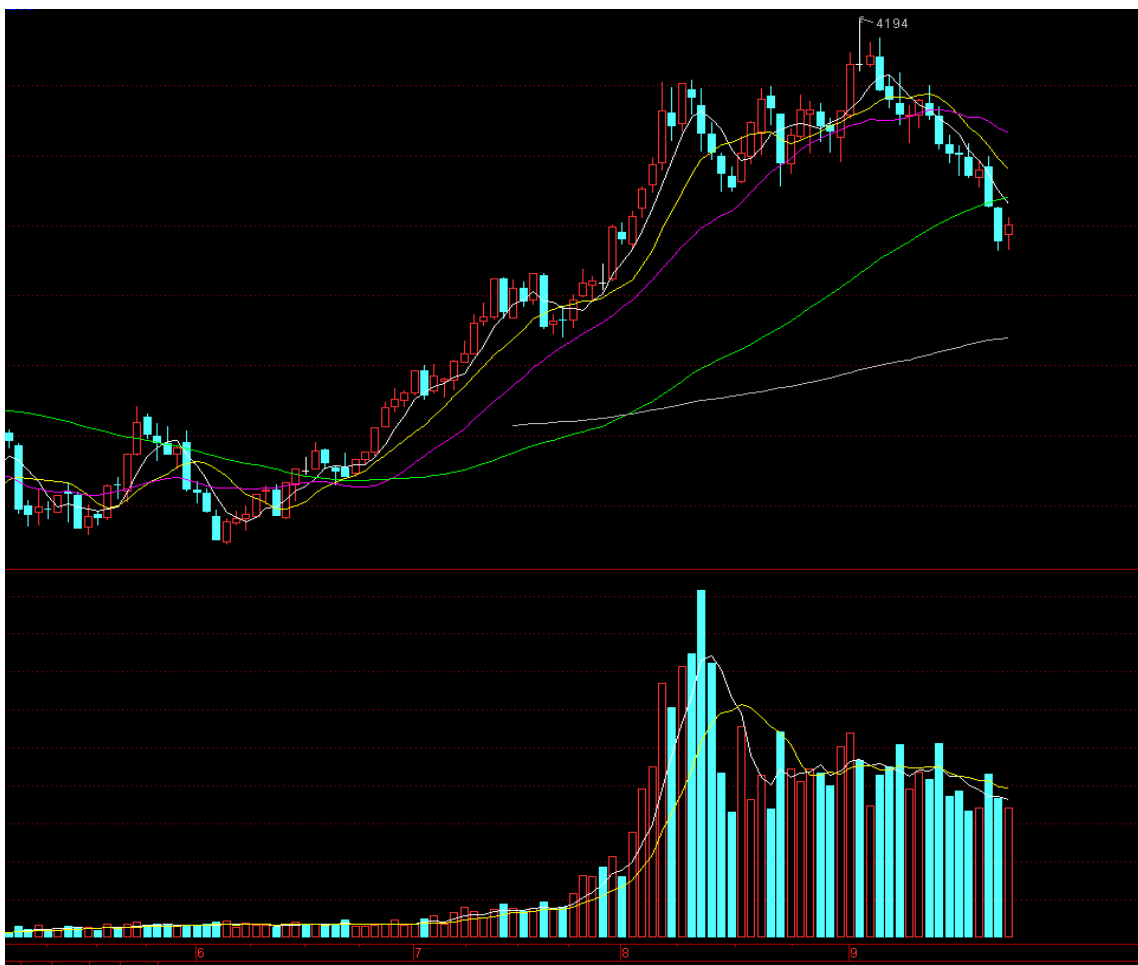


## 需求进入淡季，调整后仍存在下跌压力

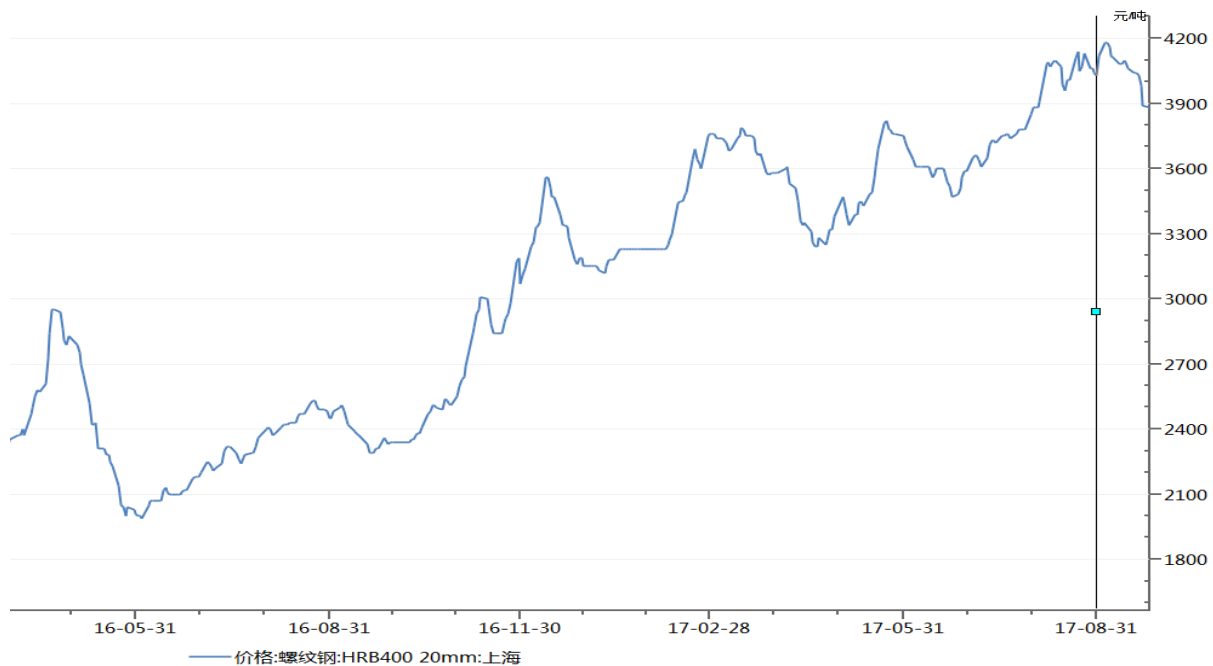
### 一、行情回顾

图 1、期货行情回顾



9月初RB1801突破前期调整平台，并于9月4日创出新高4194元/吨，其后开始下跌，截止9月25日，RB1801收于3603元/吨，较前期高点下跌14.1%。从市场情绪上看，前期高水平的钢价引起了市场的抵触情绪，甚至是反感，但其根本原因还是建筑行业在短期内对钢材存在高需求，这种高需求肯定是不可能长时间保持的，但是在需求下降之前的高价格已经足以引起众多市场参与者的不满情绪，因此当需求下滑时，叠加接下来对淡季的预期，很容易引起下游对价格的打压，期待价格下跌而延迟购货，主动调低库存等，而在期货盘面上，这种预期较现货会被更加的放大，体现在近期的期货跌幅远超现货的跌幅。

图 2、螺纹钢现货价格



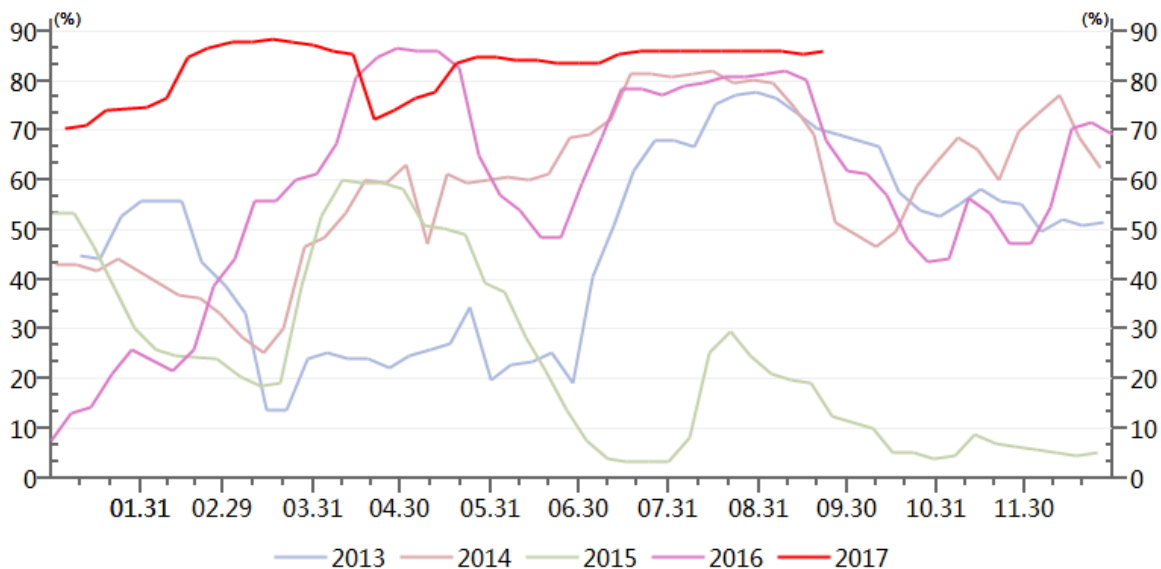
数据来源：Wind 资讯，新世纪研究院

现货端，上海螺纹钢 HRB400 20mm，9月4日和5日的价格为4180元/吨，为年内最高，随后开始下跌，截止9月25日，上海螺纹钢价格为3880元/吨，较最高点下跌7.2%，幅度远小于同时期RB1801合约14.1%的跌幅，目前RB1801贴水现货幅度为397元/吨，幅度为10.2%，在贴水幅度较大的情况下，可能引起一些参与者对回调的预期，以及对接下来RB1801是否能够保持目前的下跌速度存在疑虑，可能引起短期内的调整行情。

## 二、基本面分析

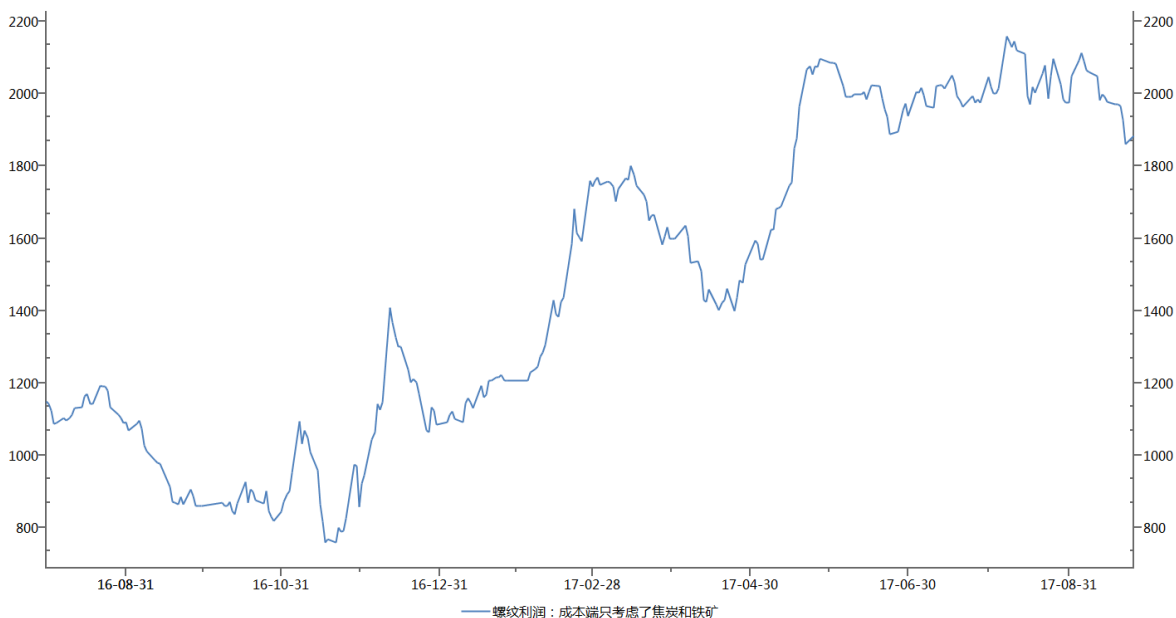
图 3、钢厂盈利情况

### 盈利钢厂:全国



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

图 4、螺纹钢利润: 成本端只考虑了焦炭和铁矿的成本

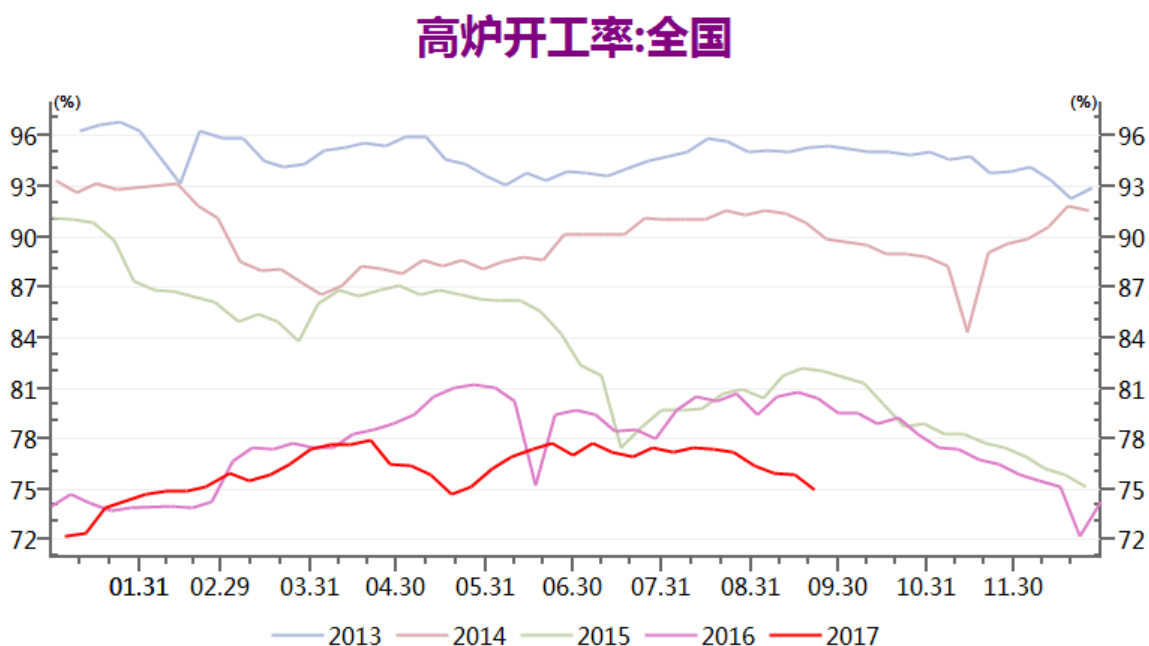


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

9 月份钢价经历了月初的上周后, 开始下跌, 同时钢铁利润开始下滑, 9 月份盈利钢厂的比例保持在 85.89%, 目前盈利钢厂比例为 2012 年以来同期新高。钢材价格和钢企原料端成本均在 9 月 4 号和 5 号左右

见顶开始下跌，不过钢材的价格下跌幅度超过了原料端的跌幅，也就引起了钢材利润的下滑，这反应了最近钢材的需求开始下滑，同时钢企对原材料的需求也开始下滑，虽然焦炭价格既然坚挺，但是9月25日焦煤出现了自7月份以来的第一次下跌，显示了炼焦企业对焦煤的需求开始下降，黑色系目前的这种普遍走弱大概率是钢材的需求已经见顶导致了，而不太可能是需求将继续上涨途中的回调。

图 5、高炉开工率

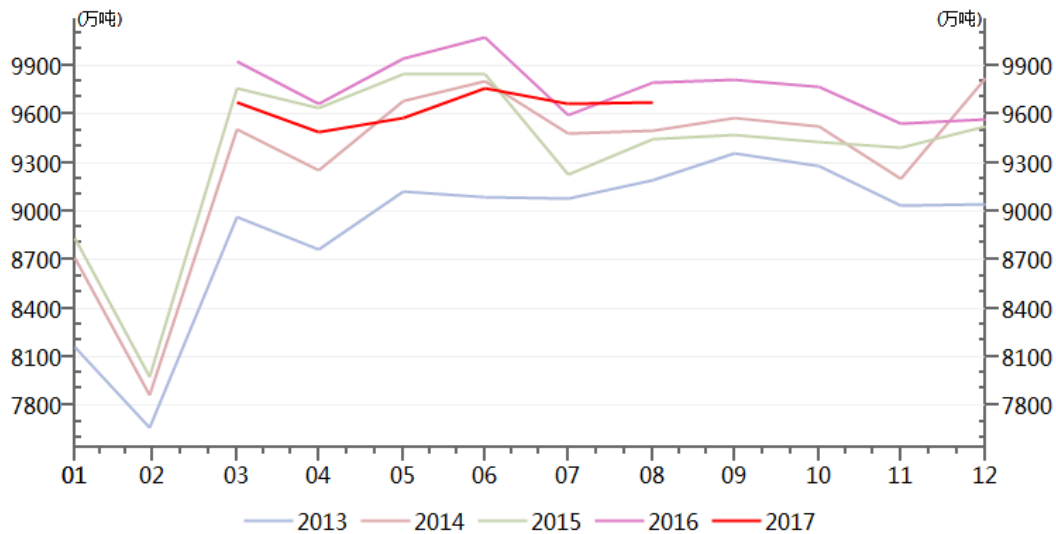


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

9月份高炉开工率在经历了8月份的高位震荡后开始下滑，对于高炉开工率下滑对未来供需的影响，有两方面的理解，第一，高炉开工率的下滑会带来产量的下滑，减少钢材的供给，这个考虑相对来说比较直观，还有第二种理解就是，钢材在发现钢材的需求有下滑的趋势后，主动调低开工率和产量，在这种理解中，核心在于开工率受需求的影响，那么开工率的下滑，可以在侧面验证需求已经开始下滑，而且由于今年在高需求高利润的刺激下，钢材几乎长期保持了全符合甚至超负荷运转，可能对设备造成一定的损害，钢企在需求下滑的同时减少开工率，一方面可以对冲需求的下滑对利润的一部分压力，另一方面也可以在需求淡季检修和调整设备。并且，开工率下降预示着的需求下降的幅度往往超过供给减少对价格的支撑作用，从这个角度出发，开工率的下滑大概率意味着价格的走弱。

图 6、钢材产量

产量:钢材:当月值



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

八月份钢材的产量和 7 月份基本持平, 主要原因是 8 月份钢材的利润总体依然处于上升趋势, 钢厂基本保持了全负荷运转的状态, 高炉开工率也是在 8 月末才开始下滑。在没有新建的高炉投产以及前期由于财务等问题处于停产的高炉复产前, 7 月和 8 月的钢材产量可以认为是目前国内钢材供给的天花板, 同时在 9 月份高炉开工率下降的情况下, 可以预计 9 月份钢材的产量环比会下降, 在目前钢材利润下滑的情况下, 预期 10 月份高炉开工率倾向于下降或者处于较低水平, 那么 10 月份钢材的供给也将有所下滑。在分析钢材供给下滑对价格的影响的时候, 也要格外小心, 并不能简单认为供给下滑那么对价格就会起到强支撑, 而更应把供给的下降看成是需求下滑的影响结果, 供给的下滑主要是企业主动地对冲需求下滑, 这是一种弱支撑而不是强而有力的支撑, 当然, 如果后期需求出乎意外地高, 那么会出现供给和需求都支撑价格的情况, 这种情况出现的可能性较小。

图 7、基建投资完成额

**固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计值:环比增加**

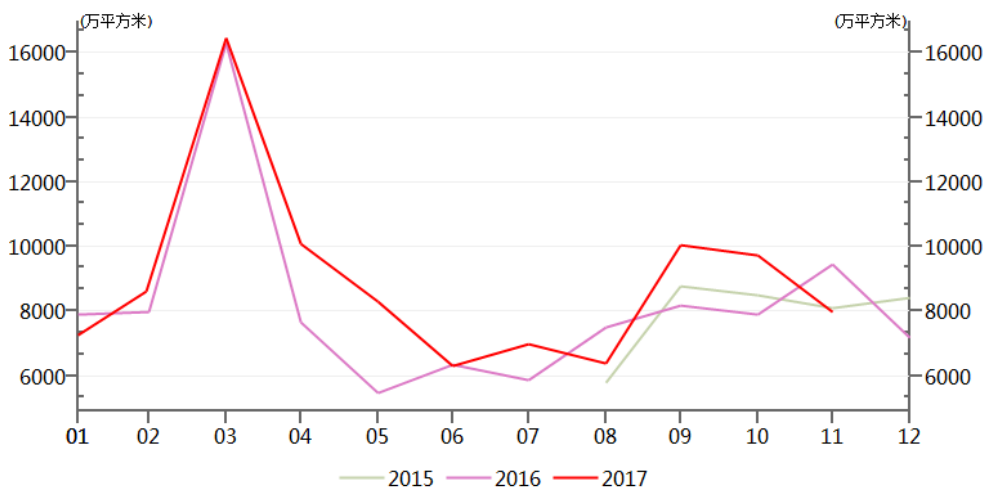


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

钢的需求主要来自于基础设施建设、房地产以及机械设备, 其中基建的占比最大, 我国基建的投资具有显著的季节性, 6 月份是基建的需求旺季, 7 和 8 月初受天气影响, 并不太适合室外作业, 因此基建会有所下降。9 月份由于比较适合室外开工, 基建的投资将会较大, 而这并不是纯属因为 9 月份适合室外作业, 那么基建的完成量会比较大, 而是因为知道 9 月份更适合室外作业的情况下, 如果开工时间可以进行适当的调整, 一些项目会更倾向安排在 9 月份进行主体施工, 那么会导致 9 月份的基建对钢的需求和固定资产投资完成额较高。10 月份受国庆假日的影响, 会导致工程作业量的下降, 导致相较 9 月份, 10 月份基建对钢的需求会有所下滑。

图 8、成交土地规划建筑面积

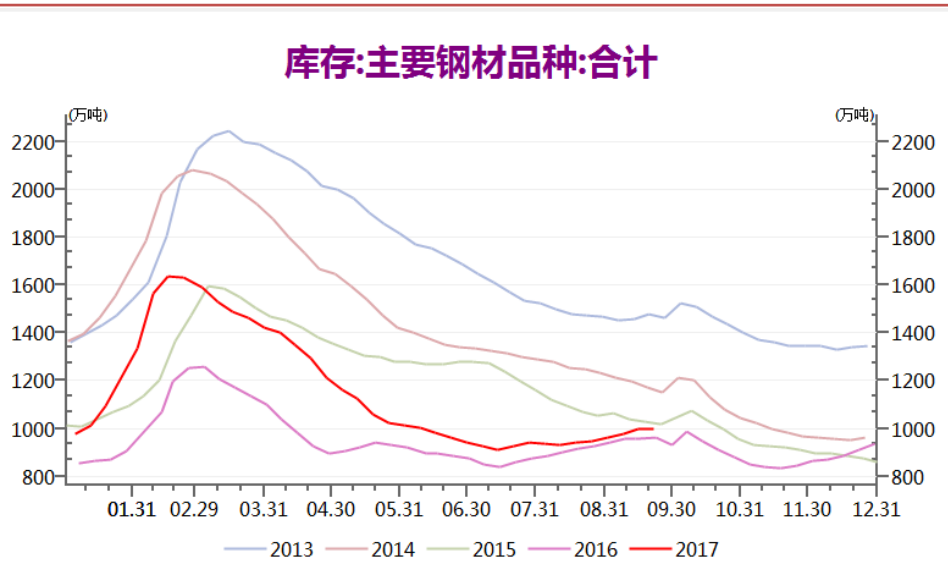
**100大中城市:成交土地规划建筑面积:当月值:+3月**



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究院

根据测算,成交土地规划建筑面积领先于钢的需求 2-4 个月,之前预期钢材的需求高点会在 9 月份出现,但是实际上,9 月初钢材需求创新高后就开始下滑,可能是受钢价上涨幅度较高,并长期处于高位,引起下游恐慌情绪,提前下订单,需求被提前,而接下来的 10 月和 11 月需求大概率是下滑的,在当前需求被透支以及预期未来需求下滑的情况下,未来钢材的需求较可能是滑铁卢式的下跌,在钢材价格较高的情况下,当需求迅速下滑,较可能出现恐慌情绪,市场可能认为较高的价格“果然”不能长期保持,导致价格快速下跌。

图 9、主要钢材库存合计

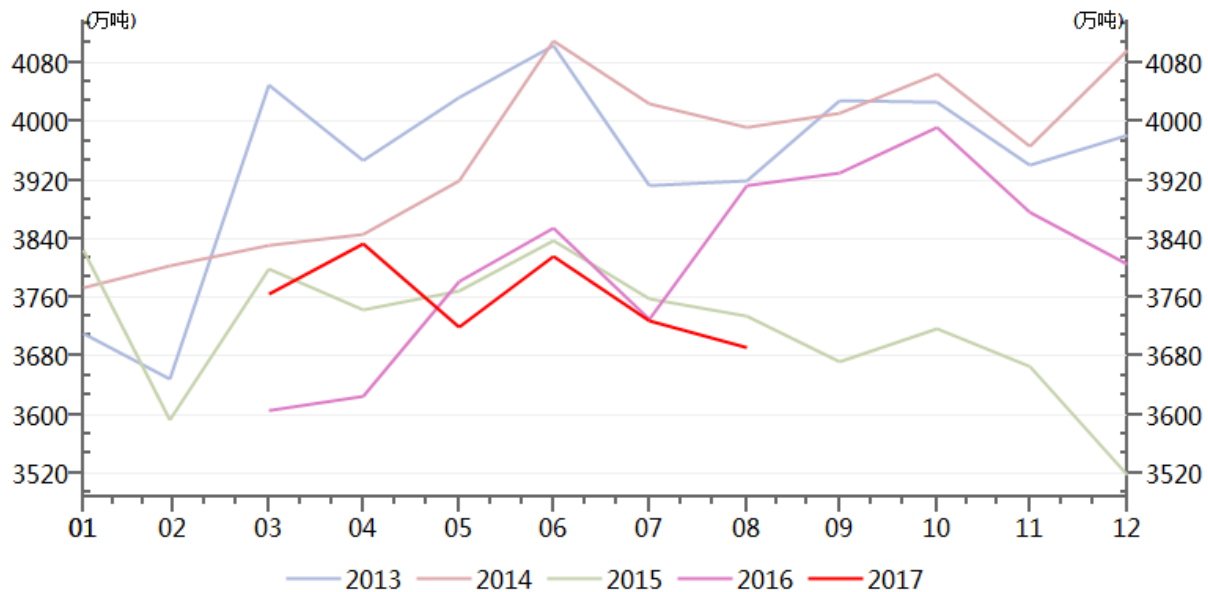


数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

从库存上看,9 月份,钢材的库存开始缓慢上升,在钢材产量总体维持基本不变的情况下,反应了需求已经开始下滑,9 月份库存有 9 月 1 日的 963.32 万吨,上升到 9 月 22 日的 995.22 万吨,库存增加了 31.9 万吨,幅度为 3.3%。基于前面的分析,10 月份钢材产量较可能下滑,10 月份钢材的需求也将趋于下降,那么 10 月份钢材的库存的情况将较不明确,即使出现了库存的下降也不能简单认为是需求的上升,或者出现了短期供不应求的情况,因为基于淡季需求的预期,钢企可能主动下调库存,这种主动的库存调整战略会使得在分析库存的时候需要格外谨慎,如果库存的下跌伴随着价格的下跌,甚至是大跌,那么可以认为库存的下降对价格起不到任何的支撑作用,切不可盲目依据库存下跌而入场抄底。

图 10、焦炭产量

产量:焦炭:当月值



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

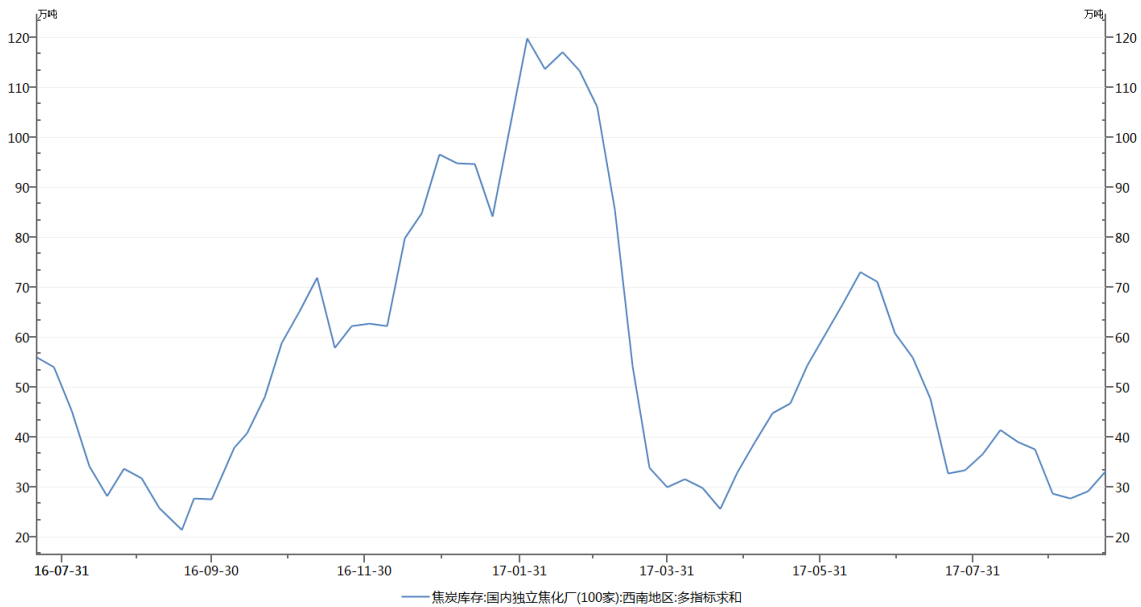
去年和今年去产能和环保受到了广泛的关注, 去产能和环保的影响也众说纷纭, 这里我只分析下去产能和环保对钢企和焦炭的影响, 结合焦炭和钢材的产量可以发现, 今年钢材的产量虽然缺乏弹性, 但总体来看是稳中略有上升的, 2016 年下半年钢材产量整体重心较上半年下移, 因此可以认为去产能和环保政策对钢材的影响基本上发挥完全了, 通过观察上市公司的年报, 钢企真正大规模进行环保设施投资是在 2014-2015 年, 可以认为现在存活下来的企业环保基本上都达标了, 因为在如此高利润的情况下钢企基本上满负荷甚至超负荷运转, 产量的增加空间已经很有限了, 而当需求下滑利润下降的时候, 钢企有较强的意愿下调产量, 但是幅度也是有限的。

但是焦炭的产量却有所下滑, 7 月和 8 份焦炭的产量都环比下降, 但波动率下降, 供给对价格的弹性下降, 可以认为焦炭的生产确实受到了环保的影响, 这也可以帮助理解为什么今年焦炭的行情强于钢, 6 月底开启的现货上涨行情焦炭天津港准一级冶金焦上涨了 31.9%, 而上海螺纹钢 6 月底以来最大涨幅为 20.5%。

总的来说, 目前钢材的供给端, 受政策的影响, 以及自身的行业去产能影响, 供给端处于较为稳定的状态, 对利润的弹性并不大, 更应该去关注需求的变化, 而不是供给端。但今年的环保对焦化企业的影响是不同于钢铁企业的, 焦炭的供给显然受到了环保的影响。



图 11、国内 100 家独立焦化厂焦炭库存



数据来源: Wind 资讯, 新世纪研究

由于焦炭的需求主要来源于炼钢, 经过研究发现, 焦炭的需求基本和钢材保持同步, 有时候也会滞后钢的需求 1-2 个星期, 这个主要受钢企对市场的信心导致, 会影响钢企的采购计划, 因此焦炭的需求主要参考钢的需求, 在这里就不重复了, 仅讨论下目前焦炭库存的现状。

国内独立焦化厂焦炭库存在 9 月 8 日触底后反弹, 9 月 8 日库存为 27.81 万吨, 9 月 22 日为 33.31 万吨, 库存增加了 5.5 万吨, 幅度为 19.8%, 在焦炭生产受环保影响的情况下, 产量难有增长, 库存的上升反应了需求的下降, 可能预示着焦炭的需求将开启下跌行情。

### 三、 操作建议

从基本面的情况来看, 钢材需求大概率已经见顶, 并且将开始下跌行情, 10 月份和 11 月份钢材的需求趋势上将处于下降行情, 建议配合技术面, 择机逢高做空为主。

### 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。

## 基本面温和利好，铜价企稳现反弹

### 一、宏观因素

#### 1、国内经济数据显示下半年经济平稳向好

8 月份，CPI、PPI 同比分别上涨 1.8%和 6.3%，涨幅比上月分别扩大 0.4 和 0.8 个百分点。从原因看，CPI、PPI 同比涨幅扩大，更多受短期因素影响。从 CPI 看，受各地连续降雨和高温天气多发、中秋节临近消费需求扩张等因素叠加影响，8 月份鲜菜、鸡蛋价格环比分别上涨 8.5%和 16.2%，对 CPI 环比涨幅贡献率合计达 64.2%，是 CPI 涨幅扩大的主要原因。从 PPI 看，主要受钢铁、有色金属价格超预期上涨影响。8 月份钢铁和有色金属行业出厂价格环比分别上涨 4.4%和 3.7%，对 PPI 环比涨幅贡献率合计近 60%，是 PPI 同比涨幅扩大的主要原因。8 月份 CPI、PPI 同比涨幅有所扩大，并未改变当前物价平稳运行的基本态势。

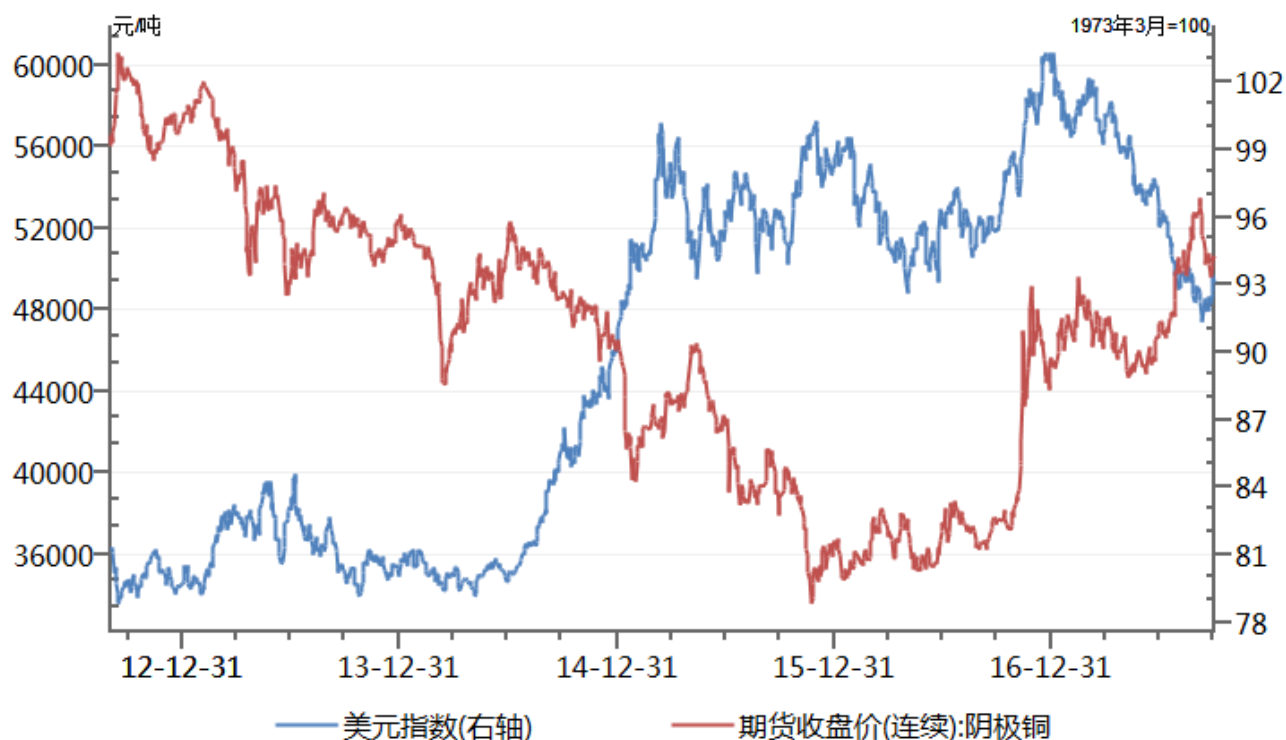
8 月统计局制造业 PMI 录得 51.7，比 7 月上升 0.3 个百分点。中国 8 月财新制造业 PMI 51.6，高于预期 51 和前值 51.1。这一趋势与国家统计局制造业 PMI 一致。但从分项数据看，两个制造业 PMI 存在较大差别：财新中国制造业 PMI 中，新订单指数和新出口订单指数分别录得 37 个月和 2010 年 3 月以来的新高，生产指数则略有回落，就业指数在收缩区间小幅攀升，成品库存指数连续第三个月下降，采购库存则在扩张区间轻微上升；统计局制造业 PMI 中，生产指数、新订单指数均由降转升，新出口订单指数连续两个月下降，原材料库存指数、产成品库存指数和就业指数均在收缩区间持续回落。总体看，8 月制造业景气度继续上升，市场需求有所好转，显示实体经济好于预期回暖，中国经济确定进入 L 后半阶段。

#### 2、美联储 10 月开始缩表

美联储公布 9 月利率决议，其将维持基准利率在 1%-1.25%不变，同时宣布将在今年 10 月开启缩表。此次决定获得 FOMC 一致通过。会后美元走强，美元指数迎来反弹，突破 92 至 92.5；美国 2 年期国债收益率上涨近 7 个基点，创 2008 年 10 月以来新高至 1.451%；美国 10 年期国债收益率涨逾 4 个基点，至一个月新高 2.289%。10 月份开始正式启动的缩表有如下三个特点：10 月份开始正式启动的缩表有如下三个特点：每个月缩表规模设置上限，初值每个月 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS；之后每三个月调整一次，分别增加 60 亿和 40 亿，直到 12 个月后每月缩减规模达到 300 亿和 200 亿为止，并保持不变。加息方面，会后市场预期加息概率大增，略超市场预期。根据利率点阵，16 位美联储委员中有 11 人预计 2017 年还要加息一次，会后 12 月联邦期货市场加息概率升至 70%。当前，美联储加息缩表、欧洲央行退出 QE 等会导致全球流动性

的逐渐收紧，可能会推动美债收益率提升，缩窄中美利差。利差和实业投资的资产回报率将影响中美资金流向。

图 1：沪铜与美元走势



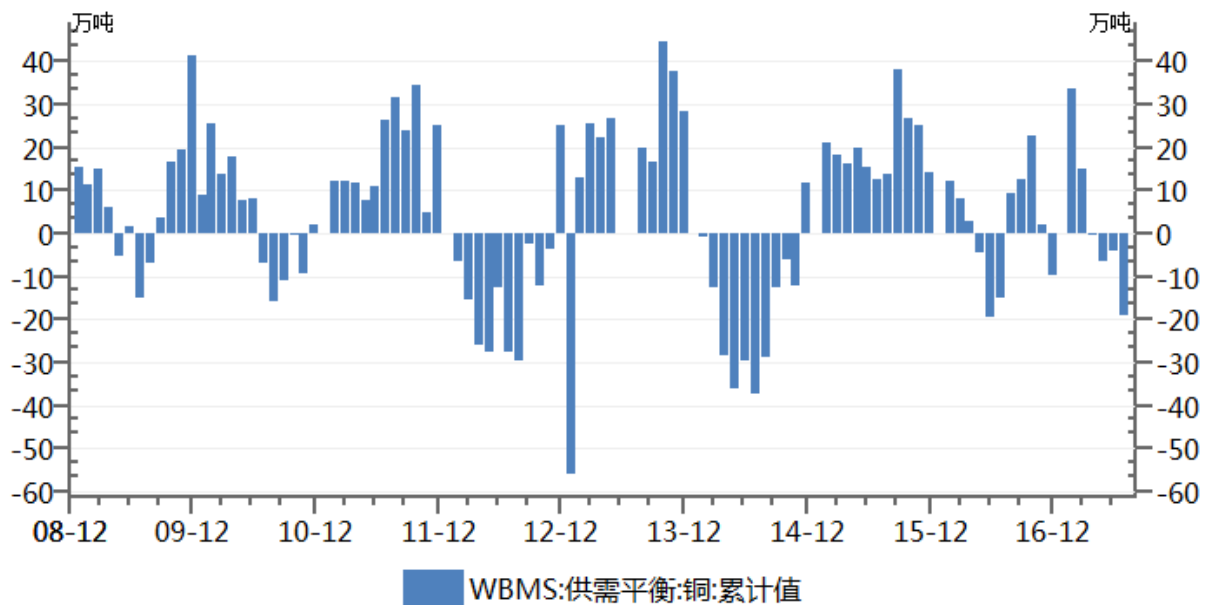
资料来源：新世纪期货、Wind

## 二、供需因素

### 1、全球铜供需趋于短缺

世界金属统计局(WBMS)最新数据显示，今年前7个月全球铜市供应短缺19.7万吨，2016年全年为短缺10.1万吨。今年7月全球铜消费量为204.45万吨，1-7月为1,379.0万吨，上年同期为1,377万吨。中国前7个月表观消费同比减少7,600吨至673.7万吨，且占到全球需求仅位于49%下方。欧盟28国产量同比增加8%，且需求为204.9万吨，较上年同期减少0.5%。今年7月全球铜产量为195.96万吨，前7个月累计为1,360万吨。1-7月全球矿山产量为1,190万吨，较上年同期小幅增加0.1%。1-7月全球精炼铜产量为1,360万吨，同比增长1.2%，其中中国产量显著增加3.48万吨，而智利产量减少1.68万吨。

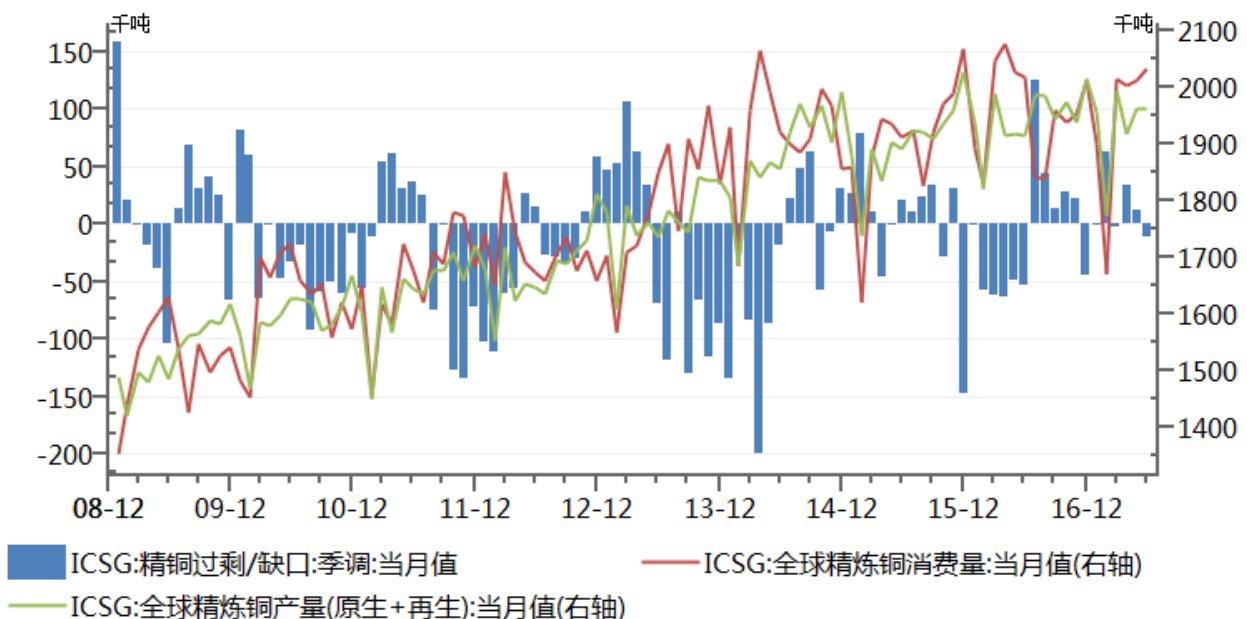
图 2: WBMS 全球铜供需平衡



资料来源: 新世纪期货、Wind

国际铜业研究小组(ICSG)在最新的月报中称,今年6月全球精炼铜市场供应短缺70,000吨,5月为短缺50,000吨。今年前6个月,铜市供应短缺75,000吨,上年同期为供应短缺405,000吨。ICSG表示,6月全球精炼铜产量为196万吨,消费量为203万吨。综合看, WBMS 和 ICSG 分别发布的铜供需平衡数据都显示,目前全球铜供给短缺现象正在不断加深,2017 年全球精炼铜供需平衡维持紧张。

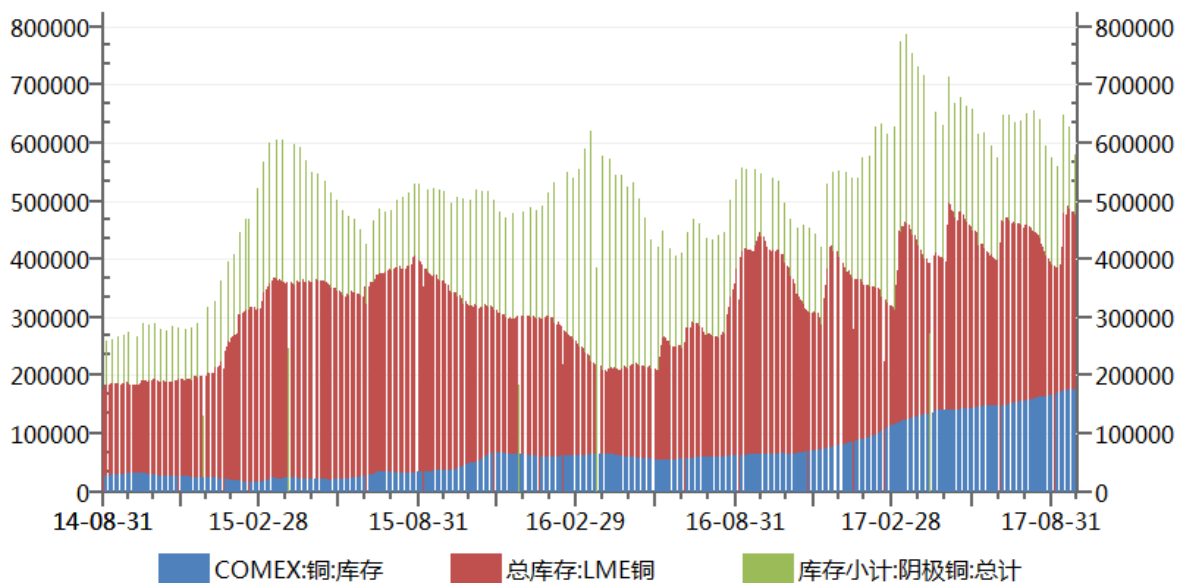
图 3: ICSG 全球精炼铜供需平衡



资料来源: 新世纪期货、Wind

库存方面，全球三大交易所总库存9月净下降0.32万吨至57.78万吨。其中，LME库存进入2017年9月以来，在上旬铜库存呈现一路下滑，铜库存下滑至20.8万吨后快速反弹至30.43万吨，之后一路小幅震荡，月底铜库存显示为29.73万吨。区域分析看，LME亚洲和LME欧洲库存双双上升，北美仓库存微量下滑。SHFE库存也在9月快速下降，下滑幅度接近45%，较8月底下跌8.43万吨达到10.32万吨。COMEX库存继续在9月稳步上涨，自8月底上升1.23万吨至17.73万吨。9月LME现货依然持续处于贴水状态，本月中现货贴水一度达到60美元/吨水平，至月末缩窄至现货贴水48.75美元/吨，现货市场仍然相对疲弱。

图4：三大交易所铜库存

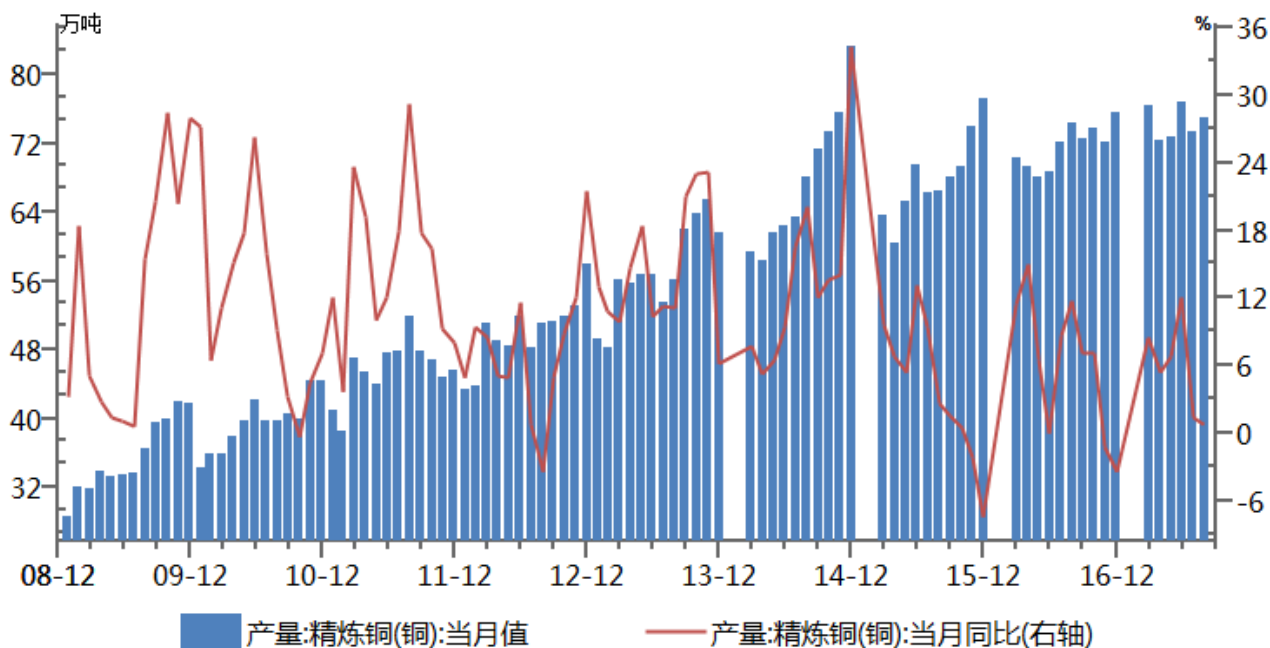


资料来源：新世纪期货、Wind

## 2、国内增产进口增加

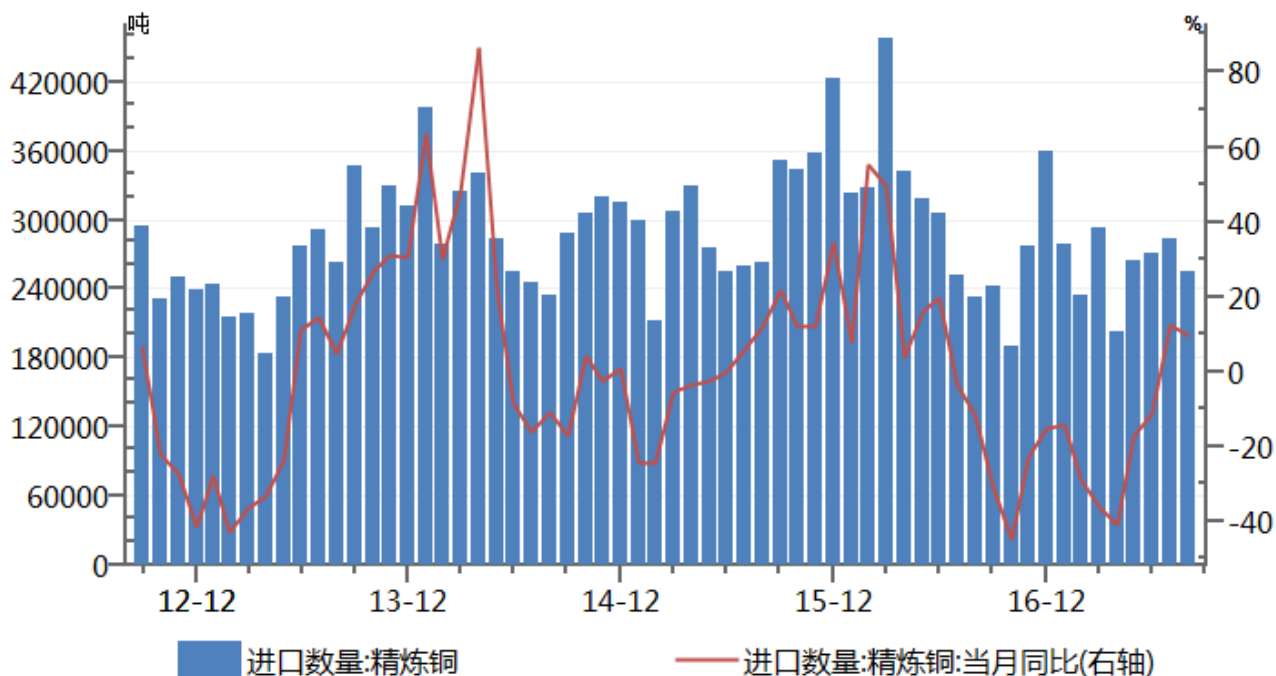
2017年8月全国精炼铜(电解铜)产量为74.9万吨，同比增长0.8%。2017年1-8月全国精炼铜(电解铜)产量累计为584万吨，同比增长6.2%。海关数据显示，中国8月精炼铜进口量同比增加9.8%至254,672吨。8月份我国铜矿砂及其精矿进口量为144万吨，1-8月为1110万吨。与去年同期相比增加2.8%。中国8月份进口未锻造的铜及铜材38.6万吨，7月份进口未锻造的铜及铜材39.1万吨。1-8月份未锻造的铜及铜材进口总量为301万吨；去年同期累计344.9吨，同比减少12.7%。同期废铜进口量为30.98万吨，同比下降1.67%，1-8月累计进口244.92万吨，同比增加13.65%。进入9月，冶炼厂新增产能上升，对原料需求将增加，国内进口铜精矿现货TC最新报81至87美元/吨。江铜富冶和鼎铜业有限公司新增15万吨电解铜产能进入试生产，此外新建冶炼产能将陆续集中投放，葫芦岛宏跃、灵宝黄金、中原黄金合计每年40万吨产能预计相继于四季度投产。

图 5: 精炼铜月度产量



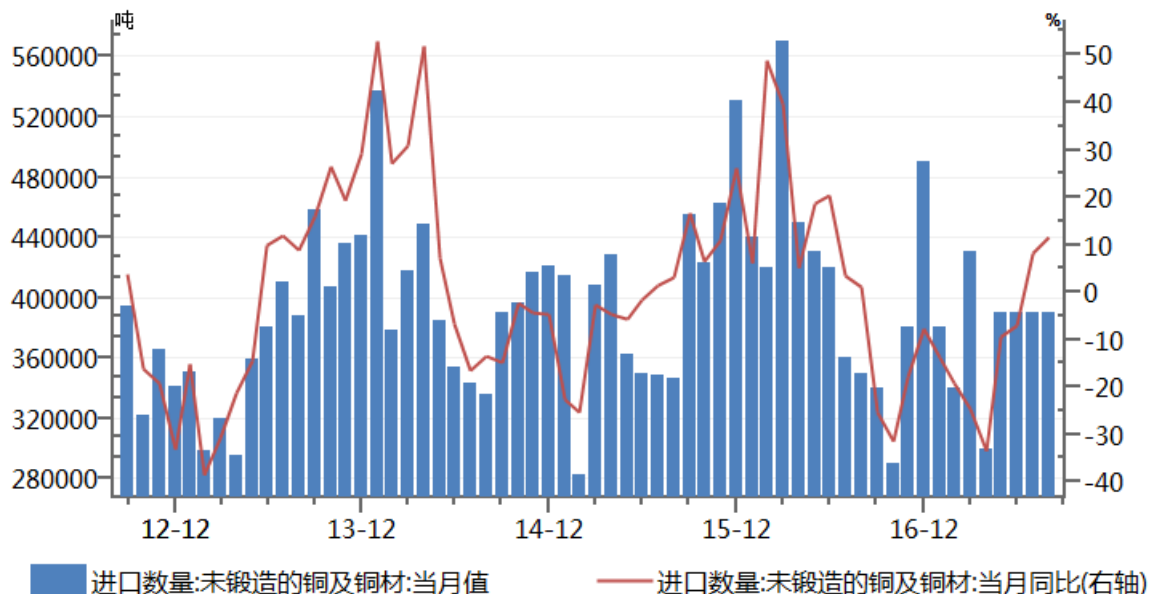
资料来源：新世纪期货、Wind

图 6: 精炼铜月度进口



资料来源：新世纪期货、Wind

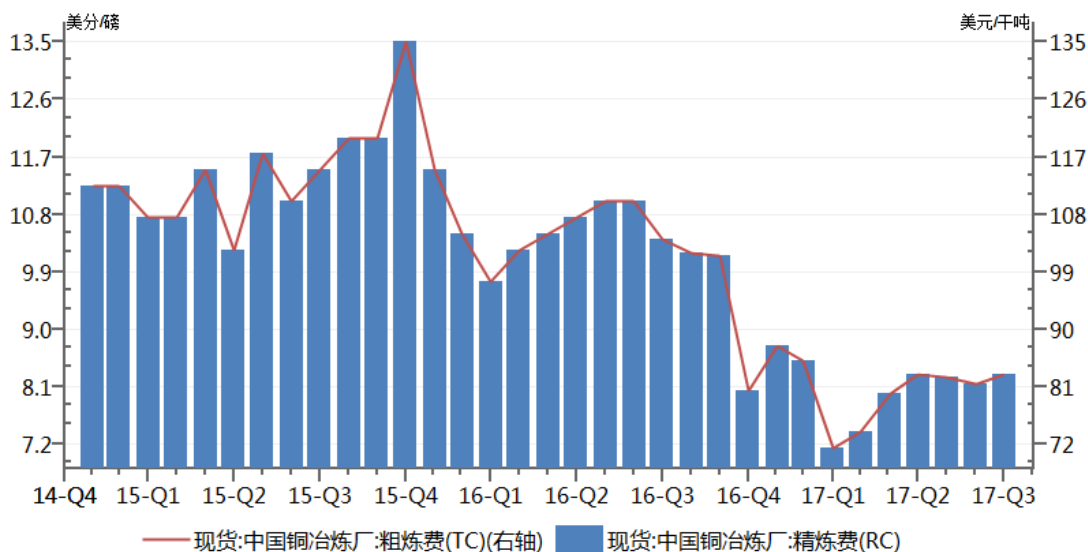
图 7：未锻造的铜及铜材进口量



资料来源：新世纪期货、Wind

此外,CSPT 小组在本月中旬在上海就四季度 TC/RC Floor Price 召开会议,敲定四季度 TC/RC Floor Price 为 95 美元/吨 9.5 美分/磅,较三季度 TC/RC Floor Price 86 美元/吨和 8.6 美分/磅上涨。此次谈判的 TC/RC Floor Price 95 美元/吨为 2016 年四季度以来的高点,且高于 2017 年度基准的每吨 92.5 美元/吨和每磅 9.25 美分。目前市场非常支持当前水平的 TC/RCs,且出席会议的人士认为价格甚至会更高。一年一度的全球矿产商和国内冶炼厂关于 2018 年的长协 TC 谈判即将展开交锋,预计今年的谈判将在 11 月 28 日至 12 月 1 日之间。希望四季度拉升的地板价为来年长协 TC 奠定较好的基础。

图 8：国内铜加工费走势图

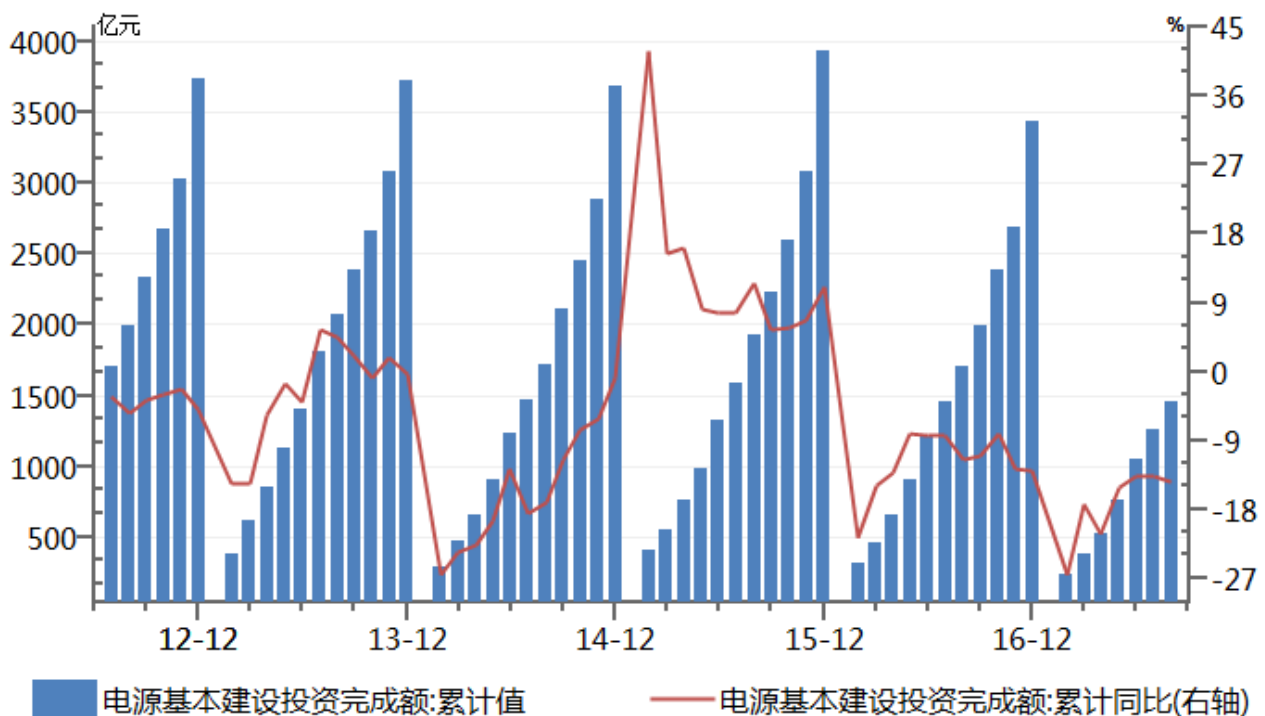


资料来源：新世纪期货、Wind

### 3、下游需求乐观

2017 年 8 月铜材产量为 180.1 万吨，同比增长 5.9%，继 6、7 月的增速回落后，8 月产量有所恢复。8 月份铜杆企业开工率环比有所好转，铜管企业开工率为 84.96% 较上月有所回落，但总体仍处于高位，同比上涨 13.45 个百分点，环比下降 3.76 个百分点。8 月铜管企业开工率环比下降主因空调行业消费逐渐走弱，因天气逐渐转凉和今年以来房地产市场持续降温的影响，空调企业产销量环比出现下滑，生产节奏放缓，从而导致铜管企业订单减少。此外，由于上半年的超负荷运转，8 月份企业设备进行了检修，导致产量下降。

图 9：国内电源投资额

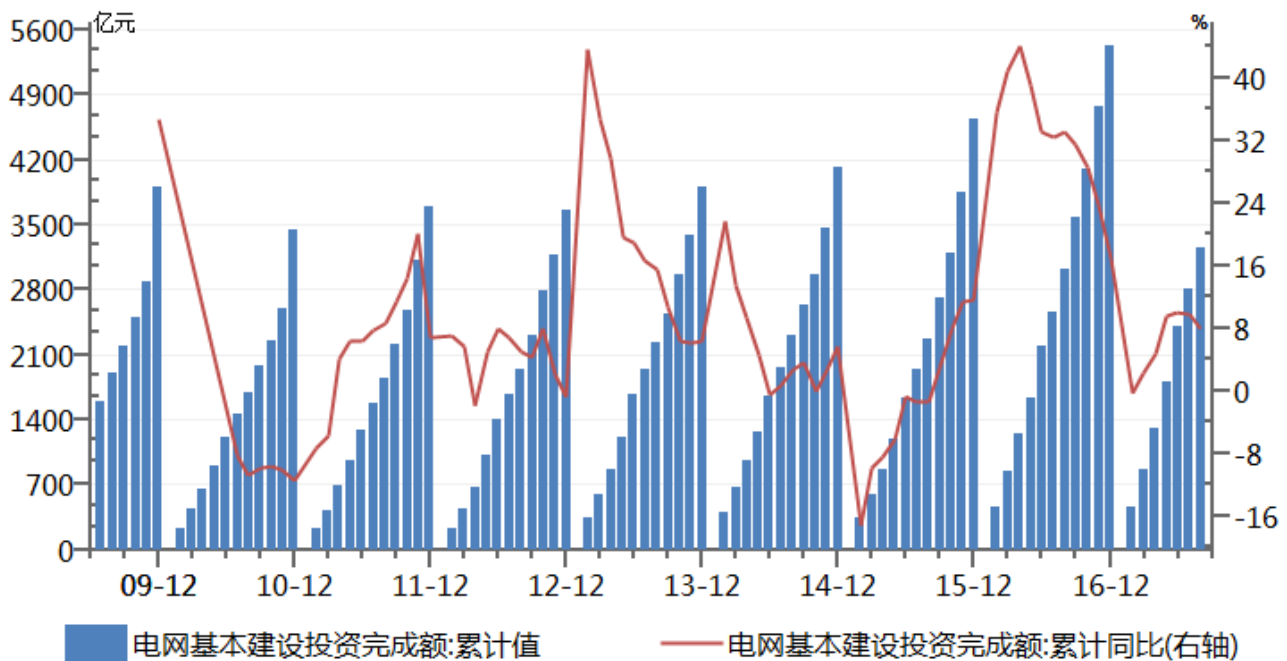


资料来源：新世纪期货、Wind

电源电网投资方面，今年 1-8 月，全国电网工程完成投资 3250 亿元，同比增长 7.9%。全国主要发电企业电源工程完成投资 1461 亿元，同比下降 14.2%。其中水电完成投资 285 亿元，同比下降 8.0%；火电完成投资 424 亿元，同比下降 23.3%；核电完成投资 242 亿元，同比下降 15.8%；风电完成投资 328 亿元，同比下降 14.5%。水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 71.0%，比上年同期提高 3.4 个百分点。



图 10: 国内电网投资额



资料来源: 新世纪期货、Wind

汽车方面, 2017 年 8 月全国汽车产销比上月呈现回升态势, 同比继续保持增长。8 月, 汽车产销分别完成 209.3 万辆和 218.6 万辆, 同比分别增长 4.8% 和 5.3%, 环比分别增长 1.6% 和 10.9%。1-8 月, 汽车产销同比均呈小幅增长, 1-8 月汽车产销分别完成 1767.8 万辆和 1751.1 万辆, 同比分别增长 4.7% 和 4.3%。8 月, 新能源汽车产销分别完成 7.2 万辆和 6.8 万辆, 同比分别增长 67.3% 和 76.3%。1-8 月, 新能源汽车产销分别完成 34.6 万辆和 32.0 万辆, 同比分别增长 33.5% 和 30.2%。进入下半年, 新能源车同比出现了两位数的增长, 出现了明显提高。汽车行业产销情况保持乐观, 拉动对铜需求。

白色家电方面, 2017 年 8 月, 全国空调产量 1462.8 万台, 同比增长 19.1%。1-8 月, 全国空调产量 13300.2 万台, 同比增长 18.7%。家用电冰箱生产 858.0 万台, 同比增长 17.0%; 家用洗衣机生产 630.4 万台, 同比增长 1.3%。空调环比连续下滑, 同比维持高增长。从去年 7 月以来, 空调产量同比一直维持在 10% 以上的增速, 17 年旺季甚至出现了 20% 以上的增幅, 我国的空调行业开创了前所未有的局面。但是进入 7 月, 旺季已经过去, 空调产量环比降幅明显, 8 月较 7 月产量下降 200 万台左右, 降幅达 12%, 冰箱增幅扩大, 洗衣机微增。目前, 冰箱行业的国内市场依旧低迷, 从第 35 周冰箱销量同比减少 22.2%, 环比下降 61.9% 的数据中可见一斑。而洗衣机行业即将迎来旺季, 产量有望逐月提高, 全年增幅在 3% 左右。

房地产方面, 8 月份, 房地产开发景气指数 (简称“国房景气指数”) 为 101.42, 与 7 月份持平。2017 年 1-8 月份, 全国房地产开发投资 69494 亿元, 同比名义增长 7.9%, 增速与 1-7 月份持平。其中, 住宅投

资 47440 亿元，增长 10.1%，增速提高 0.1 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.3%。1-8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 721781 万平方米，同比增长 3.1%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点。1-8 月份，商品房销售面积 98539 万平方米，同比增长 12.7%，增速比 1-7 月份回落 1.3 个百分点。8 月末，商品房待售面积 62352 万平方米，比 7 月末减少 1144 万平方米。1-8 月份，房地产开发企业到位资金 99804 亿元，同比增长 9.0%，增速比 1-7 月份回落 0.7 个百分点。综合看，虽然指数与上月持平，但是 8 月各项年内累计量的同比增速都较 7 月有所下滑，需谨慎看待地产行业对铜需求的拉动。

图 11：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，2017 年 9 月沪铜主力合约 1711 呈现震荡下行，自月初的 53830 高位一路下跌，行至月中跌势减弱行情企稳窄幅波动。月末节前最后一天多头偷袭，当日大涨 2.84%，整个 9 月跌幅达 2%。从主力合约看成交量总体呈现增大趋势，持仓量也在增加，总体市场参与热情上升。综合判断，铜价目前基本面供需紧平衡，供给缺口有望进一步扩大，全球显性库存小幅下滑，本月下跌主要受到基本金属板块大幅下跌带动，对于后市沪铜价格下方空间不大，仍会保持温和多头势头。上月月报中曾指出，短期技术预计沪铜或将继续小幅震荡后将回踩至 M10 和 M20 均线区间，目前铜价已行至该区域开始反弹。操作上建议，建议仍然可选择在窄幅震荡区间中逢低做多为主。

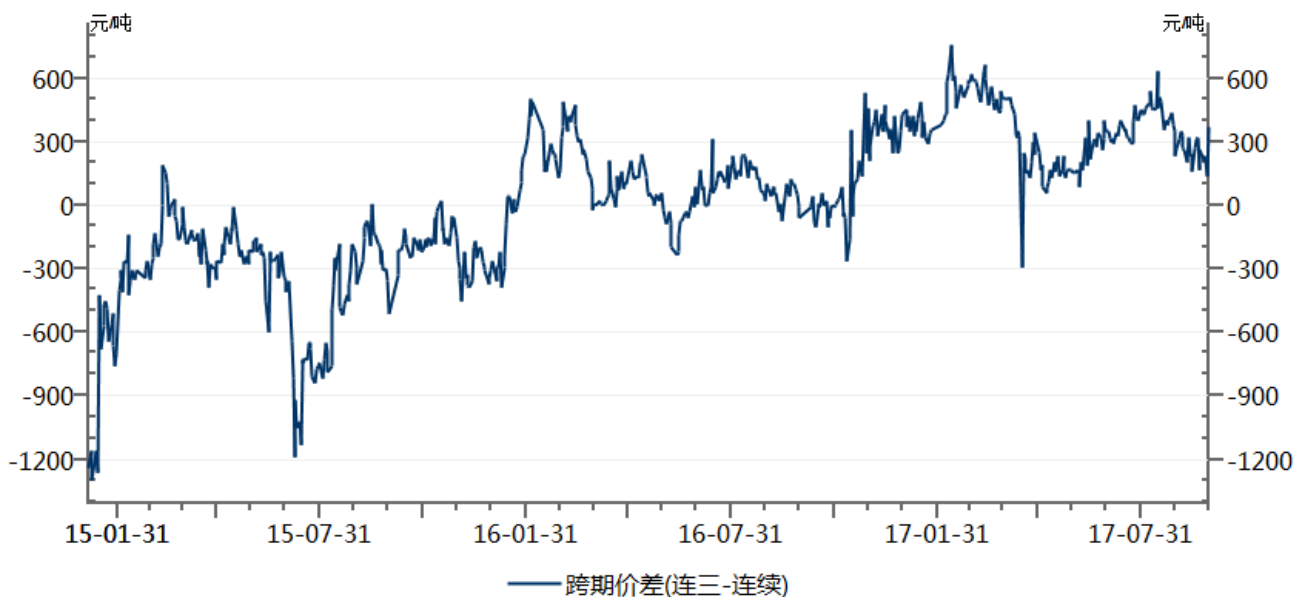
图 12: 沪铜连续合约走势图



资料来源：新世纪期货

目前，9 月沪铜连三合约减连续合约之间的价差水平基本运行于 300 之下，月末阶跃于报收 370。接近自 2015 年 1 月至今价差数据的 83.82%分位数。目前，从价差角度分析，建议可以在盘中价差升至 400 附近区间后，择机选择做空价差策略即多近月抛远月。

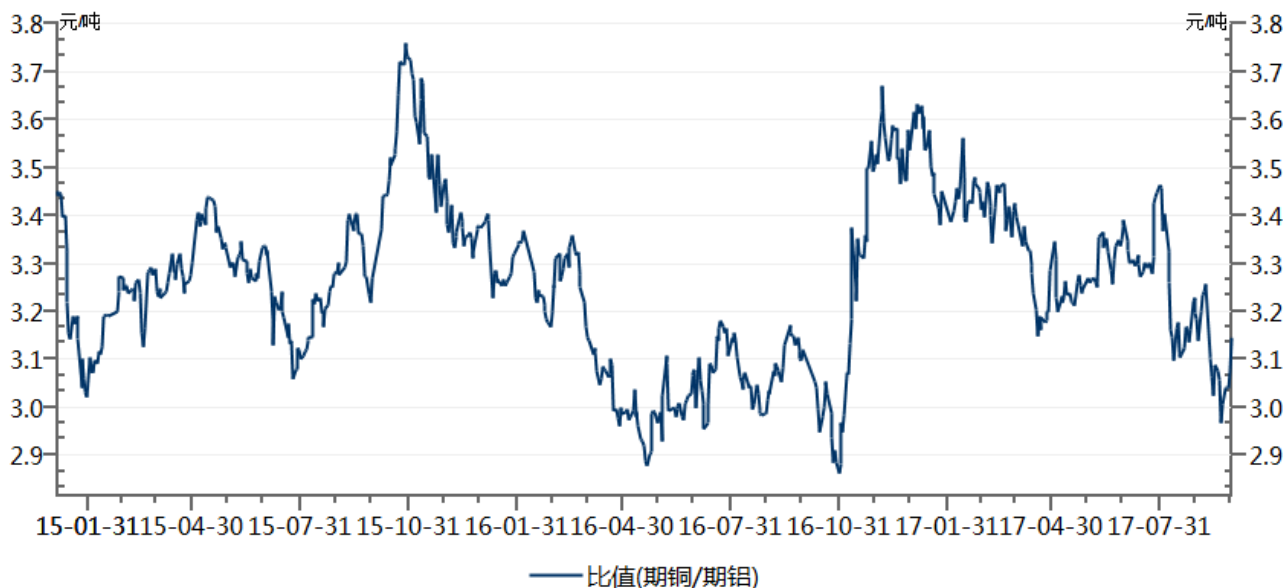
图 13: 沪铜连三-连续合约价差走势图



资料来源：新世纪期货

目前沪铜连三/沪铝连三比价处为 3.145，处于自 2015 年 1 月至今比价数据的 28.57%分位数。目前铜铝比价处于较低水平。目前，由于铝的违规产能清理接近结束，铝现货库存高企，建议可以适度在低位做多铜铝比价。从比价角度分析，目前入场机会适当，可择机做多比价策略，即多沪铜空沪铝策略。

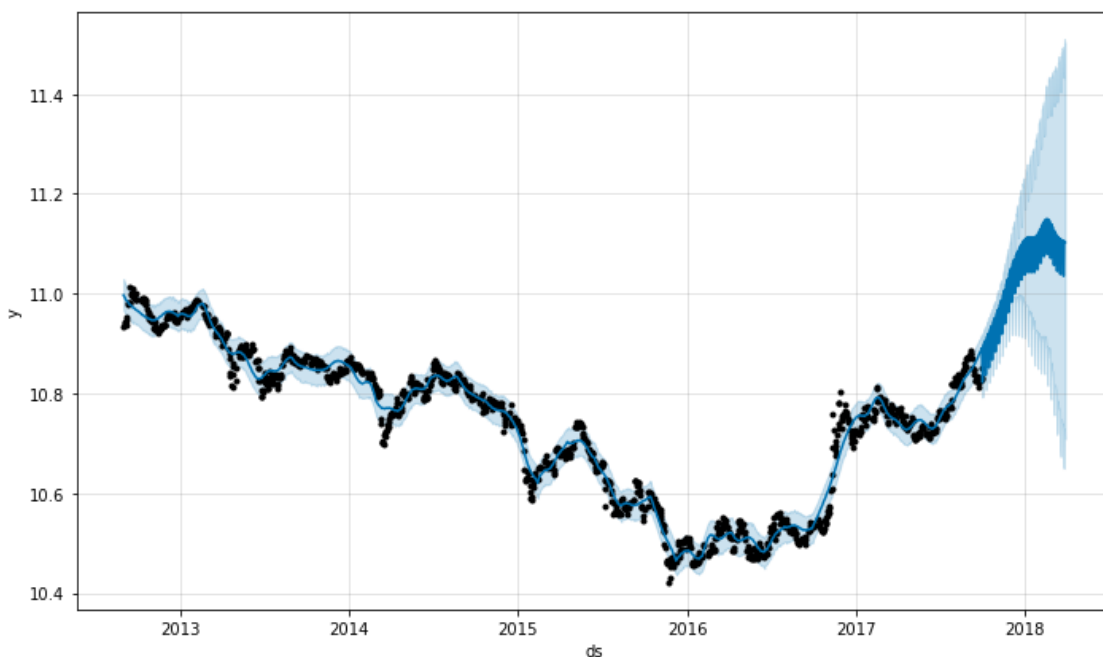
图 14: 沪铜连三/沪铝连三比价走势图



资料来源：新世纪期货

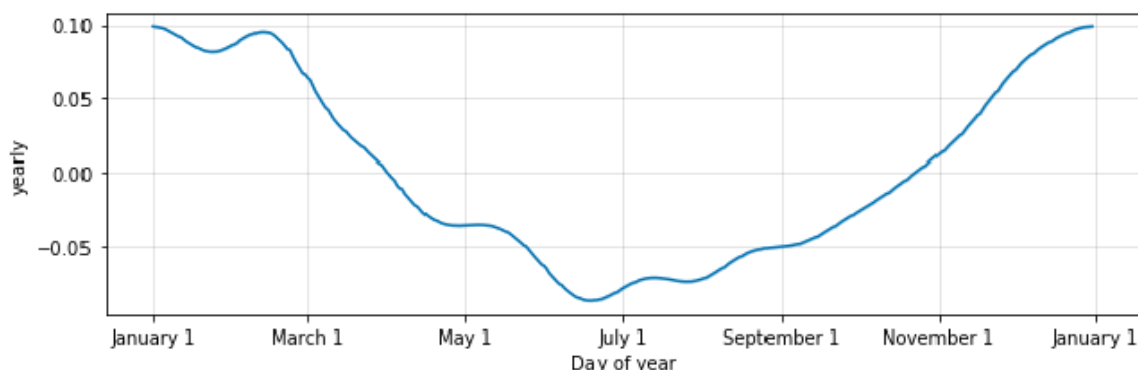
根据机器学习分析连续合约走势后发现，预计后期沪铜上行动能仍非常强劲，在三四季度依然保持上涨态势。由于数据拟合周期为半年，只考虑到往年周期性因素和今年内走势，所以总体趋势向上，仅供参考。

图 15: 机器学习预测走势图



资料来源：新世纪期货

图 16: 铜季节性走势统计图



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：需求方面，国内实体经济指标转暖，房地产投资平稳。供给方面，铜产业受供给侧改革影响较少，四季度铜企冶炼费用上升，全球显性库存下滑。

2、助推因素：全球铜矿供给端偏紧平衡，国内需求好转。

3、风险因素：美联储加息、缩表，地缘政治局势紧张。

4、技术上：行情止跌后将现反弹。

操作策略：

基于以上分析，中期行情仍是回落夯实平台后继续向上。建议在 10 月采用箱体震荡逢低做多操作策略，上月曾建议主力合约多单可建在 51500 至 52000 一线，目标 54000 至 54500。当前，已开仓多单持单，目标价位不变。未入场投资者可将多单入场点设置在 51000 一线，择机中线多单入场。

#### 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。

## 供给压力大，LLDPE 偏空

### 一、行情回顾

9 月份，塑料期货呈现下跌走势。截至 9 月末，L1801 收盘价为 9510 元/吨。9 月份 L1801 最低跌至 9245 元/吨，最高涨至 10605 元/吨，月跌幅达到 6.54%，基本上回吐了 8 月份涨幅。现货市场上，截至 9 月末，LLDPE 市场价格为 9900 元/吨，较 8 月末下跌 50 元/吨；HDPE 市场价格为 10200 元/吨，较 8 月末下跌 150 元/吨；LDPE 市场价格为 10750 元/吨，较 8 月末下跌 150 元/吨。

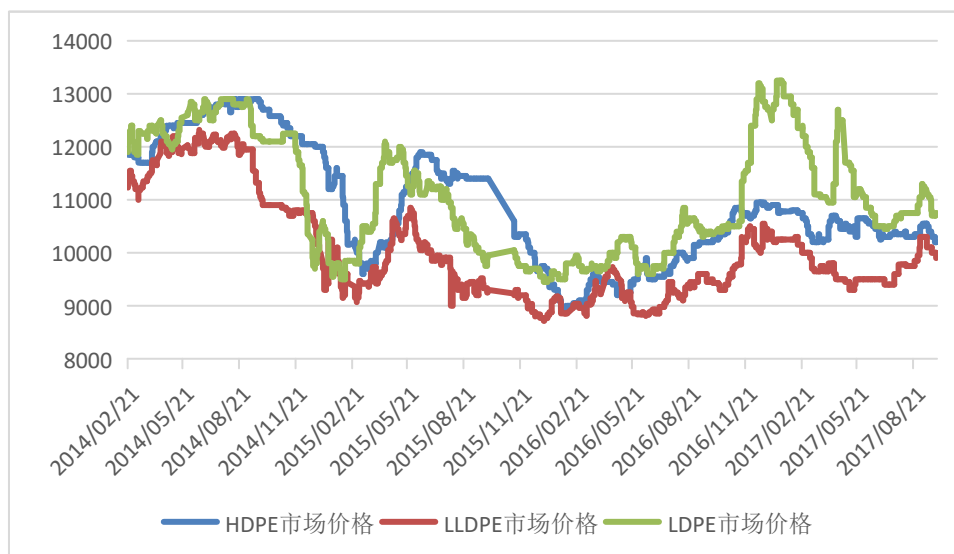
总体而言，9 月份聚乙烯价格呈现下跌走势。9 月初，由于石化库存低，石化挺价意愿强，市场受高成本支撑，聚乙烯价格继续上涨，塑料期货亦延续涨势。紧接着，塑料期货开始回落；石化出厂价格持续下调，现货市场失去成本支撑，聚乙烯价格亦下跌，且交投气氛悲观。8 月份期货上涨存在比较强的资金炒作，预期农膜消费旺季以及环保检查的结束；而在市场情绪回归理性之后，资金炒作开始退潮。因此，塑料期货、现货价格均出现回落。

图 1：LLDPE 期货指数日 K 线图



资料来源：博易大师

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、聚乙烯新装置投产推迟

截至 9 月底，市场上共有三套聚乙烯新装置投产。其中，神华宁煤 45 万吨/年的全密度装置于 7 月 19 日产出合格料，之后由于乙烯压缩机故障停车检修，9 月 9 日重启试车，目前由于装置不稳定再次停车。年初时预计 2017 年共有 207 万吨新产能投放，而随着市场的变化，部分聚乙烯企业将聚乙烯新装置投产时间推迟至 2018 年。根据目前各家企业的新装置投产计划，2017 年仅有 112 万吨新增聚乙烯产能。2015 年聚乙烯产能 1535 万吨，2016 年聚乙烯新增产能 87 万吨至 1622 万吨，预计 2017 年新增产能 112 万吨至 1734 万吨，增加 6.91%。国际上，由于乙烯产能增长速度低于聚乙烯增长，很多非一体化聚乙烯装置开工不足，2017 年全球聚乙烯新增有效产能为 463 万吨，2017 年全球产能压力不大。

表 1：2017 年聚乙烯装置投产计划

企业名称	装置	产能	投产时间	生产工艺
江苏斯尔邦	EVA	30	2017年3-5月	煤制烯烃
中天合创	LDPE	37	2017年5月	煤制烯烃
神华宁煤	全密度	45	2017年7月	煤制烯烃
合计		112		

资料来源：隆众资讯、新世纪期货

## 2、聚乙烯检修高峰已过

二季度是聚乙烯装置检修的集中时间段，各月份聚乙烯装置检修持续大幅增加。当前装置检修的高峰期已过，8-9 月份开工率和产量逐渐提升。9 月份 PE 石化装置平均开工率在 96% 左右，装置检修量比较少，目前仅有 99.5 万吨产能处于停车状态。还有部分停车装置可能会在近期重启，9 月 13 日停车检修的包头神华 30 万吨的全密度装置预计将于 10 月 3 日重启。另外，计划检修的装置较少，仅有蒲城清洁能源 30 万吨线性装置预计在 10 月中下旬检修。因此，10 月份聚乙烯的供应压力仍然较大。

表 2：聚乙烯石化装置停车汇总

企业名称	检修装置	装置产能	停车时间	开车时间
盘锦乙烯	低压	15	2014 年 6 月 12 日	--
兰州石化	全密度	6	2013 年 5 月 17 日	--
上海石化	高压	5	8 月 13 日	--
	高压	5	8 月 22 日	--
中天合创	低压	25	9 月 7 日	--
包头神华	全密度	30	9 月 13 日	10 月 3 日
上海金菲	低压	13.5	9 月 17 日	10 月 15 日

资料来源：隆众资讯、新世纪期货

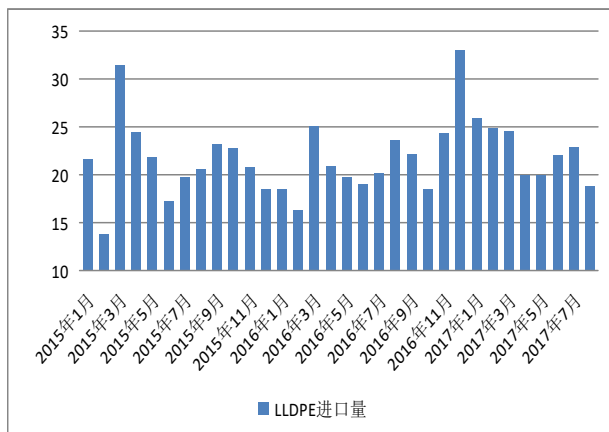
## 3、聚乙烯进口量大幅减少

8 月份聚乙烯进口量大幅减少。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，港口库存累库严重。而随着国内聚乙烯价格的下跌，内外盘价格出现倒挂，4 月份开始聚乙烯进口量明显减少。8 月份聚乙烯进口量 75.37 万吨，其中 LLDPE 进口量 18.84 万吨，较 7 月份减少 17.69%；HDPE 进口量 41.52 万吨，较 7 月份减少 10.77%；LDPE 进口量 15.01 万吨，较 7 月份减少 8.42%。

随着国内聚乙烯价格的企稳，7-9 月份聚乙烯进口利润均处于小幅盈利的状态。9 月份的聚乙烯进口利润情况如下：截至 9 月末，LLDPE 中间价 1160 美元/吨，完税价为 9767.08 元/吨，进口利润为 132.92 元/吨；截至 9 月末，LDPE 中间价 1230 美元/吨，完税价为 10344.4 元/吨，进口利润为 405.6 元/吨；截至 9 月末，HDPE 中间价 1170 美元/吨，完税价为 9849.55 元/吨，进口利润为 350.45 元/吨。9 月份国内聚乙烯价格下跌幅度较大，聚乙烯进口利润较 8 月份有所下降。10 月份聚乙烯进口利润存在继续下降的可能性。在此背景下，10 月份聚乙烯进口量将继续减少。

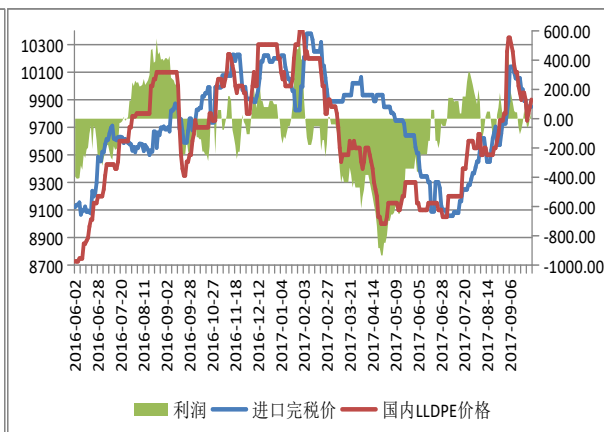


图 3: LLDPE 进口量 (单位: 万吨)



资料来源: 隆众资讯、新世纪期货

图 4: LLDPE 进口利润 (单位: 元/吨)



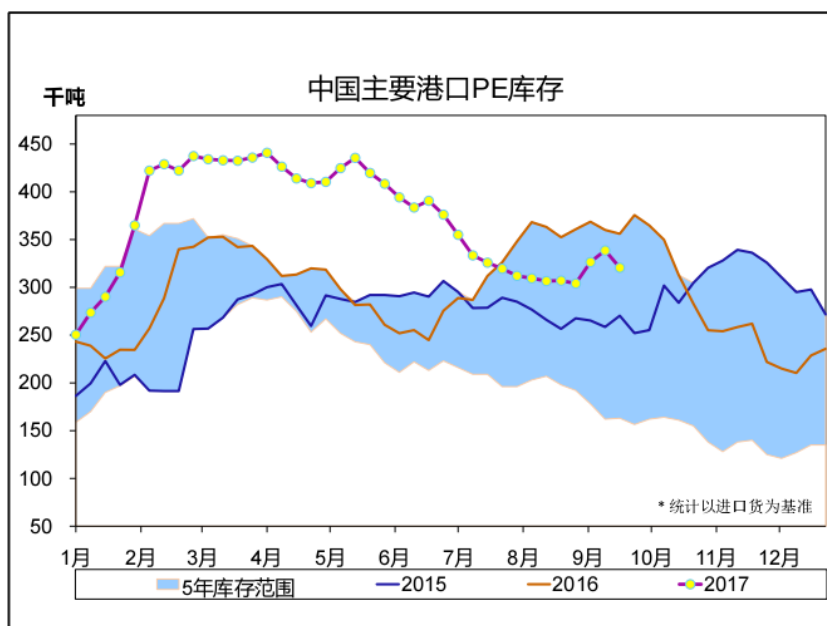
资料来源: 隆众资讯、新世纪期货

#### 4、聚乙烯库存压力不大

截至 9 月末, 中国聚烯烃总体库存天数为 12 天, 处于中等偏低水平。1-2 月份, 聚烯烃库存量大幅上升; 之后, 聚烯烃经历了去库存周期, 上半年的去库存效果较好。从近期的数据来看, 9 月份聚烯烃库存有所反弹; 但总体而言, 聚烯烃库存压力不大。

9 月份, 聚乙烯港口库存经历了先升后降的过程。截至 9 月 22 日, 上海港口库存为 20.1 万吨, 黄埔港口库存为 6.2 万吨, 天津港口库存为 5.7 万吨。9 月中上旬, 货物到港较多, 聚乙烯港口库存有所上升; 而受进口料成交情况较好的影响, 9 月末港口库存开始回落。目前聚乙烯港口库存低于 2016 年同期水平。

图 5: 聚乙烯港口库存走势图

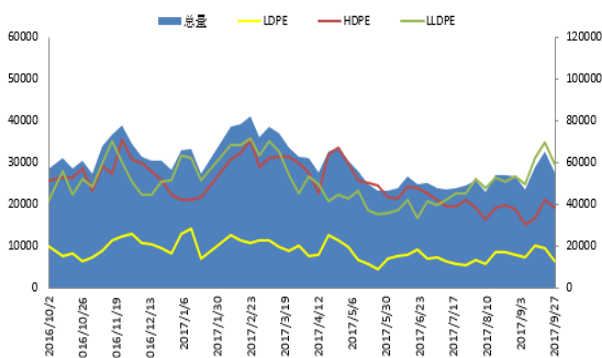


资料来源: IHS

聚乙烯石化库存在 3 月份达到高点以后逐渐下降，社会库存也在 6-7 月份经历了大幅下降的过程。9 月中上旬，聚乙烯石化库存大幅上升，主要原因是期货价格大幅下跌，下游买涨不买跌心态影响交易行为，市场交投清淡，石化出货不畅；9 月中上旬，聚乙烯社会库存有所上升，部分中大型贸易商库存量增加。而受到国庆节前终端备货行为的影响，9 月末聚乙烯社会库存和石化库存均有所下降。

10 月份聚乙烯装置检修较少，供应压力犹存，而下游需求受制于持续的环保督查，预计 10 月份聚乙烯库存将会有所上升。

图 6：聚乙烯石化库存走势图



（注：上图为中石化华北、中石化华东、中石化华中及中石化华南四大地区分品种库存汇总图，左轴轴为分品种库存，右轴轴为总库存）

资料来源：隆众资讯

图 7：聚乙烯社会库存走势图



资料来源：隆众资讯

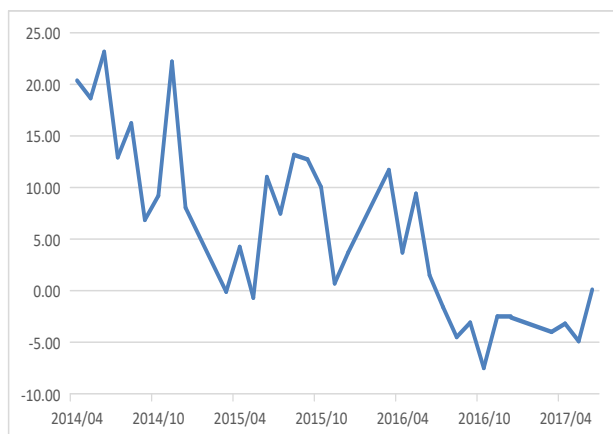
## 5、农膜消费旺季来临

9 月 10 日第四批中央环保督查组结束为期一个月的环保督查工作。随后，根据《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染攻坚行动巡查方案》，环保部于 9 月 15 日开展环保巡查工作。严格的检查督查对塑料企业产生一定的影响，聚乙烯的下游需求较为疲软。

受农产品生产周期的影响，农膜消费具有明显的淡旺季，通常农膜企业对塑料原料的补库需求在 7-8 月份形成。9 月份终端农膜生产较之前有所好转。据隆众资讯统计，9 月份部分中型以上农膜企业开工率已达到 70% 左右，按照历史规律，10 月份农膜开工率处在年内最高水平上。因此，预计 10 月份农膜企业开工率将继续上升，聚乙烯需求亦将增加。

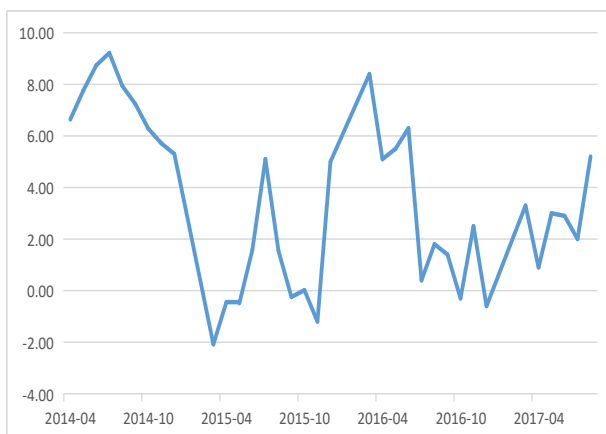
近年来，我国塑料制品行业比较稳定，塑料制品产量保持稳定增长。目前，我国塑料制品产量大约占比为全球总产量的 20%。一般而言，塑料制品的生产情况与整个社会经济发展相适应，同比增速较为稳定。数据显示，今年 8 月份塑料制品产量 710 万吨，同比增长 5.20%，高于 7 月同比 2.00%；今年 1-8 月我国塑料制品累计产量 5261.60 万吨，同比增长 4.40%。在宏观经济稳定增长的背景下，预计 10 月份塑料制品产量将继续小幅增加。

图 8：农用薄膜产量当月同比图



资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

图 9：塑料制品产量当月同比图



资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

另外，需要关注回料替代需求。7 月 19 日中国向 WTO 正式通知，在今年年底之前，将禁止生活来源废塑料等 24 种固体废物进口。随着消息的落地，进口废塑料批文亦有所收紧。2017 年至今发布 11 个批文，总计 202 万吨的核定量。第 12 批次批文受到进口政策收紧的影响迟迟不发。更为严重的是，之前已审批的废塑料进口许可证，也存在被撤销的可能性。实际上，废塑料进口已经收紧。PE 废塑料每年的进口规模为 200 万吨左右，预计未来数年废塑料进口量将持续下降。再生聚乙烯退出市场，新料会有替代再生料的需求，从而导致聚乙烯需求小幅增长。

## 6、聚乙烯成本端支撑

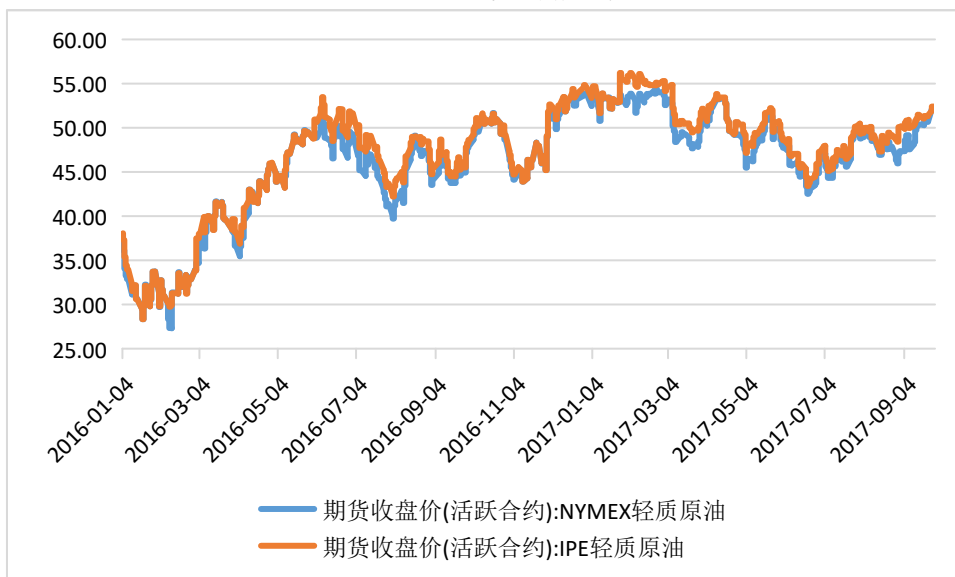
9 月份，国际原油呈现上涨走势。截至 9 月末，布伦特原油 11 月合约收盘价为 57.54 美元/桶，月涨幅达到 9.04%；WTI11 月合约收盘价为 51.59 美元/桶，月涨幅达到 7.75%。

国际原油的走势主要受到欧佩克和美国原油生产情况的影响。欧佩克与非欧佩克产油国正在为达成减产目标而努力。欧佩克和非欧佩克产油国官员在 9 月 22 日的维也纳会议上共同探讨延长减产协议的可能性，两个有减产豁免权的尼日利亚和利比亚也承诺将支持减产。美国原油市场则较为乐观。第一，美国原油库存上升、汽油库存下降。截至 9 月 22 日当周，美国原油库存量 4.71 亿桶，较 8 月 25 日增加 1321 万桶；美国汽油库存量 2.17 亿桶，较 8 月 25 日减少 1265 万桶。第二，美国夏季原油需求缓慢增加。截至 9 月 22 日的四周，美国成品油需求总量平均每日 2030.4 万桶，比去年同期高 1.3%。第三，美国原油供应增速放缓。截至 9 月 22 日当周，美国原油日均产量 955 万桶，较 8 月 25 日增加 2 万桶/日；截至 9 月 22 日当周，美国在线钻探油井数量 744 座，较 9 月 1 日减少 15 座。

5 月份的欧佩克会议已经决定将减产协议延长至 2018 年 3 月，后续要关注欧佩克产油国对减产协议的执行情况。目前来看，欧佩克和非欧佩克产油国正在为达成减产目标而努力，欧佩克与非欧佩克产油国 9

月 22 日在维也纳召开会议，会议上各个国家代表共同协商减产协议事宜。另一方面，美国原油市场偏乐观；供应增速放缓，但夏季原油消费渐入尾声，原油需求增长缓慢。综合来看，预计国际原油价格将呈现小幅上涨走势。

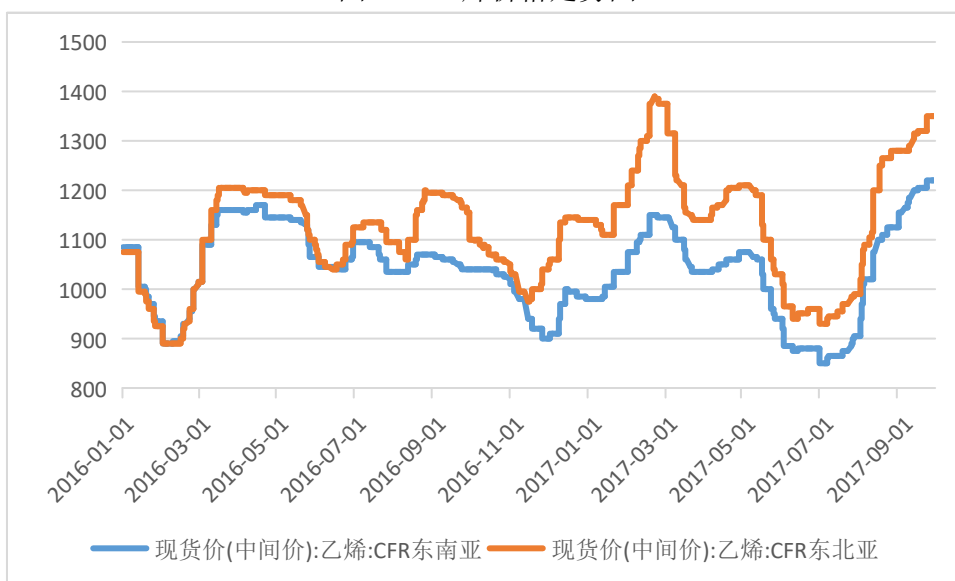
图 10：原油期货价格走势



资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

9 月份，乙烯价格小幅上涨。截至 9 月末，CFR 东北亚乙烯价格为 1350 美元/吨，较 8 月末上涨 70 美元/吨；CFR 东南亚乙烯价格为 1220 美元/吨，较 8 月末上涨 65 美元/吨。乙烯供给依然偏紧，但是下游衍生品中仅苯乙烯利润较高，其它产品利润有所回落。在下游产品利润回落的背景下，预计 10 月份乙烯价格将呈现小幅下跌走势。

图 11：乙烯价格走势

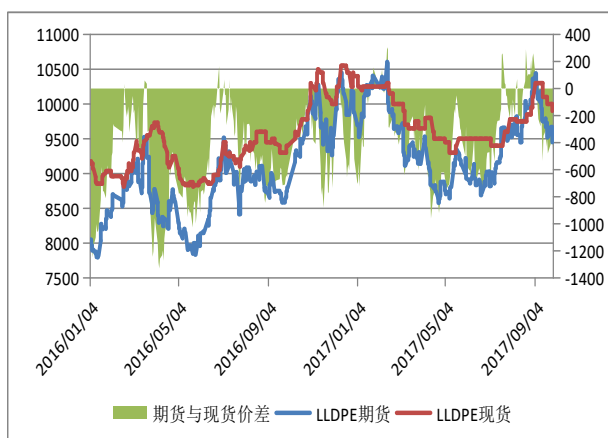


资料来源：Wind 资讯、新世纪期货

### 7、期现价差及仓单变化分析

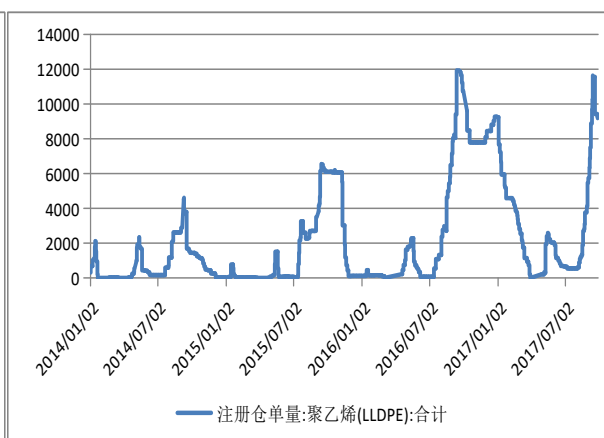
2月中旬以来，由于期货价格的大幅下跌，聚乙烯基差由贴水转为升水。随着聚乙烯基差的上升，套利商开始出货，聚乙烯注册仓单亦大幅减少。到了8月份期货价格大幅上升，导致期货升水现货。此时套利商开始入场，从而使得8月份的注册仓单大幅增加。9月中上旬注册仓单继续增加，随着期货价格大幅下跌，现货升水期货，9月下旬注册仓单有所回落。截至9月末，聚乙烯基差为450元/吨，较8月31日上升675元/吨；聚乙烯注册仓单为8998张，较8月31日增加4609张。

图 15: LLDPE 期现价差图



资料来源: Wind 资讯、新世纪期货

图 16: 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

供给方面，第一，多数聚乙烯新装置投产延迟，部分新装置由于装置不稳定而停车，新产能投放压力较小；第二，聚乙烯装置检修高峰已过，石化装置开工率连续攀升；第三，由于进口利润的下降，10月份聚乙烯进口量将小幅减少。库存方面，近期库存有所增加，但总体压力不大，预计10月份库存可能会小幅上升。需求方面，第一，预计10月份农膜企业开工率将继续上升，聚乙烯需求有望继续增加；第二，持续的环保督查压制下游需求。另外注意固废进口禁令引致的新料对再生料的替代需求。综合来看，供给方面新产能变化较小，存量产能影响占据主导，供应增加预期犹存；需求方面下游农膜消费将继续保持增长，但持续的环保督查将影响下游塑料企业生产。

从供需方面来看，10月份塑料面临供给大于需求的压力；而从价格方面来看，9月份塑料跌幅已经超过10%，利空已经部分释放。预计10月份塑料将呈现偏空走势，操作上以反弹做空为主。

**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。

## 供给压力较大，沥青待反弹做空为主

### 一、 走势回顾

9 月上旬沥青出现一波较大幅度的调整，主力 1712 合约从 2750 高位一度跌至 2400 元/吨，中下旬围绕 2500 元/吨偏弱震荡。现货市场，华东、华北市场主流成交价格从 2700 元/吨回调至 2450 元/吨。月初下跌的主要原因：一是受到 8 月份宏观经济数据不及预期等利空因素的影响，化工品板块出现整体下跌的局面；二是沥青自身供应回升和其下游需求不及预期导致库存大幅累积，石化各大炼厂主动降价促销。其中，环保因素对沥青的需求起到了较大抑制作用。8 月份到 9 月初，受环保督查的影响，多个省市道路建设停工情况明显，延缓了下游沥青需求的释放。9 月中下旬开始，沥青需求逐渐恢复，加之国庆节前备货需求增加，沥青价格受到支撑。期现价差方面，沥青主力期价小幅升水现货，升水幅度维持在 50 元/吨附近，缺乏期现套利空间。

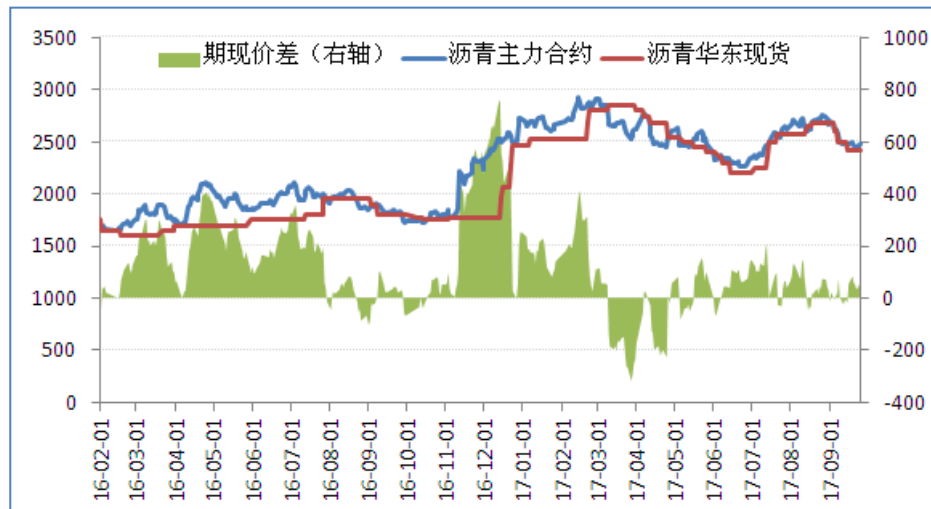
上游原油方面，本月原油走势与沥青出现明显的背离，国际油价走势要明显强于国内沥青。国际油价受到需求旺季和美国原油库存下降的支撑，而国内沥青则受到自身库存压力增大的压制。因此，本月沥青生产利润回落明显。从沥青和原油期货合约走势上看，二者联动性一直比较强，目前这种背离也会是暂时性的。

图 1：原油及沥青主力合约走势



数据来源：wind 资讯、新世纪期货

图 2：沥青期现价差走势（单位：元/吨）



资料来源：隆众资讯、新世纪期货

## 二、原油需求开始转弱，但地缘政治风险增加

本月国际油价呈现持续攀升之势，涨幅较大，月末布伦特原油突破近两年的高点。本月 OPEC 并未做出延长减产协议的决议，但市场更关注对当下减产执行力度较好，普遍认为 11 月正式会议才会做出最后决定。月末地缘政治风险集聚，推动了油价上涨。

### 1、OPEC 会议未做出延长协议决定，但实际延长的可能性较大。

9 月 22 日 OPEC 召开 9 月 JMMC 会议，会议并无太多亮点，OPEC 与俄罗斯对目前的减产效果感到满意，认为其去库存的目标已经完成一半，当前时点并未考虑进一步延长减产协议，可能在明年 1 月份在做决定，且未对尼日利亚和利比亚设定产量上限，监控出口仅是考虑的选项，没有看到更为具体的方案。不过，市场认为此时讨论是否延长为时过早，加之当前减产协议执行情况重回正轨，故基本没有对油价产生负面影响。结合沙特可能推迟阿美上市时间点至 2019 年，我们认为未来减产协议延长的可能性很大。

### 2、美国石油钻井数量缓慢下降，产量仍处于高位

月初受美湾地区飓风影响，美国原油日产量波动比较大。月中飓风影响逐渐消退，受损的产能开始恢复，美国原油产量回升至 950 万桶/天。至 9 月 15 日当周，美国原油产量回升至 951 万桶/天。其中，美国本土 48 州油产环比大涨 17.9 万桶/天至 904.8 万桶/天，阿拉斯加产量环比小降 2.2 万桶/天。说明飓风造成的美国原油产量突降是短期效应，鉴于阿拉斯加油产还有上升空间，美国原油产量仍处于年内高位。不过，美国钻机数量变化仍处于下降中，9 月 22 日当周美国石油钻机数继续下降 5 台至 744 台，回吐 6 月份以来的涨幅。预计美国原油的产量增速将放缓。



图 3: 美国产量和钻井量变化图

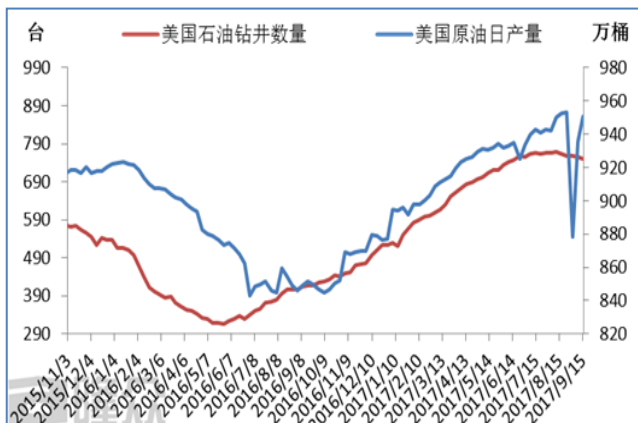
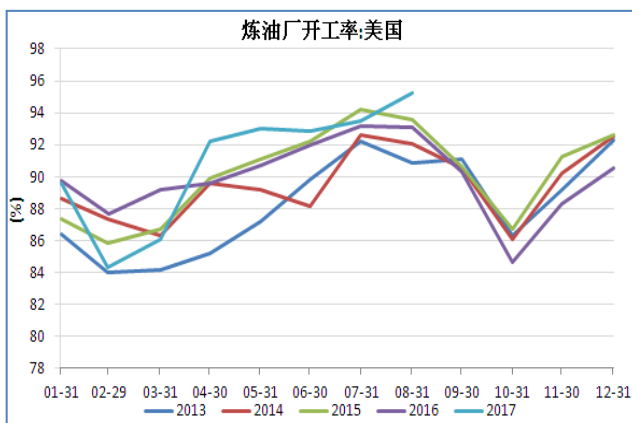


图 4: 美国炼油厂开工率



资料来源: 隆众石化资讯、wind 资讯

### 3、原油需求高峰将过，关注库存的累积情况

三季度成品油需求处于年内高峰，全球炼厂开工率处于高位，整体需求较为乐观。从美国消费数据上看，7-9 月份美国处于夏季出行高峰，汽油消费处于旺季，炼厂开工率也将在 7-8 月份到达年内顶峰，而 10-11 月份的开工率则将下降至 86% 左右（参考图 5）。因此，今年 10 月份原油需求高峰自顶回落概率较大。

美国原油库存方面，9 月份原油和石油产品库存变动较小，与上月同期持平，美国汽油和馏分油库存减少而原油库存增加。每周公布的美国原油库存数据变化一直是市场关注的焦点。从往年库存变动数据看，美国库欣原油库存通常从二季度初下降至四季度初，到 11 月份重新增加。美国原油和石油产品库存今年也较去年有了明显下降。若 10 月份美国原油及石油产品库存数据回升，将对原油价格形成利空影响。

图 5: 美国原油和石油产品库存图（单位：千桶）

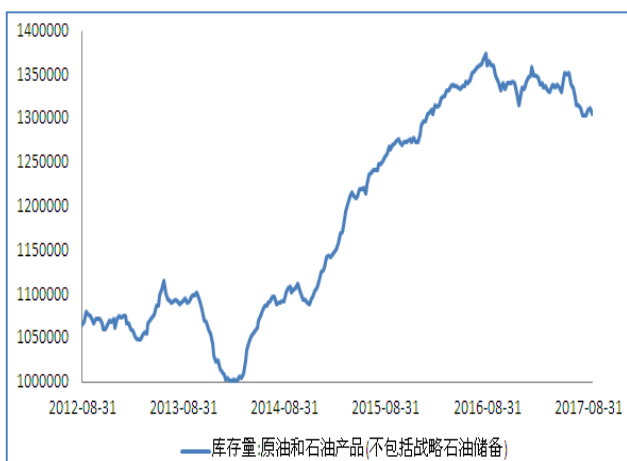
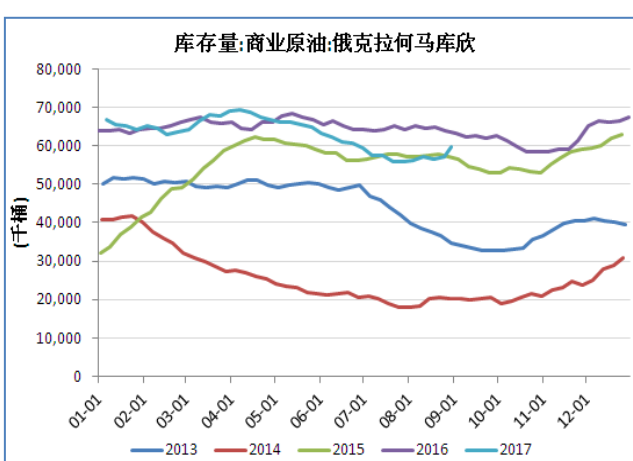
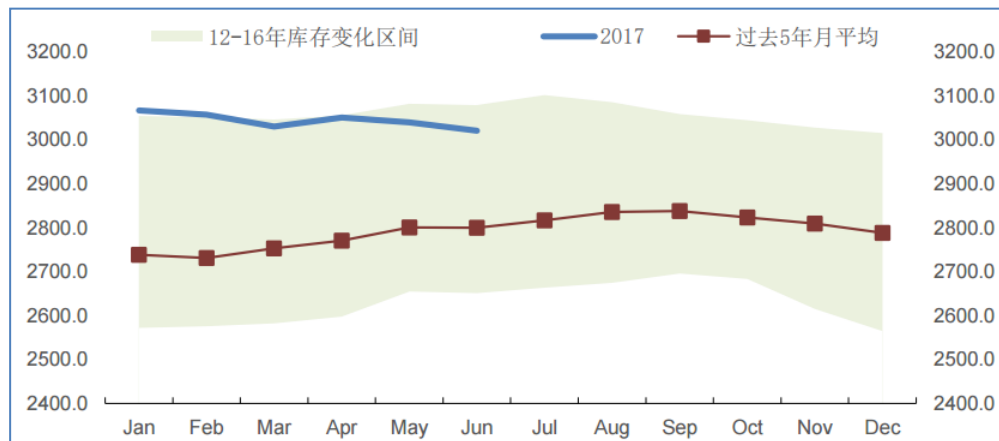


图 6: 美国库欣原油库存（单位：千桶）



资料来源: wind 资讯

图 7: OECD 商业原油库存变化 (百万桶)



资料来源: IEA

#### 4、地缘政治风波

9月25日,伊拉克北部的库尔德人不顾本国中央政府、土耳其、伊朗乃至众多西方国家一致反对,依然举行独立公投。土耳其总统埃尔多安对这种“分离主义”行径发表了谴责,并称土耳其随时可能切断从伊拉克北部运往国际市场的石油管道。这一事件导致该日布伦特原油大涨3.7%。市场的主流解读是库尔德公投可能引发该地石油断供,目前库尔德地区的原油主要通过KRG-土耳其管道输送到杰伊汉港后装船出口,该管道的运能在70万桶/日,不过当前出口仍未受到影响。

综合以上各方面因素,我们认为10月份原油继续上行的动力可能不足。油价波动的主因仍然是OPEC减产力度与美国页岩油产量增速之间的动态博弈,当前油价回升至近两年波动的价格上沿,但原油实际的产量仍高居不下,且需求也将转入阶段性淡季。不过,地缘政治风险因素在增加,对于我们的判断造成较大的不确定性。

### 三、沥青市场供需状况

#### 1、国产沥青供应大幅增长

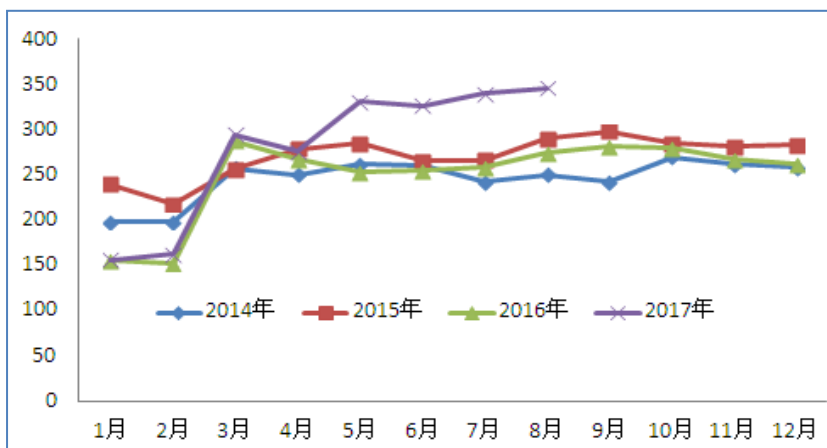
2017年8-9月份沥青的产量持续上升,并未受到环保督查的影响。沥青主要是炼厂的常减压装置的蒸馏生产,是物理过程,造成的污染相对较小,因此在环保督查中需要停产的装置很少。2017年沥青国产量进一步大幅提升,进口依存度下降至11%左右。

国内供应方面,2017年8月全国石油沥青产量345.9万吨,环比增长1.8%,同比增长20.2%。2017年1-8月全国石油沥青产量为2466.1万吨,累积同比增长13.2%。因装置集中检修结束且生产利润良好,国内沥青产量在5-7月份大幅提升。在2017年8月中国各地区石油沥青产量排行榜中,山东省排名第一,8月产量为123.4万吨;辽宁省排名第二,8月石油沥青产量为55.6万吨;广东省排名第三,8月石油沥青产量

为 39.8 万吨。

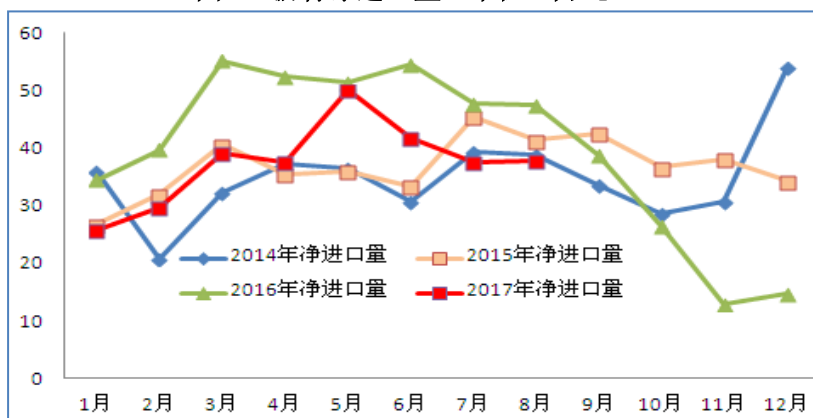
进口方面，2017 年 7 月中国进口沥青总量为 40.14 万吨，环比减少 8.30%，同比大减 17.97%。1-7 月份沥青净进口量为 261.3 万吨，同比下降 22%。截至 8 月份，只有 5 月份沥青进口量同比增长，其他月份沥青进口量均同比减少。

图 8：沥青月度产量（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯、新世纪期货

图 9：沥青净进口量（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯、新世纪期货

装置开工率方面，根据卓创资讯统计，9 月末炼厂开工率上升至 70%，处于年内最高的开工率。整个 9 月份的平均开工率在 68%左右，比 8 月份提高 3 个百分点。四季度装修检修比较少，预期供给压力还是比较大的。

炼厂库存方面，8-9 月份库存增长比较明显，9 月中旬全国库存水平攀升至 34%水平，月末需求好转，库存回落至 31%水平。本月华东地区库存累积最为明显，因下游道路施工受到环保督查影响停工较多。

图 10：主要炼厂沥青装置开工率走势图

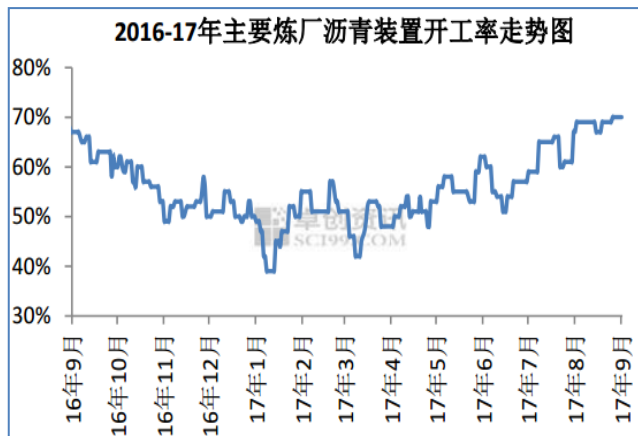
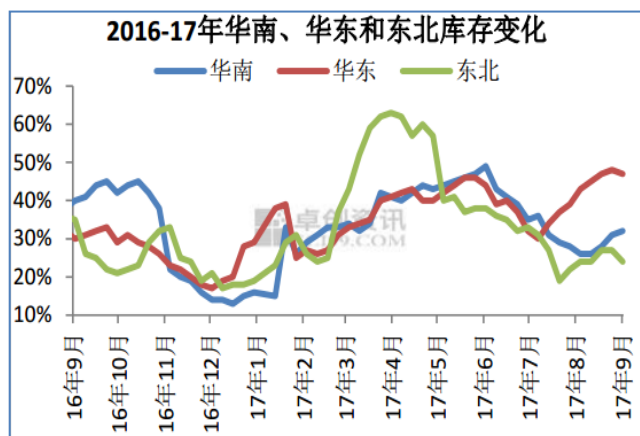


图 11：各地炼厂沥青库存变化



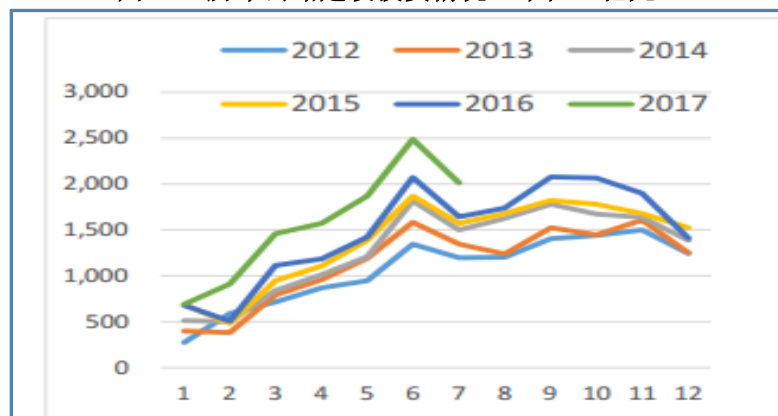
资料来源：卓创资讯

## 2、环保督查结束，终端需求好转

2017 年公路建设投资较上一年大幅提高，上半年沥青需求较为乐观。从季节性看，8-10 月份是需求旺季，道路铺设高峰期。不过，今年环保督查影响了 8-9 月份需求。8 月份开始的第四轮中央环保督察组进驻四川，然后在中下旬陆续进驻浙江、山东等省份，造成了下游道路施工纷纷关停，华东、华北等地道路沥青需求受到影响。一方面，施工时沥青需要在搅拌站与砂石料进行混合，会产生粉尘污染；另一方面，9 月初砂石料出现明显的短期情况。两大因素使得道路施工进度明显放缓，沥青需求旺季不旺，炼厂库存压力增大。

9 月中旬环保督察结束之后，下游道路施工在逐步恢复。尤其是临近十一小长假，华北贸易商备货较为积极，整体出货情况较好。北方地区还有一个月左右的施工期，近期有赶工情况，山东、河北、东北等地区出现集中囤货情况，炼厂库存压力逐渐缓解。华东地区也在逐步恢复，但目前华东地区降雨较多，仍未放量，需要关注接下来的天气状况。从全国来看，10-11 月份是今年道路沥青最后的施工期，需求较为乐观，11 月份之后各地需求进入淡季。

图 12：历年公路建设投资情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯、新世纪期货

图 13: 各地重交沥青现货价格

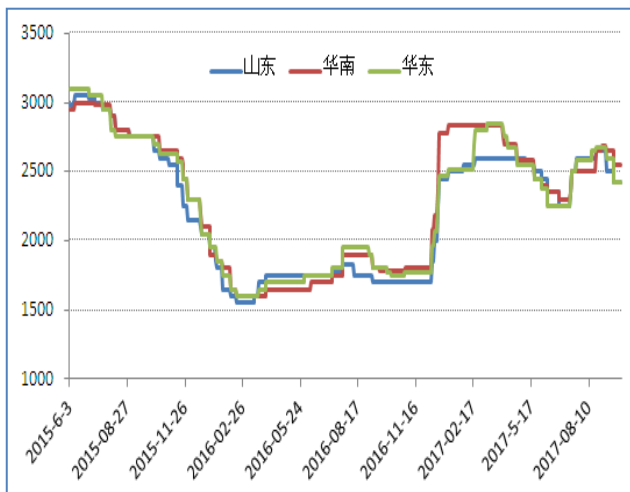


图 14: 山东地区焦化料与重交沥青走势



资料来源: 隆众资讯、新世纪期货

#### 四、 沥青市场影响因素及后市展望

宏观方面, 三季度经济运行整体平稳, 经济结构持续改善, 三季度商品价格的集体上涨在于供给端的收缩, 且需求端好于预期。但宏观经济下行压力在 8-9 月份开始显现, 8 月份投资增速下滑, 出口放缓, 不及市场预期。四季度工业品供应紧张的局面改善, 且多数行业需求进入淡季, 价格会较三季度有所回落。

成本端, 9 月国际油价与沥青价格出现明显背离, 油价单边上扬并未带动沥青价格, 本月宏观氛围偏弱以及沥青自身供大于需格局对沥青价格起到了主导作用。沥青炼厂利润从月初的 360 元/吨, 下跌至 160 元/吨左右, 成本端的支撑开始显现, 二者走势持续背离的可能性下降。布伦特油价在 9 月下旬已经突破了近两年震荡区间的上沿, 市场看涨的情绪增加, 但我们认为 10 月份原油继续上行的动力可能不足。油价波动的主因仍在供需, 当前原油实际的产量仍高居不下, 需求也将转入阶段性淡季, 四季度原油库存回升概率较大。而目前库尔德地区地缘政治问题是市场炒作的因素之一, 但该地区石油供应量并不高, 我们预计对油价的影响作用会降低, 关注后市的演变。

沥青供需方面看, 在高开工率情况下, 整个四季度沥青供应量会比较充足。需求端在 10 月份尚有较为乐观的预期, 因环保因素而延迟的市场旺季开始得到体现, 这也对近期沥青市场带来了明显的支撑。

综合来看, 沥青在四季度的影响因素偏利空为主, 10 月份可能是一个温和反弹期, 但价格比较难以突破 2600 元/吨。操作思路, 我们建议待反弹做空为主。

**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。

## 需求暂时转淡油脂回调

### 粕供应大于需求格局不变

#### 一、国外市场供需

##### 1、大豆原料供应偏宽松

美国农业部九月的供需报告中，将美国大豆单产预估上调至每英亩 49.9 蒲式耳，高于 8 月的 49.4 蒲式耳，事实上八月种植关键期间风调雨顺，已预示 USDA 可能对产量作出乐观调整。USDA 预计供应增加而价格疲软情况下，美豆出口量上调 2500 万蒲，达到 22.5 亿蒲。再看南美两个大豆主产国，2016/17 年度巴西大豆产量为 1.14 亿吨，去年产量不足亿吨，阿根廷 2016/17 年度大豆的最终产量为 5750 万吨，比 2015/16 年度的产量 5600 万吨提高 2.7%。可见今年全球大豆产量前三的国家均收获丰产，原料供应偏向宽松。

美国中西部中心地区的玉米和大豆收割工作已经逐渐展开，在许多地区，已经收获的大豆和玉米单产高于市场预期。气象预报显示，巴西干燥地区将会出现有利降雨，也对豆价构成额外的下跌压力。巴西农户正在准备种植大豆，急需降雨。此外，中国即将迎来国庆长假，这意味着未来一段时间中国可能不会采购任何的大豆。预计短线美豆将维持震荡调整，后面随着美豆收割压力放大，或有震荡下行压力，10 月供需报告前有望探前低分的可能。

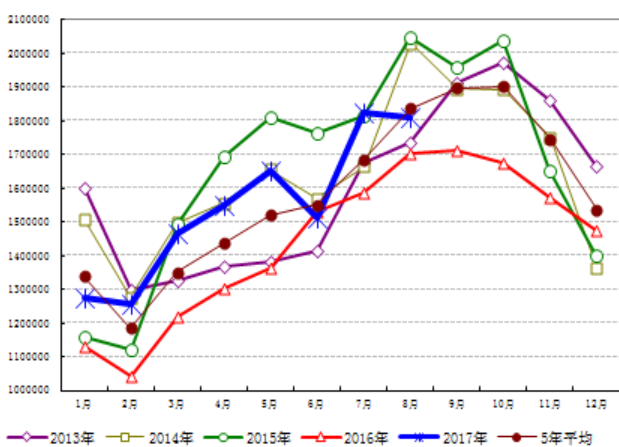
##### 2、马棕油仍处季节性产量高峰，需求或有所转淡

马来西亚棕榈油局（MPOB）发布 8 月报告显示，8 月马来西亚棕榈油产量较 7 月环比大幅减少 0.9% 至 181.1 万吨；棕榈油出口量较 7 月环比增加 6.4% 至 148.8 万吨；由于产量高于出口量，棕榈油库存较 7 月的 178.4 万吨环比上升 8.8% 至 194.2 万吨。产量基本符合预期，而出口增幅略超出预期，导致马来西亚棕榈油库存增长幅度不及预期，该报告确认了马来西亚棕榈油的库存拐点已出现，后期马来西亚棕榈油库存继续上升但上升幅度有限。9-10 月仍是马来西亚棕榈油的增产周期，但 8 月棕榈油产量却环比小幅下滑，印证了产量恢复不及预期的观点，9-10 月棕榈油产量继续大幅增加的可能性极小，预计月均产量维持在 180 万吨左右水平。虽然产量增幅有限，但仍高于出口需求，因此后期马来西亚棕榈油库存仍是上升趋势，但上升幅度有限，预计 10 月库存在 210 万吨左右。

马来西亚政府的公报显示，10 月份马来西亚毛棕榈油出口税将提高到 6.0%。8 月印度政府将毛棕榈油、

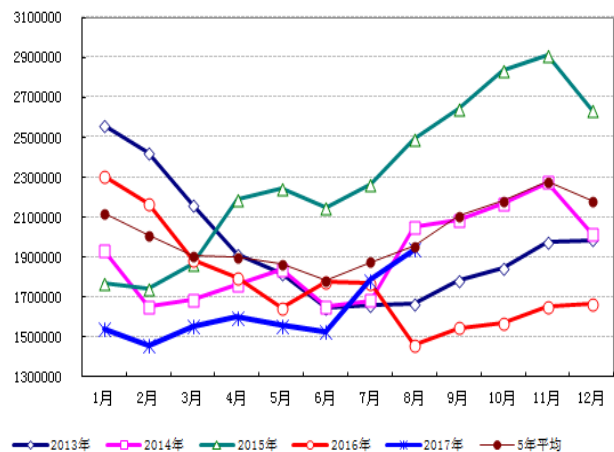
精炼棕榈油和毛豆油的进口关税分别由 7.7%、15.75%、12.7% 上调至 15%、25% 及 17.5%。印度是全球最大的棕榈油进口国，进口关税提高之后，将一定程度的抑制印度的棕榈油进口需求。船运调查机构 SGS 发布的数据显示，2017 年 9 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口量为 1,105,555 吨，比 8 月份同期增加 15.6%。棕榈油出口吸引力有所降低。前期因中国和印度本月积极采购棕榈油，为 10 月的中秋节和排灯节做准备。而经过一段时间的备货，当前棕榈油需求放慢，买家目前已经完成补库工作，中国和印度的需求转淡。

图 1 马棕油月度产量



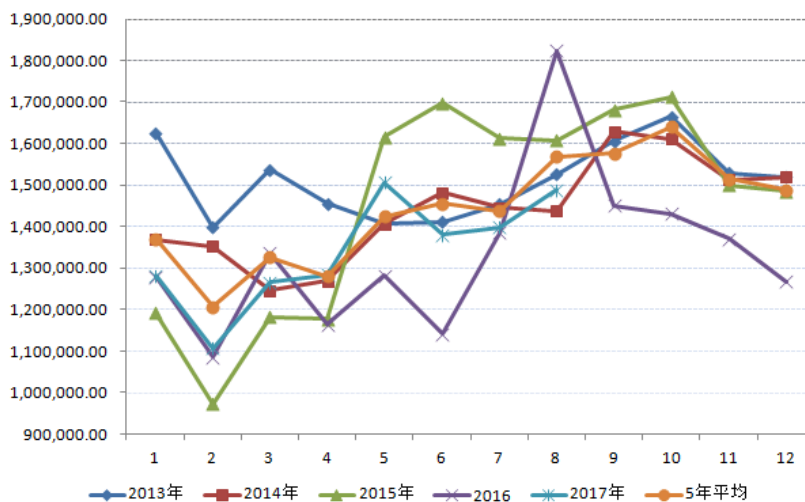
数据来源：MPOB

图 2 马棕油月度库存



数据来源：MPOB

图 3 马棕油月度出口



数据来源：MPOB

## 二、国内双节需求暂告一段落，油脂供给充裕

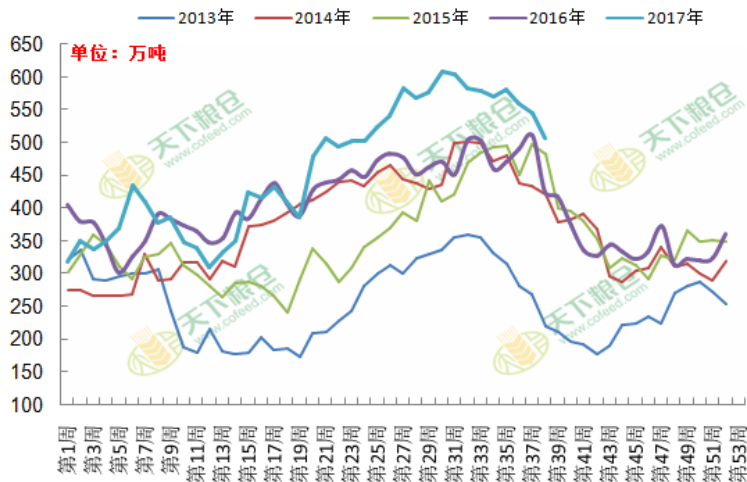
### 1、大豆原料供给非常充裕

传言国储将拍菜油消息还未定，紧随其后的是国储拍卖大豆的消息，9 月 29 号储备大豆开始拍卖，首



批拍卖总 30 万吨，2010 年产：黑龙江 1.71，2012 年产：内蒙 13.7 辽宁 2.96 黑龙江 10.7 河南 0.99，据悉国储计划拍卖总量将都达到 600 万吨。而未来几个月进口大豆到港量又会十分庞大，10-12 月大豆或分别到港 720、900、880 万吨。

图 4 国内沿海大豆结转库存

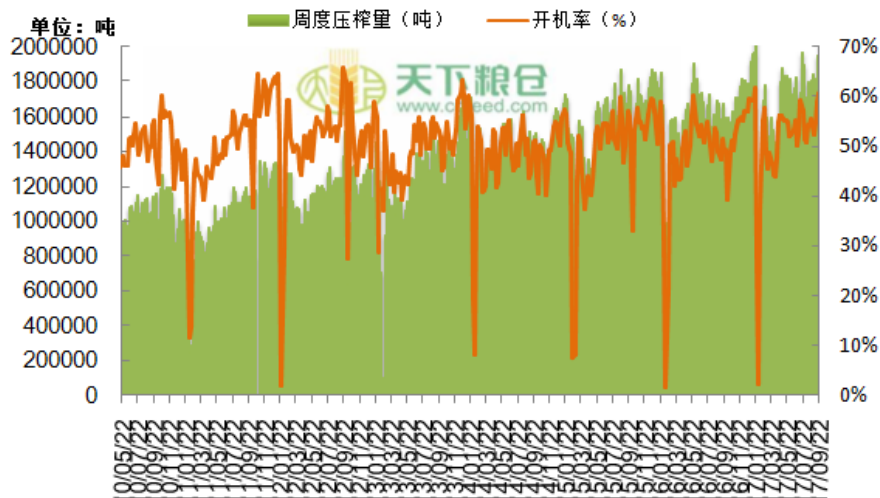


数据来源：天下粮仓

## 2、环保督查将撤出，油厂压榨量回升

近几周豆粕库存压力逐步缓解，目前大豆压榨利润良好，油厂开机积极性提高，近期国内油厂开机率继续提高，压榨产能利用率为 60%左右，压榨量升至 201 万吨历史高位，后期大豆供应将会十分充裕，预计后期大豆压榨量将会居高不下。可见油厂已逐步恢复正常生产，国内压榨利润良好，较前几月大幅改善，油厂未来将加大马力生产，而下游市场散油及包装油库存相对充足，这也令中间经销商采购需求放缓，油脂销路不畅。

图 5 全国大豆压榨量周度图



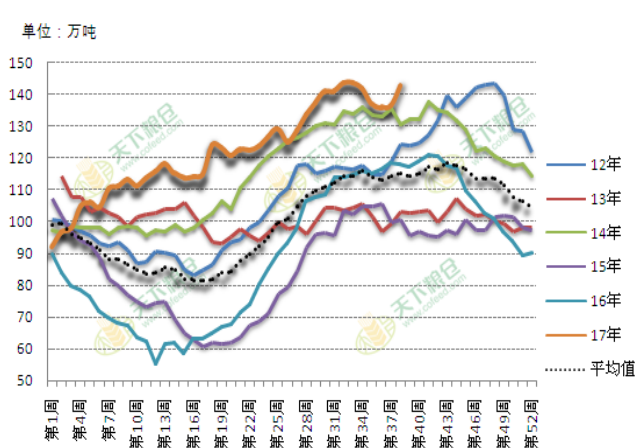
数据来源：天下粮仓

### 3、豆油库存回升，棕榈油库存恢复有加快迹象

豆油库存处于高位且库存回升。截止9月26日，国内豆油商业库存总量143.5万吨，较上周同期的136.85万吨增6.65万吨增幅为4.86%，较上个月同期的141.35万吨增2.15万吨增幅为1.52%，但较去年同期的118.94万吨增24.56万吨增20.65%，供应量大幅增加，后期大豆供应将会十分充裕，预计后期大豆压榨量将会居高不下，豆油库存或将止跌转升。

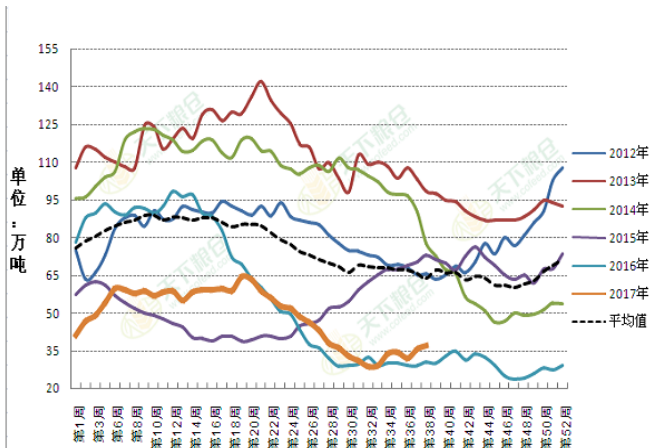
之前二季度国内棕榈油进口利润较差，导致6、7月份国内棕榈油进口量低于历史同期水平。7月份之后棕榈油进口利润逐渐改善，进口量增加，截止目前，全国港口食用棕榈油库存总量37万，较上月同期的30.6万吨增6.4万吨，增幅20.9%，棕榈油库存恢复有加快迹象。而现货豆棕价差已经从9月5日的700元收窄至408元/吨，棕榈油下游消耗缓慢，节前备货近尾声，天气转冷背景下棕榈油需求将进一步减弱。

图6 国内豆油商业库存



数据来源：天下粮仓

图7 国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓

### 4、国庆中秋双节的节前食用油备货高峰结束

今年国庆、中秋双节的节前食用油销售高峰已经结束，散装油、包装油市场价格较上月同期基本持平甚至有所回落，国产豆、菜、棕油价格冲高之后再度陷入振荡整理阶段。与此同时，近月海关统计数据显示，8、9月我国进口植物油数量恢复性增长，而进口大豆、油菜籽等主要油料到港供应创纪录增长，也对节前植物油价格的反弹高度形成压制。

### 5、小结与交易策略

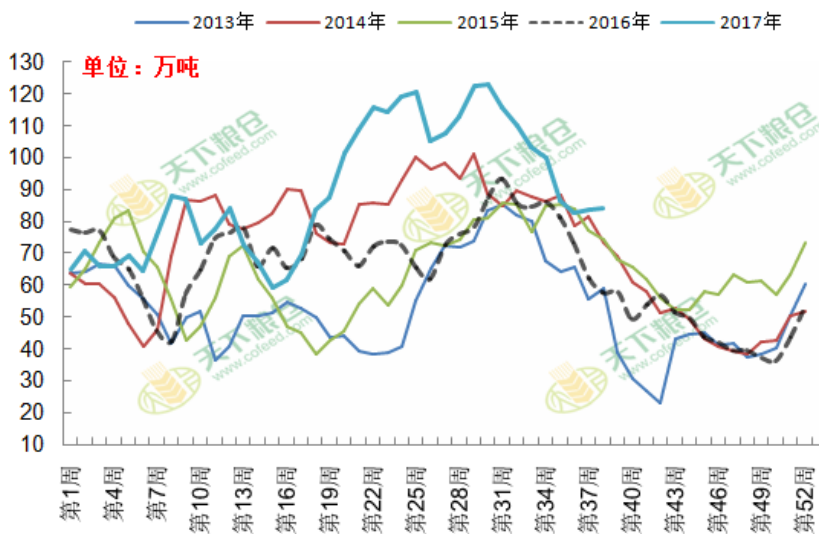
美豆初期收获大豆单产高于预期，且巴西将会出现有利降雨，美豆进一步上冲动力不足，短线或将呈震荡调整趋势，后期随着集中上市压力的到来，美豆还可能进一步下探。国内双节备货结束，豆油库存止跌回升，加上环保检查即将告一段落，后期大豆压榨量将会逐步提升，豆油供应有增无减，棕榈油库存恢复有加快迹象，油脂期价将承压调整。

## 四、豆粕区域性供应紧张逐步会缓解，但需求恢复缓慢

### 1、“双节”及十九大召开，部分油厂停机，区域性供应紧张下旬将缓解

因国庆假期及十九大 10 月 18 日在京召开，令 10 中上旬不少油厂阶段性停机，令市场对节日前后供应产生担忧。华北油厂开机率受影响最为严重，北方地区豆粕供应暂偏紧，部分油厂仍限量提货。其中：河北唐山中储粮 9 月 24 日-10 月 10 日将停机，天津中粮 10 月 1-7 日将停机，天津九三 9 月 30 日-10 月 6 日将全面停机。天津京粮 9 月 27 日-10 月 6 日有停机计划，令华北地区豆粕现货供应紧张情况加剧，目前华北地区油厂豆粕基本无库存，油厂已限量提货。另外，东北地区丹东老东北、沈阳中纺均停机中，短线暂无开机计划，大连合资、大连九三压车较为严重。而因大部分油厂豆粕基本已提前预售，目前大多油厂基本无现货可售，货源以执行合同为主，以及基本预售 10 月份及以后甚至明年 1-7 月份基差合同为主，油厂挺价，支撑了豆粕行情，不过后期随着开机率的提高，大豆供应充裕，国内豆粕基本面压力或再现，且随着美豆上市压力显现，豆粕压力加大。

图 8 近几年国内沿海豆粕结转库存变化图



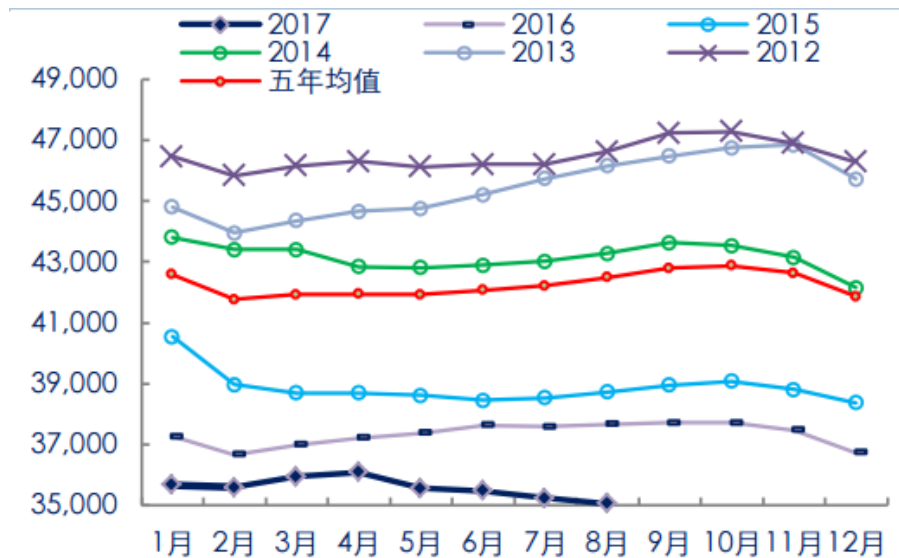
数据来源：天下粮仓

### 2、环保拆迁或致生猪存栏持续下行，终端需求不乐观

据农业部最新报告显示 2017 年 8 月份生猪存栏、能繁母猪存栏继续下降。生猪存栏环比下降 0.5%，同比下降 5.6%，已将连续 45 个月呈下降走势；能繁母猪存栏环比下降 0.9%，同比下降 4.7%，连续下降超过 4 年，产能恢复缓慢。短期来看，今年是环保拆迁的最后年限，所以生猪养殖业环保政策更加严格，散户退出生猪养殖速度将加大。长远来看，一来生猪生长需要周期，所以大集团大企业的扩产布局至成熟期需要一定的时间。二来环保投入以及土地资源也限制着规模化发展速度。而且生猪价格的低迷态势已经未来

的微利时代，一定程度上降低了规模化养户扩产的意愿。综合种种因素，预计生猪存栏量持续下行的趋势还可能维持一段时间。

图9 2017年国内生猪存栏对比



数据来源: wind

### 3、小结与交易策略

进入9月末或10月份，节前备货基本结束，但因十九大召开，华北油厂开机率受到较大影响，10月份豆粕价格或难有大的下跌。从中长线来看，美豆丰产已成定局，全球大豆供应充裕，11-12月大豆月均到港量或高达900万吨的历史新高，国内油厂开机率高企，豆粕供给充裕而需求恢复缓慢，后市难言乐观。

### 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。

## 新榨季即将开始，关注产量炒作

### 一、本月行情回顾

国内郑糖主力合约在九月份基本上结束了八月份的反弹行情，从月初开始，郑糖主力合约就呈现了单边下跌的走势。从 9 月 1 日开盘的 6416 点回撤到了 9 月 29 日的 6100 点附近，整个月当中的跌幅将近 5%。究其原因，主要是因为国际市场上关于新榨季产量增加的各种利空报告频发，以及我国国内在 9 月中旬进行了 37 万吨的食糖抛储，同时叠加 9 月份国内大宗商品的普遍弱势等众多利空因素的联合作用，使得郑糖主力合约在 9 月份亦出现了较大幅度的回撤。

国际原糖指数在最近几个月与郑糖的走势相关程度有所降低，这主要是国内的贸易保护政策和抛储的因素所导致。回顾这一个月原糖的走势，可以看到在 9 月中上旬，国际原糖主力合约主要在 14.5-15 美分区间内震荡。在多次冲击 15 美分大关未果之后，在 9 月中下旬结合消息面新榨季增产下，开始大幅下挫。截至 9 月 29 日，国际原糖 ICE 主力合约的价格逼近前期低点 13.5 美分附近，暂时报收于 13.95 美分，还未能重回 14 美分上方，总体来看仍然比较弱势。预计在 10 月份伴随新榨季的陆续开榨，该指数仍然有再创新低的可能性。

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。

9 月 15 日，全球最大的糖生产商 Raizen 的首席执行官周五表示，目前评估降雨量低于均值可能对巴西中南部下一年度甘蔗作物造成的破坏还为时过早。他同时表示，即使在当前干燥的条件下，如果巴西夏季有充足的降水，蔗田也会恢复。此前，巴西糖业协会 Unica 技术主管曾表示，巴西中南部糖产区反常干燥的天气可能导致今年剩余时间和明年甘蔗单产减少。

另据 Unica 本月中旬数据显示，8 月下半月，巴西中南部地区的甘蔗压榨量和糖产量双双低于预期。Unica 报告称，8 月下半月中南部地区甘蔗压榨量为 3891 万吨，较上年同期小幅增加 0.82%，但低于 8 月上半月压榨量的 4528 万吨。之前的调查中分析师预期压榨量将接近 4200 万吨。

巴澳洲农业资源经济科学局(AbareS)近日将其全球糖价预估下调至 10 年低位，指因欧盟和印度等国的产量预期攀升，这提升了全球产量过剩前景。Abares 预估 2017-18 年度全球糖供应过剩量将达到 580 万吨，上调 280 万吨，因全球产量预估增加。其预估印度产量将增加 100 万吨至大约 2700 万吨，因良好的季风降雨提振单产前景，甘蔗价格上涨亦提升产量预期。

另外，根据国际糖业组织（ISO）预计，2017/18 年度全球糖市预计供应过剩 460 万吨，本年度为短缺 390 万吨。ISO 在季度报告中称，2017/18 年度全球糖产量预计将攀升近 7%，至 1.793 亿吨。主要因印度、欧盟、泰国和中国产量增加带动了全球产量增长。2017/18 年度印度糖产量预计为 2500 万吨，高于上一年度的 2050 万吨。印度季风雨预计有助于帮助马邦产量复苏，前两年该地区遭遇干旱。

**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。本榨季即将结束，而即将开始的新榨季市场普遍对其食糖产量持乐观态度，因为今年当地的气候雨水较为充沛，而去年印度大部分主产区都出现了严重的干旱，影响了甘蔗的产量。据印度报业托拉斯报道，印度评级机构 ICRA 近日表示，因为得益于充沛的雨水，马邦和卡纳塔克邦北部地区的甘蔗已经恢复生产加上 UP 邦食糖产量今年有望上升至 970 万吨，估计即将到来的新榨季的食糖产量将上升 18%-20%，达到 2400-2450 万吨。

根据印度糖业协会（ISMA）最近的数据，估计今年 10 月份即将开始的 17/18 榨季印度食糖产量将上升近 25%，从 16-17 制糖年的 2,030 万吨增至 2,510 万吨。估计 17-18 制糖年乌塔尔-普拉得什邦（UP 邦）仍将保持其头号产糖区的地位，其糖产量约占全国总产量的 40%左右。虽然卡纳塔克北部地区将从雨水充沛

中受益，但卡纳塔克南部地区和泰米尔-纳德邦的生产可能还会受到去年种植时节雨水偏少的影响。

根据印度马哈拉什特拉邦（马邦）内阁与有关各方的沟通结果，今年马邦糖厂将于 11 月 1 日正式开榨。

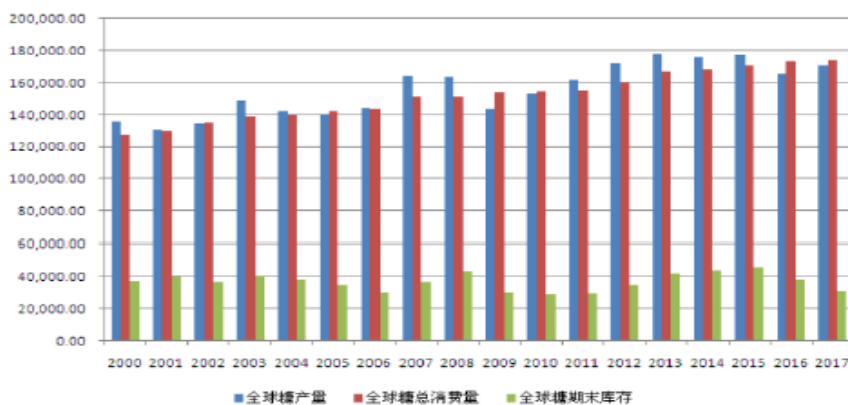
**泰国：**近日，泰国糖企 Buriram Sugar 的一位高管表示，泰国 2017/18 年度糖产量料增长 10%，至 1100 万吨。种植面积扩大将令产量上升，一些农民从种植稻米改为种植甘蔗。同时预计，泰国 2017/18 年度糖需求将持稳于 265 万吨。

另外根据泰国甘蔗和食糖 10 年发展规划，泰国政府已批准新建 12 家糖厂，同时批准对现有糖厂进行产能扩充，如果新厂建设和老厂扩建如期推进，估计泰国糖厂的甘蔗日榨能力将增至 110 万吨。

近日，泰国农业部官员表示，该国将在今年年底停止对白糖生产所给予的补贴发放，同时放松对于食糖价格的管控力度。去年 3 月份，巴西将泰国告上 WTO，指责其对糖厂的补贴压低了国际糖价。如果后期该国政府重新出台糖业政策，料该国国内糖价将与国际价格接轨。但是，糖价仍然将受到政府的管控。

出口方面，据泰国糖厂公司（TSMS）日前公布的数据，2017 年 8 月份泰国累计出口食糖 687864 吨，同比骤增 42%，其中高等级白糖占 33.7 万吨，同比增长 68%，原糖占 31 万吨，同比增长 25%。数据显示，8 月份泰国向印度尼西亚出口了 217,408 吨原糖，同比增长 76%，约占 8 月份原糖出口总量的 70%，说明目前印度尼西亚仍是泰国原糖的第一大买主。

图 3：全球食糖供需情况



### 三、国内糖市基本面

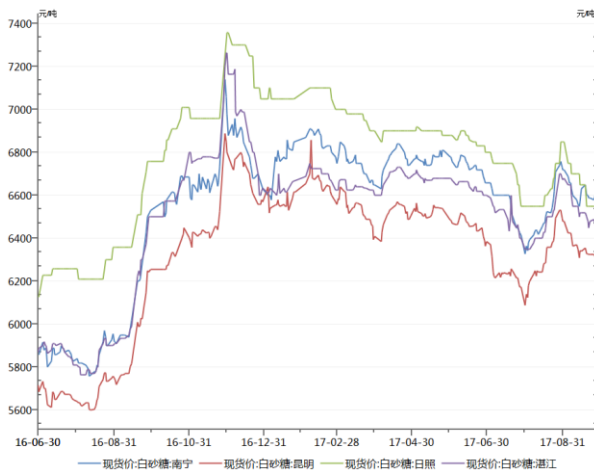
截至 2017 年 8 月底，本制糖期全国共生产食糖 928.82 万吨，同比增加 58.63 万吨。其中，产甘蔗糖 824.11 万吨，产甜菜糖 104.71 万吨。累计销售食糖 665.19 万吨，同比增加 64.8 万吨，累计销糖率 71.62%，同比增加 2.62%。其中，销售甘蔗糖 574.41 万吨，销糖率 69.7%，销售甜菜糖 90.78 万吨，销糖率 86.7%。产销

率高于去年同期。

国内现货方面，在 9 月份当中各地的白糖现货价格跟期货价格一起出现了一定程度的回落，各地成交情况随着消费旺季接近尾声也随之回落。其中，截至 9 月 27 日，南宁现货价格 6600 元/吨，较上月同期下跌 140 元/吨，成交情况有所回落；云南昆明现货价格 6300 元/吨，下跌 230 元/吨，成交情况较差；山东日照现货价格 6550 元/吨，较上月同期下跌 200 元/吨，成交情况较差；湛江现货价格 6465 元/吨，较上月同期下跌 235 元/吨，成交情况清淡。

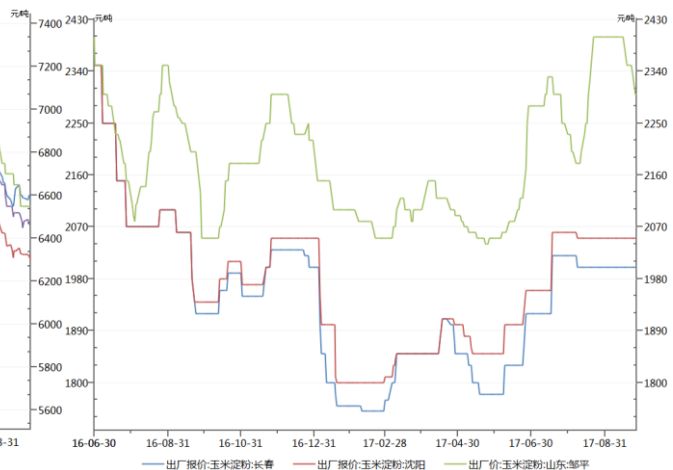
另一方面，淀粉糖制作原料玉米淀粉的现货价格与 8 月底的成交价相比稳中有降，成交情况基本稳定。其中山东邹平 2300 元/吨，较上月末下跌 100 元/吨；沈阳 2050 元/吨，较上月末相比基本一致；长春玉米淀粉成交价平均 2000 元/吨，与上月同期相比基本一致。

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

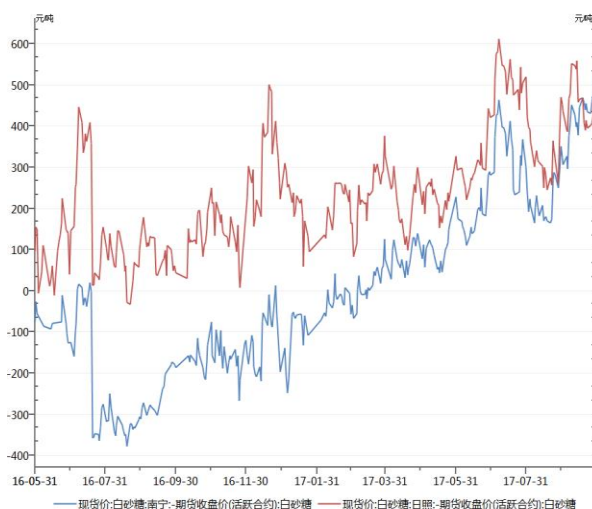
## 四、期市结构分析

九月份当中，郑糖的基差基本上处于一个震荡的走势，这主要是因为 9 月上旬以前，国内郑糖期货相对现货价格来说下挫更为剧烈，导致基差快速抬高。到了 9 月中旬左右，国内郑糖开始在 6200 附近做震荡整理，然而现货价格却随之走低，使得基差又开始回落。截至 9 月底，随着郑糖期货价格跟随国内大宗商品出现一定幅度的阴跌，同时国内现货价格相对坚挺，导致基差开始逐渐回升修复。

另一方面，关于郑糖 1 月合约和 5 月合约的价差在经历前面 7 月底至 8 月初的短期回调后，开始一路走高。截至 9 月 29 日，郑糖 1-5 价差达到了 229 元/吨的一个高位，这说明市场对于近期的白糖行情还是持一定乐观态度，预计在未来的一个月当中，价差仍然会呈现稳中偏强的走势。

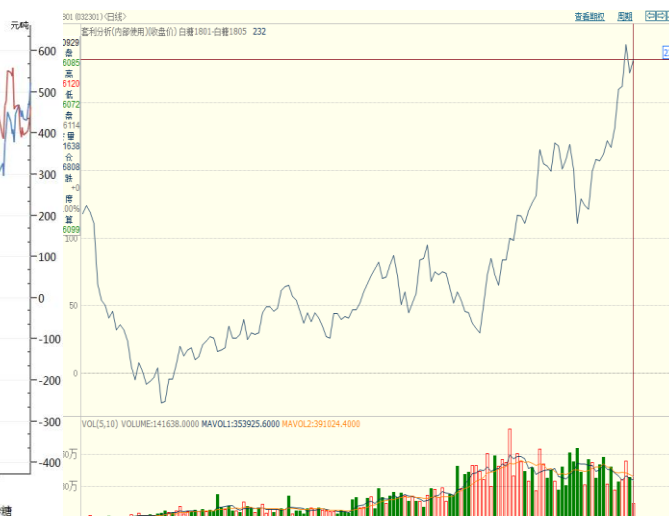


图 6：郑糖 01 基差（元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

图 7：郑糖 1-5 价差（元/吨）

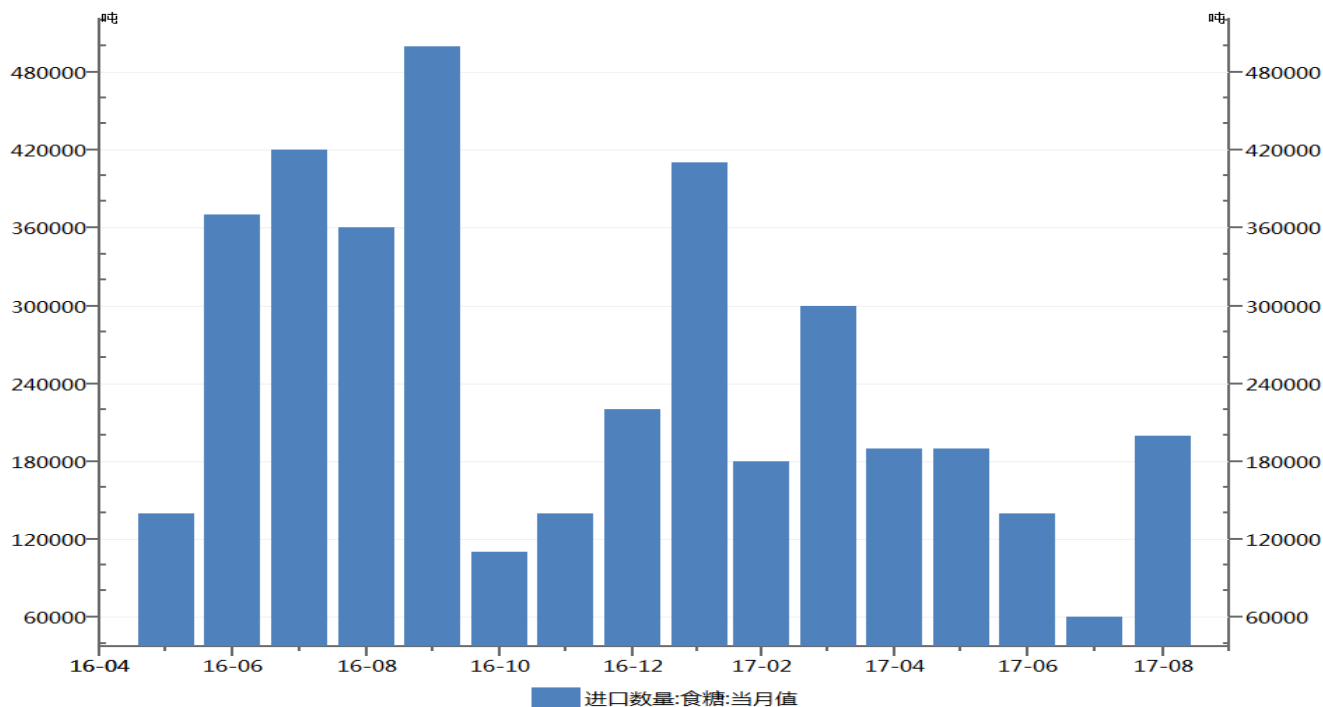


数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

## 五、进出口情况

据海关日前数据显示，我国 8 月进口食糖 20 万吨，同比下降 44.5%；1-8 月累计进口量为 167 万吨，同比下降 20.8%；16/17 榨季累计进口食糖 213.9 万吨，同比下降 33.8%。我国 8 月出口食糖约 2.8 万吨，同比提高 104.9%；1-8 月累计出口量为 8.8 万吨，同比下降 26.9%；16/17 榨季累计出口食糖 10.9 万吨，同比下降 25.6%。

图 8：我国食糖进口数量（吨）

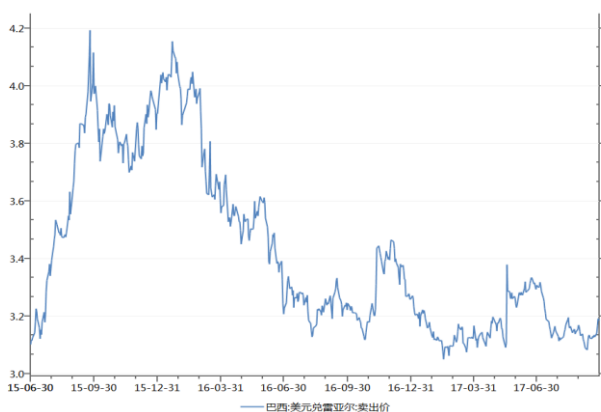


数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

## 六、外汇情况

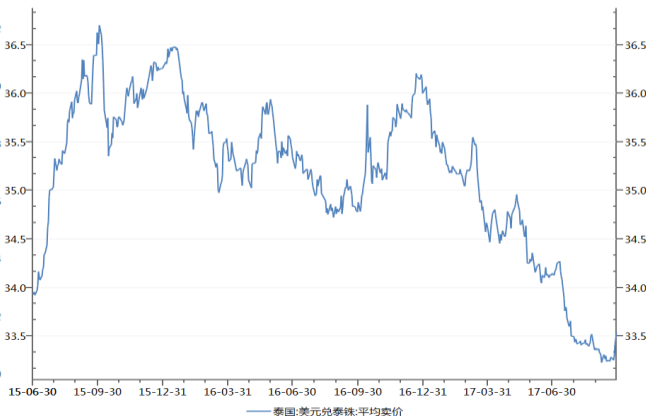
截至 9 月 29 日，巴西货币雷亚尔兑美元卖出价报 3.1871，较上月同期有所回升。这主要是因为之前巴西国内的政治漩涡暂时告一段落，同时其国内的经济形势在近期的数据上显示略微有所提振。考虑到美联储近期对于未来货币政策鹰派的态度，市场普遍担忧未来美元指数可能会止跌回升，由此可以预见未来雷亚尔货币的走势基本上会以震荡为主，很难出现大幅度的升值，这种情况可能会对未来的国际原糖价格造成一定的压力。

图 8：雷亚尔兑美元汇率



数据来源：Wind 资讯，新世纪期货

图 9：泰铢兑美元汇率



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，目前来看主要取决于五大因素：1、印度 9 月产区降水情况；2、巴西新榨季开榨进度；3、宏观上美联储是否按计划加息和缩表，巴西国内政治局势以及其国内汽油和乙醇价格变化；4、目前国内处于贸易保护政策下，走势情况是否会超预期恶化；5、市场对于下一榨季产量的预期变更。

随着十月份的逐日临近，全球糖市也准备开启 17/18 新榨季的序幕。目前来看，市场对于下一榨季的全球基本面还是以产量过剩为主，结合目前几大主产区天气的配合，预计开榨进度将超出市场预期。但是，另一方面的情况却是我国由于贸易保护措施的存在，导致现在内盘与外盘的联动性较之前有所减弱，在大多数情况下，除了自身基本面的影响外，也受到国内大宗商品情绪的带动。因此，建议投资者在进行短线交易时，可以适当参考近期其他大宗商品的整体走势。

总而言之，我们预计在四季度第一个月里，郑糖走势将以震荡偏空为主。随着全球几大产区陆续进入新榨季，市场对于开榨进度的炒作将达到高峰。同时，考虑到国内目前糖企的制糖成本基本维持在 6000 元

/吨附近，建议投资者暂时可以在 6000-6200 上高抛低吸，待价格至成本价附近，再择机介入做多。

具体策略：短线逢高做空为主；适当建立 1-5 正套；

### 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。