



2017 年大宗商品投资策略报告

东方期货研究院

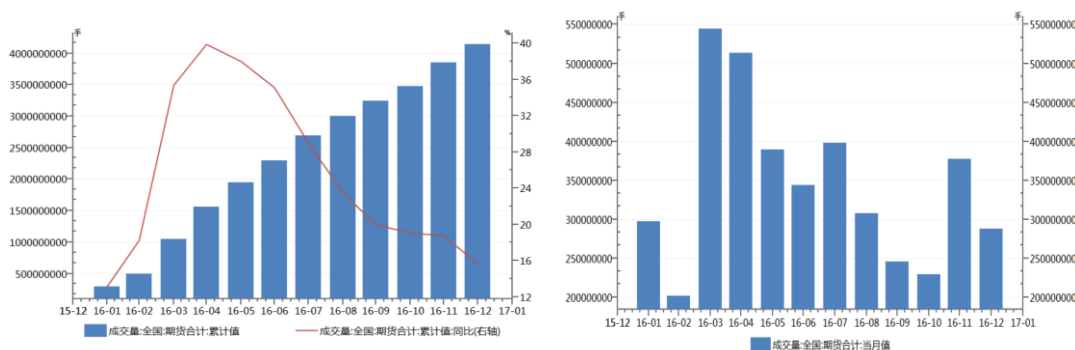
2017. 1

目 录

引 言	1
原油冻产协议达成 供求有望平衡	3
天然橡胶基本面向好 价格重心有望继续上移	22
PTA 成本支撑强劲 去产能任重道远	39
美元指数引领风骚 美国能否重回伟大?	48
美元指数继续强势 贵金属预计先跌后扬	64
钢材价格触底反弹 明年仍将保持偏强走势	83
油脂或将再放异彩 豆粕抓住阶段性炒作机会	104
白糖高位震荡 谨慎看多	118
棉花震荡偏强 牛市可期	124
商品期权元年 多样策略重拳出击	130
免责声明	143

引言

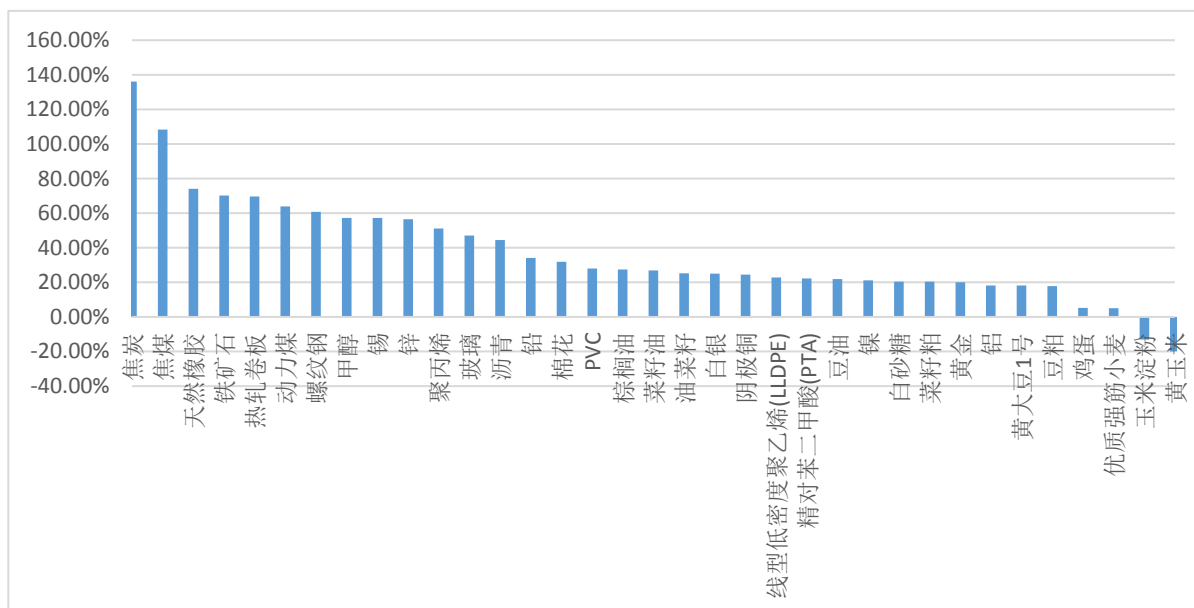
2016年，中国期货市场全年成交41.38亿手，同比增长15.65%。分月份看，交易活跃程度在2016年3/4月份达到年度高点，达到5.13亿手的天量，随后成交量逐步下滑，11-12月份又重新活跃。



数据来源：东方期货

图1 中国期货市场成交量（累计、月度）

在供给侧改革和房地产价格大幅上涨，引爆房地产市场的背景下，国内大宗商品表现可谓精彩纷呈。以焦炭、焦煤为代表的“黑色系”表现最为抢眼，焦炭、焦煤全年分别上涨136.08%和108.32%。受国内玉米收储政策调整的负面影响，玉米和玉米淀粉成为仅有的下跌品种，分别下跌-19.88%和-13.05%。



数据来源：东方期货

图2 中国期货品种年度涨幅

进入 2017 年，影响商品期货市场总体运行的因素越趋复杂，市场关注的逻辑重点也在不断切换，要准确预测今年行情确实有不少难度。不过，美国总统特朗普开始四年的执政，美国和世界经济发展的不确定性在逐步消除。尤其是，从经济运行周期看，2017 年处在康波周期、库兹涅茨周期和朱格拉周期的下降阶段中，而处在基钦周期的上升阶段。在短周期角度，以库存投资为代表的基钦周期将是 2017 年商品行情的主要影响周期。我们预测，库存周期从 2016 年 1 月开始将持续到 2018 年 3 月份。因此，2017 年将是库存上升周期开启的第二年，在此期间商品市场总体表现处于上行趋势。我们看好和经济活动关系密切的原油、橡胶、铜等大宗商品。当然，各品种由于本身供需面和影响因素上的差异，在具体走势及风险因素可能有较大差别。以下，我们将分品种进行详细分析。

原油冻产协议达成 供求有望平衡

- 2016 年原油可谓是复苏之年，油价由年初最低 29 美元回升到年底的 56 美元，可以说是成功逆袭，究其根源是由于原油主产国迫于财政压力，以及一大波油企的倒闭潮，终于将主产国重新拉回到谈判桌前，达成共同减产的协议，以此来维护各国自身的各种利益。纵观油价全年走势，基本上是围绕着产量增加与减产预期的博弈，最终随着明年 1 月开始减产的执行，为油价上涨画上了圆满的句号，尽管截止到 11 月俄罗斯及 OPEC 原油产量仍处于记录高位，页岩油在明年随着油价上涨会迅速复活。
- 明年全球经济增长参差不齐，原油需求也会潮起潮落有所波动；供给方面，由于冻产协议的达成，油价底部基本探明，后市主要看协议的执行情况，如果产油国严格执行将加快油市供求平衡；另外，随着油价上涨，页岩油复苏之势已经不可阻挡，产量增加的步伐对油价将产生直接影响，还有美元加息进程和特朗普独立能源政策，对油市都有偏空影响；总之，2017 年油价将稳步提升，但上涨空间仍不容乐观，预计在 45-75 美元之间波动。

东方期货研究院

研究员 赵勇

电话：021-80232070

邮箱：zhaoy02@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

原油

1 2016 年行情走势回顾

2016 年原油可谓是复苏之年，油价由年初最低 29 美元回升到年底的 56 美元，可以说是成功逆袭，究其根源是由于原油主产国迫于财政压力，以及一大波油企的倒闭潮，终于将主产国重新拉回到谈判桌前，达成共同减产的协议，以此来维护各国自身的各种利益。纵观油价全年走势，基本上是围绕着产量增加与减产预期的博弈，最终随着明年 1 月开始减产的执行，为油价上涨画上了圆满的句号，尽管截止到 11 月俄罗斯及 OPEC 原油产量仍处于记录高位，页岩油在明年随着油价上涨会迅速复活。今年油价筑底成功已成定局，明年油价在页岩油产量潜在的压力下，预计会在 50 美元平衡点的基础上尝试上攻，但再度破百恢复往日辉煌的可能性微乎其微，明年全年的油价波动区间预测大致在 45-75 美元之间。





数据来源：文华财经、东方期货

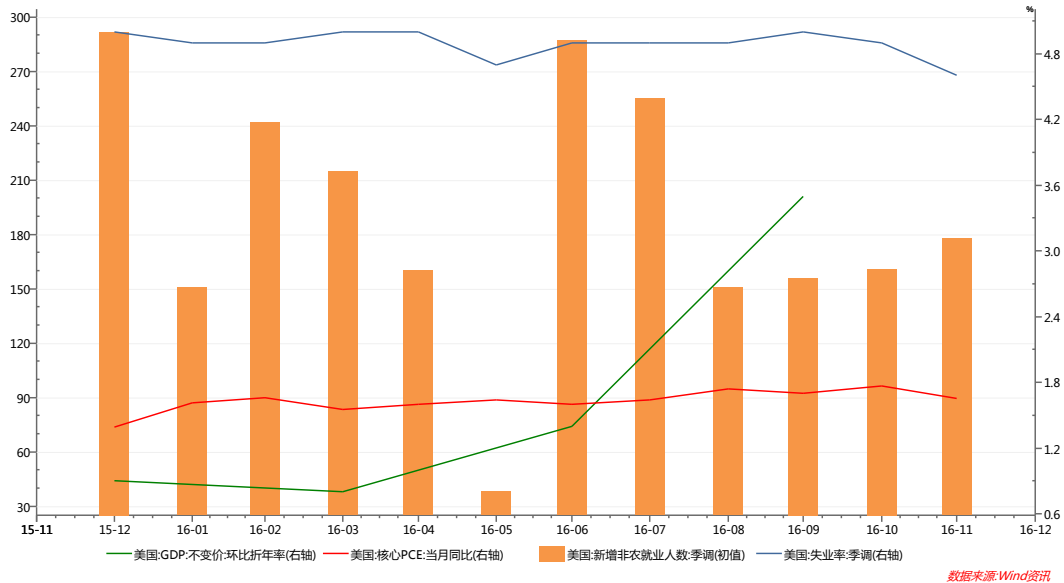
图 1 WTI 原油走势图 (美元/桶)

2 原油基本面分析

2.1 宏观经济形势

2.1.1 美国经济持续复苏 美元步入加息通道

美国经济今年走出低谷，率先显露复苏迹象，量化宽松政策有望结束，美元进入加息步伐。上半年美国经济疲软的表现可能已经完结，9月以来各项主要经济指标呈现全面改善迹象，特别是在消费拉动下，美国第三季度经济增速创下两年来新高。随着通胀逼近目标水平，就业市场持续稳健复苏，加上总统大选尘埃落定，美联储再次加息的障碍已经基本扫清，未来不排除在经济进一步提速的情况下上调加息节奏的可能。



数据来源: wind

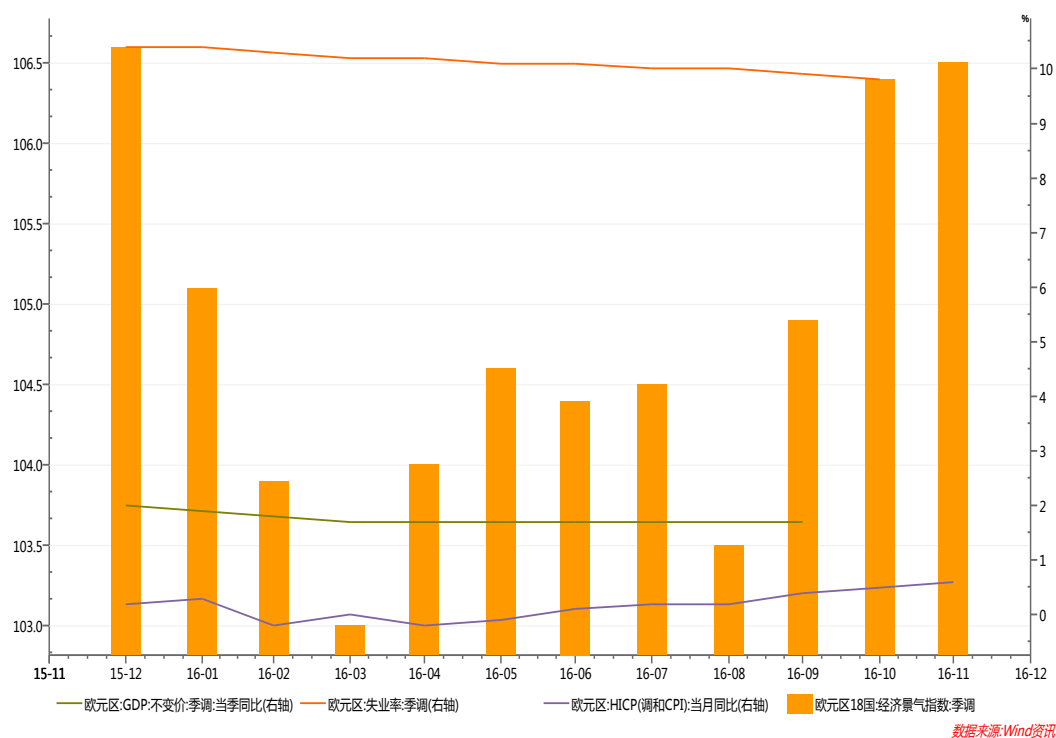
图2 美国主要经济指标

但需要警惕的是，一旦美联储加快加息步伐，将对全球市场特别是新兴市场带来巨大冲击。分析人士表示，尽管美国消费复苏和经济增长利好全球市场，特别是出口型新兴市场，但另一方面，美国利率水平的加速上行也令新兴市场面临的资金流出压力不断加大。

2.1.2 退欧风暴此起彼伏 经济复苏道路坎坷

欧洲今年步入多事之秋，欧元区面临崩溃风险。6月24日英国公投决定脱欧，12月5日意大利修宪改革公投失败，欧洲不同国家举行的全民公投和选举结果表明，民众对欧洲传统政治精英的不满情绪日益增加，对政府解决多年累积问题的能力越来越信心不足，民众诸多不满的根源是经济前景暗淡。

欧洲央行12月8日宣布的最新货币政策决议中，一如市场预期维稳三大利率：将存款利率维持在-0.40%，主要再融资利率维持在零，边际借贷机制利率维持在0.25%不变；决定延长QE计划至2017年12月，其中800亿欧元/月的购债规模将维持至2017年3月，但从明年4月起购债规模将降至600亿欧元/月。欧洲央行暗示“是时候开始放慢”刺激步伐了。



数据来源：wind

图3 欧元区主要经济指标

在意大利的公投后,明年欧洲面临一系列潜在的选举破坏因素,包括荷兰(3月),法国(4月、5月和6月)和德国(9月)的选举,这些选举有可能使欧洲政治版图更加支离破碎,欧元后市压力重重。

2.1.3 中国经济步入供给侧改革深化之年

中国经济总体平稳,走出低谷尚待时日。10月19日国家统计局公布了三季度国民经济运行情况,今年一季度、二季度、三季度国民经济增速均为6.7%,前三季度全社会用电量同比增长4.5%,增速较去年同期回升3.7个百分点;9月份工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨0.1%,自2012年3月以来首次由负转正;前三季度进出口值增速逐季回稳,第三季度进、出口实现同步正增长。

从三季度经济数据公布结果看,今年结构调整的效果比较明显,尤其是PPI扭转了自2012年3月以来54个月下降的态势,这说明之前去产能领域的企业,在调整结构之后实现了盈利。近期民间投资有所增长,可能多数投资给了具有成长性的服务业、创新领域等新业态,产业结构、经济增长新动力正在发生积极的变化。中国居民消费结构也正在发生明显变化,消费支出占比持续提升,同时旅游、娱乐等服务业消费支出更是处于长期拐点。消费企稳回升是中国经济转型成功的重要因素,从目前看震荡上行的趋势可以持续。

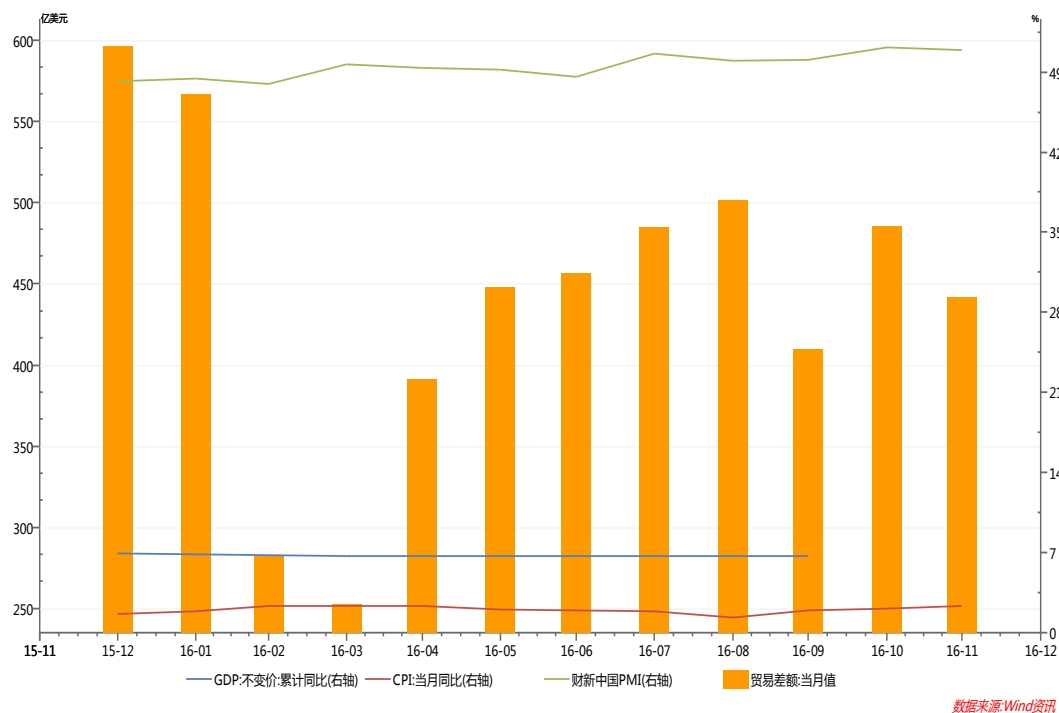


图4 中国主要经济指标

12月9日召开的中央政治局会议传递2017年经济发展六大信号。一、明确稳中求进工作总基调是治国理政重要原则；二、供给侧结构性改革步入“深化之年”；三、加快推进一批基础性关键性改革；四、大力振兴实体经济；五、加快研究建立房地产平稳健康发展长效机制；六、多举措释放扩大开放积极信号。

12月14日至16日召开的中央经济工作会议明确，2017年要继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济问题根源是重大结构性失衡，供给侧结构性改革，最终目的是满足需求，主攻方向是提高供给质量，根本途径是深化改革。

综上所述，美国经济复苏、中国经济平稳，对原油需求有望继续稳步增长，而欧元区原油需求受政治格局变化影响存在变数。

2.2 国际原油供需

2.2.1 供过于求有望改善

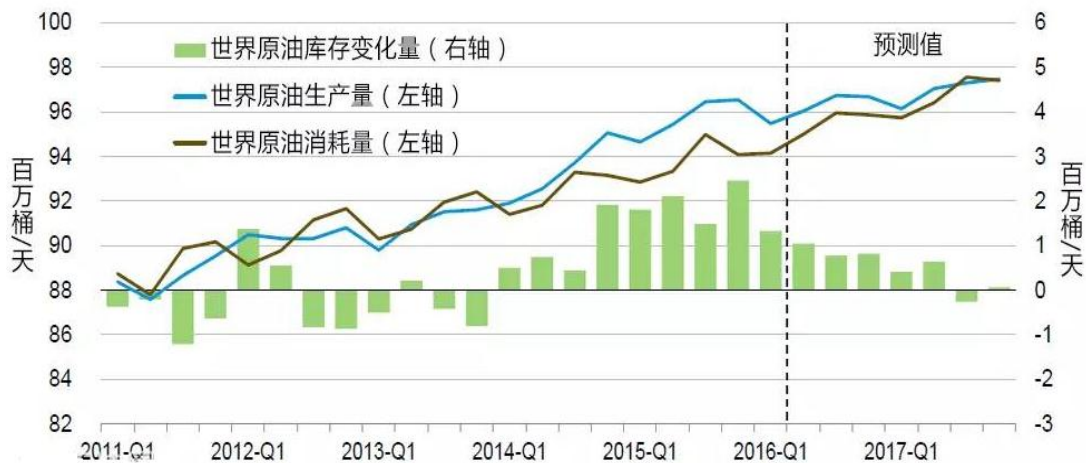
11月30日OPEC会议同意从2017年1月起的六个月，将日产量限制在不超过3250万桶的水平。OPEC从明年1月起将日产量减少约120万桶，其中沙特将日产量减少约50万桶，伊拉克减产20万桶/日，伊朗豁免产量定在390万桶/日。

12月10日OPEC与非OPEC国家于维也纳开会敲定全球原油限产协议。双方达成十五年来首份联合减产协议，俄罗斯以及其他一些非OPEC产油国在维也纳会议上承诺减产超

过 60 万桶/日。

如果产油国能够很好的执行减产协议，那么明年油市将会恢复平衡。EIA 发布的未来油气市场研究报告显示，2017 年下半年世界原油市场将重新回到平衡状态。

2011-2017年世界原油生产与消耗量变化图

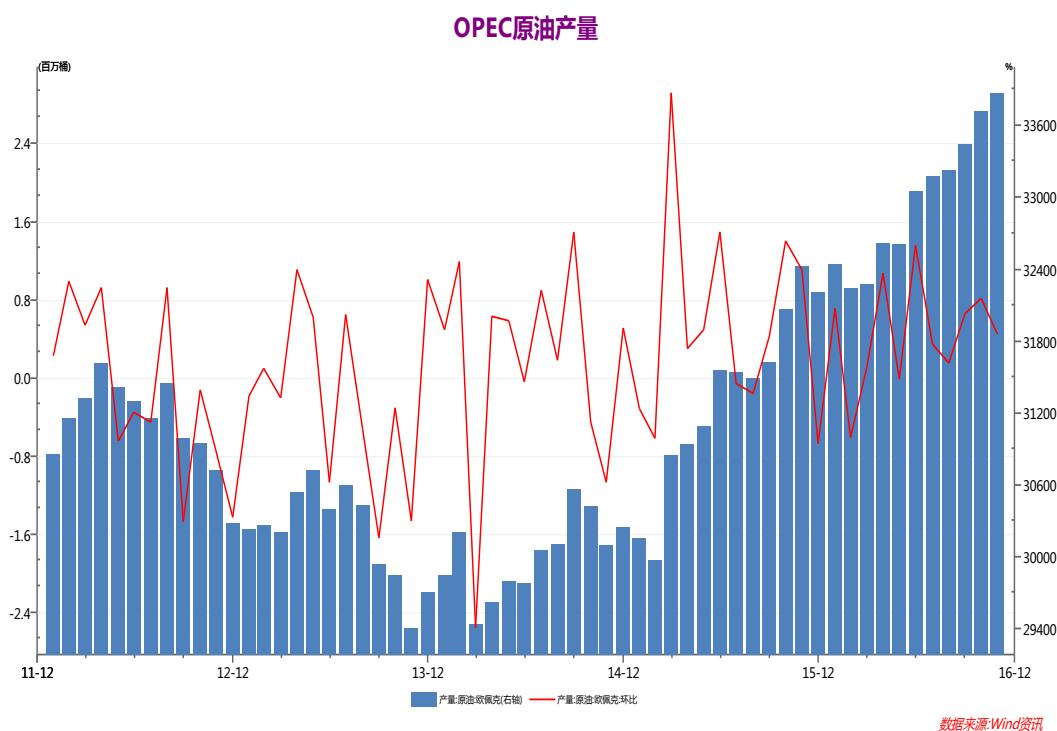


数据来源：EIA

图 5 世界原油供需变化

2.2.2 主产国产量居高不下

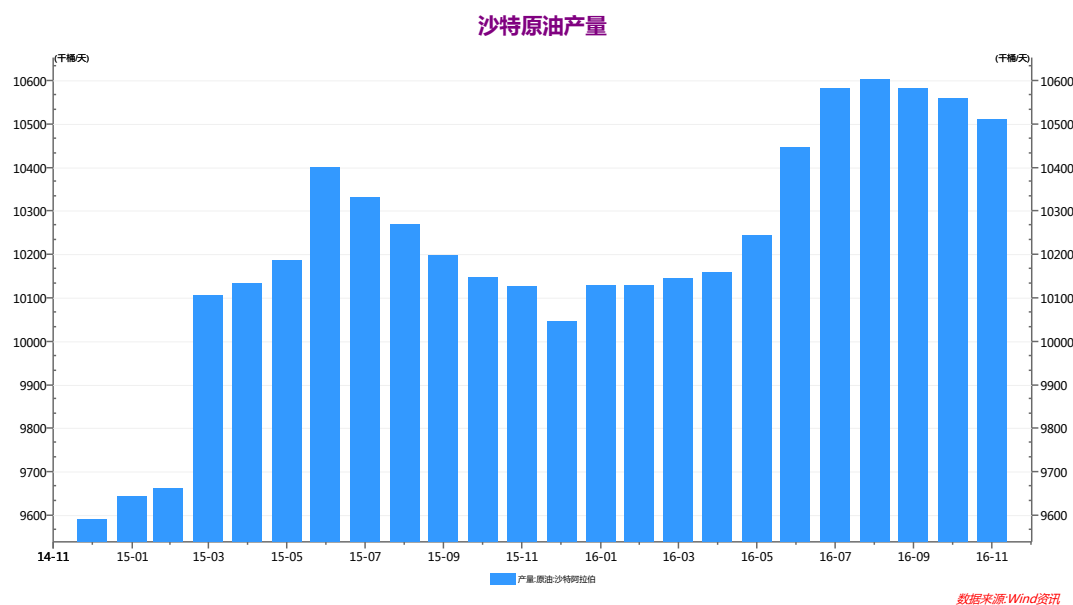
12 月 14 日 OPEC 发布的月报显示，OPEC 11 月原油产量增加 15.08 万桶/日至 3387 万桶/日，至少为 2008 年以来最高。预计供应减少至少要到 2017 年下半年才会令市场重新恢复均衡，预计 2017 年全球油市供应过剩 124 万桶/日。



数据来源: wind

图 6 OPEC 原油月度产量

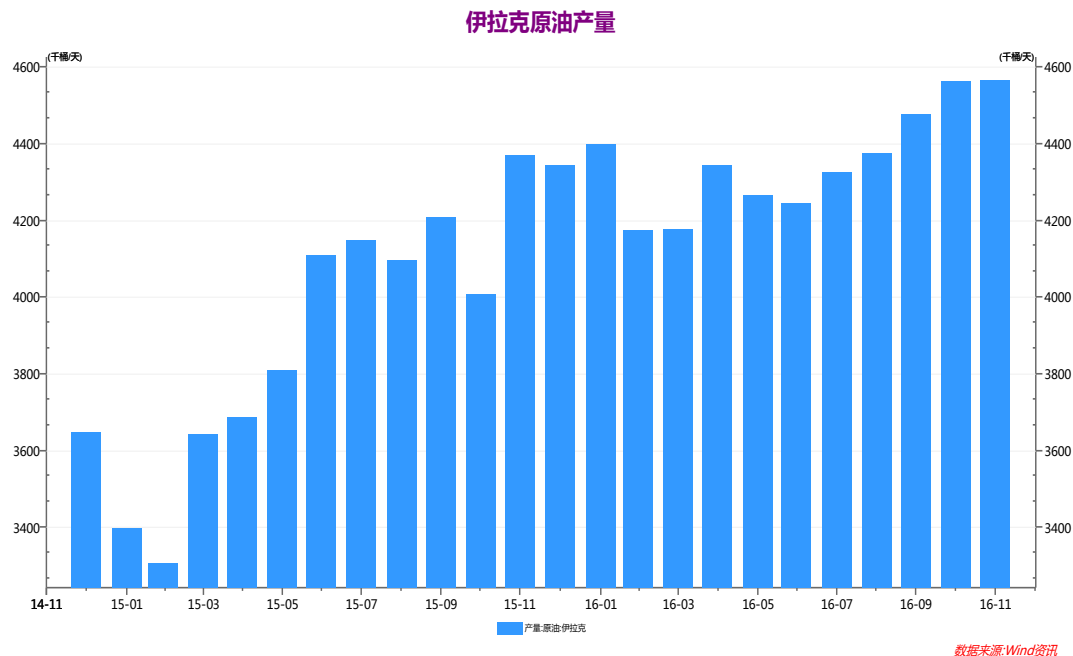
据二手资料显示，OPEC 最大产油国沙特 11 月原油产量下降 4.72 万桶/日至 1051.2 万桶/日(10 月为 1055.9 万桶/日)，但 11 月据沙特上报的日产量较上月增加 9.5 万桶至 1072 万桶。沙特在冻产协议中同意大幅减少产量，将日产量减少约 50 万桶，至 1006 万桶。



数据来源: wind

图 7 沙特原油月度产量

第二大产油国伊拉克 11 月原油产量微升至 456.4 万桶/日，10 月为 456.2 万桶/日。在冻产协议中同意减产 20 万桶/日，将日产量降至 435.1 万桶，之前伊拉克一直拒绝减产，给达成协议设置了障碍。

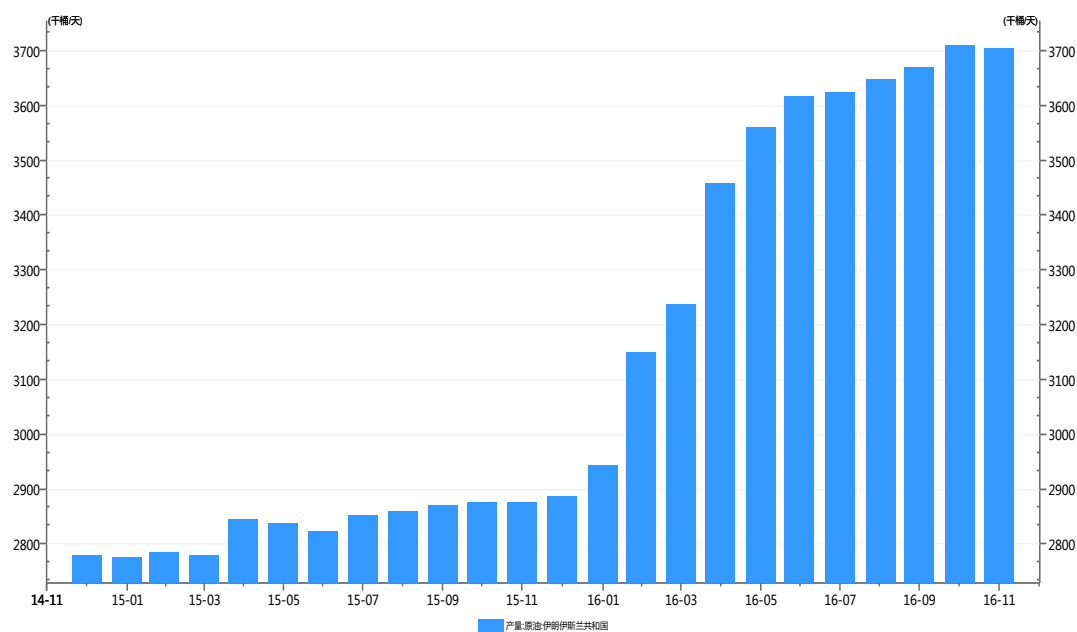


数据来源: wind

图 8 伊拉克原油月度产量

第三大产油国伊朗 11 月原油产量下降 0.57 万桶/日至 370.3 万桶/日(10 月为 370.9 万桶/日)。伊朗、利比亚和尼日利亚被特别豁免参加减产，因这三个国家仍坚持要求增加出口，恢复因国际制裁、内战和暴力活动等因素失去的市场份额。

伊朗原油产量

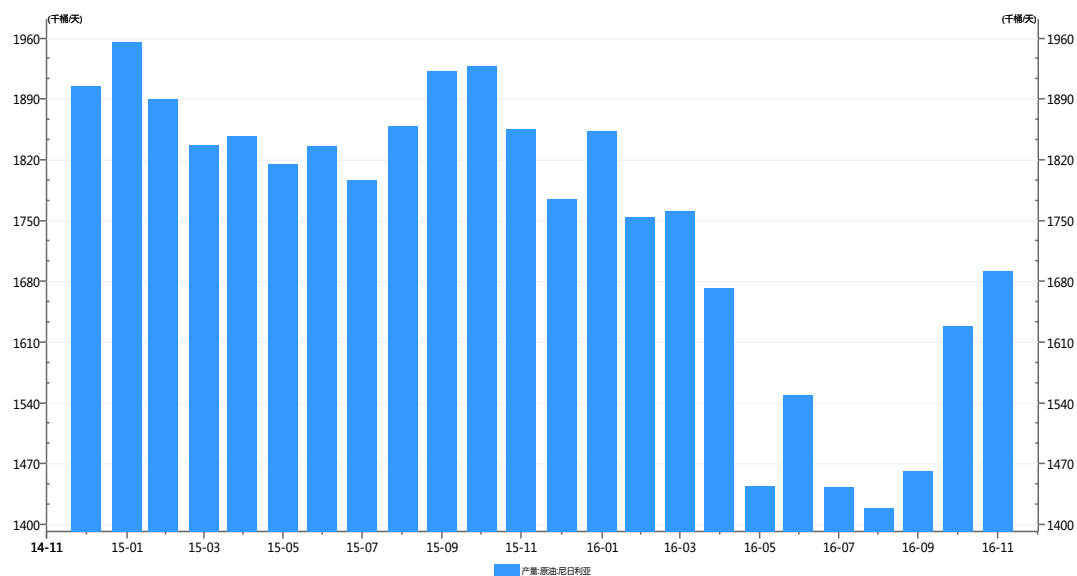


数据来源: wind

图9 伊朗原油月度产量

尼日利亚 11 月原油产量增加 6.3 万桶/日至 169.2 万桶/日，12 月 15 日尼日利亚石油部长 Emmanuel Ibe Kachikwu 在阿布贾的一次论坛上表示，目前尼日利亚石油产量接近 180 万桶/日。

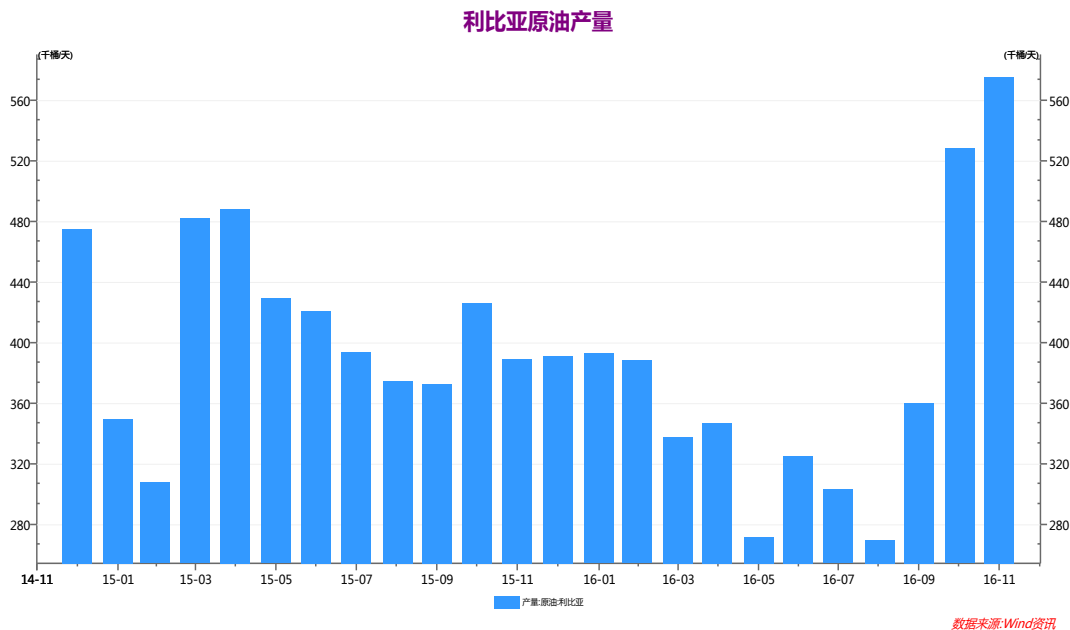
尼日利亚原油产量



数据来源: wind

图10 尼日利亚原油月度产量

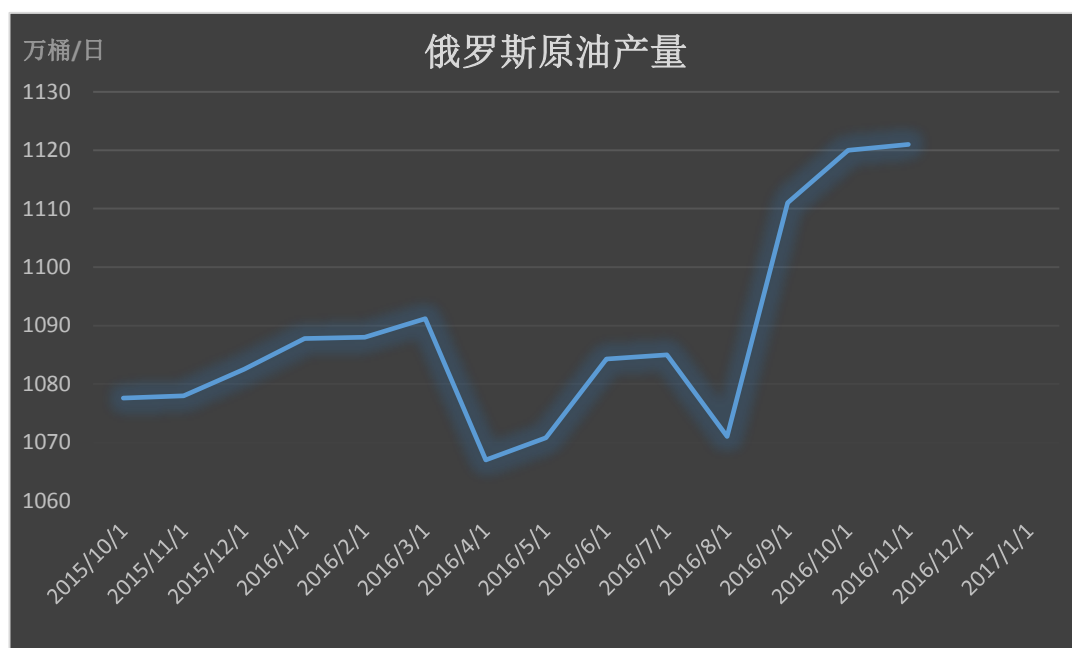
利比亚 11 月原油产量增加 4.8 万桶/日至 57.5 万桶/日，12 月 20 日利比亚国家石油公司已经确认，通往 Sharara 和 El Feel 油田的输油管道已经开启，这将为利比亚在未来三个月内增加 27 万桶/日的原油产量。



数据来源: wind

图 11 利比亚原油月度产量

非 OPEC 最大产油国俄罗斯能源部数据显示，该国 11 月日均原油产量达到 1121 万桶，为近 30 年最高水平。俄罗斯能源部长表示，该国 2016 年原油产量料总计为 5.475 亿吨，较之前一年增加 2.5%。俄罗斯已经同意分布减产计划，明年 3 月将减少 20 万桶，4 月将减少 30 万桶。



数据来源：俄罗斯能源部、东方期货

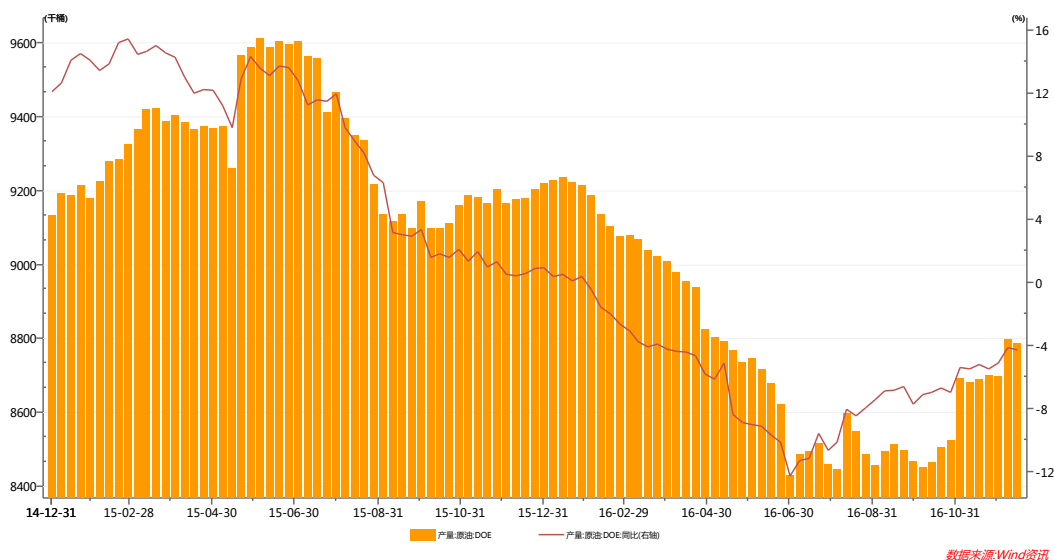
图 12 俄罗斯原油月度产量

2.2.3 美国能源政策有变

美国能源信息署(EIA)12月6日发布月度短期能源报告称, 今明两年美国原油产量降幅预计将小于之前的预期。EIA 报告显示, 2016 年美国原油日产量将减少 56 万桶至 886 万桶。上月预计为按年减少 58 万桶。

美国原油产量于 2015 年 4 月达到峰值 969 万桶/天后, 由于低油价促使美国关闭钻井平台, 油气公司大幅度削减资本开支, 产量持续下降今年 10 月, 随着油价反弹原油产量有所回升, 与美国钻井平台数量快速下降相比, 美国原油产量的下降速度相对缓慢, 很大程度上得益于原油生产效率的提高。

美国原油产量与同比

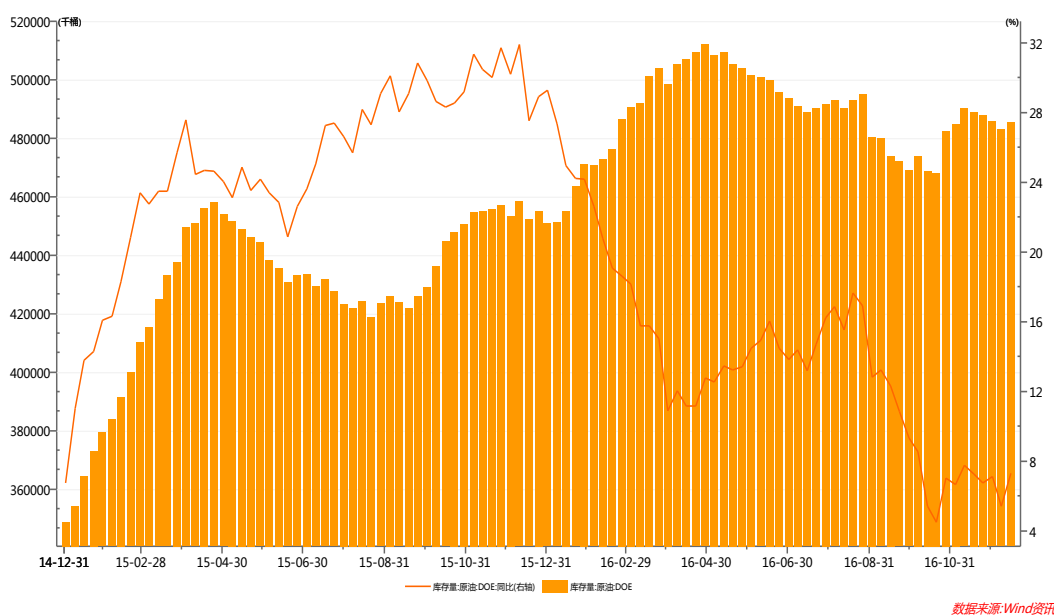


数据来源：wind

图 13 美国原油周度产量

与去产能伴随的是去库存的过程。从美国商业原油库存数据来看，整个库存在 2016 年 4 月底达到峰值水平为 5.12 亿桶，但目前商业原油库存数据为 4.85 亿桶，库存下降 6%。

美国商业原油库存与同比



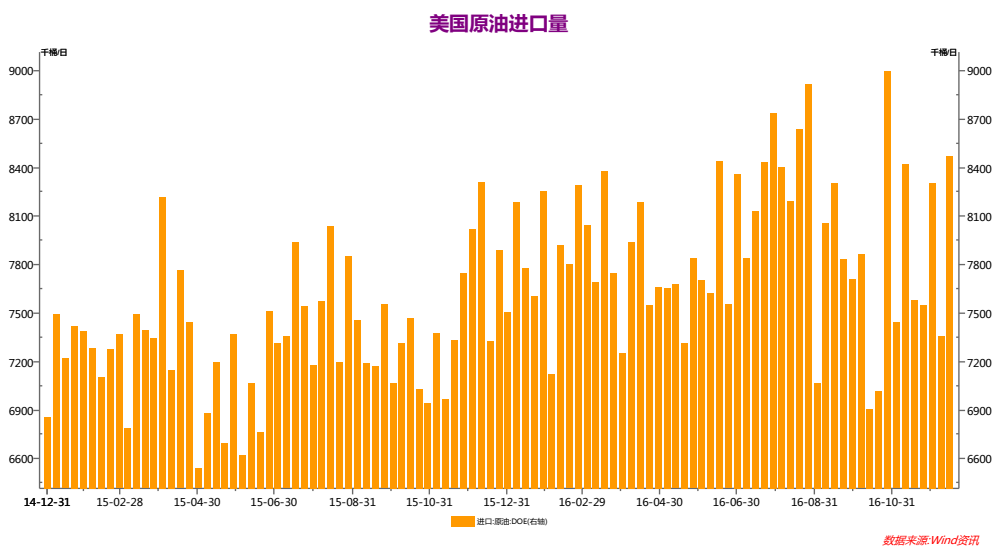
数据来源：wind

图 14 美国商业原油库存

新任美国总统特朗普的能源计划包括，解除能源生产限制，开放在岸和离岸的联邦土地租赁，取消奥巴马颁布的反煤炭政策以及鼓励页岩油资源的开采，从而创造高薪工作岗位，减少甚至消除美国的能源依赖，增加税收收入以及价值数十亿美元的经济活动。

特朗普政策框架中的三大支柱之一的能源独立，如果实现将减少美国原油进口量，截止请务必阅读正文之后的免责条款部分

12月16日当周美国原油日进口量为847.1万桶/日，从而大大减缓全球供求趋于平衡的速度。



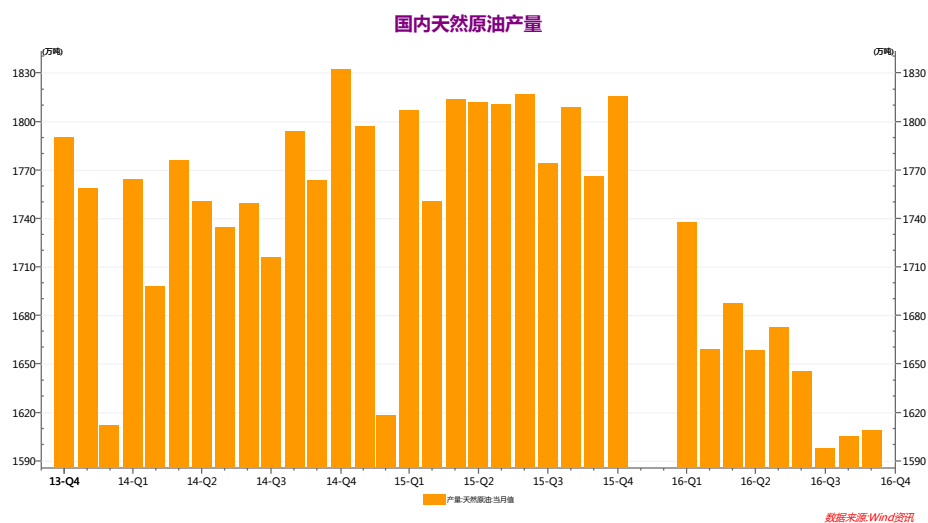
数据来源: wind

图 15 美国原油周度进口量

2.2.4 亚洲需求继续增长

由于国际原油价格维持低位运行，再加上国内油气消费增速放缓，引发连锁反应，今年我国原油产量首次出现大幅度减产，三桶油在油气勘探开发上的投入也开始下降。

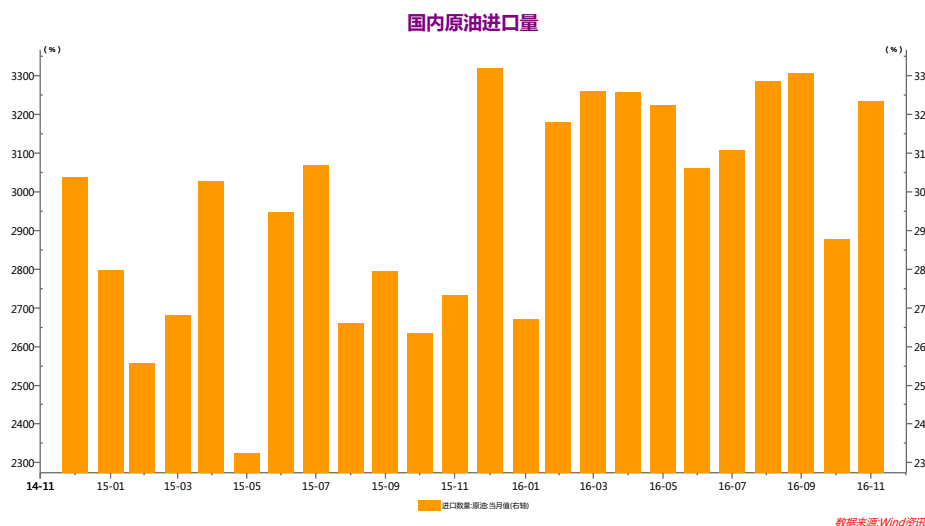
据国家统计局网站消息，11月份中国规模以上工业原油产量降幅较10月份收窄，产量1609.0万吨，同比下降9.0%，降幅比10月份收窄2.3个百分点，原油生产企业计划性减产情况依然明显。



数据来源: wind

图 16 中国天然原油产量

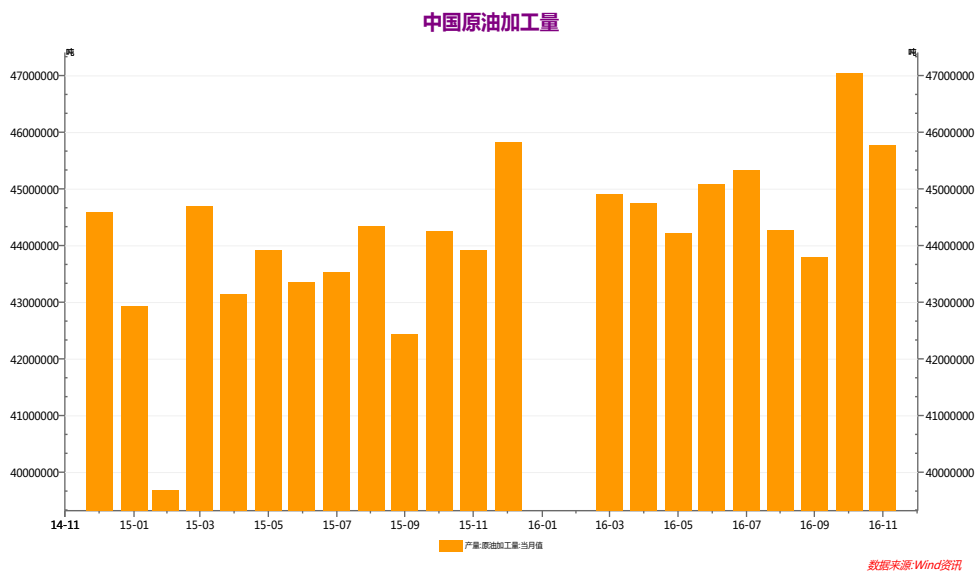
受中国地方炼油厂原油进口权开放及低油价环境中国加速石油储备库建设的驱动,过去两年中国原油进口量大幅增长。2015 年我国石油净进口量 3.28 亿吨,增长 6.4%,增速比上年高 0.6 个百分点,对外依存度首破 60%,达到 60.6%。今年 1-11 月份,原油进口量 3.45 亿吨,同比增长 14.0%,原油进口量占产量与进口量之和的比重已达到 65.3%,比去年同期提高了 4.7 个百分点。



数据来源: wind

图 17 中国原油月度进口量

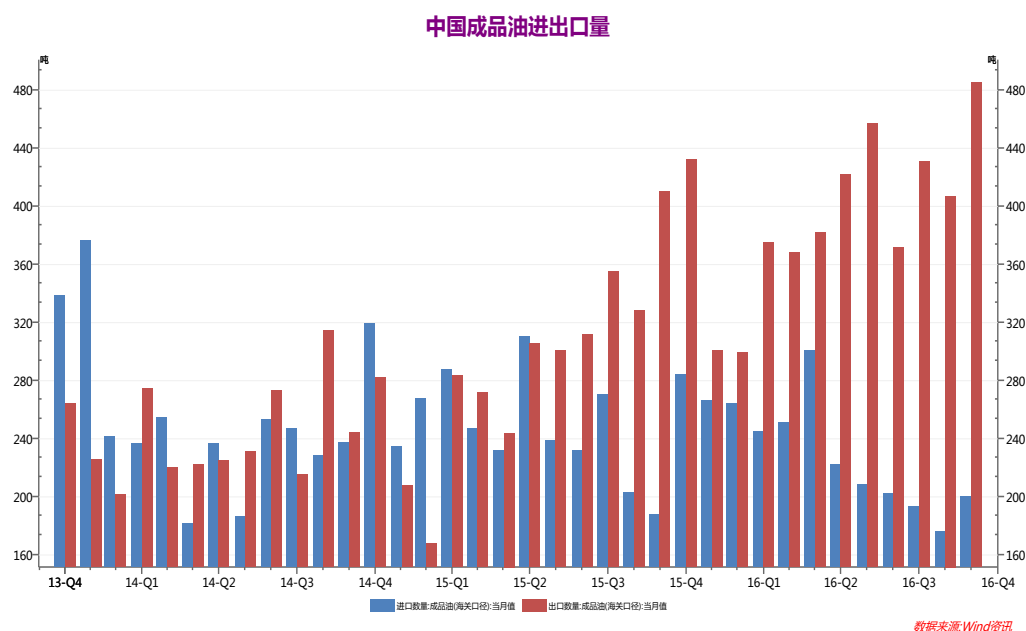
据中国国家统计局 12 月 13 日公布数据显示,中国 11 月炼厂炼油量较上年同期增加 3.4%至 4577 万吨,相当于 1114 万桶/日,以日炼量来看创下纪录新高,因为炼厂岁修渐次完成,且独立炼厂提升产出。



数据来源: wind

图 18 中国原油月度加工量

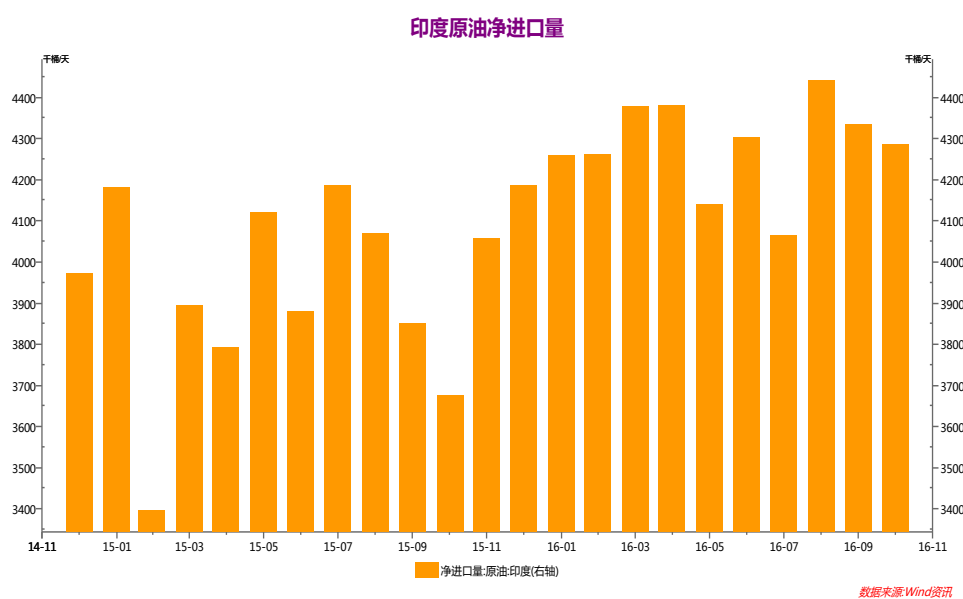
今年中国从一个成品油净进口国完全转变为净出口国，主要原因是炼油能力的不断增长，产能过剩通过出口来消化，但传闻明年地炼厂的成品油出口配额可能被取消。今年 1-10 月份，成品油（包括汽油、煤油、柴油、其他燃料油和石脑油）出口 3811 万吨，同比增长 37.4%。



数据来源: wind

图 19 中国成品油进出口量

随着印度经济的持续发展，印度原油净进口量持续增加。在 2015-2016 年全球原油供给过剩期间，印度进口量没有增长，2016 年进口量在 410-440 万桶之间震荡。



数据来源: wind

图 20 印度原油净进口量

能源咨询公司 WoodMackenzie 称, 中国、印度等国正在新建、扩建炼油厂, 这将抵消日本关闭炼油产能的影响, 从而使亚洲 2017 年净增 45 万桶/日的原油加工能力, 这是 2014 年以来的最高增量, 有利于终结原油供应过剩并推高油价。

2.3 其他影响因素

2.3.1 冻产协议执行情况

伊拉克在同意石油输出国组织(OPEC)限产协议的一周后, 开始显现出欺诈的迹象, 伊拉克不但没有减产, 反而计划在 1 月份增加原油销售量。根据 12 月 8 日的一项原油装载计划表来看, 伊拉克国家石油营销组织(SOMO)计划在 2017 年 1 月增加巴士拉原油出口至 353 万桶/天, 这比 10 月的产量高出近 7%, 此次增加不容小觑, 因巴士拉原油产量占伊拉克出口总量的 85%左右。冻产协议的执行情况将直接影响到供求平衡效果。

2.3.2 美元加息进程

根据美联储最新公布的“点阵图”(dot plot, 委员们对于 2017 年加息次数的预测), 2017 年可能加息三次。不过美联储仍然表示, 当前经济的状况仍然只适宜渐进加息。美元仍有上涨空间, 对原油等以美元计价的大宗商品利空。

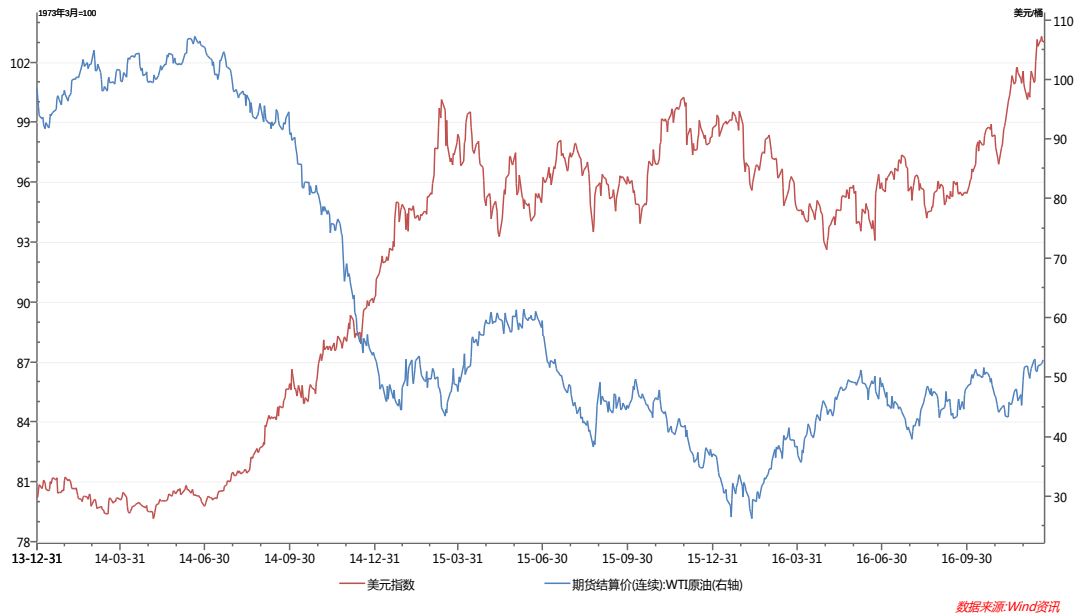


图 21 美元指数与 WTI 原油

2.3.3 页岩油复苏步伐

随着油价升破 50 美元, 美国钻井数量快速回升, 而页岩油的产量和钻机数高度相关, 基本每台钻机可以带来 9200 桶/天的产量。从前期的数据对比可以得知, 美国钻井数量的请务必阅读正文之后的免责条款部分

增长反映到产量的增长大概需要 6-7 个月的时间，由此推断美国原油产量已经开始步入增长周期。



数据来源：东方期货

图 22 美国钻井数量与 WTI

3 技术分析

美原油指数从月 K 线上看，对于 104 美元跌至 29 美元的黄金分割率分别是 0.618 的 58 美元和 0.5 的 67 美元以及 0.382 的 75 美元。



数据来源：文华财经

图 23 美原油月 K 线

4 后市展望

综上所述，明年全球经济增长参差不齐，原油需求也会潮起潮落有所波动；供给方面，由于冻产协议的达成，油价底部基本探明，后市主要看协议的执行情况，如果产油国严格执行将加快油市供求平衡；另外，随着油价上涨，页岩油复苏之势已经不可阻挡，产量增加的步伐对油价将产生直接影响，还有美元加息进程和特朗普独立能源政策，对油市都有偏空影响；总之，2017 年油价将稳步提升，但上涨空间仍不容乐观，预计在 45-75 美元之间波动。

天然橡胶基本面向好 价格重心有望继续上移

● 2017 年全球天然橡胶供需状况有望进一步改善

全球天然橡胶产能始终大于需求，但实际产量还是要看价格是否能激发胶农的生产积极性和天气情况而定。天然橡胶生产国协会（ANRPC）11 月份发布数据显示，天然橡胶产量连续三年微增长甚至负增长，2016 年全年预期增长 0.1%。通常情况下，天然橡胶产量增速约为 3-4%。在需求侧，天然橡胶需求对经济增长具有很强的敏感性。国际货币基金组织（IMF）最新预测明年世界经济增速 3.4%，经济形势继续好转；考虑到川普基建政策和国内基建项目的有序推行，我们测算，2017 年全球天然橡胶需求增速或到 4.5%。全球天然橡胶供需状况有望进一步改善。

● 天然橡胶价格底部显现，价格重心有望继续上移

尽管 2016 年 1-11 月份国内天然橡胶（含复合橡胶、混合橡胶）进口量小幅增加，但下游汽车、轮胎等行业受政策推动需求超预期，促使青岛保税区库存量在 10 月底降至绝对历史底部，引发了沪胶在 11 月初的强力拉升，当前处于一个相对合理的价位。目前，下游轮胎企业订单充足，需求预期向好；此外，石油和合成橡胶的价格回升支撑天胶价格的进一步走高；但是，价格如果维持当前价格或者稍高位置在半年以上，将促进产能的释放，价格的进一步上升阻力较大。因此，我们认为明年天然橡胶价格重心上移成为大概率事件。考虑到产销的季节性因素，预计明年 4 月前，价格维持上升趋势；中间月份可能回调，年底抬升。全年价格运行区间或在 16000 至 24000。

东方期货研究院

研究员 魏宏杰

电话：021-80232053

邮箱：weihj@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦
电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

天然橡胶

1 行情回顾

今年以来，受政策、天气等多种综合因素影响，天然橡胶供需情况得到改善，青岛保税区库存在 10 月份低至绝对历史底部，相应地，沪胶价格在 1-10 月份呈现低位震荡走势，11 月份出现强势拉升，走出了自 2011 年 2 月以来近 6 年的大熊市。截至到最后一个交易日（12 月 30 日），主力合约收 18350 元/吨，较年初的 10160 元/吨上涨 80.61%，如图 1 所示。行情大致可以分为如下阶段：

1-4 月份，泰国等东南亚主产区遭遇明显的厄尔尼诺天气，干旱使得现货市场供应推迟，国内轮胎厂在春节后开工率快速回升，汽车产销稳中向好，带动期货价格上涨行情；4 月 21 日，主力合约收报 13445 元/吨，较年初上涨 32.33%。

进入 5 月份后，市场预期信贷收紧，同时橡胶主产区旱情缓解，轮胎厂成品库存增加，对沪胶价格形成压制。

6-9 月份后，主产区转为拉尼娜多雨天气，现货市场供应偏紧，同时国内 1609 仓单持续攀升的多空博弈，使得价格震荡不定。

第四季度，1609 合约库存矛盾释放，青岛保税区库存见底，同时下游消费数据超预期，尤其是 9 月份开始实施史上最严《超限运输车辆行驶公路管理规定》后重卡销售出现井喷式增长，间接引发沪胶上扬。



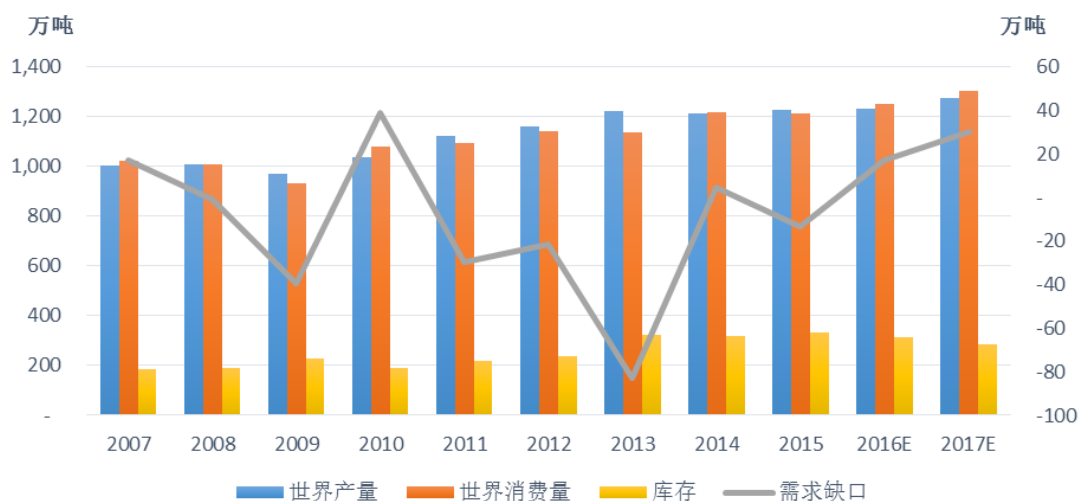
数据来源：Wind，上海期货交易所，东方期货研究院

图 1 2016 年沪胶主力合约走势

2 基本面分析

2.1 供给面：全球天然橡胶供需状况改善 但仍处于产能过剩状态

东南亚金融危机过后，天然橡胶经历了一轮持续走高的行情，极大地刺激了各植胶国的种植热情，供应能力持续扩张。虽然天然橡胶生产最近几年受到价格持续低迷的严重影响，胶园主生产积极性不足，胶园疏于管理，但毁林砍树还是局部的、个别现象，当前仍然处在产能释放大周期中。2016 年，天然橡胶产能受到价格低迷和天气（厄尔尼诺和拉尼娜）双重影响未能释放，产量增长缓慢。依据 IRSG 资料初步估算，2016 年全球产量为 1232 万吨，比去年微增 0.3%；全球天然橡胶需求量到达 1250 万吨，比去年增长 3.0%。全球库存下降，供需结构得到改善。另据我们估算，2017 年供需状况有望进一步改善，在 2019 年以后，产能增速将放缓，市场将得到有力改善，但产能过剩的局面仍将维持。

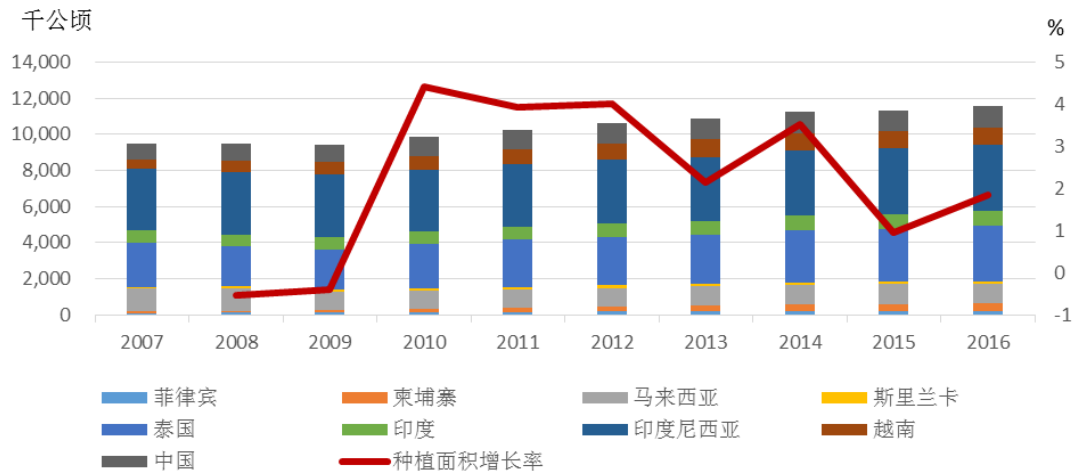


数据来源：IRSG，东方期货研究院

图2 全球天然橡胶供需及需求缺口

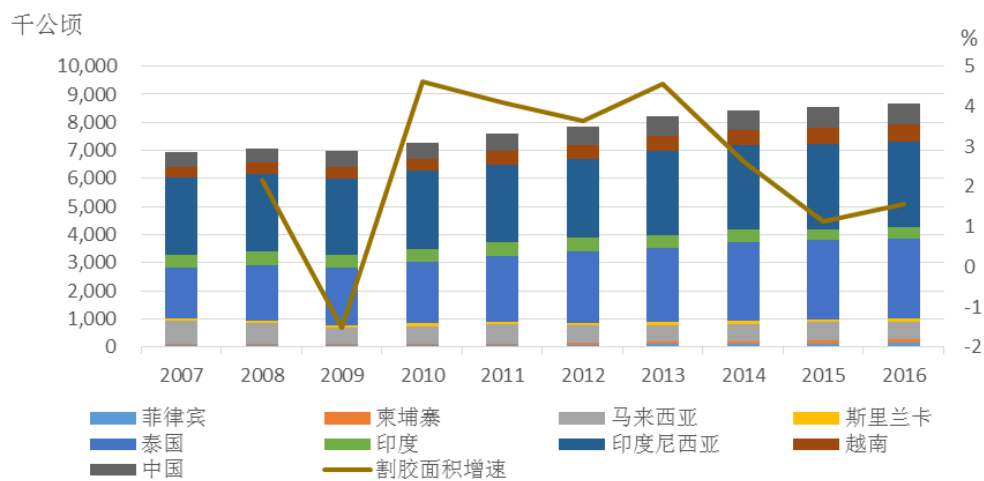
2.1.1 2016 年 ANRPC 成员国种植面积和割胶面积微增、预期产量与去年基本持平，未来产能受到新种面积限制增幅缓慢

最近三年，受到价格持续低迷、天气、主产国泰国劳动力成本上升和新增开割胶园单产较低等因素综合影响，ANRPC 成员国种植面积和割胶面积的增速出现下滑，产量与去年基本持平（见图 3，图 4 和图 6）。2016 年 ANRPC 种植面积、割胶面积和预计产量分别到达 1156.4 万公顷、866.3 万公顷和 1108 万吨，比去年增加 1.85%、1.56%和 0.1%。年产量在百万吨以上的国家有泰国、印尼和越南，预期产量分别为 450.0 万吨、315.5 万吨和 104.9 万吨，占成员国总产量的 40.9%、28.7%和 9.5%。



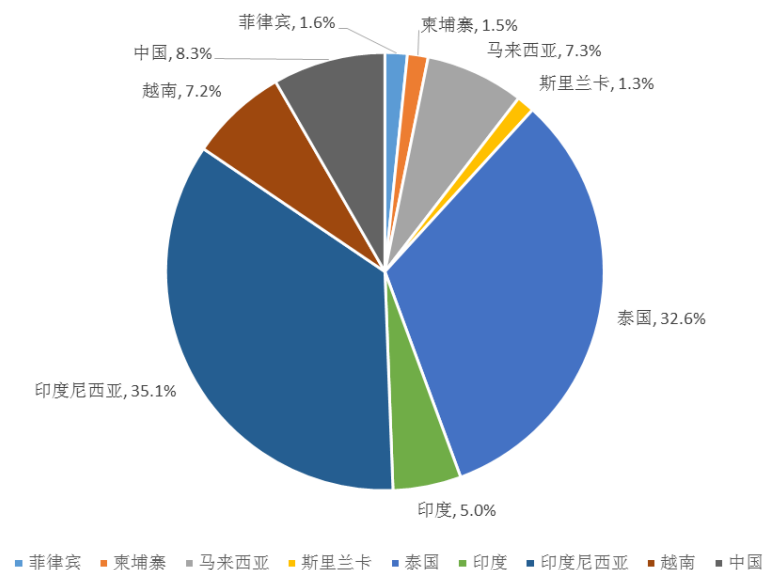
数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图3 ANRPC 成员国橡胶种植面积及增长率



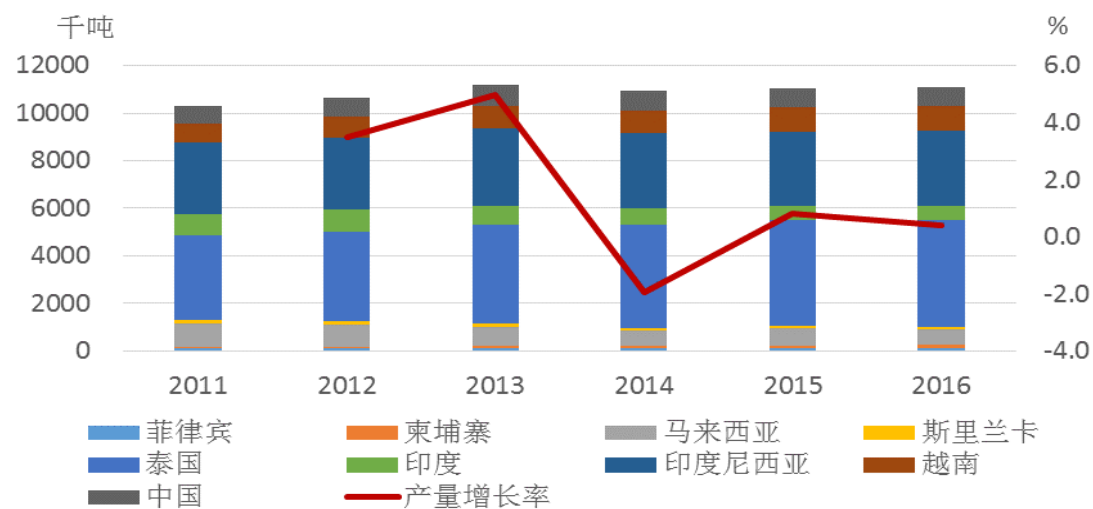
数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图4 ANRPC 成员国橡胶割胶面积及增长率



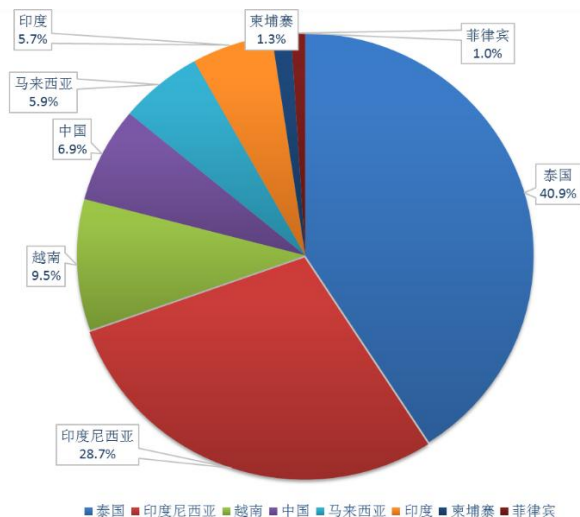
数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 5 2016 年 ANRPC 成员国橡胶种植结构图



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 6 ANRPC 成员国天然橡胶产量及增长率

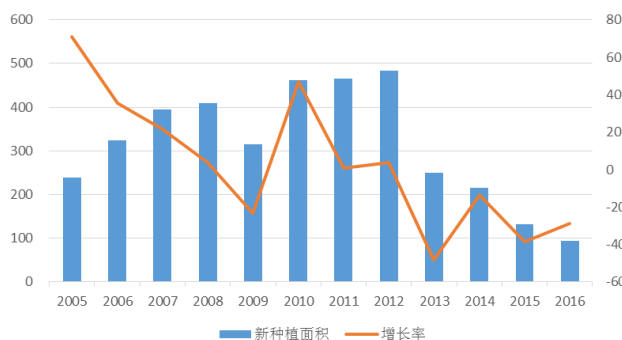


数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 7 2016 年 ANRPC 成员国天然橡胶预期产量结构图

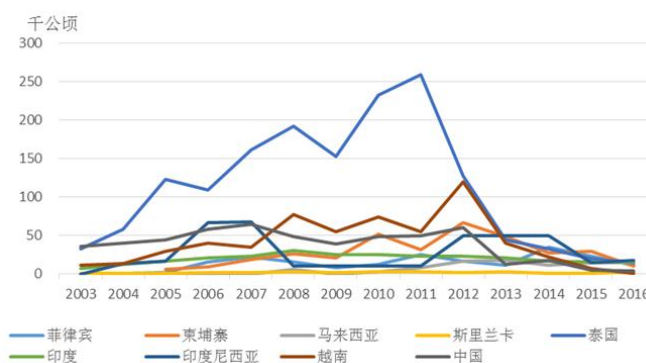
2.1.2 ANRPC 主产国自 2012 年以来，新种植橡胶面积大幅减少影响，未来产能增加速度减缓

受到可供橡胶种植土地面积的限制和价格因素的双重影响，2012 年以后橡胶新植面积连年下滑，尤其是第一大产胶国——泰国，由高峰年的 25.8 万公顷降低到 2016 年的 1.5 万公顷。第三大产胶国越南的新种面积自 2013 年开始也进入下降通道，从高峰年的 11.9 万公顷降至当前的 0.1 万公顷。据此，按照橡胶正常的生产周期测算，在 2019 年以后 ANRPC 成员国天然橡胶供给能力增速将出现回落。



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 8 ANRPC 橡胶新种植面积及其增长率



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图9 ANRPC 成员国橡胶新种植面积

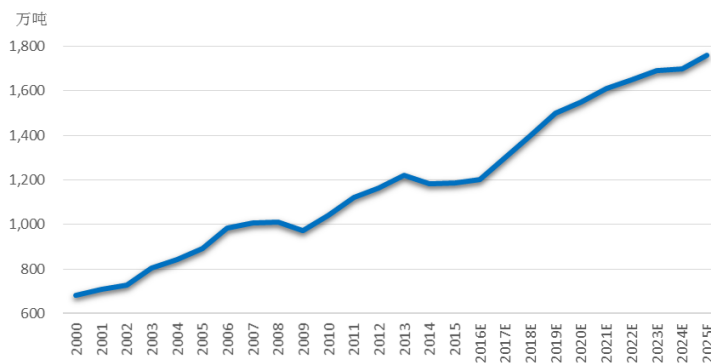


数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图10 ANRPC 成员国橡胶更新面积

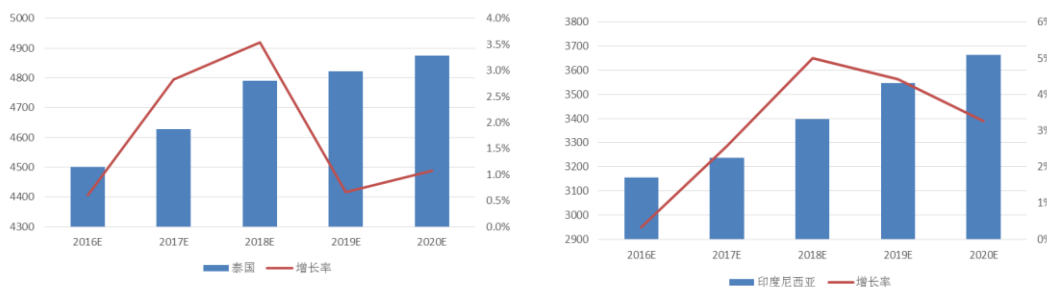
2.1.3 ANRPC 主要生产国增产空间差别较大

天然橡胶产能主要与橡胶树的树龄结构、品种和可开割面积有关，而产能转化为现实有赖于价格（即生产意愿）、田间管理、割胶技术和天气等因素影响。自2003年以来在天然橡胶价格上涨过程中，全球橡胶种植面积大幅扩大，未来供应充足，据IRSG测算，2025年全球天然橡胶产能有望达到1760万吨。未来，第一大产胶国泰国受2012年以来新种胶园面积下降的负面因素和2003年以来种植橡胶树将迎来高产期的正面因素叠加影响，产能增速预期在2019年产量增速的拐点将出现；从区域上看，泰国东部及东北部等新兴种植区域的天然橡胶产量将增加，可部分弥补南部区域因胶园老化的减产。第二大产胶国印尼的胶园管理水平普遍较差，如果增加田间投入，增产效果明显，最具生产潜力。第三大产胶国越南胶园管理相对规范、未来三年内进入生产期的胶园增幅较大，劳动力成本低且充足，所以，近期增产空间较大；但受到2013年开始新种面积大幅下滑，同泰国的情况类似，预期2020年后增产幅度开始减缓。此外，柬埔寨为新兴植胶国，2016年开割率仅33%，后备待开割胶园面积大，未来增产空间大。



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 11: 全球天然橡胶产量及产能预测

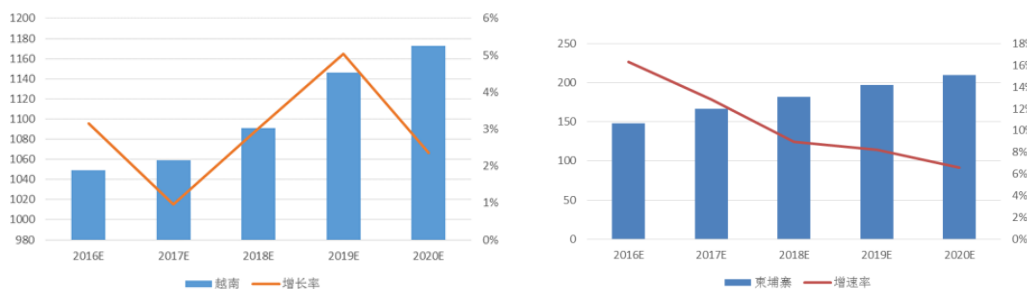


数据来源：ANRPC，东方期货研究院

数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 12 泰国天然橡胶产能预测 (千吨, 下同)

图 13 印尼天然橡胶产能预测



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

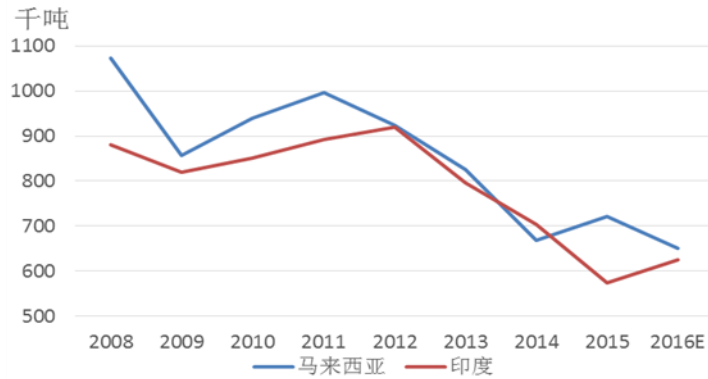
数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 14 越南天然橡胶产能预测

图 15 柬埔寨天然橡胶产能预测

2.1.4 马来西亚和印度弃割相对严重，产量大幅持续减少

需要特别关注的是在这轮价格下跌周期中，马来西亚和印度两大生产国胶园弃割现象相对严重，产量持续下滑，如果未来价格回升激发胶农生产意愿水平后，恢复割胶面积较大，产量将会有 10%以上的增幅。



数据来源：ANRPC，东方期货研究院

图 16 马来西亚和印度天然橡胶产量趋势图

2.2 我国天然橡胶（含复合橡胶、混合橡胶）进口量增加和国内产量下降

2.2.1 我国天然橡胶进口量同比增长 2.9%

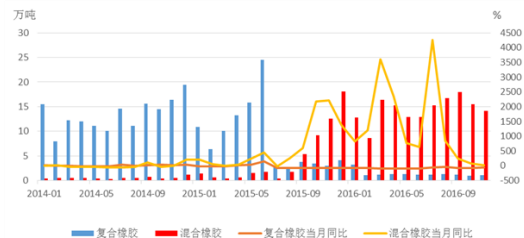
根据海关统计和我们测算，2016 年 1-11 月份，我国共进口天然橡胶（含复合橡胶、混合橡胶）382.3 万吨，同比增加 2.9%；其中天然橡胶 214 万吨，同比减少 12.2%。实际上，自 2015 年 7 月，复合橡胶新标准实施以后，进口量大幅减少，混合橡胶进口量出现大增。据海关统计，2016 年 1—11 月份混合橡胶进口量 158.57 万吨，同比增长 346.4%；复合橡胶进口量 14.92 万吨，同比减少 84.5%。

在天然橡胶进口方面，需要关注 2016 年 8 月中国天然橡胶协会、中国合成橡胶工业协会联合发布的《混合橡胶通用技术自律规范》，其中定义混合橡胶为质量分数不低于 50% 的合成橡胶与质量分数不高于 50% 的天然橡胶混合而成，且含氮量不超过 0.30% 和不少于 0.15% 的混合物。目前该标准只是行业自律标准，不具备强制执行效力，但如果将来海关采纳该标准，将对橡胶上下游企业产生重大影响，抬升生产天然橡胶进口成本。



数据来源：Wind，东方期货研究院

图 17: 我国天然橡胶月度进口量及同比



数据来源：Wind，东方期货研究院

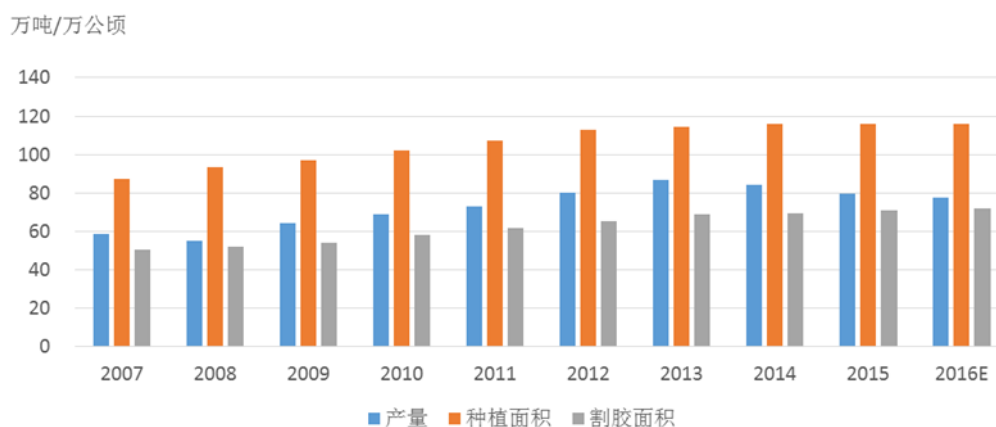
图 18: 我国复合橡胶和混合橡胶月度进口量及同比

表 1 复合橡胶和混合橡胶成分及相关文件规定

名称	天然橡胶含量	时间节点
复合橡胶 (compound rubber)	天然橡胶 95%—99.5%	2015 年 7 月 1 日之前
	天然橡胶不超过 88%	2014 年 12 月 31 日，国家质检总局、国家标准化管理委员会发布《复合橡胶通用技术规范 GB/T 31357-2014》。2015 年 7 月 1 日实施。
混合橡胶 (mixture rubber)	天然橡胶 97.5%	目前状况
	天然橡胶不高于 50%	2016 年 8 月 18 日实施《混合橡胶通用技术自律规范》。发布单位：中国天然橡胶协会、中国合成橡胶工业协会。该规范是行业自律标准，不具备强制执行效力。

2.2.2 我国橡胶种植面积基本稳定，预计产量减少 2.5%

我国植胶区主要分布在海南省、云南以及粤西地区，属于非传统植胶区，生产受到台风和寒害两大自然灾害的影响，生产成本低。在前三季度的价格水平下，我国农户和企业扩大种植橡胶的积极性降到低点，农垦和地方都有部分胶园改种香蕉或其它热带水果。根据 ANRPC 初步估计，到 2016 年底，我国橡胶种植面积为 115.9 万公顷，比去年基本持平。今年受冬春季低温寒害和 4 月份偏干旱等天气因素影响，全国主要产区均推迟 20 天左右开始割胶；而且在 10 月份前出现部分胶园弃割或间歇性停割现象，上轮扩大种植胶园进入高产期仅部分弥补了因天气和弃割造成的产量损失，因而，全国天然橡胶产量严重缩减。根据 ANRPC 初步估计，2016 年我国天然橡胶产量为 77.0 万吨，比去年减产约 2.4 万吨，减少 2.5%。

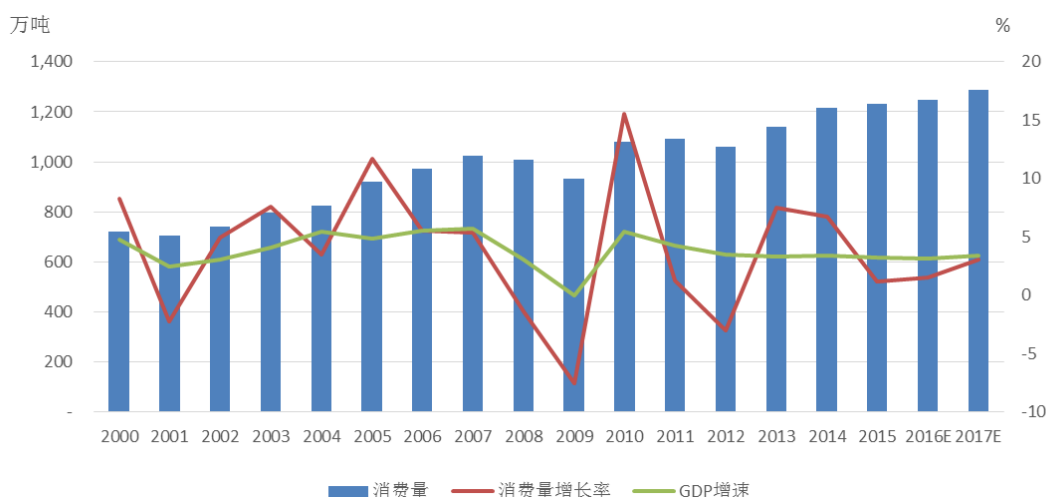


数据来源：Wind，ANRPC，东方期货研究院

图 19 中国胶园种植面积、割胶面积及天然橡胶产量

2.2 需求面：下游关联产业受政策、国际形势等影响，需求超预期形势或将继续保持

天然橡胶作为国际大宗商品，其消费量变动对经济形势变化反映敏感。据国际货币基金组织（IMF）的最新预测：2016 年全球经济增长率为 3.1%，2017 年的增长率为 3.4%，在美国经济好转带动下，明年全球的经济形势有望好于今年。经济形势的好转将导致天然橡胶需求增加。国际橡胶研究组织（IRSG）在 2016 年 12 月发布的全球橡胶工业前景报告中预计，2016 年全球天然橡胶需求预期为 1250 万吨，比去年增长 3.0%；2017 年全球天然橡胶预期需求量将增至 1287 万吨，增长 2.9%。据我们测算，如果考虑美国的 5500 亿美元基建投资计划顺利实施和我国各地 PPP 项目的有序推进，预期需求量将增至 1300 万吨以上。

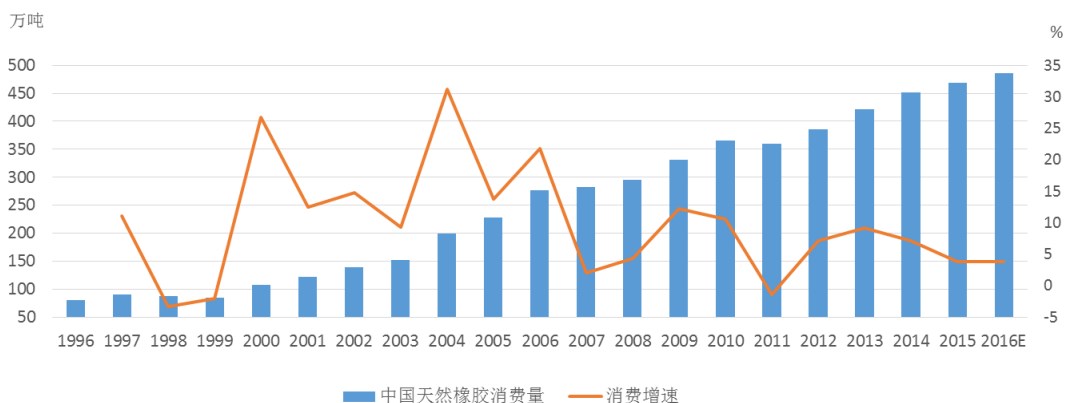


数据来源：IRSG, Wind, 东方期货研究院

图 20：全球天然橡胶消费与 GDP 增速

2.2.1 我国下游关联产业受益于政策推动天然橡胶需求继续增加

2016 年，虽然我国轮胎遭受美国严重的反补贴、反倾销调查，但欧盟市场需求回暖，向印度、中东和非洲等新兴市场出口量增加，尤其是我国 9 月份开始实施史上最严《超限运输车辆行驶公路管理规定》后，重型卡车和及其轮胎需求量增加，促进我国轮胎开工率保持稳定并且比去年略高，轮胎需求增加和出口增长，我国天然橡胶消费量相应增加。据 ANRPC 在 11 月份发布的公布预计，2016 年全国天然橡胶消费量为 480 万吨，比去年增加 3.8%。



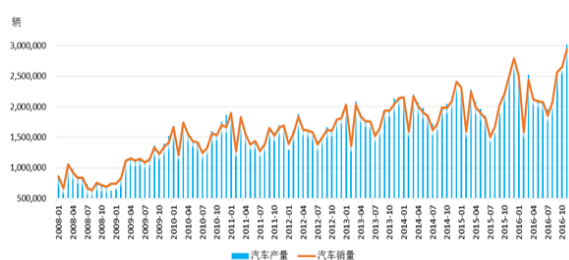
数据来源：IRSG，ANRPC，东方期货研究院

图 21 我国天然橡胶消费量及增长速度

（1）受政策推动我国汽车销量远超预期，用胶大户重卡的销售最为抢眼

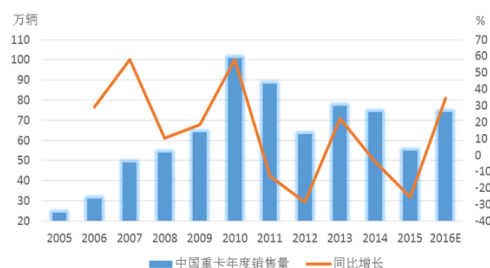
受 2015 年 10 月实施的 1.6L 及以下排量汽车购置税减半优惠政策的利好影响，今年汽车产销两旺，创近年来新高。截止到 11 月份，汽车产量 2494.6 万辆，累计同比增长 14.36%；销售量 2488.2 万辆，累计同比增长 14.25%。

受运输业的回暖和 9 月份的严厉打击货车超载超限治理行动的影响，运输户更新运输车辆，重卡销售在四季度迎来井喷式增长。重卡的销量虽然仅占汽车销量的 2%，但是重卡轮胎重量大、磨损快且天然橡胶比重大，因此，重卡是天然橡胶使用大户，在配套和维修市场上天然橡胶消耗量分别高达 35% 和 65%。前 11 个月，我国重卡销售 64.9 万辆，同比增长 29.5%，特别是 11 月份重卡销售量高达 8.8 万辆，同比增长 88%，走出了连续两年的销售低谷。



数据来源：Wind，东方期货研究院

图 22 我国汽车产销量



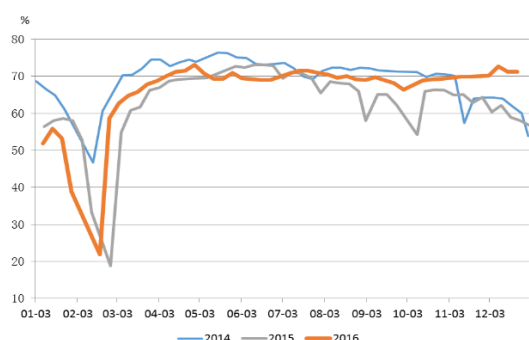
数据来源：Wind，东方期货研究院

图 23 我国重卡销售量和同比增长

（2）轮胎开工率维持高位，企业订单充足

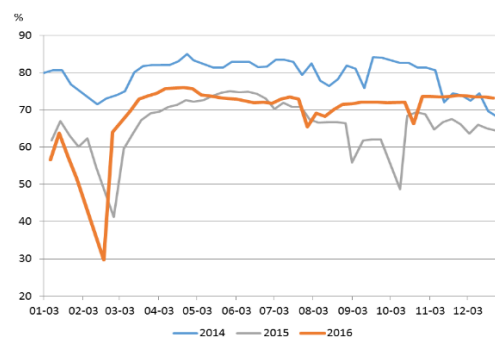
今年我国轮胎行业在中美贸易摩擦中积极调整发展策略，多数人预期“破产潮”并没有发生。在 2016 年春节过后，轮胎厂的开工率都是同比增加，维持高位状况，扭转了 2015 年的下滑趋势，特别是在四季度汽车的产销大幅增长，企业订单充足，全钢胎和半钢胎的开工

率均稳定在 70% 以上，高出去年同期约 5 个百分点。据调研，目前部分轮胎厂的订单生产可
到 2017 年 4—5 月份。



数据来源：Wind，东方期货研究院

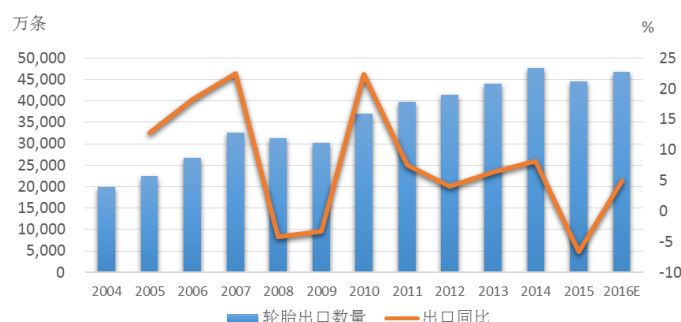
图 24：我国全钢胎开工率



数据来源：Wind，东方期货研究院

图 25：我国半钢胎开工率

今年虽然美国出口量有所下滑，但是美国以外区域市场的拓展情况良好，前 10 个月总
出口量同比仍有增长，预计全年增长 5% 以上。



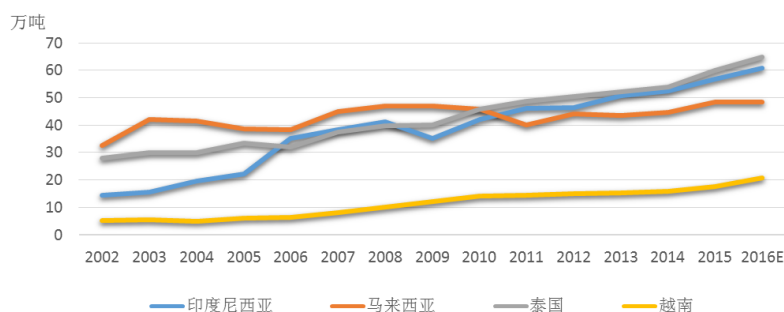
数据来源：Wind，东方期货研究院

图 26 我国轮胎出口数量及同比增长

2.2.2 东南亚主产国天然橡胶消费势头增长强劲

东南亚传统产胶国在 2000 年以后橡胶制品业发展势头强劲，天然橡胶消费量的年增长
率高达 6.8%。2016 年泰国、印尼、马来西亚和越南四国的预期消费量达到 195 万吨，约占
其产量的 20%。

泰国的需求量有望大幅增加。为了支持橡胶行业的发展，泰国工业开拓区、泰国工业园
等相关机构纷纷筹备建立橡胶城，目前，我国轮胎企业为应对近年来的中美贸易摩擦，部分
大企业实施国际化策略，积极在东南亚主产区建厂，极大成为了拉动产地需求，尤其是泰国。
目前，森麒麟集团、上海华谊集团、中策轮胎、赛伦轮胎、玲珑轮胎等国内大型轮胎企业均
在泰国设厂。

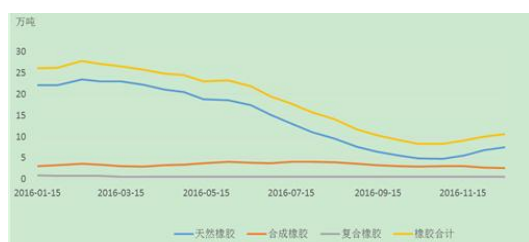


数据来源: IRSG, ANRPC, 东方期货研究院

图 27 东南亚产胶国天然橡胶消费量

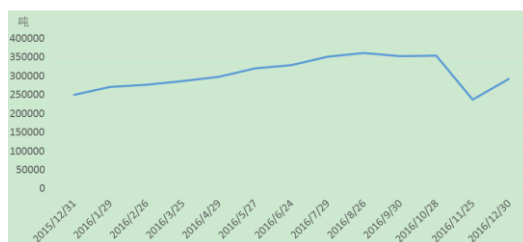
2.3 国内显性库存：整体大幅回落

由于国内天然橡胶产量减少，天然橡胶进口量增长不大，尤其是越南的 SVR3L 以混合橡胶方式免税进口，边境走私量大幅度减少，加快了国内天然橡胶的去库存步伐。截至到 2016 年 12 月 15 日，青岛保税区的天然橡胶和复合橡胶库存为 8.02 万吨，比去年同期减少 13.96 万吨，减少 63.5%；其中约有 4 万吨为 2011—2012 年时高价抵押给银行的橡胶，不能市场流通。截至到 2016 年 12 月 30 日，上海期货交易所库存为 29.15 万吨，比去年同期增加 4.22 万吨，增加 16.95%。国内显性库存比年初整体回落约 25%。



数据来源: Wind, 东方期货研究院

图 28 青岛保税区橡胶库存



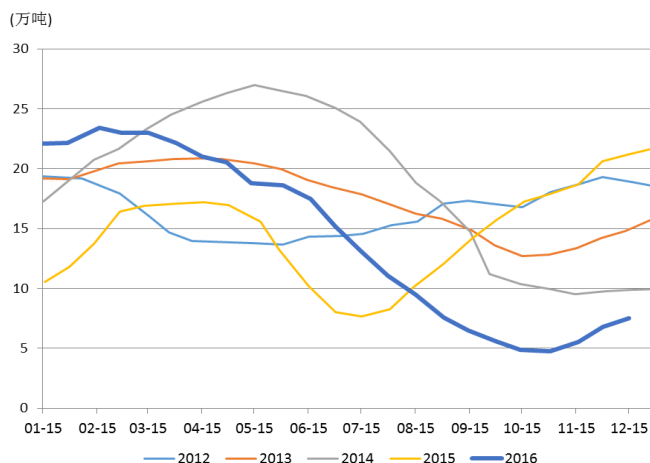
数据来源: SHFE, 东方期货研究院

图 29 上海期货交易所天然橡胶库存

2.3.1 青岛保税区库存处于绝对历史低位，补库存反映现货商态度向多转变

青岛保税区库存代表着国内实体消费状况，其库存下降意味着现货偏紧；而底部补库存更多显示出现货商态度转暖。该保税区天然橡胶存放品种多为泰国、马来西亚的烟片胶和标准橡胶，橡胶注册仓库约有 70 家，实际存放橡胶的仅 20 家左右，核定容量约有 40 万吨。

在全国“去库存”的大背景下，今年 10 月底，青岛保税区天然橡胶报告库存降至 4.76 万吨，实际上，这部分橡胶几乎都是 2011-2012 年期间形成的抵押胶，属于死库存。因此，可以说保税区几乎接近零库存状态。此外，保税区天胶现货价格和远期船货价格倒挂现象，到货入库意愿低。进入 11 月份以来，库存底部出现回升，显示出现货商太多出现转变，愿意持有现货带价涨以获取更高收益。



数据来源：Wind, 东方期货研究院

图 30 青岛保税区天胶库存季节性变化

2.3.2 上海期货交易所库依然高库存，但晴雨表作用或失真

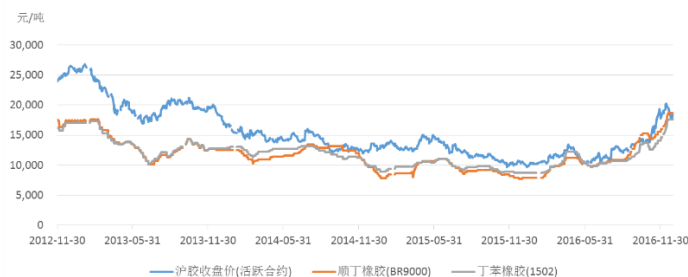
上海期货交易所可交割品种为国产全乳胶（SCR WF）以及进口 3 号烟片胶（RSS3）。实际上，上期所库存几乎为国产全乳胶。原因有以下几点：（1）RSS3 价格往往高于期货价格，极少用于交割；（2）我国天胶的生产成本高，定价也相应高于进口标胶，因此，全乳胶多数进入了期货交割库，而现货市场流通份额很小；（3）国内橡胶加工厂规模相对较小，质量稳定性较差，一直以来是下游企业担心的问题，轮胎厂使用量少，也是国产全乳胶逐渐成为期货交割专用胶的原因之一。

在 2012 年国产全乳胶升水进口标胶后，上期所天然橡胶特有的高库存现象就显得更加突出，扮演者“假空头”的角色，因此，不能因为看到上海期货交易所的高库存，就完全看空市场。

2.4 合成橡胶和天然橡胶价差：有利于天然橡胶价格提升

在橡胶制品生产中，合成橡胶和天然橡胶之间具有有限的代替性，全球消费量总体上保持着 55:45 的比例，价格走势同步性较高，一般天然橡胶价格高于合成橡胶。从今年以来的合成橡胶和天然橡胶的价差来看，逐渐趋小，还曾出现过两个时间段的合成橡胶高于天然橡胶的强势行情，这种趋势有利地支撑了天然橡胶向上的走势。

2016 年合成橡胶在“去产能”政策推动下，顺丁橡胶的产能有 2015 年的 172.2 万吨降为 154.2 万吨。2017 年上半年大型合成橡胶及原料丁二烯生产企业年度集中检修，供应将偏紧，合成橡胶价格有望继续坚挺，支撑天然橡胶价格行情持续。



数据来源：Wind, 东方期货研究院

图 31 天然橡胶和合成橡胶价格走势

3 2017 年展望

在“去库存”的大背景下，2016 年 10 月底，青岛保税区现货库存降至绝对历史低位，随之期货市场出现了一波看似突如其来的强力拉升，使天然橡胶再次吸引了众多市场参与者的关注。

从供给端来看，天然橡胶经历了近 6 年的大熊市，严重打击了胶农的生产积极性，胶园扩种面积大幅缩水，相关企业数量大幅减少，生产和流通环节的参与意愿严重不足，整个产业经历了周期性的破坏；需要说明的是，如果当前价格或者稍高位置维持半年以上，将促进胶农强化胶园管理，产能将进一步释放。从需求端来看，在美国经济好转带动下，明年全球的经济形势有望好于今年，将推动天然橡胶需求增加；我国在合成橡胶“去产能”、天然橡胶“去库存”背景下，合成橡胶价格坚挺，下游汽车、轮胎等行业需求超预期，青岛保税区库存见底，有力支撑了天然橡胶价格回升。因此，我们认为 2017 全球天然橡胶供需状况继续改善，价格反转是大概率事件。

尽管如此，2017 年仍面临着来自美国的政策不确定性以及中国基建项目推进速度的不确定性。

3.1 美国川普上台后的不确定性

3.1.1 美国贸易保护抬头，轮胎“双反”（反倾销、反补贴）或将持续

最近 10 年来，中美之间轮胎贸易摩擦不断升级，2007 年美国对我国非公路轮胎反倾销反补贴立案。这是美对华首次进行轮胎反倾销调查。2009 年 9 月 11 日起对乘用车、轻型货车用中国制轮胎征收 3 年特别关税的方案，第 1 年至第 3 年额外征收的关税分别为 55%、45%、35%。在中美“轮胎特保案”到期失效一年后，2014 年 6 月 3 日，美国钢铁工人联合会(USW)代表美国国内产业再次向美国国际贸易委员会(USITC)和美国商务部(USDOC)正式提

交申请,要求对我国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查,并采取“双反”措施。2016 年 1 月初美国钢铁工人联合会和帝坦国际公司(Titan International Inc.)又向美国国际贸易委员会和美商务部提交请愿书,希望制裁来自中国、印度和斯里兰卡的工程车轮胎。近期,将于 2017 年 1 月 24 日美国国际贸易委员会将对我国出口的卡车和客车轮胎的“双反”做最终决定。

近年来,为应对中美轮胎贸易摩擦,我国企业积极拓展欧洲等美国以外上市,或在海外设厂(例如在泰国、马来西亚等天胶主产国设厂),绕过美国的贸易壁垒。然而,川普在 2017 年 1 月 20 日入住白宫,在其竞选中声称要实施贸易保护,或加重中美轮胎贸易摩擦,令中小轮胎企业承受更大压力。

3.1.2 川普的基建政策一旦实施将拉动天然橡胶消费

川普上台后如果基建政策实施,据我们测算,将直接拉动美国天胶需求量增加 8%—12%,或 10 万吨左右。另外,将通过进口轮胎等橡胶制品间接拉动其他国家企业的橡胶需求在 10 万吨以上。

3.2 我国明年基建项目预期增加,将对天然橡胶需求形成较大增长

2016 年 5 月份印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》拟在 2016—2018 年重点推进铁路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项,项目总投资约 4.7 万亿。如果项目的有序推行,必将拉动卡车、工程车的需求,拉动天然橡胶使用大户全钢胎的增长,从而拉升天然橡胶消费,对天然橡胶价格形成支撑。

3.3 其他支撑天然橡胶价格回升的因素

OPEC 成员国与俄罗斯达成石油减产计划,2017 年全球石油供应向平衡甚至偏紧发展,石油价格的回升、我国货币贬值利于终端产品出口,以及全球天然橡胶消费需求改善均有利于 2017 年天然橡胶价格继续回升。

3.4 其他抑制天然橡胶价格回升的因素

尽管预测 2017 年天然橡胶供需结构将改善,但是全球高天然橡胶库存还是在历史较高位置。另外,需要关注泰国 35 万吨的政府收储胶抛售对现货市场形成的压力阶段性影响。

PTA 成本支撑强劲 去产能任重道远

- 2016 年 PTA 期价整体止跌企稳, 在原料 PX 价格坚挺的带动下, 筑底成功并且小幅攀升。年初 PTA 在游资蜂拥进入期货市场抄底的影响下, PTA 也产生了一轮反弹行情, 但是随着产能过剩现货供应充足, 期价回落整理, 进入第四季度化工原料整体大幅涨价, 同时下游涤纶需求旺盛库存下降, 带动 PTA 创出年内高点。展望明年 PTA 上涨空间仍然有限, 主要是困扰于前期停产的生产装置有可能重启, 产能过剩是 PTA 价格上涨的顽疾, 后期去产能淘汰落后装置仍是关注重点
- 2017 年 PTA 供需形势会有所好转, 价格将以缓步震荡上行为主。一方面, 原油冻产协议达成原料端成本会带来强劲支撑, 价格下跌空间有限; 同时下游聚酯及涤纶短期库存偏低, 存在补库买原料需求, 会推动 PTA 价格上涨。另一方面, PTA 去产能的道路依然坎坷, 翔鹭、远东有合计近 600 万吨/年的装置重启计划, 一旦重启供给压力不言而喻; 美国新任总统特朗普是否会挑起中美贸易争端拭目以待, 届时会对纺织品和服装出口造成影响。总之, PTA 在经历了近六年的下跌后, 已经止跌企稳开始震荡回升, 预计 2017 年价格运行在 5000-7000 元/吨之间。

东方期货研究院

研究员 赵勇

电话: 021-80232053

邮箱:

zhaoy02@sheast.cn

上海总部

电话: **4000-111-955**

地址:

上海市浦东新区浦

电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

P
T
A

1 2016 年行情回顾

2016 年 PTA 期价整体止跌企稳，在原料 PX 价格坚挺的带动下，筑底成功并且小幅攀升。年初 PTA 在游资蜂拥进入期货市场抄底的影响下，PTA 也产生了一轮反弹行情，但是随着产能过剩现货供应充足，期价回落整理，进入第四季度化工原料整体大幅涨价，同时下游涤纶需求旺盛库存下降，带动 PTA 创出年内高点。展望明年 PTA 上涨空间仍然有限，主要是困扰于前期停产的生产装置有可能重启，产能过剩是 PTA 价格上涨的顽疾，后期去产能淘汰落后装置仍是关注重点，预计明年期价运行在 5000-7000 点之间。



数据来源：文华财经

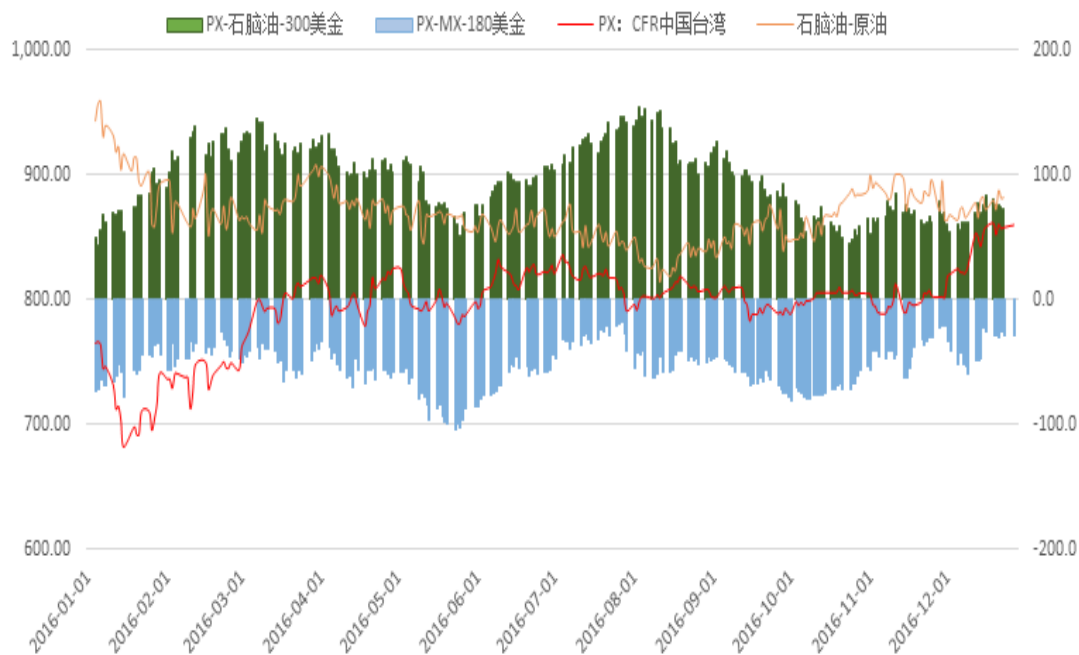
图 1 PTA 指数走势图

2 基本面分析

2.1 上游原料 PX 价格坚挺

2016 年 PX 价格十分坚挺，多数时间维持在 800 美元附近，给 PTA 带来了强劲的成本支撑。由于今年前三季度全球范围内均无 PX 新增装置投产，从而导致 PX 生产企业维持较高的加工利润，以 300 美元/吨的加工费来计算，7 月底至 8 月初，亚洲地区的 PX 生产企业利润一度高达 150 美元/吨，而 2015 年的大部分时间内，PX 生产企业只能保持盈亏平衡。不过，随着年底印度信赖 220 万吨及沙特 134 万吨 PX 新装置的投产，后期加工利润将

被压缩。并且，由于加工利润的提高，前期部分亏损的装置如新加坡裕廊芳烃也预计在 2016 年四季度重新开车，这对供应端形成压制。



数据来源：wind、东方期货

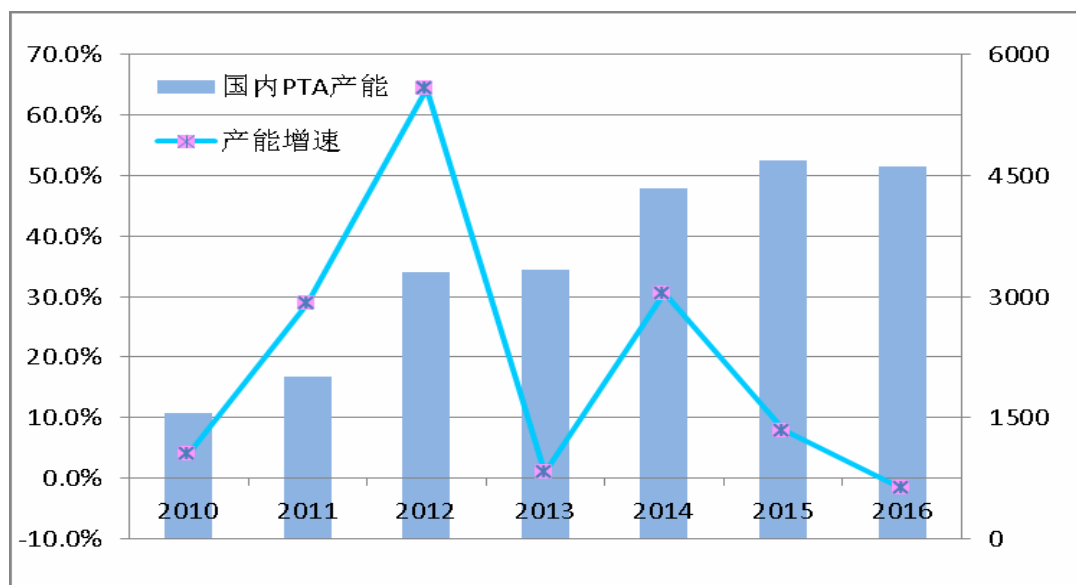
图 2 PX 价格与加工利润

2.2 PTA 继续受产能过剩困扰

2.2.1 供需状况

2016 年我国 PTA 产能利用率在 70%。年初我国的 PTA 有效产能为 4393 万吨，年内 PTA 的新增产能只有汉邦石化二期的 220 万吨装置，目前运行负荷在 9 成左右，而原计划在 2016 年投产的晟达的 100 万吨/年 PTA 装置并未如期开出，因此截至到 2016 年底，国内 PTA 的产能是 4613 万吨，产能出现负增长，增速为-1.7%。

不过翔鹭石化已经完成重组，远东石化亦被收购，其部分装置或将在明年投入使用，合计大约有 600 万吨/年产能重启，这将对后期 PTA 的供应形成明显的冲击。



数据来源：wind

图3 中国 PTA 产能分布情况（单位：万吨）

今年 PTA 总的供应形势是供略过于求。2016 年 1-10 月份的 PTA 总供给为 2726 万吨，国内对 PTA 的实际需求 2719 万吨，基本上能够达到供需平衡，并且社会库存低于去年。进口方面，由于近几年国内 PTA 产能过剩，供给侧压力显现，PTA 进口量逐渐下降，2016 年的 PTA 进口量继续下滑，据统计 2016 年 1-10 月 PTA 进口量在 38.9 万吨，较 2015 年同比下降了 17.2 万吨。

表 1 2014-2017 年我国 PTA 供需平衡表

年份	产能	产能增速	产量	进口量	出口量	表观消费量	消费增速	进口依存度
2014	4348	30.6%	2818	116	46	2888	0.8%	4.0%
2015	4693	7.9%	3104	75	62	3117	7.9%	2.4%
2016	4613	-1.7%	3260	50	70	3240	3.9%	1.5%
2017*	4713	2.2%	3400	45	75	3377	4.2%	1.3%

数据来源：中国化纤信息网 备注：1.2017 年数据为初步估算值 2.产能均为当年年底产能

2.2.2 行业利润

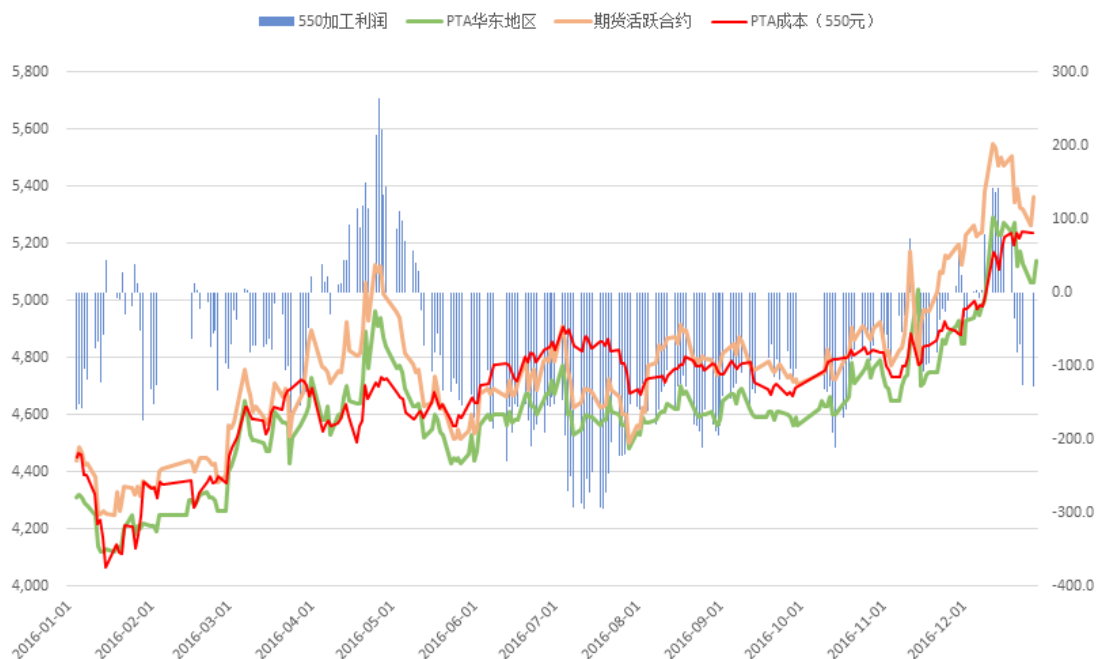
今年 PTA 行业竞争惨烈进入优胜劣汰格局。全年加工费偏低，主要是由于龙头企业借助规模化优势，为了挤压竞争对手，采取维持较低行业加工费的策略，企业生存保卫战围绕加工费而展开。



数据来源：wind、东方期货

图 4 PTA 加工费

由于国内生产企业的 PTA 生产装置新旧老化程度不一，所以加工成本相差也较为悬殊，选取中间成本 550 元/吨为例，全年绝大多数企业的加工利润为负，只有几家龙头企业凭借设备先进和一体化生产实现盈利。正是通过较低的加工费和较高的加工成本致使多数企业生产亏损甚至倒闭，进而淘汰那些落后的产能。



数据来源：wind、东方期货

图 5 PTA 加工利润

2.2.3 开机率

2016 年我国 PTA 行业的平均开工负荷在 70%左右，较去年提高了将近 5%。期间只有两次较大的波动，一次是 7 月份由于珠海 BP 的 125 万吨装置停车，和恒力的 660 万吨短时

请务必阅读正文之后的免责条款部分

间停车使得负荷直线下降到 60% 附近。另外一次是，由于 G20 对于聚酯企业的停减产要求，部分 PTA 企业在九月和十月份集中检修造成负荷大幅下降，但总体来看今年负荷高于去年。

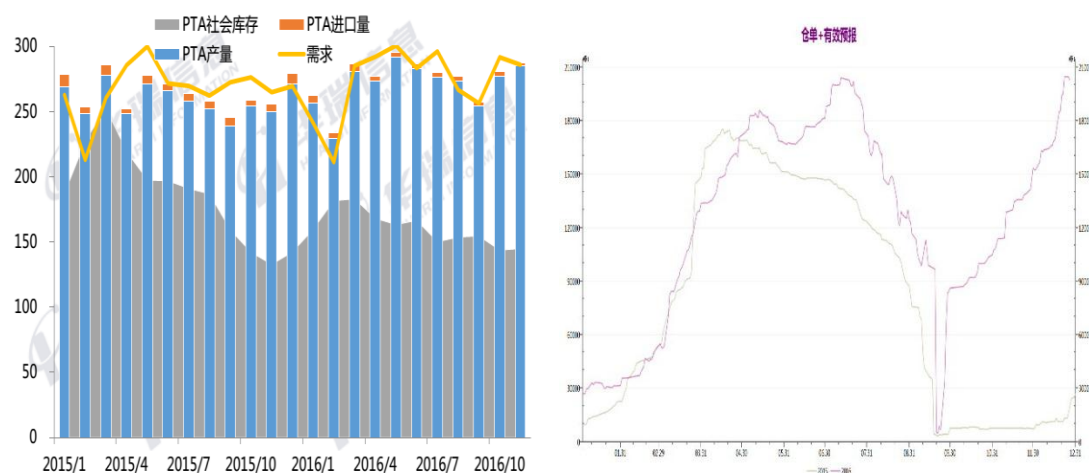


数据来源：wind、东方期货

图 6 PTA 开工负荷

2.2.4 库存

今年 PTA 期货市场相对于现货市场价格始终保持着升水状态（如图 6 所示），加之 PTA 交割制度健全，使得社会库存大挪移，大量现货进入期货交割仓库，期货仓单连续创出纪录高位，最高时达到 102.19 万吨。不过得益于聚酯开工负荷较高，对 PTA 的需求较好，今年国内 PTA 行业处于持续去库存的过程中，虽然去库存的幅度小于去年，但是年底的库存累积情况小于去年。

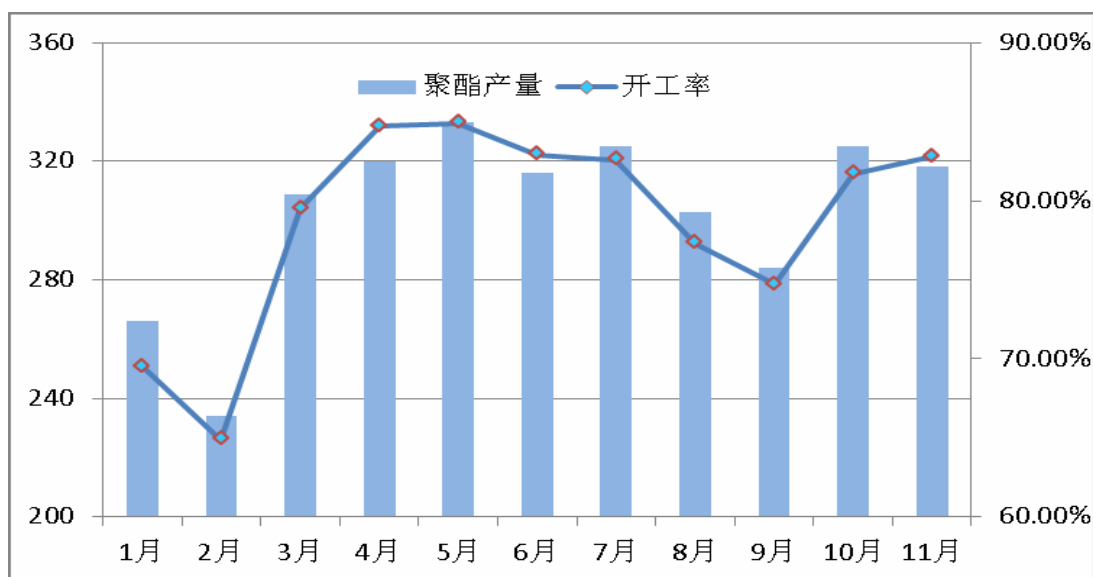


数据来源：中国化纤信息网、wind、东方期货

图 7 PTA 社会库存

2.3 下游聚酯及纺织行业需求

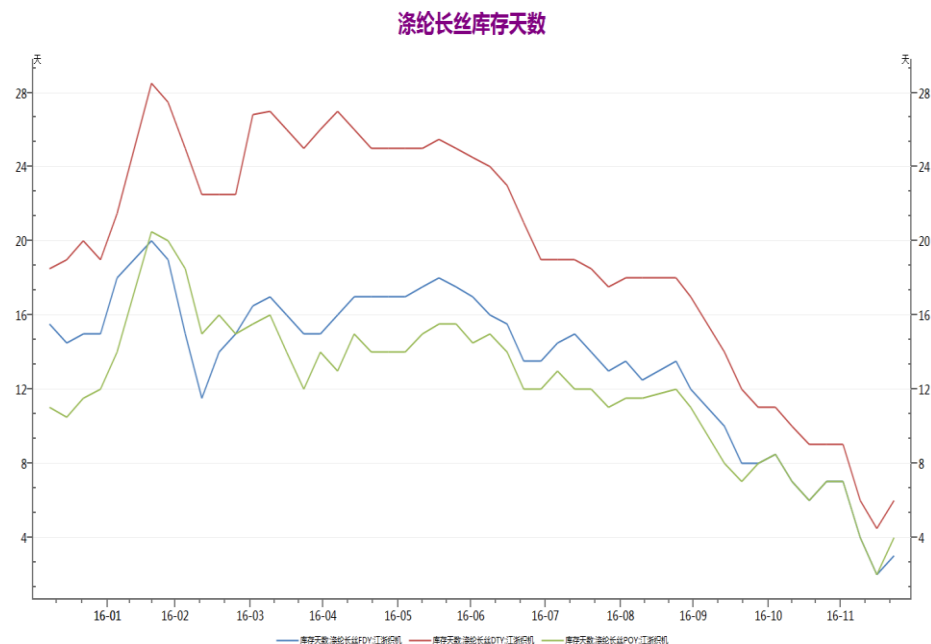
聚酯产量直接影响到 PTA 的使用量。今年聚酯的月度产量波动比较大，年初受去年年底聚酯涤丝库存量大的影响，产量同比有明显的下降，由于库存压力大很多聚酯厂家都选择了降负荷、保库存的动作。3 月份以后聚酯产量出现好转，9 月份受 G20 影响有一定的波动，10 月、11 月产量的同比增幅都有 7%-9% 的水平，假设 12 月份产量同比能够达到 5%，全年聚酯产量就可以达到 3600 多万吨，同比 3.5% 左右的增幅。今年聚酯开工负荷与产量基本同步，年底受聚酯下游需求较好库存低位影响，聚酯负荷维持在 80% 以上。预计明年聚酯产量的增幅在 5% 以上，对明年 PTA 供需格局的改善将起到明显的提振作用。



数据来源：wind、东方期货

图 8 2016 年我国聚酯月度产量及负荷情况（单位：万吨）

一直以来聚酯下游终端市场长期需求不旺，但这种情况在今年有所改变，今年品牌服装企业去库存较好，销售额增长 5%，对上游也起到了一定支撑作用。从库存水平来看，2016 年以来聚酯各品种库存都开始下降，尤其是临近年底，在下游备货、终端补库存带动下销售持续火爆，聚酯工厂库存大幅下降。涤丝库存下降到 1-2 天，短纤甚至出现负库存的现象。整体来看处于近年来的偏低水平，对明年 PTA 需求利好。



数据来源: wind、东方期货

图 8 2016 年聚酯产品库存天数

然而我国纺织服装出口形势依然不容乐观。据中国海关总署最新统计数据显示, 2016 年 1-11 月, 我国纺织品服装累计出口额为 2395.57 亿美元, 同比下降 6.73%, 其中纺织品累计出口额为 960.01 亿美元, 同比下降 3.71%; 服装累计出口额为 1435.56 亿美元, 同比下降 8.65%。总体来看, 出口回落, 内销增速下滑, 行业景气度低迷依旧。未来对上游原料需求有可能只是昙花一现行情。



数据来源: 中国棉花网

图 9 中国纺织品及服装月度出口数据

3 技术分析

PTA 指数从月 K 线图上看，目前处于 4500-5600 点间的宽幅震荡整理之中，2016 年全年震荡筑底，底部基本可以确认，如果明年向上突破盘区，那么期价有望上试 7000 点附近。



数据来源：文华财经

图 10 PTA 指数月 k 线图

4 2017 年后市展望

综上所述，2017 年 PTA 供需形势会有所好转，价格将以缓步震荡上行为主。一方面，原油冻产协议达成原料端成本会带来强劲支撑，价格下跌空间有限；同时下游聚酯及涤纶短期库存偏低，存在补库买原料需求，会推动 PTA 价格上涨。另一方面，PTA 去产能的道路依然坎坷，翔鹭、远东有合计近 600 万吨/年的装置重启计划，一旦重启供给压力不言而喻；美国新任总统特朗普是否会挑起中美贸易争端拭目以待，届时会对纺织品和服装出口造成影响。总之，PTA 在经历了近六年的下跌后，已经止跌企稳开始震荡回升，预计 2017 年价格运行在 5000-7000 元/吨之间。

美元指数引领风骚 美国能否重回伟大？

- 对于明年的美元指数，美联储明年的 3 次加息预期（3 年 8 次加息预期）已经提前告诉市场，明年美国的通胀数据基本是预期向好的，虽然美联储在 2016 年预期 2 次加息最后在 2016 年 12 月才完成 1 次加息任务，但是 2017 年的宏观基本面将和今年有着不一样的环境，油价上涨的预期和黄金大概率看空的预期从一定层面上给予支持。
- 特朗普上台的新政将会增加国内的基建，减税增加人们的收入也会转而刺激消费能力，带动各行业销售数据逐渐好，其中自然少不了美国的房地产行业，或将迎来春天。但是在大概率看多美元指数的情况下，一是市场会提前有所反应，再者说也要对美国经济发展的速度能不能跟上市场预期有所顾虑，看似完美的加息周期都是建立在美国经济复苏按照既定的脚步上发展的，特朗普的新政到底对美国乃至世界的影响来说都是未知的，所以在看多美元指数同时也要注意一些类似会影响美元走势的黑天鹅事件。
- 如果明年特朗普的政策初有成效，美元指数的上涨势必会使得中国的资本外流加速，境内居民对于美元的需求可能在上半年就出现大幅的上涨，美元可能将会成为明年乃至后年值得投资的好标的之一。对于黄金来说，明年也不是没有机会，对于长线投资者来说，当前低位的黄金或许是长线的低位，只要把握住未来几年的风险事件，黄金的投资也会出现机会。

东方期货研究院

研究员 张一心

电话：021-80232040

邮箱：zhangyx@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

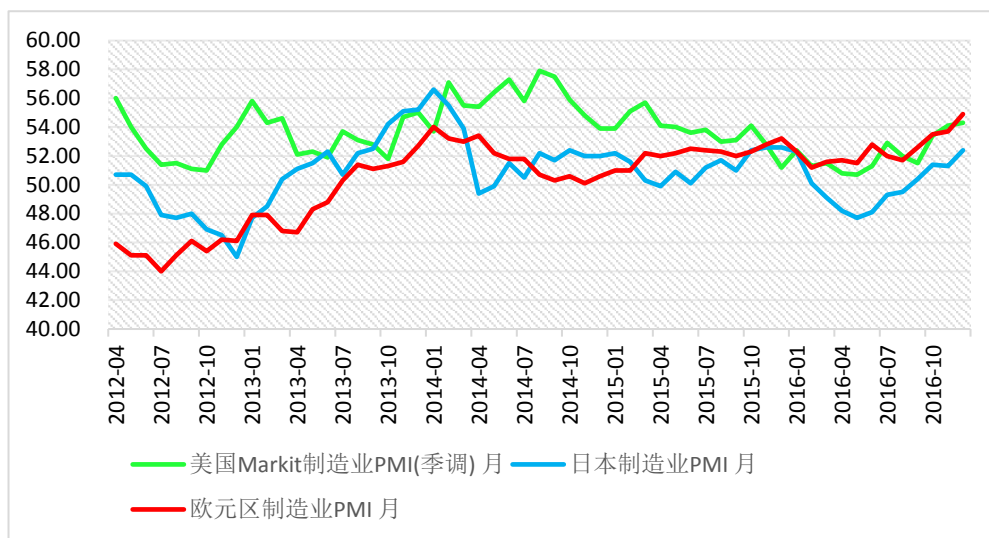
2016 大宗商品年报

美元外汇

1 美国宏观经济分析与主要国家宏观经济对比

1.1 主要国家制造业 PMI 数据对比

制造业 PMI 数据以 50 为荣枯岭，美国、日本制造业 PMI 数据起伏较大，徘徊于 50 上下，相比之下，反而欧洲制造业 PMI 数据却在 2013 年 7 月开始持续维持到 50 上方。连续 3 年多高于 50 的 PMI 数据显示出欧元区经济复苏的进程较稳。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 1 美国、日本和欧洲制造业 PMI

据万德数据显示，从图 1 中可以看出，美国、日本和欧元区的经济正在逐步走出阴霾，尤其是欧元区的制造业 PMI 数据意外的稳定。虽然日本在 2016 年 3 月至 2016 年 8 月暂时低于 50 的分水岭，但是日本 PMI 数据随后都站上 50 上方，凸现出日本在恢复经济时的动力很强劲。而美国 Markit 制造业 PMI 数据也很强势，从 2012 年至今也都维持在 50 上方。虽然美、日的 PMI 数据起伏较大，但是不难发现美、日两国的经济正在复苏之中。和美国相比，欧洲央行和日本央行最大的区别就是经济刺激阶段不一样，欧央行和日本央行依然推出 QE 和维持负利率刺激其经济，所以相比之下，美联储已经进入加息的周期，制造业恢复速度相比于欧洲和日本较快，后市美国将会迎来制造业的高峰。

1.2 美国 GDP 数据预测

美联储在 12 月的议席会议上对美国接下来三年的 GDP 预期进行了新的预测，12 月的预测也显示出美联储对美国经济的信心。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 2 美联储 GDP 预期变化

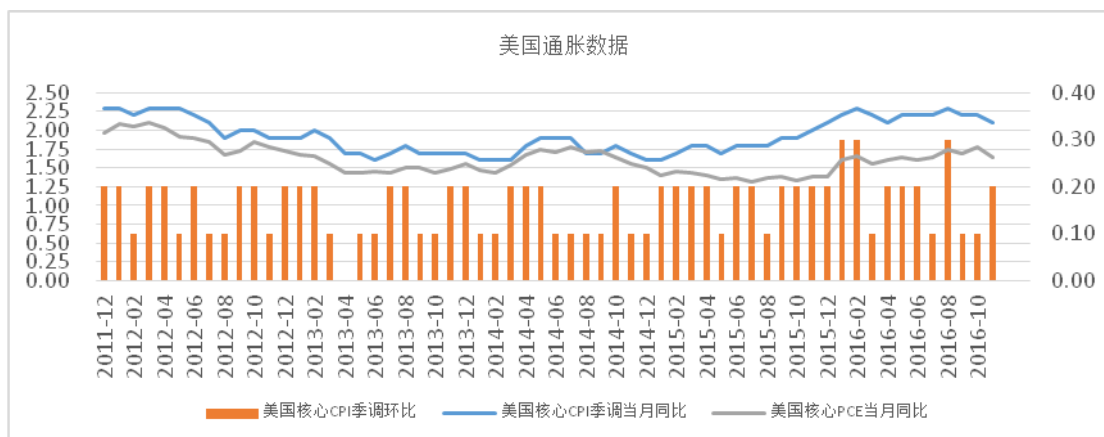
美联储提升了 2017 年和 2019 年的 GDP 预期，分别从 2% 和 1.8% 上升到 2.1% 和 1.9%，对于 2018 年来说，预期基本持平。随着美国通胀走高，CPI 数据料将走高，美联储达到此目标的可能还是比较大的，对于 2017 年的预期也是相对可信的，特朗普政府将会大举进行国内基础建设的发展，同时有着大宗商品价格的支撑对于明年的物价来说将有一定的支撑。如果 2017 年美元指数创新高，或许对于出口来说不是利多，美联储将会在一个平衡点上衡量适合的汇率来推动 GDP 达到预设的目标值。IMF 预计 2016 年美国 GDP 增速为 2.2%，2015 年则增长 2.4%。如何使得 GDP 增速保持或者维持将会成为下届政府需要考虑的问题。

1.3 通胀数据

通胀数据对于经济来说至关重要，对于各个主要的国家来说，央行将通胀的目标定在 2%，但是目前世界经济处于恢复中，CPI 数据较不稳定。所以各大央行计划用几年的时间来完成既定的 2% 的通胀目标。

1.3.1 美国通胀数据

美国 CPI 当月同比数据和 PCE 当月同比数据走势大致相同，美国核心 CPI 当月同比数据和核心 PCE 当月同比数据走势基本一样。我们也预计 2017 年美国将维持当前温和增长态势，经济增速或略高于 2016 年。



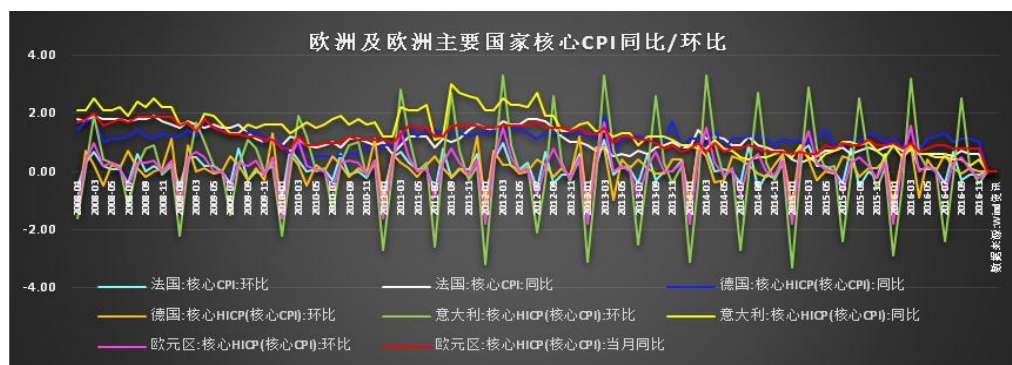
数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图3 美国通胀数据

从图3我们可以看出2011年末开始，CPI和PCE数据均出现下滑的走势，在2014年底时，美国CPI当月同比创下最低点，但是随后一路走高，在2016年接近前期震荡的区间，如果说前期通胀的上涨得益于美元的低汇率，那么近几个月美元强势但是物价指数也是往上涨，其中虽然离不开大宗商品的涨价，但是美元强势下通胀却有如此的表现，让市场也对美国经济复苏的动力有所信心。2016年以来，美国经济继续保持温和复苏态势，但经济增速与上年相比有所放缓，考虑到奥巴马政府正在进入交替期，相对稳定的经济或许是离任前最好的决策，所以市场对于增速放缓并没有很在意。美国经济改善的有利因素是居民消费保持较高热度是拉动GDP增长的第一引擎，但固定资产投资和库存投资较疲软，政府支出有所下降，投资不振体现出美国国内和全球需求疲软，以及企业盈利水平偏低。不过值得庆幸的是，预期的失业率下降、薪资水平持续改善、CPI和PCE的持续走强以及较宽松的信用环境对消费支出形成支撑。同时，FOMC声明，2016年核心PCE通胀预期中值为1.7%，2017年核心PCE通胀预期中值为1.8%，与9月预期相同。

1.3.2 欧洲及欧洲主要国家核心CPI

欧元区核心CPI数据整体趋于稳定，欧央行对于欧洲接下来3年的经济预期不是很激进，算是稳在一定程度上也打压欧元，美元指数或成为受人追捧的对象之一。



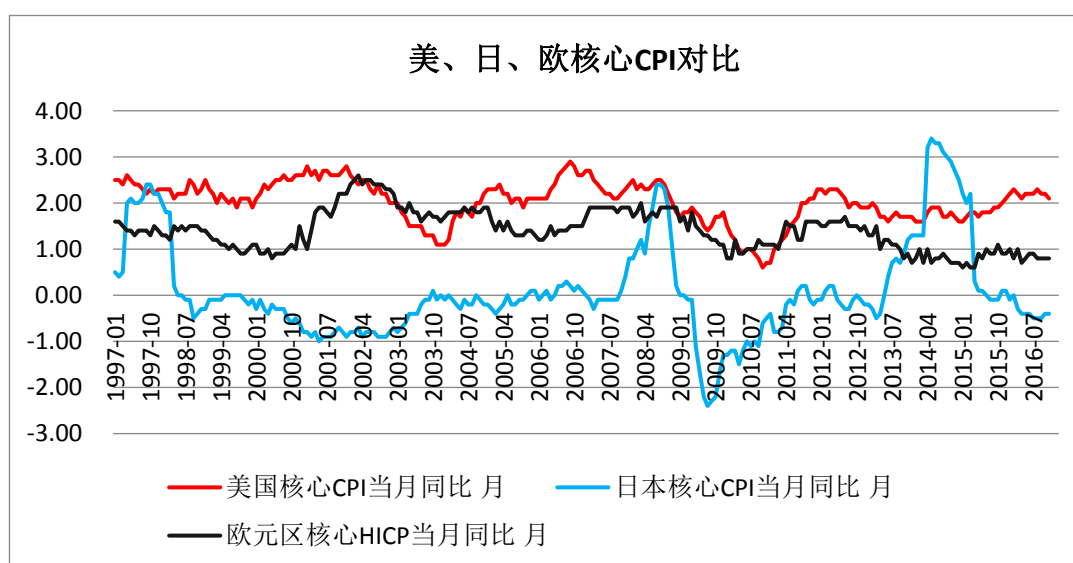
数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 4 欧洲及欧洲主要国家核心 CPI

据万德统计，从图 4 中看出，欧洲及欧洲主要国家的核心 CPI 数据显示：除了意大利的 CPI 环比窄幅较大，其他国家的 CPI 数据已经逐步走稳。欧洲央行认为通胀压力仍温和，通胀前景总体上没有发生变化。预期通胀回升将在明年年初大幅加快，主要由于能源价格的影响。欧洲央行对于通胀 2% 的目标不变，但是预期到 2020 年会接近 2% 的目标。同时在 12 月的政策声明中，欧洲央行预期经济将保持温和、但更加稳固的复苏步伐。欧央行预期 2016 年 GDP 增长 1.7%，将 2017 年 GDP 增长预期上调至 1.7%，同时维持 2018 年 GDP 增长预期 1.6% 不变，2019 将增长 1.6%。

1.3.2 日本通胀数据与美国和欧洲通胀数据对比

日本核心 CPI 数据较不稳定，但是相比之下，美国和欧洲的 CPI 数据却比较稳定，尤其是美国 CPI 数据从 2015 年 10 月起维持在 2%，也为美联储在 2015 年 12 月加息奠定了基础。疲软的日本核心 CPI 数据也基本消除了日本央行现在的加息计划。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 5 美国、日本和欧洲核心 CPI 对比

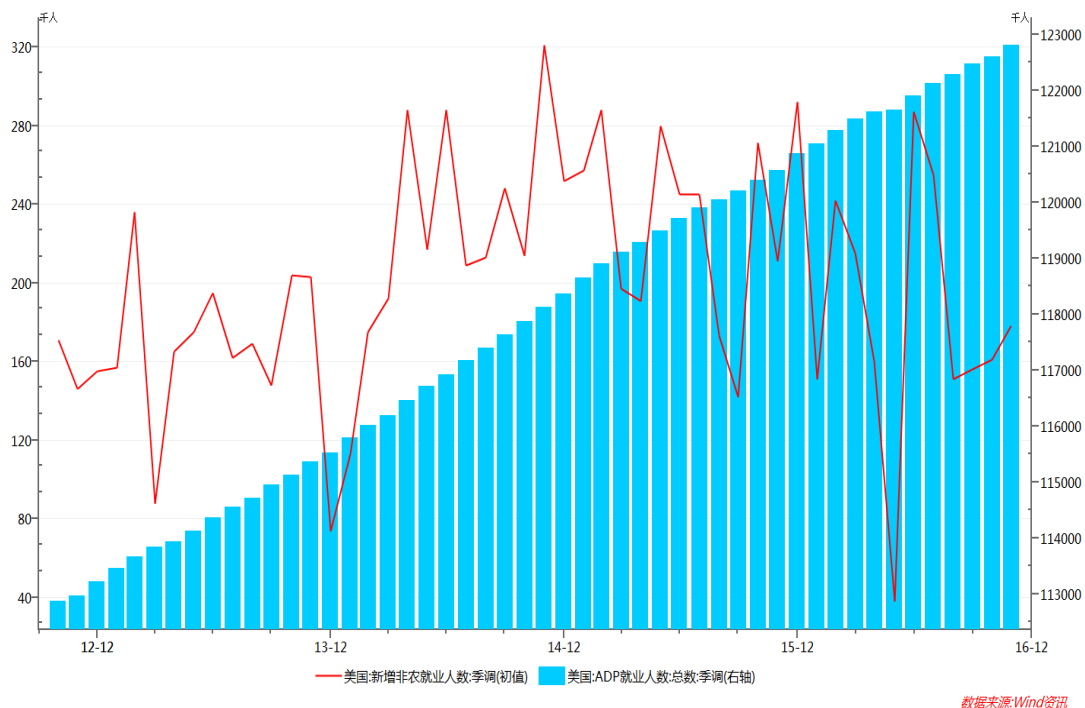
据万德数据整理，从图 5 中可以发现，日本核心 CPI 数据有着极大的不确定性，这对日本央行制定货币政策也加大了难度。值得注意的是，在有 QE 助推的经济体下，日本和欧洲的核心 CPI 数据却仍低于美国核心 CPI 数据，然而日本核心 CPI 却是负数，想要达到 2% 的通胀预期目标，日本还有很长的一段路要走，所以预计日本央行在 2017 年进行加息的概率很小，并将继续推行量化宽松，所以这也是 2017 年看好美元指数的要素之一。

1.4 美国非农经济数据

美国非农经济数据对于美国经济来说至关重要，对于全球资本市场来更加是一颗不定时炸弹，非农数据的公布总可以掀起资本市场的波澜，如果非农数据不及预期，那短期内汇市、股市和债市将无一幸免。2017 年每一次的非农数据将非常重要，这将直接影响到美联储对经济的担忧和决议，并对加息与否产生直接影响。

1.4.1 美国非农就业人数和 ADP 就业人数

美国非农就业人数和 ADP 就业人数数据对比之下，美国非农就业人数数据的起伏较大，但是在区间震荡。但是随着美国经济的恢复步伐加快，预计美国非农就业人数数据将会增加。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

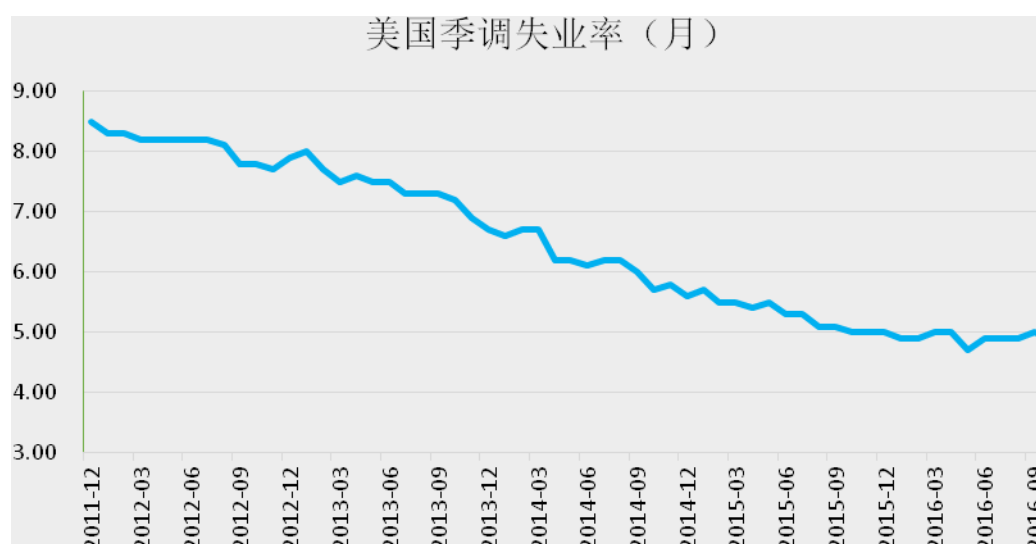
图 6 美国非农数据和 ADP 数据

美国非农就业人数数据起伏较大，总体的震荡区间格局不变。反观 ADP 就业人数数据，

从 2012 年末至今，ADP 就业人数持续走高，并在 2016 年 12 月美联储最后一次议息会议前达到最高值。虽然 2016 年中时候非农遭遇过近四年来的低位，但是随后非农就业人数出现大幅反弹显示出美国经济的强势动力，顽强的非农数据也为美联储加息提供了有力的支撑。随着特朗普的政策得以实行，美国将加大对内的经济发展，更多的就业岗位将被提供给市场，届时会有更多的人参与到劳动市场中助力美国经济恢复，所以在特朗普执政的 4 年中，我们预计美国的非农就业人数数据和 ADP 就业数据都将震荡上行，对于美元指数来说将是利好。但是在时间上我们都应该给予特朗普政府一些时间去实现他的政策。

1.4.2 失业率

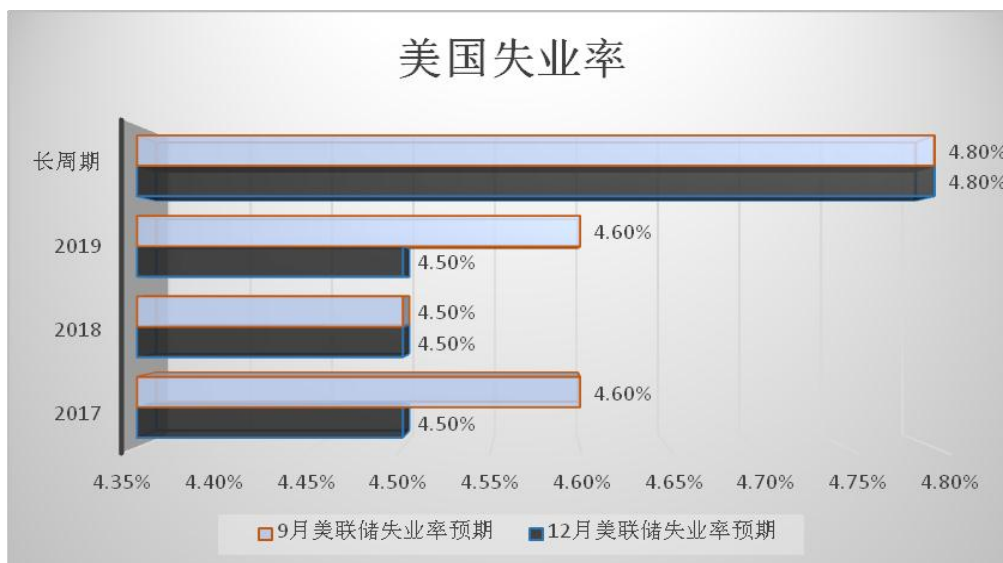
美国非农数据中的另外一个重要指标，美国失业率。美联储的失业率目标定在 5% 以内，目前美联储认为美国就业市场处于充分就业状态。



数据来源：Wind 资讯上海东方期货研究院

图 7 美国失业率

美国失业率从 2012 年初至今持续下跌，慢慢复苏的美国经济使得失业率从去年年底开始控制在 5% 以内，当时为美联储加息提供了重要的依据。目前来看，失业率已经达到近几年的新低 4.6%，美联储在 2016 年的收官成绩单还是值得肯定的，失业率持续的下降也带给美国经济一剂强心剂。



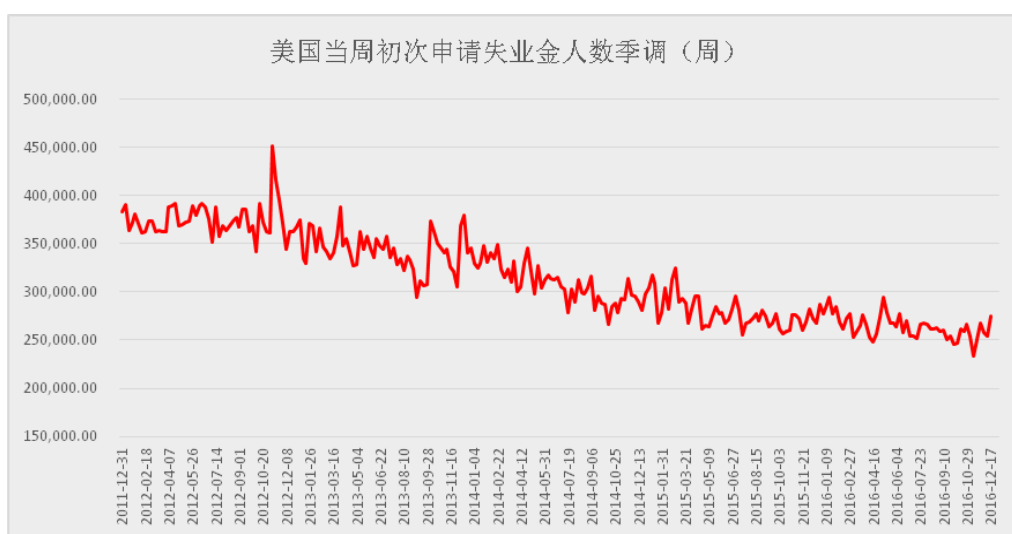
数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 8 美联储美国失业率预测

美联储同样在 2016 年 12 月议息会议上给出了最新的失业率预测。对于长周期来说，美联储的预期是保持在 4.8%，而对于之后三年，美联储显然对于就业市场有信心，在 2016 年 12 月的美联储声明中暗示，劳动力市场接近充分就业，由此把近三年的失业率的预期定在了 4.5%。明年随着工作机会的增加，预计美国守住失业率预期的问题不会太大，这对于美国经济来说也是又一个大的利好因素。

1.4.3 美国当周季调初次申请失业金人数

美国当周初次申请失业金人数走势也是震荡走低，自 2015 年初开始 2016 年 12 月 17 日（连续 91 周）都是低于 30 万大关，对于美国经济来说也是个持续的利好。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 9 美国当周初次申请失业金人数季调（周）

据万德数据统计，从图 9 可以看出，自 2015 年初以来，美国人民在消费水平和能力方面还是比较稳定，这也助长了美国稳定的经济。明年预期此数据将继续震荡下行随着美国经济恢复，虽然短期的波动很难预测，但是总体趋势向下也是我们看好美国经济的要素之一。

2 美联储货币政策

美联储在 2016 年 12 月会议上确认加息 25 个基点，同时对于 2017 年和 2018 年美联储的加息预期是 3 次，但是市场对于美联储的这个预期显然是各有各的态度，市场普遍预期 2017 年美联储加息 2 次，而对于 2018 年的加息次数，市场还是较为乐观，和美联储预期的一样为 3 次。

2.1 加息次数预测

在美联储公布了 2017 年和 2018 年加息的预测后，市场上主要机构也给出了对于美联储在 2017 年和 2018 年加息次数的预测，整体来看，市场对于美联储在 2017 年加息的行动是承认的，这也将持续利好美元指数。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 10 市场对于美联储加息预测

在 12 月会议上，耶伦的讲话也表明美联储将会保持货币政策的温和程度，重申了渐进加息路径，经济前景不确定性相当高。对于通胀的预期，耶伦称整体通胀率将在未来数年内涨至 2%，随着美国经济恢复，通胀将持续走高，所以美联储将进入加息周期中。目前市场预测明年美联储加息的时间大概率在下半年的议息会议上。特朗普的新政策实施的效果和进度在一定程度上也将间接决定今年乃至随后几年加息的次数。

2.2 2017 年美联储加息时间表

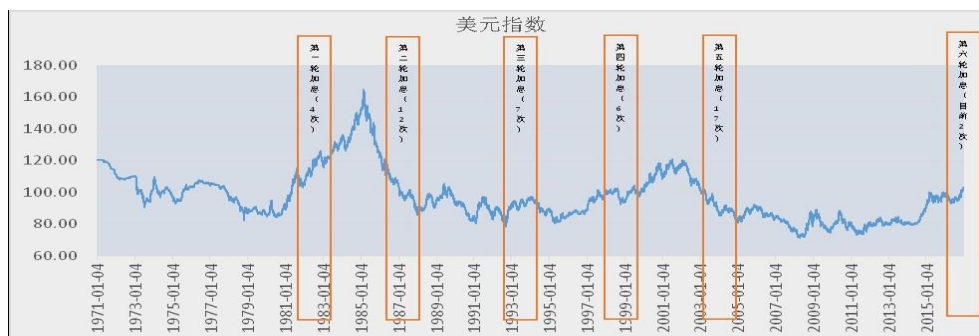
美联储 2017 年议息时间表	
月份	日期
1-2 月	1 月 31 日-2 月 1 日
3 月	3 月 14 日-15 日
5 月	5 月 2 日-5 月 3 日
6 月	6 月 13 日-14 日
7 月	7 月 25 日-26 日
9 月	9 月 19 日-20 日
10-11 月	10 月 31 日-11 月 1 日
12 月	12 月 12 日-13 日

数据来源：美联储、上海东方期货研究院

图 11 美联储 2017 年议息时间表

2.3 历年来加息后的美元指数走势

美元指数在历年来加息后大概率是上涨的，此次加息周期中，美元指数将大概率上涨，特朗普新政对于美国经济来说或是一件好事，料加息周期中将有大量的资金涌入或回归美国进行投资。



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 12 美联储历次加息周期后美元指数走势

美联储近三十年加息时间表			
轮数	时间	加息范围	加息次数
第一轮	1983 年 5 月-1984 年 8 月	8.5%-11.75%	4 次
第二轮	1988 年 3 月-1989 年 2 月	6.5%-9.75%	12 次
第三轮	1994 年 2 月-1995 年 2 月	3.25%-6%	7 次
第四轮	1999 年 6 月-2000 年 5 月	4.75%-6.5%	6 次
第五轮	2004 年 6 月-2006 年 6 月	1%-5.25%	17 次
第六轮	2015 年 12 月-至今	0.25%-0.75%	目前 2 次

数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 13 美联储近三十年加息时间表

历史上美联储近 30 年经历过五轮加息，从 1983 年 5 月到 1984 年 8 月的第一轮加息，美元指数上涨 15%，黄金下跌 20%，原油下跌 3%。第二轮加息时间从 1988 年 3 月到 1989 年 2 月，美元指数上涨 6.5%，黄金下跌 14.6%，原油上涨 6.4%。第三轮加息从 1994 年 2 月到 1995 年 2 月，美元指数下跌 9.3%，黄金下跌 2.7%，原油上涨 18.5%。第四轮加息从 1999 年 6 月到 2000 年 5 月，美元指数上涨 8.2%，黄金上涨 5%，原油上涨 54.1%。第五轮加息从 2004 年 6 月到 2006 年 6 月，美元指数下跌 3.3%，黄金上涨 52%，原油上涨 98.4%。

从历史数据图 10 上来看，在美联储过去的 5 轮加息周期中，1983 和 1988 年加息后美元指数继续走强，但 1994 年美联储加息后，美元指数反而走弱；2004 年美联储加息后，美元指数反而是先扬后抑。所以美元汇率的涨跌，还取决于美国和其他国家经济基本面的状况，以及货币政策、风险偏好等因素。1994 年美联储开始加息以防通胀，因为当时的美联储主席格林斯潘及其官员都认为加息可以防止类似于 1988 到 1989 年美国通胀大涨的风险。相反，又导致了更为激烈的美国国债抛售现象，因为高杠杆的套利交易消失了。同时，银行也加速它们抛售国债的速度，因为它们需要腾出空间增加企业贷款。当时还有个主要原因是欧洲强于预期的经济复苏，资金从美元撤出去往欧元区进行投资。

现在市场认为美联储开始进入加息的周期，但是从 2015 年 12 月至 2016 年 12 月底，美联储只加息了 2 次，对于 2017 和 2018 年都有 3 次加息的预期，如果美联储按照这个频度加息，三年里 8 次加息的频度远不及以往几次的加息周期。所以目前来看，美联储进入加息周期后上涨的概率会大于下跌的概率，因为美元指数不单单只考虑美国单个国家的宏观面。虽然现在欧洲也在从金融危机中恢复过来，但是此前的欧盟比较团结，当下欧盟面临着众叛亲离的局面，这都会对欧元造成负面影响。

3 美国新任总统治国政策

3.1 特朗普政治主张

特朗普正式当选美国总统，意味着特朗普将在未来四年里带领美国走向一条不同以往的道路。虽然其在竞选时对于美国现阶段各种的不满予以抨击获得大部分人民的选票，并且竞选主张承诺看似更符合民生。“Make America Great Again”是特朗普的口号，并且特朗普及其团队也正向着这个目标前进。特朗普在大选期间就内外经济政策提出了许多的观点，大致分为三个方面：财政政策，金融监管和货币政策和涉外经贸、移民和气候变化政策。

3.1.1 大幅调整财政政策

特朗普财政政策包括大规模减税和结构性支出调整两方面：大规模减税包括公司所得税最高税率从 35% 降到 15%，与此同时废除大多数公司税优惠。对个人税收把扣税标准提高四倍，个人所得税从现行 7 级所得税率简化为 3 级，最高联邦个人收入所得税率将由目前的 39.6% 降至 33%，简化为 12%、25%、33% 三个档次。税收的减少也为人民增加了可支配收入，对于刺激消费也间接带来了好处。

3.1.2 金融监管和货币政策

特朗普团队任命亿万富豪投资人卡尔·伊坎为金融监管政策特别顾问，他的主张就是要避免过度监管，让企业家能为社会提供出就业机会，他的主要目的还有帮助特朗普挑选内阁人选。特朗普认为过于繁琐的金融监管会降低经济活力，所以建议重新评估《多德-弗兰克法案》来解决金融监管的范畴。同时，特朗普考虑为了防止大投行投机对危机爆发产生重要影响，他主张恢复《格拉斯-斯蒂格尔法案》，其目的是为了通过阻隔商业银行与投资银行业务在直接融资与间接融资之间构筑防火墙，避免出现间接融资监管真空并导致过度金融风险，毕竟美国刚从金融危机中走出来，如果再次进入金融危机可能会导致美国乃至全世界经济恶化。对于货币政策，特朗普显然有着自己独特的见解，从 2015 年 10 月开始，特朗普至少三次评论美联储利率政策，其变化也捉摸不定，从一开始的反对低利率到中期支持低利率再到之后抨击低利率对于储户的伤害。但是细细分析一下其经济学团队可以获悉，其理论派较少，多数为商人或者金融界人士，所以组成缺乏多样性，不能排除其为了自身的利益损害美国利益的可能。特朗普有着两个明确的经济主张--贸易保护主义和举债大兴基建。这两个经济主张都需要低利率环境来实现，今年 1 月特朗普入驻白宫后，其主张要想得到实施，就大概率要维持当前的低利率环境。

3.1.3 涉外经贸、移民和气候变化政策

特朗普的涉外政策凸显保护主义与单边主义倾向。在涉外经济贸易方面，毫不隐讳的表达到报主义诉求。特朗普主张对进口货物追加征收 20% 关税，但对中国和墨西哥分别征收 45% 和 35% 的进口关税。但是这一主张如果实行后，不排除中国政府和美国政府间展开贸易战，对于美国来说也不是一件好事。特朗普上台后，他还打算废除 TPP，重新谈判 1994 年签署的北美自由贸易协定，并威胁可能推出 WTO。他称，如果美国企业离开美国到其他国家生产产品，那么将面临进口产品征收 35% 的税来提高离开美国的财务成本。此举无疑将会迫使许多已经在海外驻扎的企业被迫回美国（例如福特的新厂从墨西哥撤资到美国密歇根州建新厂），但是对于美国来说，也将大大增加本国人的就业机会，使得劳动力市场的压力请务必阅读正文之后的免责条款部分

得到缓解,但对于劳动输出性国家来说,资本的撤回将影响其发展,可能导致大规模的失业潮,使得当地政府承压。在移民方面,特朗普显示的很强势,将采取严厉措施控制移民(十项措施),将在墨西哥边境修筑隔离墙防范非法移民,并让墨西哥承担筑墙的责任。气候变化方面,特朗普对于《巴黎协定》持开放态度,原本宣布推出的可能大大降低,同时新政府将结束过去八年来奥巴马大亚美国煤炭业者的“煤炭战争”,并发展可再生能源与传统能源,为这行业注入数以百万的新就业机会,最终的目标是让美国拥有最好的环境。

3.2 外界因素

除了美国本土的经济和政治会影响美元指数,还有其他很多的因素也同样间接或者直接影响着美元的强与弱,进入 2017 年后,又有许多国家的经济或者政治因素将影响美元,例如欧洲几大国家总统的大选,欧洲央行和日本央行的利率决议和汇率水平,还有就是大宗商品,例如石油和黄油的走势都将会对美元指数产生长期或者短期的影响。如何利用这些因素为投资所用将成为 2017 年投资的一个核心问题。

3.2.1 欧元区政治风险



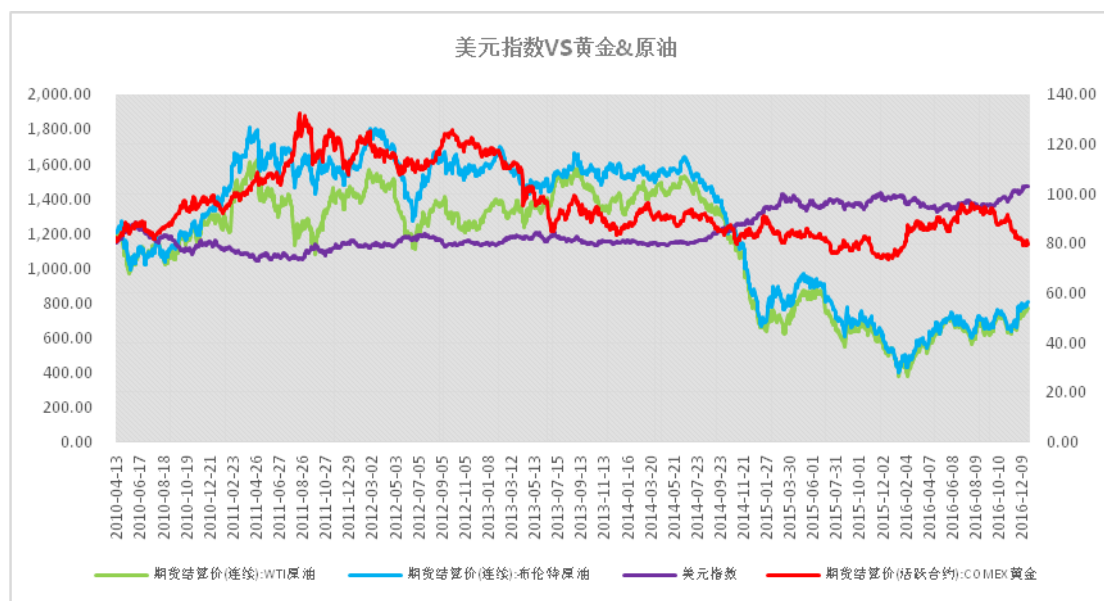
数据来源: Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 14 欧元/美元汇率

美元指数不单单由美国本土的经济情况来决定,在组成构成上,欧元占着很大的比重,然而影响欧元的因素也等于是影响着美元指数的强弱。2016 年欧元区发生的黑天鹅事件(英国脱欧和意大利修宪公投的失败)使得欧洲政治格局更趋向于动荡,欧洲的前景在 2017 年可能是最为动荡的一年。

2017 年德国、法国和意大利都将进行大选,对于法国和意大利来说,市场会担心产生新的黑天鹅事件——公投脱欧。所以,明年欧洲政治的不稳定性可能会持续打压试图反弹的欧元,这也间接的会使得美元指数大概率走强。

3.2.2 大宗商品



数据来源：Wind 资讯、上海东方期货研究院

图 15 大宗商品走势

其次，大宗商品的走势也会影响美元指数，例如黄金和原油的走势也会影响美元指数的强弱。2010 年黄金在 10 月前表现抢眼，尤其是英国脱欧当天涨幅创近几年新高。从历史上看，美元指数和黄金、原油应该是负相关的关系，但是近几年这种关系似乎不是很稳定，虽然影响的幅度越来越小，但是对于美元指数还有着各自的作用。2017 年特朗普入驻白宫后实行的百日新政暂时看似利多美元指数，但是其运行还是有未知数，不排除资金买入黄金再次形成避险的需求。同时，2017 年达成的原油冻产协议明年将开始实施，2017 年原油可能还有进一步的拉升，但是美国将减少进口，增加自身的产量。高油价可能会导致美国通胀加速上涨，从而迫使美联储加息应对，从而利多美元指数。

3.2.3 其他央行经济预期及汇率的影响

美联储自身的议息会议很重要，日本央行和欧洲央行的会议纪要同样影响着美元的走势，欧洲央行对于欧洲金融体系的态度是维稳为主，日本央行的态度旨在保持 GDP 的增长，两个大国的央行可能要到 2018 或者 2019 年才会有大的利率决议动作。

除了政治上的风险，欧洲银行的风险也远没有解除。目前欧央行超额存款准备金利率为 -0.4%，主要再融资利率为 0%，隔夜贷款利率为 0.25%。QE 规模在 2017 年 3 月后减少到 600 亿欧元至 2017 年 12 月，但是欧洲央行有可能对 QE 随时进行调整。由于产业竞争力不足，欧洲企业经营状况不佳，银行业坏账率上升，而负利率政策又使得银行业利润进一步受损，欧洲央行在此情况下，如果再次被迫降息刺激经济，对于银行业来说会是再次的打击和

重创，所以料明年欧洲央行不大会出现多次降息的可能。但是欧洲政局的不确定性始终会影响着投资者的信心。从图 14 中不难发现，英国脱欧后，欧元持续走低，尤其在进入 11 月意大利修宪公投后，欧元/美元出现了明显的下滑，欧元/美元持平似乎只是时间问题。欧元的下挫带给美元指数极大的利好，避险货币欧元的下降同时意味着避险需求的减弱，美元在经历此类黑天鹅事件时加速上涨也是存在着一定的概率。

日本央行在维持负利率-0.1%，同时维持政策不变的同时下调通胀前景，宣布延后 2%通胀目标达成时间从 2017 年修改至 2018 年，同时维持经济增长预期不变，并强调将继续购买日本国债直至 10 年期债券收益率至零。日央行在 2016 年 11 月的议息会议上还宣布下调通胀预期，但是对于 GDP 增长预期均维持不变：预计 2016 年核心 CPI 为-0.1%，此前预期 0.1%；预期 2017 年核心 CPI 为 1.1%，此前预期 1.7%；预计 2018 年核心 CPI 为 1.7%，此前预期 1.9%；预计 2016 年 GDP 预期为 1%，2017 年为 1.3%，2018 年为 0.9%。

上文中提到美联储对于明年的经济预期向好，美联储预期 2017 年美国将迎来 3 次加息，也就是说美国要进入加息的周期中，所以市场预期会有资金进入美元进行投资。在没有加息预期的欧元、日元和同样作为避险的黄金可能被减少关注。

3.2.4 政治形势

明年欧元区注定不太平，前文提过意大利和法国的选举或造成其脱欧的事件，给黄金的短期避险功能提供支撑。再者就是特朗普新政的进程，如果反而拖累了美国经济的话，黄金可能再次被关注。

荷兰议会选举

荷兰将于 2017 年 3 月 15 日开始进行议会选举，届时将有大约 13 个政党争夺议会席位。目前，反伊斯兰教的自由党在一些民意调查中已经与现任首相领导的自由民主党并驾齐驱。自由党希望在荷兰复制英国脱欧的胜利。如果自由党能够在大选中胜出，可能会使欧洲一体化前景进一步蒙阴。

法国总统大选

法国将于 2017 年 5 月 7 日举行总统大选。在过去的几次竞选中，法国选民曾经两次将国民阵线送进大选的决赛阶段，不过都在最后关头放弃了对这个反移民政党的支持。英国脱欧公投和特朗普大选获胜表明，介于人心的不可测，所以对于此次总统大选不能掉以轻心。以防黑天鹅事件发生。

德国总理大选

2017 年 9 月，德国将迎来联邦选举。现任总理默克尔允许大批移民进入德国而备受争

议，民意支持率已经跌至 42%。德国因其拥有旨在防止独裁倾向的宪法制衡机制，因此成为欧洲对民粹主义最具抵抗力的国家。此次选举对于默克尔来说是困难的，因为必须处理左右翼各党派的要求，而关于难民的问题，德国需要正确的国家政策。

2017 年突发风险事件不在少数，除去德、法、荷兰等国家大选事件之外，明年 3 月份即将到期的美国债务上限谈判，以及因修宪公投失败而随时可能提前选举的意大利都可能成为影响世界的政治风险事件。届时对于投机的投资来说将会是机会，对于短线的波动是必然的，但是对于长期的影响可能并没有那么大。但是，不管发生什么，接近此类风险事件时候仍然需要提高警惕。

5 总结

对于明年的美元指数，美联储明年的 3 次加息预期（3 年 8 次加息预期）已经提前告诉市场，明年美国的通胀数据基本是预期向好的，虽然美联储在 2016 年预期 2 次加息最后在 2016 年 12 月才完成 1 次加息任务，但是 2017 年的宏观基本面将和今年有着不一样的环境，油价上涨的预期和黄金大概率看空的预期从一定层面上给予支持。

特朗普上台的新政将会增加国内的基建，减税增加人们的收入也会转而刺激消费能力，带动各行业销售数据逐渐好，其中自然少不了美国的房地产行业，或将迎来春天。但是在大概率看多美元指数的情况下，一是市场会提前有所反应，再者说也要对美国经济发展的速度能不能跟上市场预期有所顾虑，看似完美的加息周期都是建立在美国经济复苏按照既定的脚步上发展的，特朗普的新政到底对美国乃至世界的影响来说都是未知的，所以在看多美元指数同时也要注意一些类似会影响美元走势的黑天鹅事件。

明年荷兰、德国和法国的总统大选也是充满了未知数，但是值得警醒的是除了德国，意大利和法国有可能会脱欧进行独立，这样势必会伤害欧盟和欧元，对于美元指数来说又是一个利好的因素，只要明年美国经济按照既定的路线发展，相信会有更多的资金回归美国进行投资。另外，如果明年特朗普的政策初有成效，美元指数的上涨势必会使得中国的资本外流加速，境内居民对于美元的需求可能在上半年就出现大幅的上涨，美元可能将会成为明年乃至后年值得投资的好标的之一。对于黄金来说，明年也不是没有机会，对于长线投资者来说，当前低位的黄金或许是长线的低位，只要把握住未来几年的风险事件，黄金的投资也会出现机会。

美元指数继续强势 贵金属预计先跌后扬

- 对于贵金属而言，目前全球负利率和低利率的格局下，贵金属的价格走势取决于美元指数的强弱，2017 年伴随着美国新总统特朗普的上任，欧洲多国面临大选，原油减产协议的执行，美国通货膨胀的上升，美联储将会持续收紧银根的预期下，特朗普政府的新的贸易财政政策的实行下，预计金银价格将上半年震荡先下跌，下半年低位震荡概率很大，如果美元疲弱或许有上涨的机会。
- 投资建议：2017 年贵金属价格预计在上半年将会继续低迷下滑，会以震荡反弹的形式下跌，反弹做空或许是最佳的策略，下半年看特朗普的政策是否带来美元继续强势，如果美元在高位震荡盘整，那贵金属就失去了反弹上涨的机会，相反特朗普的政策不能带来美元指数的强势，那预计贵金属将会有反弹上涨的机会。如果特朗普的政策有利于通胀和美元走强。但美元升值对于似乎处于扩张末期的美国经济或将是一个重大打击，因此，特朗普政府与美联储或须坚守谨慎的货币政策立场，以防美元过度升值。那美元会在高位震荡盘整，金价也将继续低位震荡为主了。因此，预计上半年金价将继续疲弱下跌，下半年估计在低位震荡为主。

东方期货研究院

高级研究员 马金子

电话：021-80232059

邮箱：majz@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦
电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

贵金属

随着美国新总统特朗普上任，美元短期内的强势是不会改变的，从此前美联储在 2016 年 3、6 月月份的不加息，引发金银价格急速上涨了 2 个月，但在美联储官员轮流讲话的预期 9、12 月份加息的预期下，金银价格跌跌不休，目前看影响金银价格的关键因素依然还是美国的经济数据以及美联储的政策决议，根据对美国经济前景及就业，通胀指数分析，美元将会在上半年继续强势，随然欧洲，亚洲经济萧条，地缘政治和恐怖事件等风险事件会阶段性的爆发，但贵金属的避险魅力很难主导贵金属价格趋势，与此同时，实物供需方面仍然对金价的影响处于次要的地位，黄金实物需求预计将继续减少，但投资需求预计将继续扩大。黄金价格预计 2017 年上半年震荡下滑，下半年或许低位震荡，如果美元疲弱或许有反弹上涨机会。

1 2016 年黄金价格行情回顾



图 1 CMX 黄金期货 2016 年一整年的价格走势

2016 年国际金价呈现出上半年上涨，下半年下跌的走势，年初金价在 1065 美元/盎司，因美联储官员的不加息言论，承压了美元指数的下跌，今年欧洲央行零利率、日本和瑞士央行负利率，其他国家低利率，在这种低利率的格局下，加上全球的恐怖事件推高金价，黄金市场出现了一波单边上涨的行情，金价达到今年的高位 1377 美元/盎司。

金价在 2015 年下半年 7 月 5 日开始从 1377 美元/盎司下跌，因美联储官员轮流讲话鼓吹，美国的经济数据支持美联储加息准备 6 月、9 月、12 月份要加息，结果金价在美联储官员轮流讲话中跌跌不休，直到 12 月美联储兑现了被炒作一整年的加息，也是美国 10 年以后的第二次加息。加息的事件在加息时已经被市场消化的差不多了，但美联储的会后声明打击了金价，因美联储说按照目前的经济和对特朗普政府的后期政策的预期，预计美国在 2017

年需要加息三次，这个是市场没有预料到的，金价听到这个消息后继续下跌，在笔者发稿前跌至 1124 美元/盎司。

2 美元走势——美国经济数据

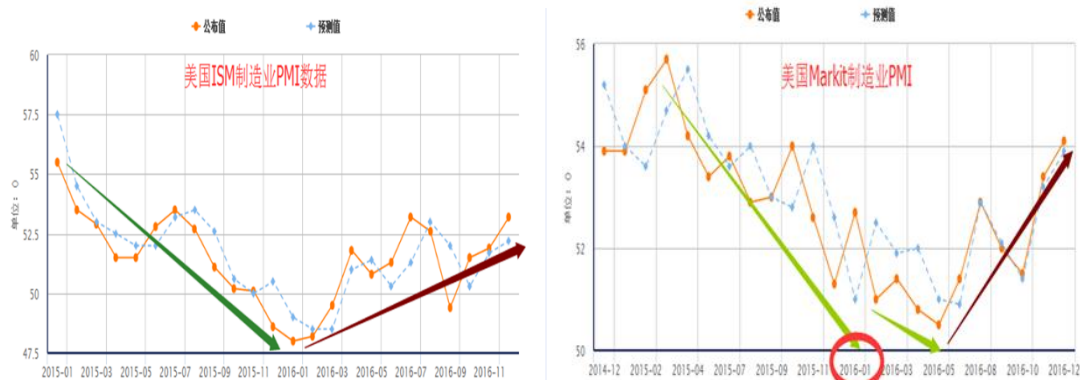


数据来源：文华财经

图2 美元指数 2016 年全年价格走势（日线）图

美元指数从元月 99.8 开始下跌至 91.9 是因为美联储在 2015 年 12 月在 10 年后第一次加息后，预期 3 月不加息，引发美元指数疲弱下滑，由于经济数据不佳预期 6 月份再次不加息，美元在低位震荡，但美联储在 7 月以后美联储官员轮流讲话，预期不久将加息，提振了美元指数强劲上涨，12 月美联储加息靴子落地后美元指数在高位震荡。2017 年上半年预计美元指数将继续强势上涨。

2.1 美国 2016 年 ISM 非制造业 PMI 和制造业 PMI

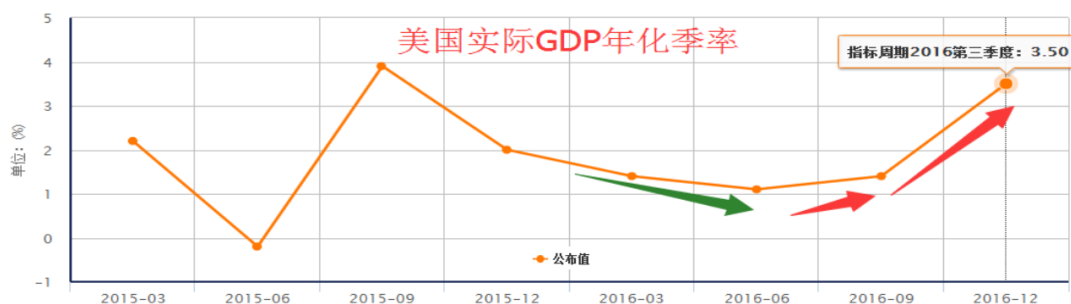


数据来源:美国劳动统计局

图3 美国 2016 年 ISM 非制造业 PMI 和制造业 PMI

美国 ISM 非制造业 PMI 数据从 2015 年开始从 55 下降到了 2016 年初 48，接着 2016 年开始震荡反弹至 52；制造业 PMI 反弹到了 53.9，该数据高于预期，意味着支持美元强劲，承压金银价格。

2.2 美国实际 GDP 年化季率



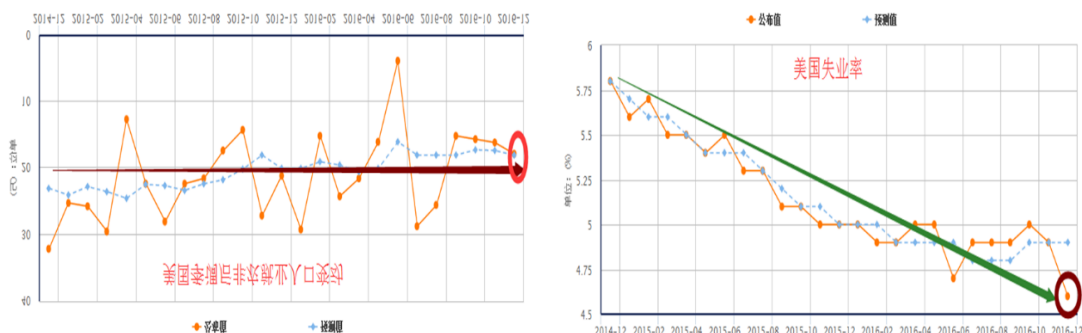
数据来源:美国劳动统计局

图 4 美国实际 GDP 年化季率

美国第一季度 GDP 持续 2015 年后继续下跌，二季度 GDP 终值进一步上修。美国二季度实际 GDP 年化季月率终值 1.4%，预期 1.3%，初值 1.1%。美国二季度实际 GDP 录得上修且好于预期，主要因为出口增长远大于进口，而企业大幅增加建筑和设备方面的投资，这整体提振了美国经济增长及经济前景。美国的实际 GDP 未来能达到 2.5%~2.75%，值得注意的是，这几年美国 GDP 的平均增速才 2%，所以这个 GDP 增长预期是乐观的。另外，新任总统特朗普上台之后将扩大财政支出和大幅减税，进一步推高通胀并刺激美国经济，为了压制通货膨胀，也逼迫了美联储加息。归根到底，美国经济复苏是美联储加息的最根本动力。

2.3 美国季调后非农数据一直比较稳定

美国季调后的非农数据在 2016 年 5 月是 3.8 万出乎意料的低，其他的非农数据基本徘徊在 20 万左右，虽然 11 月是 17.8 万，但不影响美联储 12 月份加息；美国失业率从 2015 年开始属于缓慢的下降，这将支持美元的强势，对金银价格有一定的承压。



数据来源:美国劳动统计局

图 5 美国季调后非农数据

2.4 美国贸易帐



数据来源: 美国经济分析

图 5 美国贸易帐

随着美元指数在上半年的弱势下跌, 美国的贸易数据逆向反弹上涨, 但在美国大选后美元强势上涨, 影响到了美国的大豆和大宗商品的出口, 如果需要考虑特朗普的政策有利于通胀和美元走强。但美元升值对于似乎处于扩张末期的美国经济或将是一个重大打击, 因此, 特朗普政府与美联储或须坚守谨慎的货币政策立场, 以防美元过度升值。

2.5 美国大选-特朗普击败希拉里 当选美国第 45 任总统

美国乃至全球经济带来影响是深远的。因其特朗普政策导向不确定性较大, 所以引发一轮全球金融市场大幅波动是大概率事件。此次特朗普大获全胜, 可能会对全球自由贸易构成新一轮威胁! 他的反贸易和税收政策, 不但会促使美国经济濒临衰退的边缘, 而且将深刻地影响全球经济和地缘政治, 对资本市场造成负面影响。导致大宗商品陷入动荡, 也给投资者带来巨大的不确定性。

特朗普的经济政策主要来看包括四点: 增加政府财政支出、减少监管、改变美联储领导层、更倾向贸易保护主义。



数据来源: 网络

图 6 美国大选统计数据

随着特朗普确认当选之后，美股、美指纷纷暴跌，标普 500 指数期货、纳斯达克 100 指数期货均一度触及熔断，后略有反弹，但跌幅仍逾 5%。道琼斯指数期货一度暴跌 800 点。整个市场的也随即被避险情绪笼罩，墨西哥比索跌至历史新低，美元兑日元跌幅超 3.5%，跌穿 102 整数关口，

美元、黄金走出过山车的行情，是因为特朗布的胜选提振了金价上涨至 1338 美元/盎司，美元指数跌至 95.87，美元指数大跌近 2%，创 8 月以来最大跌幅，但美国在外汇市场的干预，打压了金价回落到开盘的位置 1267 美元/盎司，推高了美元指数当然急速反弹至 98.6，最终美元指数上涨了 0.79，涨幅达到了 0.81%，这很明显的说明美国会随时干预金融市场，短期内黄金大涨的几率比较小。



数据来源：博弈大师

图 7 美国大选-黄金美元当日行情走势

2.6 美联储货币政策会议

2016 年美联储用鹰派和鸽派的言论影响了一整年贵金属走势，对金价走势直接牵制，在这个过程中黄金对美国数据高度敏感性，短时数据的对金市也影响很大，市场从这个数据里密切寻找美联储是否加息预期，不断的对金价走势偏离与修正，也是全年金价上涨和下跌的主要原因。

12 月 15 日凌晨 3:00，美国宣布了一件大事，沉寂了一年的美联储加息 25 个基点，美国联邦基金利率从 0.25%-0.5% 上升至 0.5%-0.75%。这是十年半以来美联储的第二次加息，符合市场预期。

就在美联储宣布加息的瞬间，美元上涨，非美货币大幅下跌，市场风险偏好再起。美元指数疾走冲高，回归了从十一月中旬以来的高位空间。美元的急涨提振了银行股股价，银行股从各板块中脱颖而出。与此同时，FOMC 决议公布后金价一度突破 1160 美元，而在耶伦表态加息三次后，迅速下跌击穿 1150 关口，创 11 个月新低。

欧元兑美元跌幅扩大至 113 点或 1%，刷新九个交易日低点至 1.0511。离岸人民币兑美

元跌幅扩大，一度暴跌近 400 点至 6.9316 元。其中以日元跌幅最甚，已突破 117 关口，创下近十个月新高。市场最初计入了美联储加息 25 个基点。美债收益率则受到加息影响飙升。对美联储政策最为敏感的 2 年期美债收益率涨至 1.267%，创 2008 年 1 月 11 日以来最高水平。美元飙升至 14 年高位，美元指数大涨 1.3%，至 102.2，为 2002 年 10 月以来最高。美元大涨令日元和许多新兴市场货币受创，日元兑美元跌近 2%。



数据来源：文华财经

图 8 美联储加息一当日黄金美元的走势图

2.7 利率水平——主要经济国的议息会议

从下表中看到全球主要央行最新动态：欧元区是零利率，日本和瑞士是负利率，其他国家都是非常低的低利率，从利率上看，除美国外，其他全球主要经济体国家的经济是非常糟糕的，各国央行才采取宽松量化的货币政策来刺激经济，唯独美联储从 2008 年的次贷危机引发的全球的金融危机中走出来，其他国家仍然还在美国引发的金融危机的泥潭中挣扎！

国家	利率名称	当前值	前次值	升息基点	公布日期	下次公布日期	下次预测值	CPI
美国	联邦基金利率	0.50-0.75	0.25-0.50	25.00	2016-12-15	2017-02-05	0.50-0.75	1.70
欧元区	再融资利率	0.00	0.00	0.00	2016-12-08	2017-01-19	0.00	0.50
日本	利率	-0.1	-0.1至0.1	0.00	2016-12-20	2017-01-31	-0.1	-0.10
英国	再回购利率	0.25	0.25	0.00	2016-12-15	2017-02-01	0.25	1.20
瑞士	利率	-1.25%至-0.25%	-1.25%至-0.25%	0.00	2016-09-15	2016-12-15	-1.25至-0.25	-0.10
澳大利亚	隔夜现金目标利率	1.50	1.50	0.00	2016-12-06	2017-02-07	1.50	1.00
加拿大	隔夜拆借利率	0.50	0.50	0.00	2016-12-07	2017-01-18	0.50	1.30
新西兰	官定现金利率(Official Cash)	1.75	2.00	-25.00	2016-11-10	2017-02-09	1.75	0.40

数据来源：Wind

图 9 全球主要央行利率决议结果表

FOMC 于北京时间周四(12 月 15 日)凌晨 3 点公布的政策声明显示，本次利率决议一致通过，并重申循序渐进加息路径。FOMC 政策声明还显示，今年初以来通胀持续上扬，经济活动温和扩张。重申近期经济面临的风险似乎大致平衡。目前的货币政策立场依然维持宽松。预计未来加息路径更迅速，上调长期联邦基金利率预期 0.1 个百分点至 3.0%。预计 2017 年加息三次，重申前景所面临的风险大致平衡。

欧洲央行 12 月 8 日宣布的最新货币政策决议中，一如市场预期维稳三大利率：将存款利率维持在-0.40%，主要再融资利率维持在零，边际借贷机制利率维持在 0.25%不变；决定延长 QE 计划至 2017 年 12 月，其中 800 亿欧元/月的购债规模将维持至 2017 年 3 月，但从明年 4 月起购债规模将降至 600 亿欧元/月。宣布的最新货币政策决议中，一如市场预期维稳三大利率：将存款利率维持在-0.40%，主要再融资利率维持在零，边际借贷机制利率维持在 0.25%不变；决定延长 QE 计划至 2017 年 12 月，其中 800 亿欧元/月的购债规模将维持至 2017 年 3 月，但从明年 4 月起购债规模将降至 600 亿欧元/月。

英国央行(BoE)周四(12 月 15 日)公布的决议显示，该央行 9 人货币政策委员会(MPC)以 0-9-0(加息-不变-降息)的票数决定将基准利率维持在 0.25%；并以 9-0(不扩大-扩大)决定将资产购买规模维持在 4350 亿英镑；维持企业债购买规模为 100 亿英镑不变。英国央行认为，通胀仍有可能在 2017 年晚些时候超过目标；将继续密切观察通胀预期的变化；重申可容忍通胀率超过目标的幅度是有限的；若有必要将采取一切措施来确保通胀预期牢牢锚定。英国央行指出，过去一个月英镑升值表明通胀并未如预期那样过冲；英镑上涨暗示通胀小幅超标。英国通胀可能在未来 6 个月升至 2%。英国央行预计，英国第四季度 GDP 增速为 0.4%；近期全球经济前景有所改善，风险得到缓解；货币政策将根据经济前景向不同的方向调整。

日本央行于本周二(12 月 20 日)中午 11:00 公布了 12 月利率决议。日本央行 12 月维持利率不变，符合市场预期。美元兑日元短线交投于 117 关口附近。日本经济将继续温和复苏。日本央行维持现有货币政策不变，黄金、原油市场交投平静。上调经济评估。10 年期国债收益率目标维持在零左右，将采取稳定的货币政策。委员佐藤健裕和木内登英对控制收益率曲线的决定提出反对意见，将会保持扩张性的基础货币直到通胀达到 2%。以 7-2 的票数决议对收益率曲线的控制。日本前景面临的风险包括美国经济的发展和美国的货币政策对全球市场的影响。日本出口回升，上调对出口的预期。日本央行政策决定公布后，日经 225 指数期货维持跌势。将继续维持扩张性的货币政策直至通胀超过 2%。工业产出有所增加。日本民间消费具有韧性。佐藤健裕反对决议称，收益率曲线控制可能对金融中介有负面影响。木内登英反对收益率曲线控制，称正 0.1%的短期利率对金融体系稳定更为合宜。

3 2016 年内对金价有影响恐怖事件和其他事件



数据来源：博易大师

图 10 2016 年内对金价有影响恐怖事件和其他事件

3.1 恐怖事件对金价影响

曾经的恐怖事件对金价影响力度是非常大的，比如：2001 年 9 月 11 日恐怖分子劫持的飞机撞击美国纽约世贸中心和华盛顿五角大楼的历史事件。911 事件一出黄金行情跳空高开，276-296 美元/盎司 20 美元的波动，涨幅达 8%-9%。12 月 19 日在土耳其、瑞士和德国连续发生三起袭击事件。柏林圣诞集市遇袭，重型卡车冲撞至少 12 死 48 伤；俄罗斯驻土耳其大使安德烈·卡尔洛夫在土耳其首都安卡拉出席一个摄影展时遭枪击，因伤势过重离世。金价涨幅 0.2%！

相比而言，今年的恐怖事件都是比较小的，对金价的影响力度是有限，而今年影响金价当日最大行情的是英国脱欧和美国大选。

3.2 英国脱欧对金价影响

英国公投点票结束，最终脱欧派以 51.89% 的微弱优势胜出，英国将从此退出欧盟。公投期间绝大部分时间都是脱欧阵营领先，黄金在避险情绪的推动下短时间上升了 90 美元以上，公投结束后升幅收窄至 1314 美元附近，但仍然上涨了 5% 左右。一旦英国公投影响过去，黄金将会最终回到价格驱动和基本面上来，日内最高触及 1334.90 美元/盎司，缘于英国脱欧带来经济和政治不确定性，促使投资者买入美元黄金寻求避险。



图 11 英国脱欧当日美元黄金走势

英国脱欧成功，意味着全球政治格局将发生重大变化，意味着英国的国际地位将被重新“称量”。短期看，英国地位会下降，经济增长会受到影响；但长远看，未必是坏事。英国将给全球提供一个新的“活法”，新的样本。

英国脱欧成功，意味着全球政治格局将发生重大变化，西方需要重新反思自己的政治、经济和安全体系，还意味着全球金融格局将发生巨变。

如果脱欧虽能在“移民和财政”两方面获得收益，但从整体上来看，弊大于利。起码，短期震荡必不可少。

英国财政部预计，脱欧两年后，英国国内生产总值(GDP)将下降 3.6%，失业人数增长 52 万，英镑贬值 12%。脱欧还会给每个英国家庭造成每年 2600 英镑到 5200 英镑的损失。

对欧盟的影响：

弊：在国际舞台上的影响力或被削弱。按购买力平价计算，欧盟 GDP 占全球比重将从 17%降至 14.6%；在全球贸易中，按现行价格和汇率测算，欧盟出口份额将从 33.9%降至 30.3%。

利：英国是欧盟里面的一根刺，对欧元区、申根协议等都表示过反对。英国脱欧后，对欧洲也许是一剂猛药，反而促使欧洲团结得更好。

2017 年 3 月底之前正式启动脱欧进程。英国一方面要尽可能多地保留现行在欧盟内部的自由贸易权利，另一方面又要收紧对移民的控制。而法、德两国领导人已先后放言，英国必须付出代价。默克尔甚至扬言：“英国若想要继续保有经济方面的好处，就别拿移民问题来讨价还价。”

4 原油走势分析



图 12 美元原油期货和 CMX 金价走势

金价全年被美联储是否加息左右了一整年，而油价是被 OPEC 成员国以及包括俄罗斯在内的 11 个非 OPEC 产油国签署冻产协议来提高国际油价而左右，经过漫长的 8 年终于在 2016 年 11 月签订了冻产协议，准备在 2017 年 1 月 1 日开始执行冻产协议，目前，全球原油市场供给过剩量估计在 3 亿桶左右。倘若减产协议能够得到不折不扣的执行，预计在未来的 6 个月时间里，全球原油供给过剩部分预计可以削减约 46%。按照协议，OPEC 成员国以及包括俄罗斯在内的 11 个非 OPEC 产油国将在 2017 年削减原油产能总计约 180 万桶/日。

5 全球经济状况及预测

5.1 全球经济状况

2008 年美国次贷危机引发的金融危机导致全球经济进入低谷，2008 年全球金融危机以来，美国经济是唯一一个从危机中走出来的国家，欧洲、亚洲、南美洲、非洲还继续陷在金融危机的泥潭中 没有走出来，甚至有的国家出现了越演越烈的经济恶性循环。

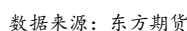
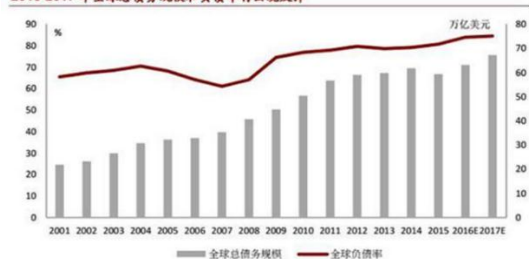


图 12 2016 年美国经济是一枝独秀，其他国经济持续疲弱的泥潭中

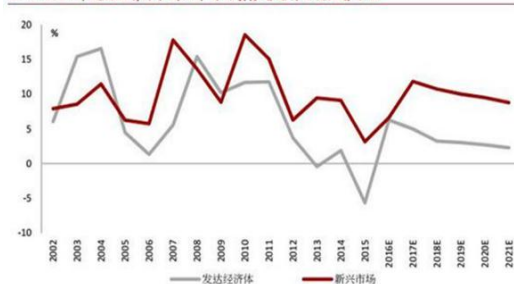
数据来源：凤凰国际

图 13 高盛对明年全球市场的预测(表)

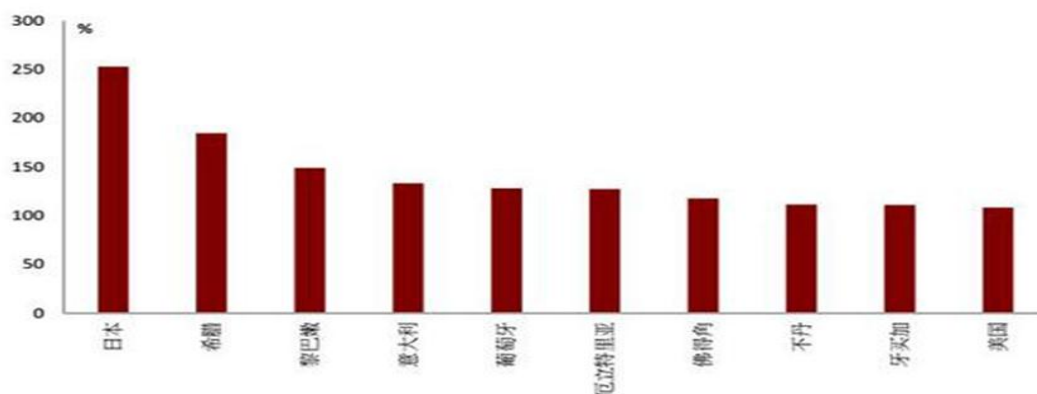
2016-2017 年全球总债务规模和负债率将出现反弹



2016-2021 年发达经济体和新兴市场的债务增速将出现显著分化



2017 年全球负债率最高的十个国家

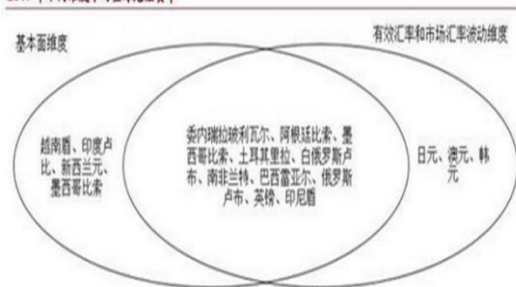


资料来源：IMF 及测算

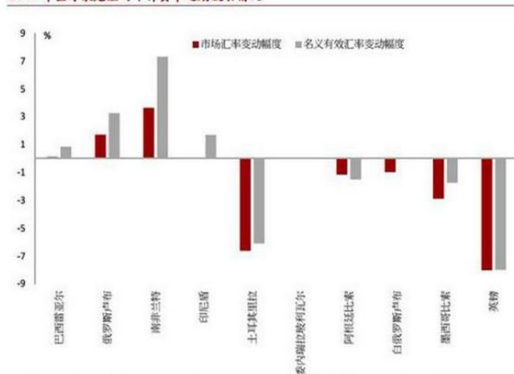
图 14 2017 年，全球经济将面临更加沉重的债务风险压力

全球总体债务反弹加速，债务风险分布失衡加剧，债务风险特征分化明显，发达经济体和新兴市场将分别面对债务总量和债务增速的严峻挑战。

2017 年不同维度下的全球危险货币



2017 年全球最危险的十种货币近期波动情况

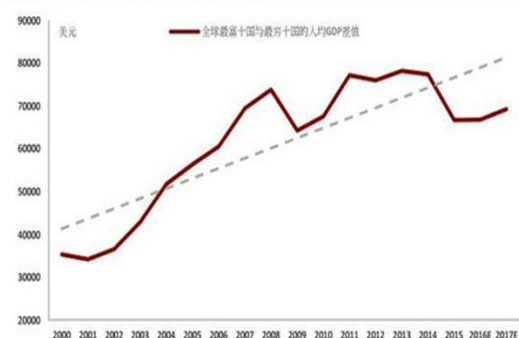


资料来源：IMF 及测算

图 15 2017 年货币风险：危险货币众多，市场难归常态

2017 年的危险货币主要包括：委内瑞拉玻利瓦尔、英镑、阿根廷比索、墨西哥比索、土耳其里拉、白俄罗斯卢布、南非兰特、巴西雷亚尔、日元、俄罗斯卢布。此外，在英国脱欧至今，澳元、韩元、印尼盾的币值涨幅较大，考虑到三国均为典型的外向型经济，因此未来也存在一定的币值回调风险。

2016-2017 年全球两极分化重估扩张趋势



资料来源：IMF 及测算

全球各区域成人人均财富基尼系数均呈现增长趋势

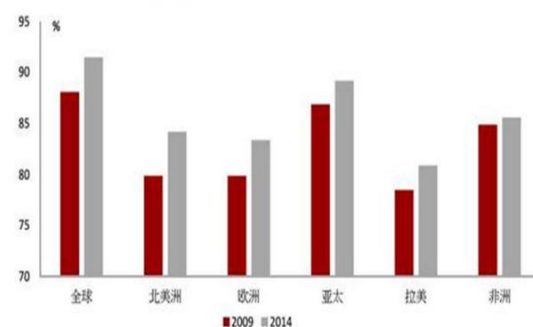
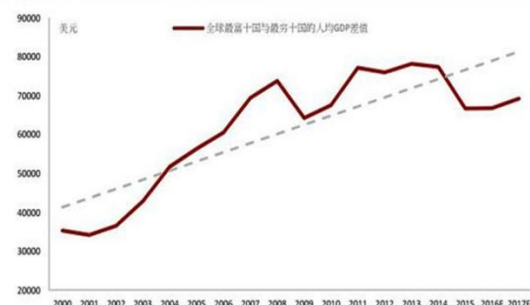


图 16 2017 年全球宏观两极分化风险：全球分化加剧，前景不容乐观

近年来，全球宏观层面的两极分化呈现波动上行趋势，各区域微观层面的两级分化风险普遍存在、不断高涨。2017 年，由于全球经济增长放缓和货币宽松长期持续，全球两极分化趋势将进一步加剧，削弱全球经济增长的新动力来源，导致长期增长中枢进一步下移，并将加大全球经济治理的博弈复杂性，进而对全球经济复苏带来巨大风险。

2016-2017 年全球两极分化重估扩张趋势



资料来源：IMF 及测算

全球各区域成人人均财富基尼系数均呈现增长趋势

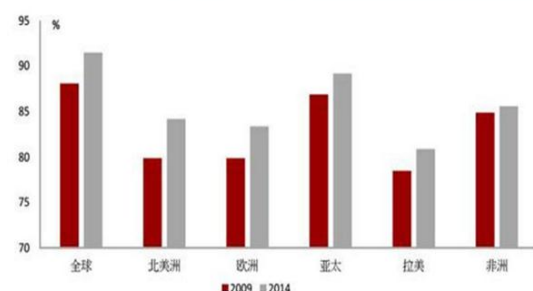
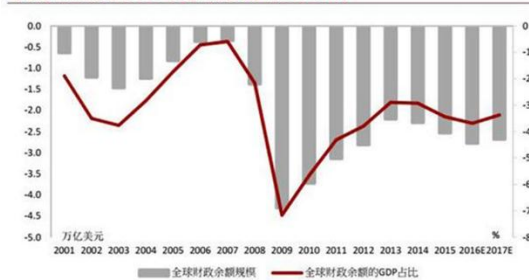


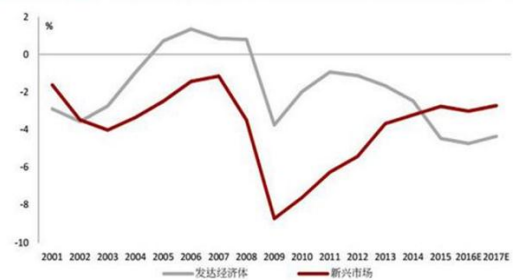
图 17 2017 年全球宏观两极分化风险：全球分化加剧，前景不容乐观

近年来，全球宏观层面的两极分化呈现波动上行趋势，各区域微观层面的两级分化风险普遍存在、不断高涨。2017 年，由于全球经济增长放缓和货币宽松长期持续，全球两极分化趋势将进一步加剧，削弱全球经济增长的新动力来源，导致长期增长中枢进一步下移，并将加大全球经济治理的博弈复杂性，进而对全球经济复苏带来巨大风险。

全球总体财政赤字占 GDP 比重的演变趋势 (2001-2017)



发达经济体与新兴市场的总体财政赤字占 GDP 比重存在显著分化 (2001-2017)



资料来源：IMF 及测算

图 18 财政风险：全球赤字高企，财政巩固存疑

6 黄金供需关系

6.1 全球黄金供给

中国的黄金产量位列世界第一，约占总产量的 15 %。亚洲地区黄金产量占世界新开采总量的 22 %。中美和南美地区约占总量的 17 %，北美则约占 15 %。约 20 % 的黄金产量来自非洲，14 % 来自独联体国家发现和新投运的金矿为当地的经济增长和发展带来了机遇。同时再生金约占总供应量的三分之一。

6.2 全球黄金需求

从数据中我们看到 2016 年和 2015 年相比，除投资需求增加外，实物需求整体下降，就连央行购金都是比去年第三季度下降了 51%，这说明全球经济疲弱，对金价后期走势不乐观！

公吨	2014年	2015年	2014年 四季度	2015年 一季度	2015年 二季度	2015年 三季度	2015年 四季度	2016年 一季度	2016年 二季度	2016年 三季度	16年三季度对比15年三季度 %变化
珠宝	2,479.5	2,390.3	682.0	597.3	513.8	621.6	657.6	481.8	448.7	493.1	-21
技术	348.4	331.1	89.4	83.3	83.4	82.8	81.6	75.8	79.8	82.4	-1
电子	277.5	262.3	71.7	66.3	65.8	65.5	64.7	59.5	62.6	65.1	-1
其他行业	50.9	50.0	12.8	12.2	12.9	12.6	12.3	11.8	12.6	12.8	2
牙科	19.9	18.9	4.8	4.7	4.8	4.7	4.6	4.5	4.6	4.4	-6
投资	855.2	923.3	183.9	282.9	186.9	232.4	221.1	603.0	450.6	335.7	44
金条及金币总需求	1,039.1	1,051.6	276.0	257.2	209.9	295.8	288.7	260.6	213.5	190.1	-36
实物金条需求	761.0	761.2	201.4	191.6	150.4	201.2	218.2	200.7	154.0	139.4	-31
官方金币	204.9	220.2	55.0	51.1	46.0	73.5	49.7	48.7	46.9	34.3	-53
证券/仿币	73.1	70.2	19.6	14.6	13.6	21.1	20.8	11.3	12.6	16.3	-23
ETF及类似产品*	-183.8	-128.3	-92.1	25.6	-23.0	-63.4	-67.6	342.3	237.1	145.6	-
央行净购买	583.9	566.7	133.9	112.4	127.3	168.0	159.0	108.1	81.3	81.7	-51
黄金需求	4,267.0	4,211.4	1,089.3	1,075.9	911.4	1,104.8	1,119.3	1,268.7	1,060.4	992.8	-10
伦敦下午黄金定价，美元\$/盎司	1,266.4	1,160.1	1,201.4	1,218.5	1,192.4	1,124.3	1,106.5	1,182.6	1,259.6	1,334.8	19

数据来源：世界黄金协会

图 19 全球黄金实物需求 2016 年比去年同期明显下降

2016 年第一季度黄金表现强势，以美元计价的黄金价格 飙升 17%，堪称近 30 年来的最佳表现。黄金回报明显优于其他各大股票、债券和大宗商品指数。受益于 2016 年第二

季度持续增长 15%，上半年黄金总需求达到 2,335 公吨——这一数字是上半年需求量历史第二高纪录。由于高昂的金价打压了消费需求，2016 年第三季度的全球黄金需求量为 993 公吨下降了 10%。交易所交易产品（ETP）是本季度的唯一亮点——146 公吨的增持量帮助抵消了其它方面疲软的需求，特别是金饰下滑了 21%、金条和金币下滑了 36%以及中央银行的采购量下滑了 10%。

ETP 实现三个季度的连续增长，使得目前 2016 年的增持总量达到 725 公吨。负利率政策和政治不稳定性——美国即将进行总统大选以及明年的欧洲选举——是推动增持的关键因素。与之相比，今年至今的金条和金币需求量为 664 公吨，同比下降 13%。

第三季度的总供应量增长 4%，达到 1,173 公吨（2015 年第 3 季度为 1,127 公吨）。由于越来越高的价格让消费者更愿卖出手头持有的黄金，再生金数量同比增长 30%，是实现总供应量增长的主要推动因素。尽管四个季度以来在第 3 季度首次出现净解除套期保值（15 公吨），金矿产量——与去年相比几乎没有变化（-0.5%）——持续保持稳定。



数据:世界黄金协会

图 20 金饰品需求与投资需求之间呈负相关

6.3 印度政府可能禁止黄金进口预计对黄金市场巨大的冲击

作为全球第二大黄金消费国，印度总理莫迪 2016 年 11 月 8 日宣布，为了打击贪污和洗黑钱，决定从当天午夜零时起，废除的 500、1000 卢比两种面值的钞票占原流通纸钞总金额的 80%以上，而超过 98%的印度货币流通来自钞票，依赖现金的零售业占印度经济总量（2 万亿美元）的 56%，这将使整个印度经济发生流动性危机。

由于印度生产的黄金量不多，主要依靠进口大量黄金，近几年印度的黄金进口量达到了每年 700 吨左右，造成极大的贸易赤字（逆差）。印度政府采取了诸多措施来减少黄金进口造成的贸易赤字，包括：提高黄金进口关税，督促商业银行开发各种各样的纸黄金产品。

有传闻印度禁止黄金进口的流言四起，印度国内黄金市场对此感到惶恐不安。2013 年 7 月，印度央行宣布印度进口商必须将其 20%的进口黄金用作加工再出口。该规定出台后，请务必阅读正文之后的免责条款部分

2014 年印度黄金走私量急剧上升。两年前，印度海关扣押了 1.5 亿美元的走私黄金。预计任何黄金进口禁令都是“漏洞百出”，结果可能与印度政府打击地下经济的初衷背道而驰。

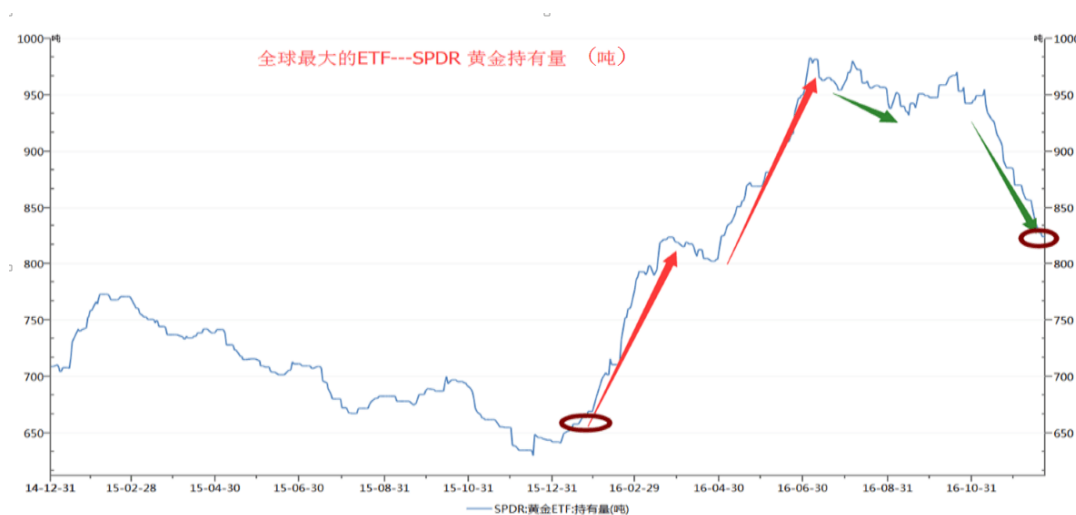
随着大面值卢比退出市场，印度政府也在考虑禁止超过 30 万卢比的现金交易。这很可能将对黄金珠宝购买造成重大影响。今年年初，莫迪政府鼓动对高于 20 万卢比的现金购买征收 1% 的税。印度近 80% 至 90% 的黄金都是通过现金购买。“如果莫迪政府继续通过当前政策遏制“黑钱”，那么黄金需求最终将大幅下降。

6.4 中国未来几年预计对实物金的需求持续增加

第三季度中国为 142 公吨，印度为 155 公吨，下滑的原因是中国经济持续疲软，经济增速放缓，股市疲弱，可支配收入减少；印度政府政策更为严格，农村可支配收入缩水了，金价上涨导致消费下滑，但印度推动了再生金的流动，加上消费市场结构性的变化导致黄金需求大幅减少。

世界黄金协会发表的一个大型报告《中国黄金市场：进展与前景》认为，到 2017 年，中国私有部门对黄金的需求将在目前每年 1132 公吨，的基础上增加 20%。2013 年中国黄金需求创下新纪录，成为全球最大的黄金市场。报告认为，2014 年中国黄金市场将继续盘整，并在未来几年维持其增长势头。

7 黄金 ETF 持仓



数据来源：东方期货

图 21 全球最大的黄金 ETF—SPDR 在 2016 年持仓情况

全球最大的黄金 ETF—SPDR 在 2016 年在金价上半年上涨的时候增加仓位，相反在 7 月份金价开始下跌时减持仓位，金价后市的不看好也是 ETF 对于黄金投资失去了信心。

8 2017 年对黄金走势预测

2017 年预计影响金价的因素有如下：

国际政治、经济的不确定性因素；特朗普上台加大了美国政策的不确定性；美国、日本的等经济体债务高筑；发展中国家经济增速整体下滑；2008 年美国引发的全球金融危机的影响还在继续；英国脱欧，意大利银行系统的危机、欧盟的后期政治复杂多变；荷兰、法国、德国、意大利等多国 2017 年选举带来不确定性；对全球增长和地缘政治风险的担忧；新兴市场引发对需求的结构性变化；伊斯兰黄金金融产品的上市将推动黄金价格的活跃性。这些将在 2017 年都会影响金价走势。

2017 年贵金属价格驱动逻辑，美联储预计 2017 年加息 3 次对贵金属依然构成下行的压力，欧盟各国大选、欧洲银行业问题发酵等，这些不确定性因素或许给金价带来反弹的机会，

2016 年开始，欧洲银行股价暴跌，引发了市场对金融风暴的担忧。德意志银行的股票价格从 35 欧元暴跌到 10 欧元。欧洲银行业不良资产在金融危机之后大幅上升。经济增长乏力、欧洲债务危机和英国脱欧是银行业不良资产上升的重要原因。而欧洲银行不良资产上升将限制银行信贷能力，推升社会融资成本，进而阻碍经济增长。

站在 2016 年年末，我们对黄金市场展望，首先需要知道的 2016 影响贵金属的价格因素，有没有可能在 2017 年发生改变，或是进一步加强影响了，当我们看到 2015 年 12 月美联储时隔 10 年的第一次加息后，第二次加息推迟到 2016 年 12 月，贵金属市场表现是跌跌不休，基本吞没了 2016 年的上半年的涨势，美联储 2016 年加息的鞋子落地了，但是美联储主席会后声明提到，2017 年美联储可能会持续加息 2 次，从 2016 年美联储加息的预期演变看，美联储收紧货币的节奏依然是离不开美国的经济数据和美国的经济现状，对金价而言，随着美联储的加息周期的预期下，黄金实物需求持续萎缩，但黄金投资需求却在大幅增加，黄金的价格在投资灵活的多空炒作下，预计明年上半年将继续下滑，至于明年下半年等美国新政府局势稳定后，主要是看特朗普政府的政策。

从中长期来看，特朗普奉行自由主义，政策偏右。特朗普上台后将通过缩减政府开支缓解赤字问题，另一方面通过减税和拉动基建刺激经济。他主张简化税制和大幅减免税收刺激国内投资和消费，通过税收优惠的方式引导私人资本参与基建以达到收支平衡，这一减税计划将大幅增加美国的财政赤字，因此将不可避免的通过向外国投资者发行更多的国债来填补。而国债发行量的大幅增加，以及财政赤字的扩大，势必推升国债收益率，因此从利率平价的角度，这将对美元汇率形成提振。另一方面，特朗普曾多次表示目前的“利率水平太低”，请务必阅读正文之后的免责条款部分

他上台后的工作将围绕“修复低利率政策造成的扭曲”开展，那么他当选后很大可能将会加速美联储的加息步调。

预计 2017 年特朗普的经济计划将会提振成长，并推升通胀，因用降税来刺激企业在美国落地，同时用加息来吸引国际资金回流美国，美国利率攀升，从而促使美联储加快升息步伐。美联储在 12 月会议上进行了今年第一次升息，将指标隔夜拆借利率上调 25 个基点，至 0.50-0.75%，预计美联储明年至少升息两次。这样的话美元将会持续强势，或者在高位震荡，对金价在 2017 年来说压力很大，或许会承压下滑，连上涨的机会没有了。

2017 年贵金属价格预计在上半年将会继续低迷下滑，会以震荡的形式下跌，反弹做空或许是最好的策略，下半年看特朗普的政策是否带来美元继续强势，如果美元在高位震荡盘整，那贵金属就失去了反弹上涨的机会，相反特朗普的政策不能带来美元指数的强势，那预计贵金属将会有反弹上涨的机会。如果特朗普的政策有利于通胀和美元走强。笔者认为美元升值对于似乎处于扩张末期的美国经济或将是一个重大打击，因此，特朗普政府与美联储或须坚守谨慎的货币政策立场，以防美元过度升值。那美元会在高位震荡盘整，金价也将继续低位震荡为主了。因此预计 2017 年下半年美元将在低位震荡为主。2017 第一季度预计国际金价将在 1180-1000 之间震荡；上半年预计在 1265-910 之间震荡；全年预计会在：1265-910 区间震荡，也就是下半年行情预计在上半年预测的区间震荡为主。

钢材价格触底反弹 明年仍将保持偏强走势

- 2017 年，在钢铁供给侧改革大背景下，预计产量并不会受到实际影响，预计 2017 年粗钢产量在 8 到 8.04 亿吨左右，降幅在 0.05%到 1%左右。
- 需求端，预计 2017 年房地产承压面临下滑，家电行业受房地产销售下滑影响，也将出现一定的下滑；在整体经济下滑的大背景下，基建投资将保持高增长；机械行业维持弱稳；汽车行业稳步增长，但预计增长速度不如 2016 年；船舶行业或出现一定的反弹。纵观明年全年，预计钢材需求为 6.91 亿吨，同比增长 0.92%。
- 供需的矛盾仍然需要通过出口来缓解，因此预计出口仍将保持高位，但是随着出口面临的限制愈来愈高，预计将小幅回落；随着国内需求的放缓，进口将不大可能出现大幅回升。因此整个净出口仍将维持高位，小幅回落。
- 另外，在原料煤炭、铁矿石原材料价格高企，钢材利润不高的情况下，价格也将受到支撑。
- 总体判断，明年钢材价格仍将保持偏强走势。

东方期货研究院

研究员 李海啸

电话：021-80232065

邮箱：lihx@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦
电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

钢材

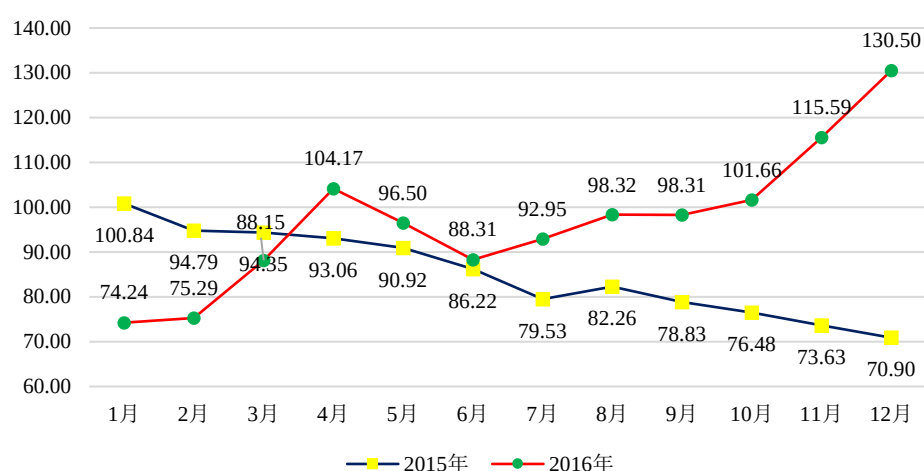
1 2016 年钢材市场基本情况分析

1.1 2016 年钢材价格走势分析

2016 年，中国经济触底反弹，拉动了钢材市场的回暖。国内主要用钢行业出现不同程度的同比增长，钢材表观消费量显著回升，钢材价格震荡走高。

1.1.1 钢材价格呈震荡走高趋势

2016 年，Myspic 综合钢价平均指数为 96.83，是自 2011 年钢材价格出现连续 5 年下滑后的首次反弹，同比上涨 11.92 点，同比涨幅 14%。



数据来源：wind、东方期货研究院

图 1 2016 年 Mysteel 综合钢价指数

从各月份来看，除了 2016 年前三个月价格指数小于 2015 年，其余月份均高于上年同期。除了 5、6 两个月出现价格下滑外，其余月份均呈上行走势。整年呈震荡走高趋势。

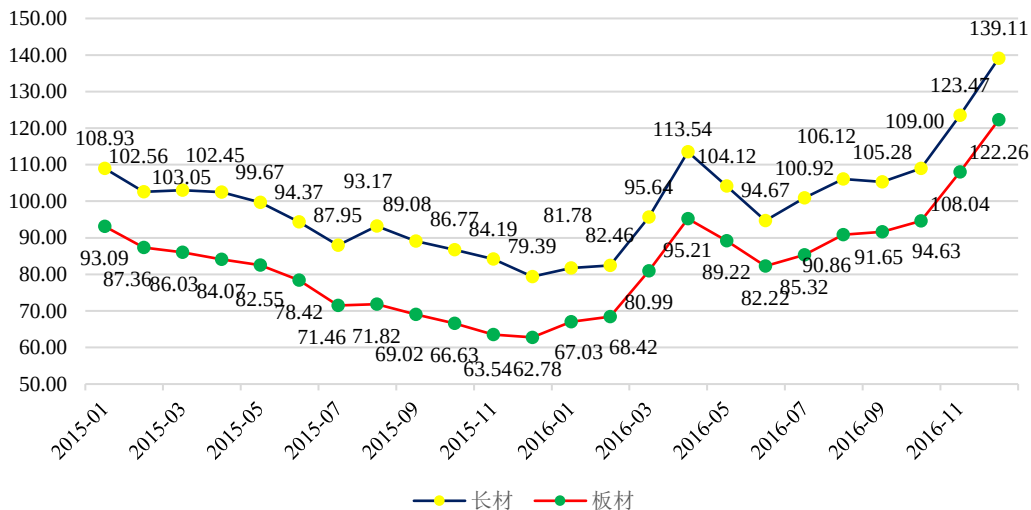
表 1 Mysteel 综合钢价指数

项目	2016 年	2015 年	同比升降	升降幅度 (%)
年平均	96.83	84.91	11.92	14.04%
1 月	74.24	100.84	-26.60	-26.38%
2 月	75.29	94.79	-19.51	-20.58%
3 月	88.15	94.35	-6.20	-6.57%
4 月	104.17	93.06	11.11	11.94%
5 月	96.50	90.92	5.59	6.14%
6 月	88.31	86.22	2.09	2.43%

7 月	92.95	79.53	13.42	16.87%
8 月	98.32	82.26	16.07	19.53%
9 月	98.31	78.83	19.48	24.72%
10 月	101.66	76.48	25.18	32.92%
11 月	115.59	73.63	41.95	56.98%
12 月	130.50	70.90	59.60	84.06%

1.1.2 主要钢材品种价格涨跌不一

2016 年，几大钢材品种价格涨跌不一。MySpic 长材年度平均指数 104.5，较去年上涨 10.43，涨幅 11.09%；扁平材年度平均指数 89.49，上涨 13.33，涨幅 17.50%。



数据来源：wind、东方期货研究院

图 2 Mysteel 长板材价格指数

表 2 Mysteel 长板材价格指数

项目	2016 年平均	2015 年平均	同比升降	升降幅度 (%)
钢材综合	96.83	84.91	11.92	14.04%
长材	104.50	94.07	10.43	11.09%
扁平材	89.49	76.16	13.33	17.50%

螺纹钢、中厚板、冷轧板、无缝钢管价格分别上涨 271 元/吨、259 元/吨、381 元/吨和 450 元/吨，涨幅分别为 10.59%、9.75%、14.22%和 15.91%；线材、热卷板、镀锌板价格分别下跌 163 元/吨、359 元/吨和 303 元/吨，跌幅分别为 6.78%、15.60%和 12.76%。

表 3 Mysteel 分品种价格指数

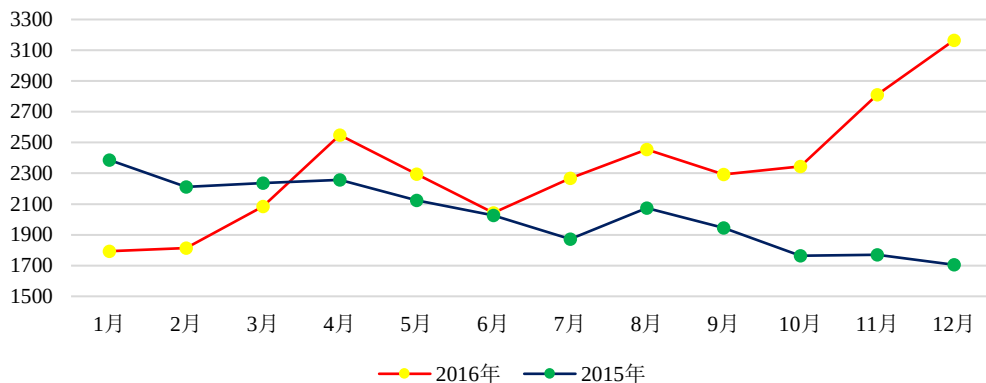
单位：元/吨

品种规格	2016 年平均		2015 年平均		同比升降		升降幅度	
	价格	指数	价格	指数	价格	指数	价格	指数
螺纹 HRB400 20mm	2562	100.75	2290	89.86	271	10.90	10.59%	12.13%
高线 6.5mm	2399	94.63	2562	100.75	-163	-6.13	-6.78%	-6.08%
中厚板 20mm	2658	105.64	2399	94.63	259	11.01	9.75%	11.64%
热卷板 3.0mm	2299	84.15	2658	105.64	-359	-21.50	-15.60%	-20.35%
冷轧板 1.0mm	2680	98.04	2299	84.15	381	13.89	14.22%	16.51%
镀锌板 0.5mm	2377	81.82	2680	98.04	-303	-16.22	-12.76%	-16.54%
无缝钢管 219*6mm	2827	98.46	2377	81.82	450	16.64	15.91%	20.34%

1.1.3 期货价格

(1) 螺纹钢期货

2016 年，螺纹钢期货价格呈震荡上涨趋势，2016 年平均价格 2326 元/吨，较去年上涨 300 元/吨，同比上涨为 14.81%。



数据来源：wind、东方期货研究院

图 3 螺纹钢期货价格（单位：元/吨）

除 2016 年前三个月同比去年价格出现下降，其余月份价格均同比去年出现上涨；期货价格仅 5、6、9 三个月出现回调，其余月份均呈上涨趋势。整年呈震荡走高趋势。

表 4 螺纹钢月度期货价格

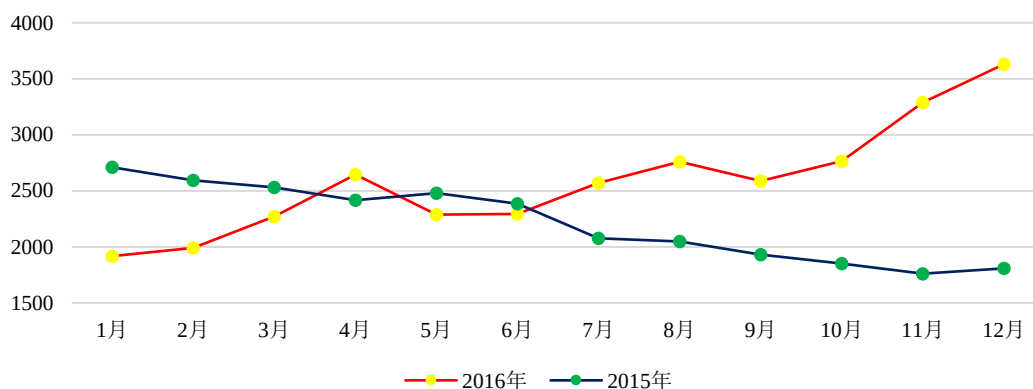
单位：元/吨

项目	2016 年	2015 年	同比升降	升降幅度
年平均	2326	2026	300	14.81%
1 月	1794	2387	-593	-24.85%

2 月	1813	2212	-399	-18.02%
3 月	2085	2236	-151	-6.75%
4 月	2549	2257	292	12.92%
5 月	2295	2125	170	8.01%
6 月	2043	2025	17	0.86%
7 月	2267	1873	394	21.06%
8 月	2456	2074	382	18.41%
9 月	2292	1945	347	17.85%
10 月	2345	1764	580	32.89%
11 月	2811	1771	1041	58.76%
12 月	3165	1705	1460	85.61%

(2) 热卷板期货

2016 年，热卷期货价格呈震荡上涨趋势，2016 年平均价格 2580 元/吨，较去年上涨 373 元/吨，同比上涨为 16.90%。



数据来源: wind、东方期货研究院

图 4 热卷板期货价格 (单位: 元/吨)

除前 2016 年 1、2、3、5、6 月同比去年价格出现下降，其余月份价格均同比去年出现上涨；期货价格仅 5 月出现回调，其余月份均呈上涨趋势。整年呈震荡走高趋势。

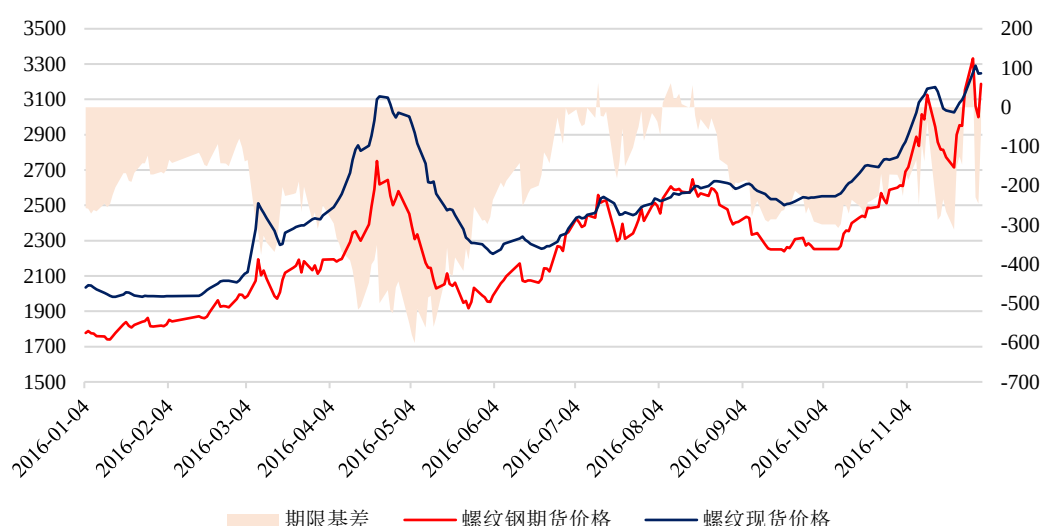
表 5 热卷板期货月度价格

单位: 元/吨

项目	2016 年	2015 年	同比升降	升降幅度
年平均	2580	2207	373	16.90%
1 月	1917	2710	-793	-29.26%

2 月	1990	2593	-604	-23.27%
3 月	2272	2530	-258	-10.19%
4 月	2644	2417	227	9.37%
5 月	2287	2478	-191	-7.71%
6 月	2294	2385	-92	-3.85%
7 月	2570	2077	493	23.76%
8 月	2760	2047	713	34.82%
9 月	2587	1930	657	34.03%
10 月	2765	1852	913	49.33%
11 月	3288	1761	1527	86.72%
12 月	3630	1807	1823	100.90%

1.1.4 价格综述



数据来源：wind、东方期货研究院

图 5 螺纹钢期现基差（单位：元/吨）

今年价格上涨主要有两波，第一波是自年初开始直至 5 月份，受下游房地产等行业基本面转暖，用钢需求增加等影响带动现货价格上涨，从而拉动期货价格上涨，从期现基差来看，上半年，期现价差不断扩大，到 5 月份左右，随着价格达到高点，期现基差达到极值。

第二波上涨受焦炭、铁矿石价格的大幅上行，钢材利润大幅缩窄，引发了钢价的持续上涨。可以看到，自 7 月开始，虽然钢价不断上涨，但是钢材利润（以螺纹钢为例）却始终处于不断减少，维持盈亏平衡的状态，这也使钢材价格得以支撑。

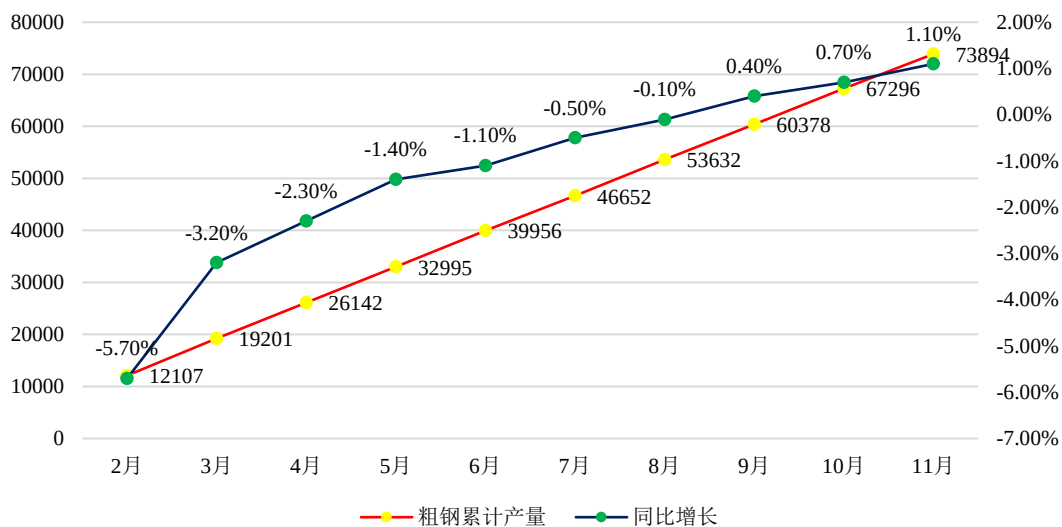


数据来源：wind、东方期货研究院

图6 螺纹钢利润（单位：元/吨）

1.2 2016年钢材产量情况分析

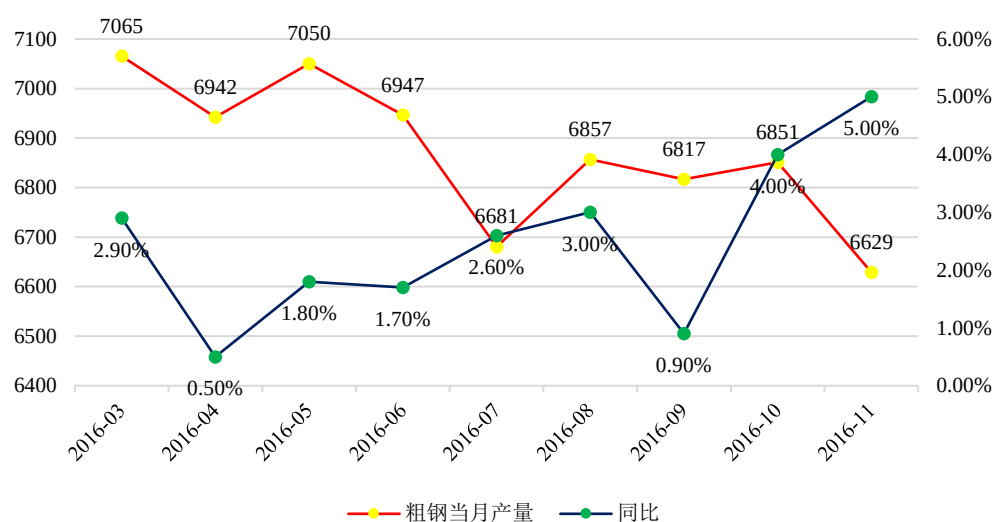
1.2.1 粗钢产量分析



数据来源：中钢协、东方期货研究院

图7 2016年粗钢累计产量（单位：万吨）

2016年1-11月，粗钢累计产量73893万吨，同比增加56万吨，同比增长0.08%；1-11月生铁累计产量64326万吨，同比增加480万吨，同比增幅0.75%。今年年初，整个下游需求转暖，企业盈利情况好转，价格也出现回升，有效带动供给出现回升，粗钢累计产量同比增长幅度下降程度趋缓，当月产量均较去年出现同比增长。



数据来源：中钢协、东方期货研究院

图 8 2016 年粗钢当月产量（单位：万吨）

表 6 粗钢产量

单位：万吨

项目	粗钢当月产量	同比	粗钢累计产量	同比
2016-01	6321	-7.84%	6321	-7.84%
2016-02	5781	-6.68%	12102	-5.70%
2016-03	7065	2.90%	19201	-3.20%
2016-04	6942	0.50%	26142	-2.30%
2016-05	7050	1.80%	32995	-1.40%
2016-06	6947	1.70%	39956	-1.10%
2016-07	6681	2.60%	46652	-0.50%
2016-08	6857	3.00%	53632	-0.10%
2016-09	6817	0.90%	60378	0.40%
2016-10	6851	4.00%	67296	0.70%
2016-11	6629	5.00%	73894	1.10%

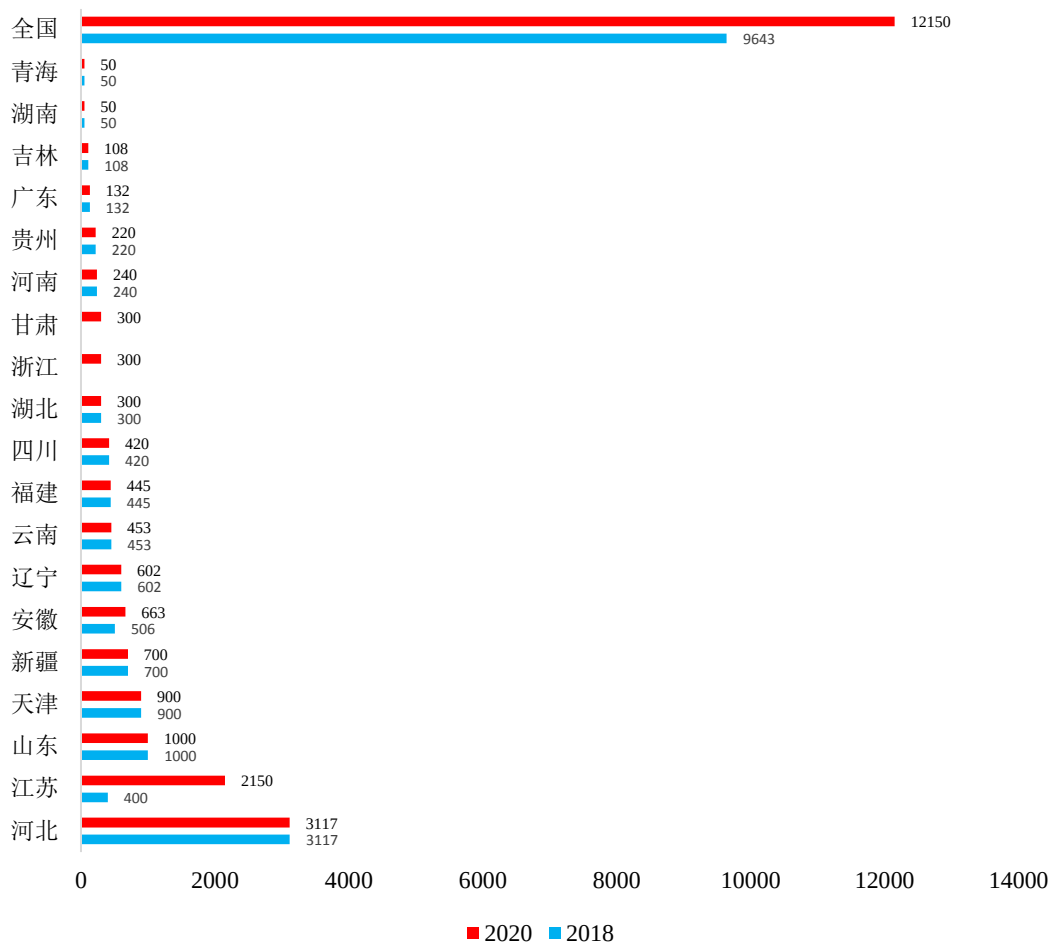
表 7 生铁、粗钢产量

单位：万吨

项目	2016 年 11 月	2015 年 11 月	同比升降	升降幅度 (%)
生铁	64326	63846	480	0.75%

粗钢	73893	73837	56	0.08%
----	-------	-------	----	-------

1.2.2 供给侧改革的影响



数据来源：新闻整理、东方期货研究院

图9 各地区粗钢去产能规划（单位：万吨）

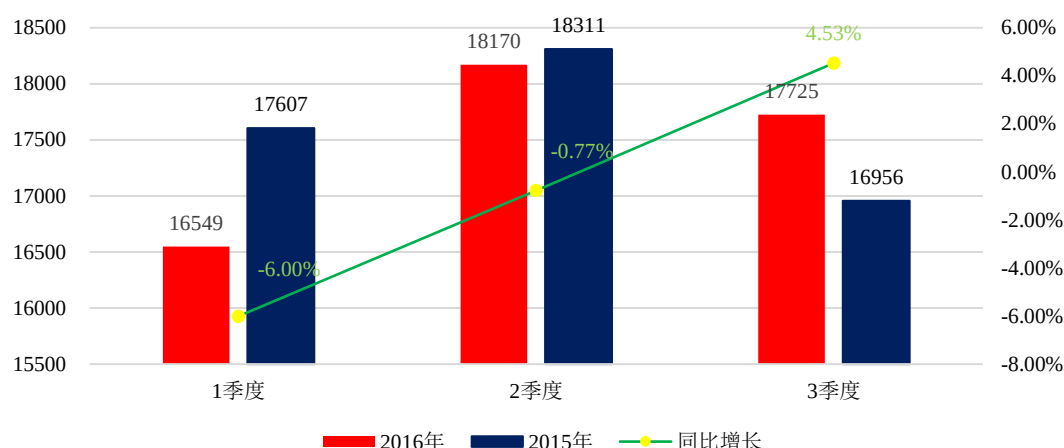
工信部在发布的《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》中提出，到2020年，钢铁工业供给侧结构性改革取得重大进展，实现全行业根本性脱困。产能过剩矛盾得到有效缓解，粗钢产能净减少1亿-1.5亿吨。2016年计划压缩产能4500万吨，今年已全面完成。根据各省市公布的去产能计划，2018年主要省市退出粗钢产能9643万吨，2020年退出1.2亿吨（除重庆、黑龙江以及宁夏）。

目前来看，根据工业和信息化部统计，2015年，全国粗钢产能为12亿吨，目前产能利用率仅为67%，目前有接近4亿吨的过剩产能。若减少1-1.5亿吨粗钢产能，保持当前的年产量8亿吨，将使产能利用率提升至73%-76%。虽然能提升6%-9%的产能利用率，但是总体产能利用率仍然不高，对实际产量的影响不会特别重大。

1.3 2016 年钢材需求分析

1.3.1 粗钢表观需求

2016 年 1-10 月，国内粗钢表观消费量为 5.8594 亿吨，同比去年 1-10 月表观消费量减少 35 万吨，同比降幅为 0.06%。1-10 月粗钢表观消费量同比减少 35 万吨，粗钢产量同比增加 467 万吨，净出口量增加 63 万吨；1-10 月粗钢净出口量占同期中国粗钢产量的 13%，而粗钢净出口增量也是粗钢产量增量的 13%左右，说明粗钢产量增量不再完全依靠出口消化，国内下游市场的好转，使得有能力靠国内市场消化粗钢产量的增量。



数据来源：中钢协、东方期货研究院

图 10 季度粗钢表观消费量（单位：万吨）

从季度需求来看，1 季度表观消费需求 1.6549 亿吨，同比减少 6%，2 季度表观消费量为 1.817 亿吨，同比增速下滑减少至-0.77%，3 季度增长明显，粗钢表观消费需求为 1.7725 亿吨，同比增长 4.53%。

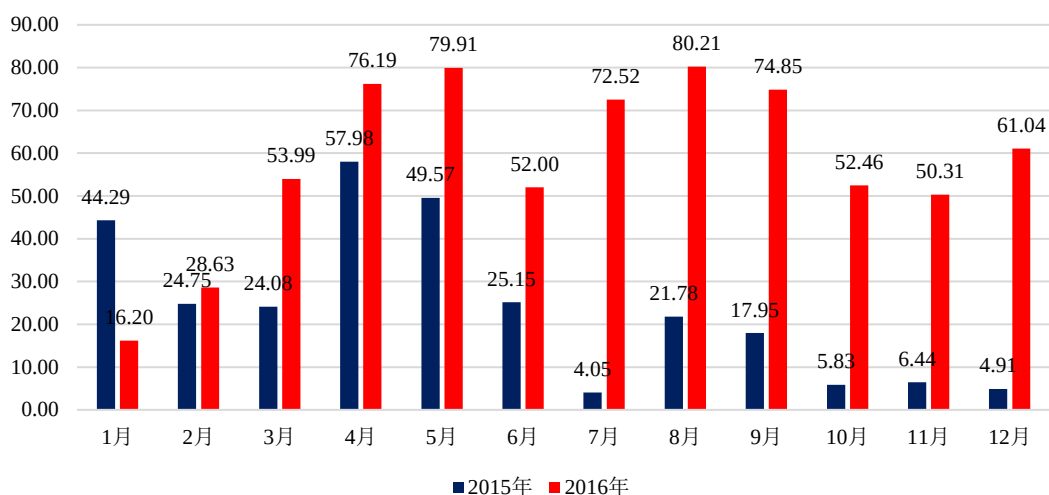
表 8 粗钢表观需求量

单位：万吨

项目	粗钢产量	净出口量	粗钢表观消费量	粗钢表观消费量同比增长
1 至 10 月	67312	8718	58594	-0.06%
2016-01	6321	930	5391	-8.49%
2016-02	5781	763	5018	-8.06%
2016-03	7065	924	6141	-1.88%
2016-04	6942	844	6098	-0.19%
2016-05	7050	886	6165	0.60%
2016-06	6947	1040	5907	-2.75%

2016-07	6681	975	5706	0.77%
2016-08	6857	839	6018	4.34%
2016-09	6817	816	6001	8.59%
2016-10	6851	701	6150	6.87%

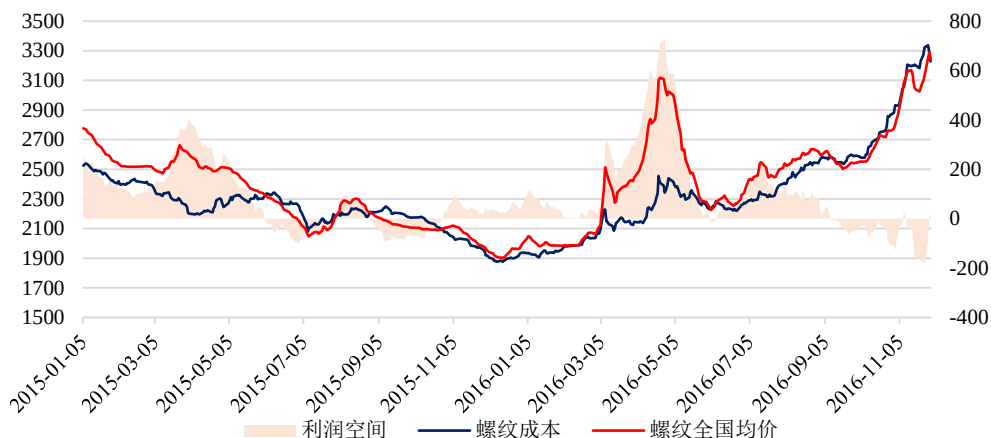
1.4 利润情况



数据来源: wind、东方期货研究院

图 11 全国盈利钢厂 (单位: %)

伴随着今年价格的大幅回升,企业盈利情况也大幅改善。除了1月份,其余月份盈利企业数量均远超去年。据中钢协统计数据显示,1-9月,中钢协会员企业累计实现销售收入19920.87亿元,实现利润252.06亿元,同比扭亏为盈,亏损面同比下降21.21%。



数据来源: wind、东方期货研究院

图 12 螺纹钢成本和利润 (单位: 元/吨)

据东方期货研究院测算,螺纹钢等品种盈利空间显著高于去年,尤其在4月份钢价达到请务必阅读正文之后的免责条款部分

年内高点之时利润高达近 900 元。但随着之后价格的回落以及原料端焦炭铁矿石价格的大幅上行，钢材利润开始缩窄。目前，建材处于盈亏平衡状态。

1.5 进出口情况

据海关统计，2016 年 1-10 月，我国累计出口粗钢 9902 万吨，同比增长仅为 0.83%；累计进口粗钢 1184 万吨，同比增长 1.61%。2016 年 1-11 月，我国累计出口钢材 1.01 亿吨，同比减少 0.55%；累计进口钢材 1202 万吨，同比增长 3.61%。

8、9、10 月单月粗钢出口分别为 958 万吨、936 万吨和 819 万吨，同比大幅降低，降幅分别为 7.59%、21.88%和 14.71%；8、9、10、11 月单月钢材出口分别为 901 万吨、880 万吨、769 万吨和 812 万吨，同比也大幅降低，降幅分别为 7.43%、21.77%、14.78%和 15.49%。7、8、9、10 月单月粗钢进口分别为 121 万吨、120 万吨、120 万吨和 118 万吨，同比出现上涨，上涨幅度分别为 4.92%、7.93%、6.50%和 15.38%；7、8、9、10、11 月单月钢材进口分别为 113 万吨、111 万吨、113 万吨、108 万吨和 111 万吨，同比大幅上涨，上涨幅度分别为 7.77%、8.49%、11.66%、13.66%和 21.26%。随着国内需求的变好、上游原材料涨价导致的钢材利润大幅减少以及随之推动的钢材价格大幅上涨，使得进口增加，出口减少。

表 9 粗钢进出口

单位：万吨

项目	粗钢进口					
	2016		2015		同比增长	
	当月	累计	当月	累计	当月	累计
1 月	106	106	128	128	-17.40%	-17.40%
2 月	99	205	94	222	5.61%	-7.65%
3 月	138	343	131	353	5.28%	-2.86%
4 月	122	465	129	482	-5.70%	-3.62%
5 月	117	581	115	597	1.38%	-2.66%
6 月	123	705	126	723	-2.29%	-2.60%
7 月	121	826	116	839	4.92%	-1.56%
8 月	120	946	111	950	7.93%	-0.45%
9 月	120	1066	113	1063	6.50%	0.29%
10 月	118	1184	102	1165	15.38%	1.61%
粗钢出口						

1 月	1036	1036	1096	1096	-5.46%	-5.46%
2 月	863	1899	831	1927	3.80%	-1.46%
3 月	1062	2961	820	2747	29.46%	7.77%
4 月	966	3926	910	3658	6.07%	7.34%
5 月	1002	4929	982	4640	2.07%	6.23%
6 月	1164	6092	948	5588	22.77%	9.03%
7 月	1096	7189	1038	6625	5.67%	8.51%
8 月	958	8147	1037	7662	-7.59%	6.33%
9 月	936	9083	1198	8861	-21.88%	2.51%
10 月	819	9902	960	9821	-14.71%	0.83%

粗钢净出口

1 月	930	930	968	968	-3.87%	-3.87%
2 月	763	1694	737	1705	3.57%	-0.66%
3 月	924	2618	689	2394	34.04%	9.33%
4 月	844	3462	781	3176	8.02%	9.01%
5 月	886	4347	867	4042	2.16%	7.54%
6 月	1040	5388	822	4864	26.61%	10.76%
7 月	975	6363	922	5786	5.77%	9.97%
8 月	839	7201	926	6712	-9.44%	7.29%
9 月	816	8017	1086	7798	-24.83%	2.82%
10 月	701	8718	858	8656	-18.30%	0.72%

表 10 钢材进出口

单位：万吨

项目	钢材进口					
	2016		2015		同比增长	
	当月	累计	当月	累计	当月	累计
1 月	93	93	115	115	-19.47%	-19.47%
2 月	93	186	87	203	6.73%	-8.20%
3 月	127	313	121	323	5.13%	-3.23%

4 月	110	423	120	443	-8.17%	-4.56%
5 月	109	532	105	549	3.47%	-3.02%
6 月	114	646	117	665	-2.26%	-2.89%
7 月	113	759	105	770	7.77%	-1.44%
8 月	111	870	102	872	8.49%	-0.27%
9 月	113	983	101	974	11.66%	0.97%
10 月	108	1091	95	1069	13.66%	2.10%
11 月	111	1202	92	1160	21.26%	3.61%

钢材出口

1 月	974	974	1029	1029	-5.32%	-5.32%
2 月	811	1785	780	1808	4.04%	-1.29%
3 月	998	2783	770	2578	29.67%	7.95%
4 月	908	3691	854	3432	6.38%	7.56%
5 月	942	4633	920	4352	2.34%	6.46%
6 月	1094	5727	889	5241	23.12%	9.28%
7 月	1030	6757	973	6214	5.85%	8.74%
8 月	901	7658	973	7187	-7.43%	6.55%
9 月	880	8538	1125	8312	-21.77%	2.72%
10 月	769	9307	902	9214	-14.78%	1.01%
11 月	812	10119	961	10175	-15.49%	-0.55%

钢材净出口

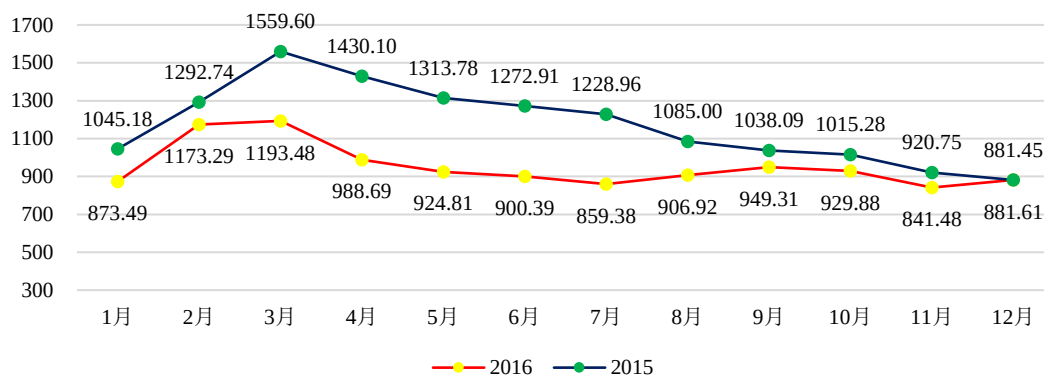
1 月	881	881	913	913	-3.53%	-3.53%
2 月	718	1599	692	1606	3.70%	-0.42%
3 月	871	2470	649	2255	34.24%	9.56%
4 月	798	3268	734	2988	8.75%	9.36%
5 月	833	4101	815	3803	2.20%	7.82%
6 月	980	5081	772	4575	26.96%	11.05%
7 月	917	5998	868	5444	5.61%	10.19%
8 月	790	6788	871	6315	-9.30%	7.50%

9 月	767	7555	1024	7338	-25.07%	2.95%
10 月	661	8216	807	8146	-18.13%	0.87%
11 月	701	8917	869	9015	-19.36%	-1.09%

虽然 2016 年下半年粗钢、钢材进口出现回升，出口出现下滑，但是预计 2017 年粗钢、钢材出口仍将保持高位水平；从目前来看，房地产拉动的钢材需求回升已经告一段落，这也将带动机械、汽车等行业增长的减慢，预计 2017 年国内需求增速将出现下降；产量方面，供给侧改革并不会显著影响供给端，因此供需的矛盾仍然需要通过出口来缓解。但是中国钢铁出口面临的限制越来越多，最主要是反倾销调查愈演愈烈，统计显示，2016 年上半年，中国出口产品遭遇了来自 17 个国家(地区)发起的 65 起贸易救济调查案件，同比上升 66.67%，涉案金额 85.44 亿美元，同比上升 156%；因此预计出口将较 2016 年小幅下滑。而随着国内需求的放缓，进口将不大可能出现大幅回升。

1.6 库存情况

2016 年 1 至 12 月，除 12 月份外，其余月份钢材社会库存均同比去年出现下滑，12 月份社会库存小幅增加 0.02%，全年钢材社会库存平均为 1033.75 万吨，同比减少 204.62 万吨，同比降幅 16.52%。



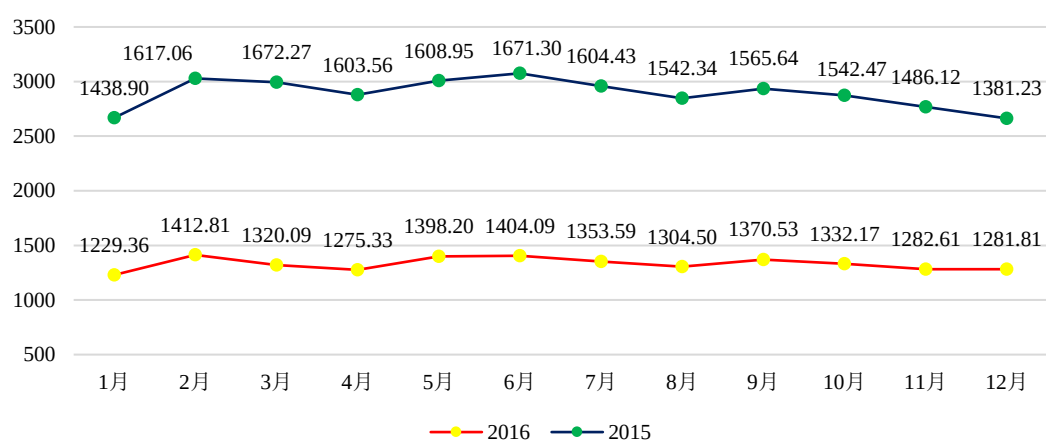
数据来源: wind、东方期货研究院

图 13 钢材社会库存 (单位: 万吨)

表 11 钢材社会库存				单位: 万吨
	2016	2015	库存变化	同比增长
1 月	873.49	1045.18	-171.69	-16.43%
2 月	1173.29	1292.74	-119.44	-9.24%

3 月	1193.48	1559.6	-366.11	-23.47%
4 月	988.69	1430.1	-441.41	-30.87%
5 月	924.81	1313.78	-388.98	-29.61%
6 月	900.39	1272.91	-372.52	-29.27%
7 月	859.38	1228.96	-369.58	-30.07%
8 月	906.92	1085	-178.08	-16.41%
9 月	949.31	1038.09	-88.78	-8.55%
10 月	929.88	1015.28	-85.40	-8.41%
11 月	841.48	920.75	-79.27	-8.61%
12 月	881.61	881.45	0.17	0.02%
平均	1033.75	1238.37	-204.62	-16.52%

据中钢协统计，2016 年 1 月至 12 月，全国重点企业库存均出现同比下滑，重点企业全年平均库存为 1383.16 万吨，同比减少 212.94 万吨，降幅 13.34%。



数据来源: wind、东方期货研究院

图 14 重点钢厂库存 (单位: 万吨)

表 12 重点钢厂库存

单位: 万吨

	2016	2015	库存变化	同比增长
1 月	1229.36	1438.9	-209.54	-14.56%
2 月	1412.81	1617.06	-204.25	-12.63%

3 月	1320.09	1672.27	-352.18	-21.06%
4 月	1275.33	1603.56	-328.23	-20.47%
5 月	1398.2	1608.95	-210.75	-13.10%
6 月	1404.09	1671.3	-267.21	-15.99%
7 月	1353.59	1604.43	-250.84	-15.63%
8 月	1304.5	1542.34	-237.85	-15.42%
9 月	1370.53	1565.64	-195.11	-12.46%
10 月	1332.17	1542.47	-210.30	-13.63%
11 月	1282.61	1486.12	-203.52	-13.69%
12 月	1281.81	1381.23	-99.42	-7.20%
平均	1383.16	1596.1	-212.94	-13.34%

社会库存、重点企业库存的同比下滑，一方面是主动去库存，源于钢铁行业长期的不景气使钢铁企业和贸易商不愿意囤货，比较注重控制库存水平；另一方面反映了从7月份开始的国内需求转暖导致的被动去库存。

2 2017 年钢铁市场预测及行情展望

2.1 供给预测

2017 年钢铁行业去产能工作将成为行业主要旋律。根据相关政策，钢铁行业不能再建新产能，并且 2016 至 2020 年计划压缩粗钢产能 1 至 1.5 亿吨，根据工业和信息化部统计，2015 年，全国粗钢产能为 12 亿吨，目前产能利用率仅为 67%，目前有接近 4 亿吨的过剩产能。若减少 1-1.5 亿吨粗钢产能，保持当前的年产量 8 亿吨，将使产能利用率提升至 73%-76%。虽然能提升 6%-9%的产能利用率，但是总体产能利用率仍然不高，对实际产量的影响不会特别重大。2016 年几大城市雾霾严重，环保政策频出，2017 年环保政策压力仍将对产量产生一定影响。预计 2017 年粗钢产量在 8 到 8.04 亿吨左右，降幅在 0.05%到 1%左右。

2.2 需求预测

对于钢铁这个供大于求的行业，在未来供给侧改革并不会伤及实际产量的情况下，需求决定了整个行业的供给和价格。

2.2.1 建筑行业

（1）房屋建设

2016 年前三季度，全国房屋建筑竣工面积 234038 万平方米，同比增长 1.31%。其中，住宅房屋 156496 万平方米，厂房仓库 19997 万平方米，办公用房 13310 万平方米，教育用房 7080 万平方米。

2016 年 1-11 月，房地产开发投资完成额 93387 亿元，同比增长 6.5%。房地产施工面积累计同比增长 2.9%，房地产新开工面积累计同比增长 7.6%，房屋竣工面积累计增长 6.4%。

东方期货研究院测算，2016 年中国房屋建设消费钢材约 2.76 亿吨，其中房地产消费钢材约 1.07 亿吨。

（2）铁路、公路建设

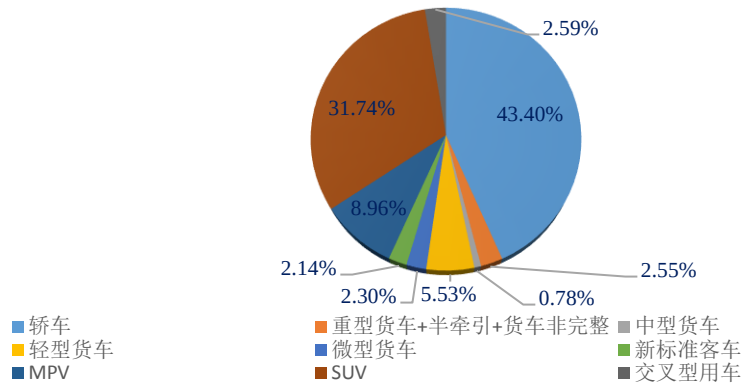
交通运输部部长李小鹏在全国交通运输工作会议上表示，2016 年 1-11 月，铁路公路水路民航固定资产投资共完成 2.57 万亿元，同比增长 7.7%。其中，铁路完成投资 6999 亿元，同比增长 4.2%，预计全年可以完成 8000 亿元任务目标；公路完成投资 1.64 万亿元，同比增长 9.2%，预计全年完成 1.78 万亿元，超额完成 1.65 万亿元任务目标，新增高速公路 6000 多公里，总里程突破 13 万公里。新增二级及以上公路 1.5 万公里，新改建农村公路超过 29 万公里。

东方期货研究院测算，2016 年中国铁路建设消费钢材约 2664 万吨，公路建设消费钢材约 3846 万吨。

预计 2017 年房地产投资下行压力加大，在整体经济下行压力加大的背景下，基建投资作为财政托底的手段，增速仍将维持高位，因此预计整个建筑行业增速为-0.5%左右。铁路用钢维持现状，公路运输仍将维持 5%左右的增长。

2.2.2 汽车行业

据中汽协数据，2016 年 1-11 月中国累计生产汽车 2500 万辆，同比增长 14.3%。其中轿车生产 1084.90 万辆，同比增长 4.32%；重型货车半挂牵引车以及重型货车非完整车辆生产 63.84 万辆，同比增长 29.71%；中型货车以及中型货车非完整车辆生产 19.55 万辆，同比增长 10.32%；轻型货车以及轻型货车非完整车辆生产 138.21 万辆，同比减少 1.71%；微型货车以及微型货车非完整车辆生产 57.55 万辆，同比增长 17.87%；客车及客车非完整车辆生产 53.55 万辆，同比减少 9.3%；多功能乘用车（MPV）生产 223.92 万辆，同比增长 19.24%；运动型多功能乘用车生产 793.48 万辆，同比增长 45.58%；交叉型乘用车生产 64.79 万辆，同比减少 34.83%。



数据来源：中汽协、东方期货研究院

图 15 各类汽车产量占比

东方期货研究院测算，2016 年汽车行业消费钢材约 7200 万吨，其中整车制造约 4300 万吨，其余为零部件及维修配套用钢。

2016 年整个汽车行业产量大幅增长，预计 2017 年仍将维持稳步增长，但增幅不会超过 2016 年。不同车型增长差异仍存，预计乘用车仍将有较好表现。预计整个汽车行业增速为 5% 左右。

2.2.3 机械行业

2016 年 1-11 月，挖掘机累计产量 99447 台，同比增长 15.5%；1-11 月，金属切削机床累计产量 70.70 万台，累计同比增长 1.4%，全年累计同比首次转正。除此之外，金属冶炼设备、大中小型拖拉机等产量出现较大回落；发电设备、大气污染防治设备、光缆、锅炉、电工仪器仪表、水泥专用设备等产量均有一定程度的回升。

东方期货研究院测算，2016 年机械行业消费钢材 1.3 亿吨。

机械行业连续多年萎靡，2016 年有所回稳，主要受到基建和房地产行业转暖影响带动水泥、挖掘机等产销出现回升。在明年房地产承压的大背景下，预计机械行业用钢仍然维持现有水平。

2.2.4 船舶行业

2016 年 1-9 月，全国造船完工量 2493 万载重吨，同比下降 15.1%，降幅较上半年扩大 7.7 个百分点；新承接船舶订单量 1852 万载重吨，同比上升 2.0%，增幅较上半年下降 42.7 个百分点。截至 9 月底，手持船舶订单量 10930 万载重吨，同比下降 18.1%。1-9 月，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 32.4%、70.3% 和 43.7%，其中新接订单市场份额比去年同期提高 44.3 个百分点。

东方期货研究院测算，2016 年船舶行业消费用钢约 1300 万吨。

2016 年船舶行业仍然低迷，1 至 9 月新承接船舶订单量同比回升，或将增加 2017 年的开工量，2017 年特朗普上台、美国加大基建、原油价格上涨等因素或促进船舶行业有所转暖，预计用钢需求小幅增长 1%。

2.2.5 家电行业

2016 年 1-11 月，中国空调累计生产 1.4514 亿台，累计同比 3.1%；1-11 月家用电冰箱累计生产 8600.40 万台，同比增长 4.6%；1-11 月家用洗衣机累计生产 6962.8 万台，同比增长 5.7%。

东方期货研究院测算，2016 年家电行业消费用钢约 1132 万吨。

2016 年，上述主要行业用钢量约为 5.67 亿吨，占总用钢量的 83%，经测算，2016 年总用钢量约为 6.83 亿吨。

随着房地产行业的走弱以及房地产政策的打压，明年房屋销售的降低将导致明年白色家电出现下滑，预计用钢需求下滑约 3%。

因此，2017 年上述行业预计用钢量将达到 5.758 亿吨，同比增长 0.90%，总用钢量为 6.91 亿吨，同比增长 0.92%。

2.2.6 进出口

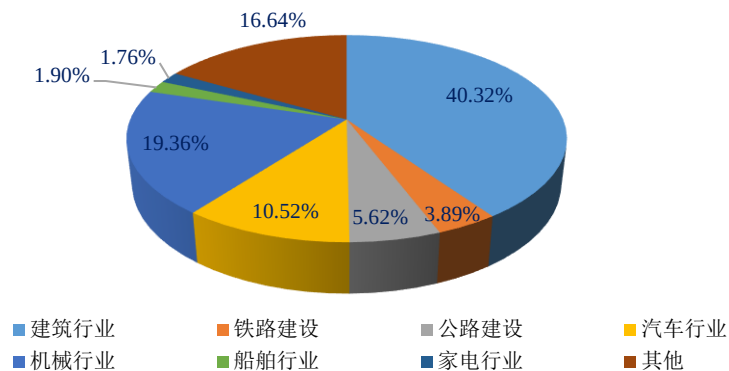
预计 2017 年粗钢、钢材出口仍将保持高位水平；从目前来看，房地产拉动的钢材需求回升已经告一段落，这也将带动机械、汽车等行业增长的减慢，预计 2017 年国内需求将出现下降；产量方面，供给侧改革并不会显著影响供给端，因此供需的矛盾仍然需要通过出口来缓解。但是中国钢铁出口面临的限制越来越多，最主要是反倾销调查愈演愈烈，统计显示，2016 年上半年，中国出口产品遭遇了来自 17 个国家（地区）发起的 65 起贸易救济调查案件，同比上升 66.67%，涉案金额 85.44 亿美元，同比上升 156%；因此预计出口将较 2016 年小幅下滑。而随着国内需求的放缓，进口将不大可能出现大幅回升。

表 13 钢铁下游行业用钢情况

单位：万吨

	2015	2016	同比增幅	2017E	同比增幅
建筑行业	27352	27600	0.91%	27586	-0.05%
房屋建筑	10039	10700	6.58%	10186	-4.80%
铁路建设	2743	2664	-2.88%	2780	4.34%
公路建设	2811	3846	36.82%	4019	4.50%
汽车行业	6487	7200	10.99%	7582	5.30%

机械行业	13156	13250	0.71%	13249	-0.01%
船舶行业	1350	1300	-3.70%	1313	1.03%
家电行业	1160	1202	3.62%	1164	-3.14%
上述主要行业用钢	55059	57062	3.64%	57693	1.11%
其他	11277	11390	1.00%	11504	0.50%
总用钢量	66336	68452	3.19%	69197	1.09%



数据来源：东方期货研究院

图 16 2016 年各行业用钢分布情况

2.3 2017 钢铁价格展望

2017 年，在钢铁供给侧改革大背景下，预计产量并不会受到实际影响，预计 2017 年粗钢产量在 8 到 8.04 亿吨左右，降幅在 0.05%到 1%左右。

需求端，预计 2017 年房地产承压面临下滑，家电行业受房地产销售下滑影响，也将出现一定的下滑；在整体经济下滑的大背景下，基建投资将保持高增长；机械行业维持弱稳；汽车行业稳步增长，但预计增长速度不如 2016 年；船舶行业或出现一定的反弹。纵观明年全年，预计钢材需求为 6.91 亿吨，同比增长 0.92%。

供需的矛盾仍然需要通过出口来缓解，因此预计出口仍将保持高位，但是随着出口面临的限制愈来愈高，预计将小幅回落；随着国内需求的放缓，进口将不大可能出现大幅回升。因此整个净出口仍将维持高位，小幅回落。

另外，在原料煤炭、铁矿石原材料价格高企，钢材利润不高的情况下，价格也将受到支撑。

总体判断，明年钢材价格仍将保持偏强走势。

油脂或将再放异彩 豆粕抓住阶段性炒作机会

- 预计 2017 年度豆粕价格将呈现宽幅震荡格局，价格区间预计将小幅抬升，震荡区间为 2640-3450。长线投资策略保持多头格局，密切关注厄尔尼诺效应引发的天气炒作带来的投资机会。
- 2016/17 年度豆油整体供需格局偏紧，库存消费比连续 4 年下滑，在此背景下，豆油价格对南美天气炒作将表现的非常敏感。需求方面，国内消费需求增长企稳，印度将成为新的需求增长点，且空间较大。同时，随着国际油价的上涨以及全球对清洁能源的重视程度不断提高，生物柴油对豆油方面的需求也将有所攀升。依此判断，2017 年度豆油期价走势将呈现整体偏强走势，结合盘面技术分析，期价下方支撑 6700，上方目标位置 8600, 8050 一线存在较强的阶段性压力。操作上建议保持多头思路，利用回调机会买入。

东方期货研究院

研究员 陈庆

电话: 021-80232057

邮箱: chenq@sheast.cn

上海总部

电话: 4000-111-955

地址: 上海市浦东新区浦电路 500 号
1603 室

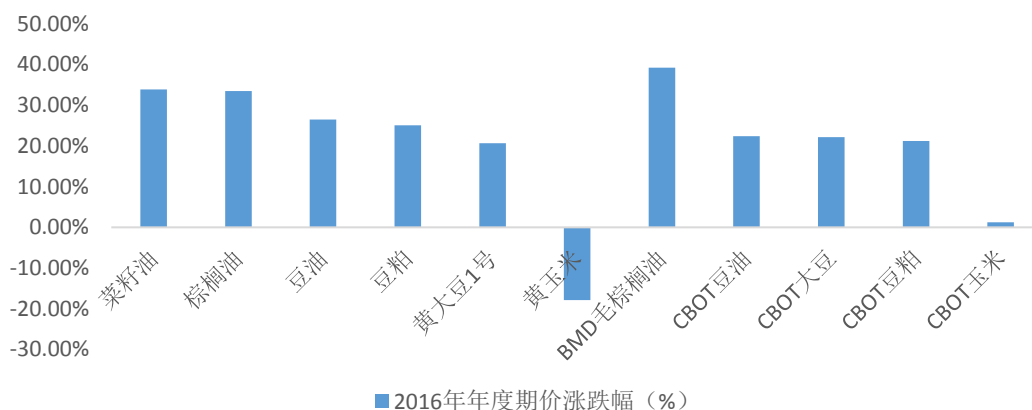
东方期货研究院

2016 大宗商品年报

油脂油料

1 2016 年度油脂油料板块行情一览

2016 年国内外农产品板块表现亮眼，受厄尔尼诺天气影响及马来西亚棕榈油进入减产周期，BMD 马棕价格本年度大幅上涨 39.26%，同时，受国内港口库存持续历史低位影响，DCE 棕榈油期货价格全年涨幅达到 33.47%。在此带动下，菜籽油和豆油亦表现强势，年度涨幅分别为 33.88%和 26.51%，三大油脂表现非常强势。而作为全球最大的农产品交易品种 DCE 豆粕，上半年度涨幅一度达到 44.25%。后因厄尔尼诺带来的减产影响不及预期，期价出现一定幅度回调，全年涨幅 25.06%。受国内取消长达 9 年的临时收储政策影响，玉米成为了农产品板块唯一下跌的品种，全年下跌幅度为 17.91%。



数据来源：文华财经，东方期货研究院

图 1 2016 年度国内外农产品油脂油料板块涨跌幅一览

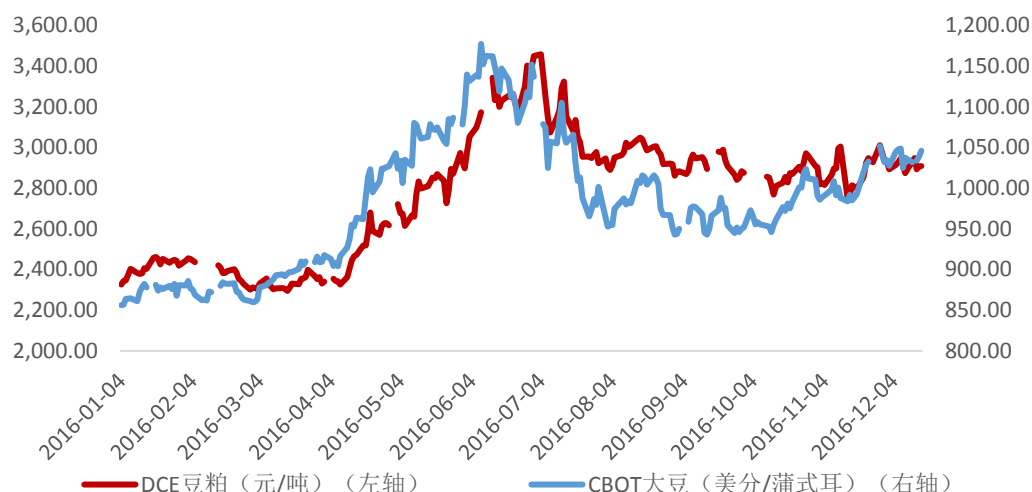
2 豆粕篇

2.1 行情回顾

2016 年度豆粕行情呈现出先扬后抑的走势，全年走势以 7 月份为分水岭，上半年度受 UDSA 月度供需报告频频利好因素影响，CBOT 美豆价格节节攀升，主力合约从七年来底部位置 844.2 上涨至 1208.4 美分/蒲式耳，涨幅为 43.14%。7 月份后期，随着美豆种植面积尘埃落定，厄尔尼诺并未如预期般来势汹汹，美豆产量不减反增，导致美豆价格中天气升水回吐，期货出现大幅回落，截至 9 月 1 日，美豆价格下挫至 939.4 美分/蒲式耳，构成阶段性底部。此后美豆销售进度表现良好，价格区间不断上移，截至 12 月份，美豆期价上涨已超过 50%，最高收于 1069 美分/蒲式耳。

由于国内豆粕 90%以上比例源自于进口大豆压榨而成，而作为国际大豆贸易结算价格

的 CBOT 美豆价格无疑成为 DCE 豆粕期价走势的风向标。从两者整理走势来看，基本保持一致，由于进口大豆运输至国内一般需要 40 天左右船期，因此从两者价格高点来看，DCE 豆粕较 CBOT 美豆略显滞后。2016 年下半年，国内养殖利润持续良好，饲料需求较为旺盛，受此支撑国内豆粕价格表现相对坚挺，期货价格表现也较 CBOT 美豆回调幅度较小。从 8 月份至今，DCE 豆粕在（2747,3106）区间内维持震荡格局，截至 12 月 19 日，主力合约价格收于 2913 元/吨。



数据来源：文华财经，东方期货研究院

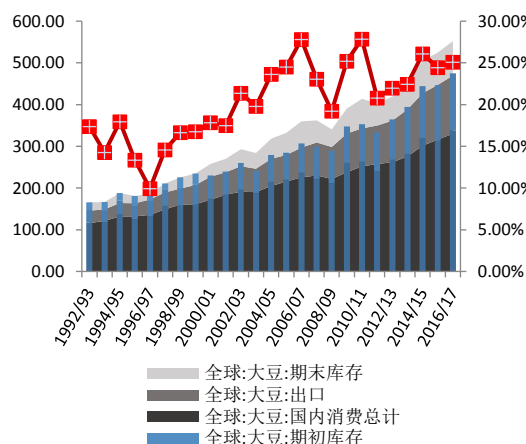
图 2 2016 年度 DCE 豆粕及 CBOT 大豆期价走势一览

2.2 基本面分析

2.2.1 全球新季大豆产量再攀新高 库存消费比相对中性

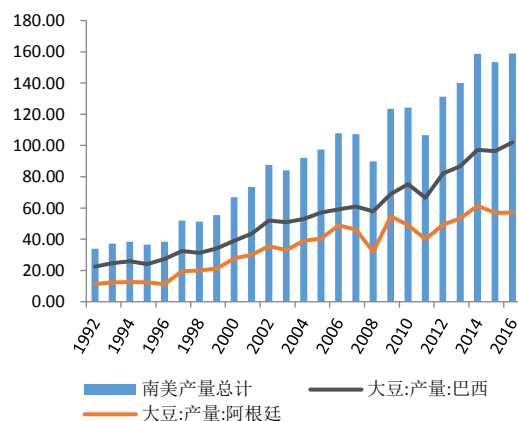
根据 USDA12 月份全球大豆月度供需报告显示，预计 2016/17 年度全球大豆产量为 3.38 亿吨，较上年增加 7.88%，达到历年来最高水平。全球大豆消费量为 3.30 亿吨，较去年同期增加 4.54%，全球大豆期末库存为 0.83 亿吨，较上年同期增加 7.29%。2016/17 年度库存消费比为 25.10%，较上一年度小幅增加 0.64%，总体处于近年来区间中值水平。因此从全球供需平衡表情况来看，2016/17 年度的大豆的供给相对充裕。

根据根据 USDA12 月份大豆月度供需报告显示，南美方面，巴西新季大豆产量预计为 1.02 亿吨，较上年增加 5.70%；出口量为 0.58 亿吨，较上年增加 7.39%；库存消费比为 41.90%，较上年减少 1.02%。阿根廷新季大豆产量预计为 0.57 亿吨，较上年增加 0.35%；国内消费量为 0.48 亿吨，较上年增加 1.54%；库存消费比为 66.32%，较上年减少 0.91%。综合南美情况来看，新季南美大豆预估产量都达到历史新高，供给充裕。



数据来源：USDA，东方期货研究院

图3 全球大豆供需平衡情况（单位：百万吨）



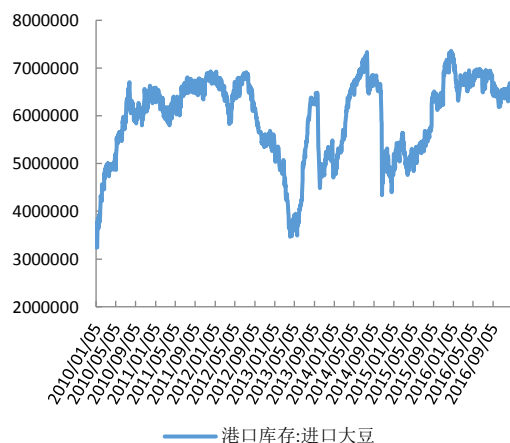
数据来源：USDA，东方期货研究院

图4 南美大豆供需平衡情况（单位：百万吨）

2.2.2 国内大豆供给充裕 新年度油粕供给紧张格局有望缓解

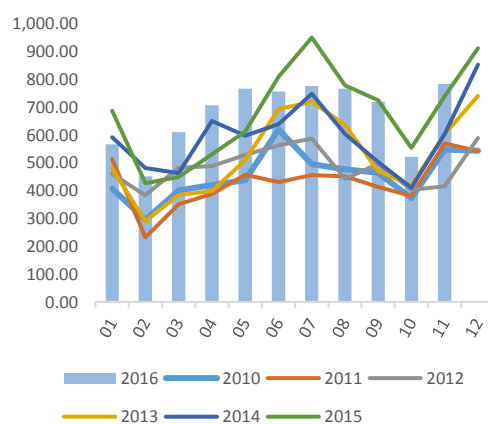
从历年大豆月度进口量数据来看，11至12月份为国内进口美豆集中到港高峰期，2016年度总体进口量偏高，从目前大豆到港情况来看，预计12月份大豆进口量预计将超过900万吨。截至2016年12月19日最新数据显示，进口大豆港口库存为651万吨。已处于历史相对高位，因此随着后期进口美豆的集中到港，国内压榨用豆供给相当充裕。

另外，从油厂压榨利润来看，目前，油厂压榨利润维持在190元/吨左右水平，利润情况良好，油厂开工积极性有望延续，这一点通过油厂开工率数据可得以验证。近期部分油厂由于环保检查停产整顿，导致油粕供应相对紧张，但这一局面有望在2017年年初得以缓解。



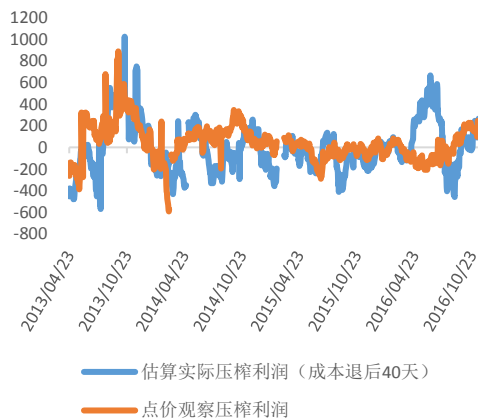
数据来源：WIND，东方期货研究院

图5 大豆月度进口量跟踪（单位：万吨）



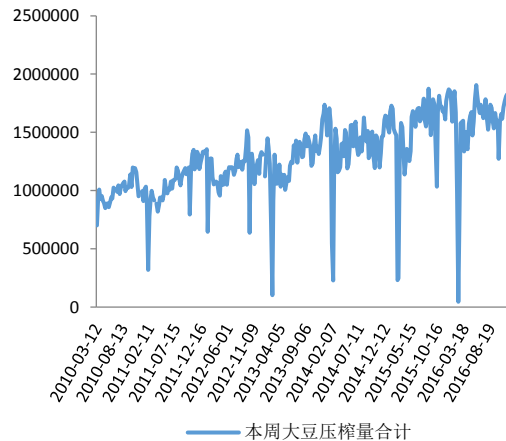
数据来源：WIND，东方期货研究院

图6 大豆港口库存跟踪（单位：吨）



数据来源：WIND，东方期货研究院

图7 进口大豆压榨利润跟踪（单位：元/吨）

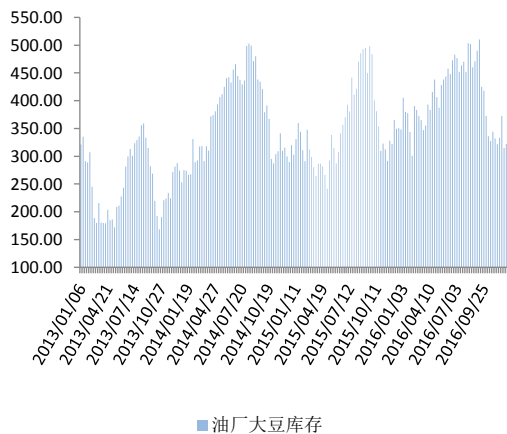


数据来源：WIND，东方期货研究院

图8 周度大豆压榨量跟踪（单位：吨）

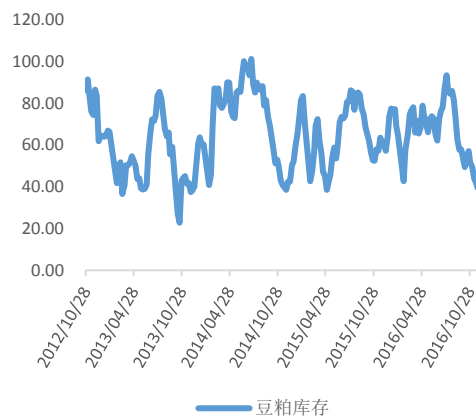
2.2.3 油粕库存持续走低 短期供应仍然偏紧

目前由于国内短途运力问题导致油厂大豆库存偏低，会给短期供给带来一定压力。从目前油厂的油粕库存来看，截至2016年12月18日，豆粕库存为36.35万吨，较2013年11月份最低库存量仅多13.6万吨，已连续5个月出现下滑。豆油库存为89.55万吨，自高点下跌幅度近24%。受本年度严查超载、运力紧张、环保检查等因素影响，导致近期油粕库存持续走低，结合上述原因对美豆进口进度及港库方面的分析，预计供应紧张的局面需待2017年初期方能有效缓解。



数据来源：天下粮仓，东方期货研究院

图9 周度大豆压榨量跟踪（单位：吨）



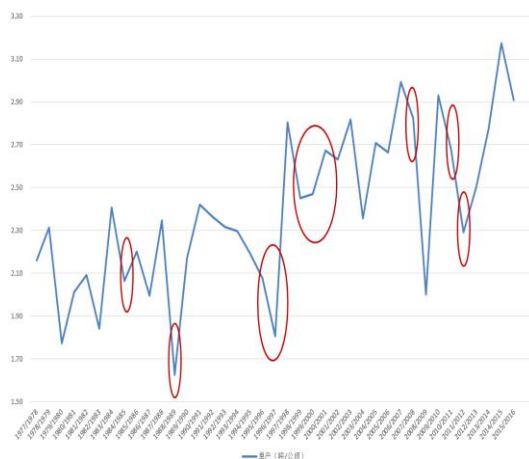
数据来源：WIND，东方期货研究院

图10 豆粕库存情况跟踪（单位：万吨）

2.2.4 弱拉尼娜现象持续 天气炒作作为期价阶段性走高推手

根据 NOAA 检测数据显示，2017 年 1 至 3 月份天气状况将呈现中性，较弱的拉尼娜现象将持续，但可能在未来数月内消散；澳大利亚气象局表示，未来几个月出现拉尼娜现象的概率降低。一般来讲，拉尼娜发生年，会造成巴西南部 and 阿根廷北部干燥，从而对美豆单产造成一定程度的影响。从发生拉尼娜的 2008、2011、2012 年 1-5 月份美豆的走势情况来看，

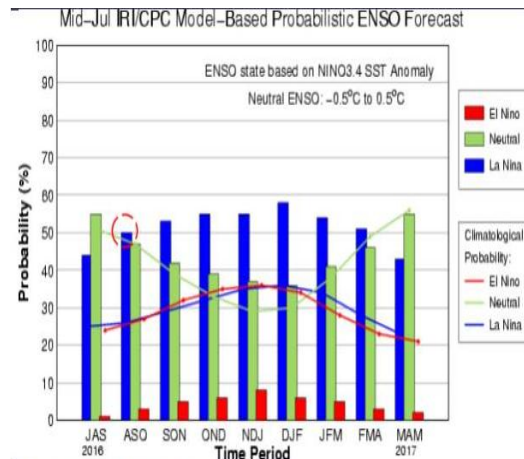
至少在 12-2 月份 CBOT 美豆倾向保持上涨。在过去 40 年的 7 次拉尼娜事件中，阿根廷大豆均出现明显减产，由于阿根廷的种植水平相对落后，因此对天气依赖性较强，拉尼娜一旦发生造成阿根廷大豆减产的概率较大，因此，在 1-5 月份美豆生长关键时期，拉尼娜现象引发的天气炒作将成为期间阶段性走高的有力推手。



数据来源：PSD-online，东方期货研究院

备注：红圈标注为拉尼娜发生年份

图 11 阿根廷大豆单产情况跟踪（单位：万吨）



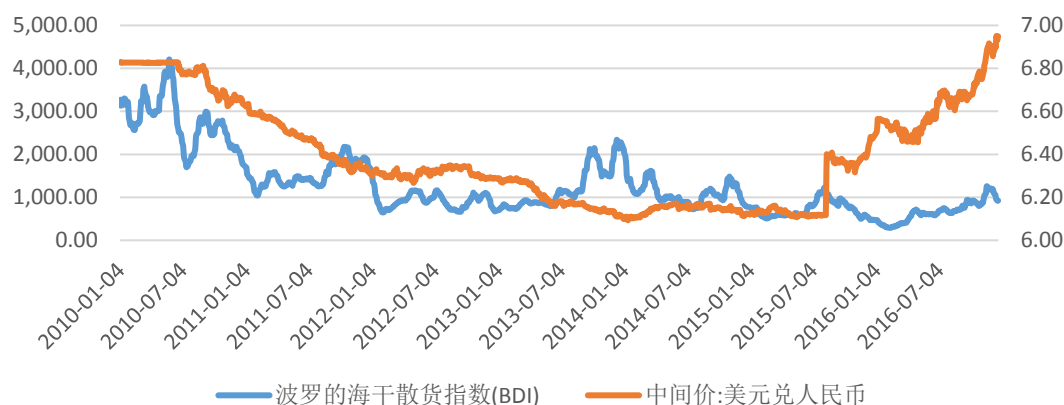
数据来源：NOAA，东方期货研究院

图 12 厄尔尼诺/拉尼娜现象发生概率跟踪

2.2.5 成本抬升有望促使豆粕价格重心上移

波罗的海干散货指数自 2016 年 2 月份起持续攀升，截至 2016 年 12 月 20 日，指数涨幅已超过谷值逾两倍，美元兑人民币汇率也在不断走高，截至 2016 年 12 月 22 日汇率中间报价为 6.95，“破 7”将指日可待。两者的同步走高将推高大豆的进口成本，进而传导至大豆压榨产品豆粕。

另外，美国新任总统川普在国际贸易方面强硬的态度让外界深感不安，在竞选期间曾将一些最激烈的言辞抛向中国，若中国成为川普贸易战攻击对象的话，作为美豆最大的进口国及消费国，或将对美豆进口作出相应的报复动作，一方面进口需求向南美和巴西方面转移，另一方面将提高美豆的进口关税。两败俱伤的局面必将推高进口大豆成本。

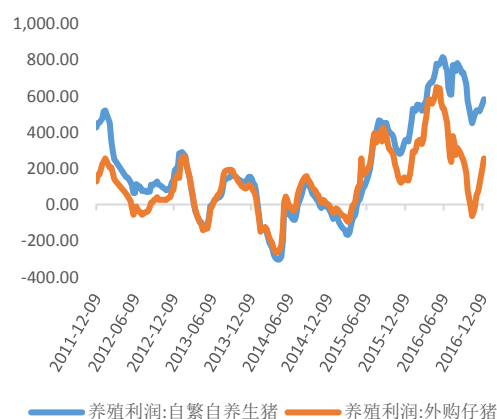


数据来源：WIND，东方期货研究院

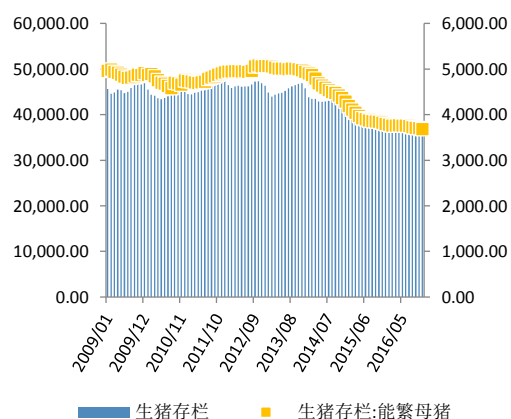
图 13 波罗的海干散货指数和人民币兑美元汇率跟踪

2.2.6 养殖利润高企 补栏力度不足

生猪存栏量持续下滑是近年来制约豆粕价格上行的硬伤，截至 2016 年 11 月份，生猪存栏量为 3.75 亿头，同比下滑 3.40%。生猪存栏量已连续 24 个月出现持续下滑。结合生猪养殖利润来看，目前利润处于 600 元/头的相对偏高水平，但养殖利润高企却无法激发养殖户的补栏热情。导致当前状况的原因主要在于以下几点：一方面之前生猪养殖的持续亏损导致部分养殖户退出市场在近年来环保政策的刚性实施下并难以重新进入；另一方面仔猪价格偏高，导致后期养殖风险在不断加大，对养殖户的饲养信心有所影响。从当前情况来看，能繁母猪存栏量同步持续下滑，这对养殖户后续补栏动能方面存在较大影响。从本年度猪肉进口数据来看，截至 2016 年度 10 月份，猪肉进口量达到 13.94 亿吨，较去年同期增幅为 132.83%。猪肉进口量在很大程度上弥补了国内存栏量下滑导致的猪肉供应缺口。综上所述，环保政策落实、养殖户信心不足、进口猪肉的市场侵袭等多方面因素对后期生猪存栏量的提高设置了重重阻碍，因此豆粕需求回暖仍需时日。



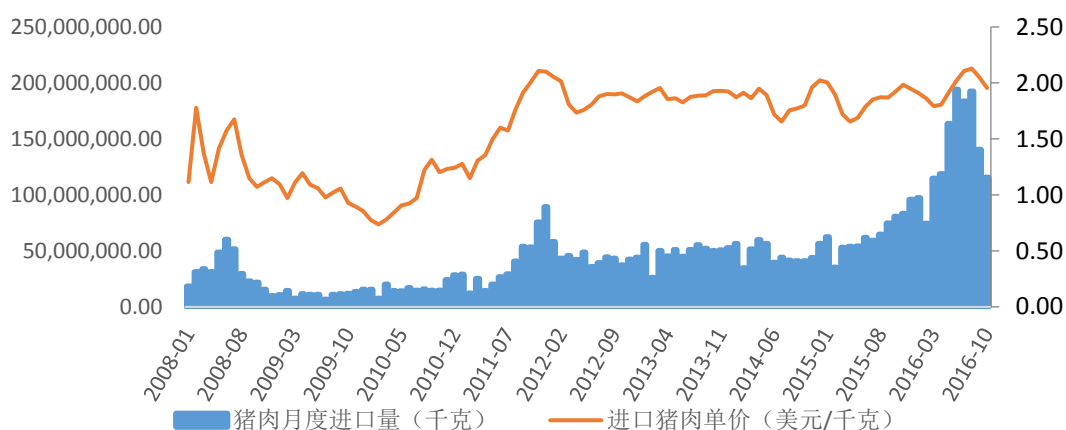
数据来源：WIND，东方期货研究院



数据来源：WIND，东方期货研究院

图 14: 生猪养殖利润跟踪 (元/吨)

图 15: 生猪存栏月度数据 (万头)



数据来源: WIND, 东方期货研究院

图 16 猪肉月度进口情况跟踪

2.3 行情展望

综合上述基本面情况分析, 2017 新年度全球大豆产量再攀新高, 库存消费相对中性, 这为全球大豆供给奠定宽松格局。短期现货端供应紧张的局面随着美豆的集中到港和压榨产能的提高预计在年后将得以缓解, 受制于下游养殖企业持续下滑的存栏量及整体偏弱的市场信心, 豆粕消费不容乐观。上半年度为南美大豆生长期, 因此相关产区天气状况是市场关注的重点, 目前弱厄尔尼诺现象有望延续, 天气的不确定性必将阶段性的为美豆价格注入天气升水。另外, 鉴于大豆为目前国内农产品开放程度最高的品种, 若中美贸易战在 2017 年打响, 同时美元兑人民币汇率以及海运费的提高, 多重影响或将推高美豆进口成本, 进而传导至豆粕价格表现。

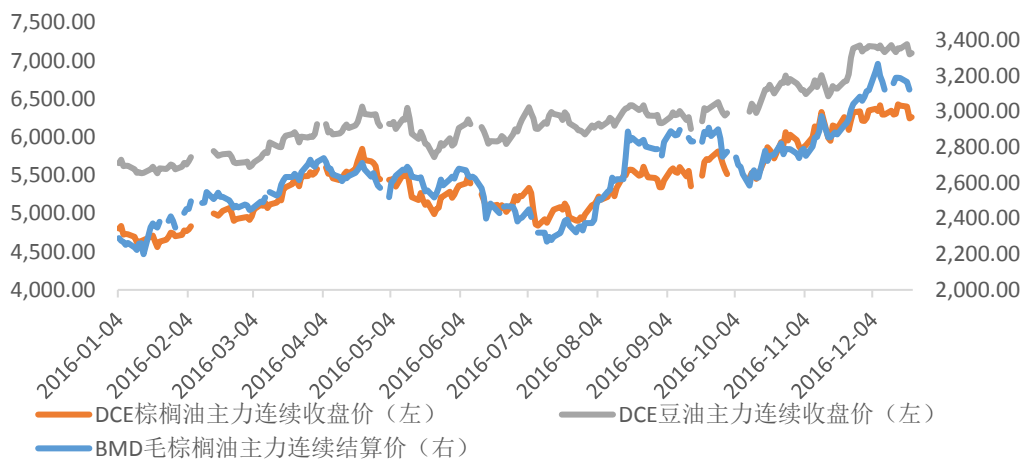
结合当前豆粕相对偏低的价格来看, 预计 2016 年度豆粕价格将呈现宽幅震荡格局, 价格区间预计将小幅抬升, 震荡区间为 2640-3450。长线投资策略保持多头格局, 密切关注弱厄尔尼诺效应带来的天气炒作带来的投资机会。

3 油脂篇

3.1 行情回顾

油脂可谓是 2016 年的商品牛市明星品种, DCE 棕榈油、豆油结束连续三年的跌势迎来反弹行情, 整体保持震荡上行格局。棕榈油方面: 在厄尔尼诺恶劣天气预期作用下, 2016 年一季度马来西亚毛棕榈油强势上行, 涨幅为 17.47%, 在外盘推动下, 国内棕榈油期货价格

上涨 15.07% 至 5528 元/吨。二季度恶劣天气并未如约而至导致市场看多情绪消散，期价急速下挫，导致一季度的涨幅近乎完全回吐。受主产区进入雨季影响，马来西亚棕榈油在增产周期中虽然产量出现增长，但增幅远不如预期，导致马来西亚棕榈油期货价格重回涨势，且国内棕榈油库存持续处于历史地位，在需求稳中趋增的背景下，内外盘棕榈油价格涨势延续至今，成为多头资金追逐的明星品种。豆油方面：一季度在美豆天气升水带动下，豆油走出稳步上涨行情，截至 2016 年 4 月 25 日，共计实现涨幅 11.17%。受灾害性天气对产量减少不及预期影响，在美豆和棕榈的带动下，豆油出现价格回调，大幅回吐前期天气升水，但总体表现较棕榈油相对坚挺，之后维持（5700,6500）区间震荡格局。进入 10 月份，在棕榈油价格带动下，资金对油脂整体多头情绪浓厚，受此影响，豆油强势上行，截至 2016 年 12 月 22 日，两个月内涨幅逾 11.81%。



数据来源：文华财经，东方期货研究院

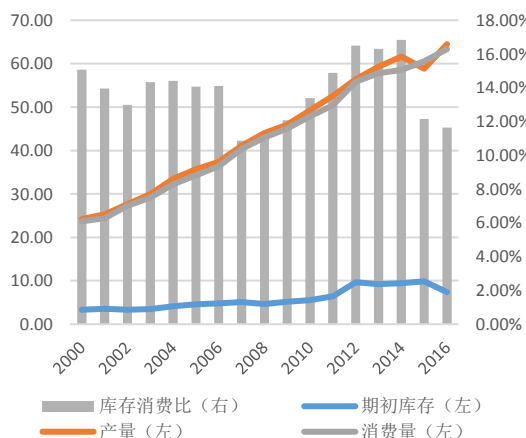
图 17：2016 年度国内外油脂走势跟踪

3.2 基本面分析

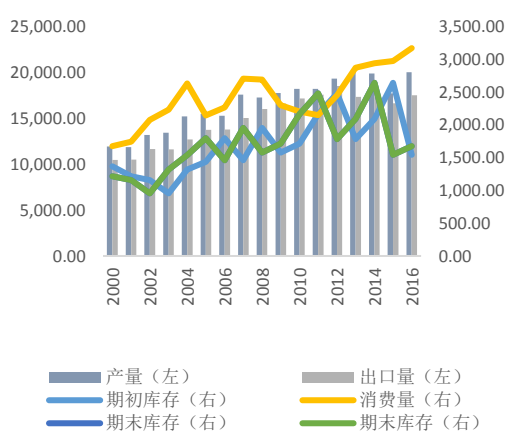
3.2.1 棕榈油

（1）消费增长旺盛 供需偏紧格局延续

根据 USDA12 月份公布的棕榈油最新供需平衡表显示：2016/17 年度全球棕榈油产量预计为 6450 万吨，较上一年度增长 9.62%；其中马来西亚产量为 2000 万吨，较上一年度增加 12.99%，印度尼西亚产量为 3500 万吨，较上一年度增加 9.38%。消费方面：预计全球棕榈油消费量为 6336 万吨，较上一年度增长 4.73%。库存消费比较上一年度下跌 4.12% 至 2008 年以来的最低水平。受 2015/16 年度棕榈油大幅减产影响，导致新年度期初库存降低，但新年度产量增幅略高于消费增幅，使库存缺口有所弥补，因此预计新年度期末库存水平较上一年度有小幅抬升，但总体仍处于偏低水平。



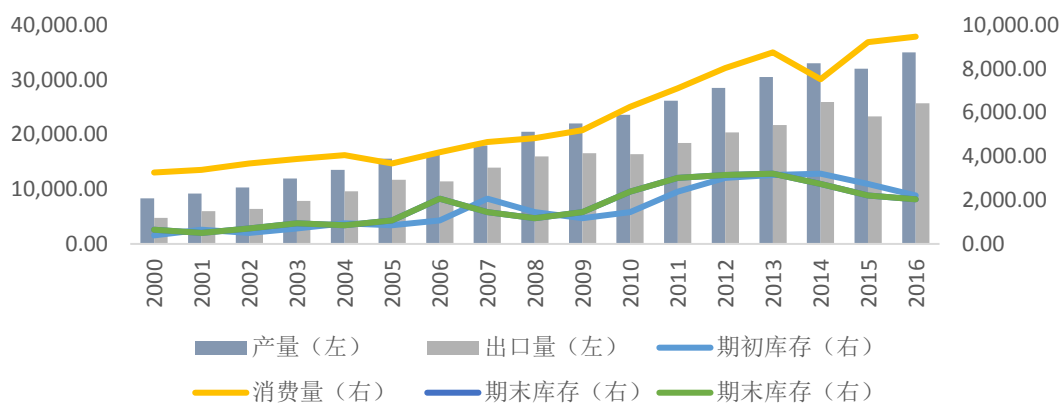
数据来源：USDA，东方期货研究院



数据来源：USDA，东方期货研究院

图 18 全球棕榈油历年供需平衡数据跟踪 (百万吨)

图 20 印尼棕榈油历年供需平衡数据跟踪 (百万吨)

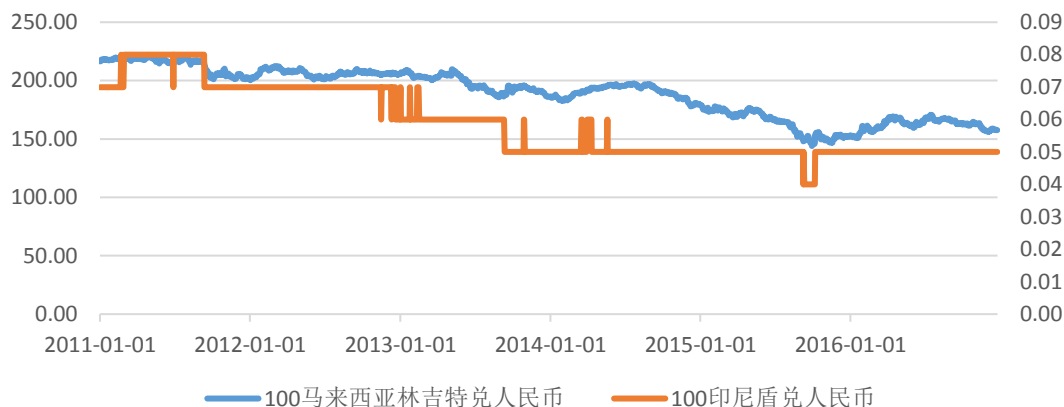


数据来源：USDA，东方期货研究院

图 20 印尼棕榈油历年供需平衡数据跟踪 (单位: 百万吨)

(2) 林吉特贬值助力马来西亚出口 国内进口成本下滑

目前中国棕榈油主要从马来西亚和印度尼西亚进口，由于印尼进口价格较马来西亚略有优势，因此历年来印尼进口比例较马来西亚偏高。从目前数据来看，马来西亚林吉特对人民币汇率价格已连续 6 个月持续走低，若该趋势得以延续，则马来西亚林棕榈油进口成本将继续下滑，价格优势下中国将选择更多的从马来西亚进口，同时，国内棕榈油进口成本也将出现一定幅度下滑。

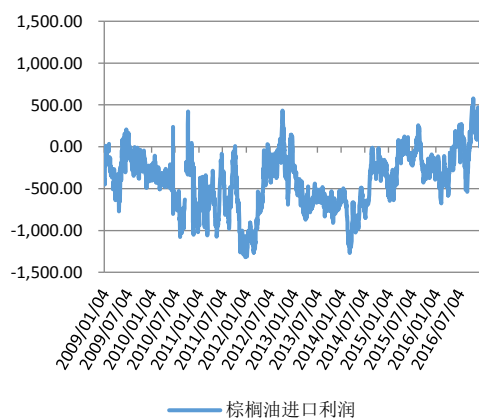


数据来源: WIND, 东方期货研究院

图 21: 林吉特&印尼盾兑人民币汇率走势 (单位: 百万吨)

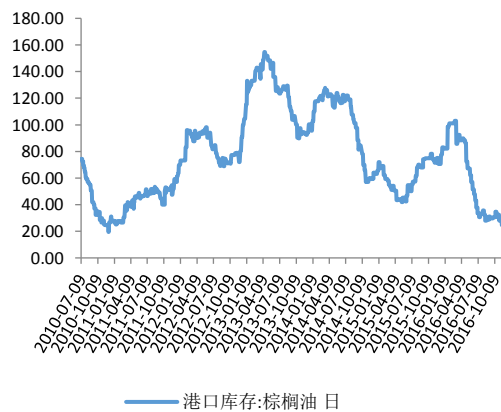
(3) 进口利润持续下滑 低位港库或将成为常态

自 2015 年年初中国外汇管理局加强对贸易融资套利行为的监察力度, 国内棕榈油贸易融资所占库存体量出现大幅下滑。此前, 据市场统计数据显示, 港口库存中约 60% 比例为贸易融资需求, 高峰时期高达 80%。随着监管的逐步趋近, 港口库存体量预计将恢复至正常实体消费水平。从目前的棕榈油进口利润来看, 截至 2016 年 12 月 23 日, 棕榈油进口利润下滑至 -174 元/吨, 在当前没有贸易融资套利收益补充的情况下, 贸易亏损将使得贸易商的进口积极性不复存在。综合上述分析, 预计 2017 年度国内港口低库存水平将成为常态。



数据来源: WIND, 东方期货研究院

图 22 棕榈油进口利润跟踪 (单位: 元/吨)



数据来源: WIND, 东方期货研究院

图 23 棕榈油港口库存数据跟踪 (单位: 万吨)

(4) 生产消费季节性周期明显 把握交易节奏

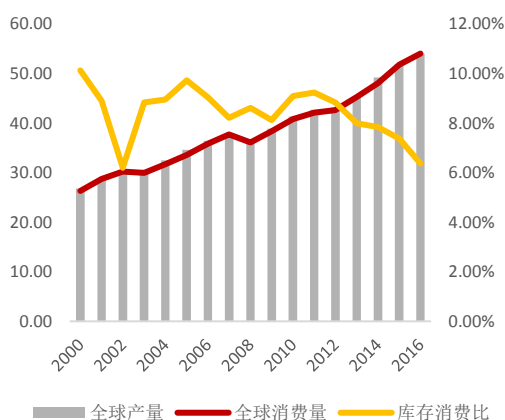
棕榈油的生产具有非常明显的周期性, 一般 3-10 月份处于增产周期内, 通常会在 8-10 月内达到峰值, 直至 11-12 月份因季风影响而进入减产周期。而消费方面, 中国消费以食用消费为主, 其中 24 度精炼棕榈油为主要品种, 由于棕榈油的熔点较高, 冬季容易凝结, 不易于掺兑。因此消费上具有一定的季节性, 夏季消费量比较大, 冬季较小。根据 NOAA 的

监测数据数据显示，2017 年度预计弱拉尼娜现象或将蔓延，通过历年拉尼娜发生年份对棕榈油产量的影响情况来看，拉尼娜有助于提高棕榈油单产，带动供应回升。

3.2.2 豆油

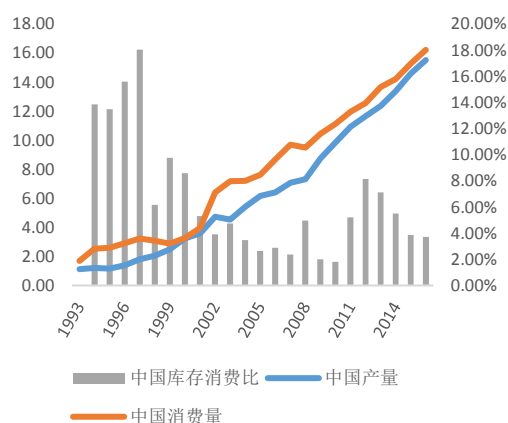
（1）豆油库存消费比持续下滑，供应格局趋紧

从 USDA12 月份公布的最新豆油供需预估报告显示，2016/17 年度中国豆油期初库存为 59 万吨，较上一年度减少 24.36%；产量为 1550 万吨，较上一年度增加 6.38%；消费量为 1620 万吨，较上一年度增加 6.23%；期末库存为 60 万吨，较上一年度增加 1.69%。总体来看，库存消费比已连续 4 年出现下滑，并降至 2010 年以来的最低水平。相对偏低的期初库存数量使得新年度的豆油供给一旦出现任何问题都将导致整体供应格局非常紧张，因此豆油价格将会对南美大豆生长季的天气的敏感度极高。



数据来源：USDA，东方期货研究院

图 24：豆油历年供需情况跟踪（单位：百万吨）

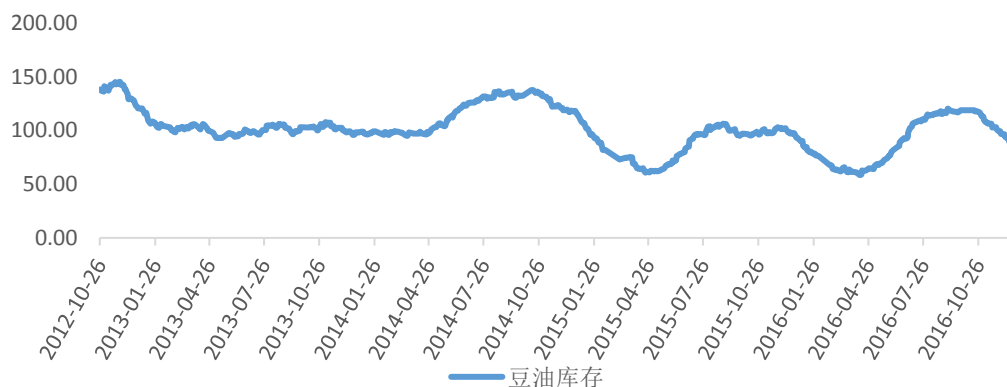


数据来源：USDA，东方期货研究院

图 25：国内豆油供需情况跟踪（单位：百万吨）

（2）供需阶段性错配导致国内豆油库存紧张

由于严查超载超限，导致今年运力异常紧张，且年底运费不断走高，导致大部分包装油企业及经销商为双节提前备货，终端需求良好。加之受近期环保检查影响及近期全国重度污染天气严重，大量油厂限产停工。供需阶段性错配导致豆油库存自 10 月下旬持续下滑，截至 2016 年 12 月 26 日，豆油商业库存下滑至 90.20 万吨。结合上文对豆粕供需面的分析情况，随着后期美豆的集中到港，油厂满负荷开工的持续，豆油库存持续下滑的局面有望缓解。

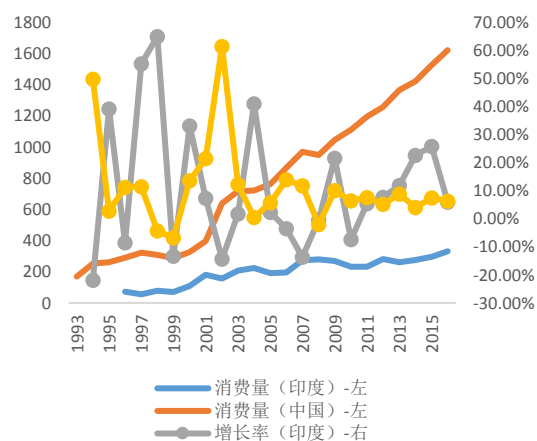


数据来源：天下粮仓，东方期货研究院

图 26 豆油商业库存跟踪 (单位: 百万吨)

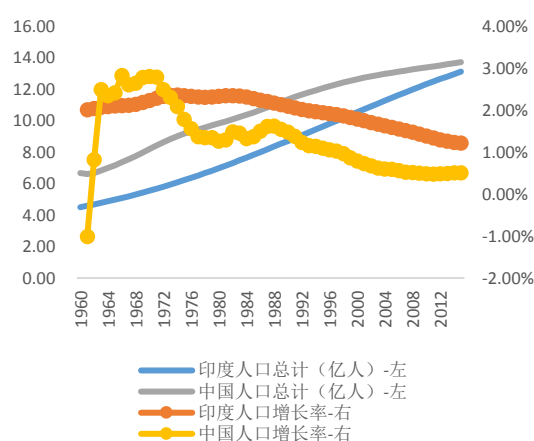
(3) 中印需求旺盛，印度后续需求空间较大

从需求方面来看，中国和印度为全球最大的豆油消费国，分别占到全球豆油需求量的 30% 及 10%，从两国的增长情况来看，2016/17 年度中国的消费增长率维持在 6.23% 的较高水平，印度的消费增长率为 5.88%。两国的豆油消费增长率均处于较高水平，后续需求动能非常旺盛。特别是印度方面，根据世界银行的最新统计数据显示，目前印度总人口数量为 13.11 亿，仅低于中国总人口 4.39%，但从豆油消费量来看，目前中国全年豆油消费量为 1620 万吨，印度全年豆油消费量仅为 520 万吨，剔除棕榈油方面印度消费高于中国 500 万吨，印度油脂消费仍存在较大需求空间。随着印度经济的发展，预计对豆油的需求量较出现较大提高。



数据来源：WIND，东方期货研究院

图 27 中国&印度消费情况跟踪 (单位: 百万吨)



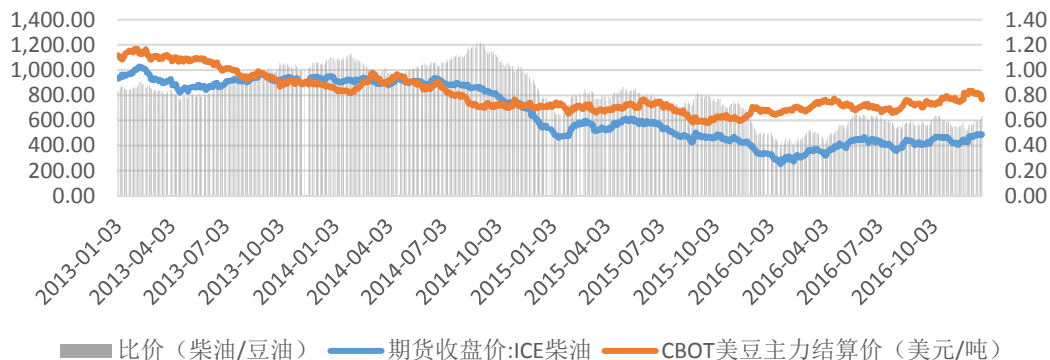
数据来源：WIND，东方期货研究院

图 28 中国&印度人口增长情况跟踪

(4) 油价上涨，生物柴油需求可期

目前，世界主要发达国家都致力于开发高效、无污染的生物质能利用技术。美国、欧盟、日本已经成为全球生物柴油的主要生产地。近期美国环境保护署（EPA）声明将 2017 年可再生燃料消费目标定为 192.8 亿加仑，较 2016 年强制掺混目标高 6%。美国 80% 的生物柴油

生产原料均来自于豆油。生物柴油产业的快速发展将使得豆油的消费领域大幅扩张，消费增长潜力巨大。随着柴油价格的不断走高，生物柴油的需求将不断提升，届时将有效推动豆油价格。



数据来源：WIND，东方期货研究院

图 29 柴油&豆油期货价格跟踪

3.3 行情展望

3.3.1 棕榈油

综合以上基本面分析来看，2016/17 年度棕榈油供需情况延续偏紧格局，马来西亚的产量增幅在弥补上一年度库存缺口的基础使得新年度库存消费比有小幅抬升，但总体仍然处于较低位置。国内方面，林吉特贬值在一定程度上降低了国内棕榈油进口成本，对持续下滑的进口利润或将有一定修复作用，但国内港口低位库存在相关机构对“贸融套利”监管力度趋紧的背景下将成为常态。由于棕榈油的生产及消费都存在较强的季节性周期，因此综合以上分析，新年度棕榈油投资方面建议维持震荡偏多思路，抓住季节性的炒作机会。结合盘面来看，预计新年度棕榈油期价运行区间为（5800,7800），6560/7100 一线均存在较强的阶段性压力。

3.3.2 豆油

综合上述基本面分析来看，2016/17 年度豆油整体供需格局偏紧，库存消费比连续 4 年下滑，在此背景下，豆油价格对南美天气炒作将表现的非常敏感。需求方面，国内消费需求增长企稳，印度将成为新的需求增长点，且空间较大。同时，随着国际油价的上涨以及全球对清洁能源的重视程度不断提高，生物柴油对豆油方面的需求也将有所攀升。依此判断，2017 年度豆油期价走势将呈现整体偏强走势，结合盘面技术分析，期价下方支撑 6700，上方目标位置 8600,8050 一线存在较强的阶段性压力。操作上建议保持多头思路，利用回调机会买入。

白糖高位震荡 谨慎看多

- 国储糖的竞卖也会直接影响国内糖价的走势，明年的抛储情况如何，充满不确定性。
- 除此之外，食糖的替代品情况也会直接影响国内糖价走势。
- 明年玉米依然有去库存压力，所以低廉的玉米价格对来年糖价也形成一定的压力。
- 影响国内糖价走势的主要因素除了上面详细说明了的供需关系外，还季节性因素，食糖行业有“七死八活九回头”的说法。
- 最后就是国际原糖价格对国内糖价的影响。在没有太多行政干预的情况下，国内外的走势基本一致。
- 白糖 2016 年延续了之前的牛市格局，一路走高，最终站上了 7000 点大关，刷新了近 5 年的高位记录。2016/17 榨季国内食糖产量有所回升，但仍然存在 550 万吨左右的缺口，加之商务部处于对糖行业的保护，对进口食糖展开了调查，致使从今年第四季度开始进口原糖量骤减，明年进口形式严峻，进口关税充满不确定性，预计 2017 白糖将维持高位震荡格局，并谨慎看多，运行区间为：6200-7000。

东方期货研究院

研究员 周云

电话：021-80232050

邮箱：zhouy02@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

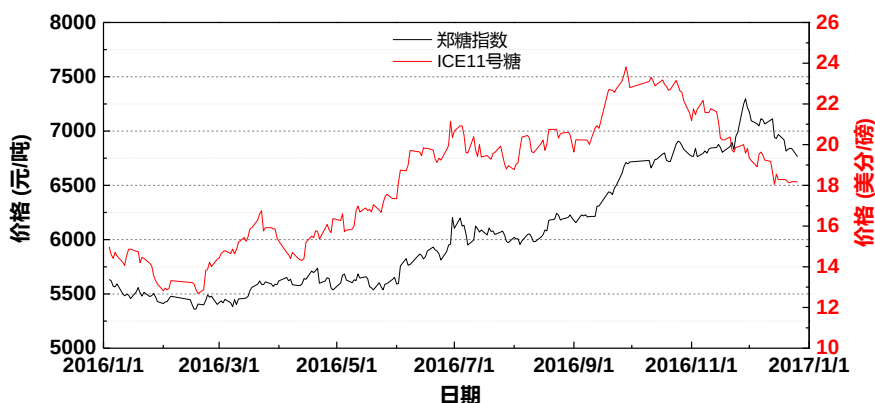
2016 大宗商品年报

软商品

2016 年对于白糖而言可谓是一路高歌猛进，年涨幅达 30%，由于供给缺口的存在，致使全年的供给偏紧，加之市场地驱动，期货市场和现货市场一路创新高，让白糖的现货价格时隔五年后再次站上 7000 元大关，给期货市场的价格提供了强大的支撑。

1 2016 年白糖市场回顾

1.1 2016 年国内外白糖市场走势回顾



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 1 2016 年郑糖指数与 ICE11 号糖指数走势

郑糖指数从 2016 年年初的 5632.85 点，震荡走低至年度最低点 5346.75 后，继续牛市的征程一路攀升，11 月底顺利突破 7000 点大关至 7337.15 点，刷新近四年的高位记录，紧接由于抛储信息的公布，市场有所冷却，加之外盘一路下挫至 18 美分附近，带动内盘下跌调整，目前收于 6837.89（2016 年 12 月 23 日的收盘价），全年涨幅高达 21.4%。全年内外盘的走势基本一致，直到 9 月底内外盘开始分化，呈现出内强外弱的格局，导致这一结果的原因主要是国家商务部正式发布了《关于对进口食糖进行保障措施立案调查的公告》，该调查申请人为广西糖业协会，主要针对前几年进口糖对国内糖业的冲击，广西糖业协会认为，食糖进口数量的急剧增长对中国国内产业造成冲击，中国国内产业的开工率、销售数量、市场份额、销售收入、税前利润等生产经营指标恶化，中国国内产业受到严重损害。商务部的调查持续到明年 3 月份，在调查期间，国内原糖进口数量大幅降低，有效地推动了郑糖价格的上涨。该调查结果将对来年关税政策的制定提供依据，对郑糖价格的走势也会产生直接深远的影响，值得长期跟踪关注。

1.2 2016 年国内白糖行业相关政策

根据 2003 年颁布的《农产品进口关税配额管理暂行办法》，商务部每年 9 月底出台第二年的食糖进口关税配额申请和分配细则。目前，我国食糖进口关税配额分为国营配额和非国营配额，总计 194.5 万吨，国营配额占 70% 比例，私营配额占 30%。棉花国营配额占 33%，私营配额占 67%，进口关税配额证自每年 1 月 1 日起至当年 12 月 31 日有效。

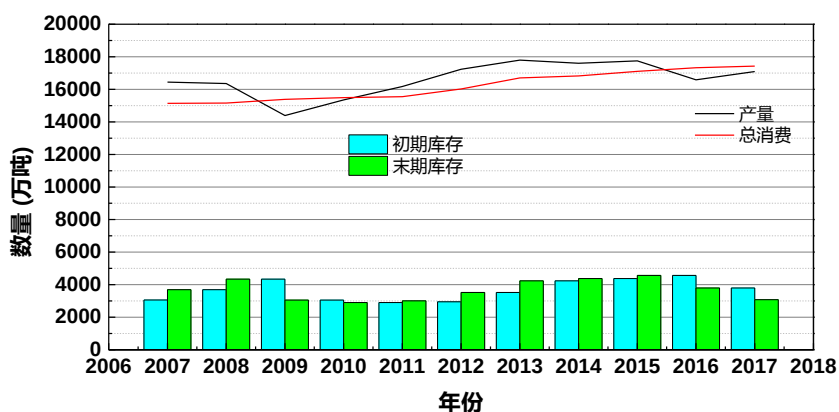
我国食糖以前长期处于供不应求的状态，一直靠进口来弥补缺口，是世界食糖进口大国。为稳定供应，我国与古巴签订有长期进口原糖协议，每年从古巴进口原糖 40 万吨。进口原糖大都直接转入国家储备。

2 国内外白糖市场供需情况

2.1 国内外白糖供需分析

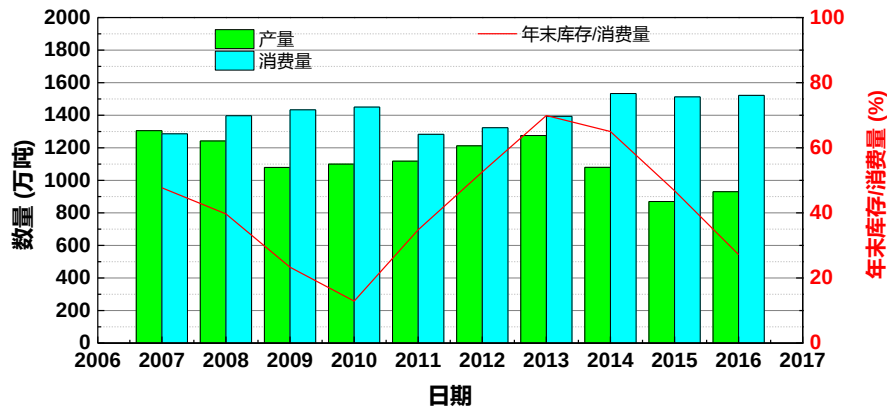
2.1.1 白糖供需平衡表

图 2 和图 3 分别为全球与国内食糖产消平衡情况，全球食糖 2011 年到 2014 年间总产量大于总的消费，且产量与总消费呈逐步放大趋势，末期库存均有所增长。2014/15 和 2015/16 榨季开始，由于前期积累的大量库存，糖价较低，蔗农种植积极性大减，导致全球性的供给不足，在国内表现尤为明显，2015 年全国食糖产量约 870 万吨，远远不能满足国内 1500 万吨的总需求，2016 榨季产量虽然有所回升，约 950 万吨，但是缺口依然存在，供给偏紧，这一点从图 3 中消费库存比的下降，也可以看出。



数据来源: wind 资讯 上海东方期货研究院

图 2 全球白糖供需平衡表



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图3 中国食糖库存消费比

英国经纪商苏克敦金融（Sucden Finance）12月13日发布的报告称，预测2017/18榨季全球糖产量或增至记录高位，将使得全球糖市在连续两年供给不足后出现小幅度过剩。报告中还称道，全球2017/18榨季糖产量料升至1.345亿吨，供给过剩约100万吨，2016/17榨季产量为1.253亿吨，其中印度糖产量料从2250万吨升至2750万吨，欧盟产量将从1550万吨升至1770万吨。2015/16榨季和2016/17榨季分别为短缺约500万吨。

2.1.2 近3个榨季全国糖料种植面积及产量对比

2014/15榨季、2015/16榨季和2016/17榨季全国糖料种植面积及产量的详细情况如下表：

表1 2016/17榨季全国糖料种植面积及产量预测

榨季/类别	糖料播种面积（千公顷）			食糖产量（万吨）		
	甘蔗	甜菜	总面积	甘蔗糖	甜菜糖	总量
2014/15	1457	122	1579	982	74	1056
2015/16	1295	128	1423	785	85	870
2016/17 (预估)	1270	163	1433	885	990	990

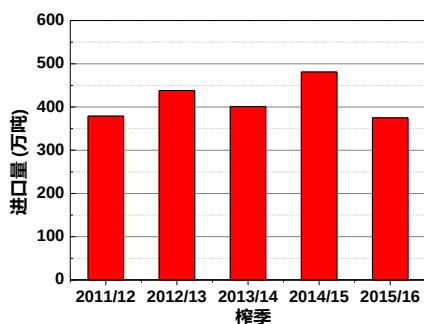
数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

从上表的预估中可以看出，虽然2016/17榨季国内食糖产量高于前一榨季，达到990万吨，即使除去甘蔗和甜菜在生长过程中的不确定性，面对国内约1500万吨的食糖消费量，依然存在约510万吨的产消缺口。

2.2.3 白糖进口来源国家（地区）及其进口数量

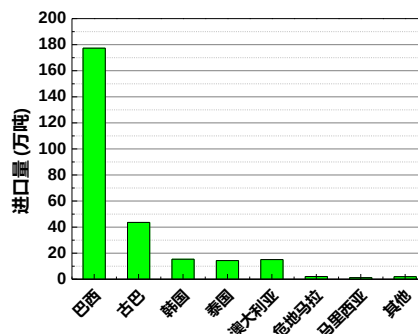
由于前两个榨季国内甘蔗种植地区大幅减产，致使国内白糖供应严重不足，产需缺口均

在 400 万吨以上，大量的进口食糖进入中国市场，据中国海关的统计数据显示，2016 年 1 季度比 2011 年 1 季度增长 663.15%，2011 年、2012 年、2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1 季度分别为 21.23%、26.69%、30.42%、23.16%、32.09% 和 15.23%。



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 4 近 6 个榨季进口量



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 5 2016 年 1-10 月累计进口国及数量

由于进口食糖的价格较国内便宜，大量的食糖进口，几乎摧毁了国内的食糖产业，造成糖厂的大幅亏损，中小糖厂纷纷关门破产，为了保护国内的糖产业，广西糖业协会代表国内糖业，向商务部提出了对进口食糖的进行保障性调查，试图阻止进口糖对国内糖业致命性的打击。商务部于 9 月 22 日接受申请开展调查，至此，国内食糖进口数量锐减，海关公布的数据显示，我国 11 月份进口糖 14 万吨，同比减少 12 万吨，环比增加 3 万吨，累计进口 285 万吨，同比减少 35 %。从图 5 中可以看出，巴西依然是我国进口原糖的主要国家，占比超过 50 %。产量不足及进口的管控，是本轮糖价上涨的主要因素。

3 2017 年白糖市场展望

国储糖的竞卖也会直接影响国内糖价的走势，2016 年是近 5 年内的一个抛储年，本年度一共抛储 60 万吨，分两批竞卖，第一批分两次，分别为 20 万吨和 10.8 万吨，第二批为 30 万吨，竞卖底价为 6000 元/吨，竞卖数量为 300 吨的整数，最高不超过 1.2 万吨，本月底糖价下调也主要是受此抛储和新糖上市的作用。明年的抛储情况如何，充满不确定性。

除此之外，食糖的替代品情况也会直接影响国内糖价走势。食糖的替代品主要有糖精、甜味剂（果葡糖浆等）、玉米淀粉糖等，被广泛用于点心、饮料、蜜饯等食品中，虽不可能完全取代食糖，但它的使用减少了食糖的正常市场份额，对糖的供给、价格有一定的影响。例如玉米在 2016 年的任务就是去库存，在国家政策的促进下，玉米价格一路走低，由玉米加工而来的玉米淀粉的成本明显低于蔗糖的成本，很多饮料食品企业就顺势选择了用玉米淀粉糖来取代蔗糖，从而降低了蔗糖的市场份额。明年玉米依然有去库存压力，所以低廉的玉

米价格对来年糖价也形成一定的压力。

影响国内糖价走势的主要因素除了上面详细说明了的供需关系外，还有季节性因素，食糖是季产年销的大宗商品，食糖行业有“七死八活九回头”的说法。五月以前，由于各产区都在生产，货源充足，商家选择的余地比较大，再加上糖厂急需资金，所以价格是混乱的。进入六月份后，糖厂停榨，总体的趋势还没有形成，此时，价格是平稳的，持观望态度的较多，也有人顺价销售。进入七月以后，很多厂家资金压力减轻了，产销率的压力也小了，出于对后势的一种本能的看好，或者说惜售心理较重，自然要放慢销售的节奏，而商家又觉得囤货为时还早，真正意义上的旺季又还没有到来，七月的糖市就会没有多少活力。进入八月份后，销售的时间只剩两个月，传统的中秋节在即，用糖高峰也就开始了，于是市场又有了一定的活力。到了九月，随着老糖销售接近尾声，新糖又还没有上市，价格可能会出现翘尾行情。

最后就是国际原糖价格对国内糖价的影响。在没有太多行政干预的情况下，国内外的走势基本一致，目前国际糖价基本回调到 18 美分附近企稳，虽然目前已有机构预测 2017/18 年全球食糖产量可能首次出现微量过剩，但是众多机构预测 2016/17 榨季全球食糖的产量虽有所回升，但依然存在大约 620 万吨的缺口，总体来说国际食糖供应偏紧。同时世界第一大产糖国巴西截至 11 月底糖厂已经对近 36% 的 2017/18 年度出口糖进行了定价，因为生产商继续利用今年糖价较高的契机进行销售。相当于 2017 年 5 月至 2018 年 4 月出口估值的 35.6%。根据 Archer 的估算，平均定价为每磅 17.34 美分，此价格也会对原糖价格形成强大支撑。

综上所述，国际糖价目前基本筑底企稳，有上涨的可能，国内供需缺口依旧，加之为了保护并恢复国内蔗糖产业，国家加强进口食糖监管，提高进口关税的概率较大，但是这些都只是推测，毕竟农作物在生长周期内还充满了不确定性，综合考虑，笔者认为 2017 年郑糖将保持高位震荡为主，运行区间为 6200-7000 元/吨，并谨慎看多。

棉花震荡偏强 牛市可期

- 2017 年中国棉花意向种植面积 4480.5 万亩，同比增加 96 万亩，增幅 2.2%。
- 进口和国储棉的轮出。在去棉花库存的大背景下，进口量可能还会延续今年减少的态势，最多和今年持平，进口量不容乐观。同时，因为 2016 年国储棉未轮入，目前国储棉总库存应该在 700-750 万吨，2017 年继续轮出 300-350 万吨的话，库存将降至 400 万吨左右。
- 对于下游的纺织企业而言，目前国内整体经济形式比较疲弱，国内纺织品大部分用来出口，在美国经济回暖的情况下，尤其美元走强，从宏观上来讲是有利于纺织品出口，从而拉动国内棉企的用棉量，有可能推高棉价。
- 棉花国内外供给宽松，国储棉轮出，行业去库存依然是主旋律，随着美国经济的回暖，带动美元走强，刺激国内纺织服装出口增加，有利于扩大国内棉花需求，国内棉价将继续震荡偏强，维持牛市格局。

东方期货研究院

研究员 周云

电话：021-80232050

邮箱：zhouy02@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：

上海市浦东新区浦电路 500 号 1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

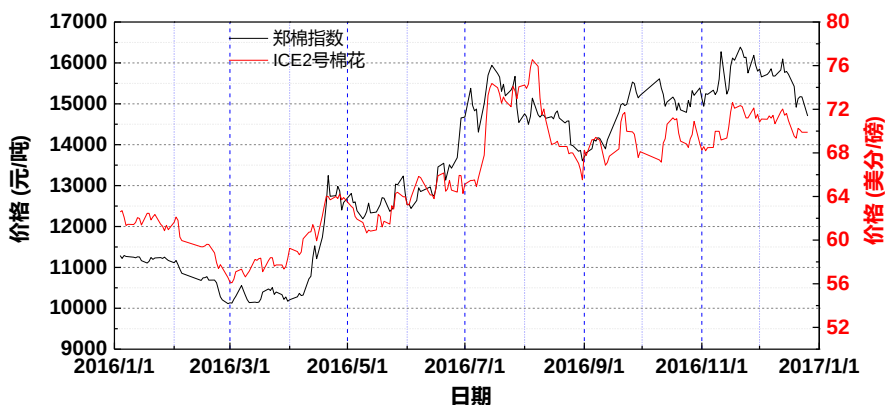
软商品

棉花在 2016 年的整体表现偏强。第一季度结束近四年的连续下跌，筑底成功，并从低于 10000 元的位置开启了这一年度的大牛市，一度突破 17000 元关口，年涨幅达 70% 强于白糖。

1 2016 年棉花市场回顾

1.1 2016 年国内外棉花市场走势回顾

2016 年国内外的棉花表现同样不俗。郑棉价格指数从年初的 11289.15 点，震荡下行至年内最低点 10023.2，然后逐步上涨至年内最高点 16607.45，近期已经回调到 15170.54 点（2016 年 12 月 23 日的收盘价），全年涨幅达 51%。



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 1 2016 年郑棉指数与 ICE2 号棉花指数走势

ICE2 号棉花的表现同样强势，从年初的 62.59 美分，震荡走弱直至 3 月初最低点 54.53，然后一路涨到 8 月初的 77.98 达到年内最高点，进入第四季度开始快速下跌，并横盘整理，近期收于 70.10（2016 年 12 月 23 日的收盘价），涨幅达 12%。整体上看，郑棉和 ICE2 号棉花的价格走势趋势一致，同时郑棉的年涨幅明显高于 ICE2 号棉花。去库存是棉花价格回暖的关键。

1.2 2016 年国内白糖棉花行业相关政策

棉花的进口国家也是采取配额制，分为配额内和配额外。配额内的关税为 1%，配额外主要实施的是滑准税制度，根据财政部公布的 2012 年滑准税公式，使用滑准税配额的棉花进口税率略高于 1%，进口棉价格在 100 美分以下的适用 4%-40% 的滑准税税率，进口棉价格越低，滑准税税率越高。2017 年棉花进口关税配额量为 89.4 万吨，其中国营贸易比例为

请务必阅读正文之后的免责条款部分

33%，我国的棉花基本属于自由贸易。

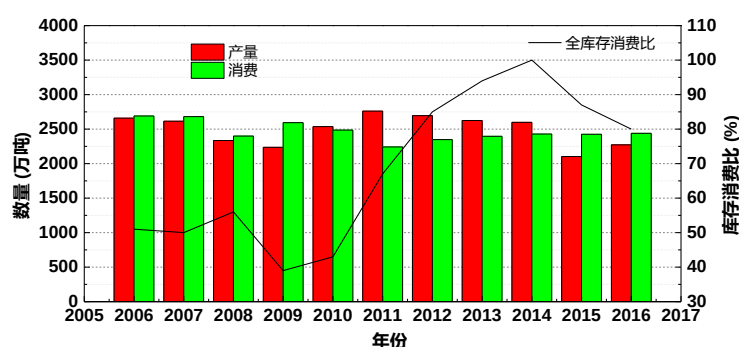
2 国内外棉花市场供需情况

1.2 国内外棉花供需分析

1.2.1 棉花供需平衡表

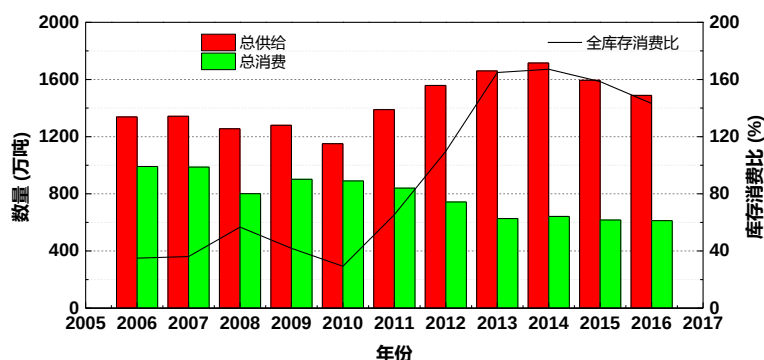
根据美国农业部的12月份全球产需预测，和上月相比，2016/17年度美棉产量增加，国内用棉量减少，出口量和期末库存增加。美棉产量调增36.2万包至1650万包，原因是德州产量的增加抵消了南北卡罗来纳州产量的减少。美国国内用棉量调减20万包，出口量调增20万包，期末库存为480万包，库存消费比31%。美国农场价格为64-70美分。

从全球看，2016/17年度全球产量和期末库存增加，澳大利亚、美国和其他几个国家产量调增，印度、美国和韩国的消费量调减，中国和越南消费量调增。全球进口量小幅调增，全球期末库存调增84.2万包至8910万包。



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图2 全球棉花供需平衡表

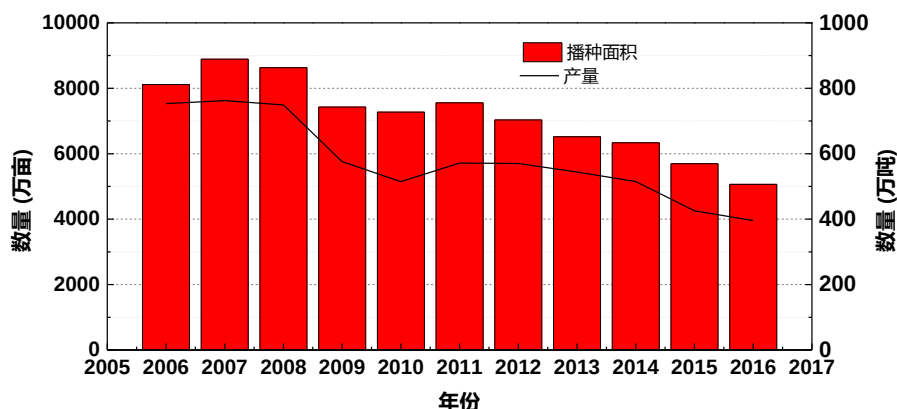


数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图3 国内棉花供需平衡表

从图 2 中可以看出，国内棉花自 2010 年后开始产不抵消，这个差距的幅度在最近两年开始扩大，但是结合图 8，加上初期库存以及进口量，总供给还是十分充裕的，全库存消费比在 2013 年达到顶峰约 165%，随后开始回落，但是库存压力依然比较高，2016 年度仍然保持在 110% 左右。图 3 为国内棉花供需基本情况，全库存消费比较高，2017 年国内棉花的供应整体来说也将比较充裕，去库存压力依然存在。

1.2.2 全国棉花种植面积及产量对比



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 4 国内棉花播种面积与产量情况

从图 4 中种植面积与产量可以看出，最近 10 年，2007 年全国棉花种植面积最大接近 9000 万亩，产量大增，棉价下跌，棉农种植积极性锐减，直到 2010 年，种植面积减少到 7000 万亩左右，2011 年有所增长，但是棉价依然是一路走低，致使国内棉花种植面积一直下滑至 2016 年的 5000 万亩左右。为了进一步掌握 2017 年中国棉花种植意向情况，国家棉花市场系统于 11 月中旬就全国范围棉花种植意向展开调查，结果显示，2017 年中国棉花意向种植面积 4480.5 万亩，同比增加 96 万亩，增幅 2.2%。

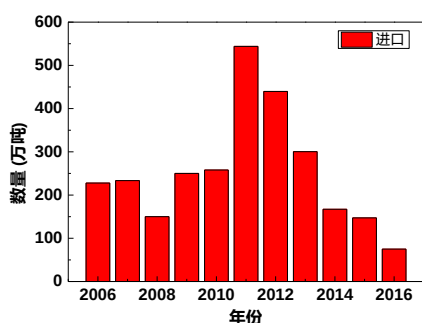
1.2.3 国内棉花进出口情况

11 月，国内棉花价格持续上涨，国际棉价相对稳定，内外棉差价有所扩大，棉花进口数量出现增长，平均价格保持稳定。配额使用以 1% 关税居多，比例接近八成；贸易方式中进料加工为最主要的进口方式，接近五成；来源国中美国最多，比例达到 33%，澳大利亚排第二，占 26%；进口海关以青岛、南京和上海为主；进口地区以山东和江苏最多。

据海关统计，2016 年 11 月份，我国棉花进口数量 5.49 万吨，环比增长 33%，同比下降 35%；平均进口价格 1822 美元/吨，较 10 月增长 1.5%，同比上涨 10.2%。2016 年前 11 个月累计进口 75.09 万吨，同比下降 41.7%。由于国内急需要去库存，进口量从 2012 年开始大

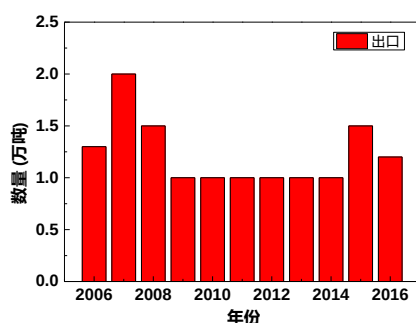
幅度的减少。2017 年的进口情况还有待关注国内下游纺织企业的发展状况。

国内棉花每年有少量的出口，累计不超过 2 万吨，对国内棉花价格不会产生明显影响。



数据来源：中国海关 上海东方期货研究院

图 5 国内棉花进口情况

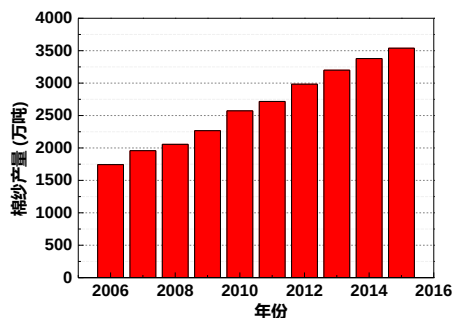


数据来源：中国海关 上海东方期货研究院

图 6 国内棉花出口情况

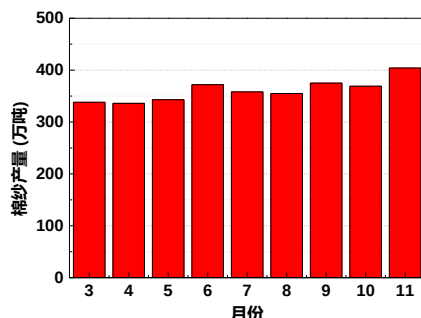
1.2.4 棉企情况

国内棉纺厂的产量如图 7 所示，2016 年棉纱的生产情况如图 8 所示，从图 7 中可以看出，国内每年棉纱的产量基本呈现线性增长，估计在 2017 年相对 2016 年也会有相应的增加。最近美元一路走强，人民币不断贬值，有利于中国的服装面料出口，可能会加大棉花的需求，但是这些充满了不确定性，主要关注全球经济发展情况，尤其是美国信任总统特朗普上台后一系列改革措施的落实情况，这些都会对国内的纺织服装产业产生直接的影响。



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 7 近十年国内棉纱产量



数据来源：wind 资讯 上海东方期货研究院

图 8 2016 年棉纱 3-11 月份棉纱产量

3 2017 年棉花市场展望

2017 年美国 and 全球棉花的基本面趋于宽松，影响国内棉花走势主要因素有以下几个，其一，国内棉花播种面积及产量；其二，进口及国储棉的轮出；其三，下游纺织相关企业的发展情况。

首先关于棉花 2017 年的播种面积，从国家棉花市场系统的调查中可以获知，2017 年中

国棉花意向种植面积 4480.5 万亩，同比增加 96 万亩，增幅 2.2%。在保证棉花正常成长的情况下，2017 年的棉花产量可能还会有所回升，这对于国内棉花价格是个利空，但对于农作物生长周期内的天气情况，目前还很难讲，充满了不确定性。

其次关于进口和国储棉的轮出。在去棉花库存的大背景下，进口量可能还会延续今年减少的态势，最多和今年持平，进口量不容乐观。华盛顿 12 月 9 日消息，美国农业部(USDA)周五公布的 12 月供需报告显示，美国 2016/17 年度棉花年末库存预估为 480 万包，11 月预估为 450 万包，2015/16 年度棉花年末库存预估为 380 万包，2014/15 年度年末库存实际值为 365 万包。美国是中国最大的棉花进口国，其产量库存业在逐步增加中，这会对美棉价格形成压制，进而会波及国内棉价。2017 年轮储从 3 月 6 日开始至 8 月 31 日，共计 5 个月时间，每日轮出 3 万吨。5 个月的时间理论上在 300 万吨以上，或能满足纺企需求。但从 2016 年轮储情况来看，贸易商参与之下，大量的棉花被贸易商竞拍，实际直接到纺企手中的不到总量的一半。如果 2017 年仍然采取贸易商可以参与，那么 5 个月的轮储数量仍不能满足纺企需求。同时，因为 2016 年国储棉未轮入，目前国储棉总库存应该在 700-750 万吨，2017 年继续轮出 300-350 万吨的话，库存将降至 400 万吨左右。可能会被炒作，致使棉价水涨船高。

对于下游的纺织企业而言，目前国内整体经济形式比较疲弱，国内纺织品大部分用来出口，在美国经济回暖的情况下，尤其美元走强，从宏观上来讲是有利于纺织品出口，从而拉动国内棉企的用棉量，有可能推高棉价。

总的来说，虽然 2017 年国内外棉花市场预测供给相对宽松，但是在棉花的生长周期中充满不确定性，同时市场资金趋向很难预测，在美棉的影响下，国内棉价将继续震荡偏强，维持牛市格局。

商品期权元年 多样策略重拳出击

- 期权交易托生于期货交易，以之为基础、衍生出独特的经济功能、较高的投资价值并且能够有效管理风险。纵观全球，期权交易发展迅猛，我国此时也正快步赶上。据美国期货业协会统计，期权早已成为交易所交易的衍生品主力军，期权的交易量与持仓量也超过了相应的期货品种。
- 商品期权的推出对中国也有着非凡的意义。“现货——期货——期权”的完整关系链显示了市场的成熟度、布局的延伸与健全。运用低成本、操作简单且风险可控的金融工具拓展套利市场，有效降低市场价格的波动幅度，对稳定市场有着重要意义。
- 上市农产品期权有利于完善相关农产品的价格形成机制，丰富涉农企业的风险管理工具，为“十三五”规划纲要提出的稳步扩大“保险+期货”试点工作，提供了必不可少的金融工具。
- 2017 年将是期权发展至关重要的一年，一步一个脚印、稳扎稳打，希冀与投资者携手再创辉煌！

东方期货研究院

研究员 杨方

电话：021-80232055

邮箱：yangf@sheast.cn

上海总部

电话：4000-111-955

地址：上海市浦东新区浦电路 500 号
1603 室

东方期货研究院

2016 大宗商品年报

商品期权

1 2016 年期权市场回顾

时值 2016 年底，距离中国第一支场内期权、上证 50ETF 期权正式上市近两年的时刻，国内首批场内商品期权：白糖、豆粕期权获得证监会批准，进入挂牌上市的相关准备工作阶段。这一消息的公布，对中国金融市场来说是举足轻重的，因为商品期权的出现使之日臻完备，现货、期货和期权市场三足鼎立。

期权交易在国外由来已久，其发展规模早已超过相应的期货品种本身。回顾我国期权市场，由上证 50ETF 期权首发破冰，经过 2015、2016 两年，已然有了长足的进步与发展。特别是在 2015 年中与 2016 年初的两次股灾期间，对市场起到了疏导与对冲的部分作用。伴随其规模的不断扩大，期权市场经济功能开始得到初步发挥。实践表明，股票期权也并未对现货市场产生做空压力，相反，却为股票持有者提供有效的保险工具，使得投资进入立体化交易时代，灵活的期权交易策略能满足不同风险偏好的投资者需求；同时，期权交易的活跃，也在提高标的证券流动性和定价效率、较好的降低波动性。

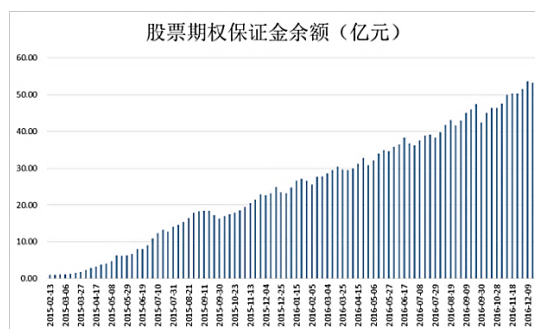
1.1 成交量统计

目前，上证 50ETF 期权的日成交量稳定在 40 万张以上。2016 年度分别在 8 月 15 日及 12 月 15 日两天突破了百万张成交量的规模。这两个数字较上半年统计总结时都翻了一番。特别是 12 月当月期权品种的交易总量已突破 1200 万张，股票期权保证金余额也较年中数值增长 60%以上，足见期权市场发展之迅速。



数据来源：Wind，上海证券交易所，东方期货研究院

图1 上证 50ETF 期权成交量、持仓量



数据来源：Wind，中国证券投资者保护网，东方期货研究院

图2 股票期权保证金余额

1.2 投资者组成结构

参考年初上海证券交易所公布的 2015 全年股票期权市场发展报告（《上海证券交易所股票期权市场发展报告（2016）》暂缺），报告中具体展示了期权市场统计信息，反映出目前国内期权市场生态。其中，就期权市场投资者结构及交易统计，个人投资者占成交量的近半

（占比 46.99%），且以买入开仓（63.02%）、方向性交易为主；而机构投资者主要以增强收益及套利为主要交易目的，偏好卖出期权开仓。2016 年完整数据并未公布，但整个市场投资者组成结构却可见一斑，这与国外的统计数据类似。

表 1 投资者行为比例（2015）

	个人投资者	机构投资者	全部投资者占比
买入开仓	34.30%	23.17%	29.71%
卖出开仓 (不含备兑开仓)	19.77%	30.77%	26.30%
备兑开仓	0.36%	0.22%	0.22%
卖出平仓	28.94%	19.83%	23.48%
买入平仓 (不含备兑平仓)	16.34%	25.87%	20.12%
备兑平仓	0.29%	0.15%	0.17%
合计	100%	100%	100%

数据来源：上海证券交易所，东方期货研究院

表 2 投资者交易类型（2015）

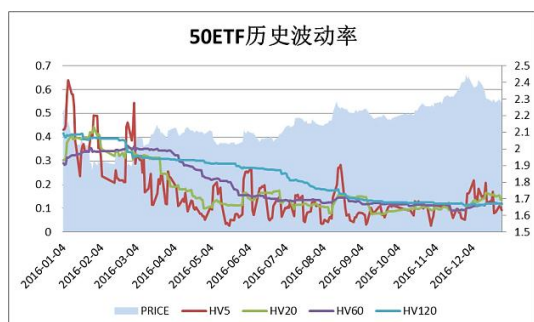
交易类型	个人投资者	一般机构投资者	专业机构	总计
保险	15.05%	15.43%	18.76%	15.38%
套利	15.07%	37.90%	25.84%	21.13%
方向性交易	40.41%	11.43%	11.45%	31.72%
增强收益	29.48%	35.24%	43.96%	31.77%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：上海证券交易所，东方期货研究院

注：专业机构不包括做市商

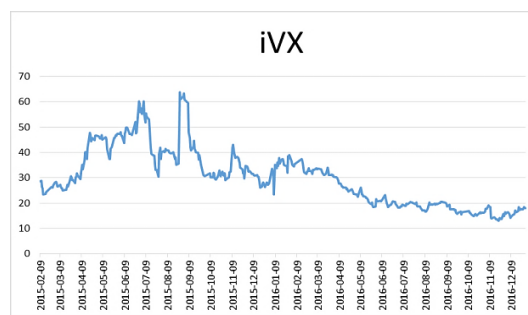
1.3 市场波动率

上证 50ETF 期权上市运行以来，对标的证券市场起着正面、积极的作用，提升了 50ETF 的流动性和定价效率，降低波动性，吸引长期和增量资金，在促进理性投资和资本形成方面具有重要意义。据上交所统计，即使在股票市场出现极端异常波动时期，50ETF 期权也未对股票市场产生负面影响。50ETF 市场的波动率在 2016 年年中，创下上市以来新低；而用以衡量未来 30 天市场情绪（隐含波动率）的“中国波指”在 2016 年来也创下 15 年期权上市以来的新低，整体波动重心下移。



数据来源：Wind，东方期货研究院

图 3 上证 50ETF 历史波动率



数据来源：上海证券交易所，Wind，东方期货研究院

图 4 iVX 走势图

2 期权交易思维

2.1 期权新时代，机遇与风险并存

目前，国内期权市场仍非完全成熟，表现在成交集中在短期（当月、近月）合约期权、无风险套利机会频现等特征上。据上交所统计，市场上的三种主要套利，即平价关系套利、垂直价差套利和水平价差套利，其中平价套利持有到期收益平均为 1.55%。同时，场外期权交易平台愈发火热，但定价偏高；个股期权报价少、交易成本高企等问题，仍待市场进一步的完善与发展。

2.2 期权交易独特性

期权不同于我们所熟知的证券、期货等现有标的，是非线性衍生品。想要成功交易期权，就需要深刻理解期权，从战略战术上区别对待。根据 BS 模型定价公式，影响期权价格的因素有：标的物价格、执行价、波动率、到期时间和无风险利率这五个维度。其中，可认为执行价和无风险利率固定不变。若单看标的物价格的影响，这与证券、期货的交易思想类似，单边交易行为成分大。但实际上，波动率和时间价值影响更为重要。即使无法判断标的物走势，单纯通过波动率与时间的分析，同样可以获利。

举例来说，期权特有的希腊字母指标即可成为交易的对象。如波动率指标 Vega，代表波动率每增加 1%，期权价格的增值 $\Delta \text{Vega} = \text{Vega} \times 10000$ 。时间价值指标 Theta，每过一天，期权价格贬值为 $\Delta \text{Theta} = \text{Theta} \times 10000$ 。然而通过 Delta 指标对冲交易，可以剔除标的物价格的影响，单纯通过波动率和时间价值交易获利。由此衍生出的交易策略组合灵活多样，如波动率组合、日历价差等 58 种组合。

我们的交易目标是，找到期权特性中蕴含的确定性因素。这也使得期权交易摒弃了单纯

依靠行情判断、预测价格而获利的机制，提高胜率、降低交易者的心理压力。

2.3 成功期权交易共性

成功的交易模式都有几点共性，即策略选择、资金管理与风险管理的三位一体。事前制定好交易计划，从市场各影响要素中提炼出所要达成的交易目标、决定达成目标的时间与方式，并制定应急制度，以便在事情出乎意料时及时改正。这对任何交易标的物来讲，都是通用的。

交易初始，要结合市场分析、行情的初步判断选择出适合的基本交易策略组合。如上涨行情下的牛市策略、整理行情下亦可进行有风控的做空波动率赚取时间价值收益的策略。前提是，需要对市场做出全面的评估，并对：标的物价价格走势、波动率以及时间价值等几大因素综合考量评估，选出适合此情景下可行的多样组合，进而对比分析各组合成本及执行难易程度，择优择易、与投资者交易风格匹配。

同时，还应考虑到策略的可执行性。如策略组合需用到深度虚值认购期权，但恰巧市场行情一路上涨，平值向上合约挂牌数量不足，无法实现策略，是否能够及时修正的问题。又比如期权套利组合，实际交易中多需要利用程序化交易遍历搜索交易机会并触发开、平仓指令，人工无法实现、错过机会等。

表 3 策略统计表

行情分类	策略	
上涨行情	牛市策略	
下跌行情	熊市策略	
盘整情形	收入策略	
无法确定涨跌	波动率交易	时间交易

期权交易的资金管理与风险管理，可以统一来看。

期权交易既可以买入期权又可以卖出期权。不同的是，买入期权、付出期权费(权利金)，并不占用其他资金，理论上收益无限；而卖出期权收取权利金，收益有限，理论上风险无限且需要付出相应的保证金。这就需要考虑资金的合理管理问题。

期权买方，即以买入期权为主的交易策略组合，本身就是一种资金管理方式，建仓的同时不需要投入大笔资金，并且能够有效控制风险。所以期权买方本身就是一种事前风险控制的手段。但需要注意的是，期权的时间价值随到期日的临近而加速衰减，到期通过平仓或行权而获利的概率低。

对期权卖方而言，则可能承担无限大风险，保证金占款也会随着风险增大而增加。建仓

初期应避免一次性投入大笔资金及不留足够多的资金应对风险调整。而期权卖方对应的则是事后风险管理，需要随行情变化不断调整头寸进而化解风险。

3 程序化套利交易策略

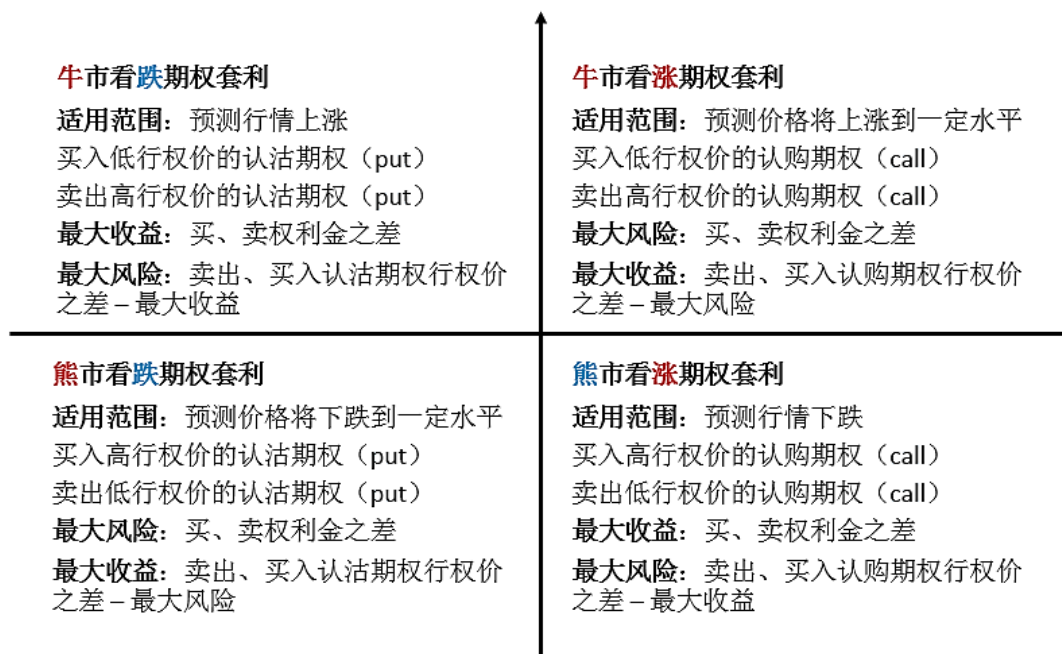
股票期权及商品期权陆续上市，新品种期权上市初期，期权套利机会涌现，易于捕捉且收益稳健。这对白糖、豆粕期权来说是有大有可为的机会。根据 BS 模型、PCP 公式等可对期权进行定价。而同期限不同执行价、同执行价的认沽认购合约之间又存在着天然的均衡联系，一旦捕捉到均衡关系的偏离，即产生套利机会。用程序化手段可以快捷捕捉到这些套利机会。

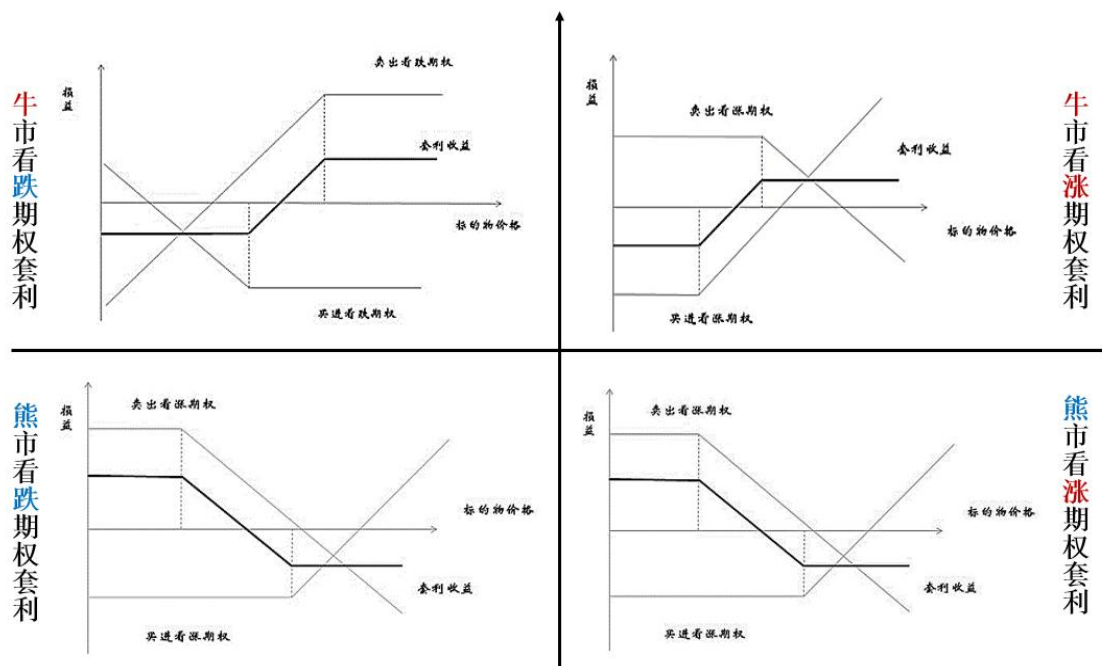
以下是一些常见的套利策略：

3.1 垂直套利

垂直套利（Vertical spread），是指期权合约之间，执行价不同但合约到期日相同的任何期权套利策略。交易方式为买进一个期权，同时卖出一个相同品种、相同到期日，但是执行价格不同的期权，这两个期权应同属于看涨或看跌。垂直套利的特点在于将风险和收益度均限制在一定的范围内。

垂直套利：到期日相同、不同行权价的同向期权组合





3.2 PCP 套利

期权定价公式 BSM 公式的推导本身就是套利过程，PCP 套利即为平价套利。Put-Call Parity、期权平价关系是最早被提出的经典公式之一。因其限制条件较少、公式简洁易套用，而被广泛使用。平价公式： $c + Ke^{-rt} = p + S_0$ 。其中，若行权价固定，看涨期权、看跌期权、现货标的价格三种之间任意一种出现偏差，即不满足等式，则存在套利机会。或者表述为，如果期权定价远远偏离理论价值，能够覆盖交易成本，则存在无风险套利机会。

PCP 公式定价优势明显：首先，期权与现货的价格相对确定，已知两者就能推导出第三者，即存在相对定价法。这种定价法规避了波动率估计存在的误差和标的资产的不服从问题，有效降低模型风险。其次，因公式简单，定价效率高，除了人工捕捉不等式的交易机会，更能直接应用到高频交易上，提高效率。

对于即将上市的美式商品期权来讲，也有很高的应用价值。1973 年，Merton 将 PCP 模型扩展至美式期权，并对场外期权市场（OTC）进行研究时总结出了 PCP 平价公式。因美式期权具有到期提前行权的权利，在美式期权下平价关系公式为： $S - K \leq C - P \leq S - Ke^{-r(T-t)}$ ，实际交易中，注意修改参数即可套用。

除此之外，市场上比较常用的套利策略还有凸性套利、盒式套利、期差套利等，同样简洁易于理解，常用于程序化交易。这里不再赘述。

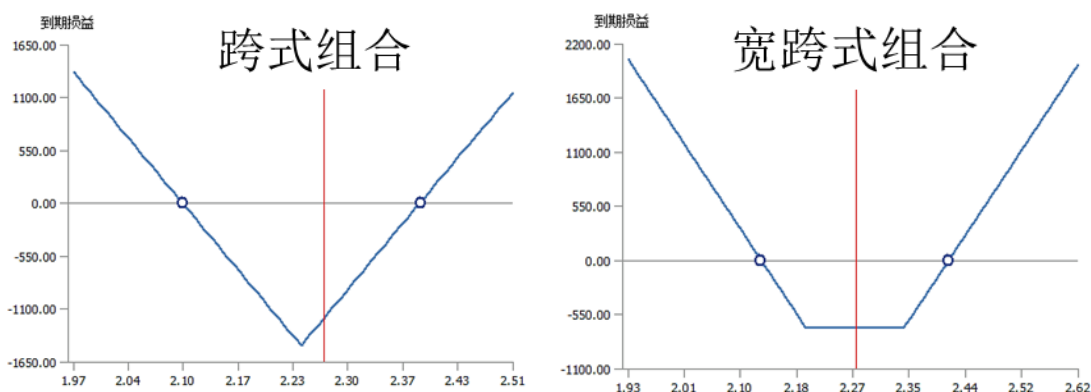
4 主观交易

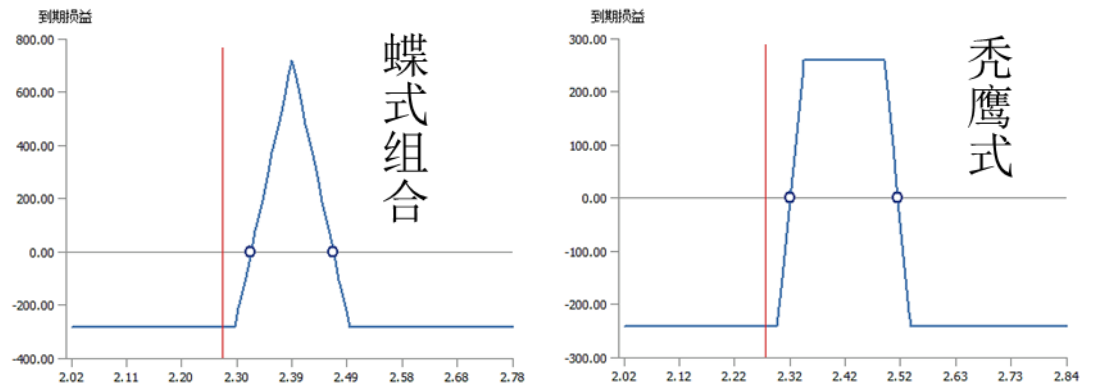
除了从定价公式出发的套利策略外，期权还有一些区别于证券、期货品种的独门交易武器。下面来一一介绍。

4.1 波动率交易

期权的核心概念是波动率，波动率是价格的波动程度，它随时间不断改变，一般具有聚集效应、遵循均值回归的特性。波动率策略，顾名思义，就是以市场的波动率、振动幅度为交易对象，而并不关心市场的变化方向。衡量波动率的几个标准包括：历史波动率、隐含波动率，预期波动率以及真实波动率。利用波动率均值回复的特性，将期权的隐含波动率/预期波动率放入历史波动率/已实现波动率的维度中做参考对比，可以得出目前波动率的相对位置。如在波动率圆锥的测度中，判断目前波动率偏高，将向下回归，即可通过策略组合做空波动率盈利。如果目前市场一直处于震荡盘整中，波动率处于历史低位，并且预期不久之后会发生重大的宏观事件，那及时入场做多波动率是有利可图的。

主要的波动率策略组合有：跨式（Straddle）、宽跨式（Strangle）、蝶式（Butterfly）及秃鹰式（Iron Condor）等套利策略，可买入或卖出期权组合实现做多或相应的多空波动率。比如，建立最简单的跨式组合，只需要买入同期限同行权价一对看涨、看跌期权即可。到期损益图分别如下四图所示：





图片来源：Wind，东方期货研究院

图 5 波动率策略组合组图

另外，波动率交易要与周期配套，每种波动率背后的驱动力不同。如果近期市场较为稳定、呈现震荡整理的形态，但预计未来标的价格有大幅度的变化，比方一到两周内将发生一些结果不确定的宏观事件，像英国脱欧公投、美国议息会议等影响全球或市场预期一致结果却哗然相反的黑天鹅事件，则可建仓跨式或宽跨式策略做多波动率交易、捕捉这种预期差所带来的巨大收益。总的来说，当有明确时间节点目标时，选择当月或次月合约作为组合元素，突发波动率脉冲下获利巨大，但若市场未如预期那般波动剧烈，则期权时间价值的流逝将会带来亏损。

举例来说，做一个简单的回溯：

从 2016 年 8 月 9 日至 8 月 16 日，上证 50ETF 价格波动如下表所示。中国波指（iVX），上证 50ETF 未来 30 天的隐含波动率，由 9 日的 16.64 升至 15 号的 20.19，上升了 5 个基点。选择季月（12 月）合约作为组合标的，以减少时间价值损耗带来的风险。对应的盈利计算：

表 4 跨式策略回溯表

合约	9日收盘价	12日收盘价	15日收盘价	16日收盘价
12月沽 2250	0.0974	0.0773	0.0621	0.0601
12月购 2250	0.0624	0.0820	0.1479	0.1243
50ETF	2.221	2.272	2.336	2.306
50ETF 区间涨幅		2.29%	5.18%	3.8%
50ETF 5日历史波动率	5.88%	14.38%	20.15%	26.88%
iVX 指数	16.64	17.69	20.19	19.35
开仓成本	1598			
平仓收益		-5	502	246
单笔收益率		-0.31%	31.41%	15.39%
年化收益率 (按交易日计算、年化系数252)		-26.04%	1978.83%	775.66%

数据来源：Wind，东方期货

总的来说投资者交易的根本理由是自己与市场对预期的差值。择时又是期权交易中至关

重要的问题。严格来说，只有不断保持总头寸的 Delta 值大致为零才能称为波动性交易，如此才能刨除方向性因素的影响。

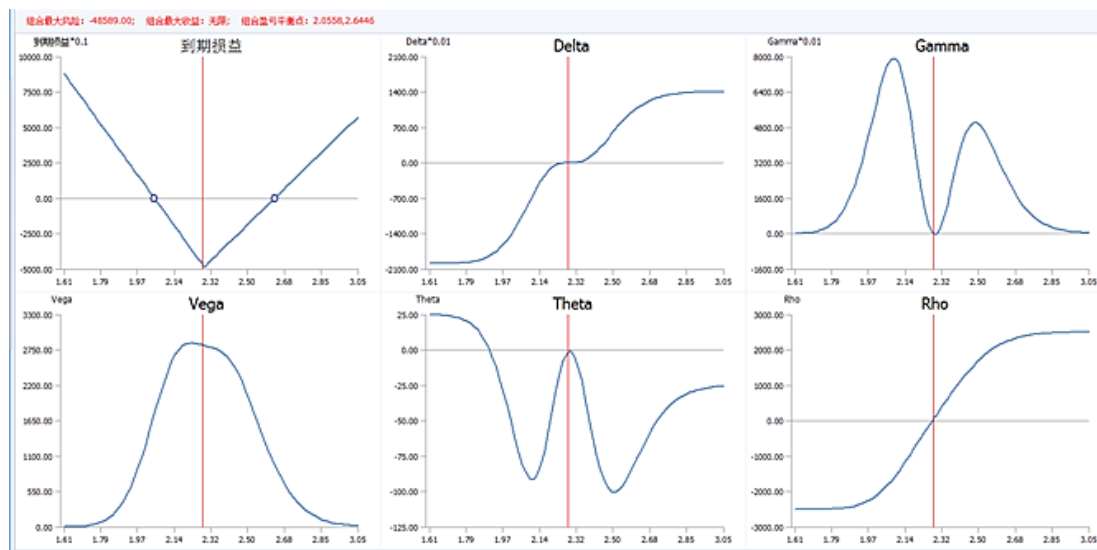
4.2 希腊字母交易

Delta: 又称对冲值，是衡量标的资产价格变动时，期权价格的变化幅度。用公式表示： $\Delta = \text{期权价格变化} / \text{标的资产的价格变化}$ 。认购期权的 Delta 值为正数，在 0-1 之间；认沽期权的 Delta 值为负数（-1-0 之间）。期权组合的 Delta 值等于所有期权数值之和。期权定价 BSM 公式中就运用到了对冲的概念。而在实际交易中，需要使用对冲手段来消除标的资产的价格风险敞口，达到市场中性，避免大幅亏损，属于一种事后风险管理。但如何对冲风险，还需要考虑执行难易程度及对冲成本。组合动态 Delta 对冲就是有效且简便的对冲手段。具体方法可以为，定义时间间隔，在每个时段的末尾进行对冲，使得标的组合的总 Delta 值为 0。对冲频率越高，风险越低；对冲频率越低，对冲成本越低。如果能够容忍 Delta 敞口的存在，那可在当 Delta 超过某一数值时再进行对冲，这就形成了一个 Delta 带。这个无需对冲区间的大小往往取决于期权头寸及交易员的主观意愿，调整灵活。当然，除了以上的非系统对冲方法，即寻求一种全局最优的均衡策略、基于效用最大化，数学形式更为复杂，但在普通的交易中移植应用意义不大。

Vega: 期权价格变化与标的资产波动率变化的比率，衡量了期权价值对标的资产波动率的敏感性。当标的资产的波动率越大，期权价值就越高，因为价格变化越大，期权可能被执行的概率越高。期权本质上就是波动率管理的工具，所以我们所说的波动率交易，实际上就是对 Vega 的测度。Vega 值就是波动率变化对整体策略的影响方向和程度的数量化、直观展示。买入期权就意味着买入波动率（Vega 为正），卖出期权则卖出波动率。

Gamma: 反映标的价格对 Delta 值的影响程度，是 Delta 变化量与期货价格变化量之比。期权多头即期权买方具有正 Gamma。而 Gamma 交易策略是指通过买入期权，同时用标的资产进行 Delta 对冲，从而达到组合市场中性的目的。标的资产变化会造成对冲组合的 Delta 不断变化，Gamma 交易策略就是试图在这一过程中通过对标的不断低买高卖达到盈利。总的来讲，Gamma 交易就是指做多 Gamma 的策略。投资者在做多 Gamma 时，通过付出期权费，获得标的低买高卖的机会。只要当 Delta 保持中性，不论期权价格上涨还是下跌，组合的收益总为正。Gamma 越大，标的波动越大，获利越多。所以本质上 Gamma 交易仍为波动率交易。

下图展示的是通过 delta 对冲后的纯 vega 交易到期损益图（pnl）：



数据来源：wind，东方期货研究院

图 6 对冲配比后的纯 Vega 策略损益图

4.3 中国波指

2016 年 11 月 28 日，指数界迎来了一名新成员：中国波指 iVX（代码 000188）。他的前身为上交所公布的 iVIX 指数，即 CBOE 波动率指数 VIX 的中国版本，反映了上证 50ETF 未来 30 天的隐含波动率指数，是对全市场未来波动率的预期。iVX 不仅能反映未来市场情绪的变化，更能大概率反映期权价格的走向。市场对未来波动率预期偏高的话，期权价格自然会上涨。在美国，波动率指数又被称为恐慌指数。这是因为当 VIX 指数明显上升时，正好对应了金融危机、911 恐怖袭击当月、雷曼兄弟破产以及近期的英国脱欧等重要黑天鹅事件。市场出现恐慌，波动率指数就会扶摇而上，所以称为黑天鹅事件的预警器。当然，中国版本的 iVX 上市时间不长，对应的上证 50ETF 期权市场发展还不够成熟，所以指数存在一定的偏差。但这个指数出现的本身能够通过对比历史波动率的高低，帮助我们判断目前市场情绪、判断期权估值高低、是否有潜在的黑天鹅事件，甚至是在未来直接通过 iVX 期货直接进行波动率交易。总的来说，中国波指的出现具有划时代的意义。

5 商品期权

2016 年 12 月 16 日，中国国内首批场内商品期权：白糖、豆粕期权获证监会批准，相关准备工作预计需要 3 个月左右，具体挂牌上市时间将另行公布。这是一个历史性的时刻，在场内上证 50ETF 期权破冰首发、正式上市接近两年的时候，商品期权的发行标志着期权市场的初步成熟，愈发完善了“现货——期货——期权”、“期货+保险”的闭环链，探索出

农产品风险管理新模式。

合约草案内容如下：

合约标的物	豆粕期货合约	白糖期货合约
合约类型	看涨期权、看跌期权	看涨期权、看跌期权
交易单位	1 手(10 吨)豆粕期货合约	1 手(10 吨)白糖期货合约
报价单位	元(人民币)/吨	元(人民币)/吨
最小变动价位	0.5 元/吨	0.5 元/吨
涨跌停板幅度	与豆粕期货合约涨跌停板幅度相同	与白糖期货合约涨跌停板幅度相同
合约月份	1、3、5、7、8、9、11、12 月	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00, 以及交易所规定的其他时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00, 以及交易所规定的其他时间
最后交易日	标的期货合约交割月份前一个月的第 5 个交易日	期货交割月份前二个月的倒数第 5 个交易日, 以及交易所规定的其他日期
到期日	同最后交易日	同最后交易日
行权价格	行权价格覆盖豆粕期货合约上一交易日结算价上下浮动 1.5 倍当日涨跌停板幅度对应的价格范围。行权价格 $\leq$ 2000 元/吨, 行权价格间距为 25 元/吨; 2000 元/吨 $<$ 行权价格 $\leq$ 5000 元/吨, 行权价格间距为 50 元/吨; 行权价格 $>$ 5000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨。	以白糖期货前一交易日结算价为基准, 按行权价格间距挂出 5 个实值期权、1 个平值期权和 5 个虚值期权。行权价格 $\leq$ 3000 元/吨, 行权价格间距为 50 元/吨; 3000 元/吨 $<$ 行权价格 $\leq$ 10000 元/吨, 行权价格间距为 100 元/吨; 行权价格 $>$ 10000 元/吨, 行权价格间距为 200 元/吨
行权方式	美式 。买方可以在到期日之前任一交易日的交易时间, 以及到期日 15:30 之前提出行权申请。	美式 。买方可在到期前的任一交易日闭市(15:00)前提交行权申请; 买方可在到期日 15:30 之前提交行权申请、放弃申请
交易代码	看涨期权: M-合约月份-C-行权价格 看跌期权: M-合约月份-P-行权价格	看涨期权: SR-合约月份-C-行权价格 看跌期权: SR-合约月份-P-行权价格
上市交易所	大连商品交易所	郑州商品交易所

资料来源: 大连商品交易所、郑州商品交易所

以上合约细节可见, 两种商品期权条款类似, 但与已上市的股票期权有种明显区别。首先, 标的资产不同: 50ETF 股票期权为现货期权, 豆粕与白糖期货期权是期货合约的期权。其次, 在行权方式上, 50ETF 期权为欧式期权, 豆粕与白糖期货期权为美式期权。另外, 商

品期权的最后交易日与行权日差异较大，而对股票期权，两者为同一日。

与期货相比，期权能以较小成本锁定价格下跌风险，并且保留价格上涨时的盈利更能保护农民同胞的积极性。同时，没有追加保证金的担忧，这对资金流相对紧张的企业来说也颇具竞争力。从实际效果来看，商品期权交易有三点作用和特性：

1、套期保值：通过购买期权，避免期货交易中追加保证金的风险，并且在使用得当时锁定最大亏损。

2、提高期货市场利农水平：“三农”问题一直是国家关注的焦点，通过进行期权补贴农业，避免“谷贱伤农”，提高农民收入，有利于发展农业订单。

在美国、墨西哥等国家，农产品期权补贴项目由来已久，1993 年美国农业部开始政府补贴期权试点项目。2002 年起，在国际农产品价格下跌、农产品过剩加剧的背景下，美国政府更是宣布对农业的直接补贴，通过期权产品的交易，抵消价格风险，从而确定正常收益。

3、期货投资者的“再保险”工具：期货投资者利用期权规避市场等下，两者组合以构造不同风险偏好的交易策略，提供更多的交易选择。

可见，商品期权的上市对我们期货公司来说，当是 2017 年发展的着重点。服务三农、发挥保险作用，维护社会的稳定发展、百利而无一害。

综上所述，期权交易托生于期货交易，以之为基础、衍生出独特的经济功能、较高的投资价值并且能够有效的管理风险。纵观全球，期权交易发展迅猛，我国此时也正快步赶上。据美国期货业协会统计，期权早已成为交易所交易的衍生品主力军，期权的交易量与持仓量也超过了相应的期货品种。而商品期权的推出对中国也有着非凡的意义。“现货——期货——期权”的完整关系链显示了市场的成熟度、布局的延伸与健全。运用低成本、操作简单且风险可控的金融工具拓展套利市场，有效降低市场价格的波动幅度，对稳定市场有着重要意义。上市农产品期权有利于完善相关农产品的价格形成机制，丰富涉农企业的风险管理工具，为“十三五”规划纲要提出的稳步扩大“保险+期货”试点工作，提供了必不可少的金融工具。

2017 年将是期权发展至关重要的一年，一步一个脚印、稳扎稳打，希冀与投资者携手再创辉煌！

免责声明

除另有说明，本报告的著作权属上海东方期货经纪有限责任公司。未经上海东方期货经纪有限责任公司书面授权，任何人不得更改或以其他方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为上海东方期货经纪有限责任公司的商标、服务标记及标记。上海东方期货经纪有限责任公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致上海东方期货经纪有限责任公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且上海东方期货经纪有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

上海东方期货经纪有限责任公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但上海东方期货经纪有限责任公司不担保其准确性或完整性。上海东方期货经纪有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。上海东方期货经纪有限责任公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表上海东方期货经纪有限责任公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

上海东方期货经纪有限责任公司

地址：上海市浦东新区松林路 300 号 1603 室

邮编：200122

电话：4000-111-955

传真：021-80232002

网址：<http://www.sheast.cn>