



中投期货策略周报 (2019 年第 01 期)

研究员

张伟

从业资格编号: F0251993
投资咨询编号: Z0013973
zhangwei@tqfutures.com

王万超

从业资格编号: F0290005
投资咨询编号: Z0011089
wangwanchao@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号: F0270867
投资咨询编号: Z0012784
lixiaowei@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号: F0231832
投资咨询编号: Z0000756
yuruiguang@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号: F3041660
投资咨询编号: TZ014346
liushen@tqfutures.com

姜云超

从业资格编号: F3043160
投资咨询编号: Z0013934
jiangyunchao@tqfutures.com

联系人

卢时强

从业资格编号: F0282412
lushiqliang@tqfutures.com

吴起睿

从业资格编号: F3053694
wuqirui@tqfutures.com

周度投资视点

宏观策略: 美股和原油经历暴跌之后, 外围风险资产呈现急跌之后的反弹, 但是转为强势仍需要盘面逐渐消化利空因素。在传统消费淡季情况下, 工业品库存的压力有所增加, 目前利润率较高且处在高位的品种仍存在下行压力。建议继续部分品种关注反弹之后的抛空机会。

股指期货: 沪指的 2500 点以下位置仍是我们建议波段性买入的位置, 主要理由是新增利空因素有限, 且指数处于低位, 很大程度上对不利因素进行反应。建议节后关注市场的低吸机会。

黑色金属: 钢材供过于求格局下价格中期下行压力较大, 整个产业链利润下行将逐步向上游传导, 原料端难独善其身, 整体维持抛空观点不变, 重点关注矿石价格的补跌。

动力煤: 综合来看, 虽然工业企业用电出现增速放缓迹象, 但是随着气温进一步下降, 下游用电量逐步攀升; 港口库存持续降低使得煤炭价格低位企稳迹象。短期内动力煤价格预计将由震荡偏弱转为震荡筑底过程, 建议操作上以观望为主。

铜: 美联储加息暂缓的预期继续升温, 工业品亦维持小幅震荡的走势。供应端偏宽松, 现货市场畏跌, 买盘谨慎, 需求端无亮点。在基本面压力下, 幅度有限。铜价保持震荡思路, 主要运行 47000-51000 区间震荡。

锌: 随着海外矿山增、复产的逐步兑现, 锌精矿供应已经得到明显改善, 但增量低于预期。需求走弱, 方环保压力再度提升, 镀锌开工面临下滑可能, 消费进一步走弱, 终端需求在中短期内难以好转。锌精矿供给改善依然没有有效传导至镀锌, 宏观面偏弱格局尚未改变, 基本面偏空, 预计锌价继续震荡走势, 20000-22000 区间运行。

铅: 宏观避险情绪的打压, 对工业品有所打压。此铅品种供需两淡格局仍然未改, 虽然 12 月铅精矿开工率出现了较大幅度的下降, 再生铅企业利润依然薄弱, 企业积极性不高, 产量受限。下游需求也同样清淡, 铅仍建议以逢高做空为主。

甲醇: 操作上, 跟随原油节奏, 四季度淡季, 消费端疲软, 甲醇近期下跌比预期来得更快, 同时甲醇投机资金涌入, 如果原油走弱, 未来依然空头思路对待。密切关注库存情况, 已有空单可以持有。MA905 合约 2500 压力较大, 等待反弹抛空。

橡胶: 天然橡胶供需矛盾突出, 是基本面最差的品种之一。2017 年以来, 橡胶期货盘面呈现难涨易跌, 慢涨急跌的特点。现阶段天然橡胶的核心矛盾是: 供应、套利和政策周期波谷的叠加重合, 价格周期底部遭遇产业结构调整。在通胀预期炒作的市场氛围中, 资金或流向橡胶这一价值洼地, 但橡胶缺乏基本面支撑, 难以构成趋势性上涨, 极易被打回原形。预计后市橡胶仍以低位运行为主, 短期或有供需改善及消息利好, 不乏久跌必涨的阶段性反弹。橡胶底部弱势运行, 但处在绝对低位, 向上空间多于向下。左侧交易难度较大, 宜顺应市场大势, 熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。长期坚持急涨勿追, 逢高沽空观点。

纸浆: 操作上, 在基本面维持弱势的情况下, 我们依然建议以逢反弹沽空的操作思路为主, 沽空时点需结合技术指标进场, 激进投资者可以考虑轻仓参与反弹机会。右侧交易的方式是我们更推荐的。

白糖: 操作上, 广西现货价格持续下调, 建议保持空头思路。宏观经济偏弱, 同时国内集中压榨, 现货价格疲软。后期维持做空思路。

周度策略：工业品急跌之后反抽 中期将继续维持弱势

美股和原油连续下跌之后出现反抽，工业品也出现了一定的反弹行情，但是整体看力度很弱。化工类仍是最弱板块，PTA 周跌幅超过 6%，新品种乙二醇跌幅超过 5%，黑色系除矿石较为坚挺之外，其他品种也是维持下行走势，有色整体跌幅较小，但是当前的有色已经无力摆脱低位震荡的格局，反抽的力度也很弱。

短期内原油和美股的剧烈下跌对化工影响较大，但是对黑色系和有色市场影响不大，因此，未来的宏观弱势和季节性需求弱势会主导工业品走势，工业品难以摆脱弱势格局。

先看宏观面，工业企业利润自 16 年来首次负增长，显示宏观需求恶化超预期。

1-11 月全国规模以上工业企业利润为 611688 亿元，同比增速为 11.8%，较 1-10 月放缓 1.8 个百分点，连续五个月下滑。主营业务收入累计增速为 9.1%，较 1-10 月放缓 0.2 个百分点。2018 年前三季度 GDP 累计增速为 6.7%，较 17 年水平下跌 0.2 个百分点。在宏观经济下行的背景下，工业企业利润自三季度以来受外需的走弱的影响不断走弱，11 月单月规模以上工业企业利润同比下降 1.8%，较 10 月继续放缓 5.4 个百分点，自 16 年以来首次降至负数。

1-11 月企业主营业务收入利润率 6.48%，较前期提高 0.04 个百分点，继续维持在近年来的高位。成本率为 84.19%，较 1-10 月减少 0.08 个百分点。总体来看，利润率处于高位，成本率处于低位，两者之间继续保持较大差距，有利于工业企业利润的增长。可见，工业企业利润的恶化主要是由于需求恶化导致的。

因此，即使目前主营业务利润率仍保持上行，成本率仍保持下行，但这也难以抵消周期下行阶段收入下降的影响。对应到政策层面，如果问题出在收入端，而政策着力点在成本端，也会导致政策错配的风险。因此，总需求继续下行，最终将传导到企业利润，以及价格上。

分行业来看，石油、煤炭价格下滑导致采矿业、石油冶炼、化工等行业利润增速继续大幅放缓，钢铁价格下滑导致黑色冶炼利润增速继续放缓，而下游纺织业、服装制造、通用设备、交通运输设备等行业继续改善，上游对下游的挤压有所缓解，私营企业利润增速反弹。未来利润增速总体上大概率继续放缓，但利润结构有所改善。

因此，从这个角度看，供给侧改革导致的上游价格暴涨如果不出现明显改善，下游需求弱势的状况就难以改善，整个工业产业链利润结构一旦趋于分配合理，上游产品的价格仍有下行压力。

从供应的角度看，供应变化还会对价格产生影响，但是显然已经不是主要影响因素了。以螺纹为例，虽然环保限产对螺纹钢市场的多头构成一定支撑，但现货价格一直维持高位，在盘面利润仅仅下滑的情况下，高供给现象难以扭转，因此今年钢材产量同比去年同期仍是大幅上升。而需求处于淡季，钢价反弹也使贸易商冬储处于两难境地，下游采购情绪低迷。随着需求回落，钢市供大于求的矛盾将进一步加深。因此价格向下传导将更为容易。

美股和原油经历暴跌之后，外围风险资产呈现急跌之后的反弹，但是转为强势仍需要盘面逐渐消化利空因素。在传统消费淡季情况下，工业品库存的压力有所增加，目前利润率较高且处在高位的品种仍存在下行压力。建议继续部分品种关注反弹之后的抛空机会。

目 录

周度策略：工业品急跌之后反抽 中期将继续维持弱势	- 2 -
期货市场概况	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 6 -
2 中央经济工作会议点评：逆周期政策维稳	- 6 -
3 流动性：逆回购重启其加大投放量	- 7 -
4 商品市场策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
黑色金属	- 10 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 10 -
2 供需端：限产不及预期，需求延续弱势，整体呈现供大于求格局	- 10 -
3 原料端：钢材利润下行传导下压力增加	- 11 -
4 总结与建议	- 12 -
动力煤	- 13 -
1 走势回顾	- 13 -
2 基本面分析	- 13 -
3 综合分析	- 15 -
有色金属	- 16 -
1 宏观形势跟踪以及纪要	- 16 -
2 铜：延续盘整走势	- 16 -
3 锌：延续震荡走势，把握节奏	- 19 -
4 铅：铅价走势，将继续高位运行	- 21 -
甲醇	- 23 -
1 甲醇市场供求分析	- 23 -
2 综合分析	- 24 -
3 甲醇主要数据	- 25 -
天然橡胶	- 26 -
1 行情回顾	- 26 -
2 基本分析	- 26 -

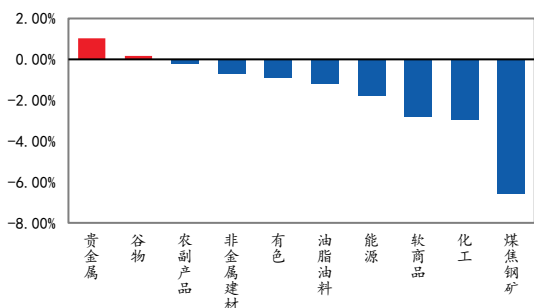
3 内在逻辑.....	30 -
4 总结建议.....	31 -
纸浆：基本面弱势格局难改，把握反弹沽空机会.....	32 -
1 行情回顾：美股原油引领市场情绪，纸浆价格跟随波动.....	32 -
2 上游供给：纸浆进口量高位运行，库存压力尚待缓解.....	32 -
3 下游需求：文化用纸价格继续下行，纸厂利润获得小幅改善.....	33 -
4 价格变化：三类价差持续修复.....	34 -
5 总结与建议.....	36 -
白糖.....	37 -
1 白糖市场供求分析.....	37 -
2 综合分析.....	37 -
3 白糖市场主要数据.....	38 -
免责条款.....	39 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
豆一	纤维板	白银	聚丙烯	黄金	苹果	粳稻	棉纱	玉米	塑料
8.02	6.60	2.98	1.85	1.21	1.10	0.42	0.34	0.27	0.23

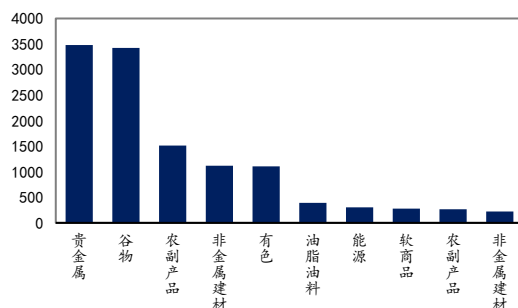
国内市场跌幅前十（单位：%）									
锰硅	胶合板	PTA	硅铁	白糖	焦炭	沥青	燃油	强麦	菜粕
-8.16	-6.94	-6.68	-5.16	-4.47	-4.33	-3.94	-3.77	-3.77	-3.59

图表 1：商品板块周涨跌幅



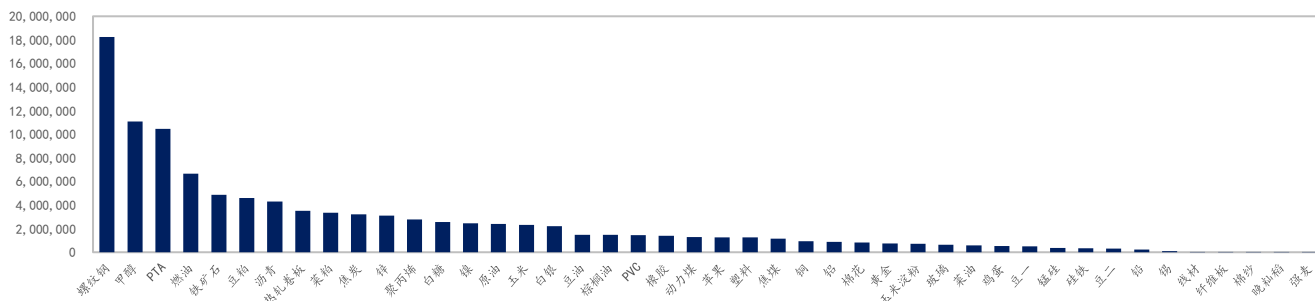
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：商品板块周成交量（万手）



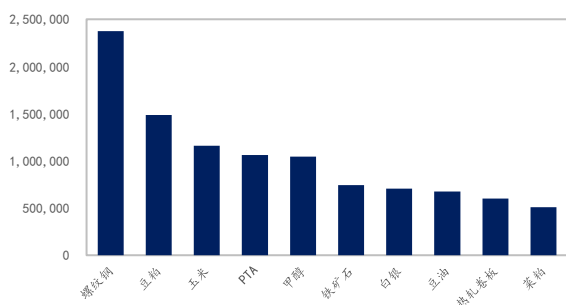
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：国内期货品种周成交量（手）



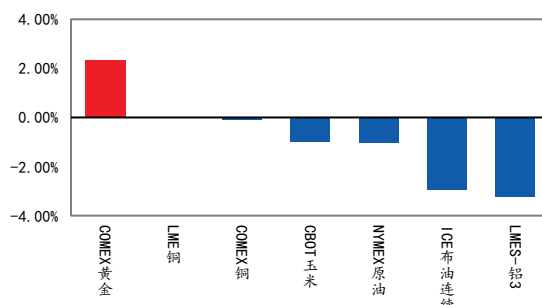
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：国内商品持仓量排名前十



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：国际商品涨跌幅排名



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 6：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	12 月 24 日	国务院发布个人所得税专项附加扣除暂行办法通知，明年 1 月 1 日起实施	国务院印发个人所得税专项附加扣除暂行办法通知，6 项专项附加扣除包括规定的子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等。	减税降费进一步实施
	12 月 24 日	我国非农建设用地将不再“必须国有”	土地管理法、城市房地产管理法修正案草案提请全国人大常委会审议：我国非农建设用地将不再“必须国有”。	本次政策将主要影响一二线尤其是深圳城市的商业用地供应。
数据	12 月 28 日	中国 11 月工业企业利润同比降 1.8%，三年来首次负增长	中国 11 月规模以上工业企业利润同比增长-1.8%，自 2015 年 12 月 31 日以来首次出现负增长。	需求不足的影响持续扩大
	12 月 26 日	社科院：预计 2019 年我国 GDP 增长率为 6.3%	内外压力仍然较大，GDP 将维持有质量的增长，增速有所回落	从需求侧角度来看，2019 年我国投资趋于合理和稳定；消费形势相对乐观；出口贸易仍将增长，增速有所回落。
事件	12 月 25 日	证监会：尽快在上交所设立科创板并试点注册制	证监会：确保在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市、投资者适当性管理等基础制度改革，更好服务科技创新和经济高质量发展。	科创板有望加速推出

资料来源：中投期货研究所

2 中央经济工作会议点评：逆周期政策维稳

经济下行仍有隐忧，逆周期政策维稳是 2019 宏观经济主要基调。12 月 19 日至 21 日，中央经济工作会议召开，对现今经济形势的表述为稳中有变，变中有忧。新增的“变中有忧”四字表明管理层对当前经济形势较为谨慎，外部环境复杂严峻，国内经济面临一定下行压力。总体来看，短期而言，稳定总需求、增加逆周期调控将是明年工作重点，长期而言，仍需要多方政策协调推进经济实现结构转型升级，利用好当前的战略机遇期。具体而言，在外部环境复杂严峻，国内经济下行压力有所加大的背景下，未来宏观政策首先将注重“稳定总需求”，731、1031 中央政治局会议后，对“六稳”的再次强调，反应了管理层稳定经济的决心。而为了实现“稳定总需求”的目标，施加“逆周期”政策调节将成为主要手段。

财政政策方面，积极的财政政策要加力提效，“较大幅度增加地方政府专项债券规模”，在一定程度上表明基建发力仍将成为对冲经济下行压力的主要手段。同时，为有力促进形

成强大国内市场，将通过减税降费等方式释放微观主体活力，12 月 22 日个税专项扣除方案最终落地，与征求意见稿相比，提高了大病医疗与房租的最高扣除额度，专向扣除与个税减免略超预期，预计未来诸如增值税三挡并两档等减税降费政策将进一步落地。货币政策方面，强调松紧适度，将去年的“管住货币供给总闸门”调整为“保持流动性合理充裕”。此外，会议继续强调“改善货币传导机制”，从央行于美国加息前夜启用“TMLF”以定向增加对小微企业、民营企业贷款行为中可以看出，货币政策以内为主兼顾外部均衡态度不变，央行进一步疏通货币传导机制以缓解民营企业融资难融资贵问题的决心未改。

房地产方面，本次会议仍然强调“房住不炒”的大原则，但提出了“因城施策、分类指导”的方针，结合住建部提出的稳地价、稳房价、稳预期政策目标与提交人大常委会审议的关于集体经营性建设用地入市草案来看，在坚持“房住不炒”的总体前提下，为应对经济下行压力，租赁住房等的供给或将加速，一定程度上将缓解地产投资的下行压力。

会议还强调了资本市场“牵一发而动全身”的作用，提出要提高直接融资比重，重点防范金融市场异常波动和共振。随科创板与试点注册制落地，政策将对直接融资更多倾斜，有利于优化我国的金融结构；同时，随交易制度不断完善，上市公司质量不断提高与中长期资金入市，将有利于我国资本市场稳定和金融深化发展。高层对资本市场的定位较高，资本市场也将由此迎来提速建设过程。

3 流动性：逆回购重启其加大投放量

12 月 28 日央行今日开展 1500 亿元 7 天、1000 亿元 14 天逆回购操作，28 日有 300 亿元 7 天逆回购到期，实现净投放 2200 亿元，为逾五个月最大单日净投放。本周央行向市场净投放共为 2500 亿。当前资金面松紧并存，波动限于局部，预计下月初将恢复宽松。2019 年 1 月，央行实施定向降准可能性较大。

27 日，银行间市场利率大多上涨，唯隔夜利率走跌。27 日发布的上海银行间同业拆放利率（Shibor）显示，隔夜利率为 1.793%，较上一个交易日下行 23.6 个基点；7 天 Shibor、14 天 Shibor 和 1 个月 Shibor 利率分别较上一个交易日上行 2.3 个、8.9 个和 7.3 个基点，分别达 2.695%、3.322%和 3.47%。

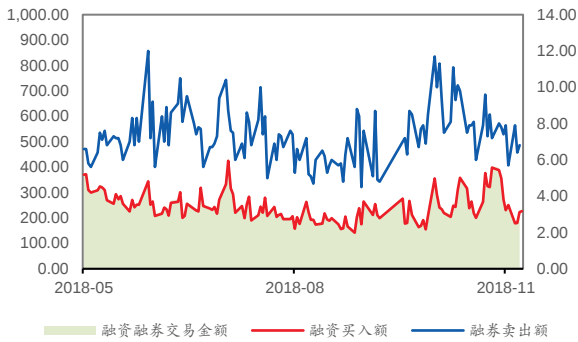
临近年末，资金面出现了一些波动。在 7 天资金可跨年，本周银行间市场上 7 天期回购利率出现较明显上涨。周一，R007 上涨 35BP 至 3.01%；周二上涨 39BP 至 3.40%；周三大涨 144BP 至 4.84%；周四再涨 108BP 至 5.92%。上一次，R007 涨至如此高位，还是在 4 月末。与 4 月相比，年底资金面波动更多是季节性因素使然，银行在监管考核压力下，一致惜借致使跨年资金供求偏紧。但与此同时，本周以来隔夜回购利率继续走低，从上周五 2.51%大幅跌至 1.81%，跌破了 2%，表明短期的、不跨年资金相当充裕，供大于求。

展望 2019 年春节前流动性，常规因素中，年初企业缴税、提现需求增加，外占短期下降，对流动性产生一定冲击，但从近几年情况来看，为保障春节前资金面稳定，央行均采取了临时性注入流动性的货币政策。预计春节前央行仍会推出临时性操作，因此常规因素对流动性的季节性影响可以基本对冲。

4 商品市场策略

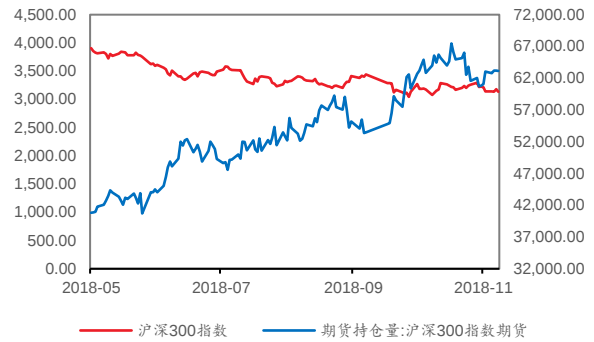
美股和原油经历暴跌之后，外围风险资产呈现急跌之后的反弹，但是转为强势仍需要盘面逐渐消化利空因素。在传统消费淡季情况下，工业品库存的压力有所增加，目前利润率较高且处在高位的品种仍存在下行压力。建议继续部分品种关注反弹之后的抛空机会。

图表 7：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



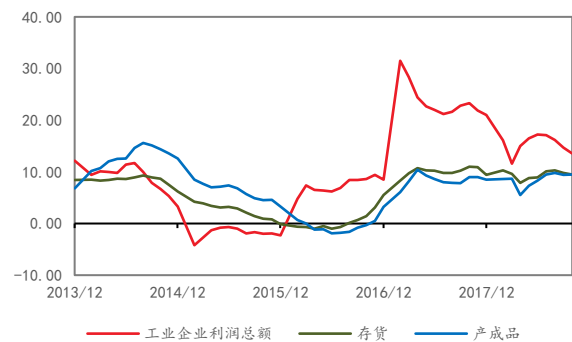
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

5 股指期货市场分析

全年行情收官 2018 年指数跌幅较大

2018 年行情正式收官，从全年行情看，指数单边下跌，上证综指全年-24.59%，深成指-34.42%，沪深 300 指数-25.31%，中小板指数-37.75%，创业板指数-28.65%，乃不折不扣的熊市年份。

截止 28 日日，剔除掉新股（2018 年发行上市）的 3541 支股票涨跌情况，其中上涨 275 家，平盘 4 家，下跌为 3262 家，占比分别约为 8%、0%、92%，市场处于普遍下跌走势。分行业看全部行业出现下跌，代表新兴产业的中小创跌幅更大，主要是因为其估值处于高位，但是即使是传统的防御性行业也出现大幅下跌，显示此轮行情是典型的普跌行情。

股市三大影响因素来看，影响 2018 年股市走势的主要因素由三个，分别为：贸易战影响下的市场情绪，紧信用背景下的信用风险释放，以及经济增速下滑下企业盈利面临的压力。2018 年这三大因素持续对市场形成压力，成为压制市场的“三座大山”。由于上述因素并未完全缓解，可以预见的未来是，这三大因素仍将对 2019 年的市场形成一定压力。

仍可关注波段性买入机会

市场最大的支撑是估值处于低位，未来外部环境恶化的风险在加大，但是市场已经做出较为充足的反应。外部环境决定风险偏好，外围环境由负面转向中性：外部环境的不确定性依然很大，但认为整体对 A 股的影响会从 2018 年的完全负面转为 2019 年的中性，风

险偏好有望得到提升。一方面，美股继续调整的可能性很大，另一方面，中美经贸关系短期向缓和的方向发展，对市场形成提振。

2019 年，国内政策对市场的影响将起到最为关键的作用。一方面，稳增长的政策有望加力，从而对冲盈利端的下行，并压低无风险利率；另一方面，稳市场的政策仍会进一步出台，有助于提升市场风险偏好，减少风险溢价。从中长期的角度看，进一步改革开放，释放制度红利，也对提升市场信心颇为重要。国内政策主要通过估值的提升来实现对 A 股的影响，这种影响在 2019 年要大于盈利上升的作用。

盈利呈现“前低后高”态势。盈利何时见底，更多取决于政策的力度。从盈利周期的角度看，上市公司盈利增速大概呈现 3-4 年的周期，与库存周期的长度较为吻合。2005-2011 年，盈利周期大约为 3 年；2012-2019 年，盈利周期大约是 4 年。据此推测，2019 年下半年大概率迎来盈利底

A 股估值在全球具有较高吸引力，中国资本市场国际化进程加速推进，给外资大幅流入创造了条件。随着国内政策的不断放松，以及资本开放的加大，增量资金将同时来自国内和国外，由于国内资金具有更高的成长偏好属性，未来 A 股的风格会更加均衡，形成“价值搭台、成长唱戏”的局面。

因此，当前的市场放弃恐惧，指数下行的空间有限，更多是市场过度悲观情绪的释放，而如果指数再度出现较大幅度的下跌，为长线买入提供了较好的机会。

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系市场周初大跌后呈现震荡走势，前期对中央经济工作会议、房地产市场放松以及环保限产趋严的预期落空后，市场重回下行趋势。分品种看，焦煤表现最弱，也是市场最先转头向下的品种，铁矿表现最强，主要受益于钢企春节前补库预期，后期补跌概率较大。成材端在预期落空后，需求淡季下开始累库，价格重回弱势状态。

市场利空驱动主导，价格仍将承压下行。从近期各大钢厂公布的冬储政策看，价格并不具有较大的吸引力，3800 元/吨的现货市场价格仍然偏高。采暖季环保限产并未大幅降低开工率，64.92%的高炉开工率高于去年同期 62.57%，目前利润尚可的情况下，钢厂检修动能并不足，仍处于积极生产状态；钢价现货价格并未继续大跌，市场期待的低钢价带来的性价比撬动贸易商冬储的积极性并未出现，分析原因看与房地厂高周转和棚改的抢跑有关。本周市场开始呈现累库状态，需求将继续弱化。

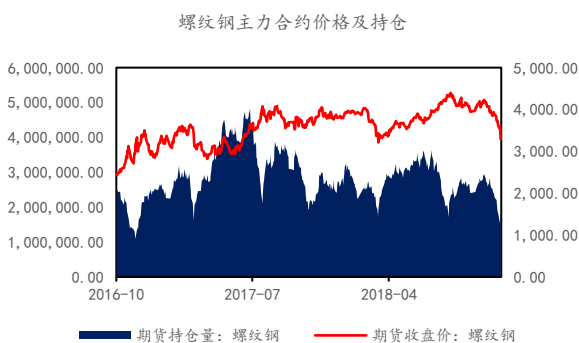
宏观层面，1-11 月份规模以上工业企业实现利润总额 61168.8 亿元，同比增长 11.8%，增速比 1-10 月份放缓 1.8 个百分点；11 月单月规模以上工业企业利润同比下降 1.8%，较 10 月份大幅下滑 5.4 个百分点，自 2016 年以来首次降至负数。从企业库存角度看，库存与周转天数仍位于高位水平，库存压力较大，以汽车行业看，11 月份汽车经销商库存预警指数为 75.1%，环比上升 8.2%，同比上升 25.32%，库存预警指数位于警戒线之上，且创历史新高，整体反映出市场需求不足带来的影响，也将成为主导 2019 年工业品走势的关键变量。

外围市场看，美股、原油等风险资产的走弱对整个市场拖累作用明显，长期走势看，全球经济 PMI 下滑也反映出需求的下行压力，对工业品甚至整体风险资产产生利空影响。

产业方面，尽管唐山等地环保限产力度有所加大，但产量减幅并不明显，我们看到唐山地区的限产主要以烧结机为主，并未涉及高炉，唐山地区也完成了 2018 年环保任务。

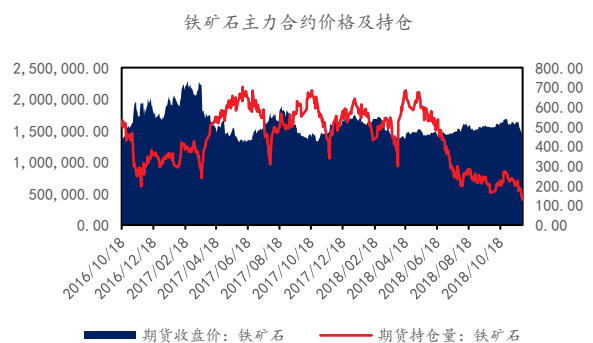
本周市场开始呈现累库状态，春节前几周时间，累库速度预计会加快。现阶段，不少钢厂出台了冬储政策，相对来说优惠力度比较大，但由于预期不好，短期贸易商仍观望居多，叠加需求的走弱，钢材市场供大于求格局较为明显。

图表 11：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：铁矿石主力合约价格及持仓



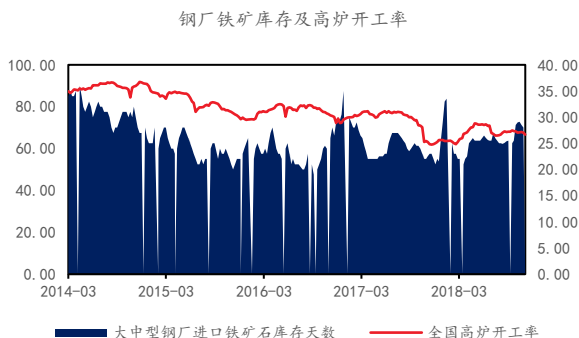
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：限产不及预期，需求延续弱势，整体呈现供大于求格局

从博弈角度看，钢铁市场行业集中度偏低，前十的钢铁企业产能占比仅有 49%，在钢材利润尚有 500 元/吨左右的情况下，钢企生产的积极性较高。从 2018 年采暖季高炉开工率可以明显看出，环保放松的影响。据中钢协统计数据，12 月中旬重点钢企粗钢日均产量为 183.68 万吨，旬环比减少 2.14 万吨，下降 1.15%。前期钢厂检修对短期产量产生了影响，但仍显著高于去年同期水平。

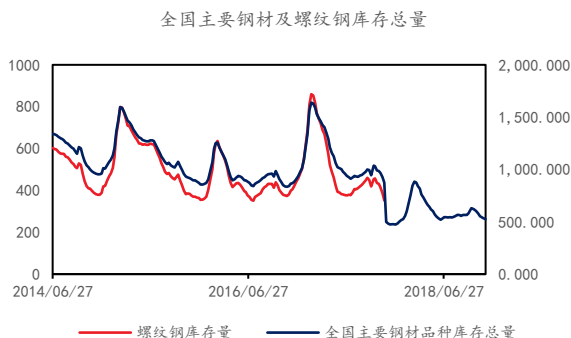
供应角度看，在钢材利润尚可的情况下，钢企主动限产的意愿不强，市场后期整体悲观需求下，钢企反而加紧生产变现利润的概率较大，供应端将压力明显。

图表 13：钢厂铁矿库存及高炉开工率



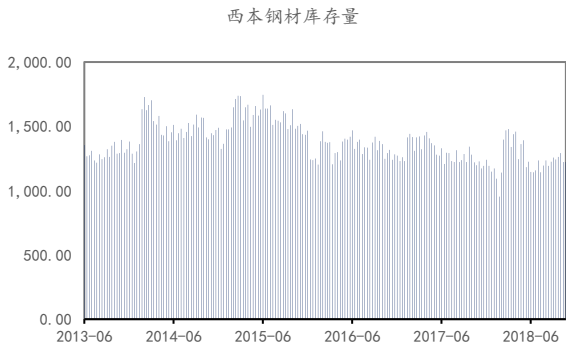
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

库存数据方面，本周是春节前第 6 周，社会库存呈现季节性回升态势。从主要品种的社会库存看，截止 12 月 28 日，国内主要钢材品种库存总量为 807.87 万吨，较 12 月 21 日上升 8.9 万吨，环比上升 1.1%；国内螺纹钢社会库存量由 305.79 万吨上升 15 万吨至 320.79 万吨，环比上升 4.91%，钢厂螺纹钢库存增加 6.34 万吨，整体库存增幅明显；热卷社会库存降 7.5 万吨至 178.89 万吨，环比下降 4.02%，钢厂库存增加 1.89 万吨。整体看，钢材库存反应当前贸易商出货意愿较强，备货意愿较弱，钢厂处于被动累库，需求继续走弱。

需求端看，钢材淡季特征明显，但短期房地产高周转以及棚改抢工现象的存在，需求降幅并不明显。随着周末全国大范围降雪，下周需求将会出现大幅下滑。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为 1.86 万吨，较上周下降 2160 吨，12 月份以来的下行趋势在延续，需求端将继续走弱。

整体看，供应降幅不及预期，库存被动增加，需求继续走弱，钢价承压下行。

3 原料端：钢材利润下行传导下压力增加

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡偏强。截止 12 月 28 日，普氏 62% 进口矿指数报 72.7 美元/吨，较上周涨 0.4 美元/吨。近期矿石价格较为坚挺的原因在于钢企的补库需求，从钢企进口矿铁矿石平均库存看，本周回升到 28 天，较上周 25.8 天出现明显回升。随着补库预期的逐步兑现，叠加后期钢材走弱下的利润传导路径，钢厂将更偏好于低品矿，矿石价格存在补跌风险。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14173 万吨，周环比增加 271 万吨，增幅比较明显。

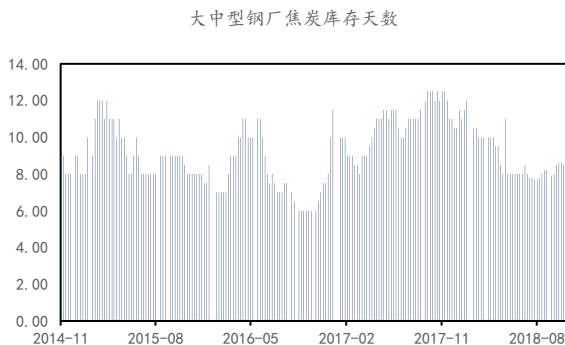
整体看，矿石压力主要在于钢材价格下跌的利润传导压制，500 元/吨附近可逢高抛空。

图表 17：国内铁矿石港口库存



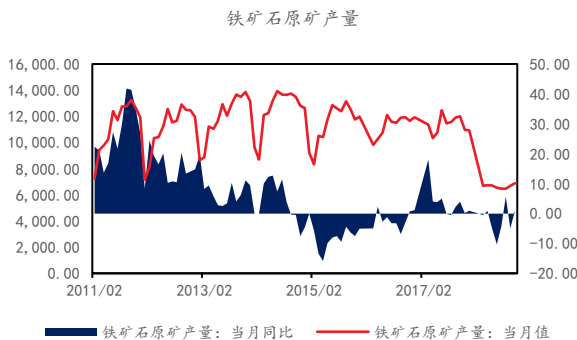
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：焦炭库存可用天数



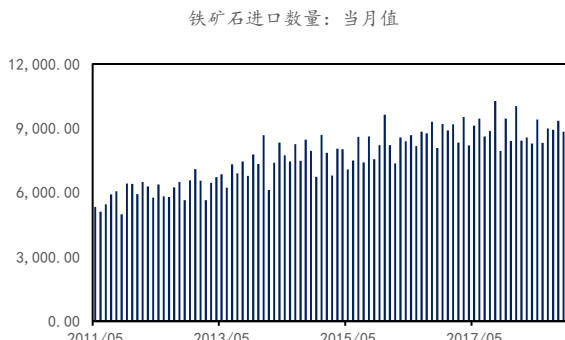
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

焦炭方面，前期焦企提振失败后，本周钢厂纷纷下调焦炭采购价 100 元/吨，部分大型焦企下调 150 元/吨，叠加前期 4 轮下跌，本次下调后共计 5 轮，累计下调幅度在 500-550 元/吨左右。虽然钢企开工率较去年同期较高，但近期也在走低，只是幅度较低，而焦化企业开工率依然处于高位，焦炭呈现供应偏宽松的格局。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 72.58%，上升 0.96%，华北地区部分焦企检修结束，在环保放松以及冬季采暖任务下，焦企开工率回升；日均产量 65.23 万吨增加 0.87 万吨，焦炭库存 87.25 万吨，增加 8.95 万吨；炼焦煤总库存 1725.6 万吨，增加 32.3 万吨，平均可用天数 19.89 天，增加 0.75 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 460.61 万吨，增加 8.41 万吨，平均可用天数 15.2 天，增加 0.29 天。港口焦炭库存总库存 287.7 万吨，增加 0.7 万吨。无论是焦化企业库存、钢厂焦炭库存，还是港口焦炭库存，都呈现增加态势，反应短期供应偏宽松的格局，贸易商仍以出货为主。

焦煤方面，从焦化企业库存看，原料焦煤库存增加，在焦企利润挤压下，焦煤价格承压调整。年底煤矿安全生产以及超产检查影响，部分地区低硫主焦煤价格较为坚挺，山西柳林地区主焦煤出厂价格保持 1520-1560 元/吨，配煤价格出现不同程度下调，晋南地区部分煤矿低硫主焦煤报价下跌 30 元左右，瘦煤价格下跌 60-70 元/吨，进口焦煤价格也出现下调。整体看，焦煤仍受制于下游利润下行传导。

4 总结与建议

钢材供过于求格局下价格中期下行压力较大，整个产业链利润下行将逐步向上游传导，原料端难独善其身，整体维持抛空观点不变，重点关注矿石价格的补跌。

动力煤

1 走势回顾

本周，动力煤期货主力 2905 合约收于 561 元/吨，较上周下跌 0.36%。盘中，最高上行至 567 元/吨，最低下探至 554.8 元/吨，周内振幅 2.16%。本周成交量为 77.71 万手，持仓量为 27.06 万手，较上一周增仓 20,672 手。

2 基本面分析

中电联本周公布了 11 月份用电数据，国家发改委公布了 11 月份建材行业数据。从上述两个数据来看，下游电力行业体现为同比增加，环比降速状态；建材行业表现出利润同比增加，环比减少，主要产品价格下降的状态。

库存下降，现货价格浮现企稳迹象

本期中国煤炭价格指数继续下行。根据监测数据测算，12 月 28 日，中国煤炭价格指数（全国综合指数）为 163.5 点，比上期下降 1.5 点。

随着港口市场煤价格持续下跌，加之产区临近年底上游发运积极性持续低迷，环渤海港口整体调入量持续下滑，同时受大秦线“开天窗”影响，环渤海港口调入量日均减少 20 万吨左右，在整体调入下滑调出平稳趋势下，环渤海港口整体库存呈下降态势。截至 12 月 28 日，环渤海四大港区主要港口合计库存为 2263 万吨，环比上周减少 56 万吨。

华东地区随着市场煤价格持续下跌，江内贸易商对于后市的悲观情绪日趋浓厚，加之临近年底，清理库存节奏有所加快。另一方面，随着市场煤价格跌破长协均价，伴随强冷空气再度来袭，沿海六大电日耗迅速回升至 77 万吨左右，部分电厂货盘释放增加，同时水泥厂采购有所回暖，拉运需求整体回升。

华北地区受环渤海港口行情影响，华北地区动力煤市场延续下行趋势，部分矿降价 10 元/吨后销售仍没有好转；焦煤市场暂时保持平稳，后期配焦煤价格可能因焦化厂打压而有所下调；因近期需求不佳，无烟末煤价格本周有所下调。据 CCTD 中国煤炭市场网监测数据显示，山西大同、朔州等地动力煤价格下调 5-10 元/吨；晋城、阳泉无烟末煤价格下调 10 元/吨；河北唐山、开滦地区动力煤价格下降 20 元/吨左右。

陕蒙地区的动力煤市场弱势趋稳。受下游采购需求阶段性增加影响，榆林榆阳地区稳中有涨，千树塔等矿沫煤价格上调 10 元/吨，榆林整体供应依然宽松，价格持续上涨动能不足。鄂尔多斯地区采购需求一般，矿上整体销量维持在中位偏上的水平，大部分矿价格开始走稳，个别矿因库存偏高继续补降。

东北、蒙东地区本周褐煤市场供给宽松局面有所缓解。随着天气的进一步转冷，下游耗煤企业日耗稳步增加，电力企业采购意愿开始增强，煤矿销售基本平稳，临近年末，年度生产任务基本完成，发运积极性不高，支撑蒙东产地褐煤价格止跌转平。

全社会用电增速同比提高，当月用电增速环比继续回落

本周，中电联发布了 11 月份用电数据，全社会用电量同比增速提高，但是 11 月当月用电增速环比继续回落。工业和制造业用电量平稳增长，制造业日均用电量创历史新高；四大高载能行业合计用电量累计增速同比提高，但低于工业平均水平。

分产业看，1-11 月份，第一产业用电量 673 亿千瓦时，同比增长 10.0%，对全社会用电量增长的贡献率为 1.3%；第二产业用电量 42684 亿千瓦时，同比增长 7.1%，占全社会用电量的比重为 68.6%，对全社会用电量增长的贡献率为 58.1%；第三产业用电量 9890 亿千瓦时，同比增长 12.8%，占全社会用电量的比重为 15.9%，对全社会用电量增长的贡献率为 23.0%；城乡居民生活用电量 8952 亿千瓦时，同比增长 10.5%，占全社会用电量的比重为 14.4%，对全社会用电量增长的贡献率为 17.6%。

11 月份，全国全社会用电量 5647 亿千瓦时，同比增长 6.3%。分产业看，第一产业用电量 58 亿千瓦时，同比增长 11.6%；第二产业用电量 4109 亿千瓦时，同比增长 6.0%；第三产业用电量 811 亿千瓦时，同比增长 9.2%；城乡居民生活用电量 668 亿千瓦时，同比增长 4.6%。

1-11 月份，全国工业用电量 41983 亿千瓦时，同比增长 7.0%，占全社会用电量的比重为 67.5%，对全社会用电量增长的贡献率为 56.6%。11 月份，全国工业用电量 4042 亿千瓦时，同比增长 5.8%，占全社会用电量的比重为 71.6%。1-11 月份，全国制造业用电量 31607 亿千瓦时，同比增长 7.2%。11 月份，全国制造业用电量 3020 亿千瓦时，同比增长 6.5%；制造业日均用电量 100.7 亿千瓦时/天，分别比上年同期和上月增加 5.7 亿千瓦时/天和 8.2 亿千瓦时/天。

1-11 月份，化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼和有色金属冶炼四大高载能行业用电量合计 17450 亿千瓦时，同比增长 6.0%；合计用电量占全社会用电量的比重为 28.1%，对全社会用电量增长的贡献率为 20.5%。其中，化工行业用电量 4073 亿千瓦时，同比增长 2.6%；建材行业用电量 3203 亿千瓦时，同比增长 5.8%；黑色金属冶炼行业用电量 4941 亿千瓦时，同比增长 10.3%；有色金属冶炼行业 5234 亿千瓦时，同比增长 5.1%。11 月份，四大高载能行业用电量合计 1691 亿千瓦时，同比增长 7.4%，占全社会用电量的比重为 29.9%。其中，化工行业用电量 387 亿千瓦时，同比增长 1.6%；建材行业用电量 328 亿千瓦时，同比增长 5.9%；黑色金属冶炼行业用电量 486 亿千瓦时，同比增长 7.1%；有色金属冶炼行业 490 亿千瓦时，同比增长 14.0%。

图表 21：动力煤期现货价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：动力煤电厂库存及可用天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

建材行业增速同比回落，行业累计利润远高于去年

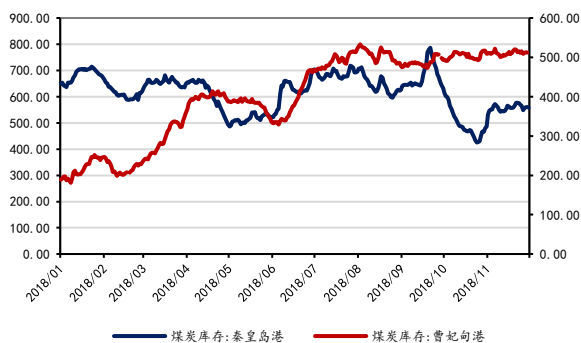
近期，国家发改委发布了建材行业的运行数据。数据显示，11 月份，我国建材行业增速继续同比回落，但是行业全年累计利润依然远高于去年同期。

11 月份，全国水泥产量同比增长 1.6%，增速同比回落 3.2 个百分点；商品混凝土产量增长 8.6%，回落 0.8 个百分点。平板玻璃产量增长 5.8%，去年同期为下降 3.5%。1-11 月，全国水泥产量 199848 万吨，同比增长 2.3%，去年同期为下降 0.2%；商品混凝土产量 161731 万立方米，增长 11.8%，增速同比提高 2.3 个百分点。平板玻璃产量 79242 万重量箱，增长 1.2%，增速同比回落 2.7 个百分点。

价格方面，与上月相比，水泥价格上涨，平板玻璃价格下跌。11 月份，全国市场 P.O.42.5 散装水泥平均价格 480 元/吨，比上月上涨 29 元/吨，涨幅为 6.4%；同比上涨 101 元/吨，涨幅为 26.7%。平板玻璃（原片）平均出厂价格为 66.7 元/重量箱，比上月下跌 0.9 元/重量箱，跌幅为 1.3%；同比下跌 3.4 元/重量箱，跌幅为 4.8%。

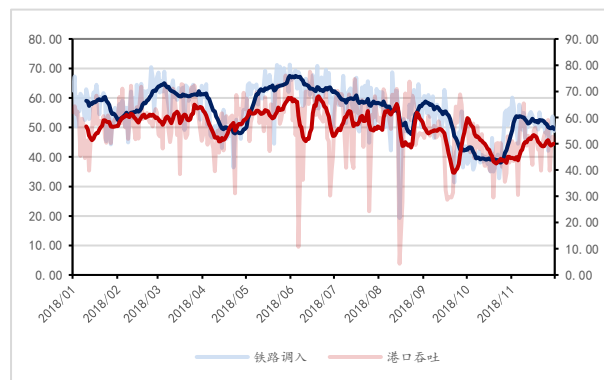
1-10 月，建材行业实现利润 3507 亿元，同比增长 45.8%。其中，水泥制造行业实现利润 1286 亿元，增长 1.4 倍；平板玻璃行业实现利润 104 亿元，增长 39.3%。

图表 23：动力煤港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：动力煤港口调入量与吞吐量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

综合来看，虽然工业企业用电出现增速放缓迹象，但是随着气温进一步下降，下游用电量逐步攀升；港口库存持续降低使得煤炭价格低位浮现企稳迹象。短期内动力煤价格预计会由震荡偏弱转为震荡筑底过程，建议操作上以观望为主。

有色金属

1 宏观形势跟踪以及纪要

数据表现

美联储本轮自 2015 年开始的加息周期有望继续，只是伴随着美国经济下行拐点、美国国内资产价格下行压力加码，以及经济放缓和原油价格下挫带来的美国未来通胀压力有所减轻等叠加因素，美联储本轮加息周期进入“尾期”，预计 2018 年 12 月加息一次，2019 年最多加息两次，在这个“尾期”美股波动率有望抬升，进而对大宗商品施压。

在中国，投资、出口、消费拉动经济的“三驾马车”增速放缓，传统经济增长点不再是拉动经济发展的法宝。最新公布的中国 GDP 数据疲弱，三季度 GDP 同比增长 6.5%，为全球金融危机以来单季度的最低值；前三季度经济同比增长 6.7%，亦小幅低于预期。为防止经济继续出现下行风险，中国实施多项积极政策，消费、投资、出口均存在企稳回升的可能。

宏观观点

在美股持续调整以及特朗普的警告下，美联储 12 月还是如期加息，美联储下调了今明两年 GDP 增速和通胀预期，预计 2019 年加息两次，但是坚持要进行缩表，美股受此影响下跌，工业品则小幅回升。整体看美联储加息对全球的经济仍有负面影响，且加息效果累积，预计宏观弱势状况难改。短期内可继续关注工业品反弹后做空机会，但追空仍有风险

2 铜：延续盘整走势

基本面分析

铜矿供应增加

2018 年铜矿供应增速的回暖主要同大矿的产出恢复（罢工问题减少）及新矿的产出释放有关。其中 Escondida 在今年的薪资谈判达成大幅减弱了市场对铜矿供给的担忧（Escondida 作为年产近 130 万吨的全球第一大铜矿，劳工谈判的顺利具有指标性意义——2018 年智利有 32 份到期合同，当前仅剩 Ei Teniente 及 Centinela 等部分矿山仍需谈判，矿端因罢工所导致的产量干扰预期已大幅下降），而 Grasberg 及 Cerro Verde 的产出恢复亦提振了 18 年矿产量的同比增速（17 年罢工的基数效应）。智利国家铜业公司达成的劳工协议来看，薪资上调和一次奖金分享的额度均在成本上调的范围内，因此，2018 年平均成本的增加幅度依然维持在 200 美元/吨，当前价格下，矿山依然获利丰厚，矿山产量增速。四季度虽有几家矿山劳工合同到期，但预期不会形成显著影响，铜精矿供应平稳。我们预计 2018 年全球的铜矿产量增速或增 4.85%。2019 年全球新增大型铜矿项目稀少，主要包括第一量子旗下 Cobre Panama 矿项目于 2018 年试运转，在 2019 年接近满产，预计增长 15 万吨。

进口弥补不足

中国铜矿进口的增长依然很强劲。今年 1-9 月份铜矿进口增长 19.7%至 1500.2 万实吨，9 月进口量更是创下单月进口量新高。国内冶炼厂对铜矿的需求仍在高速增长。高增长的核心逻辑在于冶炼厂产能的持续扩张以及开工率整体的居高难下，近期精废价差有所修复，有废铜货源流入市场替代精铜。TC/RC 作为铜矿供应松紧度的直接反应，TC 基本呈现先抑后扬之势，由年初 TC 在 74 美元/吨上涨至 89 美元/吨，涨幅 20.3%，其年内不断上涨的价格可以印证我们对于 2018 年全球铜矿供应充足的判断。

在全球新增铜矿项目稀少和在产铜矿品位整体下滑下。江西铜业与安托法加斯塔签订的 2019 年长单加工费 TC 为 80.8 美元/吨，较去年同期下降 1.45 美元/吨，铜矿供应趋于紧张的。

废铜供应偏紧

9 月进口废铜 20 万实物吨，同比下降 37.81%。2018 年 1-9 月累计进口废铜 178 万实物吨，同比下降 35.9%。从今年数据来看，进口废铜量下降是必然趋势，这是由于进入 2018 年以后国家对进口废铜特别是废七类管制较严，使得进口废铜大幅减少。受政策影响，废铜供应减少且前期精废价差过低，使得精铜替代废铜消费。由于我国环保政策的趋严以及对进口废铜诸多政策导致废铜市场供应偏紧。2018 年所公布的限制类废铜进口批文数量为 94.79 万吨，较 2017 年全年的 300.58 万吨，同比减少 68.46%。目前全国所获批文配额总量超过 1 万吨的企业 20 家，其中 16 家位于浙江地区，广西地区 2 家，广东以及江西地区各 1 家。

精铜供应充足

目前铜精矿加工费和硫酸价格维持高位将继续刺激冶炼产能的投放，2018 年计划投放产能 225 万吨，目前已投产产能 180 万吨，新增产能远超市场预期。从企业的投产和产量周期来看，1—11 月累计产量将达到 796.45 万吨，同比增幅 9.6%。目前安泰科将 2018 年产量从年初的 820 万吨调高到 854 万吨，与 2017 年 800 万吨的产量比，增幅会在 6%，超过去年 4.7% 的增幅。对于 2019 年，全球冶炼产能高速扩张仍将继续。其中赤峰云铜粗炼及精炼各 25 万吨，广西南国铜业粗炼 20 万吨，精炼 30 万吨；新疆五鑫铜业粗炼及精炼各 10 万吨，紫金铜业粗炼及精炼各 8 万吨，黑龙江紫金铜业粗炼及精炼各 10 万吨，兰溪市自立环保精炼 10 万吨。

总体来看，由于今年废铜使用减少，精废价差打开替代精铜消费，消费大幅增长，国内库存逆季节性持续去化。此外，国内精铜产量保持两位数增长，但依旧无法满足国内消费，精铜大量进口也带动海外库存去化。

线缆成为需求亮点

下游消费呈现明显放缓，规模以上工业增加值延续下滑，固定资产投资略有回升，房地产开发投资持平，分项指标继续走弱，基建投资持平，消费下行明显。空调市场增长和房地产景气度高度相关，一般滞后几个月，地产销售面积增速明显放缓，房地产市场受到一定压力，预计 2018 年全国房地产将延续成交量增速回落的走势，未来房地产形势依然严峻。房地产下行周期是基本确定，但是从销售再传导的投资、建设还有一段时滞，房地产销售疲软直接影响相关行业空调销售下滑。目前房地产行业销售和价格依然处于下行通道，未见政策底，因此空调内销未来将依然处于下降趋势。连续爆出“空调卖不动了，即将进入寒冬”的声音，我们认为社会消费品零售总额持续下滑叠加库存水平高，因此四季度空调市场会有所降温。

2018 年国家电网计划电网投资额为 4989 亿元。一般而言，电网投资基本会完成或超过其计划额。而且下半年投资额高于上半年是时常发生的事，从投资额环比增速来看，下半年投资额大概率将会回升。从调研的情况来看，目前电线电缆销售比较可观，价格也比较高，我们有理由推测出后续电线电缆的消费将会有亮点。电线电缆占下游铜消费比值约为 36%，对精铜消费的拉动十分可观。

2018 年 1-10 月房屋新开工面积累计值为 168754.05 万平方米，累积同比增长 16.3%；房屋竣工面积累积值为 57391.81 万平方米，累计同比减少 12.5%。可以看出，房屋竣工面积累计同比增速持续下降，目前已经到了 -12.5% 的低位。不同于螺纹钢以及水泥，铜主要用于建筑工程的后期，所以竣工面积更能反映铜消费，2018 年房地产相对的不景气对精铜消费有一定的拖累作用，后续这种趋势大概率还会延续。

结论：震荡思路对待

美联储加息暂缓的预期继续升温，工业品亦维持小幅震荡的走势。供应端偏宽松，现货市场畏跌，买盘谨慎，需求端无亮点。在基本面压力下，幅度有限。铜价保持震荡思路，主要运行 47000-51000 区间震荡。

铜期货现货数据

图表 25: 长江有色铜价



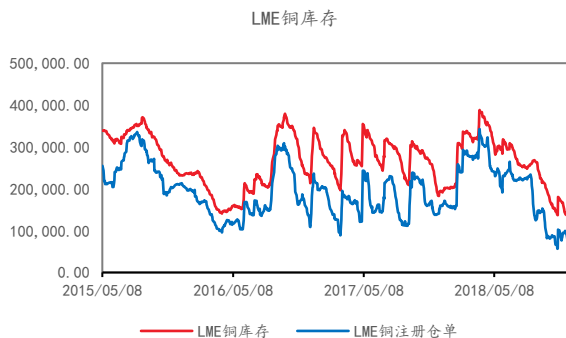
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26: 上海保税区铜库存



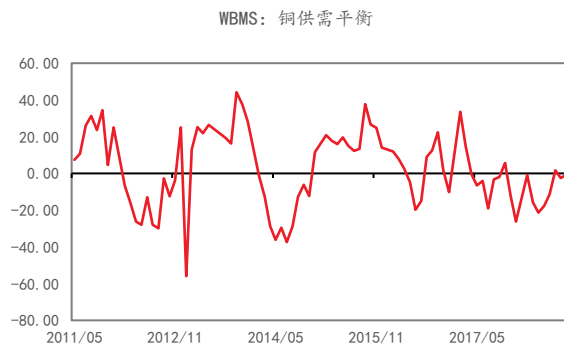
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27: LME 铜库存



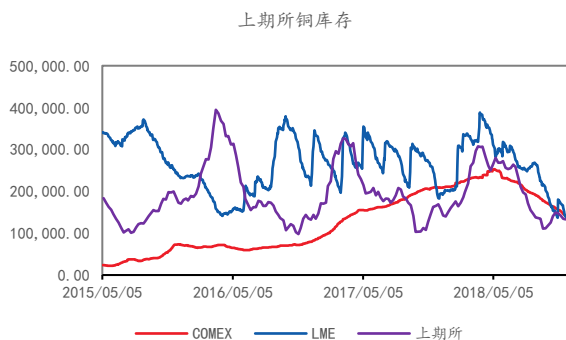
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28: WBMS 供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29: 上海有色铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30: 铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 锌：延续震荡走势，把握节奏

锌：影响因素

锌矿充足成为后期风险点

2018 年全球锌精矿产量显著增长，主要来自于国外。2018 年国内锌精矿增量预计 12.1 万吨附近，环保、安全检查依旧对国产矿尤其是小矿山复产影响较大，三季度受季节性因素影响，国产矿生产受限较多，产量增幅有限。8 月全国锌精矿产量为 38.8 万金属吨，环比增加 0.8%，同比增加 7.2%，累计同比微增 0.6%。全球最大的锌生产商之一新世纪资源公司，在 9 月重启世纪锌矿后，近日已将首批 10,000 吨锌精矿从昆士兰 Karumba 港装载到 MV Wunma 号矿船上，运送给中国最大的冶炼集团之一。预计第二批 10,000 吨调试级精矿将于 2019 年 1 月运往中国。其中该项目的产能为 800 万吨/年，计划在第二阶段增长至 1500 万吨/年，该目标计划于 2019 年第四季度开始实施。

进口锌方面，海关恢复公布对进出口数据，1-9 月锌精矿总进口量约为 221.4 万实物吨，去年同期累计进口量为 38.9 万吨，较去年同期大幅上升。国内环保政策的愈加严格，中小矿山复产困难；境外矿山进入增产周期，有助于对国产矿形成一定替代效应。2018 年海外锌精矿可流入到中国国内的量在 144 万吨附近，加之国内矿产量 412 万吨，预计 2018 年国内锌精矿供应量实现 4.1% 的增长。中长期来看锌精矿供需矛盾逐步缓解。

加工费高位，供应充裕

锌精矿供应相对充裕，国内外锌精矿加工费自低位呈现明显回升。2018 年 12 月，国内锌矿平均加工费在 5100 元/吨，较年初低位回升 1950 元/吨，涨幅 61.9%。进口锌精矿加工费 155 美元/吨，较年初上升 140 美元/吨，涨幅 9%，反映出国内外锌矿供应出现了较大程度增长。另外，我国海关数据显示，1—9 月我国锌精矿累计进口同比增长达到 18%。随着进口矿的补充，矿端原料相对充裕，矿山适度让利带来加工费上扬，而未来随着锌矿产量的释放，随着矿供应逐步增加预期，预计 2019 年加工费仍有进一步上涨可能。

精炼锌产量低速增长

而供给端，矿松锭紧局面仍持续，锌矿复产向冶炼企业生产的传导通道暂未疏通。一方面、国内锌锭供应。虽然冶炼厂检修减产导致，产量仍维持明显的收缩态势。2018 年 10 月中国精炼锌产量 45.93 万吨，环比增加 2.81%，同比减少 8.29%。1-10 月份累计产量 442.6 万吨，累计同比减少 8.29%。进入 11 月份，豫光锌业仍有少量检修，但湖南轩华预计开始恢复部分产量，预计 1-11 月累计同比预计减少 1.84% 附近。

第二，进口锌增加明显，2018 年大部分时间精锌进口利润窗口是打开的，国外货源大量进入中国，这可以从持续上涨的锌进口升水中得到验证。虽然进口锌无法满足期货交割需求，但可挤出可交割货源。

锌需求暂无亮点

锌锭消费结构中，占比最大的镀锌板自 8 月份以来产量一路下滑。2018 年 1-9 月，镀锌结构件平均开工率 71%，较去年同期下降 4.6%。一部分由于一季度，华北受环保及两会影响下，生产受限明显；另一部分今年房地产等板块订单较去年整体较弱，拖累镀锌结构件企业生产订单。自 2017 年年底镀锌板产量及净出口量逐步下降，镀锌板表观消费量呈现下滑趋势。按照镀锌板生产逻辑：10、11 月份为终端下游开工旺季，也就是镀锌卷板的销售旺季，一般来说镀锌厂会提前生产以备销售，故 9、10 月份是锌锭的理论消费旺季。由于镀锌上游钢价的上涨，镀锌厂目前成本较高，但由于其依然有利可图（减停产短期带来的损失将大于继续生产的损失），因此他们选择尽量压缩加工利润而高负荷开工，所以锌锭的需求短期较为坚挺。

2018 年 1-9 月氧化锌企业平均开工率 52.3%，同比去年同期减少 5.5 个百分点。今年河北、山东、江浙等一带环保局势严峻，影响氧化锌企业开工率，同时，今年整体终端需求较弱，且中美贸易战等加剧订单偏弱，整体生产受限。而压铸锌平均开工率也下降了，同比下降 6.8 个百分点，主因前期广东、江浙一带环保加之贸易战影响压铸订单出口等问题。

汽车方面，1—11 月国内汽车产销量分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，同比下降 2.59% 和 1.65%。中汽协预计，2018 全年车市销量或达 2800 万辆，增速在 -3% 左右。今年汽车

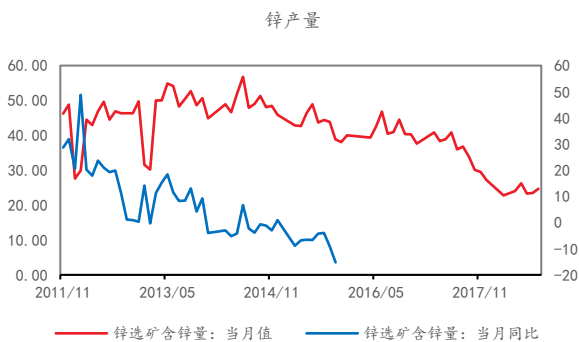
销量统计数字同比回落,主要为 2016—2017 年基数太大所致。在购置税补贴政策利好下,过去两年汽车产销量快速增长,绝对值达到较高水平,相当程度上透支了 2018 年的消费需求。受宏观下行压力及市场结构调整影响,2018 年中国汽车产销量呈现负增长。

锌：延续震荡走势

随着海外矿山增、复产的逐步兑现,锌精矿供应已经得到明显改善,但增量低于预期。需求走弱,方环保压力再度提升,镀锌开工面临下滑可能,消费进一步走弱,终端需求在中短期内难以好转。锌精矿供给改善依然没有有效传导至锌锭,宏观面偏弱格局尚未改变,基本面偏空,预计锌价继续震荡走势,20000-22000 区间运行。

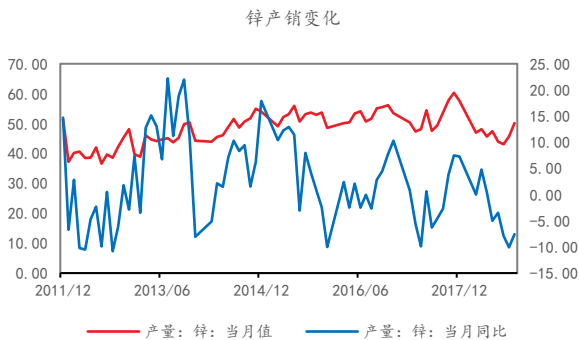
锌期货现货数据

图表 31：锌产量



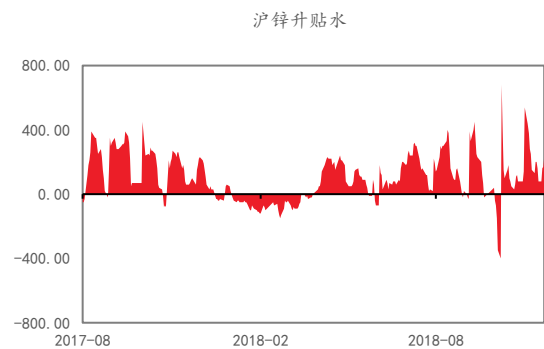
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：锌产销变化



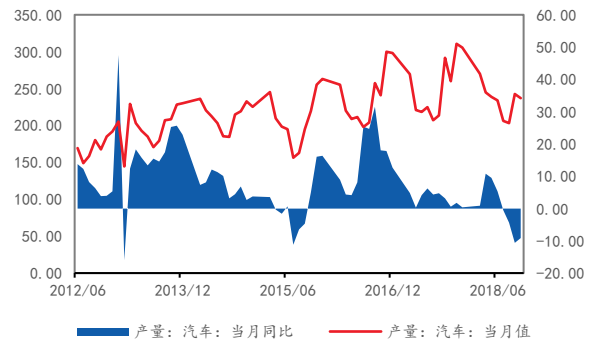
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：锌升贴水



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

4 铅：铅价走势，将继续高位运行

铅：震荡思路

供需短缺

2018 年国内铅供应处于平衡偏充裕状态，而 2019 年在再生铅扩产的冲击以及消费并无两点的情况下，国内铅供大于求 9 万吨。

铅矿整体供应宽松

据国家统计局统计，中国 2018 年 1-10 月份铅精矿产量 107 万吨，累计同比大幅度减少 39%，随着冬季来临，西北高海拔地区陆续开始季节性停产，因此预计全年产量约 129 万吨。精铅原料供给仍然趋紧，并且随着寒冷冬季的来临，西北地区铅锌矿将陆续关停，后续原料供给将进一步短缺。根据国际铅锌小组预计，2018 年全年全球铅精矿产量较去年相比将会出现 0.4% 的小幅下跌，产量大致在 458 万吨，而截止目前最新的 2018 年前 8 个月数据，产量大致在 296.5 万吨。其中降幅较大的为澳大利亚，同比下降 31.8%。主要下降产能来自嘉能可 Mount Isa 以及 McArthur 两座矿山，此外在美国地区，托克旗下的 Red dog 矿也出现了产能下降的情况，下降幅度达到 26.1%。而秘鲁也出现了 9% 的下跌。

铅精矿进口方面，据海关数据统计，2018 年 1-10 月份累计进口量 99 万吨，同比减少 10%。2018 年 1-10 月份中国铅精矿进口量为 98.6 万吨，同比减少 7.8%。2016 年开始国内铅精矿加工费进入下滑通道，从 2700 元/吨降至 1400 元/吨，国内鼓励再生资源利用，再生铅与原生产使用无差异化以及利润的保证下促进了老牌企业扩产再生环节，铅精矿的开采供应以及进口量明显压缩。2019 年铅精矿海外增量约 12.8 万吨，比 2018 年增加 10.1 万吨，中国增量约 5.1 万吨，比 2018 年减少约 2 万吨。在环保以及矿品位下滑的双重限制下，2019 年铅精矿增量有限，但在再生铅的蓬勃发展下，对 2019 年精铅供应几无影响。

精炼铅产能受限

据统计，2018 年 1-10 月份精铅产量 419 万吨，同比减少 0.5%，其中还原铅产量 226 万吨，同比减少 6%，再生铅产量 193 万吨，同比增加 11%，再生铅占比精铅产量 45% 左右，且近几年呈现增长态势。由于还原铅利润空间有限，目前来看未来几年矿山开采更倾向于附加值高的铜矿锌矿，铅精矿的供应增速有限，国内精铅的增速主要依赖于再生铅的投放。近期环保检查频繁，再生铅供应或受到影响。再生铅冶炼利润下降至盈亏平衡点甚至转为亏损，是再生铅冶炼厂主动停产的原因。短期来看，在这再生铅行业环保督查的一年，对行业新增产能释放受限。

需求旺盛

铅最主要的初级消费为铅蓄电池，占比达到 80%，铅蓄电池主要应用于电动自行车、汽车、摩托车等交通工具以及工业电池等。电动车发展高峰期过去，新国标减重、摩托车替代产品增多、限摩禁摩等因素影响下，未来耗铅量将出现下滑趋势。此外蓄电池进出口贸易受到贸易战的影响，经销商避险情绪增强。

铅蓄电池方面，在传统消费旺季的 2 月份，受环保冲击影响，铅蓄电池开工率不升反降，最低开工率降至 50%，可以明显发现此前的 7 月至 10 月这 4 个月中，下游蓄电池企业开工率实则呈现出了较为明显的回升，毕竟当时传统旺季的影响还是对市场以及产业链行为产生了一定的影响，不过随着气温的逐渐降低，下游蓄企主动的采购补库需求则是呈现出了较为明显的逐渐下滑的态势，近期总体而言铅品种还是以供需两淡的格局为主。分行业来看，四季度电动车电池旺季退出，汽车电池接力，汽车电池用铅量不及电动车电池，消费大幅好转的可能性较低。新能源汽车高速增长趋势未改，8 月新能源汽车产销分别完成 9.9 万辆和 10.1 万辆，比上年同期分别增长 39% 和 49.5%。1-8 月，新能源汽车产销分别为 60.7 万辆和 60.1 万辆，比上年同期分别增长 75.4% 和 88%。

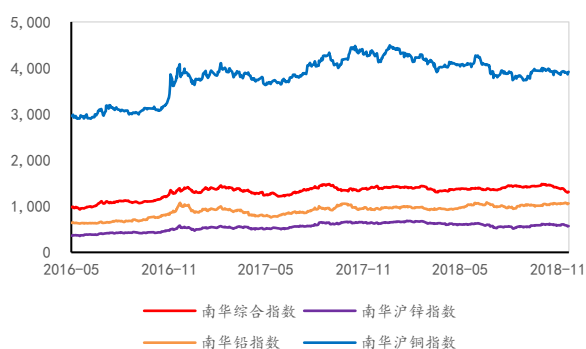
近期废旧电瓶与铅价格相关性似乎再度提升，未来废旧电瓶的供需情况或许将会成为铅产业链中新的焦点。不过由于目前再生铅价格持续处于相对低迷的状态，即便是与原生铅相比存在巨大优势也仍然无法吸引更多的下游采购转向再生铅，因此目前再生铅企业利润水平也始终处于较低的位置，因此即便原材料价格下跌，或许也并不一定在当下足以及其再生铅企业更多的生产热情。

行情展望

宏观避险情绪的打压，对工业品有所打压。此铅品种供需两淡格局仍然未改，虽然 12 月铅精矿开工率出现了较大幅度的下降，再生铅企业利润依然薄弱，企业积极性不高，产量受限。下游需求也同样清淡，铅价仍建议以逢高做空为主。

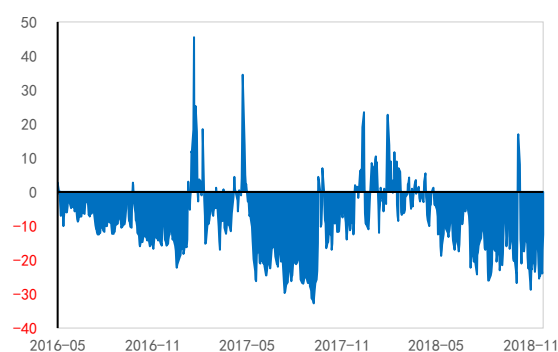
铅期货现货数据

图表 35：铅价格指数



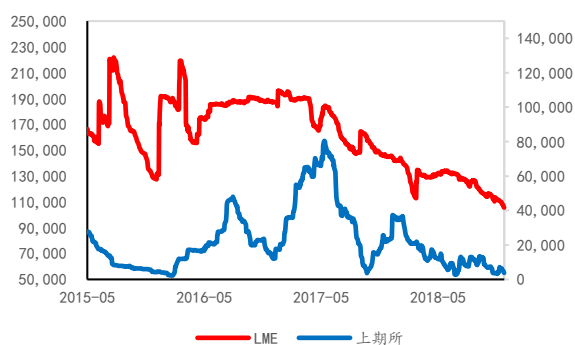
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：LME 铅升贴水



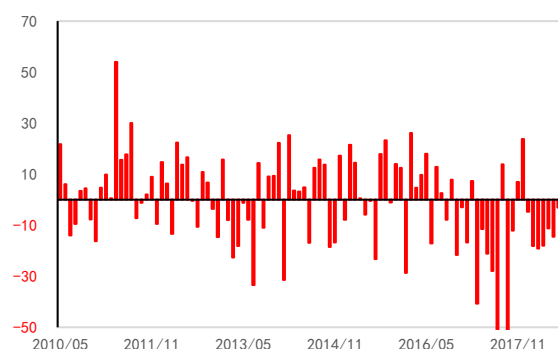
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：交易所铅库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：铅供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格走低，买盘较少

华北地区弱势运行，下游按需采购，成交欠佳；华中地区报价稳定，出货一般，交投平平；关中地区二次下调，出货好转。期货震荡整理，港口市场窄幅波动。西北地区整体出货仍显一般，部分企业二次下调。西北地区库存转移迟缓，山东地区继续下滑，下游节前备货意愿一般，按需采购为主。港口方面，甲醇期货震荡波动，现货价格波动不大，买盘采购兴致不高，日内成交一般，市场相对僵持。国内甲醇市场或窄幅震荡。

现货价格弱势，西北价格降至 1850，已经接近生产成本，港口价格也逐步回落，广东现货价格为 2400。12 月份，MTP 和 MTO 不甚乐观，而聚丙烯价格近期走强，一定程度上给甲醇带来支撑。

开工率为 68%，库存累积

国内甲醇整体装置开工负荷为 68%，环比下降 2%。西北地区部分检修甲醇装置恢复运行，导致开工率上涨。主要由于下游接货情况一般，生产企业降价销售。目前压力现货压力依然较大。现货报价偏弱，成交较少，尤其是春节到来之前，现货成交清淡，淡季下，买涨不买跌的心理导致成交较少。

沿海地区整体库存本周微降至 77.43 万吨，较上周下降 0.14 万吨。降库地区主要在华南，其中广东降 1.3 万吨、福建降 0.9 万吨；而江苏则累库 1.8 万吨、浙江累 0.26 万吨。华东地区继续表现累库，价格上行压力较大，据不完全统计，12 月 28 日至 1 月 13 日中国进口船货到港量在 33.48 万-34 万吨，其中江苏预估进口船货到货量在 23.48 万-24 万吨，浙江预估在 6 万-7 万吨，华南预估在 4 万-5 万吨。1 月份港口压力逐步增加，部分地区储罐较为紧张，延迟到港货物排队等待卸货量较大，因此对于 1 月份中上旬价格来看，可能有进一步回落空间。在 1 月份中旬之前，传闻有进口甲醇集中到港，港口压力增大。传统需求处于淡季，烯烃企业刚需为主，甲醇终端需求跟进滞缓。

新增产能投放加速

2018 年 550 万吨新建甲醇装置投产后，导致 2019 年新增甲醇装置产能 337 万吨、实际新增甲醇装置产能 98 万吨。据监测，2019 年以后我国或投产 13 套合计 887 万吨甲醇装置。其中，有配套下游的甲醇装置产能 510 万吨、无配套下游的甲醇装置产能 377 万吨。887 万吨甲醇装置投产后，导致 2019 年新增甲醇装置产能 482 万吨、实际新增甲醇装置产能 140 万吨。因此，从新建甲醇装置的投产进程来看，2019 年新增甲醇装置产能 819 万吨、实际新增甲醇装置产能 238 万吨。产能投放将快于需求增速。

进口量预期下降

11 月以来国内的进口套利空间呈现持续打开的状态，甲醇的进口到港量因此持续增多。目前国际上，除东南亚文莱、马来西亚的两套装置供应不稳以及新西兰的 243 万吨的装置还在检修之外，其他装置都在稳定运行，供应充裕。但今年进口整体低于去年同期。

MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

甲醇下游主要有 MTO/MTP、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸等，特别是 MTO/MTP 需求占甲醇总需求的 40% 以上。MTO/MTP 开工率达到 79.81%，较上一周期增加 4.27 个百分点，处于历史中高位。本周期内下游除 MTBE 开工环比下滑、甲缩醛 DMF 开工持平外，其他下游开工均环比增加。

2018 年 9 月 28 日-10 月 11 日，国内华东市场外采甲醇制烯烃的装置利润环比回升。甲

醇的传统下游主要有甲醛、二甲醚、MTBE 及醋酸等，本周期传统下游利润有升有降，醋酸、二甲醚利润处于历史中高位，甲醛、MTBE 利润处于历史中低位。

除了前期检修的常州富德和嘉兴新兴能源，目前江苏斯尔邦的装置也在降低负荷，华东地区的甲醇需求急剧下降。不过，近期甲醇价格的走势明显弱于聚烯烃，因此外采甲醇制烯烃的利润有所修复，后期华东烯烃装置的动态将会成为影响甲醇价格的重要因素。传统需求方面，山东地区的甲醛企业开工陆续恢复，对于甲醛的需求有所回升。由于利润不好包括部分配套的甲醇装置检修，二甲醚也在降低负荷。醋酸由于利润较好，整体负荷保持稳定。因此整体来看，虽然甲醇的传统需求稳中向好，但是占比更大的新兴需求仍然没有起色。四季度淡季，聚丙烯长期下跌。因此甲醇的需求预计较弱。

2 综合分析

供应端新增产能持续投放，压力较大。原油依然弱势，甲醇反弹空间有限。

需求端，传统需求疲软，pp 价格转为震荡，MTO 需求一般。甲醇终端消费改善不明显。沿海地区甲醇市场跟随期货下调，部分贸易商降价让利出货。后期消费预期下降。目前 PP-3MA 的价差达到 1100，甲醇需求太弱，降价后，利润回升，但消费淡季多头依然谨慎。

总体上，操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇近期下跌比预期来得更快，同时甲醇投机资金涌入，如果原油走弱，未来依然空头思路对待。密切关注库存情况，已有空单可以持有。MA905 合约 2500 压力较大，等待反弹抛空。

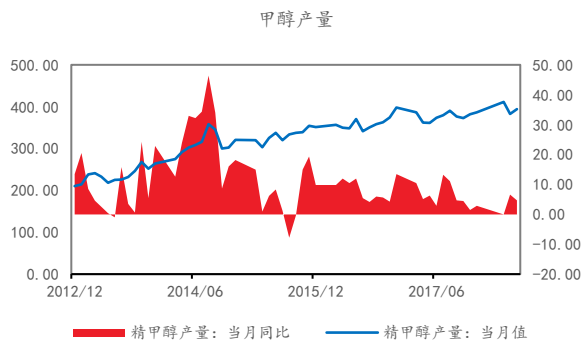
3 甲醇主要数据

图表 39：甲醇收盘价



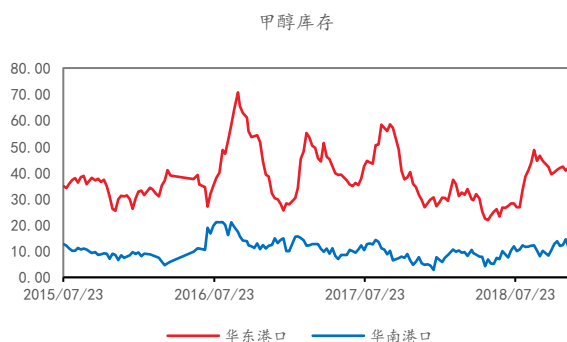
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：甲醇产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

天然橡胶

1 行情回顾

对于天然橡胶而言，供应端通常对行情起主导作用，需求端是判断反弹强度的依据，库存变化则反映了市场对供需关系的预期。橡胶之所以熊市难改，概因供应过剩，需求平淡和库存高企，形成基本面长期疲弱的局面。前期橡胶价格曾经触及相对乃至绝对低位，泰国降雨令原料短缺，配合左侧抄底心态，引发行情企稳反弹。货源紧张迅速向下游传导，终端需求平稳难有起色，对价格上涨产生抗拒。由于橡胶供给弹性相对高于需求弹性，一时供应紧张无法扭转整体供需失衡，库存的持续累积也对供应曲线起到平滑作用。在宏观经济下行压力下，橡胶基本面的弱势基调难以改变，呈现高供应、高库存和低需求的状态。然而每隔一段时间，重压之下的橡胶价格处于低位，没有新的利空因素时，多头炒作资金往往介入博取短线收益，造成行情的阶段性反复。

2 基本分析

供给侧

天然橡胶生产国协会（ANRPC）数据显示，2018 年 1—9 月，全球天然橡胶产量同比增长 1.5%至 977.9 万吨，全球天然橡胶消费量同比增长 6.6%至 1065.3 万吨，推算全球天胶供应缺口为 87.4 万吨。印度和越南天然橡胶产量分别大幅下降 14.1%和 9.8%，主要为天气原因所致。中国、印度和泰国天然橡胶消费量分别增长 3.4%、14.2%和 40.2%，泰国内需市场在政策鼓励下极速扩张，而中国橡胶需求跟随宏观经济放缓。出口方面，1—9 月 ANRPC 成员国出口天然橡胶总计 729.4 万吨，比去年同期下降 2.2%。四大产胶国出口分别来看，泰国下降 0.6%，印尼降低 4.7%，马来西亚减少 5.1%，越南增长 5.9%。ANRPC 预测，2018 全年，全球天然橡胶产量将增长 3.7%至 1385.1 万吨，天然橡胶消费量将增长 5.3%至 1403.3 万吨。橡胶整体处于熊市，供应增速将在 2019—2020 年出现回落，市场主要趋势的逆转尚待时日。

橡胶树种植 7 年可以产出胶水，树龄 10—35 年处于高产的青壮年时期。2000 年第一轮种植热潮开始，2009—2012 年间为第二轮种植高峰期，相应地，在供应压力下，橡胶价格自 2011 年开启长达 7 年的下跌。目前产胶国还有大量树龄在 10 年以下的高产树种，具有较大的供应释放潜力，理论上本轮产能释放在 2018—2019 年达到峰值，并将延续至 2021 年左右。2017—2018 年度橡胶产量激增是上一轮种植热潮的结果，到 2019 年后开割面积增长率将趋于放缓，然而供应量的绝对值和供需关系的相对过剩需要相当长的时间去调整。考虑到目前胶价低迷，很多适龄橡胶树处于弃割状态，一旦价格开始回暖，还将有更多产能释放出来，因此橡胶的趋势性反转将是一个长期反复的过程。

今年胶价持续低迷的情况下，胶农割胶利润微薄，极大打压生产积极性，国内外天然橡胶主产区割胶频数均不及去年。前期产胶国气象灾害多发，如台风、洪水和强降雨等，导致割胶作业天数减少，一定程度上抑制了橡胶产量的大幅增长。但今年物候条件总体良好，有利于橡胶树的生长，2011 年前后种植的橡胶树正式进入高产期，原料产量增长仍相当可观。按照以往经验，若前期雨季降水较多，则进入旺产季后增产预期相对较强，原料产量大量释放将对供应端形成更大的压力。换个角度看，尽管割胶意愿不足且不利天气频发，今年前 9 个月橡胶产量尚能保持小幅增长，橡胶潜在产能何其充裕可见一斑。11 月以后中国产区逐步进入停割期，而东南亚主产区将迎来产胶旺季。由于国内天然橡胶产量远不及东南亚，随着东南亚主产区全面开割，在不发生极端天气的情况下，从 11 月至 2019 年 1 月，全球天然橡胶供应量将持续放大。

需求端

国家统计局公布的数据显示，2018 年每月轮胎外胎产量均同比低于 2017 年，平均下降幅度为 9.16%。近期山东省轮胎出口数量环比均明显减少，受贸易争端影响，出口市场呈现量减价增的局面。中国海关发布的最新数据显示，10 月山东口岸出口新的充气橡胶轮胎 1866.2 万条，同比减少 8%，环比下降 12.2%。从今年 6 月开始，中国轮胎出口价格强劲反弹并维持走高态势。10 月山东轮胎出口均价为 264.1 元/条，同比上涨 13.9%，环比

增加 2.7%，创 2014 年 10 月以来最高水平。业者多认为，部分原材料成本高企为轮胎价格上涨提供了重要支撑。10 月山东口岸以进料加工贸易方式出口轮胎 1062.7 万条，同比大幅减少 23.9%，占山东轮胎出口总量的 56.9%。山东轮胎前五大出口市场分别为欧盟、美国、墨西哥、巴西和东盟，合计占山东轮胎出口总量的 43.9%。10 月欧美市场出口量骤降，对欧盟出口轮胎减少 7%至 370.3 万条，对美国出口轮胎减少 21.5%至 148.3 万条。美国对进口自中国的非公路轮胎（OTR）、乘用车和轻卡轮胎正在执行双反措施。9 月 24 日起，美国对价值 2000 亿美元的中国商品加征 10%的关税，几乎所有常见的轮胎种类均遭受叠加征收。中美贸易争端对轮胎出口的压制作用开始显现。

根据第一商用车网数据，2018 年 10 月，中国重卡市场共销售各类车型 7.9 万辆，同比大幅下降 14%，环比上升 2%，连续第四个月同比下滑。1—10 月，全国重卡累计销量为 97.49 万辆，比去年同期仅增长 1%，累计增幅进一步收窄。正如我们此前的预计，2018 年中国重卡市场明显呈现出前高后低的特征。今年上半年，重卡销量有五个月刷新同期最高纪录，尤其在 3 月创造了月度销量 13.89 万辆的历史新高。然而，连续火爆 21 月之久的重卡市场，销量增长态势在下半年戛然而止。7 月进入传统需求淡季，重卡销量同比下降 17%；8 月进一步回落至 7.18 万辆的年内低谷，同比加速下滑 23%；9 月成为今年以来连续第三个月同比走低的月份，降幅进一步扩大至 25%。三季度重卡市场月平均销量只有 7.42 万辆，比上年同期的 9.5 万辆大幅缩减 21.89%。重卡销量的累计增幅也在不断缩窄，上半年同比增长 15.11%，1—7 月增幅减少到 10.56%，1—8 月继续压缩至 6.51%，前三季度仅有 2%，离同比持平只有一步之遥。

2018 年的重卡市场“金九银十”成为“铜九铁十”，表现欠佳在意料之中。受宏观经济形势和物流运输行业直接影响，下半年重卡产销量一路走低。由于宏观存在下行压力，不利于货运周转量的增长。上半年工程类重卡需求尚有基建支撑，然而 5 月后基建投资增速下行，工程车销量随之迅速递减。国内重卡传统需求淡季为 7—8 月，虽然进入三季度但仍处在低谷期，无论相比上半年还是去年同期水平，工程类和物流车重卡的终端需求均未有明显回暖，市场形势不容乐观。921 治超政策利好出尽，重卡厂商前期订单过度透支，导致重卡行业库存偏高，给经销商和新车市场带来沉重压力。公路运力过剩导致运价持续走低，物流运输的饱和抑制牵引车细分市场，对新车的购买意愿不足。考虑到去年四季度重卡销量的基数不算低，不出意外年内余下时间里将继续同比下降，预计全年重卡行业销量达到 110 万辆左右。

受宏观下行压力及市场结构调整影响，2018 年中国汽车产销量呈现负增长。中国汽车工业协会发布的数据显示，11 月全国汽车生产 249.84 万辆，同比下降 18.89%，环比增长 7.02%；销售 254.78 万辆，同比下降 13.86%，环比增长 7.05%。1—11 月，国内汽车产销量分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，同比下降 2.59%和 1.65%。中汽协预计，2018 全年车市销量或达 2800 万辆，增速在-3%左右。今年汽车销量统计数字同比回落，主要为 2016—2017 年基数太大所致。在购置税补贴政策利好下，过去两年汽车产销量快速增长，绝对值达到较高水平，相当程度上透支了 2018 年的消费需求。关于明年的市场情况，资深业者认为，正常情况下预计车市将与今年大致持平。中国汽车市场的基数仍然十分庞大，增速下降并不意味着没有发展空间。明年汽车行业或将进入转型调整期，可能会出现兼并重组等产业整合现象，企业需要找到新的增长点。预计这一转型期将持续 2—3 年，中国汽车市场的发展曲线将呈现 L 形而非 V 形走势。

进出口

泰国海关最新公布的数据显示，10 月泰国天然橡胶出口量为 32.19 万吨，同比小幅减少 1.09%，环比大幅增长 13.83%。分品种看，标胶占出口总量的 47%，乳胶占出口量的 37%，烟片胶占 11%，其他胶种出口占比相对较少。标胶出口量为 14.99 万吨，同比增长 26.42%，环比增加 31.78%，结束连续五个月的环比下跌。进入 10 月，市场预期泰国产出增加，橡胶工厂提高船货销量；中国传统进口高峰期逐渐启动，贸易商及制品工厂存在提前补库的需求。乳胶出口量为 11.82 万吨，同比增长 8.49%，环比增加 9.65%。中国乳胶市场行情持续低迷，贸易商出现明显亏损，下游以刚需补货为主。烟片胶出口量为 3.67 万吨，同比大降 47.66%，环比减少 17.57%。烟片胶原料价格高企，挤压加工厂利润，市场缺乏套利空间。预计 11 月泰国天然橡胶出口量将保持环比增长。时值泰国割胶旺季和中国进口旺季，船货报盘重心下移，刺激贸易商接单拿货。但业者对后市行情看空居多，采购心态谨慎，11 月泰国橡胶出口量或不及去年同期。

中国海关最新统计数据显示，10 月中国进口天然及合成橡胶共计 54.7 万吨，同比增长 3.2%，环比降低 9.9%；1—10 月橡胶累计进口量为 566.7 万吨，比去年同期微幅增加 0.4%。

10 月中国橡胶进口量环比下降基本符合季节性规律。由于长假因素，一方面贸易商将船期提前至 9 月，10 月到港货源相应减少；另一方面下游企业放假影响刚需，从而呈现出季节性特征。然而进口量的同比增加，反映出今年橡胶进口表现稳中有升，需求的波动性有所降低。

11 月天然橡胶进入旺产期，亦是传统进口需求旺季，橡胶进口量大概率环比上升。但下游需求整体不佳，期现价差缩窄挤压套利空间，抑制贸易商进口的积极性。预期 11 月天然橡胶进口量将反弹，但考虑到去年同期基数较大，同比增幅料将有限，大幅增长的可能性不高。天然橡胶进口增长出现迟滞，预计 2018 全年橡胶进口量增速将低于 1%，同去年的大幅扩张形成鲜明对比。造成橡胶进口量波动的原因，一方面是远月升水收窄挤压套利空间，但根本上是终端消费需求下行所致。

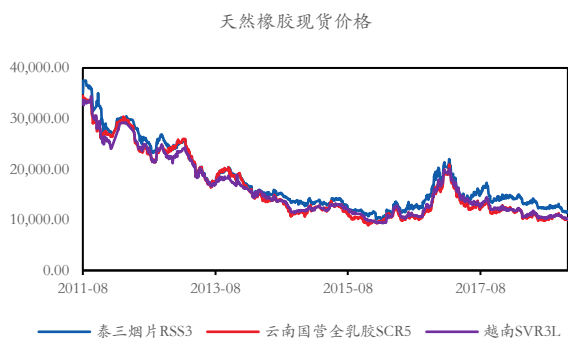
由于进口依存度的提高，预计 2018 年印度天然橡胶产量和进口量或首次处于相同水平。2018-2019 年度割胶季，印度天然橡胶产量较上年同期下降 10%至 34.4 万吨，消费量则大幅增长 16%至 71.6 万吨，因此进口量跳增 35%至 35.6 万吨。前期受洪水等自然灾害影响，以及国际市场胶价下跌，对割胶活动构成较大打击。三季度后有所改善，10 月印度橡胶产量增加到 6.7 万吨。尽管已经进入旺产季，但产量仍未达到往年同期正常水平。2011-2012 年度，印度橡胶产量一度触及 90.3 万吨记录高位，当时进口量为 21.4 万吨。上个年度印度橡胶产量为 69.4 万吨，进口量则增至 40 万吨以上。基于产量下降和消费量增加，印度橡胶管理局预计，2019 年产量和进口量很有可能相同。该机构将 2018-2019 年度印度橡胶产量从 70 万吨调降至 60 万吨，进口量预期亦为 60 万吨。印度对天然橡胶的进口需求或对缓解全球橡胶供应过剩起到一定作用。

产业政策

面对橡胶行情低迷的现状，泰国农业与合作部收集全国各地的数据，并结合国际橡胶研究组织 IRSG 的研究，发表文章：《正确认识有关泰国橡胶的情况和低价的事实》。泰国是世界上最大的天然橡胶生产国和出口国。2017 年泰国橡胶种植面积为 2032 万莱，年产量高达 450 万吨，远超其他主要产胶国。由于 2004 年以来鼓励在全国数百万莱土地上种植橡胶树，却没有考虑与市场需求相符合的生产计划，导致 2011 年后全球橡胶价格出现持续大幅下跌。近 15 年来，泰国天然橡胶产量呈递增趋势，达到比以往任何时期都要高的峰值。与产量的逐年增长截然相反，2008—2017 年，橡胶市场价格平均每年收缩 4.12%，胶农出售原料价格降低 3.76%。然而，橡胶行业的生产成本却不断增加，过去十年间泰国橡胶生产成本平均抬高了 7.94%，严重挤压割胶利润。2014—2017 年，由于国际原油价格走低，合成橡胶使用量大幅提高，对天然橡胶的替代作用明显。中美贸易争端从出口环节扼制橡胶轮胎进料加工产业，倒逼中国在未来减少对泰国橡胶的进口需求。

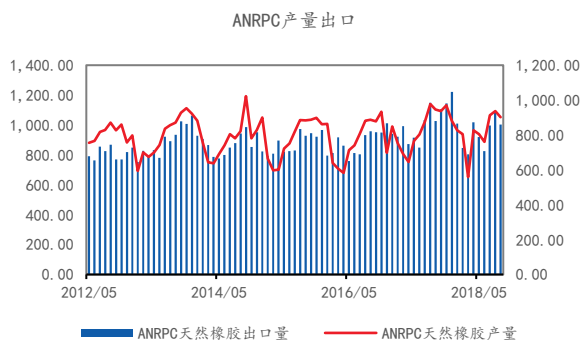
泰国政府认为，国际橡胶市场主要基于中国、日本和新加坡三个交易所的橡胶期货来定价，因此减少对出口的依赖是能够解决胶价长期低迷问题的方法。在供应端，通过控制树龄 25 年以上或 16 年树龄低产橡胶树的数量，从源头上减少橡胶产量。同时鼓励使用橡胶木作为原料制作家具，加速对橡胶树的淘汰砍伐。生产者方面，如果泰国 80%以上的胶农同意加入，农业部将建立农业发展项目，参与的胶农需在橡胶价格下跌时停止割胶，为期 1—2 个月，停割期间的损失可得到补偿。销售环节，泰国政府将与国内外橡胶制品加工企业进行合作，为生产销售提供便利。终端消费上，将从国家机构开始逐步扩展到多个行业，快速促进国内各种形式橡胶使用量的增长。总而言之，泰国本次提出的系统解决方案，主要是从减少橡胶的供应和增加橡胶的使用两方面调节供需平衡，在短时间内帮助胶农度过当前的危机，最终目的是令橡胶价格趋于稳定。

图表 45: 天然橡胶现货价格



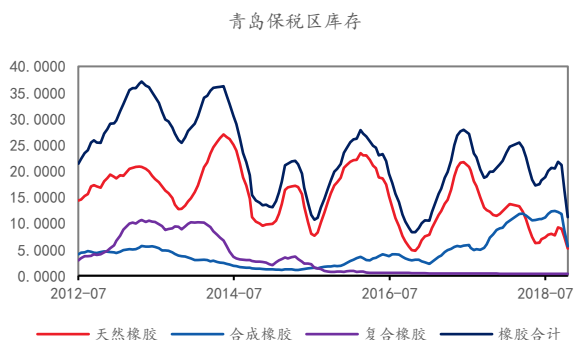
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: ANRPC 产量出口



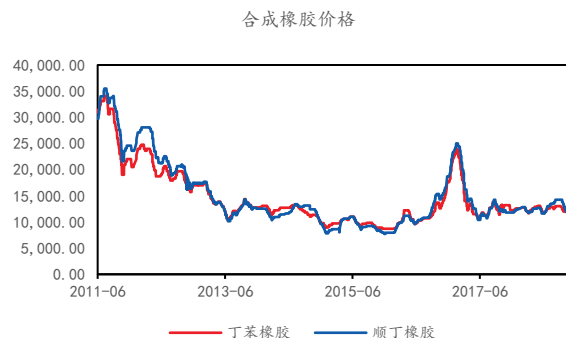
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 青岛保税区库存



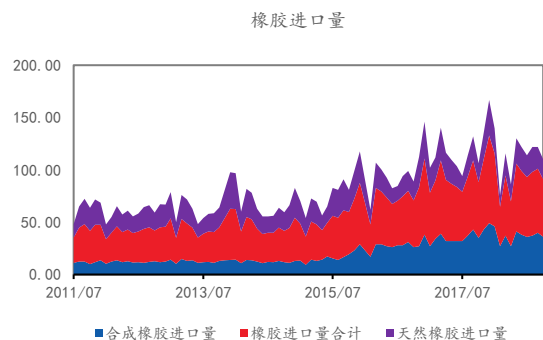
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46: 合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 橡胶进口量



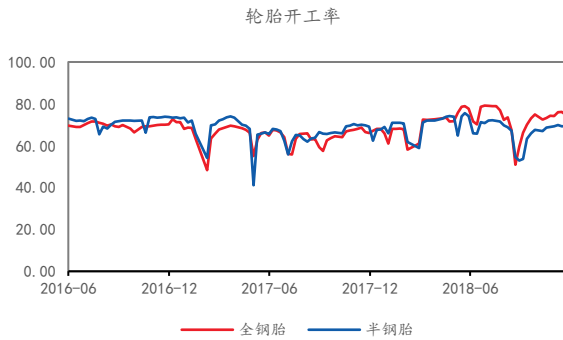
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50: 上期所注册仓单



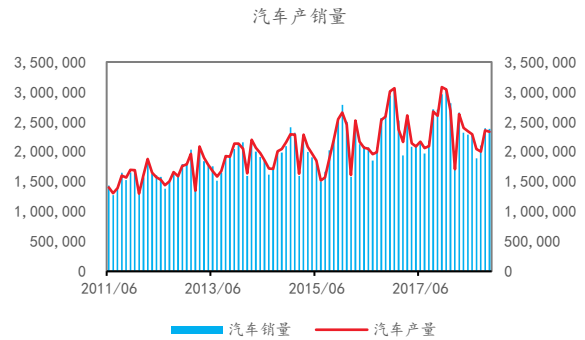
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 内在逻辑

完全竞争

从古典经济学理论的角度观察，天然橡胶市场现状极度接近完全竞争市场的模型。

中国天然橡胶进口依赖度高达 80% 以上，一般贸易占进口量的 60% 以上，贸易环节的活跃程度远高于供应端和需求端。天然橡胶产品的标准化程度较高，市场上存在很多供应商提供大量同质化商品。橡胶下游 70% 的需求集中在轮胎制造业，轮胎企业之间的竞争非常激烈。因此，产胶国寻求的橡胶定价权或是一个伪命题。橡胶价格根据供需关系决定，任何一方均为价格的接受者，对市场的干预能力较为有限，更谈不上掌握橡胶定价权。历史上看，天然橡胶走势与宏观经济周期存在高度的正相关性，橡胶本身完全竞争的特点可以解释其对宏观波动的敏感性。从近期国际原油的表现中可以看出，总需求的下降引起供应端主动收缩，通货紧缩的逻辑逐渐显现。天然橡胶是基本面最差的品种之一，未来将跟随大宗商品进入下行通道，主要趋势的反转非常困难。

尽管橡胶近期阶段性反弹，但仍需认清这是一个供过于求的弱势品种。天然橡胶供应端具有农产品属性，7 年割胶的特性决定其生产周期相当漫长。考虑到目前全球橡胶产能基数较大，价格的阶段性回暖意味着将刺激更多产量释放，以及库存存量的释放。随着总需求增速的放缓，对工业品需求的下降在汽车工业中表现得尤为明显。轮胎制造业是天然橡胶最主要的下游用途，终端汽车产销不佳对上游原材料的需求构成较大利空。在通货紧缩的宏观预期下，天然橡胶供给弹性高于需求弹性，趋势性上涨非常困难，未来相当一段时间内胶价低位运行成为常态。

价差追踪

市场普遍认为，橡胶连续大幅下跌过程中，基本面供大于求的失衡状态，以及宏观利空因素的压制起主导作用。后市橡胶会在震荡中筑底企稳，还是进一步破位大跌，投资者在抄底和看空情绪之间莫衷一是。无论如何，都需要等待价格到达目标位，因此对底部的判断至关重要。从价差追踪的角度看，期现价差加速回归，近远月价差收窄，价差结构的异常波动或释放触底信号。所谓的价差分析，本质上是观察资金对现时和预期的基本面供需关系做出的反应。预期出现偏差主要影响的是远期交易，随着时间的推移，远月变为近月，最终回归现货。在供需关系没有突发性剧变的情况下，1901 合约基差将继续压缩，预计可能会平水混合胶现货。参考近期现货价格水平判断，期货盘面或再度下探万元大关，并反复触及成本线。下一个主力合约 1905 时间上正值停割期，在移仓换月的过程中价格下跌空间有限，但如果后期现货表现疲软，则会重新跌回目前的价格区间。

2018 年橡胶期现价差收窄速度要明显快于 2017 年。具体表现为，基差回归较为提前，价差空间相对缩小。目前 1901 合约与全乳胶和混合胶现货之间的价差均已收窄到不足 1000 元/吨。橡胶 1 月合约升水现货 1000 元以内并不常见，上一次出现还是在 2015 年底至 2016 年初，彼时橡胶价格亦处于历史低位。随着基差再次回归这个水平，橡胶期货价格向下考验万元关口，市场体现出历史会重演的情形。结合基本面合理推断，当前橡胶回归

现货趋势更为明显，基差收窄的速度也更快，预计将会缩小到 500 元/吨甚至更小，时间窗口或为 2018 年 12 月至 2019 年 1 月。橡胶期货盘面整体去升水加速，宏观下行压力和疲弱的基本面抵消了 1 月合约的升水价值，资金对流动性错配进行纠正。在上述因素作用下，橡胶不排除跌破万元的可能性。

跨期价差分析上，对比历史价差走势，近远月价差扩大的趋势都是比较明确的。长期以来，供大于求是天然橡胶的常态，在近月合约回归现货的逻辑驱动下，远月合约升水幅度通常会走扩。然而，从 2018 年的跨期价差追踪可见，近远月价差并没有呈现出明显扩大的趋势，前期甚至一度出现收窄的情况。这种有违常规的波动背后是基本面、政策面和资金面的共同作用。橡胶情绪极度悲观，业者普遍不看好 2019 年的需求，供应过剩令市场对远月预期不佳。另外，未来 20 号胶上市带来新的不确定性。20 号胶上市后可能会打压现有沪胶期货，对后市主力合约的压制尤为明显，从而抑制远月升水幅度。近期受套利盘资金操作影响，市场正向套利较为活跃，相应地在远月合约上建立空单，从而导致近远月升水大幅收窄。接下来随着主力向 1905 合约移仓换月，将回到近远月价差拉开的位置，但是价差的绝对值预计大概率小于往年水平。

4 总结建议

现阶段天然橡胶的核心矛盾是：供应、套利和政策周期波谷的叠加重合，价格周期底部遭遇产业结构调整。供需关系上看，全球天然橡胶的消费增速低于产量增速，供大于求的主要矛盾仍未改变。最新统计数据无疑证实了全球天然橡胶供应红利理论，橡胶严重的供应过剩沿产量—进口—库存环节在产业链传递累积，这一现象在未来相当长的时间内都将成为常态。目前盘面运行于成本线附近，价格回归后在底部的韧性较强，形态上表现为反复震荡筑底。

下半年橡胶前景依然不容乐观，在自身基本面疲弱缺乏支撑的前提下，市场对宏观经济的预期将成为主导因素。橡胶本身金融属性较强，叠加系统性风险形成的利空，易引发盘面回撤。然而在历史相对低位和价值绝对低点上，市场对趋势性下跌的抵抗能力亦有所增强。在橡胶漫长的熊市中，多头炒作题材不断涌现，价值洼地、气象灾害、政策利好、工业品轮动、板块效应、人民币贬值等论调层出不穷。每一次底部上的反弹都是良机，炒作氛围浓厚时静观其变，话题热度冷却后出手抛空。

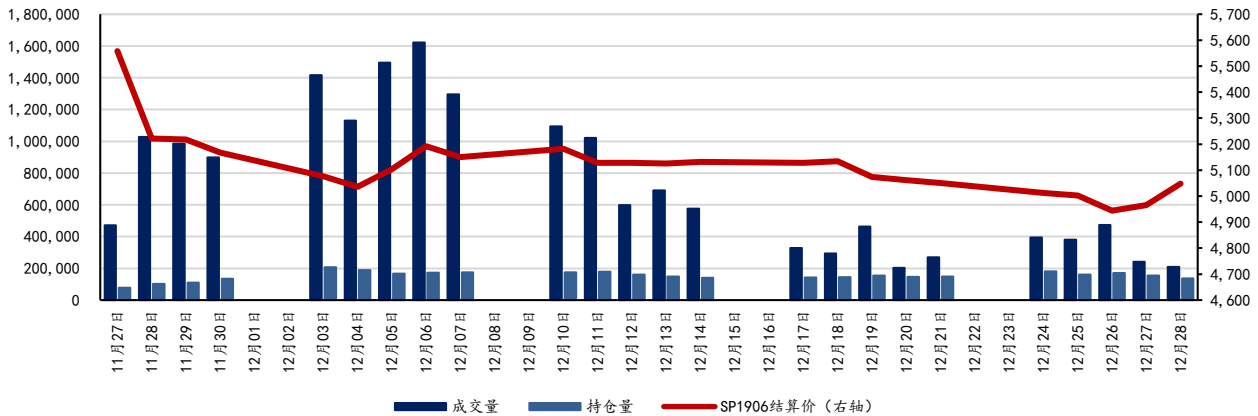
年内橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。左侧交易难度较大，宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。操作建议：冲高不追涨，回调不做空，依托【10000,11000】底部逢反弹抛空。

纸浆：基本面弱势格局难改，把握反弹沽空机会

1 行情回顾：美股原油引领市场情绪，纸浆价格跟随波动

随着纸浆期货上市时间的延续，资金炒作热度逐渐降温降温。在经历前几周的窄幅震荡后，上周主力合约跌破前低，下探 4916 元每吨新低位，周五尾盘又急拉回 5000 元每吨以上。

图表 53：纸浆主力合约结算价成交持仓量变动情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

上周，伴随着圣诞假期的到来，美股进入休市期。但是圣诞前夕美股的走势却给全球经济蒙上阴影。道指暴跌 650 点、标普 500 遁入熊市，美股创史上最糟糕圣诞前夕记录。美股并非拖累全球股市及大宗商品价格走势的唯一因素。有着大宗商品之王称号的原油，在横盘将近一月后再度出现暴跌，“最惨”平安夜美原油重挫 6%。

双重压力下市场对未来全球经济走势的悲观情绪迅速蔓延，国内商品大面积沦陷。纸浆虽然与原油没有直接联系，但是市场悲观氛围影响需求预期，在基本面已经非常疲弱的情况下，将纸浆期货盘面价格进一步下压。不仅跌破 5000 元/吨的历史价格中枢，还创出新低至 4916 元/吨。

然而，剧情很快迎来反转。美股在经历“史上最悲惨”圣诞节假期之后，周三受到抄底买盘拉动全线绝地反弹。截至周三收盘，道指飙升 1086.25 点，创历史上最大单日上涨点数纪录。美国三大股指均创 2009 年 3 月以来最大百分比涨幅。国际油价也追随美股暴力反弹，美油盘中涨幅一度扩大至逾 10%，触及 47 美元/桶。布油一度涨超 9%，最高报 55.59 美元/桶。

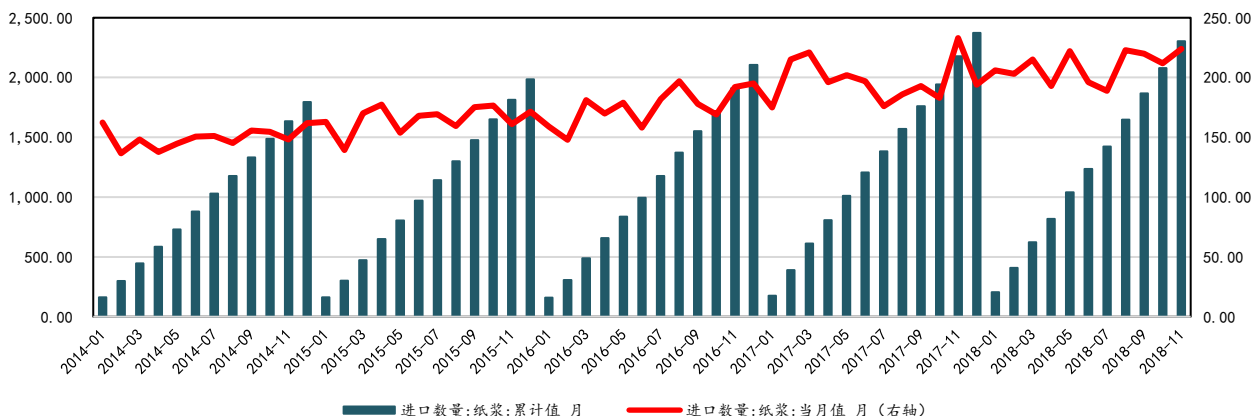
纸浆价格下探新低后，周四尾盘收阳十字星止跌企稳，周五收小阳线。

纸浆期货自上市以来，盘面价格就遭受基本面弱势的打压，从 5980 元/吨的挂牌价一路下跌至 5000 元/吨左右止跌企稳。我们认为如此大幅的下跌已经充分反映了纸浆弱势的基本面情况，后续的进一步下行主要受到市场悲观情绪的扰动。就宏观因素对纸浆期货价格的影响来说，存在宏观继续拖累纸浆价格走弱的可能性，但是纸浆期货价格下方下跌空间已不大。

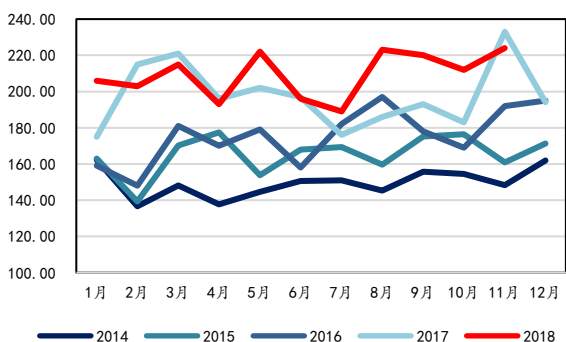
2 上游供给：纸浆进口量高位运行，库存压力尚待缓解

2018 年整年，我国纸浆进口量持续高位运行。主要原因在于，2017 年由国内需求带动的全球纸浆价格的迅速飙升，使大量纸浆资源向中国汇集。在纸浆期货上市之前，虽然国内纸浆产业链上下游库存水平已经出现了累积的现象，但是国内现货浆价迟迟未跌，全球纸浆资源依然向国内汇集。且大型贸易商和纸厂往往与国外浆厂签订长协，虽然近期出现了大量跳单现象，但是总体进口量依然偏高。

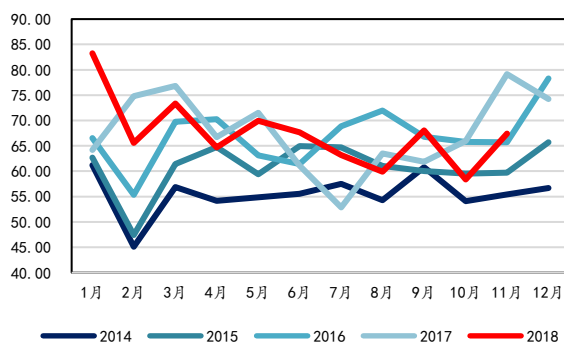
从月度数据来说，11 月我国纸浆进口 224 万吨，进口量为近五年来次高值，同比下降 3.86%，环比上升 5.66%。从进口累计量看，1-11 月我国累计进口纸浆 2303 万吨，同比上升 5.79%。其中，漂针木浆情况稍好，11 月漂针浆进口量略高于 2016 年同期水平，排五年同期第二位。11 月进口 67.43 万吨，同比减少 14.81%，环比增加 15.52%。

图表 54：中国纸浆进口情况


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：中国纸浆进口情况


资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 56：中国漂针木浆进口情况


资料来源：生意社，中投期货研究所

在进口量高位运行的态势下，需求不振必然导致纸浆库存不断积压，从最新的数据来看库存积压情况未见明显改善。11 月末我国主要港口和地区木浆库存情况：青岛港、常熟港、保定地区木浆库存 151.56 万吨，环比增加 7%，同比增加 78.23%。其中青岛港增加 5 万吨至 90 万吨，常熟港增加 7 万吨至 54 万吨，保定地区减少 1.44 万吨至 7.56 万吨。12 月末，库存依然处于高位。保定满城和 132 仓库纸浆总库存约 1090 车，环比减少约 22.14%，同比增加约 78.69%。其中铁顺仓库约 480 车，132 仓库约 610 车。据统计，截至 12 月末青岛港纸浆总库存约为 96.5 万吨，环比增加约 1.58%，同比增加约 85.58%。西港港内总库存约 47 万吨，按浆种来分，西港阔叶浆约 31 万吨，针叶浆约 14 万吨，化机浆约 2 万吨。

目前木浆总体的库存水平仍处近五年高位，这些库存大约可支持两个月的消耗量。自纸浆期货上市以来，带动现货价格一路走跌。后期进口浆量可能由于价格的下行而减少，但是目前正处纸浆消费淡季，叠加纸厂停机时长明显长于往年，需求弱势下后期存在进一步累库风险。也就是说，从整个造纸产业链条来看，上游原材料的供给压力不仅未见明显改善，且呈现继续累积之势，施压纸浆期货后续价格走势。

3 下游需求：文化用纸价格继续下行，纸厂利润获得小幅改善

以前我们提到过，纸品价格下跌幅度大于纸浆价格下跌幅度，严重影响纸厂生产积极性，对纸浆的采买也以刚需为主。那么随着纸浆现货价格的下跌，近期这种情况是否出现了改善呢？改善呈度有多大呢？

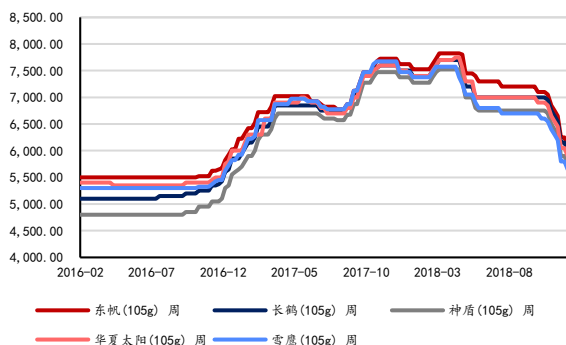
漂针浆主要用于生产生活用纸和文化用纸，其中文化用纸的比重更大，我们来关注一下文化用纸中的大铜板纸和双胶纸的价格走势情况。万得资讯的数据显示，铜版纸价格在今年四月达到高位（7500-7800 元/吨）后一路回落，10 月末出现了新一轮的下跌，且跌势延续。目前价格区间在 5500-5800 元/吨，较上周下跌 150-250 元/吨；双胶纸价格走势与铜版纸类似，在今年四月达到 7900-8100 元/吨高位后，价格开始下行，目前价格区间在 5900-6500 元/吨，较上周下跌 50 元/吨左右。

相比于下游纸品价格的持续下行，作为原材料的漂针浆现货价格在经历了前期的大跌后，目前已经止跌企稳。纸浆期货于 11 月 27 日上市，上市初期山东地区凯利普报价 6750 元/吨、月亮 6680 元/吨、金狮 6705 元/吨、雄狮 6600 元/吨、马牌 6610 元/吨、北木 7050 元/吨、布针乌针 6400 元/吨、银星 6355 元/吨、太平洋 6125 元/吨，这些交易所认定的漂针浆主流品牌报价均在 6000 元/吨以上。随着纸浆期货上市初期盘面价格的断崖式走跌，终于带动迟迟不动的漂针浆现货价格出现了明显下跌。12 月底月亮 5750 元/吨、北木 5900 元/吨、布针乌针 5500 元/吨、银星 5500 元/吨。上市地一个月时间内，漂针浆现货价格出现了 800-1200 元/吨的下跌，跌幅约 14%。

从 11 月末至今铜版纸均价跌幅约 12%，双胶纸均价跌幅约 10%，均低于漂针浆现货价格的下跌幅度 14%。饱受挤压的纸厂利润得到了一定程度的改善，但从数据上来看改善幅度不算大。由于对于未来预期的不看好，今年纸厂发布停机函的停机市场明显长于去年，需求的改善时机尚未到来。

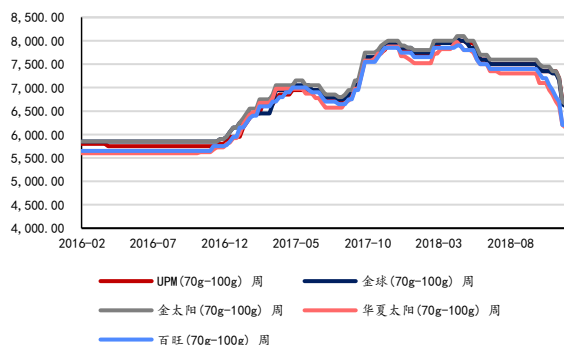
以下列举部分今年纸厂停机函的内容：东莞建晖纸业有限公司发布停机公函：两台牛卡纸机，PM3 将在 2018 年 12 月 8 日-2019 年 1 月 7 日停机，停机 31 天；PM4 的停机时间为 2019 年 1 月 3 日-1 月 13 日，停机 11 天。11 月 29 日，理文发布停机函：东莞理文、广东理文芯纸、牛卡纸、涂布灰底白板纸 7 台纸机停机 6-35 天不等。11 月 28 日，东莞玖龙发布 2019 年春节期间停机函：全厂共 12 台纸机停机 4-23 天不等。11 月 26 日，山鹰纸业销售有限公司发布停机函：12 月 6 日至 12 月 20 日，对 PM13 进行设备改造 15 天。11 月 23 日，玖龙纸业（太仓）有限公司发布停机函：11 月 22 日-12 月 10 日，PM5 停机 19 天。东莞金洲纸业有限公司、东莞市潢涌银洲纸业有限公司停机函：11 月 5 日—12 月 5 日，PM3 停机 31 天。

图表 57：铜版纸价格走势



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 58：双胶纸价格走势



资料来源：生意社，中投期货研究所

4 价格变化：三类价差持续修复

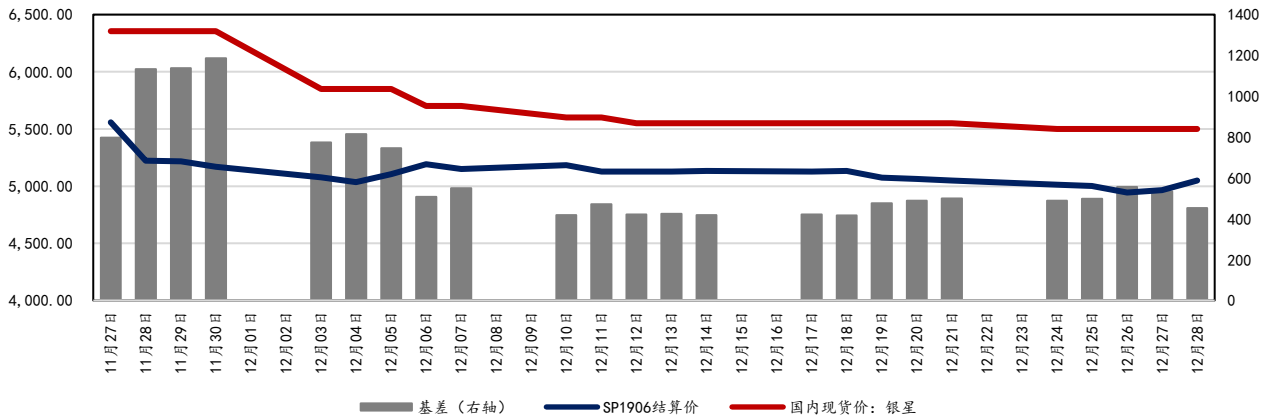
基差修复

纸浆期货上市首周的断崖式下跌，导致价差大幅飙涨至超过 1000 元/吨的高位。即使离最近的交割时间尚有半年之久，同时品种基本面也足够弱势，过大的基差也是一个严重

影响价格走势的问题。过大的基差和 5000 元每吨的漂针浆历史价格中枢，共同构成了期货盘面的支撑力量。

随着期货合约充分发挥价值发现的功能，纸浆期货上市第二周漂针浆现货价格出现了明显的下跌。当市场弱势、供大于求时，我们主要考虑比较便宜的品牌价格。12 月中旬，山东地区银星价格下跌至 5500 元每吨，之后止跌企稳，主力合约基差一度修复至 500 元每吨以下。近期 SP1906 价格继续下行，导致基差又出现了小幅的扩大，不过总体来说，期货价格继续下跌的空间已经不大。考虑到纸浆的供需格局，前期纸浆期货主力合约价格的大幅下跌已经充分反映了基本面的弱势状况，但是后期仍存在现货价格进一步走跌的可能性。

图表 59：纸浆主力合约基差变化情况



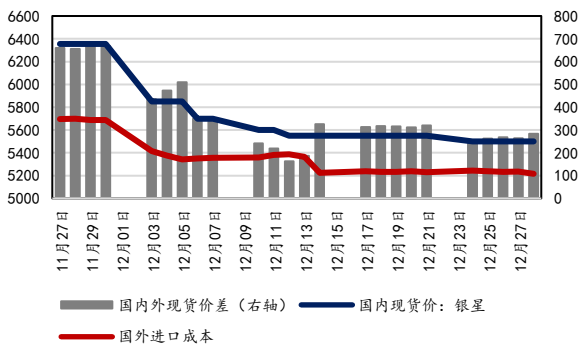
资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

内外现货价差修复

纸浆价格一直以来面临的另一个问题就是内外现货价格倒挂。造成这一现象的原因有两点，其一是前文提到的国内现货价格迟迟不跌，未能充分反映供需格局；其二是中美关系不断反复，使美元兑人民币汇率近段时间出现了接近 1000 点的波动幅度。国内漂针浆现货价格的下跌，也使内外价格倒挂情况出现了明显的改善。仍以市场主流品种之一的银星为例，截止 12 月 28 日，国内山东地区进口银星 CFR 价格为 760 美元/吨，美元兑人民币中间汇率 6.8632，折合人民币约 5216 元/吨。

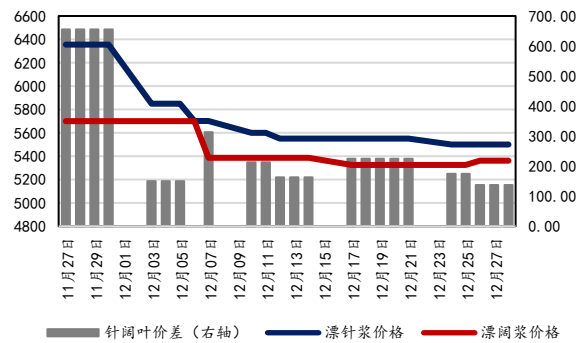
内外价差在 12 月中达到 160 左右低位后，近期有所回升，目前内外价差在接近 300 元/吨左右。趋势上看，内外价差逐渐走向合理区间。不过，国外价格下行速度放缓，而国内现货价格面临继续下行压力。

图表 60：漂针浆现货内外价差变化情况



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 61：国内针阔叶价差变化情况



资料来源：生意社，中投期货研究所

针阔价差修复

在日常纸品的制造过程中，漂针浆相当于建筑中的钢筋，漂阔浆相当于建筑中的混凝土。纸厂在生产过程中，会根据具体生产的纸品种类和纸浆的相对价格，调整漂针浆漂阔浆的使用比例。例如，日常餐巾纸生产中漂针浆和漂阔浆的使用比例约 3:7，当漂针浆相对于漂阔浆价格过高时，纸厂可能将两者的使用比例调节为 2:8。因此，各类纸浆品种之间存在一定程度的替代关系，漂阔木浆的价格成为漂针木浆价格的下方支撑。

纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。目前漂白针阔叶木浆现货价差约 140 元每吨。漂针浆现货价格或存在继续下行压力，但是下跌空间已经不大，目前漂阔木浆现货价格位 5360 元每吨左右。

5 总结与建议

总体来看，纸浆基本面弱势短期内难以改变。2018 年纸浆进口量高位运行，11 月纸浆进口量为五年来的次高位，漂针木浆的进口情况稍好，但是纸浆整体进口量高位的情况下，漂针木浆并不能独善其身。随着纸浆价格的下跌，后续进口量有可能出现下降，但是目前处于整个造纸行业的消费淡季，且年前纸厂停机频繁，存在纸浆库存进一步累积的风险。从近期国内主要港口地区的库存水平来看，库存高企的问题未见缓解。随着纸浆期货的上市，漂针浆现货价格出现了明显的下降，纸厂被挤压的利润的得到小幅改善，基差、国内外价差、针阔叶价差都出现了缓解。

后期，漂针木浆现货虽然存在进一步下跌的压力，但是漂阔木浆现货的价格是其下方的支撑力量，所以漂针浆现货价格近期出现了止跌企稳。纸浆期货上市初期价格的大幅下跌，已经充分反映了其基本面弱势的情况。近期宏观因素的扰动使纸浆盘面价格破位下跌，但是下方空间并不大。周五尾盘的拉伸，可能也反映了金融资本对这一观点的认同。

操作上，在基本面维持弱势的情况下，我们依然建议以逢反弹沽空的操作思路为主，沽空时点需结合技术指标进场，激进投资者可以考虑轻仓参与反弹机会。右侧交易的方式是我们更推荐的。

白糖

1 白糖市场供求分析

2018/19 年度全球糖市供应过剩量大幅下调 400 万吨

荷兰合作银行 (Rabobank) 将 2018/19 年度 (10 月至次年 9 月) 糖供应过剩预估从 450 万吨大幅缩减至 50 万吨, 因预期印度、泰国等主产国将减产。这也比较符合其他咨询机构的观点。例如, Datagro 甚至预计糖供应将出现少量缺口。供应偏紧的市况将支撑国际糖价。受巴西雷亚尔汇率波动影响, 今年糖价曾触及十年低位。由于受到不利天气及甘蔗田的虫害影响, 今年印度糖产量或刚超过 3,000 万吨。巴西方面, Rabobank 指出, 巴西中南部地区糖产量料从上年度的 3,600 万吨降至约 2,600 万吨, 加工厂将以生产乙醇为重。

Green Pool: 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估上调至 360 万吨

商品分析机构 Green Pool 上调 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估至 360 万吨, 之前预估为 322 万吨。但本年度过剩预估仍要远低于 2017/18 年度 2,000 万吨的预估值。该分析机构表示, 此番对 10 月底的预估数据作出调整, 是因为包括巴西和泰国在内的消费增长预估低于预期。

印度北方邦要求提高食糖销售配额及出厂价

印度北方邦要求中央政府提高糖销售配额, 并将最低出厂价格从每公担 2900 卢比上调至 3250 卢比, 作为全国最大的产糖邦, 北方邦糖厂仍在努力清除上榨季的 213 亿卢比甘蔗欠款。北方邦甘蔗和糖业发展部长 Suresh Rana 在给食品部长 Ram Vilas Paswan 的一封信中表示, 2017-18 年度北方邦糖厂产糖 1205 万吨, 仍有 96.1 万吨库存未售出。 “除此之外, 在当前 2018-19 榨季, 北方邦糖厂已产糖 217.4 万吨, 预计总产量大约在 1250 万吨, ”他表示, 扣除缓冲库存和出口配额, 北方邦仍将剩余 1170 万吨糖。为此, 需要在从 2018 年 12 月到 2019 年 11 月的 12 个月内完成全部库存的清仓, 每月需要 110 万吨的糖销售配额。而今年 6 月-11 月的月度销售配额分别为 62.5 万吨、54.8 万吨、61.1 万吨、68.3 万吨、80.6 万吨和 76.7 万吨。他说, 由于销售配额较低, 制糖厂无法按时销售糖并偿还农民的甘蔗款。糖出厂价被定在 2900 卢比/公担的低水平, 更使得问题加剧。

Conab 下调 18/19 榨季巴西糖产量预估至 2910 万吨

巴西政府机构周四调降该国甘蔗压榨量及糖产量预估, 同时调升乙醇产量预估。巴西国家商品供应公司 (Conab) 预计巴西 2018/19 年度甘蔗压榨量为 6.158 亿吨, 8 月预估为 6.355 亿吨。对中南部地区甘蔗压榨量的预估由 5.875 亿吨下调为 5.66 亿吨。Conab 将全国糖产量预估从 3,420 万吨下修至 3,170 万吨。对中南部地区糖产量的预估由 3,160 万吨下调为 2,910 万吨。

2 综合分析

本周郑糖价格下跌 200 元左右, 因为新糖陆续开榨导致市场供应压力较大, 而需求平淡。供应端, 全球主要产糖国都维持高产。消费端, 国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。后期部分地区甘蔗产量下降, 中长期有炒作减产预期。另外淀粉糖替代了更多的白糖消费。

国际原油市场价格大幅下跌, 巴西乙醇承压。本周原油仍然弱势, 原糖期货整体维持震荡走势。供应端有所收缩, 但国内现货依然弱势, 国储库存维持在 500 万吨高位。国内目前供应宽松, 需求乏力。

操作上, 广西现货价格持续下调, 建议保持空头思路。宏观经济偏弱, 同时国内集中压榨,

现货价格疲软。后期维持做空思路。

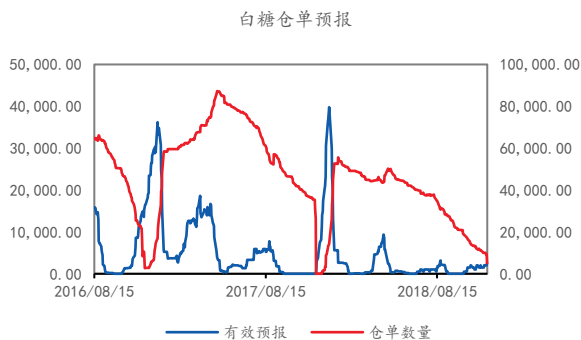
3 白糖市场主要数据

图表 62: 白糖期货结算价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64: 白糖仓单预报



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66: 白糖月度进口量



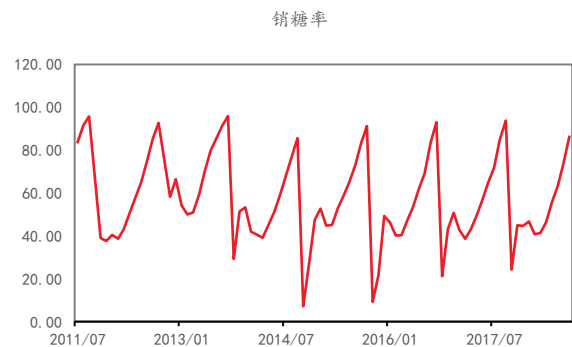
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63: 白糖进口价格



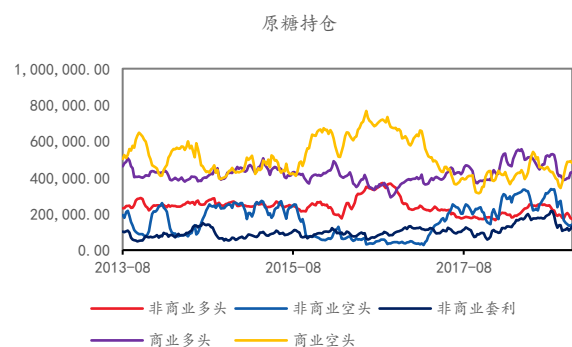
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65: 白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 67: 原糖 CFTC 持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

免责条款

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中投天琪期货有限公司

公司网站:<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900