

新世纪 新策略

NEW CENTURY FUTURER

新世纪投资观察

2017

年刊

HAPPY NEW YEAR

主办：新世纪期货



全球经济复苏路漫长 不确定性中狩猎机遇

一、宏观经济篇

1、中国经济：GDP 的光环逐渐淡去，经济增长仍需投资拉动

2015 年以来中国经济在不断推进结构性改革的进程中从过去的高速增长逐步过渡到中低速增长，GDP 增速中枢也逐步下移至 6.5% 附近（图 1）。2016 年前三季度中国 GDP 增速均为 6.7%，在社科院近期发布的《经济蓝皮书》中预测，今年中国经济全年增速预计在 6.7% 左右，止降企稳的特征已经显现。同时我们注意到 PPI 经过长达四年半的负增长后开始转正，11 月全部工业品 PPI 同比上涨 3.3%，较 10 月大幅加快 2.1 个百分点，由此看来经济发展失速的概率较小（图 2）。但是在这场 GDP 竞赛中，我们需要面对的是昔日“高速引擎”的光环已经渐渐淡去，老旧的经济引擎在未来可能会被替代，但经济增长的新引擎在结构性改革的进程中却尚未完全装配到位。尽管从 2008 年以来第三产业对 GDP 增长的贡献不断加大，特别是名义收入的增长带动了家庭消费的增长，不过它尚不足以成为经济发展的决定性力量（图 3）。因此，我们分析在 2017 年，投资仍旧是推动经济增产的主引擎，经济发展的原有模式并不会出现质变。

图 1：GDP 增长重心持续下移

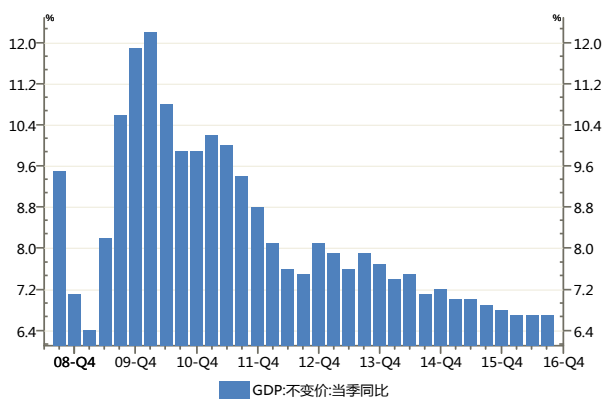
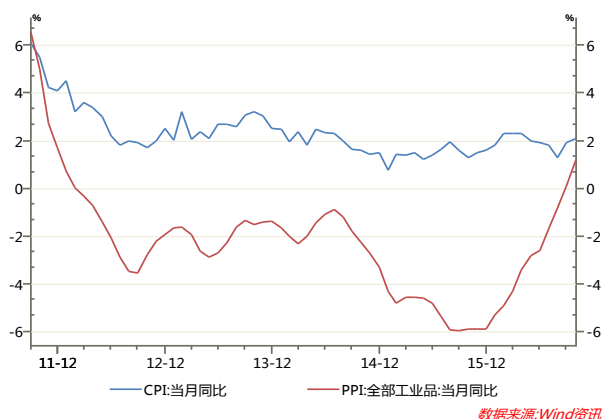


图 2：PPI 在漫长的负增长后转正



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

时间回到 2001 年 11 月中国正式成为了 WTO 的一员，那时的中国经济主要靠出口和投资两驾马车来驱动（图 4）。但在 2008 年全球金融危机之后，投资拉动经济的模式已从依靠倾斜到依赖，并逐步推到了极致，其中房地产投资更是主导了整个投资领域。不同于美国的消费型经济增长模式，我国家庭消费就目前

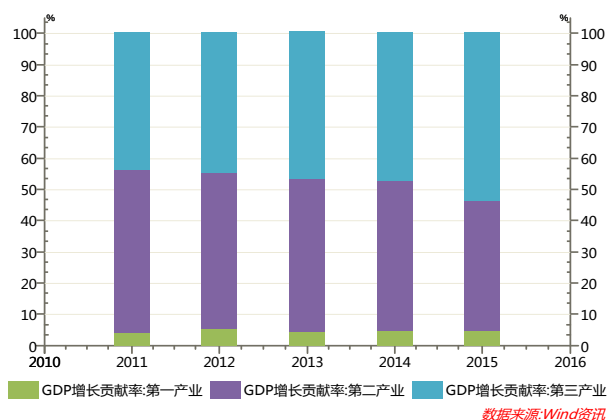
而言还不能成为经济增长支柱，并且过快增长的房地产销售已然透支了家庭的消费需求，家庭资产负债表快速加杠杆的过程中，家庭消费和支出的行为都会受到极大的压制。与此同时，在进出口方面，出口受到外部需求、产业结构比较优势和外贸环境的共同作用，所以 2017 年的出口情况可能会更加复杂，是不是见底亦尚难定论（图 5）。因此，没有任何动能可以取代固定资产投资对经济增长的关键性影响力，而其中的房地产投资依旧保持着举足轻重的地位，如果房地产一旦出现问题，对经济发展的伤害将是难以估量。

回顾过去的十年，2015 年房地产固定资产投资和房地产销售占 GDP 的 27%，相比 10 年前占比仅 18%。2015 年基建固定资产投资占 GDP 的 19%，相比 10 年前年仅占比 12%。我们知道制造业固定资产投资的固然重要，但其实也是受到房地产投资、基建投资和出口的直接影响，所有我们有理由相信 2017 年的房地产投资和基建投资是判断需求的核心，这样的格局不会在短期内，也就是在未来的 2017 年基本不会发生改变。

近年来，PPP 项目风生水起，有望成为经济发展的新增长点（图 6）。到 2016 年 12 月下旬，财政部 PPP 入库项目的投资额已近 10 万亿，未来两年将进入 PPP 项目的集中落地期。由于基建投资的周期较长，特比是以“铁公机”（铁路、公路、机场）的新建和扩建为主的传统基建项目仍然维持高速增长。虽然长期来看，依靠基建投资拉动经济增长的模式不可持续，而且会有投资过度 and 资源配置结构扭曲的问题，但是短期基建投资的增速不会有下滑的风险。因此，房地产投资依旧是核心中的核心。

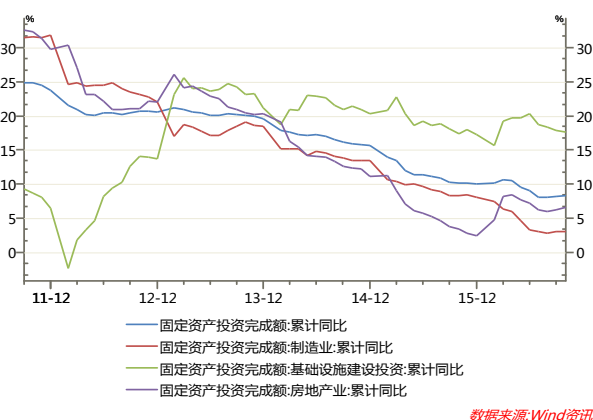
不过房地产市场逐渐从增量房市场向存量房市场转变，房地产销售、价格和房地产投资之间的相关性越来越弱。今年房地产销售大幅上升的情况下，房地产投资没有上升太多。由于限购政策同时影响着增量房市场和存量房市场，特别是今年 10 月份出台的限购政策针对的是投机性需求，而非刚需，所以开发商的开发投资意愿受限购政策的影响越来越小，2017 年的房地产业依旧充满一些不确定因素。

图 3：第三产业（消费）占比逐年提高



数据来源: WIND 资讯, 新世纪期货

图 4：投资是中国经济增长的主引擎



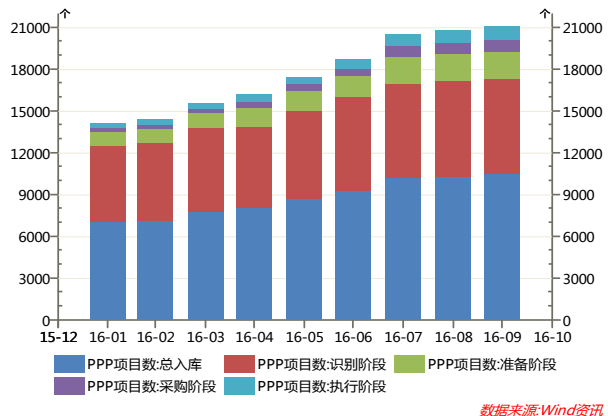
数据来源: WIND 资讯, 新世纪期货

图 5：进出口贸易仍在低位震荡



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

图 6:PPP 项目有望推升投资新增长点



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

2、全球经济：黑天鹅蛋世界乱飞，房地产大佬入住白宫

2016 年注定是一个不安定的年份，全球经济难以摆脱整体低迷的格局，而黑天鹅的满世界乱飞更是雪上加霜。欧洲经济尽管弱势震荡的同时有所好转，数据显示三季度欧洲景气度上升并好于预期，特别是德、法两国，均创一季度以来的新高（图 7）。欧洲整体劳动力市场也趋于好转，但未来依旧危机四伏（图 8）。今年 6 月英国脱欧公投通过，次年初将启动“脱欧谈判”；12 月意大利修宪公投结束，结果显示反对派票数领先，意大利总理伦齐直接宣布辞职。消息放出后，欧元兑美元短期下跌 1.0509，为 2015 年 3 月以来最低，美元则被动上涨，返回 101.5 的位置。不过，该结果已经被市场充分预期，在公投开始之前几周，欧洲债券市场的分化已不断加剧。伦齐政府银行业救助计划破产，意大利 8 家最大银行将面临清算风险。另外 2016 年堪称“恐怖之年”，恐怖袭击事件不断发生，恐怖袭击频发等对欧洲未来的发展盖上了恐怖的阴霾。

聚焦日本，日本三季度日本 GDP 同比实际增长 1.1%，较二季度加快 0.2 个百分点；环比折年率 1.3%，较二季度下降 0.5 个百分点。从同比增速来看，三季度日本经济增长有所加快。但是日本就业结构的严重失衡，女性的就业率远远低于男性就业率（图 9），以及日本近年来出现用以立国的制造业严重危机，都对 2017 年是否能走出“失去的十年”增加了许多不确定性因素。举例来看，2016 年索尼公司的整体业绩的预报显示，熊本地震重创了索尼的硬件业务，将会造成 1050 亿日元的损失。受全球经济一体化的影响，在中国家电企业奋起追赶的过程中，日本家电的传统优势正在逐渐消失。索尼面临的境遇实际上是老牌日本家电企业的一个缩影，而日本家电企业又是日本制造业的典型（图 10）。

当然最具戏剧性的美国爆出了 2016 年度最大的黑天鹅，之前被主流看成“小丑”“疯子”的房地产大佬特朗普将入住白宫，他的疯狂的贸易保护主义政策可能会使中国对美国出口额减少 4200 亿美元，这相当于中国对美出口额的 87%，意味着中国的 GDP 将下降 2.6%，这将使中国经济失去“软着陆”的希望，造

成巨大的负面影响。如果美国真的要通过反全球化的方式来保障贸易端的逆差收窄，那么和美国贸易来往最频繁的中、欧、日、东盟国家等都将面临较大的贸易转换摩擦，美国与这些国家的贸易逆差将如期缩减。举例来看，中国金融机构将贸易顺差转变为对美债、美国企业债以及美股的投资。而一旦贸易逆差缩减导致外国机构的美元持有量下降，投资到美国的资金量也会进一步降低。对于全球的资产管理结构而言，特朗普的政策倾向会引发资产配置对以其他货币计价资产的追逐，全球资产配置的再平衡不可避免。

祸不单行，12月15日凌晨3:00，美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.5%至0.75%的水平，这是美联储时隔一年后再度加息。数据显示，2016年收入的上升带动消费型美国经济稳定增长（图11），同时美国11月新增非农就业人数17.8万人，大致符合预期；10月数据下修1.9万人至14.2万人。失业4.6%，较上月的4.9%大幅下降，主要由于劳动参与率的下滑，主动辞职率大幅上升，说明对本职工作充满信心。总体而言非农数据好于预期，这也是美联储最终加息的原因（图12）。在美联储的加息如期完成后，市场已将关注的焦点转向未来美联储的加息节奏。根据美联储发布的联邦基金利率预测中值，美联储官员预计明年将加息3次，高于9月底预计的2次。由于特朗普的财政刺激政策可能推升美国通胀压力，此前市场分析人士已预计明年美联储可能将加快加息步伐。众所周知，历史上存在“美联储加息魔咒”屡屡显灵：20世纪70年代加息，随即就发生拉美债务危；1987年美联储加息随即发生日本房地产“泡沫破灭”；1994年加息后使日本经济雪上加霜并衍生亚洲金融危机；1999年加息后美国互联网“泡沫”破灭；2004年加息4年后爆发全球金融危机。美联储的加息“魔咒”不一定是导致后续危机的直接原因，但存在千丝万缕的关联，在不可预料的特朗普时代，美联储的任何决策都可能在全球刮起一场飓风，后果很难预料，世界经济风雨飘摇。

图 7:第三季度欧洲经济度上升

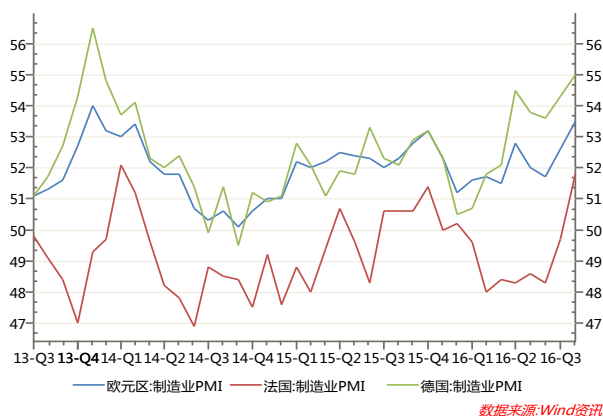


图 8: 欧洲劳动力市场环境趋于好转

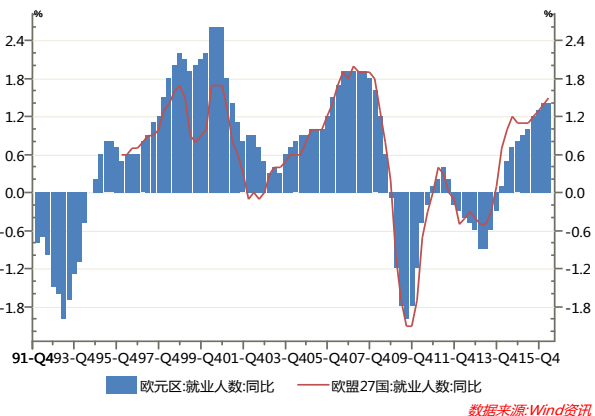
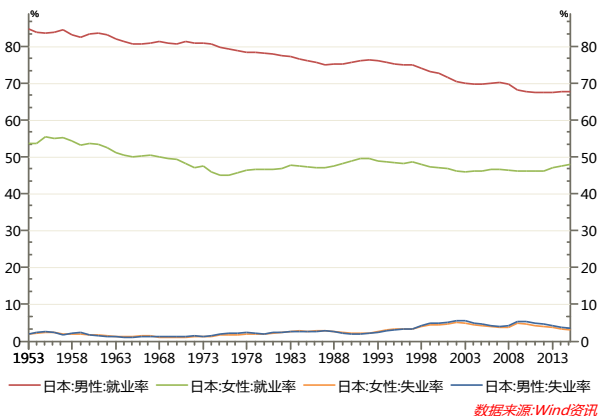
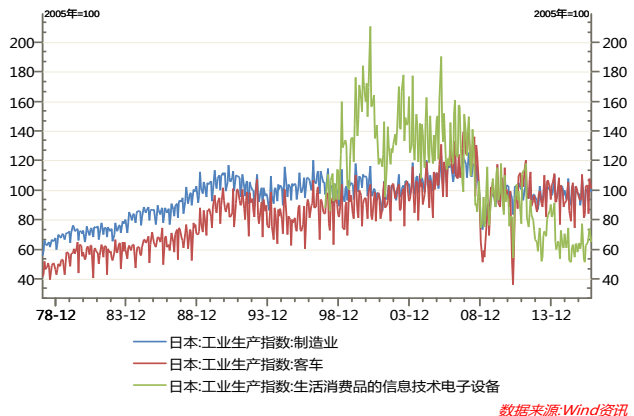


图 9：日本劳动力结构决定经济未来



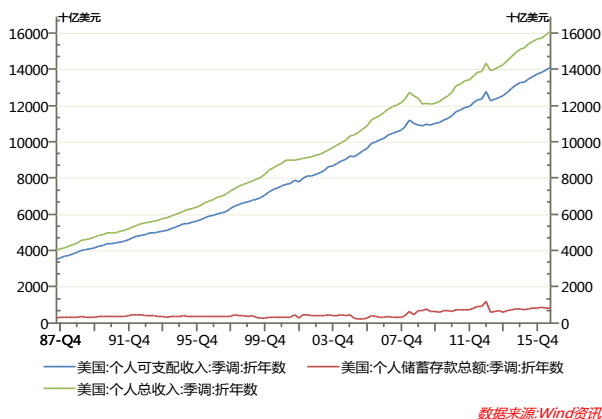
数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

图 10：日本立国的制造业出现重大危机



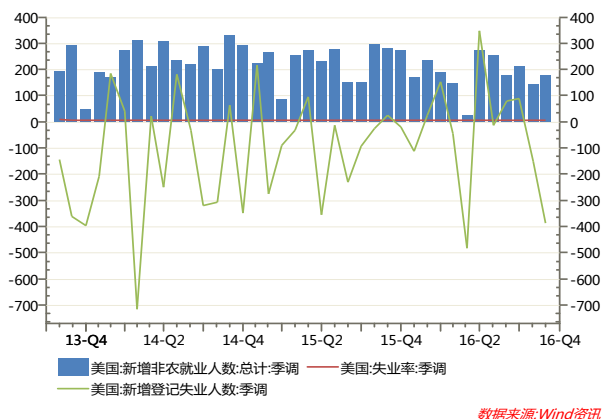
数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

图 11：消费型美国经济增长的根本是收入上升



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

图 12：美国非农数据好于预期



数据来源：WIND 资讯，新世纪期货

二、债市篇

回顾 2016 年债券市场，绝对可以说是跌宕起伏，惊心动魄。尽管上半年债市整体呈现横盘震荡，波澜不惊，但期间央行将公开市场逆回购操作日常化，对市场流动性进行滴灌，带动 5 年期国债收益率水平下行。二季度受到信用违约事件集中爆发影响，市场赎回压力加重导致现券流动性一度出现紧张，短期利率水平急速上行。随着信用风险的缓和以及美联储加息延后、人民币汇率企稳等外部环境对流动性的改善，国债收益率水平受到经济数据偏弱、下行压力仍大、通胀压力缓解等基本因素的影响下重心逐步下移。8 月中和 9 月初央行分别重启 14 天与 28 天逆回购操作，说明央行对于货币政策与金融市场流动性态度边际上有所收紧。但短暂调整后国债收益率在资金配置压力和经济承压预期下继续下跌，流动性填平债市洼地，10 月债市收益率刷新 8 月低点。不过央行通过货币市场收短放长的手段抬升资金成本以达到降低债市杠杆

的目的，央行通过收紧流动性传递出防风险去杠杆的坚定决心，导致市场无法再与央行态度进行博弈，国债市收益率逐步上行。而随着房地产大佬特朗普入住白宫，其大规模削减税收加大赤字、增大基础设施建设的政策主张导致全球通胀预期的升温，全球债市收益率全面回升，与此同时美元走强加重人民币贬值压力，外部因素加剧了债市调整，在利率持续上行的过程中市场杠杆遭遇碾压被动出局，负向循环下期债市场一度出现上市以来首次跌停，流动性风险席卷债市，各期限国债收益率扶摇直上吞没年内高点。

前期债市连续大幅调整，市场环境当前极其脆弱，因此观望情绪浓重。首先，春节即将来临，使得跨年与跨春节资金需求叠加，受到制约的流动性偏紧局面将至少维持到 2017 年春节前后，意味着债券市场目前的调整态势仍将延续。其次，经济增长依然承受较大下行压力，但通胀压力增大、经济滞涨风险的抬升也使得基本面对于债市的支撑作用减弱，加之最新经济工作会议精神中将“防范金融风险”放在先于“稳增长”的地位，经济基本面的逻辑对于债市的影响力将会弱化。再次，央行决意去杠杆防风险、国内流动性偏紧、美元加息频率加快、美债利率迅猛回升、人民币汇率持续贬值、资本外流压力仍大等一系列利空因素使得债市流动性将受到较大冲击，尤其 2017 年一季度债市收益率面临较大约束压力。此外央行将于 2017 年一季度正式将表外理财纳入广义信贷范围，在 MPA 考核的压力下，表外理财的扩张速度势必放缓，而债券作为银行理财最主要的配置品种将首当其冲，增量规模将受到限制。结合经济基本面、市场资金面与宏观政策面三个角度来看，我们认为债券市场先抑后平，利率水平将处于宽幅震荡格局之中，预计 2017 年 10 年期国债收益率波动范围在 2.7%-3.7% 之间（图 12）。

图 11：五年期国债日 K 线图



数据来源：新世纪期货研究院

图 12：十年期国债日 K 线图



数据来源：新世纪期货研究院

三、股指篇

2016 年 A 股市场在抵御国内外各种利空烟幕冲击的同时，也接纳了各种利好因素刺激带来的温和上

涨。总体来看，A 股全年走势较为平稳，震荡向上。回望 2016 年元旦后的第一个交易日，由于熔断机制以及股灾半年不减持承诺到期这两个原因共同导致了股灾 3.0 的爆发。虽然在股灾 2.0 后，市场从 2850 点反弹到 3680 点，其本身的反弹过程中已经累积了太多下跌的动能，但熔断机制的推出，带来的是流动性的缺失，这直接放大了下跌的动能，加上两次股灾造成市场人气不再，众多的下跌动能作用产生共振，导致了股灾 3.0 的悲剧。当然短短几日，证监会又暂停了熔断机制。在随后三个季度 A 股市场一直维持的窄幅震荡，而且波动率和振幅都极为狭窄，上证指数基本维持在 500 点左右的区间窄幅震荡（图 13）。究其原因，股灾以后，政策金融防风险导向使 A 股在居民配置中被边缘化。但进入到四季度，随着保险资金举牌概念的兴起，银行、证券、中字头等低估值大盘蓝筹，及钢铁、煤炭、有色等周期板块的拉动，上证指数开启了一波不错的上涨行情，上证指数最高探至 3300 点。但由于大盘股在四季度的表现要远远好于中小盘股的表现，股指之间分化明显，上证指数强于深圳指数，深圳指数要明显强于中小板和创业板指数。临近年末，随着监管层对保险资金举牌的层层加码，年末资金面的紧张，新股 IPO 发行提速，二级市场减持热度有增无减，及海外美联储加息等利空因素的影响，三大指数纷纷出现不同程度的回调降温。

今年两市成交量基本维持在 4800 亿 5800 亿之间波动，成交量总体低迷的时段出现在今年 5 月份及 9 月份。相对应的，在此期间三大股指基本上也是呈现出横盘震荡或者震荡下行。进入到四季度后，伴随着指数的震荡上行，成交量也出现较大幅度的上升。沪深两市两融余额方面，由于受年初 A 股接连出现熔断的影响，两融余额也由此前的 11000 亿元，接连跌破几大整数关口至 10000 亿元以下，随后基本全年均维持在 9000 亿元下方波动，直至进入四季度后，两市两融余额再重新回到 9000 亿元以上（图 18）。

展望 2017 年，资产荒的格局料将难以发生根本性改变，货币环境依然延续中性略紧的状态，财政端将继续发力托底经济，国企改革、供给侧改革及产业转型等也将进一步稳步推进。2017 年，我们维持对股市整体股市偏乐观的判断：从盈利的角度，供给侧改革初现成效，上市公司盈利状况初步改善，盈利能力也有所增强，从盈利端上支持股市走强；从估值的角度，国内大类资产比较，A 股的估值优势在未来将进一步凸显，股市性价比高，A 股在大类资产配置中的价值逐渐提升；从风险偏好的角度，经济 L 型软着陆消除失速尾部风险，改革和转型加速提高风险偏好，19 大的召开开启新的五年；地产调控，金融去杠杆会强化银行理财和险资等配置转向股市，也会强化增量资金流入的预期，潜在的增量资金来自银行、保险、私募、产业资本等，近期保险频频举牌，房市债市调控后明年资产更荒，银行保险资产配置压力加大，股市有望继续吸引增量资金进场。为此，我们认为 2017 年股指尚不具备单边大幅上涨的基础，仍将以结构性行情为主，呈现出估值中枢逐步抬高的走势，预计上证指数的波动区间大概在 2800-4000 点之间，沪深 300 指数以 3000 点为根基，波动区间在 3000-4200 点之间（图 14）。

图 13: 上证指数日 K 线图



数据来源: 新世纪期研究院

图 14: 沪深 300 日 K 线图



数据来源: 新世纪期货研究院

图 15: IF1701 日 K 线图



数据来源: 新世纪期研究院

图 16: IH1701 日 K 线图



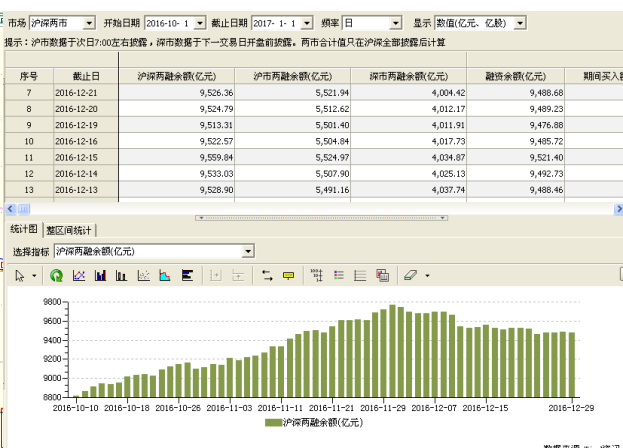
数据来源: 新世纪期货研究院

图 17: IC1701 日 K 线图



数据来源: 新世纪期货研究院

图 18: 每日沪深两融余额



数据来源: 新世纪期货研究院

四、总结与展望

面对继之而来的 2017 年，经济的见底并不会一蹴而就，更没有必要去预测何时会有有力的复苏。我们认为 2017 年会延续之前的平稳拖地进程，GDP 的发展也维持在 6.5% 左右。我们分析，在世界经济没出现重大剧变的前提下，中国经济也将继续维持现状，虽然不排除会有“二次探底”，但回调幅度不会很深，并且离增速换挡的底部可能不远了；经济包含经济中期 L 型，短期 W 型；明年通胀既不会挑战警戒线，也不会重回通缩，整体温和。这种经济失速悲观预期修复与温和通胀的宏观环境对 A 股市场十分有利，大类资产轮动再度从债市房市转向股市。对于 2017 年，我们认为债券市场先抑后平，利率水平将处于宽幅震荡格局之中，预计 2017 年 10 年期国债收益率波动范围在 2.7%-3.7% 之间，不会出现 2016 的动荡走势。而对 2017 年股市，尽管尚不具备单边大幅上涨的基础，仍将以结构性行情为主，不过呈现出估值中枢逐步抬高的走势，预计上证指数的波动区间大概在 2800 - 4000 点之间，沪深 300 指数的波动区间在 3000 - 4200 点之间，建议投资者狩猎结构性机会。

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。

黑色金属组

电话：0571-85106702

2016 年 12 月

煤炭趋势性做多行情

一、2016 年度行情回顾

2016 年焦煤、焦炭期现市场整体均呈现单边趋势上涨态势，煤焦钢产业链供需错配是价格上涨主因。一季度春节过后，煤矿企业恢复生产，在市场一片预期悲观的情形下，煤炭供给侧改革在 2 月初确立。炼焦煤产量受季节性影响，2、3 月份出现同比下滑 6%以上。因 2015 年钢厂以及焦化厂均未在四季度进行传统补库，3 月份下游钢材市场需求提升，造成炼焦煤供应紧张局面，价格随即小幅缓慢攀升，带动焦炭市场跟涨。

二季度，自煤炭供给侧改革 4 月具体实施以来，去产能效果初现，炼焦煤产量同比出现快速下滑，同比下滑 13.2%。在下游需求平稳的情况下，导致上游原料市场供需失衡，供应缺口助推焦煤期现市场价格稳步攀升。交易所通过限制流动性等措施，抑制了期货盘面投机度，使期货价格回归理性。同期，焦煤、焦炭期现货价格开始展开一波回调走势，回调整理阶段持续到二季度末。

三季度，随着供给侧改革的持续深入，焦化厂焦煤供应偏紧，产量同比下滑仍维持在 12%以上水平，炼焦煤供需缺口仍在月均 450 万吨上下徘徊，没有改善迹象。随着 9 月钢铁需求旺季来临，以及交通逐步恢复，钢焦企业集中补库需求旺盛，而煤矿产量依旧偏少，焦炭受去年焦化企业下半年未能顺利进行补库影响，库存处于历史低位，供应紧张局面进一步加剧。市场流动性两度冲击期货市场，引起价格波幅持续放大，监管层为防止流动性风险所带来的市场大幅波动，果断采取对应措施防范风险。从而降低期货市场投机情绪，促使期现货市场重回理性。

进入四季度，随着供给侧改革政策的灵活调整，10 月份发改委释放产能，但只有安全合规的矿井才能按 330 天生产，目前恢复的煤矿还为数不多。产量增加有限，焦煤供应缺口估计半年内都很难填补。10 月至 11 月中旬期现市场仍顺延了焦煤、焦炭三季度的上涨态势，下游季节性补库再次带动价格加速上扬。期货盘面 01 合约再遭流动性冲击，在交易所再度出手打击市场投机情绪以及主力换月的影响下，01 合约期货盘面持仓明显持续下降，流动性下降导致焦煤、焦炭价格进入整理阶段。虽焦炭供需结构在四季度处于平衡状态，但焦化厂库存低位，基本无库存。钢厂补库缓慢，仍低于历史同期最低水平。基于此，煤炭现货价格仍有支撑，社会库存较低；9 月 21 号起公路新镇（公路方面的治超治限和对公路车辆的限制），造成

运载的这个量肯定比之前少，毫无疑问增加了短途运输的成本；另外从期货盘面看，煤焦 1705 合约贴水较大，期价受到一定程度的支撑。

图 1：2016 年焦炭基差走势图

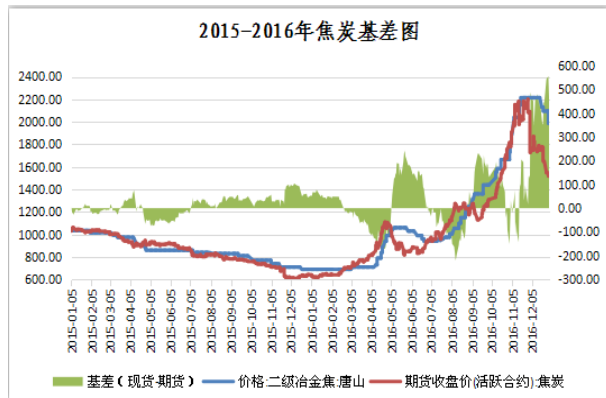
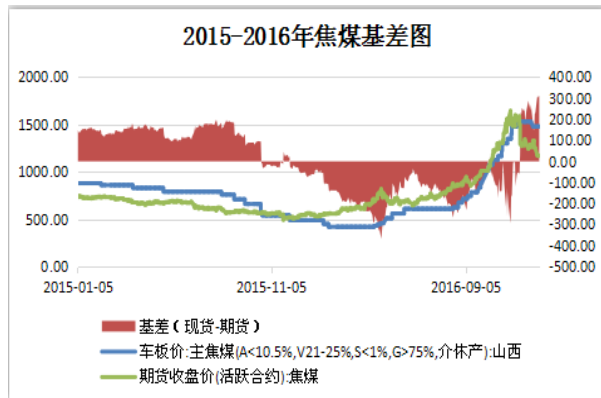


图 2：2016 年焦煤基差走势图



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

二、煤炭市场分析

1、焦煤焦炭产量下滑

自 4 月份煤炭供给侧改革具体实施以来，炼焦煤产量 4 月份环比出现 12.5% 的下滑，去产能效果明显。较去年同期相比，自 2 月份始连续处于下滑态势。其中，5-6 月份出现同比 18%-19% 的下滑速度；7-9 月均维持在 12%-13% 的下滑速度。10 月释放先进产能后，同比下滑收窄至 8.78%。

图 3：2016 原煤产量走势图

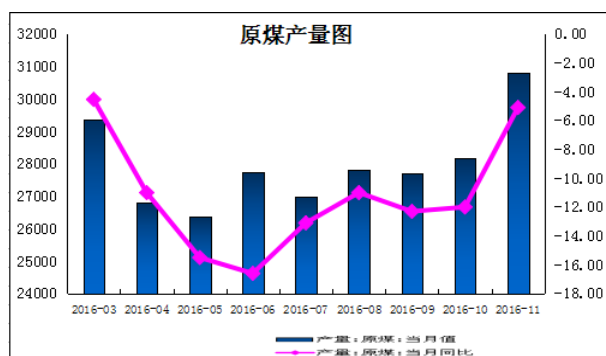
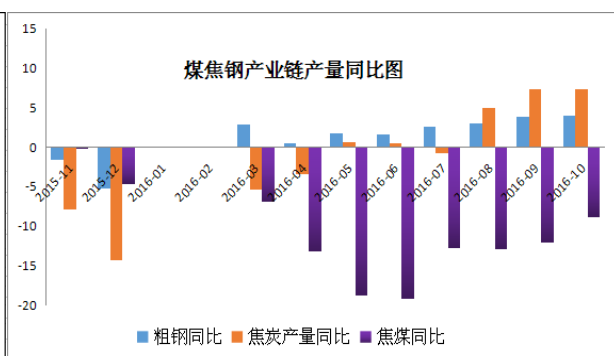


图 4：2016 煤焦钢产业链产量同比走势图



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

从炼焦煤供需平衡表中观测到，供给端的持续收缩所导致的产量同比大幅下滑，是形成自 4 月份始至今炼焦煤市场仍存供需缺口的主因。供应缺口月均维持在 450 万吨左右，目前缺口没有明显改善迹象。上游焦煤在去产能和供给侧改革共振下，下降得较多，在煤焦钢这个产业链里，最大的缺口是上游焦煤，焦煤供应最紧缺。

表 1:2016 年焦煤产量

月份	2015 年全国炼焦煤进口量	2016 年全国炼焦煤进口量	2015 年全国炼焦煤产量	2016 年全国炼焦煤产量	2015 年全国焦炭产量	2016 年全国焦炭产量
一月	401.42	336.66	3685	3785	3897.07	3435
二月	396.2	296.78	3200	2991	3519.93	3214.17
三月	294.68	509.18	4236	3944	3799	3605
四月	374.98	536.78	3975	3451	3743	3625
五月	188.21	442.32	4259	3462	3769	3781
六月	507.72	581.49	4440	3589	3838	3854
七月	665.79	446.15	4029	3516	3757	3731
八月	414.69	648.64	4090	3565	3735	3913
九月	396.1	555.5	4040	3551	3673	3928.6
十月	304.8	515.9	4111	3750	3717	3993
合计	3944.61	4869.39	41065	35604	37448	37079.77
差额	924.78		-5461		-368.23	
比较	焦煤产量减少 4536.22 万吨			焦煤需求减少 495 万吨		

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

在利润刺激下，焦化企业的生产积极性提升，焦炭增量逐步显现。数据显示，1—10 月焦炭累计产量为 3.72 亿吨，同比下降 0.8%，降幅继续收窄。今年前 10 月生铁产量 5.86 亿吨，则需消耗焦炭 2.93 亿吨左右，若我们按最保守的估计 80% 的焦炭用来炼钢，再加上 480 万吨的净出口量，则焦炭总的需求量为 3.7105 亿吨，略低于前 10 月 3.72 亿吨的焦炭产量，综合来看，当前焦炭库存虽低，但是供给压力正逐步上升，焦炭供需面相比焦煤来说还是比较宽松的。

图 5：2016 焦炭生铁产量走势图

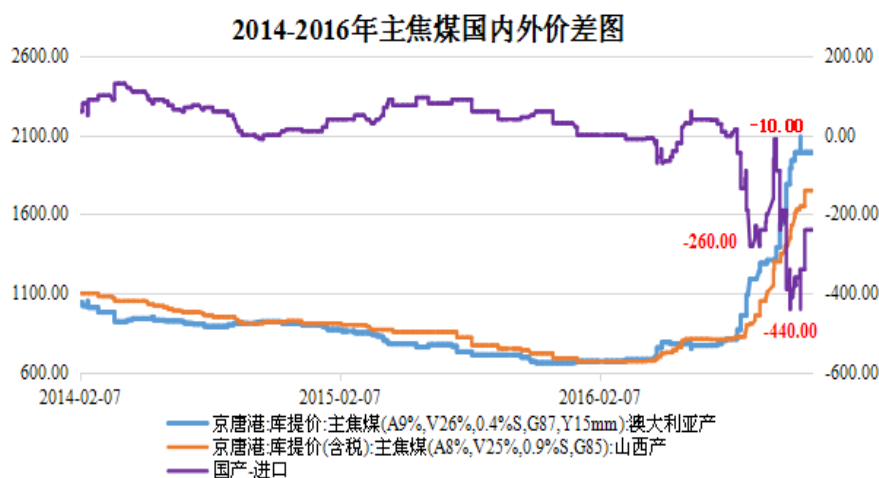


资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2、进口情况

由于国内焦煤产量的减少，今年进口同比增长 24.4%，进口炼焦煤占国内制造焦炭所需炼焦煤的比例为 13%，所以进口炼焦煤的价格也是至关重要的。炼焦煤 4-9 月进口量以及价格趋呈现势性上行；同期出口量明显下滑，价格 8 月后有明显上涨，净进口除 7 月同比均处增长态势。从进口价格来看，当前国内焦煤和外煤的倒挂严重，从 9 月、10 月的进口数据看，进口已经出现明显的缩减。如果国内和国外的价差继续维持，进口减量，国内需要在填补当前库存缺口的同时，继续填补国外炼焦煤进口减少带来的缺口，国内焦煤供应更为紧张。

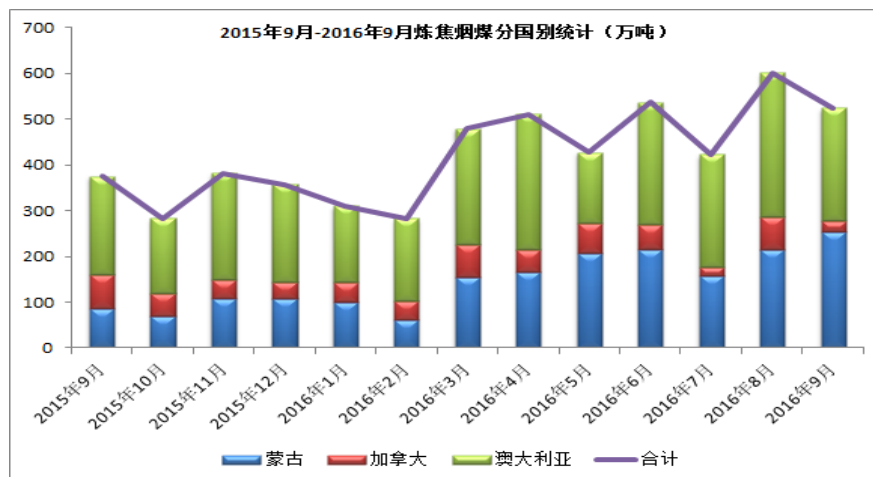
图 6：2016 主焦煤国内外价差走势图



资料来源：新世纪期货、wind 资讯

自国内供给侧 4 月实施以来，澳州、蒙古产进口主焦煤价格均呈现趋势性上行走势，澳产京唐港口价格 8 月后开始加速上扬，且炼焦煤进口量达到年内高点。蒙产主焦由于价格相对澳产优势明显，价格加速上扬以及年内进口量高点均相对澳洲主焦顺延 1 个月。

图 7：2016 炼焦煤分国别统计图

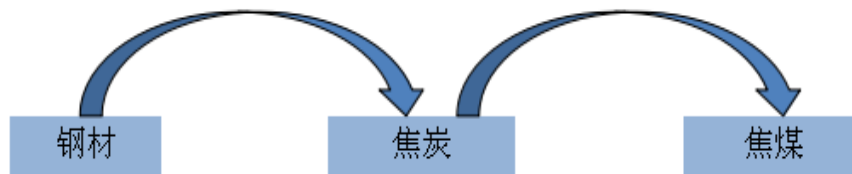


资料来源：新世纪期货、wind 咨询

3、利润、库存情况

我们再看一下这个产业链利润转移。比较明显的就是这一波的一个上涨是从六月底开始。最先的一个启动就是从这个钢材市场我们以他这个方坯的价格作为一个代表来看。就是钢厂的利润当时是最多的，接下来是焦炭，再下来是进口焦煤最后是国内焦煤。

图 8：煤焦钢利润传导图



资料来源：新世纪期货

煤焦钢产业链存在明显的自下而上的利润传导和让渡过程，当钢厂出现超额利润，开始提高开工率，对焦炭进行补库，并向焦化厂让渡部分利润，带动焦炭价格上行。焦化厂利润上升，推动开工率上升，增加焦煤采购量，焦化厂将一部分利润继续向上游让渡。钢厂的利润减少的时候焦企的利润也在减少，但是他是有一定的时间差的。我们可以粗略估计这个时间差应该是在十五到二十天左右，他才反应到这个焦企身上。

从九月初开始的话这种情况有一定的改变，就是说之后的这个钢厂利润在快速的减少，但是这个焦炭跟这个进口焦煤的利润就比较高，就是它也一直居高不下。钢厂这块的被这个原料的成本挤压是比较厉害。

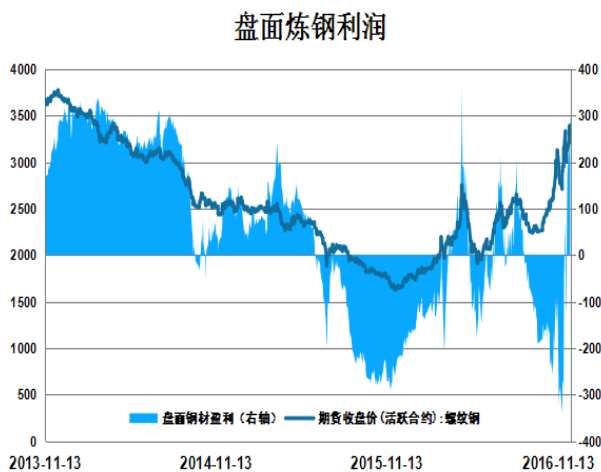
进口焦煤这块的话它经过去年前年的一个市场化去产能的影响，落后的这些能淘汰掉的产能是比较多的。然后今年需求的这么一个启动他们有点应接不暇，始料未及。所以，今年的话整个到运到中国的这个量其实是偏少的。一直到目前的话其实都不多，这个进口焦煤在运到港的也就是五六十万吨左右。

焦炭前两年的时候他整个就是一个市场化去产能，那这其中的话这个焦化厂属于夹心层，上游的国有煤矿打压，再一个就是下游钢厂对他的一个打压。而且这个整个焦化企业他是名由民营企业占主导的。所以说在去年跟前年的时候他这个去产能，这块儿实际上他去的是比较彻底的。那今年需求启动以后，这一部分的产能是补不上来的。所以今年焦炭这个涨价幅度大而且频率高。

当前钢材价格已经超过 3-4 月份，但从利润指标看，3-4 月份建材厂吨钢利润超过 500 元/吨，而目前的吨钢利润在盈亏平衡线附近，但远月盘面利润尚可，仍有 15%的利润率。焦化厂面临同样的窘境，相比于 7-8 月份，这轮价格上涨中，焦煤的涨幅远高于焦炭，焦化厂利润在涨价中收缩，目前利润 100 元/吨附近，

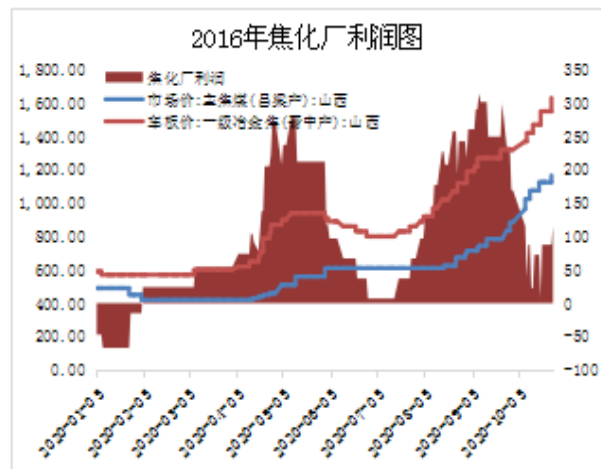
焦企开工率在 78%附近，对焦煤的补库暂时不会结束。

图 9：钢厂利润图



资料来源：新世纪期货

图 10：焦化厂利润图

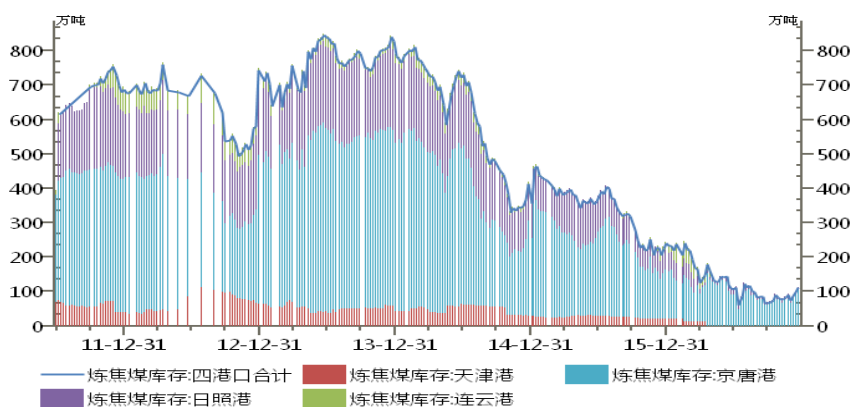


资料来源：新世纪期货

截止 11 月底，焦煤四港库存合计 102 万吨，较去年同期 253 万吨同比下滑 60%；较 4 月底 160 万吨下滑 36%；炼焦煤港口库存持续走低，库存蓄水池功能已丧失，港口库存平抑炼焦煤市场价格能力正逐步走弱。

图 11：四大港口炼焦煤库存图

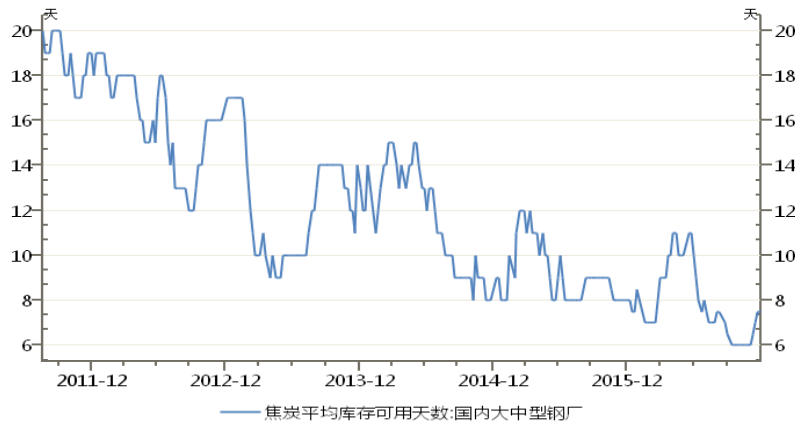
四大港口炼焦煤库存



资料来源：新世纪期货

从六月下旬开始，这个河北部分钢厂的这个焦炭库存的话是有一个快速的减少。一直到八月底九月初的时候他这个整个焦炭库存可用天数基本就是个六到七天左右。截止 11 月底，国内大中型钢厂炼焦煤平均库存可用天数维持在 10 天，低于去年同期水平 4 天。相比今年 4 月底平均 14 天库存水平，下降 4 天。钢厂焦炭库存自今年 5 月高点后，下半年一路下滑。钢厂对于焦炭需求一度告急，再次验证了钢厂对焦炭议价能力正逐步减弱的迹象，从而促使焦炭成本能够成功向下游顺畅转移，维持焦企正常生产利润。

图 12: 国内钢厂焦炭库存图



资料来源: 新世纪期货

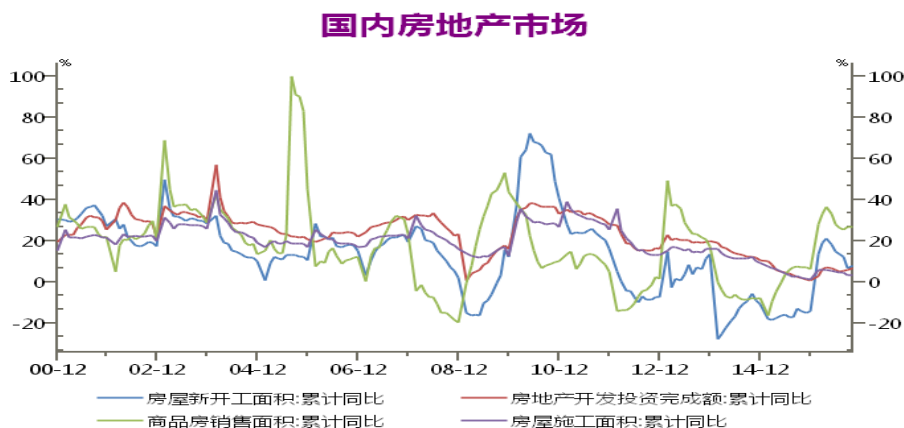
4、消费情况

近期环保事件持续发酵, 让用于生产劣质建筑用钢“地条钢”的设备中频炉被推到风口浪尖。江苏已在近期全线拆除中频炉, 涉及整个苏北地区, 包括徐州、连云港、宿迁、盐城、淮安的钢厂。而南通、常州、镇江等中频炉产能集中的地区近期可能也会有相关政策方案出台。

Mysteel 估计, 2015 年全国中频炉钢厂粗钢产能约 1.1-1.2 亿吨, 今年产量在 4000 万吨左右。基本全部是长材。目前江苏省粗钢产能近 1.5 亿吨, 其中中频炉产能 4000 万吨左右, 占江苏省整个粗钢产能的 27%, 而且相关产能都集中在建筑钢材。而从实际产量来看, 目前江苏省全部中频炉日均建筑钢材产量约占江苏省建筑钢材日均产量的 25%-30% 的水平。四川省钢铁产能约在 3600 万吨, 其中中频炉钢企的产能近 1000 万吨左右, 占四川省钢铁产能的 28% 左右, 且生产品种都集中在建筑钢材上, 日均产量约占四川省建筑钢材日均产量的 40%-45%。若这些中频炉一刀切予以拆除, 川渝地区的建筑钢材供应将大幅锐减。至于山东将影响 3.5 万吨/天左右的产量, 粗钢产量或有所减少。

最后看下产业链下游, 就不得不提房价, 当前房地产市场调控趋严。房价处于逐步触顶回落的前期, 面对房价上涨, 天津、上海、济南等地新一轮的限贷开始了, 预计限贷政策收紧趋势有望蔓延至更多地区, 开工面积, 施工面积, 销售面积, 房地产开发投资完成额, 都出现一定程度的回落, 下游趋于平淡。这对房地产企业后期的投资意愿和 2017 年下半年的螺纹钢消费量会造成打击。

图 13：国内房地产市场走势图



资料来源：新世纪期货

由于房地产和基建耗钢量暂不好直接预估，本文水泥产量累计增速，理由有三：一是水泥中间环节少，对终端更敏感；二是水泥和钢材的主要用途一致；三是钢材行业经过近几年的去库存过程，库存的扰动因素下降，尤其是以年度进行测算，库存的影响则更小。从下图也能看出，粗钢的产量和水泥产量年度增速有较强的相关性，尤其是近两三年增速几乎一致，所以用水平产量增速预测年度粗钢内需增速有较高的可靠性。当然由于水泥主要用于建筑行业，制造业部分还需要通过具体耗钢量的预估进行修正。

图 14：粗钢产量和水泥产量同比走势图



资料来源：新世纪期货

5、长协价稳定市场预期

在政府相关部门和行业协会的积极推动下，神华集团、中煤集团与华电集团、国家电投集团在京签订了电煤中长期合同，确定 5500 大卡动力煤基础价为 535 元/吨，未来煤价在基准价基础上的波动由双方合理分担。神华和中煤占据下水煤市场的 60%以上，签订长协合同有利于减缓煤价波动。今年 4 月份以来由于

执行 276 天限产政策导致供应不足，煤炭价格涨幅超过 80%，对下游用户盈利带来较大压力。神华和中煤集团 2015 年煤炭产量达 5.7 亿吨，占全国产量的 15%，在水煤市场的份额超过 60%，影响力较大。长协合同的签订一定程度上可以平滑煤价波动，稳定上下游企业盈利。本次长期合同采取了在基础价格 535 元/吨的基础上，价格上下波动由双方合理分担的机制。基准价格符合预期，煤企电厂实现双赢。535 元/吨的价格基本符合我们之前对于明年煤价区间的判断，在这一价格水平下，煤矿企业的吨煤利润将回到 2013 年的水平，行业盈利面预计将超过 60%。电厂方面，盈利也较目前显著改善，发电成本降至为 0.25 元/度左右(不含税)。政府明年的重心依然是去产能，价格将逐步回归合理区间，535-540 元/吨的基础价，也是煤电双方一个共赢发展的价格。

三、后市展望

2017 年，美元继续维持强势的概率较大，多数货币对美元贬值，美国经济一枝独秀，中国经济稳步复苏，欧洲经济面临乱局，全球经济在后经济危机时代，处在一个温和复苏的道路上。国内经济处于供给侧改革的关口，维持“L”型走势，底部不断夯实。展望 2017 年焦炭焦煤市场，焦煤长协价稳定市场预期，全年焦煤价格都将保持在较高水平上。焦炭在环保压力下，开工率将有所回落，焦煤供给紧平衡，焦炭在下游去产能加快的背景下，需求将有所下滑，同时，环保成为市场关注的焦点，对焦化企业开工产生重大影响，供应端释放持续受限，市场仍处于被动补库存阶段，钢铁行业去产能加快，产量有望下滑，房价增速拐点有望提前带来，加上房地产调控继续升级，下游需求减少，势必传导到上游，然而随着供给侧改革持续进行，供应侧改革取得实质性进展的话，届时行情的上涨或更有想象力，预计焦煤主要维持 950-1650 核心区间盘整，焦炭主要维持 1200-2200 核心区间盘整。风险提示：关注美联储持续加息风险、房地产调控风险等。

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。

价格上涨内矿亏损依旧 产量增加外矿成本下降
横批: 谨慎乐观

前言: 内矿开工下降, 产量缩减; 港口库存维持高位, 铁矿库存占比中澳矿部分增幅较大, 国产矿库存下降; 国内黑色金属采选业规模较去年进一步萎缩, 企业总数与亏损企业总数均较去年大幅减少, 亏损企业占比与去年基本接近; 财务数据方面应收账款增幅明显, 坏账风险增加; 销售利润率与去年基本相同, 各项成本降幅明显; 内外矿价差反转, 中小型企业受价格影响较大, 缩减相应外矿配比。进口数据方面, 进口数量增加, 单位价格下降。外矿方面, 四大矿持续扩产降成本, 四大矿山 C1 成本平均为 14-15 美元/吨, 且各家扩产计划逐步落实后, 预计明年还将要下降 2-3 美元/吨。需求端生铁和粗钢产量持续回升, 对铁矿石有支撑。但是政策层去产能决心大, 未来过剩产能淘汰依然是主流。

一、国内铁矿石供应情况:

2016 年国内铁矿石产量较去年有较大幅度下降。截止 11 月份, 国内铁矿石产量 10.15 亿吨, 较去年同期的 10.79 亿吨下降 6.31%。

2016 年国内铁精粉矿山开工率均值为 42.7%, 较历史平均水平有大幅下降。分产能来看, 产能大于 100 万吨矿山开工率均值 56%, 偏离历史平均水平的幅度较小, 开工率相对更加稳定; 30-100 万吨产能区间的矿山年初开工率恢复较快, 有较明显的增速。不过在 14 年与 15 年经历了两次较大的开工率下降, 整体开工率仍旧处于较低的位置。小于 30 万吨产量的矿山今年复产情况相对更弱, 全年平均开工率仅为 9.8%, 说明即便今年矿价走高, 对于小型矿山提振作用有限, 此前被出清的小矿山基本上未来也是很难有可能复产的。

图 1: 国内铁矿石产量



图 2: 国内矿山开工率



数据来源: Wind 咨询, 新世纪研究院

今年国内铁矿石港口库存持续上升, 由年初的 9649 万吨增加至 12 月 16 日的 1.11 亿吨, 增幅 15%, 不过高点未突破 14 年 5 月份的 1.146 亿吨的最高库存。从铁矿石来源国家来看, 今年以来澳矿的库存增量较

大，增速较快。澳矿库存自年初的 4717 万吨增加至当期的 6023 万吨，增幅 27.69%，幅度大于铁矿石总库存的增幅。巴西矿库存基本持平，印度矿由年初的 54 万吨增加至目前的 172 万吨，增幅较大，但占比较小。综合考虑上述外矿库存以及总库存的变动情况，2016 年包括国产矿在内的其他矿石库存下降较多。

2016 年钢厂年均外矿库存 28.07 万吨，较去年年均水平增长了 3.15%；16 年国产矿年均库存 0.96 万吨，较去年同期下降了 16.81%。

图 3：铁矿石库存

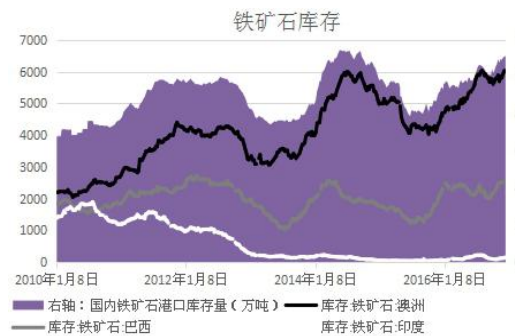
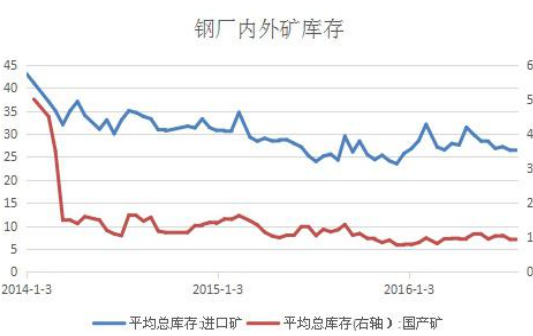


图 4：钢厂内外矿库存

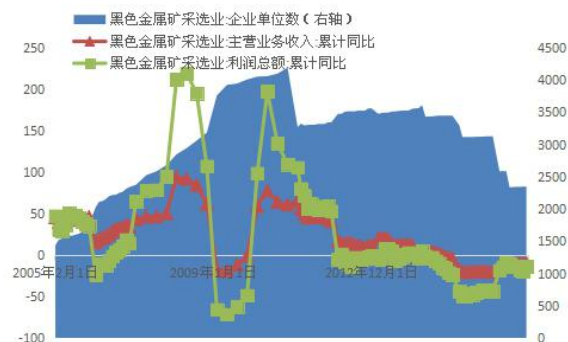


数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

二、黑色金属采选行业财务状况

黑色金属采选行业企业数量自 2010 年的最高点近 4200 家下降至 16 年 10 月的 2346 家，主营业务收入同比近 2 年来一直处于负增长，2015 年全年主营业务收入月同比累计降幅均在 20% 左右，直至 16 年初才有所回升；利润总额方面得益于今年矿石价格的大幅反弹有所回升，但是累计同比仍旧处于负增长区间。整个黑色金属采选行业于 2010 年达到顶峰之后，受累于铁矿石价格的走低，整个行业规模一直处于一种收缩状态，企业数量以及盈利能力不断下降。另外采选行业前期投入资金量要求巨大，市场准入门槛高，且以目前的行业投资环境很难吸引到新的外部投资者，供应端主要还得看几家主流企业是否在技术上会进行大的革新来提高供应量。

图 5：黑色金属采选业主营业务收入、利润情况



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

2016 年采选业应收账款较往年平均水平有大幅增加。在整个黑色产业链经历了去年一年的低迷，年初的缓慢复苏使得钢厂复产情绪升温，此时更多的基于信用的赊销有利于整个市场的复苏，加快市场资源的流动，但是另一方面也隐含着坏账风险增加的可能。应收增加所带来的销售的增加缓解了开采企业存货压力，自 14 年以来，采选业产成品存货水平呈阶梯式下降。

图 6：黑色金属采选业应收账款净额

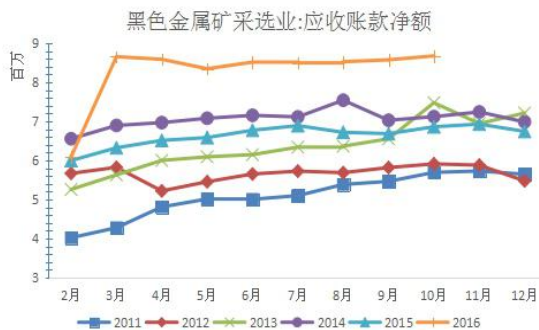
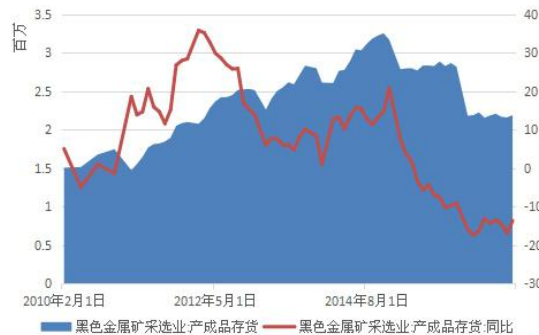


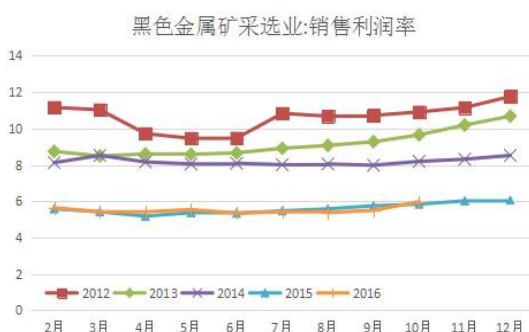
图 7：黑色金属采选业存货



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

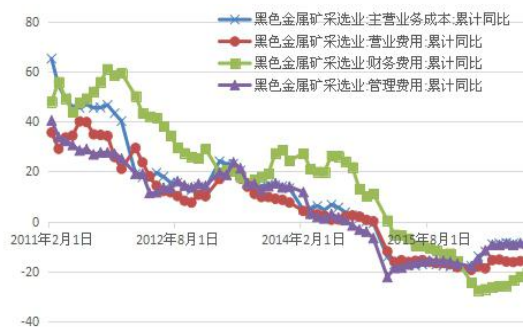
虽然赊销使得销售情况有所好转，但是销售利润率却仍与去年基本持平，依旧大大低于往年平均水平。2016 年 8 月黑色金属采选业主营业务收入同比-9.9%，较去年同期-17.82%有了明显的好转，主要还是得益于矿产价格的回升。那么在销售收入好转的情况下，销售利润率仍与去年持平，最主要的原因还是由于今年采选业主营业务成本与管理费用的上升，而这两项成本在总成本里占比接近 97%。主营业务成本与管理费用在 2016 年 2 月份左右均有较大幅度的回升，因此即便销售情况好转，企业仍旧无法在这波黑色金属牛市里获得财务状况上的好转。今年黑色金属采选业销售利润率基本维持在 6% 的水平，与 2015 年基本重合，矿石价格回暖仍旧无法推动企业盈利好转。

图 8：黑色金属采选业销售利润率



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

图 9：黑色金属采选业成本及费用



2016 年 10 月份，黑色金属采选业亏损企业数为 629 家，较去年同期下降了 27.8%，降幅明显。不过如果从亏损企业占比数据来看的话，2016 年 10 月份亏损企业占总企业数的比例为 26.81%，而去年同期占比数为 27.85%，降幅为 3.7%。这组数据的巨大差异主要来源于采选业总的企业单位数目经历了大幅的减少，换句话说也就是有很多企业在 2016 年退出了供应端。2016 年 10 月份采选业企业单位数为 2346 家，去年同期为 3127 家，有 781 家企业退出了行业，下降幅度为 25%，也就是说 4 家黑色金属采选企业中就有 1 家在今年退出。采选业作为前期投入成本巨大的行业，一旦选择了退出，也就意味着在短时间之内很难再度恢复生产，尤其是一些资金实力弱的中小型企业更甚。

三、铁矿石进口情况

截止 2016 年 10 月份进口数据，铁矿石进口量 8.44 亿吨，较去年同期增长 8.89%。其中澳矿进口量 5.27 亿吨，比去年同期的 4.98 亿吨增长 5.78%；巴西矿 16 年前 10 个月进口数量 1.76 亿吨，较去年相同统计周期增长了 17.65%。进口单价方面，以进口总量与进口总金额为计算基础，2016 年总平均进口单位价格为 53.37

美元/吨，较去年相同统计周期下降 14.41%；澳矿平均进口单价为 52.59 美元/吨，较去年下降 13.47%；巴西矿均价 55.58 美元/吨，较去年下降 15.39%。

图 10：铁矿石进口数量

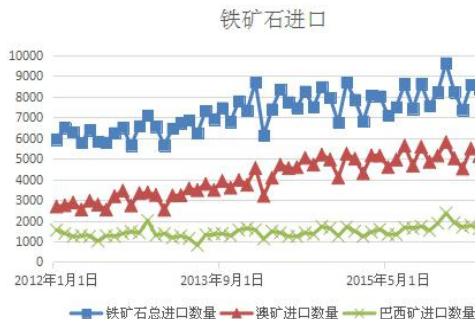
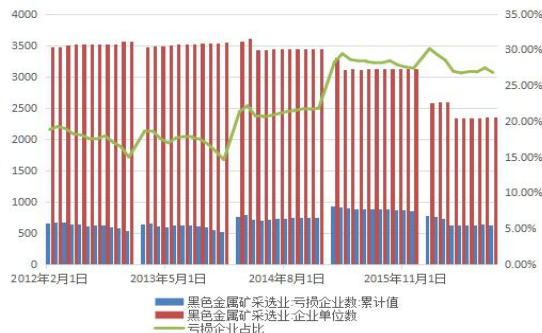


图 11：黑色金属采选业亏损企业



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

四、内外矿价差

外矿涨速较快，11 月中旬左右开始出现内矿贴水外矿，贴水最大时达到 117 元/吨。究其原因很大可能由于伴随价格走势的上涨，企业对市场主流外矿的生产需求及备货需求的增加，使得外矿价格增速要高于相对非主流的国产矿。

钢厂内外矿配比方面，仅 400 万吨规模以上的企业外矿年平均配比较去年增加，增幅 1.7%；100-200 万吨规模的企业外矿年平均占比为 84%，较去年下降了 5.4%；200-300 万吨规模的企业外矿年平均占比为 90.95%，下降 1.92%；300-400 万吨规模的外矿年平均占比为 94.01%，较去年下降 0.53%。外矿占比与企业规模呈正比，价格弹性与企业规模大致呈负相关。

图 12：内外矿价差



图 13：内外矿配比



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

五、四大矿山生产情况

淡水河谷产量与往年基本持平；力拓稳中有增，较前年份略微扩大；必和必拓产量较去年缩减，与 2014 年基本持平；FMG 份额逐年扩大。

由于这四家企业目前只有 FMG 与必和必拓已经出了 2016 年年报，而淡水河谷和力拓均还只有三季度报，因此我们基于前三季度四家企业的表现来做分析。从前三季度的数据来看，淡水河谷 2016 年前三季度铁

矿石产量 2.56 亿吨，较 2015 年三季度产量上升 3.4%；力拓前三季度产量为 20.6 亿吨，较 15 年前三季度产量增加了 6.72%；必和必拓产量为 1.66 亿吨，同比去年下降了 7.8%；FMG 前三季度产量 1.41 亿吨，同比增长了 14.7%。

从图 15 上我们也可以看出，淡水河谷在 2016 年虽然增长幅度不大，但是从 12 年以来，每年每季度基本上都维持同比增长的态势，这也使得其市场份额一直以来都是四大矿山中最为稳定的一个，总体量一直都是四大矿之首；力拓也是一直以来每季度都有增长，且在 2015 年时期有很大的增长幅度。虽然第一季度产量 6737 万吨，同比增长 13.4%，但是第二季度增速明显放缓，尤其是在 16 年三月份首次同比 0 增长，因此我们预计力拓未来增速可能进一步放缓；必和必拓作为四大矿山中唯一一家在 2016 年产量明显下降的企业，其今年的矿石产量降幅也是非常显著的，基本上回到了 2014 年的产量水平，这也使得其在角力中逐渐失去了一部分的市场份额。而且从产量折现图上来看，必和必拓虽然此前每年产量总水平都会较往年提升一个平台，但是在单一年份中，各个季度之间的产量基本都是稳定的，从中我们可以大致推断，2016 年 4 季度的产量 5700 万吨水平，也就是去年四季度的水平，这将有可能会导致必和必拓的市场份额缩小；FMG 最近几年在四家矿企的拼杀中逐渐站稳，除了 15 年产量与 14 年持平以外，其余年份均有很大幅度的增长，使得其市场份额也在不断扩大。虽然总体量相对其他几家略小，但是增长势头却非常稳定。

图 14：四大矿山产量相对份额

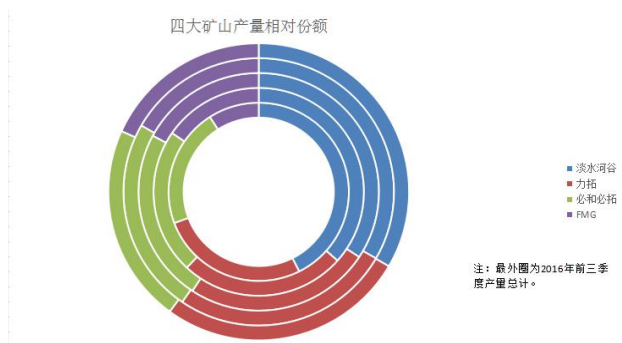
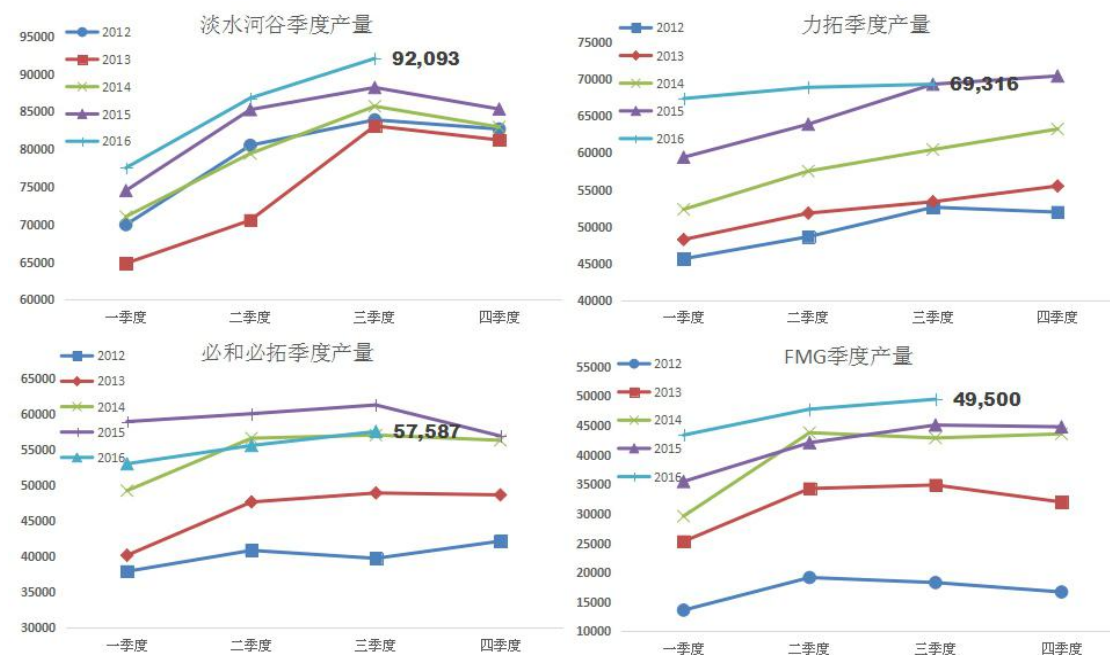


图 15：四大矿山历年产量



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

5.1 淡水河谷：

粉矿方面，16 年 3 季度铁矿石粉矿成本为 16.48 亿美元，（若考虑折旧则成本为 18.99 亿美元），较 2 季度减少了 1.1 亿美元，主要源自于粉矿 C1 现金成本的下降。16 年 3 季度淡水河谷 C1 现金成本为 13.2 美元/吨，较 2 季度下降 0.2 美元/吨。以巴西雷亚尔计价，3 季度 C1 成本为 42.2 雷亚尔/吨，较 2 季度下降 3.9 雷亚尔/吨，同比去年同期下降 4.7 雷亚尔/吨。成本的减少主要得益于产量增加、自主降成本以及季节性高产带来的固定成本的摊薄。

图 16：以雷亚尔计算的成本

Iron Ore Fines Costs and Expenses in BRL

R\$/t	3Q16	2Q16	3Q15
Costs ¹	42.2	46.1	46.9
Expenses ¹	7.4	9.7	8.5
Total	49.5	55.8	55.4

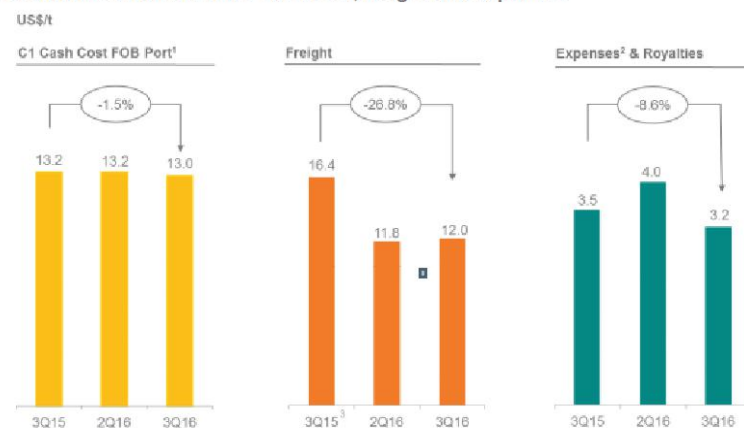
¹ Net of depreciation

数据来源：淡水河谷 3 季度报告 P33

http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/2016%203Q%20Vale%20IFRS%20USD_i.pdf

图 17：成本及支出变动情况

Evolution of iron ore fines cash cost, freight and expenses



数据来源：淡水河谷 3 季度报告 P35

球团矿方面，2016 年 3 季度球团矿的息税前利润 4.62 亿美元，较 2 季度增加了 2500 万美元。3 季度球团矿成本为 5.12 亿美元，较 2 季度下降了 400 万美元。考虑到销售量由 2 季度的 11.388Mt 增加到了 12.001Mt，因此吨矿息税前利润与 2 季度基本持平。

图 18：球团矿息税前利润

Pellets - EBITDA ex-Samarco

	3Q16		2Q16	
	US\$ million	US\$/wmt	US\$ million	US\$/wmt
Net Revenues / Realized Price	991	82.6	868	76.2
Dividends Received (Leased pelletizing plants) ex-Samarco	-	-	60	5.3
Cash Costs (Iron ore, leasing, freight, overhead, energy and other)	(512)	-42.7	(459)	-40.3
Expenses (SG&A, R&D and other)	(17)	-1.4	(32)	-2.8
EBITDA ex-Samarco	462	38.5	437	38.4

数据来源：淡水河谷 3 季度报告 P37

另外淡水河谷今年的 S11D 工程项目建设投入了使用。12 月 20 日，淡水河谷宣布，已于 17 日正式启用

敬请参阅文后的免责声明

期市有风险 投资须谨慎

6

了采矿行业有史以来最大的 S11D 项目，并将于 2017 年 1 月开始商业运营。S11D 项目总投资额为 143 亿美元，其中 64 亿美元用于矿山和工厂建设，79 亿美元用于物流建设，包括修建一条 101 公里长的支线铁路、扩建卡拉加斯铁路及扩建圣路易斯州的马德拉港海运码头。这个项目将整个开采、加工、运输过程流程化，将大大简化各个环节，缩短时间，提高生产效率。最重要的是成本也将下降，根据淡水河谷的预计，S11D 将减少 93% 的水消耗；减少 50% 的温室气体排放以及减少 70% 左右的柴油消耗。

淡水河谷在米纳斯吉拉斯州的经营将同样受益于该项目，因为当地出产的矿石将在海外物流中心与 S11D 出产的矿石进行混合。S11D 项目拥有三条生产线，每条生产线的年处理能力为 3000 万吨，其矿山的开采寿命预计为 30 年，该项目的额定年产能为 9000 万吨，预计将在 2020 年达到。它将给北部体系年产能净增加 7500 万吨，北部体系还包括卡拉加斯综合设施和东岭矿。2016 年，北部体系产量预计为 1.55 亿吨，到 2020 年其年产能预计将达到 2.3 亿吨，届时，淡水河谷总年产能预计将达到 4 亿吨至 4.5 亿吨，2016 年总产量预计为 3.4 亿吨至 3.5 亿吨。S11D 出产并运到圣路易斯马德拉港海运码头的矿石成本，即所谓 C1 现金成本，预计为 7.7 美元/吨，较淡水河谷目前的平均 C1 现金成本低 41%。2017 年，淡水河谷计划将指导产量增加至 3.6 亿—3.8 亿吨之间，预示着 2017 年将增产 3000 万吨左右的铁矿石，较 2016 增产约 8.8%。

5.2 必和必拓：必和必拓今年的财报有点惨不忍睹，息税前利润及净生产现金流均较去年同期腰斩，股东回报率较去年降幅进一步扩大，信用评级也遭遇下调，最大的主因还是由于销售收入的大幅下降。

图 19: 必和必拓 2016 利润、净经营现金流及评级



数据来源：必和必拓 2016 年报 P23 <http://www.bhpbilliton.com/-/media/bhp/documents/investors/annual-reports/2016/bhpbillitonannualreport2016.pdf?la=en>

2016 财年必和必拓铁矿石部门总产量较去年同期下降 2% 至 2.27 亿吨，西澳铁矿（WAIO）创纪录的产出抵消了一部分由 Samarco 停摆所带来的负面影响。铁矿石销售收入减少 42 亿美元至 105 亿美元。收入的减少主要还是源自于矿石价格由 61 美元/吨降至 44 美元/吨。息税前利润减少 30 亿美元至 56 亿美元，其中价格下跌带来的利润减少达到 36 亿美元。

西澳铁矿（WAIO）现金成本较去年同期下降 19% 至 15 美元/吨，主要是因为劳动力成本的下降，更高的生产效率，柴油价格的下行以及强势美元的影响。

图 20:西澳铁矿财务情况

Year ended 30 June 2016 US\$M	Revenue	Underlying EBITDA	D&A	Underlying EBIT	Net operating assets	Capital expenditure	Exploration gross	Exploration to profit
Western Australia Iron Ore	10,333	5,492	1,855	3,637	21,641	969		
Samarco ⁽ⁱ⁾	442	196	46	150	(1,193)	42		
Other ⁽ⁱⁱ⁾	121	(19)	4	(23)	93	86		
Total Iron Ore from Group production	10,896	5,669	1,905	3,764	20,541	1,097		
Third party products ⁽ⁱⁱⁱ⁾	84	(8)	-	(8)	-	-		
Total Iron Ore	10,980	5,661	1,905	3,756	20,541	1,097	92	74
Adjustment for equity accounted investments ^(iv)	(442)	(62)	(46)	(16)	-	(36)	-	-
Total Iron Ore statutory result	10,538	5,599	1,859	3,740	20,541	1,061	92	74

Year ended 30 June 2015 US\$M	Revenue	Underlying EBITDA	D&A	Underlying EBIT	Net operating assets	Capital expenditure	Exploration gross	Exploration to profit
Western Australia Iron Ore	14,438	8,297	1,713	6,584	22,804	1,911		
Samarco ⁽ⁱ⁾	1,406	695	118	577	1,044	170		
Other ⁽ⁱⁱ⁾	135	(8)	3	(11)	106	19		
Total Iron Ore from Group production	15,979	8,984	1,834	7,150	23,954	2,100		
Third party products ⁽ⁱⁱⁱ⁾	180	(10)	-	(10)	-	-		
Total Iron Ore	16,159	8,974	1,834	7,140	23,954	2,100	118	38
Adjustment for equity accounted investments ^(iv)	(1,406)	(326)	(118)	(208)	-	(170)	-	-
Total Iron Ore statutory result	14,753	8,648	1,716	6,932	23,954	1,930	118	38

数据来源：必和必拓 2016 年报 P85

5.3 力拓：铁矿部门 2016 年上半年利润 17.4 亿美元，较去年同期减少 3.57 亿美元，降幅 17%。受矿石价格大幅下降带来的直接影响导致的利润减少约 7.44 亿美元，销售量的增长以及强势美元和能源价格下降抵消了一部分的利润下降的影响。

销售量增长、能源成本下降、销售成本下降以及更高的生产效率使得 2016 年皮尔巴拉矿区的单位现金成本进一步下降，目前为 14.3 美元/吨，较去年同期的 16.2 美元/吨下降了 11.73%。

发货量增大以及更低的成本为主营业务带来的净现金收入为 16.9 亿美元。自由现金流较去年同期增长了 1.63 亿美元，主要皮尔巴拉矿区基建扩建计划的完工使得资本支出较去年下降了 57%。

图 21:2016 上半年财务数据

Iron Ore

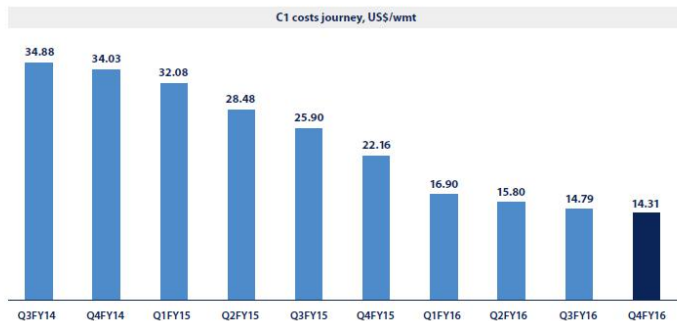
	First half 2016	First half 2015	Change
Pilbara production (million tonnes – Rio Tinto share)	131.3	118.6	+11%
Pilbara production (million tonnes – 100%)	160.8	146.3	+10%
Pilbara shipments (million tonnes – Rio Tinto share)	129.8	118.3	+10%
Pilbara shipments (million tonnes – 100%)	158.9	146.5	+8%
Gross sales revenue (US\$ millions)	6,331	7,004	-10%
Underlying EBITDA (US\$ millions)	3,438	4,010	-14%
Underlying earnings (US\$ millions)	1,743	2,100	-17%
Net cash generated from operating activities (US\$ millions)	1,690	2,005	-16%
Capital expenditure (US\$ millions)	358	836	-57%

Iron Ore Company of Canada and Simandou are reported within Energy & Minerals, reflecting management responsibility.

数据来源：力拓 2016 半年报 P14 http://www.riotinto.com/documents/160803_Media%20release_Rio%20Tinto%202016%20half%20year%20results.pdf

5.4 FMG:2016 财年现金成本稳速下降，4 季度现金成本为 14.31 美元/吨，全年平均现金成本 15.43 美元/吨，同比下降 43%，从图上也可以看出 16 财年现金成本比 15 年有着明显的减少。与必和必拓类似，成本的下降主要是由于生产效率的提升，劳力成本以及原油价格的下降等。FMG 预计如果生产效率、创新等能够维持，澳币与美元汇率假设为 0.75 美元/澳元，WTI 原油价格假设为 50 美元/桶，那么 17 年度现金成本有望降至 12-13 美元/吨

图 22: C1 成本变动情况



数据来源: FMG2016 年报 P20 <http://fmgl.com.au/media/2862/fy16-fortescue-annual-report-final-with-cover.pdf>

另外 FMG2016 财年的财务数据增长情况在四大之间算是比较优异的, 虽然体量相对更小一些。销售收入受铁矿价格影响毫无疑问大幅下降, 但是得益于成本的减少, 其息税前利润为 31.95 亿美元, 较去年同期增长 27.5%。净利润为 9.85 亿美元, 较去年同期增长 211.7%。从分账目上来看, 16 年成本为 38.41 亿美元, 较去年下降了 36.5%。另外金融活动带来的收入为 2.14 亿美元, 比去年增加了接近 2 亿美元。还有 16 年折旧、摊销较去年也有较大幅度的下降。

图 23: FMG 财务数据

	Note ¹	2016 US\$m	2015 US\$m
Operating sales revenue	3	7,083	8,574
Cost of sales excluding depreciation and amortisation	5	(3,841)	(6,051)
Gain on disposal of assets	4	1	3
Net foreign exchange (loss) gain	4, 6	(2)	68
Administration expenses	6	(52)	(94)
Other income	4	6	6
Underlying EBITDA		3,195	2,506
Finance income	7	214	15
Finance expenses	7	(675)	(644)
Depreciation and amortisation	5, 6	(1,244)	(1,405)
Exploration, development and other	6	(136)	(52)
Net profit before tax		1,354	420
Income tax expense	8	(369)	(104)
Net profit after tax		985	316

¹ Notes to the accompanying financial statements.

数据来源: FMG2016 年报 P22

六、下游需求端:

2016 年 1-11 月份总生铁产量 6.43 亿吨, 累计同比增长 0.4%。今年产量走势整体向好, 虽然在前 9 个月累计增长率仍在负数区间, 但是降幅一直在缩小。而从月度数据层面来看, 除了 4 月份同比去年同期下降 2%以外, 其余月份均较去年增长。2016 年日均生铁产量为 193.95 万吨, 与去年的均值 178.81 万吨相比增加了 15.14 万吨, 增幅 8.47%。

2016 年 1-11 月份粗钢生产总量为 7.39 亿吨, 累计同比增长 1.1%; 旬度日均粗钢产量均值为 222.15 万吨/日, 较去年增长了 2.5%。

图 24：生铁产量

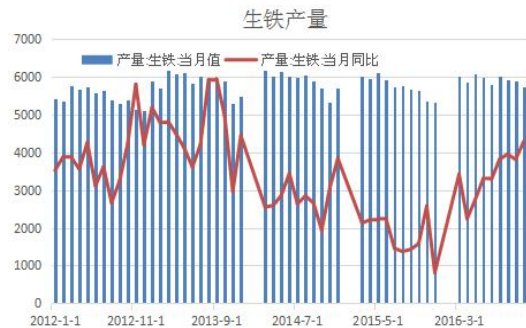


图 25：粗钢产量



数据来源：Wind 咨询，新世纪研究院

无论是粗钢还是生铁产量，今年均要高于去年，说明了黑色金属市场回暖对于下游钢铁企业的生产还是有提振作用。产量的回升对于上游铁矿石等原材料的需求起到了一定的支撑。

从政策层来看，一直以来中央对于淘汰过剩产能的决心还是很大的。日前，党中央、国务院决定对两家严重干扰钢铁行业化解产能过剩工作的企业予以查处，对江苏、河北两省副省长进行行政处分。这件事情也充分展现了国家对于当前一些地方政府怠于落实政策的不满，通过相应的行政手段来确保政令畅通令行禁止，彰显了“去产能”的坚定决心。淘汰落后产能所牵涉的部门众多，也必然会动摇到一部分既得利益者的奶酪。人民日报对此有一段评论：“在经济下行压力下，化解过剩产能是一个艰难的过程，但去产能的任务拖得越久，付出的制度成本就越大。放眼当下，部分干部还在模糊甚至错误的认识里徘徊，一些地方政府贯彻执行国家政策不力；有的产能过剩企业依然心存侥幸，对淘汰落后产能态度不坚决、行动不迅速。这就要求地方党政干部不仅综合考虑市场规律、债务处理、就业保障等诸多因素，更要排除价格波动对去产能工作的干扰，下好大棋局中的关键一子。”

总结：统观今年铁矿石的价格走势，从价格低谷走出了一波强势反转，最重要的推动力来自于煤焦价格的暴动，而非矿石基本面发生了变化。从价格变动来看，焦煤主力由最低的 484.5 元到最高时的 1676 元，涨幅达到 246%。反观铁矿石价格，从最低点 282.5 元到最高时的 658.5，涨幅仅为 133%。

在经历过 2016 年煤焦暴涨行情之后，我们预计 2017 年煤焦供需将会有所恢复，价格将回归理性。在失去了煤焦的价格带动之后，铁矿石价格也终将要归于基本面。综合前述，我们预期 2017 年铁矿石的供应端仍旧宽松，矿石供应商继续压缩成本扩大产量，下游需求端钢厂产量稳中有降，政策层面去产能决心大，总体来看未来矿石价格震荡下行。

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。

铜供需略有宽松，沪铜宽幅震荡

摘要：

国内 11 月经济指标初步显现经济企稳迹象。外部美联储如期加息，与主要国家间利差进入上升通道，明年加息预期强烈。全球铜供给略有宽松，LME 库存再度增加。国内精炼铜产量下滑，未来增量潜力不高，下游需求缺乏热点推动，建议波段操作。镍市今年以短缺为主基调，镍价受供给面影响巨大，外围镍矿供给国间博弈加剧，明年下游需求预计减弱，重点关注供给面变化，短期内可择机做空。

一、宏观因素

1、中国 11 月指标显经济企稳迹象

近期公布的中国 11 月各项指标显示出经济企稳迹象。2016 年 11 月份 PMI 为 51.7%，比上月上升 0.5 个百分点，延续上行走势。11 月中国非制造业商务活动指数为 54.7%，比上月上升 0.7 个百分点，连续三个月上升，为 2014 年 7 月以来的高点，非制造业延续了平稳较快的增长势头，增速进一步加快。价格指数方面，11 月 CPI 和 PPI 双双超预期，持续释放出经济企稳回升信号。11 月 CPI 环比上涨 0.1%，同比上涨 2.3%；PPI 环比上涨 1.5%，同比上涨 3.3%。11 月 CPI 再度触及年内高点，此前 2、3、4 月均为 2.3%。其中鲜菜价格上涨是主要原因，另一方面则缘于非食品价格中能源价格上涨带动 CPI 涨势以及地产周期和新型消费下医疗和教育以及租金类价格涨幅稳步提升，未来 CPI 有望继续稳中回升。PPI 从今年 9 月份开始实现正增长，改变了长达 54 个月持续为负的局面，10 月份涨幅进一步上升至 1.2%，在去产能和去库存政策作用，叠加近期大宗商品价格涨势带动影响，工业品价格持续回升。

其次，11 月份信贷和社会融资数据较为强劲，在传统淡季双双超出预期。当月人民币贷款增加 7946 亿元，同比多增 857 亿元。同时 11 月份社会融资规模出现超预期增长，当月社会融资规模增量为 1.74 万亿元，比去年同期增加 7111 亿元。这与近期宏观数据企稳相吻合，显示实体经济需求有所恢复。11 月份 M1 增速从上月的 23.9% 继续回落至 22.7%，M1 与 M2 增速差持续收窄。由于地产销售持续降温，未来 M1 增速或将继续回落。而 M2 增速维持稳定主要得益于央行稳健的货币政策。11 月份人民币贬值幅度较大，外汇占款承受较大压力。然而，由于央行通过公开市场和 MLF 对市场流动性进行了一定程度的补充，加之 11 月

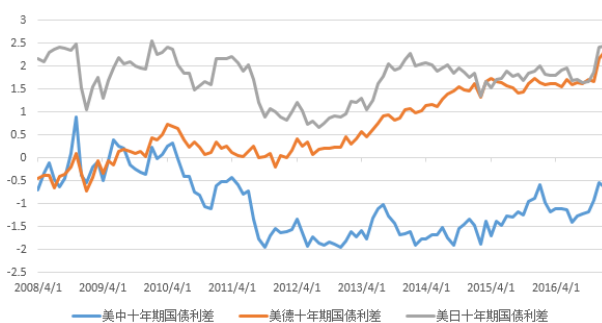
份信贷新增投放规模高于市场预期，进而使得 M2 维持基本平稳运行。

综合来看，PMI 在 11 月份达到年内峰值 51.7，CPI 和 PPI 持续向上，社会融资的加速很可能对未来一段时间制造业的企稳改善形成支撑，这也可以在很大程度上对冲随后因地产调控导致的房地产开发投资回落所带来的负面影响。当前正值年末且经济出现企稳信号，一方面是国内资产泡沫问题，另一方面是国外加息扰动不断，人民币贬值压力尚存。需要货币政策更为谨慎，保持稳健、保持市场流动性合理宽裕和同时劲量维持人民币汇率稳定，将经济企稳势头保持下去。

2、美国如期加息，利差进入上升通道

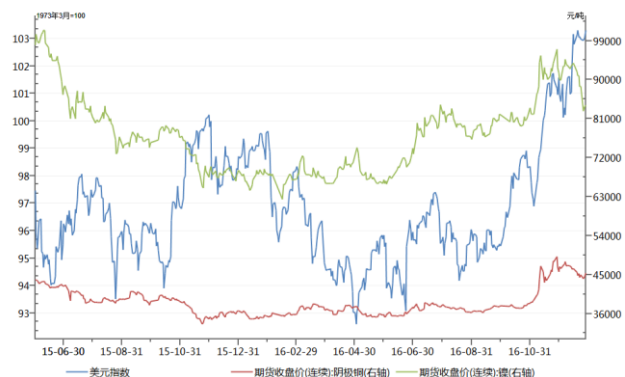
如市场预期，美国联邦储备委员会 16 日宣布将联邦基金利率上调 25 个基点到 0.25%至 0.5%的水平。这是美联储 9 年多以来首次加息，上次宣布提高联邦基金目标利率还是在 2006 年 6 月 29 日。自此意味着美国进入加息周期，同时也意味着美国货币政策结束量化宽松之后回归常态化的政策周期。接近 12 月底，美日十年期国债收益率利差已经扩大至 2.45，美德十年期国债收益率利差扩大至 2.3%，美中十年期国债收益率利差扩大至-1.28%后略有收窄至-0.64%。预期美国利率和资金收益率将上升，将导致部分跨境资金将回流美国。其次，叠加特朗普推行刺激性财政新政后，刺激性财政政策完全的实施加上美联储对通胀压力的反应可能导致美元的第二轮飙升。对于美联储 2017 年的加息乐观预期一度支撑美元指数攀升并接近 14 年高位，美元指数目前维持在 103 附近。

图 1：美中、美德、美日十年期国债利差图



资料来源：新世纪期货

图 2：美元指数与沪铜、沪镍走势图



资料来源：新世纪期货、Wind

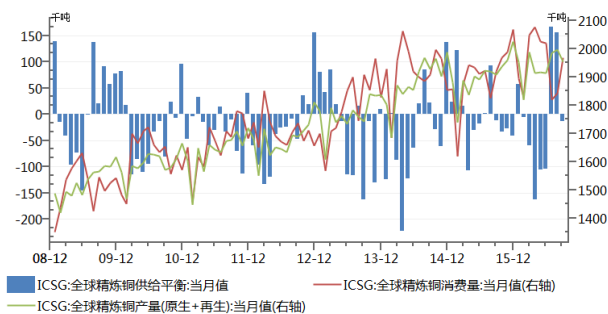
二、供需因素

1、全球铜市后市偏宽松

据国际铜业研究小组(ICSG)报告显示今年 9 月全球精炼铜市场供应短缺 1.5 万吨。本年度，1-9 月全球精炼铜市场供应共短缺 8.1 万吨，而 2015 年 1-9 月全球精炼铜市场供给总计为过剩 8 万吨。据世界金属统

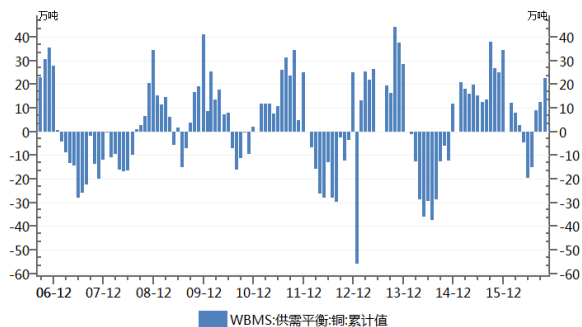
计局(WBMS)最新数据显示 10 月全球铜市累计供应过剩为 22.4 万吨, 去年同期过剩 26.6 万吨, 同比下降 15.8%, 2015 年全年则为供应过剩 34.4 万吨。2016 年 1-9 月全球矿山铜产量为 1, 515 万吨, 较 2015 年同期增加 6.6%; 2016 年 1-9 月全球精炼铜产量升至 1, 767 万吨, 较去年同期增加 4.3%, 其中, 中国和智利产量分别大增 46.60 万吨和 1.6 万吨。9 月, 全球铜消费量为 1, 755 万吨, 2015 年同期为 1, 667 万吨; 全球精炼铜产量为 201.24 万吨, 消费量为 200.19 万吨。

图 3: ICSG 全球精炼铜供需平衡



资料来源: 新世纪期货、Wind

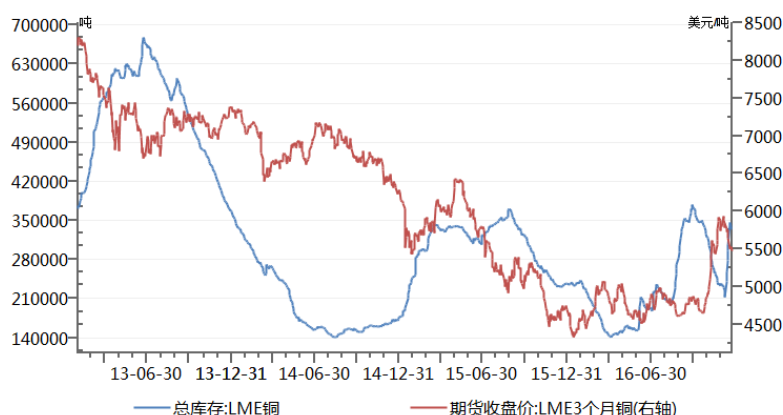
图 4: WBMS 全球铜供需平衡



资料来源: 新世纪期货、Wind

库存方面, LME 库存在 12 月初下降至 21.3 万吨后, 迅速在接近年末时段爬升至 33.45 万吨, 逼近年内高点。而上期所库存在 12 月维持窄幅波动在 13.4 至 14.4 万吨一带。接近年末显性库存总体处于增加, 整体显性库存水平较往年偏高。12 月末 LME 现货贴水随着 LME 库存的再度攀升而使得加深, 现货贴水 14 美元/吨。之前在 LME 库存下降期间, 现货市场仍大部分时间维持贴水状态, 可见现货市场需求依旧疲软。预计接下来至春节随着 LME 库存的继续上升将使得 LME 现货贴水持续扩大。

图 5: LME 铜库存

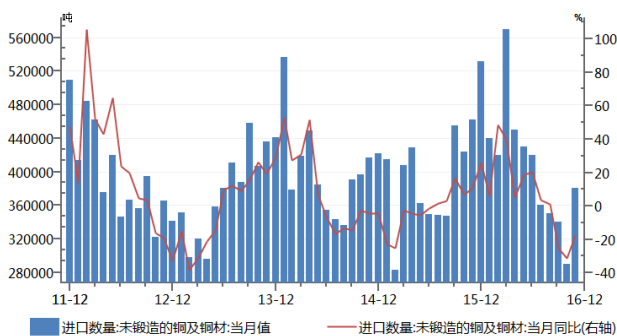


资料来源: 新世纪期货、Wind

2、国内产量下滑, 进口增加

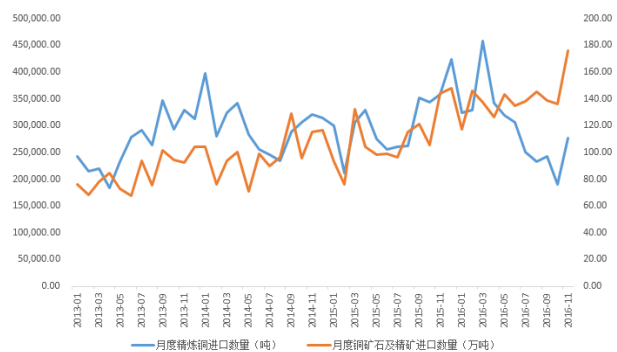
进口方面，中国 11 月精炼铜进口量同比下降 22.86%，至 276,730 吨。中国 1-11 月累计进口精炼铜 3,269,273 万吨，累计同比增加 0.44%。2016 年 11 月中国进口未锻轧铜及铜材 38 万吨，进口金额 21.16 亿美元。2016 年 1-11 月中国进口未锻轧铜及铜材 446 万吨，与去年同期相比增长 4.3%，进口金额达 234.44 亿美元，同比下降 10.6%。之前由于月度精炼铜进口量一直维持下行，供给端支持国内铜价。近期现货铜进口盈利窗口多打开，令进口铜套利交易开始再度显现，进口量增加明显。

图 6：未锻造的铜及铜材进口量（中国）



资料来源：新世纪期货、Wind

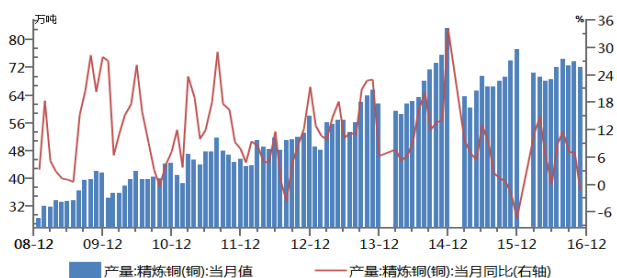
图 7：月度精炼铜、铜矿石及精矿进口（中国）



资料来源：新世纪期货、Wind

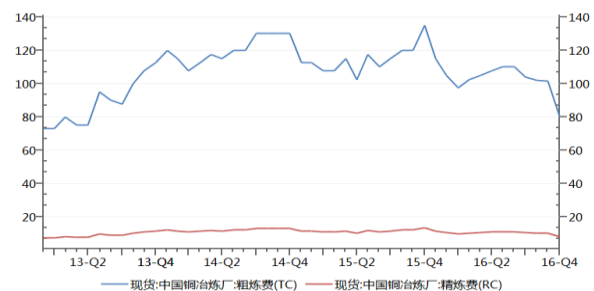
2016 年 11 月中国精炼铜产量为 72.0 万吨，同比下降 2.7%。2016 年 1-11 月中国精炼铜产量为 769.5 万吨，同比增长 6.5%。精炼铜产量主要受到加工费（TC/RC）的影响。江西铜业与自由港麦克莫伦公司就 2017 年 TC/RC 价格达成协议，确定为 92.5 美元/吨、9.25 美分/磅。而 2016 年铜加工粗炼费/精炼费为 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅。加工精炼费由销售方支付给铜冶炼厂，且要从伦敦金属交易所(LME)铜价基础上得出的最终销售价格中扣除。其后智利国家铜业公司、英美公司等多家矿山同意与江西铜业按这个数字达成协议。加工费的谈判是矿场和冶炼厂双方博弈的结果，加工费用与铜精矿的供应成正比，加工精炼费减少显示明年全球铜精矿的供应较今年小幅回落。自从进入第三季度，中国铜冶炼厂 TC/RCs 连续月度下降，目前 TC 为 80.5 美元/干吨，意味着明年铜精矿的进口积极性或会再次回落。

图 8：中国精炼铜产量



资料来源：新世纪期货、Wind

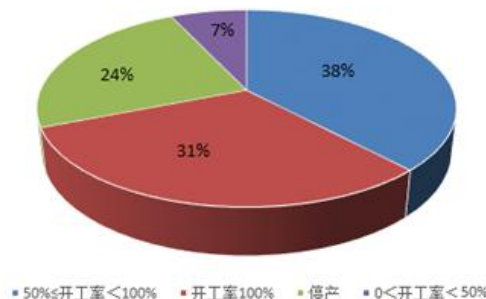
图 9：国内铜加工费（TC/RC）



资料来源：新世纪期货、Wind

11 月铜冶炼企业开工情况根据卓创资讯调研显示，29 家主要铜冶炼企业电解铜总产能为 864 万吨/年，总计运行产能为 674.3 万吨/年，行业产能运行率为 78.04%，跟 10 月份上涨 0.34%，开工率变化不大。

图 10：11 月中国精炼铜行业开工率



资料来源：卓创资讯、新世纪期货

11 月份冶炼厂建设与并购活跃，云南铜业拟分别为 30.1 亿、1.1 亿元收购迪庆有色 100%股权和易门铜业 24.70%股权，拟使用募集资金中的 20 亿元用于东南铜业建设，计划投入 15 亿元的募集资金进行普朗铜矿一期开发建设项目，拟投入 1.5 亿元向易门铜业进行增资，以支持易门铜业环保高效清洁化生产改造工程项目，云南铜业公布业绩报显示，1-9 月公司营业收入为 382.3 亿元，同比减少 20.49%。金贵银业股份有限公司铅冰铜综合资源综合利用项目正式投产。整体来看，三地库存仍呈减少趋势，但进入冬季尤其是逐渐临近春节，传统消费淡季逐步临近，库存或周期性上涨，各大冶炼企业没有减产检修的情况，11 月中国精炼铜行业开工率或将变化不大。

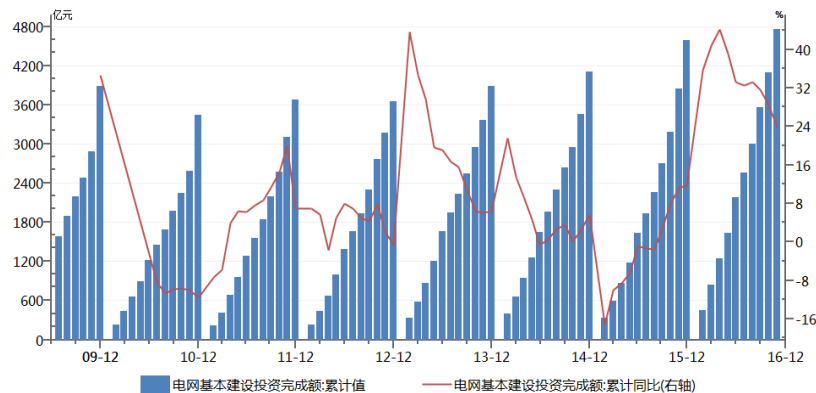
3、需求不足、投资乏力

我国是铜消费第一大国,精炼铜消费占全球总消费的 50%左右,中国需求是全球铜消费增长的重要推动因素。国际锻铜委员会(IWCC)预计中国今年的需求量将达到 1050 万吨,比去年增加 4.1%,明年将提高 2.4%至 1075 万吨。同时,预计今年欧盟的精炼铜需求将增加 0.5%至 315 万吨,2017 年将增加至 319 万吨。而日本和美国 2016 年的需求将有小幅降低,但明年日本的需求会企稳,美国需求将回升至 182 万吨。供需关系的改善主要来自于 11 月份对于美国共和党基建的热情刺激和中国“一带一路”建设以及经济有所回暖的预期。

下游主要需求方面，11 月电源基本建设投资完成额为 2689 亿元，同比再次扩大至-12.67%，逆转之前连续两个月降幅收窄的趋势。11 月电网基本建设投资完成额累计值为 4768 亿元，同比增长 23.79%，为连续第三个月增速放缓。同期，电力电缆产量为 508.4 千万米，同比-7.76%，为连续五个月同比保持在负值区域。电力方面需求总体符合之前报告中提到的今年第四季度消费压力显现，支持力度减弱的前瞻。再看空调消费情况，11 月空调产量自 10 月的 1161 万台上升至 1195 万台，11 月空调产量同比增长 14.6%，此为连续第 6 个月增速扩大。而 11 月空调库存从 10 月的 674 万台上升至 759 万台，自从 10 月开始库存从下降趋

势而转为增加。由于当前库存相比较历史同期处于中下水平，空调季节性生产回暖预计受影响空间有限。

图 11：国内电网投资额



资料来源：新世纪期货、Wind

“房子是用来住的、不是用来炒的”，中央经济工作会议明确了 2017 年我国楼市政策的基调。中央经济工作会议对于房地产市场“既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落”的明确目标，体现出政府让楼市回归商品属性的坚决态度。在当前经济增速放缓的大背景下，楼市如果“大落”，不利于我国经济增速保持在合理的区间目标之内，也不利于为深化改革营造良好的环境。然而，过度倚重房地产又不利于中长期的经济结构调整。楼市制造的“繁荣”不具备可持续性，其带来的经济数据的改善，甚至可能会进一步积聚金融领域的风险，对于实体经济发展，或无直接助益，或构成资金抽血、雪上加霜，甚至会对金融系统的稳定性形成冲击。新一年房地产调控的最终目标是通过因城施策、综合施策、中长期调控兼顾的政策，使供求关系趋于平衡，化解局部热点压力和三四线城市的库存压力，确保楼市平稳发展。预计新一年新建住宅项目开工面积会同比下降，重点以一二线城市稳定房价，三四线城市去库存为主。相比之前的房产抢购和投机心理，在新的政策调整面前，人群趋向观望态度，多个城市成交量速降，房地产行业被严控，对铜需求构成抑制。

三、技术分析

从技术图形分析，铜近期稍有反弹，但即将面临上方 20 日均线压力和前期 46270 阻力位，下方有前期盘整支撑位 43960 一带的上行支撑。从持仓和成交量角度看，持仓自近期反弹后稍有放大但仍保持在正常水平，成交量相比持仓开始萎缩，接近年末总体市场参与热情不高。操作上建议采取波段操作思路，在上方 46270 一带设置空单，43960 附近设置多单。若 46270 被有效突破，则跟随做多至 48500 一线再置空单。

图 12：沪铜主力日线图



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：供给较需求宽松，铜市供需面在中长期实质性改善仍缺乏足够的证据，基本面并不支持沪期铜在短期出现过大幅。
- 2、助推因素：通胀预期支撑，人民币贬值。
- 3、风险因素：金融市场进入降杠杆周期，银行委外纳入监管，年末各项资金回笼，资金面趋紧。
- 4、技术上：上方压力显著，成交量萎缩，行情震荡概率较高。

操作策略：

基于以上分析，建议在明年年初采用箱体波动操作策略，主力合约的空单可设置两道防线，首先在 46270 一带，其次 48500 一带，在下跌目标在 43960 附近；多单可建在 43900 一线，目标 48500。

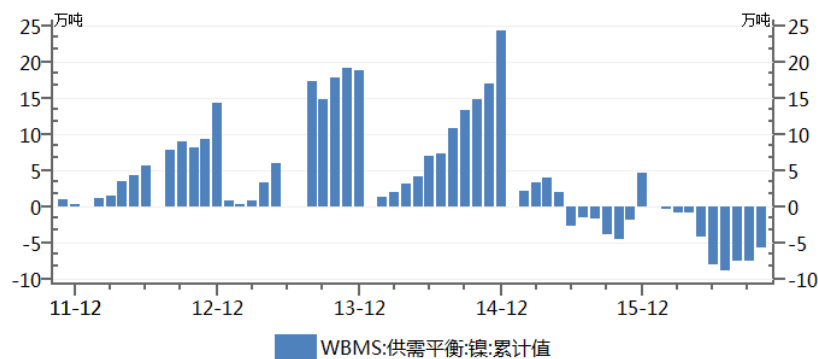
镍市总体短缺，未来短期需求不振

一、供需因素

1、今年全球镍市总体短缺

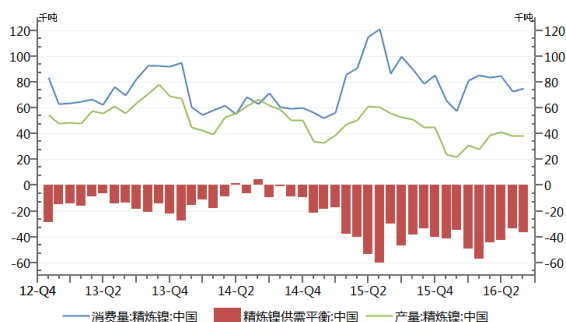
世界金属统计局（WBMS）12 月 14 日发布的数据显示 2016 年 1-10 月全球镍市场呈现供应短缺，表观需求超过产量 5.71 万吨，2015 年全年计算出的供应过剩量为 7.35 万吨。2016 年 1-10 月的精炼镍产量总计 150.82 万吨，而需求量为 156.53 万吨。期间全球的镍矿产量为 169.64 万吨，较上年同期低了 8.34 万吨。中国海关 12 月数据显示中国 11 月精炼镍进口量同比下降 38.76%，至 16,919 吨。中国 1-11 月累计进口精炼镍 351,610 吨，累计同比增加 31.73%。由于增加了来自印尼的镍生铁进口和来自俄罗斯的镍金属进口，中国冶炼/精炼镍产量同比下降了 3.54 万吨，而表观需求量同比增长了 5.5 万吨。期间，全球镍的表观需求量同比增长了 10.49 万吨。2016 年 10 月份，全球冶炼/精炼镍产量为 15.88 万吨，而消费量为 14.35 万吨。

图 13: WBMS 镍供需平衡



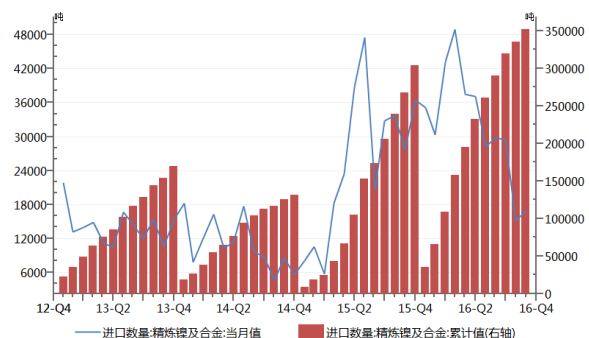
资料来源：新世纪期货、Wind

图 14: 中国精炼镍供需平衡



资料来源：新世纪期货、Wind

图 15: 进口精炼镍及合金

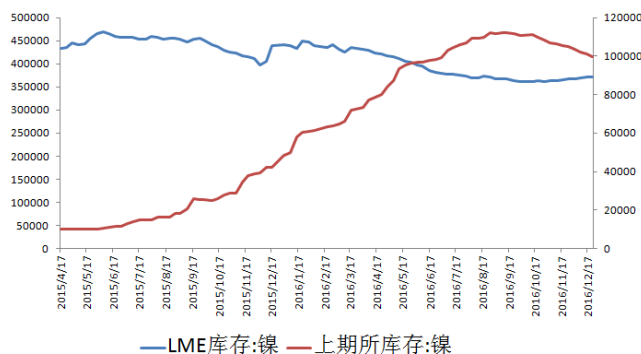


资料来源：新世纪期货、Wind

接近 12 月底，LME 镍库存为 37.17 万吨，较 10 月初的库存由降转增的拐点底部 36.02 万吨增加 1.15 万吨，为 10 个月来连续第二个月增加。目前伦镍库存较去年 12 月末仍减少 6.96 万吨或 15.78%，同时较 2015 年 6 月初创下的记录高点 47 万吨累计减少吨或 20.9%。由于近两个月伦镍库存攀升，伦镍基差已经扩大为贴水 56.2 美元/吨，高于 10 月末的贴水 38 美元/吨。国内方面，截止 12 月 23 日，上期所镍库存报 99501 吨，较 10 月末减少 8596 吨，为连续第十周减少，创下年内 7 月 22 日来的低点。综合两市库存趋势，预计以总量盘整为主。

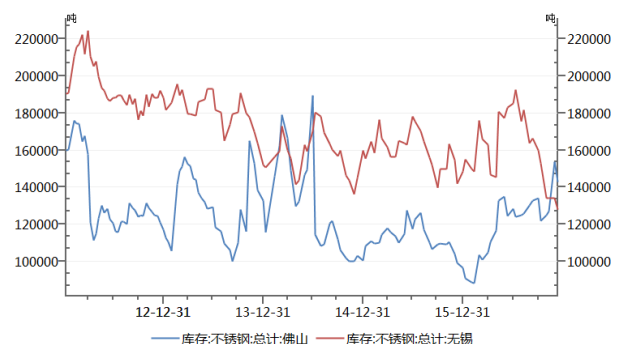
国内不锈钢现货库存方面，佛山和无锡地区不锈钢库存也双双下滑，佛山地区库存总趋势出现拐点由升转跌，而无锡地区库存继续下滑趋势，目前维持库存在 12.78 万吨水平，较本年度高点 19.29 万吨下滑了 33.7%。预计年末仍将维持现货库存缩量。

图 16: LME 和上期所镍库存



资料来源：新世纪期货、Wind

图 17: 无锡和佛山不锈钢库存

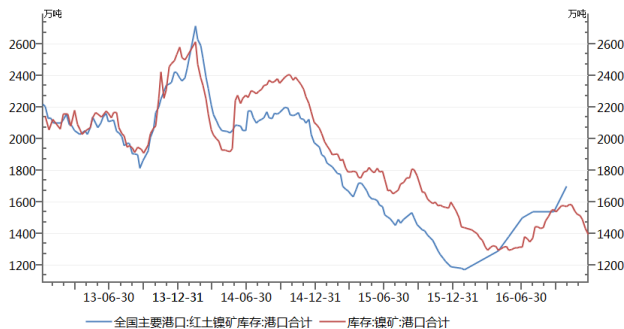


资料来源：新世纪期货、Wind

2、外围镍矿出口国博弈加剧

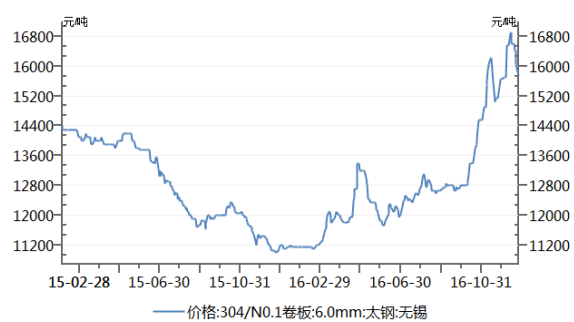
菲律宾苏里高目前处于雨季，菲律宾镍矿总出货量的 50% 会受此影响，一般至明年 3 月雨季完结方可好转。今年 10 月以来，因担忧菲律宾环保核查可能出现的镍矿中断，贸易商加大对镍矿的采购力度，全国镍矿港口库存呈持续上升的态势，但与去年同期相对，当前镍矿港口库存与去年基本持平，在历年中处于相对低位。最新消息显示菲律宾矿业审查名单决议将在 1 月底公布，名单的延迟公布可看到多方博弈，菲律宾在处理内部矿业集团和人民环保要求间的不断拉锯博弈中，还不得不面对外部其余镍矿出口国之间的利益博弈。全球镍产业从去年年末开始走出一轮反弹行情，进入今年第三季度受到菲律宾矿业整顿影响，导致镍价和镍矿价格提振向上。印尼、新喀里多尼亚以及澳大利亚等镍矿出口国纷纷放松对华出口，新喀里多尼亚正在逐步增加对华矿石供应，澳大利亚计划提供高品质镍矿，印尼则有传言解禁矿石出口禁令。预计菲律宾受到供给端挤压，为避免关停己方镍矿为他人做嫁衣，可能届时公布的矿业名单会较之前预期宽松。

图 18：国内港口镍矿库存



资料来源：新世纪期货、Wind

图 19：无锡太钢 304 现货走势



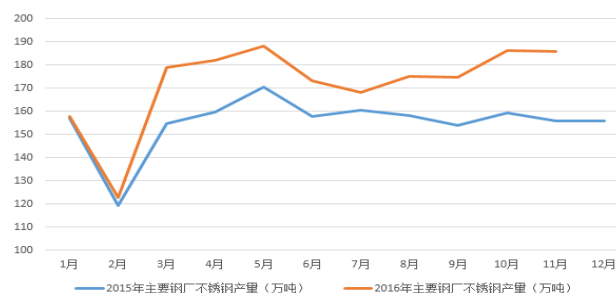
资料来源：新世纪期货、Wind

3、国内不锈钢产量平稳，未来需求不振

国内不锈钢产量方面，2016 年上半年全球不锈钢粗钢产量达到 2207 万吨，较上年同期的 2120 万吨增长 4.1%，亚洲尤其是中国是最主要推动因素。今年上半年，中国不锈钢粗钢产量为 1172.9 万吨，同比增长 7.9%，在全球所有主要不锈钢生产国家和地区中增速最快。中国和美洲不锈钢粗钢产量环比增幅均高达两位数，是推动全球不锈钢产量增长的主要推动因素，而二季度中国不锈钢粗钢产量达到 652.6 万吨，较一季度的 520.3 万吨增长 25.4%，环比增幅非常显著。

根据兰格钢铁统计数据显示，2016 年 1-11 月份，我国主要钢厂不锈钢粗钢产量为 1893 万吨，同比增长为 10.9%。11 月份的产量为 185.8 万吨，环比降低 8.3%。今年前三季度不锈钢价格在供给侧改革和居民部门加杠杆增热地产行业需求的双重影响下，在充足生产利润的推动下不锈钢企业提高产量，量价齐升带动上游镍价。另据最新国家统计局数据显示，2016 年 1-10 月，全国不锈钢日用制品累计完成产量同比增长 4.84%，增速较去年同期增长了 6.65 个百分点。2016 年上半年全国不锈钢日用制品产量总体呈递增的走势，三季度有所下降，前三季度均走出了季度末月行业产量为本季度最高值的走势，10 月份产量与增速环比均出现下滑。

图 20：主要钢厂不锈钢产量



资料来源：新世纪期货、兰格钢铁

联系这次中央经济工作会议明确了住房的定位是“房子是用来住的，不是用来炒的”，抑制房地产泡沫，严格限制信贷流向投资投机性购房。最新公布的 11 月份 70 个大中城市及 11 月份下半月一线和热点二线城市住宅销售价格变动情况中，11 月一线城市房价环比基本持平，二线城市房价环比涨幅进一步回落，上涨 0.4%。11 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅价格环比上涨的城市个数减少，分别比上月减少 7 个和 8 个；环比下降的城市个数增加，分别比上月增加 4 个和 7 个。在“因地制宜、因城施策”的调控政策作用下，15 个一线和热点二线城市房地产市场迅速降温，房价走势明显趋稳。与 11 月上半月比，11 月下半月一线和热点二线城市中，9 个城市新建商品住宅价格环比下降，降幅在 0.1 至 0.9 个百分点之间；2 个城市环比持平；其余 4 个城市新建商品住宅价格环比涨幅均回落至 1% 以内。预计明年地产前景十分黯淡，导致不锈钢的需求预期下滑，预计接近年末国内不锈钢价格将会小幅滑落。

二、技术分析

从技术图形分析，沪镍在 12 月 26 日大幅下跌后当前反弹无力，上方 60 日均线 and 10 日均线聚合于 88977 一线。同时，沪镍持仓和成交量也较稳定，未有放大，接近年末总体市场参与热情不高。操作上建议采取波段操作思路，当前点位即可轻仓参与做空，保守可在上方 88977 一带设置空单，底部支撑位看至 82640 一线。

图 21：沪镍主力日线图



资料来源：新世纪期货

三、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：镍市当前仍显短缺格局，但外部镍矿供应博弈加剧，国内产量上升，需关注供需平衡转向。

2、助推因素：通胀预期支撑，人民币贬值。

3、风险因素：金融市场进入降杠杆周期，银行委外纳入监管，年末各项资金回笼，资金面趋紧。

4、技术上：当前行情快跌慢涨，上方压力显著，下方空间有限，行情震荡概率较高。

操作策略：

基于以上分析，建议在明年年初采用箱体波动操作策略，目前即可开空参与行情，保守投资者在 88977 一带可参与做空，在下跌目标在 83400 附近；多单可建在 82640 一线，目标 88000。

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。

LLDPE 走势偏乐观

一、行情回顾

2016 年聚乙烯总体上呈现震荡上行的趋势，4 季度价格达到最高点，走势比我们预期地更为强势。2016 年 LLDPE 走势可以分为以下几个阶段：

1、1-3 月份大幅上涨期。在经历了 2015 年下半年的单边下跌后，投资者悲观情绪缓和，LLDPE 价格开始止跌反弹，L 指数上涨幅度达到 22.29%。经历 2014-2015 年大幅下跌后，2016 年初原油价格开始大幅反弹。我国 LLDPE 以油化工为主，原油价格上涨是 1-3 月份 LLDPE 价格上涨的重要因素。

2、4-5 月份大幅回调期。在需求淡季和新增产能投放加快预期的背景下，4-5 月份 LLDPE 价格大幅回调，回调幅度达到 17.71%。

3、6 月份大幅上涨期。9 月份杭州将召开 G20 会议，市场开始炒作聚乙烯装置停产检修事件。在这种预期背景下，LLDPE 价格大幅上涨，L 指数上涨幅度达到 22.61%。

4、7-9 月份震荡期。7-9 月份，现货市场参与者分歧比较大，市场观望气氛浓重。一方面，市场参与者认为后期聚乙烯供给逐步将减少，需求将逐步增加。因此，市场参与者预计聚乙烯价格后期上涨；另一方面，市场参与者目前供给比较充足，且目前处于需求淡季。因此，市场参与者预计聚乙烯价格当前上涨动力不足。LLDPE 期货市场受到现货市场的影响，也一直处于宽幅震荡行情。

5、10 月份以后大幅上涨期。经历 7-9 月份的震荡行情后，10 月份 LLDPE 价格继续上涨，L 指数上涨幅度达到 26.07%。因为 4 季度是农用薄膜的需求旺季，需求端推动 LLDPE 价格上涨；另一方面，4 季度原油价格继续上涨推动 LLDPE 价格上涨。

图 1：LLDPE 期货指数周 K 线图



资料来源：博弈大师

图 2：LLDPE 现货价格走势



资料来源：Wind

二、2017 年 LLDPE 供应宽松

1、国内外产能投放加快

2016 年我国聚乙烯新产能投放较少，部分聚乙烯装置推迟至 2017 年投产。截至 2016 年底，我国聚乙烯产能合计约 1630 万吨，2016 年新增产能 117 万吨，新增产能仅占 7.18%。2017 年我国聚乙烯新产能投放

将达到 295 万吨，相比于 2016 年增加 18.10%，达 2016 年新增产能的 2.52 倍。2017 年我国计划新增聚乙烯装置的生产工艺以煤制乙烯为主，仅中海壳牌二期以油制乙烯作为生产工艺。产品方面，2017 年我国聚乙烯新产能投放以高压聚乙烯和全密度聚乙烯为主，其中 PE 计划新增产能 128 万吨，占总新增产能的 43.39%；LDPE 计划新增产能 97 万吨，占总新增产能的 32.88%；LLDPE 计划新增产能为 30 万吨，占总新增产能的 10.17%。2017 年我国聚乙烯装置投产进度加快，将对我国聚乙烯的价格形成压力。

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	2017 年初	煤制烯烃
中天合创能源	LDPE	25	2017 年初	煤制烯烃
	LDPE	12	2017 年 6-7 月	煤制烯烃
青海大美煤业	PE	30	2017 年	煤制烯烃
中海壳牌二期	HDPE	40	2017 年	油制烯烃
	LLDPE	30	2017 年	油制烯烃
山西焦煤	PE	30	2017 年	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	43	2017 年第二季度	煤制烯烃
中科合作湛江项目	LDPE	30	2017 年	煤制烯烃
合计	295			

资料来源：隆众资讯、新世纪期货

2017 年国外聚乙烯装置计划投产较多，2017 年国外聚乙烯新产能投放将达到 599.5 万吨，相比于 2016 年增加 6.58%。产品方面，LLDPE 新增产能 320 万吨，占总新增产能的 53.38%；HDPE 新增产能 159.5 万吨，占总新增产能的 26.61%；LDPE 新增产能 120 万吨，占总新增产能的 20.02%。LLDPE 新增产能最多，以美国和印度地区的新增产能投放为主。在国外聚乙烯需求增速较慢的情况下，国外无法完全消化新增产能，我国进口量可能上升。但是，由于我国 LLDPE 的主要进口国是沙特阿拉伯、新加坡和泰国等国家，美国和印度的 LLDPE 新增产能对我国 LLDPE 市场的影响有限。

表 2：2017 年国外聚乙烯装置投产计划

公司	装置	产能（万吨）	计划投产时间	地点
伊朗 Mamasan	HDPE	30	2017 年	Tehran
伊朗 Andimeshk	LDPE	30	2017 年	Khuzestan
伊朗 Dehdasht	HDPE	30	2017 年	Darab
印度信诚	HDPE/LLDPE	45	2017 年 2 月	Jamnagar
印度信诚	LLDPE	55	2017 年 2 月	Jamnagar
印度信诚	LDPE	40	2017 年 2 月	Jamnagar
沙特住友	LDPE/EVA	15	2017 年 2 季度	拉比格
TNKH	HDPE	24.5 扩能至 27	2017 年	西伯利亚
美国菲利普斯	HDPE	50	2017 年	--
美国菲利普斯	LLDPE	50	2017 年	--
美国陶氏	LDPE	35	2017 年	--
美国陶氏	LLDPE	40	2017 年	--
美国埃克森美孚	LLDPE	130	2017 年	--
美国英力士	HDPE	47	2017 年	--
合计	599.5			

资料来源：隆众资讯、新世纪期货

2、聚乙烯进口量继续萎缩

2016 年 1-11 月份我国聚乙烯累计进口量 888.87 万吨，较去年同期减少 1.89%。其中，LLDPE 累计进口量 228.36 万吨，同比减少 3.84%，HDPE 累计进口量 476.85 万吨，同比增加 1.94%，LDPE 累计进口量 183.65 万吨，同比减少 8.56%。LLDPE 进口同比减少，跟国内 LLDPE 产能投放加快有关，且 2016 年 1-4 月份大部分时间进口利润倒挂也降低了贸易商进口热情。2016 年下半年我国进口 LLDPE 利润有所改善。但在人民币可能继续贬值的情况下，2017 年我国进口 LLDPE 利润可能恶化。因此，在 2017 年我国聚乙烯产能的投放加快以及人民币贬值预期的背景下，我们预计 2017 年我国聚乙烯进口数量将继续萎缩。

图 3: LLDPE 进口量 (单位: 万吨)

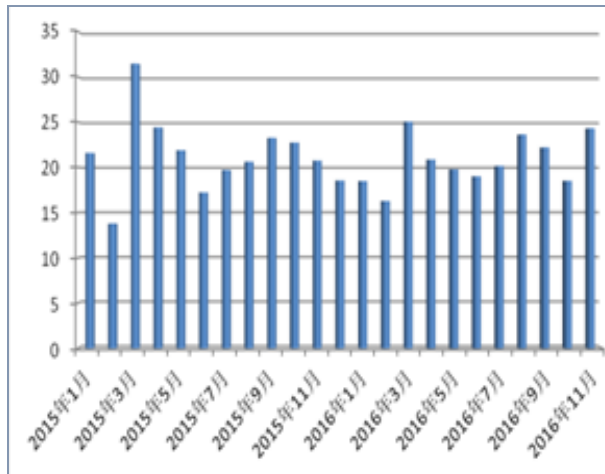


图 4: LLDPE 进口利润 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、新世纪期货

3、我国聚乙烯装置检修计划减少

装置检修方面, 2016 年因聚乙烯装置检修影响的产量较多。2016 年装置检修主要集中在 5 月、8 月和 9 月, 5 月份因装置检修影响的产量在 15.2 万吨左右, 8 月和 9 月这两个月份影响产量均在 17.6 万吨左右, 其它月份影响产量在 2-11 万吨。截至目前, 根据已有的 2017 年聚乙烯装置检修计划, 因装置检修影响的产量仅为 31.77 万吨。因此, 我们预计 2017 年我国聚乙烯装置检修的影响产量会大幅下降, 这将对我国聚乙烯价格形成一定的压力。

表 3: 2017 年聚乙烯装置检修计划

企业	装置	产能	检修时间	检修周期	影响产量
陕西榆林	LLDPE	30	2017 年 3 月底-4 月底	1 个月	2.47
齐鲁石化	LLDPE	12	2017 年 4 月底	45 天	1.48
	HDPE	14	2017 年 4 月底	45 天	1.73
	LDPE	14	2017 年 4 月底	45 天	1.73
	新 HDPE	25	2017 年 4 月底	45 天	3.08
福建联合	不详	-	2017 年 4 月	30 天	-
扬子石化	HDPE	27	2017 年 5 月	40	2.96
	LLDPE	23	2017 年 5 月	40	2.52
抚顺石化	全密度	8	2017 年 5 月	45	0.99
	LLDPE	45	2017 年 5 月	45	5.55

	HDPE	35	2017 年 5 月	45	4.32
扬子巴斯夫	LDPE	20	不详	不详	-
上海石化	不详	-	2017 年 10 月	不详	-
四川石化	全密度	30	2017 年 12 月	1 个月	2.47
	HDPE	30	2017 年 12 月	1 个月	2.47
合计	31.77				

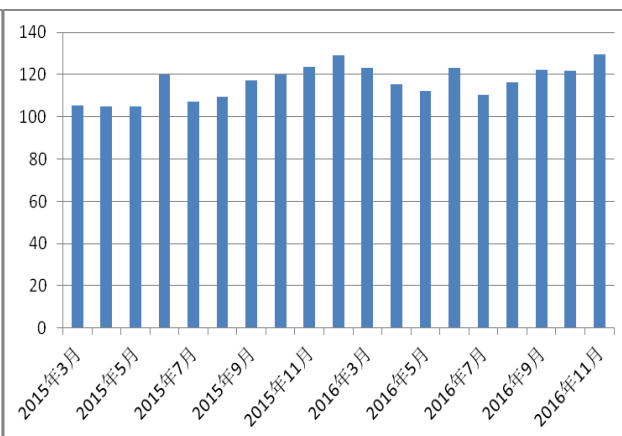
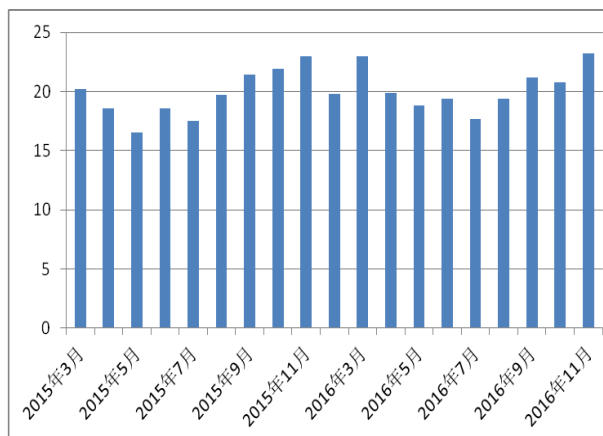
资料来源：隆众资讯、新世纪期货

三、LLDPE 需求逐步增加

受宏观经济企稳的影响，聚乙烯下游需求增速开始上升。2016 年 1-11 月份我国塑料薄膜累计产量 1282.4 万吨，同比增加 6.5%；农用薄膜累计产量 221.3 万吨，同比减少 0.2%。塑料薄膜作为快速消费品，刚需较为稳定，产量增速基本与 GDP 增速保持同步，未来有企稳上升的趋势。

图 5：塑料薄膜产量变化图（单位：万吨）

图 6：农用薄膜产量变化图（单位：万吨）



资料来源：Wind、新世纪期货

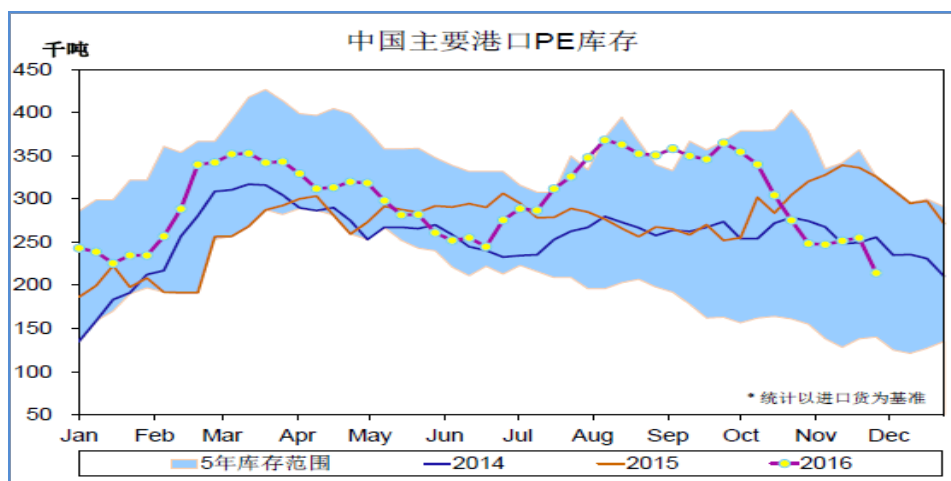
需求端另外需要关注的是回料替代需求。当聚乙烯新料价格较低时，会有替代部分回料的需求，向新料的需求转换可以调节市场的供求平衡。但回料作为一种废弃资源，其需求也是无法被完全替代的。回料的替代起到缓冲聚乙烯价格供需失衡作用，但并不能影响长期供需趋势。

2016 年初期国内塑料市场价格总体处于低位，因此回料进口量和国内生产量显著下降，新料会有替代部分回料的需求，从而导致聚乙烯的需求量增加。2017 年随着新料价格继续上涨，新料对于再生料的替代需求可能显著下降，回料进口量和国内生产量可能小幅增加，压缩聚乙烯的需求量。

2016 年 10 月以来，我国聚乙烯港口库存大幅减少。这是我国聚乙烯进口量减少和国内需求增加引起的。

预计 2017 年我国聚乙烯市场存在一定的补库需求，这将推动我国聚乙烯价格的上涨。

图 7：中国主要港口库存



资料来源：IHS

四、成本利润分析

1、原油对聚乙烯影响

原油与聚乙烯在长线趋势上保持同步性，具有较高的相关性，但也会出现阶段性的背离。从理论上讲，原油价格暴跌，传导到下游产品上，同时引发成本下降和恐慌性抛货，聚乙烯价格一般跟随暴跌。但当原油价格跌至历史低位时，向下空间已经不大，即使跌势未止，对其下游产品的引导作用开始弱化，下游化工品开始依据各自供需平衡关系形成价格波动，反弹或继续下跌。2016 年，国际原油价格结束长达 1 年半的下跌趋势，国际原油价格开始大幅反弹，从而导致国内化工品集体反弹。由于各化工品的供需紧张程度不同，各化工品的反弹力度有所不同。

2、原油走势预估

2016 年国际原油价格大幅反弹，布伦特原油价格从 2016 年的最低点 27.10 美元/桶反弹至最高点 57.89 美元/桶。2016 年原油价格的大幅反弹主要来源于供给端的影响。首先，2016 年 2 月中旬，OPEC 成员国与非 OPEC 产油国初步达成冻产协议，国际原油价格开始止跌反弹。2016 年 5-7 月降幅较大的美国原油产量使得全球原油供给下滑，国际原油价格得以继续反弹。另外，2016 年主要产油国的政治不稳定局势也推动着原油价格的上涨。2016 年 11 月末 OPEC 成员国达成减产协议，计划减产 120 万桶/日，12 月上旬非 OPEC 产油国也加入减产行列。OPEC 成员国和非 OPEC 产油国的减产协议推动 12 月份国际原油价格继续上涨。

2017 年 1 月 1 日减产协议将正式执行，减产协议的有效期为 6 个月，届时 OPEC 是否继续达成减产协

议将影响国际原油价格的走势。一方面，减产协议的执行情况将影响原油价格走势。如果减产协议的执行力度不高甚至被舍弃，OPEC 成员国和非 OPEC 产油国继续增加产量将对国际原油价格产生一定的压力。另一方面，在国际原油价格上涨的背景下，美国页岩油气行业逐渐发展，美国页岩油气的产量将逐渐增加，这将对国际原油价格产生一定的压力。

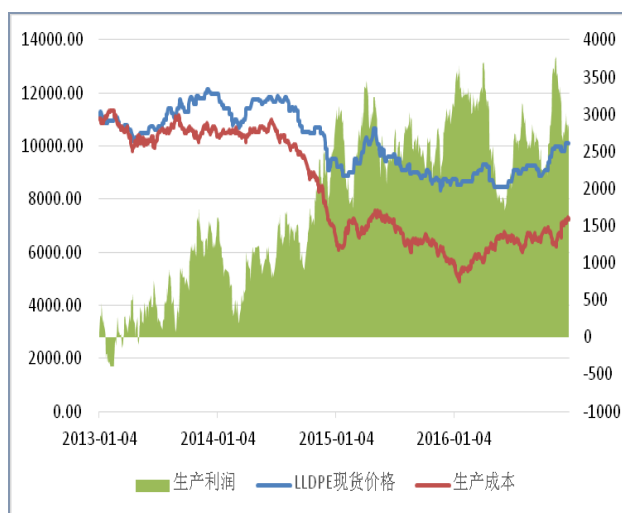
需求方面，国际政治形势的不稳定将导致国际经济疲软复苏，全球宏观经济形势不容乐观。原油需求与全球宏观经济形势密切相关，疲软的全球宏观经济形势将导致国际原油需求不足，阻碍国际原油价格继续上涨。

综合来看，受供给端和需求端的影响，我们判断 2017 年国际原油价格将保持震荡上行趋势，全年价格预计在 55-65 美元之间。

3、利润分析

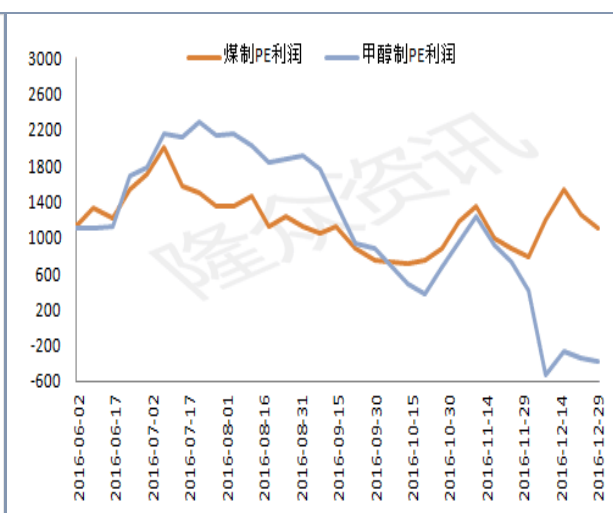
2015 年以来，油制 LLDPE 利润丰厚，利润保持在 2000 元以上。2015 年原油价格下跌，油制乙 LLDPE 成本下降，LLDPE 利润较高；2016 年 LLDPE 的高利润主要是来源于 LLDPE 现货价格的上涨。以 2016 年 12 月底 10100 的现货价格估算，石化生产利润在 2800 元以上。煤化工方面，2016 年煤制 PE 利润保持 1000 元以上，7 月份利润达到最高值 1800 元左右。在煤制 PE 保持较高利润的背景下，煤制乙烯装置投产意愿较强。但外购甲醇制烯烃处于亏损状态，部分 PE 装置降负荷的意愿较强，这也影响了甲醇制烯烃装置的投产力度。甲醇价格上涨受益于上游煤炭价格的上涨和下游烯烃需求的旺盛，后市甲醇价格与 PE 利润是动态平衡的过程，需要关注甲醇制烯烃装置开工负荷的变化。

图 8：油制 PE 成本与利润（单位：元/吨）



资料来源：Wind、新世纪期货

图 9：煤制 PE、甲醇制 PE 利润比较（单位：元/吨）



资料来源：隆众资讯

五、2017 年走势分析

1、2017 年基本面的分析逻辑

在宏观经济企稳以及油价反弹的背景下，聚乙烯长线趋势偏多。供应方面，2017 年聚乙烯装置产能投放加快，但新装置投产存在推迟的可能性。经过 2016 年大量的聚乙烯装置检修，预计 2017 年聚乙烯装置检修计划将大幅减少。另外，聚乙烯进口受人民币贬值的影响存在下滑的可能性。需求方面，预计 2017 年我国宏观经济逐渐企稳，塑料行业呈现复苏态势，塑料制品产量稳步增加。因此，我们预计 LLDPE 期货价格将在第一季度末形成低点，从第二季度开始，价格呈现震荡上行趋势。

2、操作策略

我们判断 2017 年聚乙烯价格重心将继续上移，将其作为资产配置中的多头头寸来配置，单边操作上以逢低买入为主。生产商和贸易商可在 2017 年第二季度或第三季度寻找买入套期保值的操作机会。

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。

天胶供需或前紧后松，涨势趋缓

摘要：

2016 年天胶呈现跨年大涨势头，涨幅接近翻倍，年末的时候一度站上 2 万点的高位。推动天胶大涨的因素是多方面的，除了宏观货币因素以外，更重要的是天胶需求大幅超预期，供应端的收缩也起到了一定推动作用。

2016 年 ANRPC 天然橡胶期末库存降至低位，体现了现货供应的紧张和下游消费的好转。2016 年天胶市场库存去化率比较高，低库存对价格形成支撑。2017 年 1-4 月份天胶停割期，库存将进一步下降，天然橡胶供应偏紧的状态有望延续至 2017 年上半年。

2017 年全年割胶量有望增长，下半年供给压力增加。天胶价格在经历了一年大涨后，国内及东南亚产区的胶农积极性将得到提升，割胶量回升概率比较大。另外，天气是否正常也影响割胶量。

2016 年中国橡胶市场需求大幅增长，主要受益于汽车购置税减半政策和治理重卡超载政策，两项政策刺激下，汽车和重卡销售数据十分亮眼，带动轮胎企业高开工率。2017 年重点关注需求端是否能够有新的亮点，终端需求存在一定变数，但总体上是乐观多于悲观，上半年好于下半年。另外，带动合成橡胶大涨的原料丁二烯仍处于供应偏紧的状态，合成胶价格超过天然橡胶价格，将对天然橡胶需求形成支撑和带动作用。

综合来看，2017 年天胶价格重心有望温和抬升。操作策略上，关注 2017 年 1 季度的做多机会，以及 1705-1709 正向套利机会。

一、行情回顾

2016 年是天胶市场转折性的一年，结束了自 2010 年开始的长达五年的下跌，开始反转走强。推动天胶大涨的因素是多方面的，除了宏观货币因素以外，更重要的是天胶需求大幅超预期，供应端的收缩也起到了一定推动作用。细分下全年度走势，有以下几个阶段：

1-4 月份触底反弹阶段：多重利好推动价格从不到 10000 上涨至 13000 以上，涨幅超过 30%。其一，春节前下游补库需求；其二，天胶主产区进入停割期，阶段性供应压力下降，同时东南亚旱情蔓延，市场预

期产量下降；其三，资金宽松背景下对后市消费预期的增强，以及通胀预期和人民币贬值预期等宏观因素。

5-9 月份回调震荡阶段：5 月初“权威人士”提出经济“L”底后给宏观预期整体降温，资金撤离商品市场导致天胶出现较大跌幅。进入夏季后，受拉尼娜天气影响，东南亚主产区多降雨，割胶量受到影响，天胶出现了震荡反弹走势。整体上这个阶段趋势性不明显，处于震荡整理阶段。

10-12 月份价格暴涨阶段：国庆节后商品市场出现集体暴涨，宏观经济数据好转、人民币快速贬值以及通胀预期升温，导致投机资金大量流入商品市场，推动价格上涨。其中，橡胶涨幅领先化工品市场，一度站上 2 万元/吨高位，主要是来自需求端利好影响。在汽车购置税优惠政策和治理超载政策影响下，汽车和重卡销售大幅增长，橡胶库存在需求带动下下降至低位。12 月下旬，泰国开始抛售 30 万吨储备库存缓解了货源供应紧张，且年末资金紧张也导致投机氛围下降，天胶在月底出现回落，总体上仍处于高位。

图 1：天胶指数 K 线图



资料来源：博易大师

图 2：天胶现货价格走势



资料来源：Wind

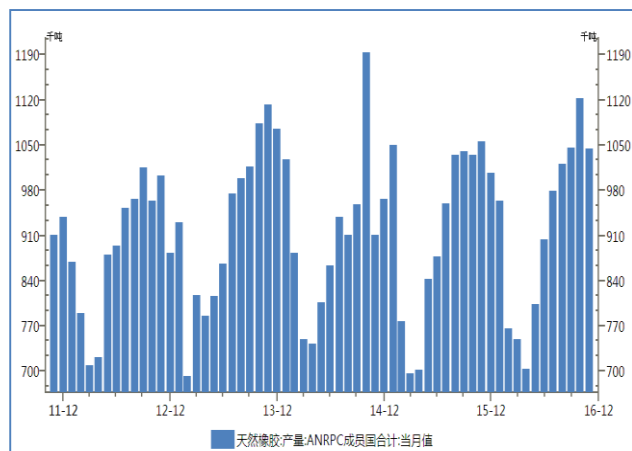
二、2017 年天胶供应或将前紧后松

1、2016 年天胶供应收缩，库存降至低位

天然橡胶出产国联盟（ANRPC）公布的最新产量数据显示，2016 年 1 月至 11 月 ANRPC 成员国合计产量同比仅略微增加 0.4%。其中，中国天然橡胶产量同比下降 5.2%，泰国产量同比增加 1.3%，印尼产量同比微增 0.6%，越南同比增长 4.3%，马来同比下降 7.9%。

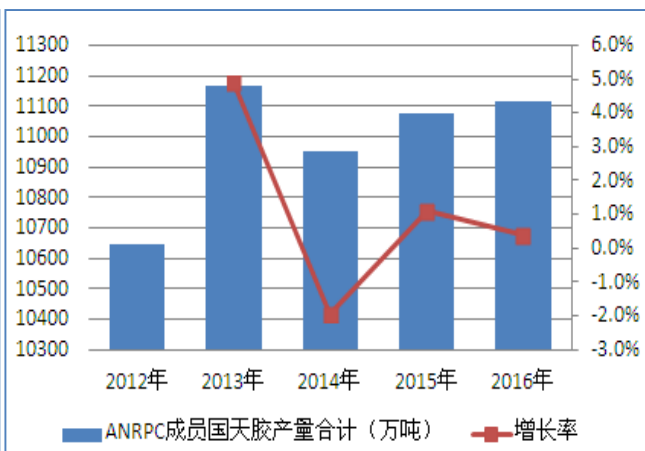
自 2013 年开始，协会成员国天胶产量增速便转入回落趋势中，从 2013 年的 5% 跌落至 2014 年的 -1.9%，2015 年增速仅为 0.8%，预计 2016 年度的增速在 0.4% 左右。近两年天胶价格不断下跌，抑制了胶农割胶的积极性，印尼、马来地区弃割率较高。另外，2016 年厄尔尼诺和拉尼娜天气也导致东南亚地区橡胶出现较为严重的减产。

图 3：ANRPC 天然橡胶月产量（单位：万吨）



资料来源：Wind 新世纪期货

图 4：ANRPC 天然橡胶年产量（单位：万吨）

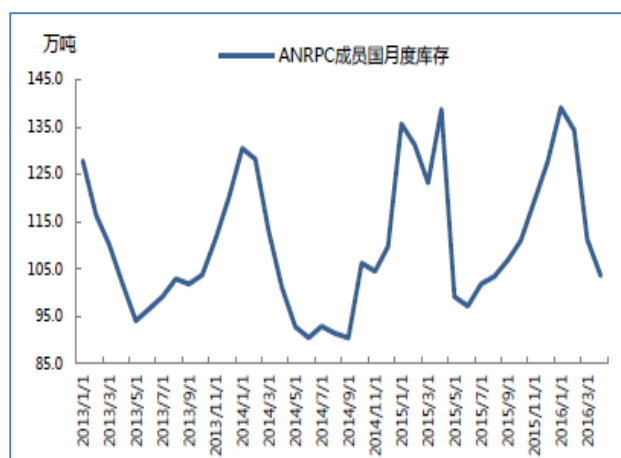


资料来源：Wind 新世纪期货

2016 年 ANRPC 天然橡胶期末库存降至低位，这反应了现货供应的紧张和下游消费的好转。其中，比较有代表性的青岛保税区库存持续下滑，在 10 月份下降至仅 7 万吨的量，随后小幅反弹，但仍处于历史低位。与现货市场低库存不同的是，上海期货交易所库存仍保持在高位，在 9 月份合约交割后，2015 年老胶被清出，库存仍回升至 23 万吨的规模。从绝对量上看，当下的仓单量处于近几年高位，目前国营厂家大部分产品都需要通过交割品仓单保证流动性，导致上期所仓单高企成为常态。

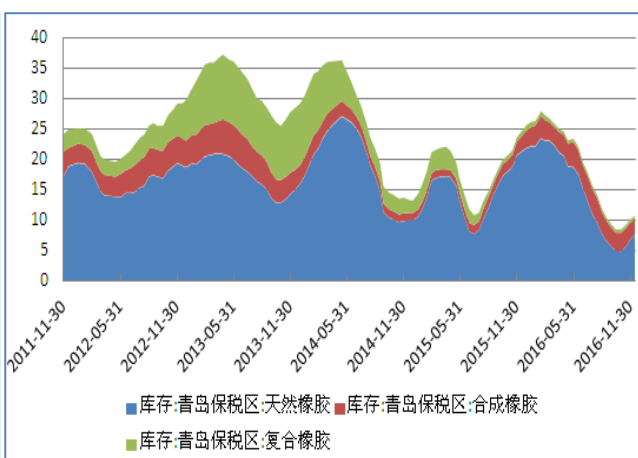
总体上看，2016 年天胶市场库存去化率比较高，低库存对价格形成支撑。

图 5: ANRPC 天然橡库存 (单位: 万吨)



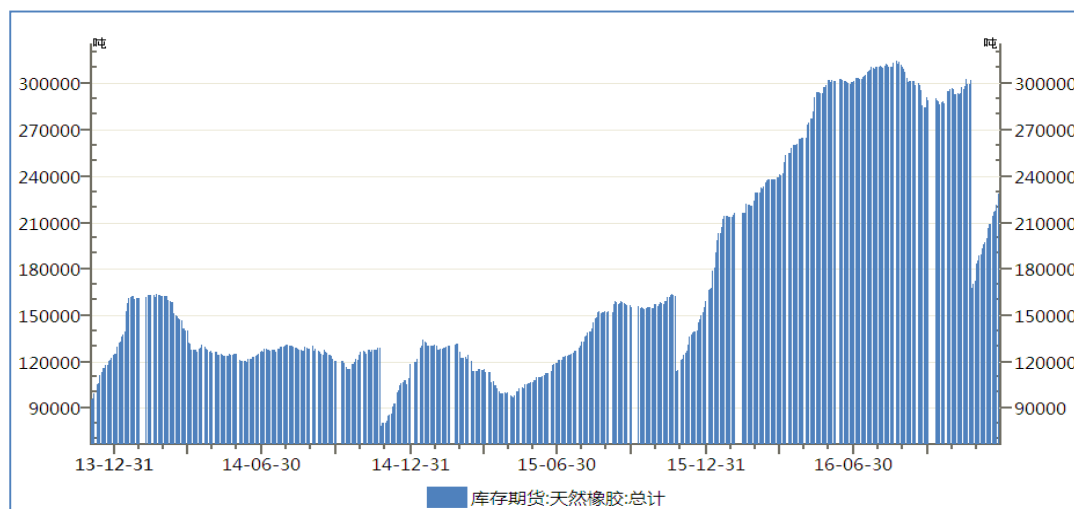
资料来源: wind 新世纪期货

图 6: 青岛保税区橡胶库存 (单位: 万吨)



资料来源: wind 新世纪期货

图 7: 上海期货交易所橡胶库存 (单位: 万吨)



资料来源: wind 新世纪期货

2、2017 年 1-4 月份天胶停割期，库存将进一步下降

从天然橡胶产量的季节性特征来看，中国天然橡胶主产区在从 12 月开始进入停割期直至次年 2 月结束。而泰国、马来和印尼在次年 2 月将进入停割期，4 月停割期结束。所以，全球天然橡胶产量在 2 月至 4 月间进入季节性低点。从季节性特点来看，天然橡胶供应偏紧的状态有望延续至 2017 年上半年。

图 8：天然橡胶主产国割胶月份

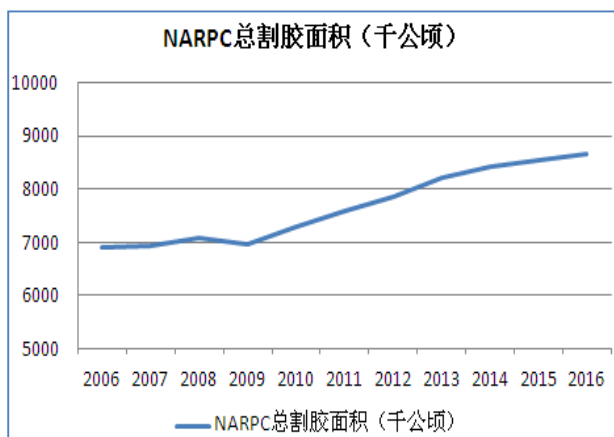
主产国	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国		停割期			过渡期		旺产期			最大旺产期		
印尼	过渡期				旺产期				(落叶) 停割期		过渡期	
马来西亚		停割期				过渡期				旺产期		
越南	停割期				过渡期	旺产期					过渡期	停割期
中国	停割期				过渡期	旺产期					过渡期	停割期

资料来源：wind

3、2017 年全年割胶量有望增长，下半年供给压力增加

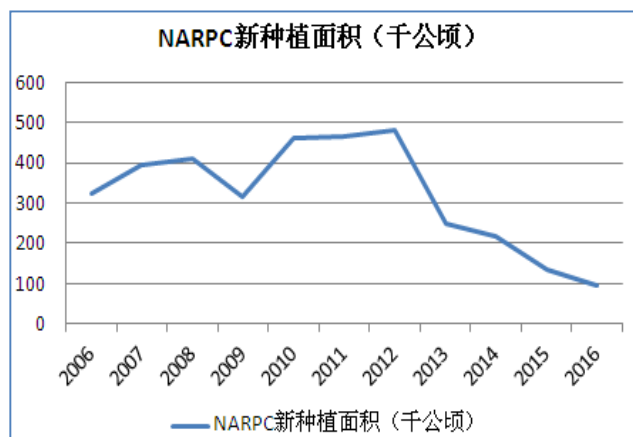
2009-2010 年，是全球橡胶的一个种植高峰期。从周期来看，橡胶树需要生长 6 到 7 年才能产胶，因此 2016-2017 年橡胶树可割胶的面积也在高峰。但是，2016 年 ANRPC 地区天胶产量增加不足 1%，一方面受极端天气影响，可割胶天数较为有限，割胶量受到抑制；另一方面，因天胶价格过低，东南亚产区弃割较为严重。在天气正常的情况下，2017 年天胶产量大概率会明显回升。国内天胶的生产成本最高在 15000 元/吨，东南亚产区种植成本更低，如果明年价格高于成本线，胶农割胶积极性会提高。

图 9：ANRPC 总割胶面积



资料来源：wind、新世纪期货

图 10：ANRPC 新种植面积



资料来源：wind、新世纪期货

三、终端需求存在变数

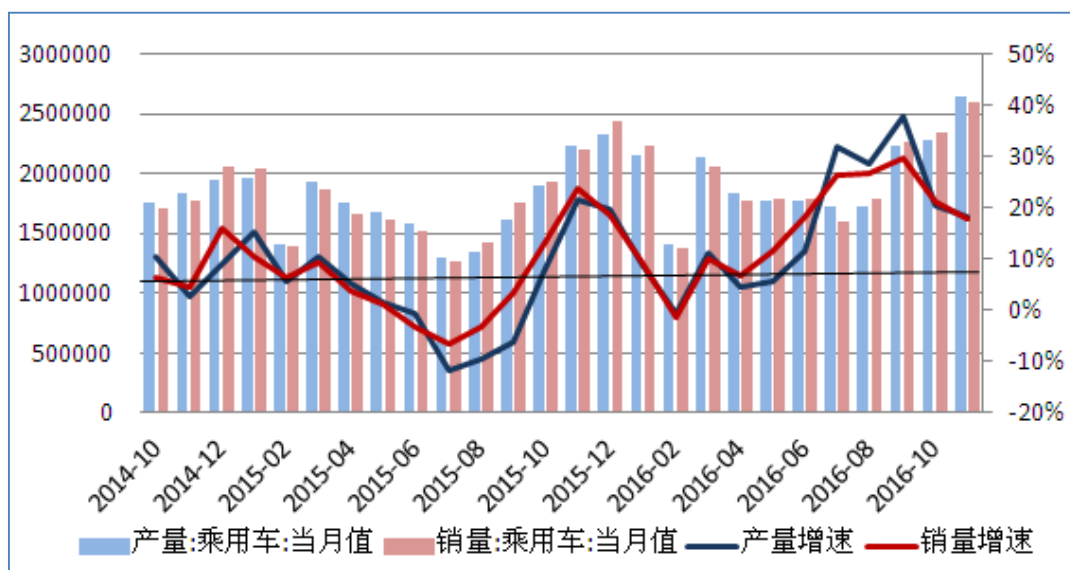
2016 年中国橡胶市场需求大幅增长，主要受益于汽车购置税减半政策和治理重卡超载政策，两项政策刺激下，汽车和重卡销售数据十分亮眼，带动轮胎企业高开工率。2017 年重点关注需求端是否能够有新的亮点。

1、乘用车购置税优惠力度下降

从 2015 年 10 月份到 2016 年末，政府对 1.6L 以下排量汽车执行购置税减半政策，小排量汽车的购置税由之前的 10% 下调至 5%。购置税减免政策对于国内汽车产、销量拉动十分明显。据中国汽车工业协会统计分析，2016 年 1-11 月，汽车产销 2502.70 万辆和 2494.80 万辆，同比增长 14.26% 和 14.11%。其中：乘用车产销 2174.33 万辆和 2167.81 万辆，同比增长 15.56% 和 15.57%。

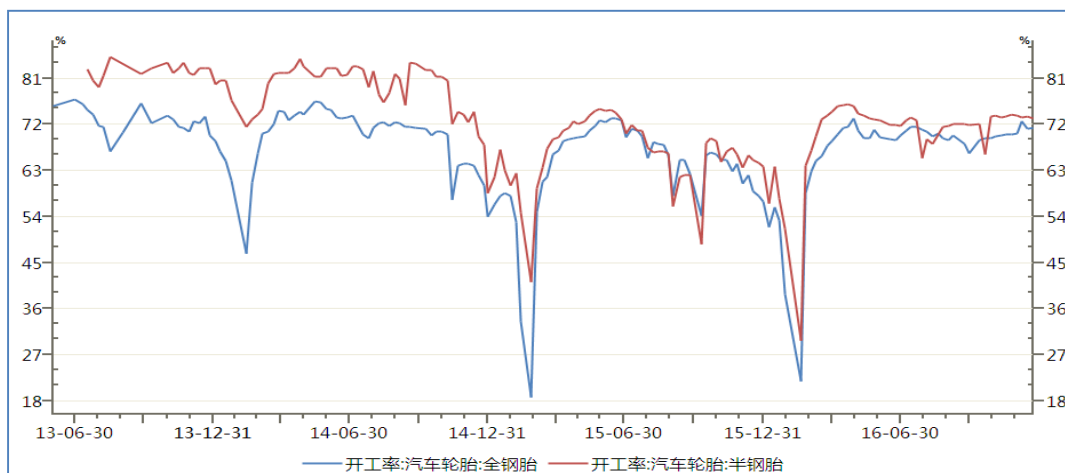
2017 年小排量汽车购置税优惠力度下调。2016 年 12 月 13 日财政部公布的新版汽车购置税减免政策规定，2017 年 1.6L 以下排量汽车的购置税按 7.5% 征收，2018 年购置税恢复至 10% 的法定税率。2016 年小排量购置税减半政策的实施使得对未来两年小排量汽车需求透支程度较高，2017 年购置税优惠力度有所下调，大概率会导致销量增速放缓。我们预计，2017 年乘用车销售增速将明显放缓。

图 11：乘用车月度车产销量（单位：辆）



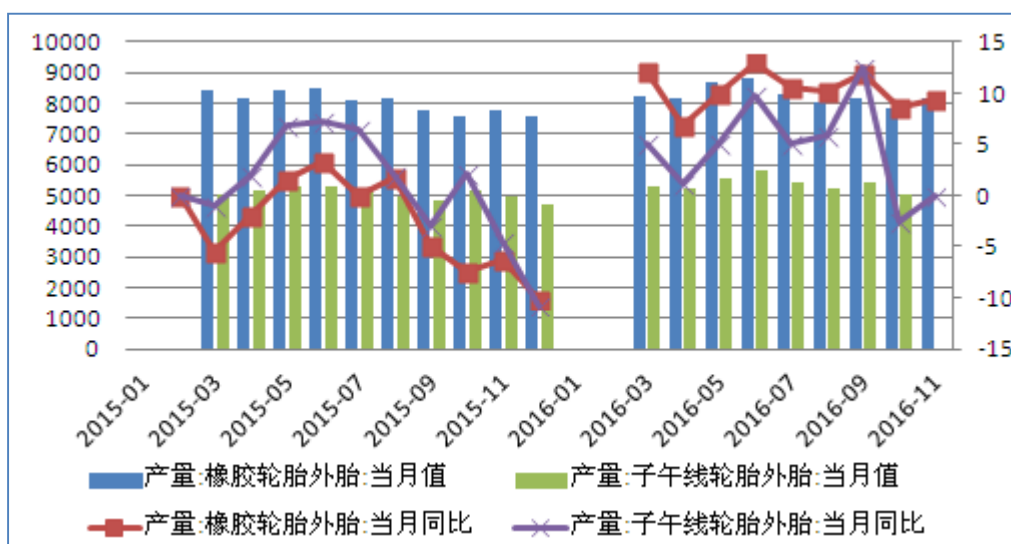
资料来源：wind、新世纪期货

图 12：汽车轮胎开工率（单位：%）



资料来源：wind、新世纪期货

图 13：轮胎月度产量（单位：万条）



资料来源：wind、新世纪期货

2、重卡销量依然向好

2016 年国内商用车的销量表现也非常抢眼，产量同比增长从年初开始逐步走高，1-11 月商用车产销 328.36 万辆和 326.99 万辆，同比增长 6.31% 和 5.30%。其中，重卡销量数据最抢眼。根据第一商用车网的数，2016 年 11 月重卡销售 8.8 万辆，同比增长 88%，环比增长 26%，创下历史新高。中国货车产销量今年大幅增长的主要原因有两点：一是公路治超政策的出台，二是重型货车旧车更替周期的到来。2016 年 7 月底开始，各种规章制度出台，对货车超载超限进行了严厉打击，单台重卡运力普遍下降 10-20% 左右。单车运力下降迫使重卡用户通过更新车型和增加车辆来满足运力缺口。

2016-2017 年也是货车和重型货车更替的高峰期，2017 年重卡和货车销量仍会较 2016 年明显增长。预计重卡和汽车产销两旺仍将至少维持到 2017 年上半年。

图 14：货车月度产销量（单位：辆）

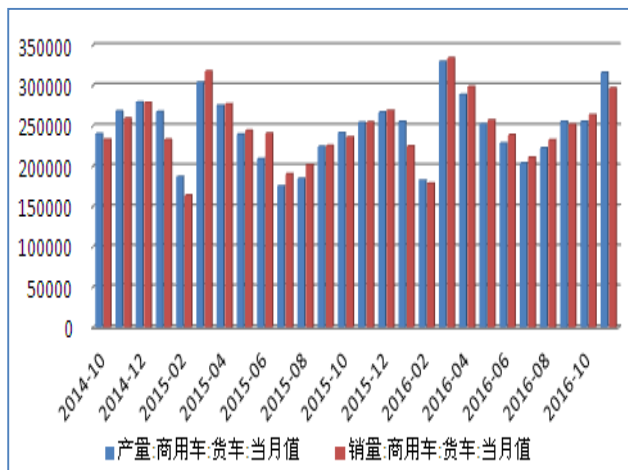
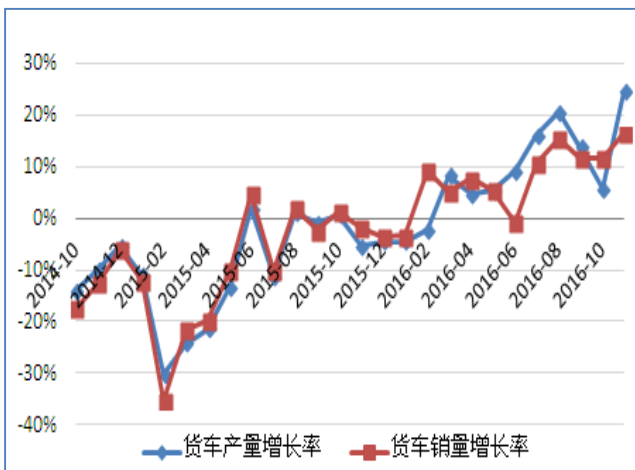


图 15：货车月度产销量增长率（单位：%）



资料来源：wind、新世纪期货

3、国外市场天胶需求是否会回暖

2016 年天胶市场的需求增长主要来源于国内，汽车购置税减半和治理重卡超载两项政策叠加刺激作用较为显著，但 2017 年的刺激效用可能会下降。2017 年潜在的需关增量可能来源于国外市场，尤其是美国市场的需求变化。美国的汽车销量在 2016 年表现较为低迷，出现负增长，2017 年美国进入基建周期，不排除通过各项刺激政策来促进汽车消费的可能。

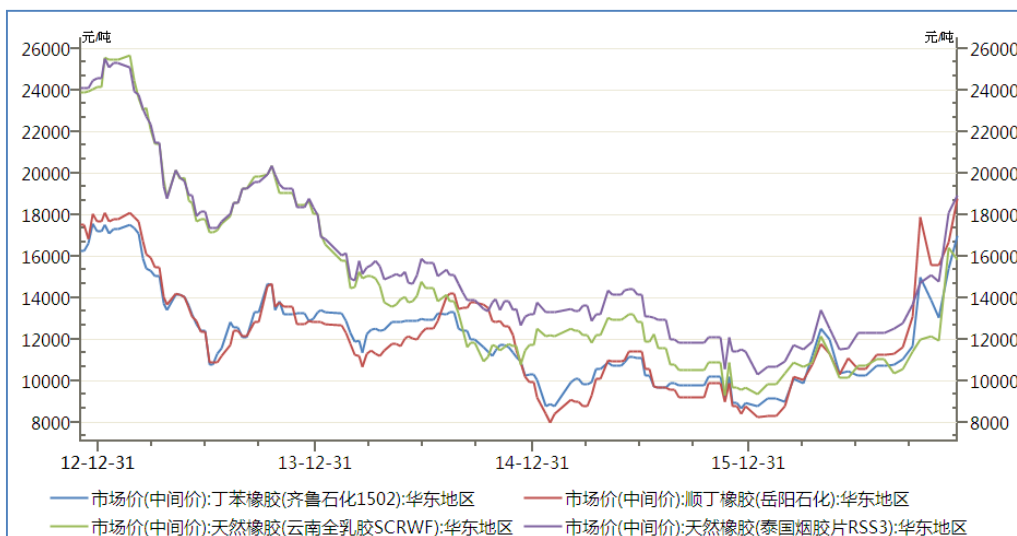
综合来看，2017 年天胶终端需求存在一定变数，但总体上是乐观多于悲观，上半年好于下半年。可及时跟踪关注相关政策变化和终端销售数据变化。

四、替代品合成胶走强

2016 年合成橡胶涨幅要大于天然橡胶，用 2016 年 12 月 25 日价格与去年同期价格相比，顺丁橡胶涨幅最大，较去年同期涨 123%，丁苯橡胶涨 97%，全乳胶和泰国烟片胶分别涨 65%。天胶与合成胶的价差波动在下面的价差图中也很直观的反应出来，合成胶的大涨一定程度上拉动了天然橡胶的上涨。

合成胶上涨则主要是被上游原料丁二烯带动。丁二烯是裂解乙烯的副产物，贸易流通量不大，可炒作空间非常大。2017 年上半年仍有大型合成橡胶及原料丁二烯生产企业年度集中检修，不难预计合成胶仍将处于供应偏紧、价格坚挺的状态，这将对天然橡胶形成支撑和带动作用。

图 16：天然橡胶与合成橡胶走势（单位：元/吨）



资料来源：wind、新世纪期货

图 17：天然橡胶与合成橡胶价差（单位：元/吨）



资料来源：wind、新世纪期货

五、不确定性因素

1、宏观及政策因素

宏观经济周期和产业政策仍是决定大宗商品价格走向的关键因素，2016 年的供给侧改革、宏观通胀预期以及人民币持续贬值因素，推动了商品市场的集体触底反弹，商品价格已经结束了自 2010 年以来跌跌不休的状态。从资产定价逻辑上看，2012-2015 年是通缩预期主导，大宗商品表现为跌跌不休。2016 年则是通胀预期升温，PPI 和 CPI 显著抬升，大宗商品价格轮番上涨，终端需求改善，2017 年有望延续这一良好势

头。人民币贬值和美联储进入加息周期，也利好天胶价格。人民币对美元贬值，一方面抬高了国内天然橡胶进口成本，支撑国内天然橡胶价格上行；另一方面又使得我国轮胎出口需求增加。但同时值得关注的是，抑制资产泡沫和防范金融风险也将是 2017 年的首要目标，大宗商品涨势可能会趋缓。

2、天气因素

天然橡胶作为农产品具有明显的季节性特征，受气候影响也比较大。2016 年国内、外产区开割之后先后出现干旱及洪涝天气，上半年厄尔尼诺带来的干旱导致天胶割胶推迟，下半年拉尼娜带来的洪涝灾害限制了割胶天数和产量，使得在开割面积略增的情况下，实际产出累计同比并没有大的变化。天气是否正常对天胶供应来说是比较重要的。

3、抛储因素

天胶价格还会受到主产国收储和抛储的影响。中国目前的库存量是在 54 万吨，收储时间从 2009 年到 2016 年，时间比较长。其中，2009 年收储价格均价在 14500 元/吨左右，收储量为 11 万吨。2017 年可能会出现轮储的情况。泰国之前的橡胶收储的量比较大，在 2016 年 12 月中旬的时候抛储了 30 万吨的烟片和标胶，缓解了天胶供应紧张的状况，价格猛涨的势头受到抑制。国内和国外的抛储对天胶价格形成短期影响。

六、综合分析

2017 年天胶市场的供需可能会出现前紧后松的情况，上半年行情比较乐观。一方面，2016 年末天胶期末库存降至低位，2017 年 1-4 月份又是天胶割胶的淡季，处于青黄不接的季节，供应增量有限；另一方面，上半年需求有望延续 2016 年高增长的局面，尤其是重卡产销两旺的局面将延续。

2017 年下半年天胶市场供需可能转向宽松。2016 年受到不利天气因素以及胶农弃割的影响，割胶量几乎无增加。天胶价格在经历了一年大涨后，国内及东南亚产区的胶农积极性将得到提升，割胶量回升概率比较大。2017 年天胶终端需求存在一定变数，但总体上是乐观多于悲观，上半年好于下半年。需及时跟踪关注相关政策变化和终端销售数据变化。

操作策略上，关注 2017 年 1 季度的做多机会，比较理想的入场时机在 2 月份；另外，可适当关注 RU1705-1709 正向套利机会。

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。

2017 年度油脂油料投资策略报告

一、核心要点

1、人民币对美元将仍存在中期贬值压力，这将对 16 年年底的国内商品期货市场形成了一定支撑，通胀利好更对明年油脂涨幅更有所期待。

2、全球油脂去库存趋势延续，库销比首次下破 10%，具备上涨的基础。

3、全球大豆主产国相继增产，2016/17 年度美豆创纪录产量后，南美天气相对良好，丰产预期增强，供给相对宽松。

4、在全球植物油市场中，2016/17 年度全球豆油、菜籽油库存继续下滑，相对而言棕榈油库存出现修复。东南亚棕榈油进入减产周期，马来西亚、印尼库存处于历史偏低水平且复产较慢，预计棕榈油库存的修复要在 2017 年下半年才能体现，2017 年上半年全球植物油市场供给依然偏紧的格局仍将持续。

5、国内油脂库存偏低修复仍需时间。其中豆油在去库存中，棕榈油库存较低，预计 2017 年上半年的库存恢复缓慢，而菜籽油作为中国供给侧改革的重要品种，在未来一年内仍将进一步去库存。

6、印度油脂需求增长势头强劲，由于“废钞运动”等政治因素，过去两个月印度油脂进口量下降，未来印度油脂进口有望复苏，其进口节奏可能会直接牵动市场走势。

7、美国，欧盟，马来西亚及印尼等国家的生物柴油需求或将为 2016/17 年度全球油脂消费增加亮点。

8、OPEC 与非 OPEC 国家均达成了某种程度上的减产协议，原油市场初现曙光，关键仍看协议的执行力度。原油的上涨会使得欧美、东南亚等国家的生物柴油政策执行地更为坚决。

9、预计 2016/17 年度豆粕消费和下一年度大豆进口及压榨增速基本保持一致。生猪存栏和能繁母猪存栏回升节奏持续不及市场预期，但总体微增。人民币贬值和通胀预期是潜在利多，南美天气正常情况下预计 2016/17 年度连粕跟随美豆演绎偏强走势。

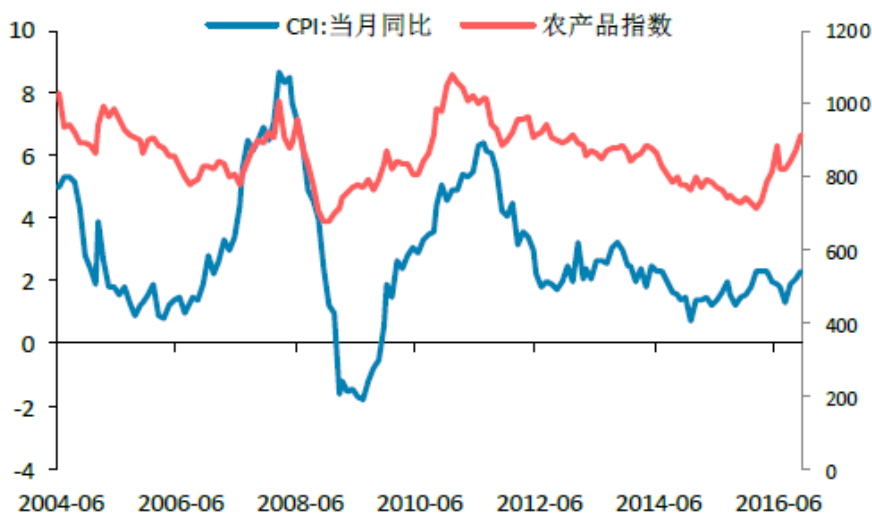
二、汇率和通胀对油脂形成一定支撑

美联储 12 月宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，点阵图预示明年的加息次数 3 次，比市场预期的偏鹰。美国经济增速的加快，特朗普上台执行的扩张性财政政策，可能推升美元中长期继续上涨。

在人民币汇率保持对一篮子货币相对稳定状态下，人民币对美元将仍存在中期贬值压力。国内油脂油料大部分依靠进口，人民币贬值将提高进口成本，贬值一定程度上对 16 年年底的国内商品期货市场形成了一定支撑，预计 17 年人民币若继续贬值仍将对油脂的利好。

原油和铜等大宗商品的价格走高将通胀预期不断推高。2017 年，伴随着特朗普积极财政对通胀压力的提升，减税和加大基础建设投资的实施将会拉动大宗商品需求。而国内前期房地产价格过高对房租的传导逐步显现，劳动力成本上升，以及结构性改革推动服务业价格上涨等，预计 2017 年通胀仍会继续提高，CPI 有望向 2.5 进军。农产品与 CPI 高度联动，是对冲通膨的优选工具。而在基本面转好时期，通胀利好更对明年油脂涨幅更有所期待。

图 1: CPI 与农产品指数



数据来源: Wind

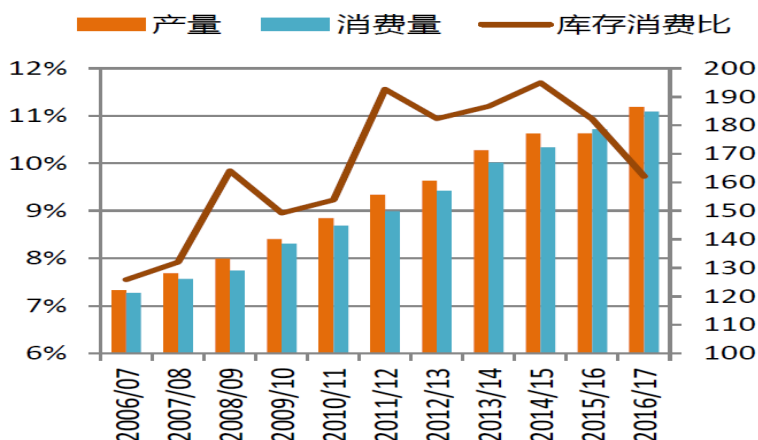
三、油脂供给分析

1、全球植物油去库存仍在进行中

USDA12 月供需报告显示，全球植物油市场在经历 2015/16 年度大幅减产后，产量在 2016/17 年度得到修复。2016/17 年度全球植物油产量为 1.86 亿吨，同比增长 5.22%。除菜籽油和橄榄油减产之外，其他油脂品种都较上一年度产量增加，其中棕榈油增产 9.6%，豆油增产 4.2%，葵花籽油增产 9.3%。需求方面，随着人口的增加，植物油消费量也在不断增加，USDA 预计 2016/17 年度全球植物油消费量为 2.63 亿吨，同比增长 9.2%。可见全球植物油消费增速远超过产量增速，预期 2016/17 年度全球油脂期末库存下降 156 万吨至 1797 万吨，为近五年以来最低水平，2016/17 年度库存消费比将在 2015/16 年度的基础上继续小幅下滑 1%左右，这也是全球油脂库存消费比近十几年以来首次下破 10%，降至 9.72%。从供需数据上看，明年全球

植物油仍会维持紧平衡的状态，整体价格表现有望继续趋强。

图 2：近十年全球植物油产消走势（百万吨）

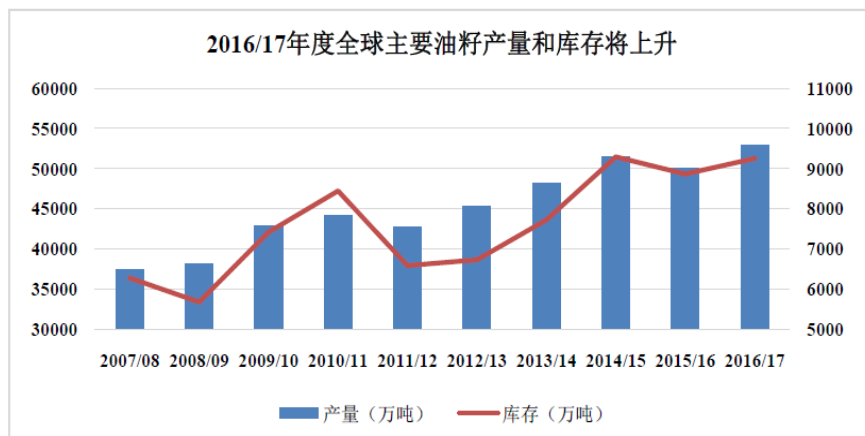


数据来源：USDA

2、2016/17 年度全球油籽产量增加

根据 USDA 最新预估，2016/17 年度全球油籽产量为 5.28 亿吨，环比增加 5.51%。2015/16 年度全球油籽产量结束了此前的三连增趋势减产 2.71%，前三年增速均超过 6%，全球油籽库存在 2011/12 年度之后逐年攀升至 2014/15 年度的 9290 万吨，2015/16 年度转跌，2016/17 年度小幅增加 4.36%至 9250 万吨。从全球主要油籽作物大豆、油菜籽、花生、葵花籽、棉籽、葵花籽的产量来看，过去几年油籽产量的大幅增加主要来自大豆，其他油籽产量相对变化较小。USDA 数据显示，全球大豆产量在 2012/13 年度至 2016/17 年度五年增加 6756 万吨，达到 3.36 亿吨，增幅达到 25.16%，而同期第二大油籽——油菜籽产量仅增加 375 万吨至 6781 万吨的水平。2016/17 年大豆产量继续增加，美国和巴西产量均维持在 1 亿吨以上，因中国、欧盟产量下降，导致全球菜籽产量下调。

图 3：2016/17 年度全球主要油籽产量和库存将上升

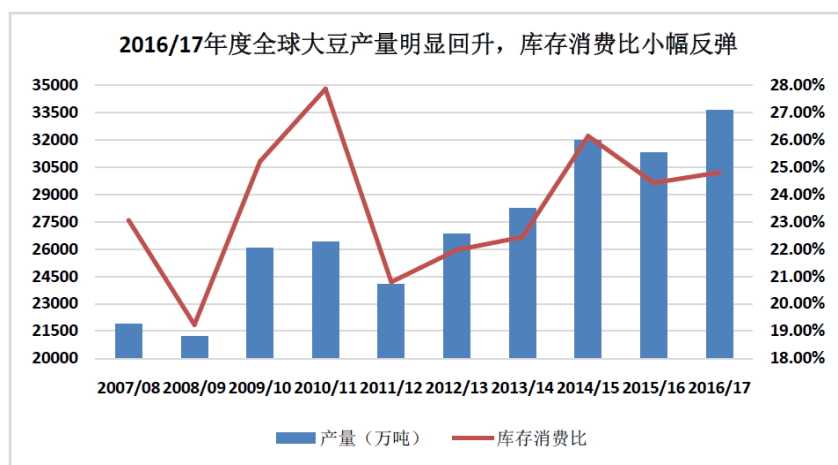


数据来源：USDA

3、全球大豆供给宽松格局延续

据 USDA12 月度供需报告，2016/17 年度全球大豆产量预估 3.38 亿吨，较上年度 3.13 亿吨增加 2469 万吨；产量增幅 7.88%。主产国美国、巴西、阿根廷、印度、中国的产量均出现不同程度的增加，尤其是美国、巴西、印度产量增幅明显。与供给增幅相比，全球大豆的消费量 2016/17 年度的 3.3 亿吨，比上年度 3.15 亿吨增加 1435 万吨。全球大豆消费的增幅从 2014/15 年的 9%下降至 2016/17 年度的 4.54%，消费增速逐年递减，2016/17 年度全球大豆产量大于消费量，库存消费比出现小幅反弹，总体上全球大豆的供给宽松格局延续。

图 4：2016/17 年度全球大豆产量明显回升，库存消费比小幅反弹



数据来源：USDA

美国大豆。2016 年美豆播种生长期风调雨顺，USDA 不断上调美豆单产及产量，USDA 最新报告显示，美国大豆 2016/17 年产量为 1.19 亿吨，较上年增加 11%，单产创下历史记录 52.5 蒲式耳/英亩，出口达 5579 万吨，增加 5.89%，压榨为 5253 万吨，增加 2.32%。产量增加带动需求增长，但需求增长幅度低于产量增幅，使得期末结转库存达到 1307 万吨，为 2007/08 年来首次超过 1000 万吨，库存消费比达到 11.7%，近 10 年最高水平。

南美大豆丰产预期不断增强。目前拉尼娜天气表现较弱，巴西良好的播种进度和生长天气预示着巴西的产量或将创下纪录。目前各家机构都对巴西产量超亿吨有了共识，USDA12 月预估 2016/17 年度产量达到 1.02 亿吨，CONAB 预计巴西 2016/17 年度大豆产量达到 1.0245 亿吨。阿根廷目前部分产区出现一定的旱情，不过天气预报显示可能未来出现降雨有所缓和。Informa 机构预测 2016/17 年度阿根廷大豆产量预计为 5600 万吨，USDA12 月份供需报告预测阿根廷大豆产量为 5700 万吨，略高于 2015/16 年度的 5680 万吨。从南美大豆的库存上来看，巴西大豆库存已经下降至近三年来最低水平，库存消费比降至 15.27%，为历史第二低

水平。从目前来看，巴西大豆在全球大豆主产国中率先完成去库存，后期市场可能处于库存重建阶段。相对而言阿根廷由于该国出口关税以及通胀的因素，该国库存处于历史最高水平。由此可见，南美大豆供给量相对宽松。

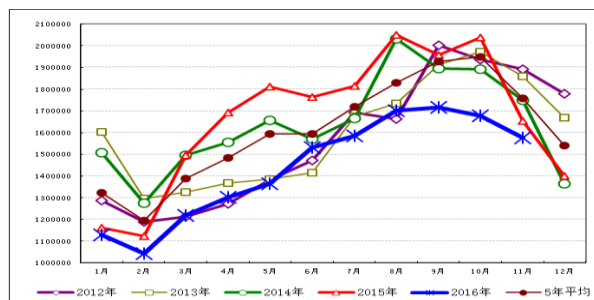
4、明年马棕产量恢复在下半年，印尼棕油增产幅度较大

2016 年油脂市场一个主旋律就是棕榈油的减产,从预期的减产兑现到预期增产再到复产不及预期到目前的再度步入小的减产周期。市场普遍认为，随着厄尔尼诺天气影响的逐步减弱，马来西亚以及印尼棕油产量将会逐步恢复。USDA 最新预计 2016/17 年度（10 月到次年 9 月）全球棕油产量将同比增长 566 万吨至 6450 万吨。其中印尼产量增幅明显，USDA 预计 2017 年印尼棕油产量可能达到 3500 万吨，比 2016 年的产量增长 16%。因为种植园种植更多的油棕榈树，但去年厄尔尼诺现象可能影响到单产潜力。路透社调查显示，大多数人认为印尼棕榈油产量将增长 10%，大部分增幅将集中在下半年，预计 2017 年棕榈油产量将会达到 3300-3500 万吨。USDA 预估马来西亚 2016/17 年度产量 2000 万吨比上年 1770 万吨增加 230 万吨。

尽管市场普遍认为马棕油 2016/17 年度产量有所增加，但是目前马棕油产量处于减产周期中，11 月正式进入传统的减产周期，就算把马棕油 12 月、1 月、2 月的产量调到近几年的极大值，出口、需求调到极小值得出来的期末库存数据还是在 170 万吨左右。一旦供需上出现利多反应，则将继续维持减库存状态，出口主要体现在印度上，11 月至今印度政府废除高面值纸币流通导致现金短缺，棕油需求受到遏制，印度买家正推迟船期，但印度库存已降至较低位置，目前库存仅够一个月消费，后期定当加速进口补足库存，所以正常状况下马棕油出口也不会比现在更差。况且减产时间至少要到 2017 年 3 月份以后产量才可以慢慢恢复，即便是 2017 年 3 月产量增加，马棕油库存恢复到历史平均水平也要 2017 年下半年才能有望达成。

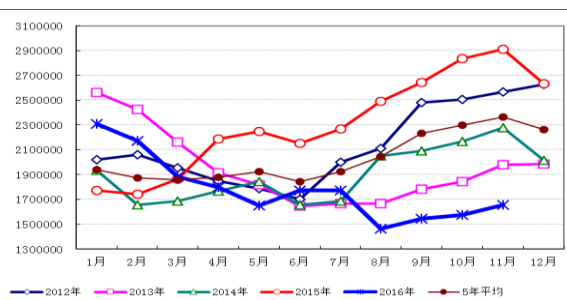
印尼的产量已经从 10 月份开始增产，但由于目前印尼的棕油库存处于 2011 年 9 月以来最低水平，因此产量的增加到库存的修复仍需时间。总的来看，尽管棕油产量在 2016/17 年度增产毋庸置疑，但是节奏上或将在 2017 年下半年体现出来，2017 年上半年偏低的库存仍将支撑棕榈油价格。

图 5：马来西亚棕榈油月度产量图



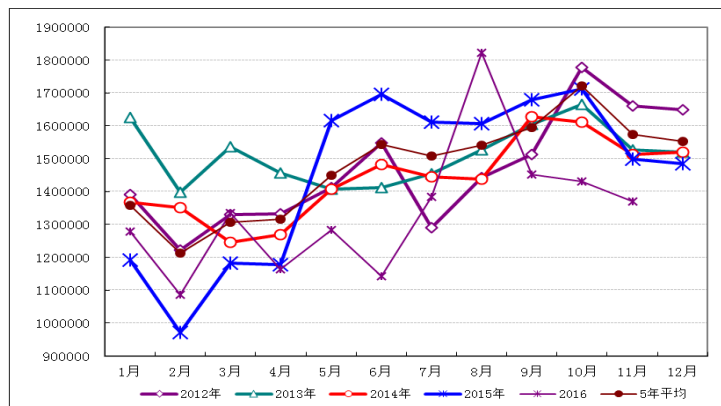
数据来源：MPOB

图 6：马来西亚棕榈油月度库存图



数据来源：MPOB

图 7：马来西亚棕榈油月度出口图



数据来源：MPOB

5、国内油脂供给

国内油脂库存偏低修复仍需时间。豆油在去库存中。豆油终端需求在进入四季度后保持旺盛，国内豆油库存整体下滑，四季度是豆油的传统季节性旺季，而今年由于严查超载超限令运力较为紧张，国内包装油因担心物流问题提前启动，现货基差卖的较好，但因国内压榨利润好，大豆到港多，所以豆油库存在全年部分时候都不是很紧张。随着节假日来临，开机率下降，预计到明年一季度库存会快速下滑。

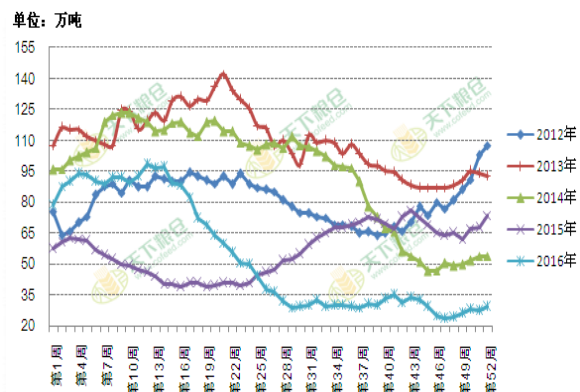
2017 年中国棕榈油维持低库存。16 年下半年国内长时间的维持在 30 万吨左右，起因是砷超标检查导致船期延后，入关时间延长至一个月以上。船期延迟导致到港锐减，而刚需依旧存在，低库存持续。随后进入季节性减产周期，主产国低库存叠加印度超买，11 月印尼港口运输拥堵，原本预计能大量到港的 11-12 月船再度延误，30 万吨的低库存再度维持至 12 月底。运输因素在 17 年能有所改善，但是棕油主产区产量的恢复在上半年还难以实现大幅增长，加之国内节假日因素，中国 17 年上半年的库存恢复缓慢，而远期盘面进口亏损，对未来供应压力不大，预计 16/17 年度库存水平都要明显低于往年。

图 8：近年来国内豆油库存年度变化对比图



数据来源：天下粮仓

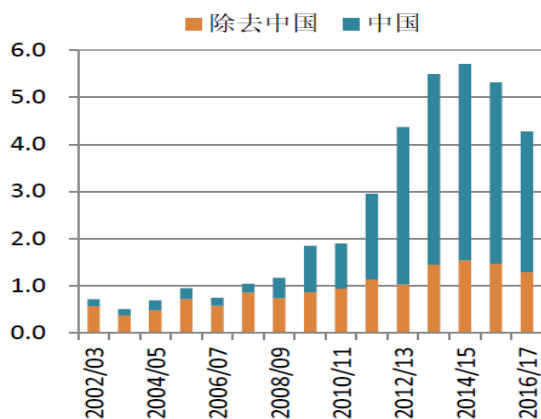
图 9：近年来国内棕榈油库存年度变化对比图



数据来源：天下粮仓

中国菜油库存降幅明显。USDA 数据显示，全球菜油库存仍在继续下滑中，2016/17 年度，全球菜油库存为 428 万吨，连续两年下降。全球 70% 的菜油库存集中在中国，其他国家库存仅为 129 万吨。菜籽油作为中国供给侧改革的重要品种，在未来一年内仍将进一步去库存，截止到 2016 年 12 月底，我国菜籽油库存存在 170 万吨左右，从国内外菜籽产量来看，2016/17 年度国内外都在减产，明年三大油中只有菜油是减产的，豆棕都是增产的，因此预计 2017 年中国菜籽油库存或将进一步下滑，全球菜籽油库存或将回到历史正常水平上。

图 10：全球菜油库存分析（百万吨）



数据来源：USDA

图 11：中国菜籽油库存数量

2015 年 8 月国储菜油库存	515
截止到 2016 年 6 月 1 日抛售	228.4
2016 年 10 月份抛储	29.8352
2016 年 11 月份抛储	49.2686
2016 年 12 月份抛储	40
剩余	167.4962

数据来源：网站

四、油脂国内外需求

1、印度 2017 年需求最具有潜力

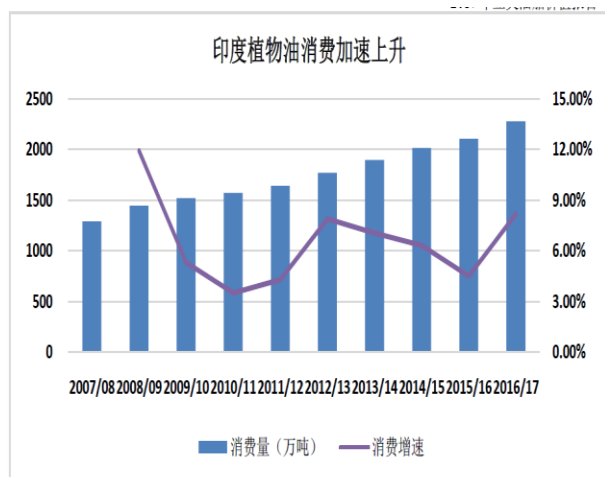
过去 5 年印度油脂进口量保持 7%-12%/年的增长，其主要原因是印度的 GDP 以及人口增长迅速，带动对油脂的需求快速增长，当前印度已经代替中国成为全球油脂第一大进口国，并成为全球油脂平衡表中需求端的决定性因素。

印度短期虽正经历政府废除高面值纸币流通的影响，需求受到遏制。但在 2016 年，印度国内对小包装油的需求增长明显。因为印度原来的消费水平比较低，对高品质油脂的需求十分有限，随着印度经济的发展，对较高品质油脂的需求逐渐增加，而小包装油质量通常会更好一些，因此 2016 年的消费增长较高。长期来看，印度正在走中国此前十年的油粕消费飞速增长的老路，中国当时的消费腾飞一方面来自城镇化进程，目前印度城镇化进程属于全球偏低水平，低于各大发展中国家。另一方面来自 GDP 增长及人均消费量的上升，目前印度人均消费也低于中国及全球水平，年龄结构上，人口年龄中值在 20—30 岁，印度逐渐步入青壮年人口增多，而中国已经进入到老龄化了，印度人均消费未来还有很大的增长空间。由于大额纸币

废除，油脂库存再度下滑，印度不得不在 17 年一季度加大进口，以维持刚需，因此，政策所导致的 17 年消费增速将超过 16 年。从毛豆油、毛棕榈油、精炼棕榈油的进口利润比较上看，精炼棕榈油进口利润最好，豆油还是进口亏损，也就对应了大额纸币废除之后，进口大幅锐减的反倒不是棕榈油，而是豆油，那么对于 17 年印度的进口重点依旧在棕榈油上。

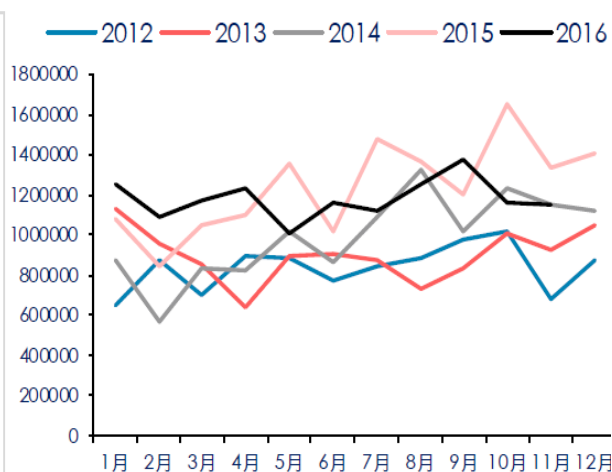
USDA 数据显示，2007/08 年度印度植物油消费总量为 1290 万吨，16/17 年度则增长至 2278 万吨，较上年度增加油脂消费 8.18%。其中，豆油消费 540 万吨，增加 20 万吨，棕榈油消费 1020 万吨，增加 100 万吨，菜油消费 254 万吨，增加 26 万吨。考虑印度目前人口、人口增长量以及人均约 25kg 的油脂消费水平，未来看好印度的油脂消费，这将提振全球油脂消费，为油脂价格企稳反弹提供有力支撑。

图 12：印度植物油消费加速上升



数据来源：USDA

图 13：印度总食用油进口



资料来源：SEA

2、中国仍是全球油脂消费第一大国

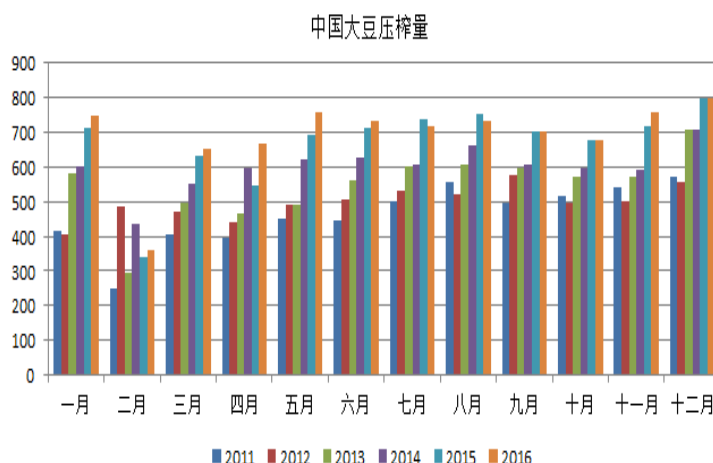
目前世界油脂消费第一大国仍然是中国，但增长速度已经放缓。中国油脂整体消费每年增长量大约为 4%-5%，其中豆油作为供应量最大的以及较为廉价的油脂，占据了大部分国内食用油脂的市场份额以及增长量。国内 2016 年菜籽油大幅抛储，大量廉价菜籽油流入市场，豆菜油价差在 16 年中旬大幅倒挂，豆油市场份额被大幅抢占，而菜籽油表观消费量大幅提高。豆油厂家在近年来积极推进基差交易模式，先下订单再调整生产得做法使豆油库存更加可控。根据 wind 数据显示，豆油库存随季节性先减后增，截止 12 月底库存保持在 90-100 万吨之间。

2017 年，随着菜油抛储结束，市场上菜籽油供应数量将在二月份之后大幅减少，后期菜籽油供应将主要依靠进口油菜籽压榨以及进口菜油供应，豆油将重新占据 16 年被油菜籽抢占得市场份额。考虑到 2016 年菜籽油抛储量达到 320 万吨，除去补充渠道库存 100 万吨，1-11 月进口菜油减少 55 万吨，与国内菜籽减

产以及进口菜籽减少折算约 90 万吨，大约有 80 万吨菜籽油替代了豆油的市场份额。展望明年，豆油消费有望在原有 4% 的增长基础上和棕榈油分享 80 万吨在 2016 年被菜油侵占得市场份额，消耗量达到 1600 万吨得水平。

棕榈油消费将会增加。考虑到中国宏观经济逐步回暖，通胀回升，明年以饼干，糕点为代表得食品工业业务收入将逐步转好。食品制造业收入同比增速有望走出自 2011 年四季度以来得下行通道，重新恢复 10% 以上得增速，这将会促进明年中国棕油的消费。另一方面由于菜油抛储完成，市场上菜油供应将急剧减少，部分市场份额将还给棕榈油。补库需求与刚需回暖因素叠加，棕榈油需求有望在 2017 年同比增长 150 万吨以上得水平，达到 600 万吨。

图 14：豆压榨量与表观提货量（万吨）



数据来源：天下粮仓

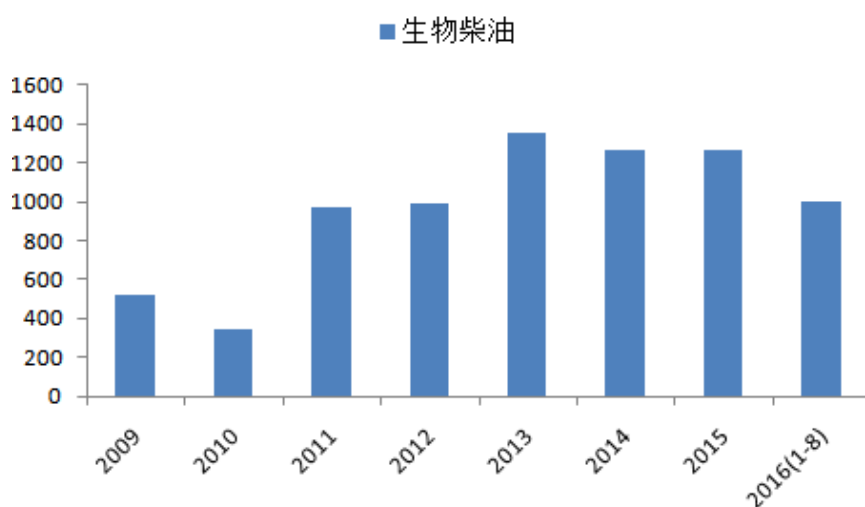
3、生物柴油需求将为 2016/17 年度全球油脂消费增加亮点

全球范围内来看，除 2015 年生物柴油产量小幅下降之外，近 10 年生物柴油产量维持上升势头，尽管近 5 年增速放缓。预计全球 2016 年生物柴油产量增加 8.93% 至 3170 万吨，其中欧盟仍占据全球生物柴油生产的近半份额，约 1490 万吨，原料以菜籽油为主，但近几年菜籽油原料占比有下降趋势，棕榈油原料占比上升，2012 年至今，欧盟生物柴油生产原料占比方面，菜籽油从 70% 降至 60%，棕榈油从 24% 升至 35%。预计欧盟明年仍将更多进口棕榈油以满足生物柴油生产所需。

美豆压榨提高，而美豆油产量大幅提升的同时，美豆油库存却始终维持在低位，自 2016 年 1 月开始，美国用于制造生物柴油的豆油需求基本呈现逐月增加之势，同时较 2014、2015 年同期增加明显。之所以如此，是因为 2015 年 12 月底美国企业生产生物柴油的税收优惠政策再次得到延长，同时实行了 1 美元/加仑的生柴掺兑补贴，政策确定之后，美国每月生物柴油的产量开始明显回升从而带动豆油需求的提升。美国

环境保护署（EPA）2016 年 11 月 24 日宣布将 2017 年生物柴油掺和标准从 2016 年的 19 亿加仑上调至 20 亿加仑，2018 年上调至 21 亿加仑。作为世界大豆的传统生产大国，美国生物柴油原料绝大部分来自豆油，2010 年以来美豆油用量从 11.41 亿磅增加至 2015 年的 49.08 亿磅，占比一直维持在 50%-60%之间。这样算来，2017 年生物柴油中植物油的增幅不过就 37.88 万吨植物油，豆油增量不过就是 18-20 万吨，转换为大豆的压榨量只有 100-110 万吨，这对于年压榨量 5000 万吨之上的美豆而言需求增量只有 2%，但不可忽视的是美国这样的油脂消费大国制定这样的政策有望引发羊群效应，若各个国家效仿增加生物燃油中植物油的掺兑量将再度掀起油脂的涨势狂潮。

图 15：美国 B100 生物柴油产量（单位：百万加仑）



数据来源：EPA

马来已经喊了一年的 B10 仍没有开始执行，“B10 计划”要求运输行业的生柴强制掺混比例提至 10%，从柔佛开始分阶段实施。针对工业领域的“B7 计划”同期在全国范围内执行。销售欧五标准柴油的加油站不受“B10”强制比例约束，但被要求零售“B7”比例的柴油。若 B10 能全面实施每年需消耗 75 万吨棕榈油，将增加棕榈油生柴需求约 20 万吨。

印尼 2016 年强制执行 B20，棕油制生柴消费量乐观估计能达到 360 万吨。执行效果较好，主要是印到位，在 2015 年 7 月，印尼在增收对毛油 50 美金/吨，和精炼油 30 美金/吨的附加税之后，印尼成立了一个 CPO 基金，主要有两个作用：一是推动生物柴油补贴；二是发展棕榈油产业，包括提高种植园员工福利等各方面。据称 CPO 基金相对来说比较独立，是直接隶属于财政部，生柴政策执行起来压力比较小一些，预计明年棕油制生柴需求仍能稳步增长 20-30 万吨。

五、继续看好原油

2016 年国际原油价格触底反弹，11 月 30 日 OPEC 最终达成减产协议，确定 OPEC 将石油产量减少 120 万桶/日至 3250 万桶/日，非 OPEC 国家俄罗斯减少 30 万桶/日，执行时间从 2017 年 1 月起至 6 月末结束，期限可能会延长。此次减产协议的达成，对缓解供给过剩起到了至关重要的作用。随着世界经济的逐步复苏，对原油需求将逐步增加，而供给端的减少将加速供需平衡的修复，市场普遍认为 2017 年上半年有望实现供需平衡，使国际油价重新打开上升通道，短期内国际油价有可能达到 60 美元/桶，2017 年的油价运行中枢为 55-65 美元/桶之间，2017 年原油市场有望迎来供需再平衡。

六、2016/17 年度国际大豆市场潜在拉尼娜天气利多

天气因素是农产品研究绕不开的话题，其中以厄尔尼诺和拉尼娜最具代表性，尽管有国际气象机构从数据上分析表示当前已经进入拉尼娜气候，但几家国际气象机构短期的预报都没有显示拉尼娜气象灾害已经产生，发生概率偏高的预测大多在中远期。拉尼娜气候灾害对南美大豆产量和美豆价格的影响都毋庸置疑，目前的关键是还不能完全确认拉尼娜气候灾害会在南美大豆播种和关键的生长期出现。当然，SOI 和 SST 等气象指标确实已经进入拉尼娜模式，但持续性有待观察，否则并不能认定拉尼娜气候灾害真会如预期般出现。保持对后期南美降雨和相关气象指标的密切关注，理性看待。

七、国内油脂 2017 年行情展望

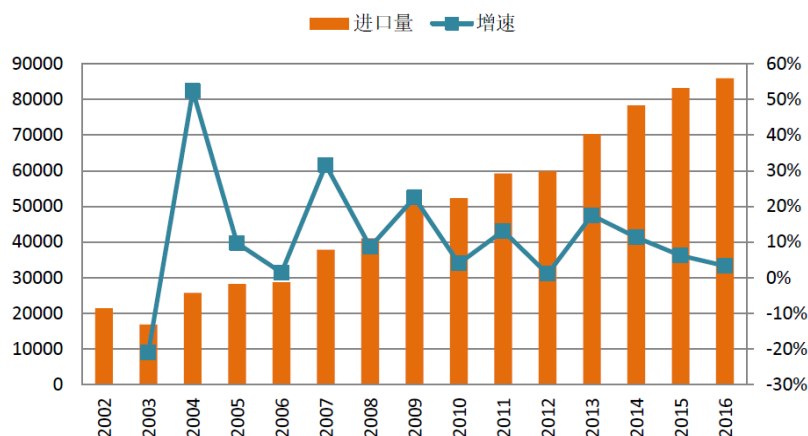
尽管 2016/17 年度全球油籽产量预计继续上升，但增幅不及消费增速，全球油脂继续处于去库存状态，其中 2016/17 年度全球豆油、菜籽油库存继续下滑，相对而言棕榈油库存出现修复。不过由于目前马来西亚、印尼库存处于历史偏低水平，马来西亚还处于季节性减产周期中，因此棕榈油库存的修复要在 2017 年下半年才能体现。如果后期原油价格走高，美国生物柴油政策落地，印度需求潜力发挥出来，再加上中国的油脂消费，预计将加快全球油脂库存消耗。全球主要油籽唯有油菜籽在下年度有减产预期，加上中国持续拍储，库存消耗最快，继本年度的棕榈油之后，菜油有望成为下一年度三大油脂的领头羊。总的来看，2017 年上半年全球植物油市场供给依然偏紧的格局仍将持续，下半年，棕榈油产量的回升或将弥补豆油、菜油供给不足的缺口，至少 2016/17 年度上半年油脂市场仍有看涨预期。

八、2017 豆粕行情展望

1、中国大豆进口增速放缓

2016/17 年度，USDA 预测中国大豆进口量在 8600 万吨，而中国国家粮油信息中心预估在 8500 万吨的水平上。从绝对数值来看，目前中国大豆进口量已经创下历史最高水平，但是从进口大豆增速来看，我国进口大豆增速已经连续三年呈现下滑态势，进口增速从 2013/14 年度的 17.54% 已经下降至 2016/17 年度的 3.33% 的幅度。由于我国商务部裁定原产于美国的进口干玉米酒糟存在补贴，将征收反倾销和反补贴关税，这样 DDGS 将基本无利可图，预计 2017 年 DDGS 进口将明显减少。这可能会增加大豆的进口。按照到港船期预报，2016 年 9 月至 2017 年 2 月我国预计进口大豆 4243 万吨，占国家粮油信息中心预估的 49.99%，去年同期进口量为 3947 万吨，占预估量的 47.4%。可见 2016/17 年度，中国进口量同比有明显的增加，但是由于未来特朗普上台可能存在的贸易不确定性以及美元升值的因素，油厂提前采购意愿明显增强，有提前透支未来需求的预期。因此在多空因素焦灼的情况系，从目前市场情况来看，能否完成国家粮油信息中心的进口预估仍存在一定的变数。

图16：中国大豆进口量年度对比（千吨）



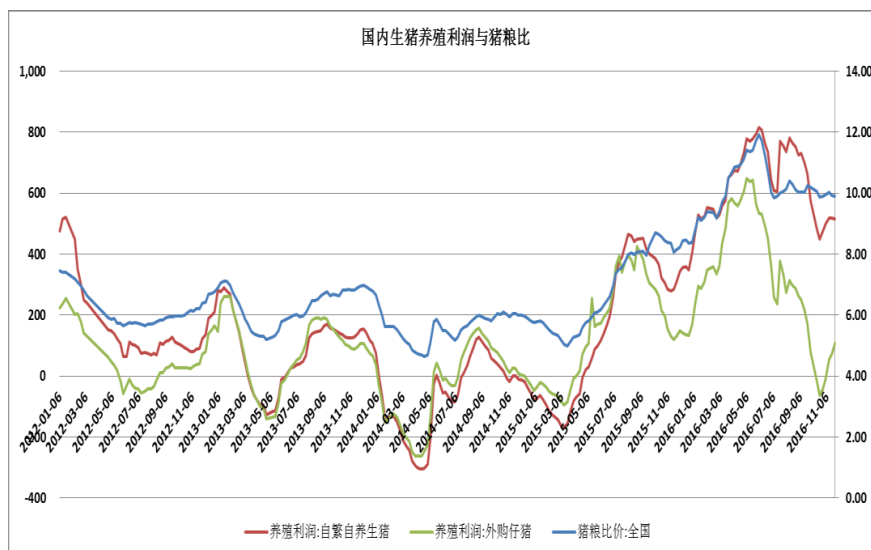
数据来源：USDA

2、2016/17年度生猪存栏量有望恢复豆粕需求增速维稳

作为最大的蛋白粕消费国，中国蛋白粕整体消费量增速基本稳定。中国饲料协会跟踪 180 个重点跟踪企业的数据预测，2016 年上半年全国饲料总产量为 971 万吨，同比下降 4.0%，其中猪饲料 346 万吨，同比下降 1.5%，蛋禽饲料 180 万吨，同比增长 4.8%，肉禽饲料 304 万吨，同比增长 15.8%，水产饲料 67 万吨，同比下降 8.5%。16 年养殖和饲料市场总体表现好于上年同期，由于生猪价格维持高位运行，养殖收益持续走好。根据国家粮油信息中心数据，2016/17 年度我国豆粕产量预计为 6526 万吨，较上年度增加 314 万吨。该年度饲用豆粕消费量预计为 6150 万吨，较上年度增加 300 万吨。年度国内总消费量预计为 6305 万吨，较上年度增加 305 万吨，该年度豆粕出口量预计为 200 万吨，期末库存预计为 24 万吨。生猪方面，根据农业部数据，2016 年 10 月份能繁母猪存栏 3696 万头，环比下降 0.2%，同比下降 3.9%；生猪存栏 37709

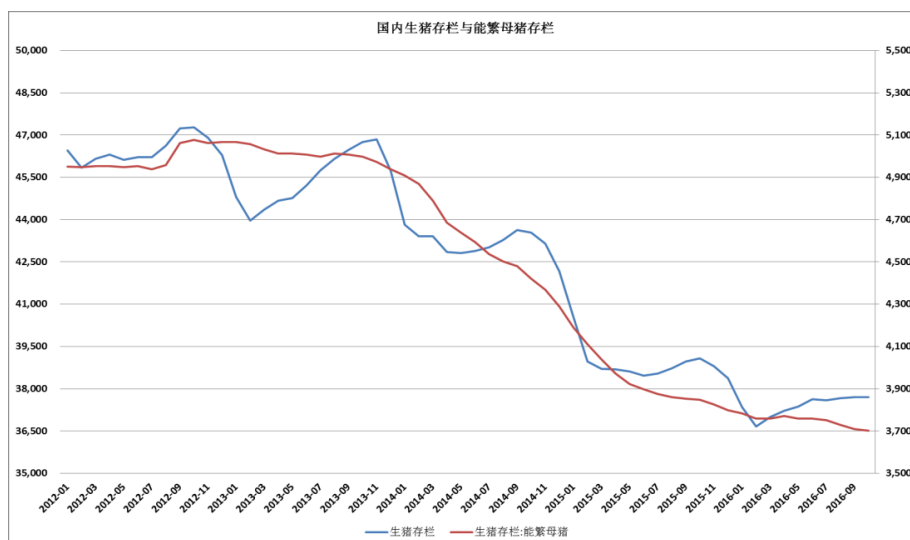
万头，环比持平，同比下降 3.4%。最近几个月以来，能繁母猪存栏持续下降，和此前市场预期的大相径庭，说明环保和资金问题导致整个生猪养殖行业的产能下降超出大家预期。

图 17：国内生猪养殖利润与猪粮比升至近年高位



数据来源：Wind

图 18：国内生猪存栏与能繁母猪存栏恢复时间后移



数据来源：Wind

3、水产养殖或将得到修复

对于 2017 年，值得注意的是水产养殖或将得到修复，2013 年开始水产产量下降，2015 年实现产量 1893 万吨。考虑到近三年水产养殖行情低迷，叠加 2016 年洪水灾害加速产能出清，市场普遍看好 2017 年水产养殖及饲料消费。历史上来看 1997 年海水、淡水人工养殖量出现下滑；随后三年，产量逐步回升。2015/16

年再现厄尔尼诺，长江流域洪灾严重，华东、华中区域水产养殖损失较大。类比历史，2017 年将迎来水产养殖增长提速。如果水产养殖复苏这将对豆粕、菜粕形成较好的提振。

九、豆粕小结与展望

预计 2016/17 年度豆粕消费增速 4%左右，和下一年度的大豆进口及压榨增速基本保持一致。生猪存栏和能繁母猪存栏回升节奏持续不及市场预期，实际需求对国内豆粕价格的提振时间窗口后移，总体微增。受益于压榨厂定船周期的缩短和开停机的灵活调整，下年度豆粕库存中枢下移，融资商退出后国内油厂榨利在大多时候将维持 0 以上的正常水平，这更多通过基差来实现而并非绝对价格。人民币贬值和通胀预期是潜在利多，南美天气正常情况下预计 2016/17 年度连粕跟随美豆演绎偏强走势。

十、风险点

- 1、特朗普新政下汇率、大宗商品进出口贸易环境的不确定性；
- 2、拉尼娜气候是否会出现频繁的大豆及棕榈油主产区的天气炒作；
- 3、美国、欧盟、印尼及马来西亚生物柴油政策的落地情况，原油价格走势与生柴利润情况；生猪存栏步入企稳回升通道的节点；
- 4、全球天气、物流问题或导致阶段性供需失衡。

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。

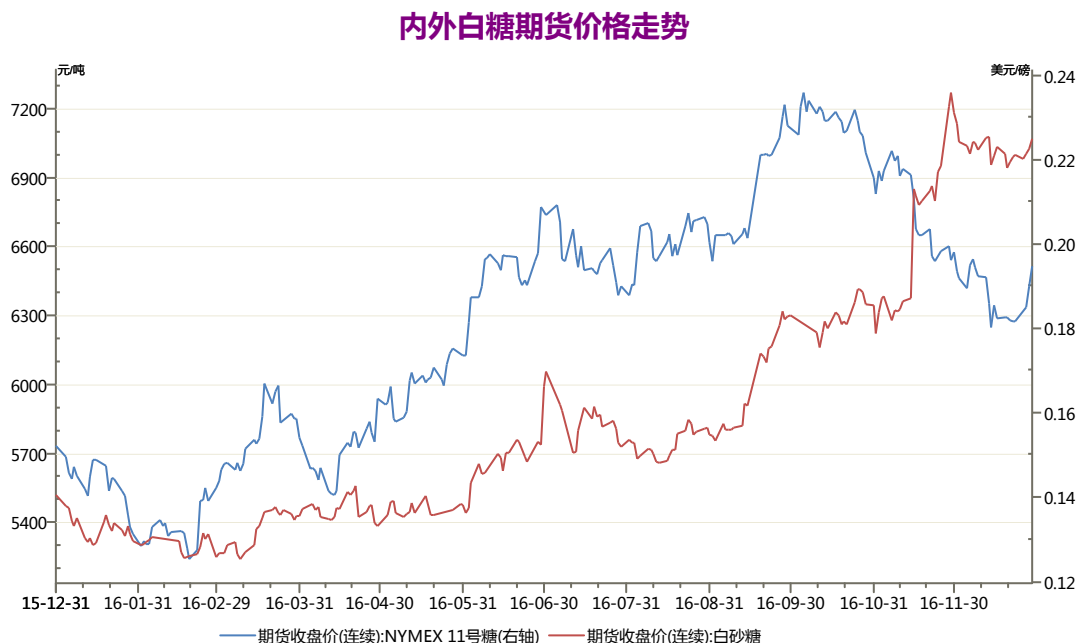
白糖，回顾过去，展望未来

一、2016 年行情回顾

回顾 2016 年白糖一年的走势可以发现，外盘与国内期货走势相差不是甚远。外盘白糖 1-3 月有一个大幅度的拉伸，随后的 4 月则是一个大幅度的回调，之后则是缓慢的上升。价格从最初的 5700 上升至今年的最高点 7200，有一个 1500 点的拉伸。到 12 月为止价格又回调至 6500 附近。

从国内期货价格来看，上半年国内白糖的价格波动很平缓，一直处于 5300 到 5700 附近，原因多归结于供需上的均衡，还有部分原因是由于走私糖的冲击。而过了 6 月份，白糖价格则是有了一个大幅度的拉伸过程，价格一直冲高到 6000 元/吨附近，之后也是按照外盘的趋势价格缓慢走高的过程，1701 最高达到 7314 元/吨，创下了近 5 年之最。截止发稿时，白糖主力 1705 期货价格在 6826 元/吨附近。价格下跌的原因主要是因为受到白糖的季节性压力，中秋节和国庆节后白糖消费减少。

图 1：内外白糖期货价格走势



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind

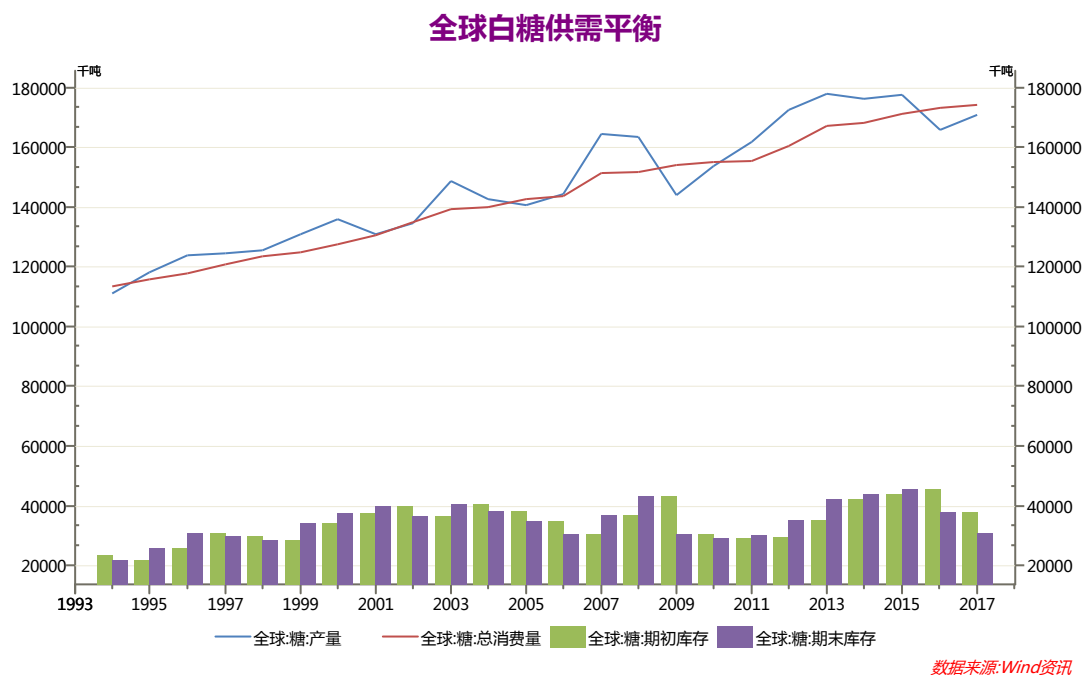
二、主产国供需分析

1、全球方面

2016 年全球白糖的产量和消费量都有进一步的增长，据 WIND 统计，全球的糖产量为 165830 千吨，全球的糖的消费量为 173263 千吨，数据上看白糖的供不应求也体现在价格上涨之中。预计 2017 年全球白糖的供给和需求将有进一步的上涨空间，全球白糖产量将会达到 170941 千吨，消费量预计将会达到 174277 千吨，从数据上看供需上有明显的缺口，价格上有进一步的上涨空间。

从库存上看，2016 年，白糖期初库存为 45693 千吨，期末库存 37959 千吨。根据国际糖业协会（ISO）11 月对全球市场最新的预期报告显示，2015/16 榨季全球食糖供不应求加速库存消化，2016/17 榨季期初库存下降了 3505.8 万吨。产量主要是巴西、欧盟和中国增加为主，总产量小幅增至 221 万吨。同时，消费量每年稳定的以 2% 的增速上升，抵消了增产带来的利空。产销缺口扩大，库存上有明显的消耗，侧面反映出 2016 年白糖需求方面的增加。预计 2017 年随着需求面的进一步提升，白糖的期末库存将进一步减少。

图 2：全球白糖供需图



资料来源: Wind

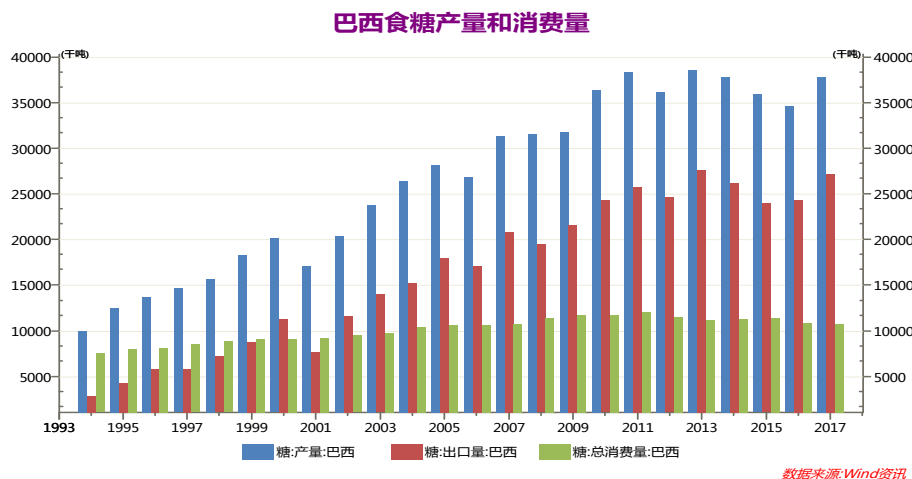
2、巴西糖的产量有一定幅度的增加

巴西糖的出口量占到全球总出口量的 46% 以上，巴西甘蔗制糖业对于全球糖市的影响举足轻重。从 UNICA 公布数据，2016 年，巴西糖产量从榨季初就高于同期值，并与 46% 的增速向上增长，预计全年巴西

糖的产量将增至 3800 万吨。对于 2016/2017 榨季，UNICA 预计巴西中南部地区甘蔗入榨量将会增长 3.24% 至 6.38 亿吨，糖的产量将会量增长 7.31% 至 3350 万吨，JOB Economia 预期巴西中南部 2016/17 年度糖产量为 3,500 万吨。另一家机构 Conab 则预计巴西 2016/17 榨季糖产量预估至 3981 万吨，这些消息将会对糖的价格构成利空。

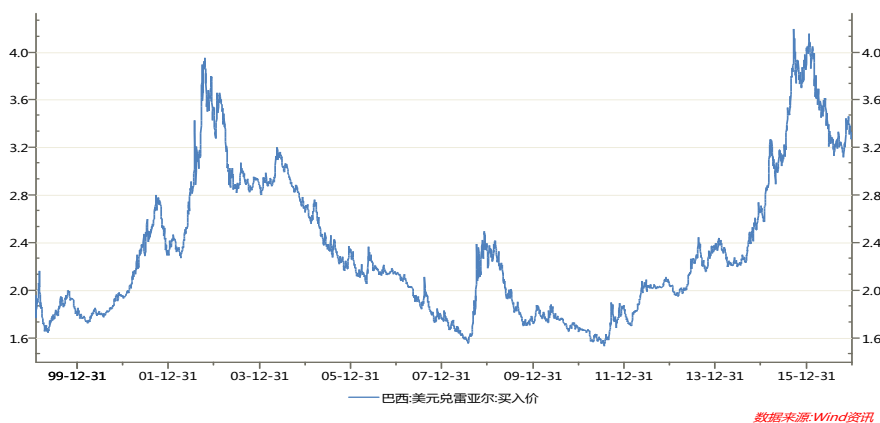
巴西是糖出口大国，其货币雷亚尔也对糖价有深远的影响。关于雷亚尔走势，雷亚尔自 2011 年开始进入贬值通道，2015 年 9 月贬至有记录以来最低 4.1638。巴西前总统迪尔玛·罗塞夫被停职后雷亚尔开始回升，截止发稿日期 12 月 31 日，美元雷亚尔（USDBRL）3.2705 附近，跌幅 3.57%，技术形态看，雷亚尔处贬值通道。预计随着美国 2017 年不断加息，预示着大宗商品的转暖，雷亚尔也会走强，对国际的糖价会有一个明显的支撑。

图 3：巴西食糖产量和消费量



资料来源：Wind

图 4：巴西汇率变化图



资料来源：Wind

3、泰国减产，产量下调

泰国是全球第四的产糖国，对全球糖的供给也是不容小觑。2016 年，泰国因为上半年干旱原因泰国全年产量小幅下降至 910-920 万吨，可压榨甘蔗量则是从 2015-16 榨季的 9400 万吨下调至 9200 万吨。产量下降对价格起到短期支撑的作用。但是，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。对明年泰国糖的产量，有一个趋好的预计。

4、印度，2017/18 年度糖供需可能会存在变数。

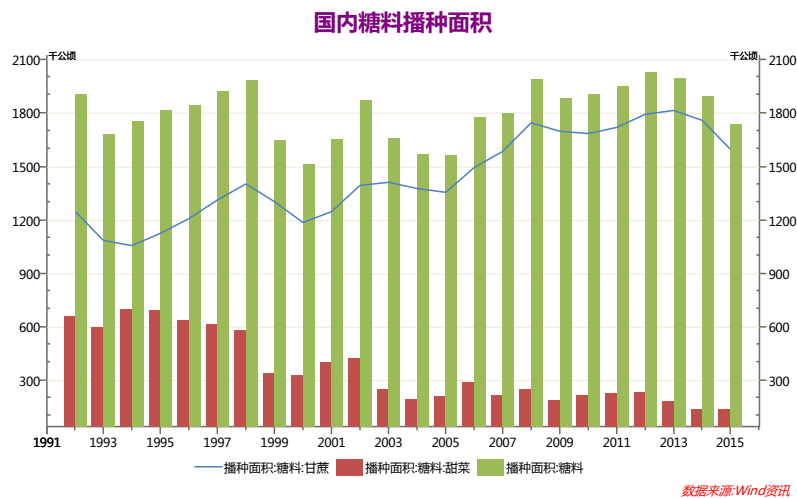
印度的糖产量居全球第二，对全球糖的供需一直是一个不稳定的因素。2016 年度，印度天气受厄尔尼诺影响，主要糖产区干旱，虽然 9 月季风雨缓解旱情，但产量仍未恢复。2016/17 榨季产量预计 2450 万吨，减产 3.92%；消费量 2675 万吨，缺口 225 万吨。印度人口众多，有一定的消费基础，但印度糖厂协会主席表示，印度 16/17 年度可能不会进口糖，因去年结转而来的库存充裕。因此，2017 年度印度食糖供需或存在变数。

三、国内供需分析

1、糖料种植面积

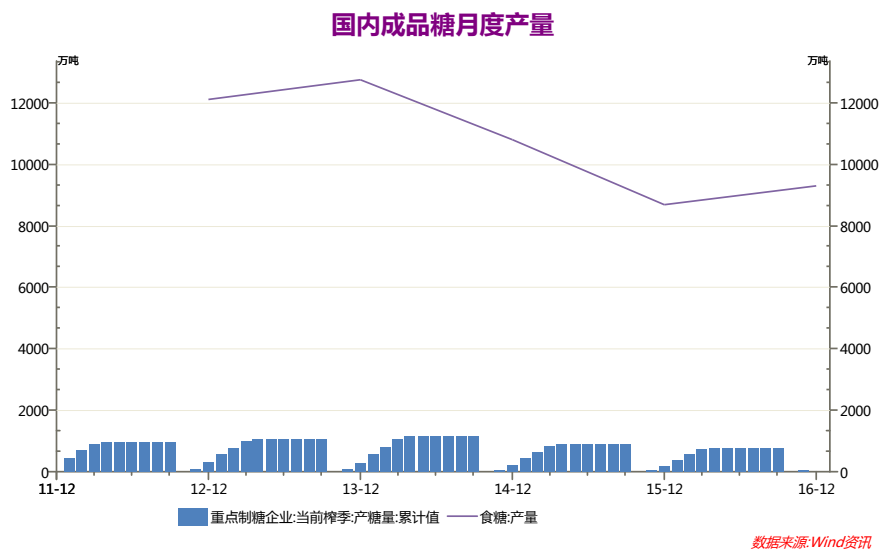
2009 年以来我国糖料榨季面积不断递增，到 2015 年以来，播种甘蔗面积达到 1599.65 千公顷，甜菜播种面积达到 136.87 千公顷，总计达到 1736.54 公顷。根据糖协的预计，2016 年全国糖料种植面积 2028 千公顷，增幅达到 16.7%。随着 2016 年国内糖价的不断上涨不仅甘蔗种植积极性增加，就连甜菜种植面积也激增了 84%。据此，中国糖协预计 2016/17 榨季食糖总产量增至 1000 万吨，增幅 14.9%。局部方面，广西种植面积达到 1120 万亩。2016/17 榨季糖量预估 600 万吨。云南种植面积达到 410 万亩，2016/17 榨季糖量预估 185 万吨，分别居于前两位。

图 5：国内糖料播种面积



资料来源：Wind

图 6：国内成品糖月度产量



资料来源：Wind

从图中可以清晰的看出，自 2014 年年初，中国就开始对食糖进行了减产的行动，食糖的产量有明显的下滑，到 2016 年年初食糖产量达到最低位，食糖供给有了明显的减少，这也能体现到价格之中。2016/2017 榨季进入增产的年份，食糖的产量开始回升，对年末食糖的价格有一定的压制作用。

2、进口糖方面

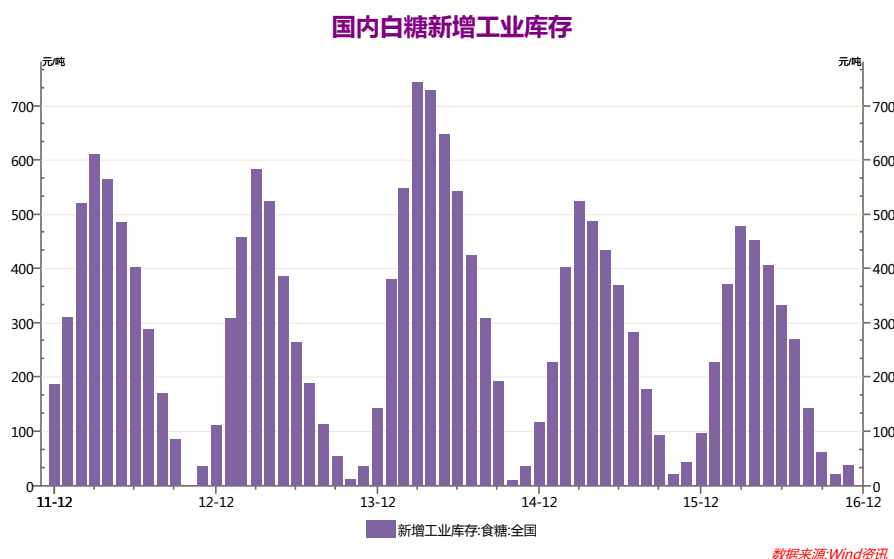
从进口方面可以看出，与 2015 年相比，食糖进口量有显著性的下降。进口糖在 2014/15 榨季达到顶峰 480 万吨后开始回落；2015/2016 榨季进口额为 375 万吨，同比下降 105 万吨；2016/2017 榨季，其中 1-10

月进口糖 271 万吨，与上年同期减少 33%。进口糖减少的原因大部分归结于 2016/2017 榨季国内糖价格引起糖产量的回升，和国家大力加强市场走私糖的打击力度和增强食糖行业内部的自律有关。随着白糖市场的逐渐规范和行业打击力度的增加，对于走私糖会的交易会有一个大幅度的规制。而根据业内人士预计，2017 年国家会上调糖的进口关税，无疑对国内市场是一个利好。而具体还要看明年初国内市场的糖市环境。

3、库存方面

糖库存方面，受食糖减产，进口量下降的关系，国内成品糖库存从 15 年年初的 10000 万吨，到目前的 4000 万吨附近，国家对食糖进行了大规模的抛储，规模达到 6000 万吨。国家抛储的行为基本符合市场的预期，对市场的价格波动也只能造成短期影响。在长期中，关键还是看食糖的产量。由于 2016 年度，食糖价格不断攀升，且国内外食糖价格涨幅较大。所以预计 2017 年度国内食糖企业复产的会增多，所以 2017 年度食糖的供给不会出现短缺，对食糖的价格不会造成太多影响。

图 7：国内白糖新增工业库存



资料来源: Wind

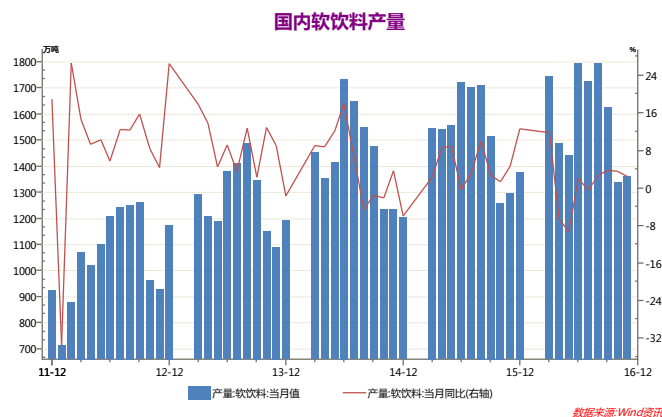
4、消费端

食糖的消费主要集中在饮料，糕点，糖果，罐头和工业用糖，其中 61%用于工业用糖，39%用于民用糖，但随国家经济结构和政策的改进，食糖的消费结构也会发生变化，未来趋势是民用糖占比会逐渐增多，工业用糖占比将会逐渐较少。从国内成品糖的销量上来看，呈不断递增的趋势，从 2011 年 1100 万吨/年的消费量增加至 2014 年峰值超过 1600 万吨/年的消费量。近两年又有一定程度上的回落，消费量趋于 1400-1500 万吨之间。直观的去看来，糖的消费量虽然有一定的减少但是消费量在长期中是趋于稳定的。

5、下游明细方面

据 wind 统计，2015 年 1-10 月软饮料产量是 13648 万吨，软饮料销量为 13029 万吨。2016 年 1-10 月软饮料产量为 14154 万吨，销量为 13592 万吨，产量同比增长 3.7%，销量同比增长 4.3%。碳酸饮料 2015 年 1-7 月产量为 1033.02 万吨，2016 年 1-7 月产量为 1022.65 万吨，相比 2015 年有所下降，原因是消费人群生活质量的提高导致对饮食健康消费习惯的改变，但不改变饮料行业的总体趋势。饮料行业 2015 年全年销售额为 1961.3 亿元，2016 年 1-11 月销售额 1944 亿元。相对于去年，预计今年有所突破。

图 8：国内软饮料产量



资料来源：Wind

糖果产量 2015 年 1-7 月 183.2 万吨，2016 年 1-7 月 180.30 万吨，总体趋平。糕点不好统计，但在现实中糕点店面的增多，和由于改革开放消费人群主力慢慢变为年轻一代，西式糕点和中式糕点的消费量也会增加，预计 2017 年-2020 年糕点的消费量将会明显扩大。罐头产量 2015 年增幅为 3.5%，2016 年 1~7 月累计产量同比增加约 11%。综上所述，食糖在各下游消费端的产量与销量与去年相比大体一致，总体趋于稳定。

6、替代品

淀粉糖是白糖的替代品，主要用途在实际生活中是生产碳酸饮料。从生产者的角度来看淀粉糖相比于白糖有着明显的价格优势，所以其替代作用是十分巨大的。从 2001 年开始我国淀粉糖的产量从 163 万吨/年到 2013 年 1225 万吨/年，产量增幅惊人。随着国家的供给侧改革，2014，2015 年产量才开始递减，但其价格已超跌近四成。2016 年淀粉糖的主要原材料玉米期末库存 2.37 亿吨，期末库存巨大，价格上涨困难，使白糖与淀粉糖比价稳步上升至 2.6 以上，玉米淀粉的替代作用已不可忽视，预计明年白糖的需求将会下降。

四、风险与展望

1、风险

（1）宏观经济政策

国内宏观方面，预计 2016 年 4 季度实际 GDP 增速趋平与 6.7%，名义 GDP 增速趋平于 9.5%，总体来看与年初预计一致。但 12 月物价水平 CPI 于年初相比降至 2.2%，如果将年初 CPI 大幅增长看作经济转暖的信号，年末的回调说明经济还是处于一个调整的周期之中，短期内并不会出现经济反转的局面，中国经济复苏和调整还是一个缓慢的过程。

国际方面，首先美联储主席耶伦 12 月宣布加息和 2017 年随之到来的 2 次加息，对人民币汇率造成巨大影响，12 月人民币兑美元汇率直接破 7，利好于出口，利空于进口。而白糖又恰恰依赖于进口，所以对价格有一定的影响。但反过来说，美国往往是谨慎的加息政策，美国的加息又体现出全球大宗商品市场的转暖的信号，对白糖价格利好大于利空。其次国际原油价格也影响着白糖的价格，原油价格的高企会影响大批甘蔗转而生产酒精燃料而不是白糖，二者有着正相关的关系。

（2）食糖消费既定时，食糖的价格风险

从所周知，农产品的需求价格弹性往往是大于 1 的，即是缺乏弹性的。所以农产品的价格下降往往不能增加农民的收入，反之农产品价格的上升有利于农民增加收入。这导致农民在丰产甘蔗，甜菜，玉米等农作物时收入往往不能上涨，却会普遍下跌（除天灾以外）。所以这会打消农民的积极性，造成农产品产量的下降。此时政府往往会出面以收储和限价的方式限制农产品的价格，结果是价格波动受限。

（3）政府对走私糖的打击力度

十八届五中全会所提出的十三五规划，明确提出了正确处理好政府和市场的关系，让市场在经济配置中起到决定性的作用。这体现出政府对于市场治理的决心。或将明年，随着中央权力下放到地方后，地方政府会起到规范市场的作用，这也包括白糖市场。可以预计到的是 2017 年政府必将会加大对走私糖的打击力度，规范国内食糖交易市场，对食糖的价格起到强心剂的作用。

2、展望

综上所述，2017 对白糖来说或许是不平凡的一年，国内和国外去库存造成 2017 年食糖的供给任然偏紧的局面，无疑对白糖价格是一个利好。但对于一直趋于稳定的消费和政府不断的抛储，对白糖的价格始终构成一种压制。面对 2017 年诸多因素，糖价将变得更为难预测。随着 2 月份春节和元宵节的到来，糖价或将迎来季节性的需求旺盛导致的价格上涨，预计短期内价格区间在 6600-7000 元/吨。节后的糖价或许又会随之回落，长期内在 5800-7000 元/吨之间振荡。总之，2017 年对于白糖来说是值得展望的一年，或许它在新的一年又会带给我们新的惊喜。

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。