

目 录

宏观经济和商品市场策略：策马飞鸿征，关山几重秋？（张伟）	4
概述	4
2019 年全球宏观经济展望：继续联袂下行	5
2019 年国内宏观经济展望：延续下行趋势	12
2019 年商品市场展望：工业品利润率受到挤压 逢高可顺势抛空	24
股指期货：确定方向，以时间换空间（张伟）	27
2018 年 A 股行情回顾	27
A 股面临的宏观背景短期内难以反转	29
估值优势显现 市场下行空间有限	33
A 股 2019 年走势展望	38
黑色：钢材重回供过于求格局，利润继续下行（王万超）	39
概述	39
2018 年行情回顾	39
供给端：去产能任务基本完成，产能利用率提升叠加环保限产放松，产量将回升	42
库存季节性特征明显，投机需求决定库存波动	46
需求：地产投资下行，基建投资回暖难弥补，制造业投资放缓	47
原料：供需关系好转，钢材利润下行	51
投资策略	54
动力煤：峰谷之间，顺势而为（姜云超）	56
主要观点与投资建议	56
煤炭供给逐步宽松	57
煤炭需求增速放缓	60
有色金属：消费担忧难减（李小薇）	64
概述	64
宏观事件的冲击：经济增速下调 需求增速放缓	64
铜：金融属性凸显，宽幅震荡概率大	66

锌：近强远弱，价格将承压下行	73
原油：供应主导，宽幅波动（刘绅）	78
概述	78
行业概况	78
基本分析	79
地缘政治	85
观点总结	87
甲醇产能持续扩张，未来期价前低后高（卢时强）	89
概述	89
2018 年市场行情回顾	89
宏观基本面分析	90
甲醇产业链供需分析	92
原油供求分析	98
中国甲醇产能构成和成本分析	99
市场展望	100
PTA：远望迷雾，近路崎岖（姜云超）	101
主要观点与投资建议	101
PX 产能预计大量释放	102
产能释放保持平稳	103
终端需求拖累原料走弱	106
天然橡胶：熊市漫漫，震荡筑底（刘绅）	108
概述	108
行情回顾	108
基本分析	108
逻辑研判	116
产业政策	120
观点总结	121
纸浆：库存施压 后市可期（吴起睿）	123

摘要.....	123
供需格局.....	123
价格格局.....	129
环保格局.....	131
总结与展望.....	132
全球大豆供应过剩，豆类价格重心下移（于瑞光）	133
本期焦点.....	133
年报摘要.....	133
2018 年国内外豆类市场行情回顾.....	133
中美元首会晤取得积极成果，豆类市场将回归常态化运行.....	134
国际大豆市场供需状况分析.....	135
中国豆类市场供需状况分析.....	140
2019 年油脂油料市场行情展望.....	146
白糖持续筑底，价格先抑后扬（卢时强）	149
概述.....	149
2018 年市场行情回顾.....	149
全球市场供求情况.....	150
白糖产业链供需分析.....	151
未来市场交易逻辑.....	154
市场展望.....	154
中投期货研究所简介	156
免责条款	157

宏观经济和商品市场策略：策马飞鸿征，关山几重秋？（张伟）

概述

经过长达 10 年的超低利率和量化宽松政策，全球经济从 2008 年的全球性的金融危机，2013 年缩小为以欧债危机为代表的局部危机，随着欧洲最后走出债务危机泥潭，2015 年开始全球经济联袂复苏，进入经济增长、物价平稳、利率低廉的“金发姑娘”时代。但是随着美联储持续加息，以及中国结构性调整等因素影响，2018 年下半年年全球经济逐渐走弱，连续三年的复苏接近结束。尤其是美国宣布的贸易制裁措施，经济全球化遭到严重破坏，贸易征税对全球的经济效率产生极大的负面效应，生产国和需求国都面临成本提升，滞胀压力增加的局面。未来几年，随着产出缺口闭合，货币政策继续回归正常，预计多数发达经济体的增长率将下降到潜在水平，这意味着经济增长率远远低于十年前全球金融危机爆发前达到的平均水平。由于劳动年龄人口增长减缓，生产率增长预计乏力，中期增长率也面临下降。作为发达经济体增长的“火车头”，即使是目前复苏状况良好的美国，也将在 2020 年开始取消财政刺激，届时货币紧缩周期对经济的抑制将达到峰顶，经济增长率将继续下降。

2018 年是全球作为全球经济的转折点已经较为明显。在过去 10 年的量化宽松政策中，资产价格的涨幅数十倍于经济增速，量化宽松政策逐渐趋于结束，全球金融状况逐步收紧，美联储和英国央行加息，欧洲央行决定结束购债。新兴市场货币普遍承压，进入危机多发阶段。展望 2019 年，预计全球经济仍将以 3% 以上的速度增长，但下行风险累积，有利条件弱化，部分地区通缩和危机魅影重现。

中国面临的内部压力有增无减，2019 年中国经济面临的内外压力进一步增加。在过去长达 10 年的以固定资产投资为主的发展模式中，债务和杠杆随之攀升，对经济的副作用越来越大，我国非金融部门的杠杆率水平从 135% 飙升至 2017 年底的 251%。我国非金融部门的杠杆率与发达经济体相接近，远远高于其它新兴经济体，债务水平和经济发展阶段不相适应。由于中国处于债务周期顶部阶段，去杠杆将是未来几年内的工作重心，由于举债能力实质上被约束，因此中国经济面临的下行压力也较大。

预计 2019 年稳增长政策将陆续贯彻到经济中，但综合考虑来看，政府加杠杆的力度受到预算约束的限制，且基建对经济的支撑力度有限，从历史经验来看，房地产投资和经济增速更相关。而房地产投资或将趋于下行，因此固定资产投资增速仍将维持震荡向下的局面。出口方面，中美贸易争端对出口的影响将逐渐显现，2019 年出口将面临全球经济下行和贸易战的双重影响。消费方面的增长空间有限，大宗消费如家电，汽车等受地产周期影响较大，加上三四线去库存的不利影响，预计消费将维持平稳局面。因此在经济新旧动能转换期间，预计 2019 年 GDP 增速将下降到 6.5%-6.6% 左右。

预计 2019 年工业品价格重心将继续回落，其下行的主要动能来自利润的压缩。在行业利润改善，环保设施集中上马，以及避免环保一刀切的情况下，环保政策已经在 2018 年已经出现拐点，预计行业利润逐渐回落。黑色系方面，因为不存在供应短缺，钢材价格和利润都将下滑，伴随钢厂对原材料矿石和焦炭等打压，黑色系逢高仍有明显的下行压力。有色方面，少部分品种如铜供需基本面平衡之外，大部分品种仍小幅过剩，如锌、铝、镍等品种，因此有色金属震荡偏弱概率较大。化工方面，如果不爆发地缘政治危机，原油上缺乏牛市基础，大部分化工品将随原油的走势而震荡，局部品种如 PVC 等因新增产能有限，需求较为稳定的品种有阶段性行情。预计部分农产品可能存在机会，如供需关系调整较为充足的玉米，厄尔尼诺现象下的白糖等品种，但是如果不发生极端天气，农产品不大可能产生整体牛市。

2019 年全球宏观经济展望：继续联袂下行

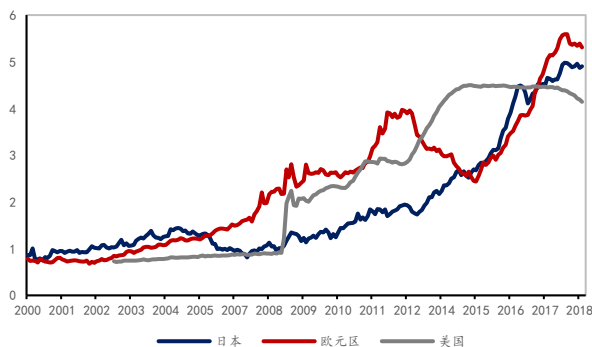
全球流动性进一步收紧

作为全球央行的央行，美联储的一举一动对全球的流动性影响极大，一方面是因为美元作为全球最重要的储备货币，一直是全球流动性的最大来源，是全球流动性的最大影响因素，另一方面是其独立性，美国联邦储备体系是美国独立性最强的政府机构之一，美联储可以从其证券资产中获得收入，无需受制于其他政府机构，而且能独立使用货币政策工具和设定货币政策目标。联邦储备委员会成员的任期长达十多年且不得连任，不太容易受到美国政治周期的影响。尽管联邦储备委员会主席只是联邦公开市场委员会投票成员之一，但代表美联储与总统、国会协商，而且能够通过制定会议议程实施控制，以及通过职权和能力影响委员会的决策，因此委员会主席是一个能够起决定性作用的角色。美联储的政策走向，基本上决定了全球的流动性水平和借贷成本的高低。

简单回顾下美联储量化宽松的进程以及对全球经济和资产价格的影响：2008 年金融危机以来，美国经济连续下行，为了应对半个世纪以来最严重的金融危机，美联储推出“降息+量化宽松”政策来恢复经济增长。2008 年 1 月开始，美联储连续 7 次下调联邦基金目标利率，由 4.25% 降至 0.25%，随后推出三轮量化宽松(QE)和扭转操作(OT)，合计总额高达 3 万亿美元，美联储的资产负债表也从 2007 年的接近 9000 亿美元飙升至 2017 年的 4.5 万亿美元。

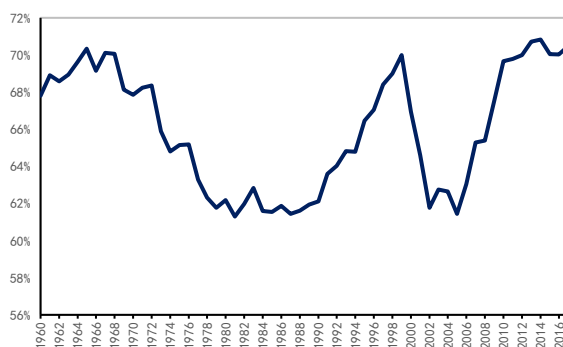
三轮货币政策的宽松所带来的直接影响是资产价格的大幅上涨，由此带来发达经济体资产负债表的修复。但是，由于实体经济复苏力度有限，经济增长带来的收入流量不足，这反而使得发达经济体各部门的资产负债表相对于收入扩张过快，也使得私人部门对资产价格的依赖程度上升。以本轮复苏过程中，一直作为“典范”的美国居民部门来看，2009-2018 年间美国居民负债率的修复绝大部分来自于资产价格的上涨。而金融资产价格上涨使得金融资产占美国居民总资产的比重达到历史高点，更将美国居民净资产相对于可支配收入的比值推升至 1960 年以来的历史高点。

图表 1：全球央行总资产



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：美国金融资产占总资产的比重



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

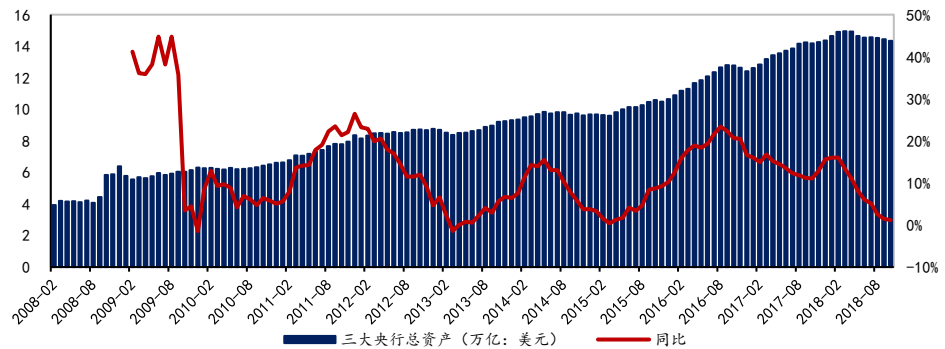
量化宽松政策导致经济复苏对总量宽松的要求越来越高，资产负债表对资产价格的依赖程度上升，这使得金融危机之后的各国央行不敢随便结束量化宽松。在 2009-2010 年，美国经济有所回暖后，美联储宽松的步伐往往有所停滞。但 2011-2012 年，欧债危机爆发，美联储和日本央行开启新一轮的宽松。

事实上，经济增长的长期动能是科技和人口，中期因素是各要素的投入效率和周期的力量，货币宽松推升了全球债务，却并未解决需求不足的根本矛盾。在全球持续宽松的环境下，“全球债务/GDP”相比 2007 年底的 190% 又进一步上升到了 247%，尽管 2017 年之后有所下降，但仍然是历史高位。由于低利率，维系债务当期所需支付的本息金额除以当期收入被压至历史低点，由于长期低利率环境使得大量的债务滚动的难度下降，而如果一旦利率开始上升，高债务的问题将被暴露出来。

由于全球央行并不是同时采取行动，美联储的加息，如同美国经济一枝独秀一样，并未改变全球宽松的格局。2015 年以来，美联储加息步入正常化节奏。随着经济的企稳，就业

和通胀的恢复，美联储于 2014 年退出量化宽松，并于 2015 年 12 月时隔 7 年首次加息，随后两年半多的时间里，又相继加息 7 次至 2.25%，其中，2018 年，美联储分别已于 3 月、6 月和 9 月加息 3 次，12 月再加 1 次也几成定局，根据美联储加息点阵图，2019 年还将加息 3 次、2020 年加 2 次。随着数论的加息和资产负债表缩减的推进，美联储的资产负债表明显缩减，但是除了美国，作为全球基础货币、主要经济体和流动性提供因素的欧洲和日本并未实质性收紧，即美国加上欧央行和日本央行三大央行总资产的增速始终为正。

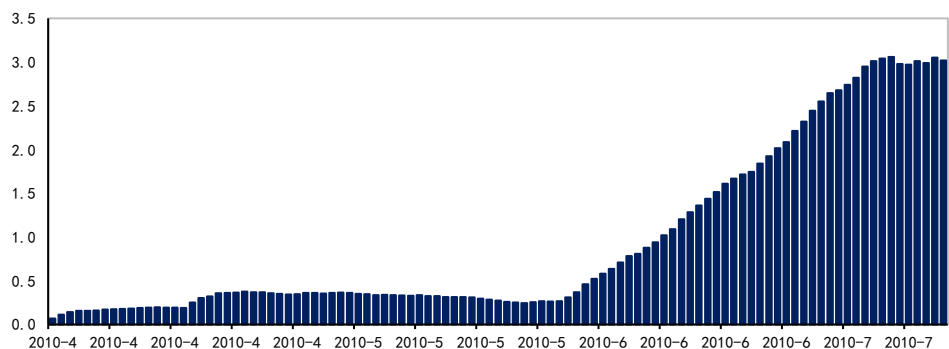
图表 3：美日欧三大央行资产总和未明显变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从这个意义上讲，美联储的政策走向值得关注，欧央行的政策也不容小觑。2009~2013 年间，美国对外投资股票、债券是这一期间的配置主力。但 2014 年之后，伴随着欧央行的扩表，由于德国等欧洲国家利率被大幅压低，欧洲对外购买债券的规模明显增加。换句话说，2014 年之后欧央行成为压低全球利率水平的主要来源。但随着 2019 年欧央行逐渐结束 QE，欧央行购买债券的这一部分边际增量也将开始收缩，全球资金成本将开始上升，这将成为未来全球金融市场的主要矛盾。

图表 4：欧央行并未进行缩表



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

11 月 29 日，美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部的午餐会上发表讲，称美国经济前景稳固，利率“略低于”中性区间，鲍威尔的讲话被市场解读为美联储加息即将结束。尤其是鲍威尔十月初时认为“美国利率离中性利率还很远”，因此，市场普遍认为美联储加息接近结束，但是事实上，美联储加息需要按照既定的规则来执行，只是节奏方面需要进行调整。

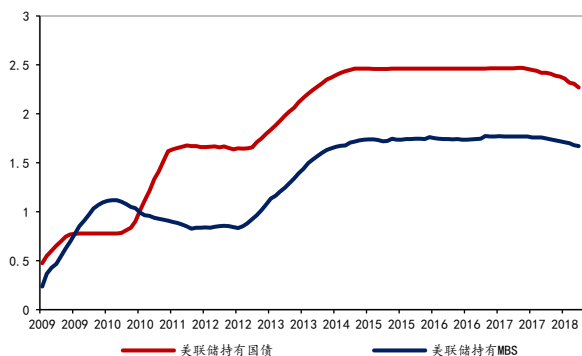
美联储设定货币政策时所进行的考量非常严谨，而且运用大量数据。泰勒规则被认为是美联储决策者喜欢使用的一个公式，当然其中还会加入许多调整项。根据泰勒规则：联邦基金目标利率=中性利率（名义利率）+0.5x（预期 GDP 增幅-充分就业时的 GDP 增幅）+0.5x（预期通胀率-目标通胀率）。对于通胀率和 GDP 的长远增长率并没有特定的预设目

标，只是目前市场普遍默认美国的经济增长率和通胀率以 2% 为宜，以此计算，目标利率与中性利率之间的差距约为 0.5%，即 50 个基点。市场目前认为美联储近期还将至少加息三次，即今年 12 月一次，明年还有两次。每次加息的幅度为 25 个基点。

鲍威尔的讲话表明利用循序渐进的加息平衡风险，加息太快将阻碍经济扩张，而太慢或者长期维持低率会导致通胀加剧或金融不平衡。其实这一直都是美联储的态度：谨慎行事，避免系统性风险。因此，只要符合加息条件，美联储继续就会继续执行加息的策略，这将很大程度上改变全球流动性和利率水平，而一旦美联储停止加息，意味着美国经济或者非美经济面临的压力较大，这同样意味着经济弱势。因此，高增长加低通胀的“金发姑娘”时代注定已经在这轮经济周期中隐去。

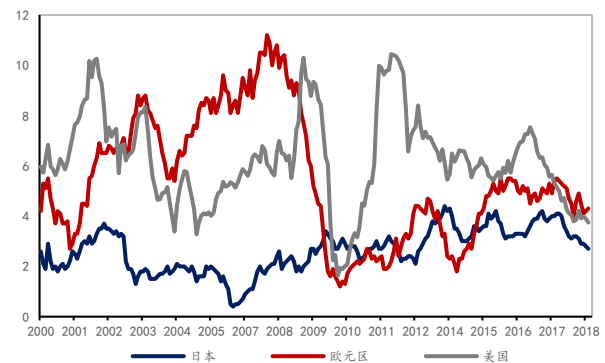
另外需要注意的是，一旦欧央行加入到缩表的阵营，全球货币紧缩将从从“价”进入到“量价”双紧的局面。预计在 2018 年末全球主要央行将不会再向市场上提供增量流动性，这意味着过度依赖量化宽松的全球经济，将持续面临压力。

图表 5：美联储持有国债和 MBS 情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 6：欧美日 M2 增速



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

存量资金的变化，是幅度和影响小于加息的另外一个流动性收缩的参考指标，即我们耳熟能详的“缩表”，其实缩表可以达到和加息相同的效果。“缩表”即缩减资产负债表，是退出量化宽松政策的一项措施，分为增量退出和存量退出。我们以美国为例，2014 年 10 月美联储宣布结束大规模资产购买计划，是增量上的退出，但此时资产负债表中的到期本金还在不断进行再投资，意味着存量上还保持着 4.5 万亿美元的规模，以维持市场流动性的稳定。直到 2017 年 10 月，美联储开始渐进式地降低证券持仓，宣布了国债、机构债和 MBS 的减少再投资上限规模，开启了存量上的退出此外，美联储还可以通过采取与 2011 年 9 月 OT 的相反操作(即买入短期债券，卖出长期债券)来降低持有资产的久期，配合存量退出，来加快缩表速度，不过目前还没有进行这一操作。

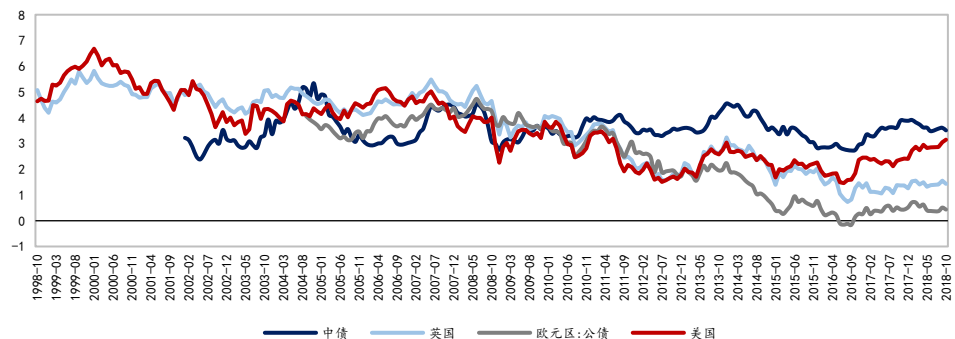
缩表和加息的不同之处在于：加息主要是提高联邦基金利率，影响短期利率水平，而缩表主要减少了对长期债券的投资，对提高长端利率效果明显；另外，缩表可以根本改变货币政策操作框架，缩表一定程度上也是为了更好地操控联邦基金利率；从影响幅度看，缩表对货币的影响要小于加息。

2017 年 6 月的 FOMC 会议上，美联储提出了编表计划，本次缩表将主要依靠减少到期资金的再投资来实现。计划表示，国债起初每个月最多减少 60 亿美元再投资，此后 12 个月中每 3 个月调整一次上限，每次上限提高 60 亿美元，直到达到 300 亿美元/月；机构债和房地产抵押债券起初每个月最多减少 40 亿美元，此后 12 个月里每 3 个月调整一次上限，每次上限提高 40 亿美元，直到达到 200 亿美元/月 2017 年 9 月，美联储宣布从 10 月开始按照计划缩减资产负债表规模，并于 2017 年 12 月、2018 年 3 月、2018 年 6 月、2018 年 9 月的 FOMC 会议中，宣布按原计划扩大缩表规模。这意味着 2017 年缩表 300 亿美元，2018 年将缩表 4080 亿美元往后看，我们预计至 2021 年，美联储还将缩表 225-297 万亿美元左右，对应地相当于抬升联邦基准利率 54.29bp-71.66bp，也即相当于加息 2-3 次。

在美联储货币正常化专题讨论中，美联储认为最终应将资产负债表规模控制在高于危前的 9000 亿美元，但低于现在 4.5 万亿美元的规模，意味着最高缩表上限为 3.6 万亿美元，鉴于本轮危机和美国复苏周期均较长，假设本轮缩表时间也较历史上的 1-2 年更长，达到 4 年，假设 2017 年美联储公布的缩表计划延续至 2021 年，那么截至 2021 年底，美联储

有望累计缩表 2.25 万亿美元，资产负债表规模将达到 3.9 万亿美元，相当于加息 54.29 个 BP，约等于加息两次，每次 25 个 BP。

图表 7：主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

逆全球化加大全球经济下行压力

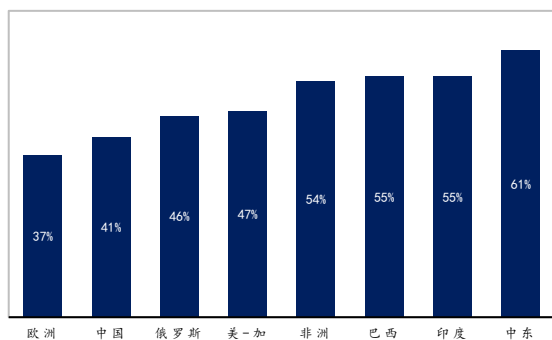
2018 年，两个事件引发了世界对于全球化的担忧，一个是英国脱欧，另一个事件是特朗普发动的贸易战。2016 年英国公投退欧是欧洲经济一体化的大倒退，更是全球化遭遇逆转的真实呈现。英国曾是经济全球化的主要受益者，但近年来，全球化的负面影响不断加剧，英国经济结构性问题、欧盟的自身制度局限、欧洲难民潮和其他政治社会问题推动退欧最终成真，乃全球化的倒退。而更为令人吃惊的是，美国在全球范围内发动贸易战，实行“以邻为壑”的策略，采取贸易干预、提高关税、限制投资等贸易保护主义措施，更明显的显示出其“逆全球化”的思路。

全球化对全球经济利和弊都非常明显，经济全球化，有利于资源和生产要素在全球的合理配置，这从地理大发现之后全球经济百年积累的财富就已经超过过去 2000 年可以看出。全球化有利于资本和产品在全球性流动，有利于科技在全球性的扩张，有利于促进不发达地区经济的发展，是人类发展进步的表现，是世界经济发展的必然结果。

然而全球化的弊端也十分明显，主要弊端有二。其一是加大了全球经济风险区域一致和更易传染性，如次贷危机和欧债危机；其二是加剧了贫富分化。全球化可以充分利用资源分配将经济做大做强，但是全球化的参与主体是主权国家，无法通过财政等手段解决分配不均的问题。从第一个弊端看，经济全球化使全球经济牵一发而动全身的态势更加显著，由于各国经济的相互依赖性空前加强，导致了任何一国的内部经济不平衡都会引发外部经济不平衡，进而影响到与其具有密切经济关系的国家，最终不同程度地“传染”给所有国家。1998 年亚洲金融危机，2008 年美国次贷危机以及 2013 年欧债危机，引发了全球范围的金融动荡，这就是一个典型的例证。另外，经济全球化使各国的经济主权、特别是财政和货币政策的独立性面临日益严峻的挑战。许多国家的经验都表明，在汇率动荡时期，跨国公司常常是大规模货币投机的主要责任者。同时，在经济全球化的背景下，各国资本账户逐渐开放，资本管制的有效性不断下降，为国际游资的冲击打开了“方便之门”，使不少国家饱受外来资本冲击之苦。如今年来的土耳其危机、阿根廷危机。

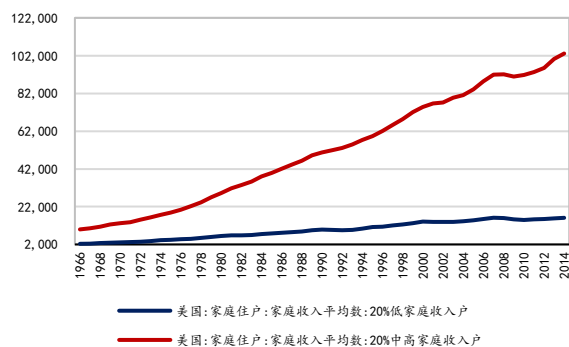
全球化受益程度不均随着时间的推进而加剧。全球化最大的影响是参与国受益程度不同，特朗普发动的贸易战就是这一因素的直接表象。经济全球化加剧了现已存在的贫富差距。全球范围的竞争创造了效率，但是受益程度是不同的。以全球化受益最大的受益国之一美国为例，在过去十年中，美国社会贫富差距已经达到 1928 年以来最大水平，美国 0.1% 的富人与 90% 的平民所拥有的财富不相上下，中产阶级不断萎缩。正因为给美国所带来新的财富严重分配不均，使得具有强烈美国主义意识和反全球化倾向的特朗普入主白宫，成为顺理成章的事情。

图表 8：部分经济体 top10 人群收入占总财富比例



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：美国分层：前 20% 和后 20% 人口持有财富



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

全球化不可避免的导致生产要素高效配置以及技术的扩散。生产要素包括劳动、资本、土地和企业家等因素，经济全球化使得获取生产要素的成本降低，比如说中国、印度之类的地方劳动成本比较低，那么可以在这里设置工厂以降低成本。经济全球化使得国际分工水平的提高、国际贸易的迅速发展，从而推动了世界范围内资源配置效率的提高。技术变革和技术扩散是全球化进程快速发展的决定性因素。科学技术会像资本一样向洼地扩散，从而带动落后地区的经济发展，技术外溢是全球化的一个外溢现象。

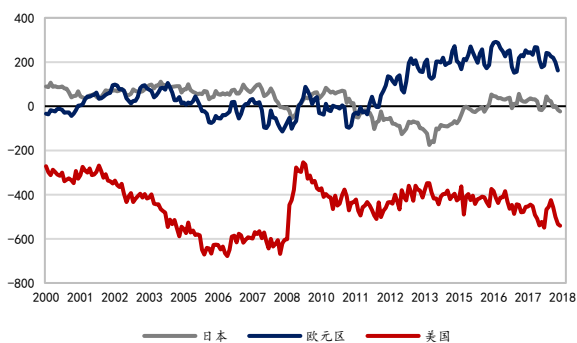
图表 10：1980-2016 全球部分经济居民体财富增长状况

	中国	欧洲	印度	俄罗斯	美-加	全球
全部	831%	40%	223%	34%	63%	60%
底层：50%	417%	26%	107%	26%	5%	94%
中间：40%	785%	34%	112%	5%	44%	43%
上层：10%	1316%	58%	469%	190%	123%	70%
前 1%	1920%	72%	857%	686%	206%	101%
前 0.1%	2421%	76%	1295%	2562%	320%	133%
前 0.01%	3312%	87%	2076%	8233%	432%	185%
前 0.001%	3792%	120%	3083%	2526%	629%	235%

资料来源：希腊央行，中投期货研究所

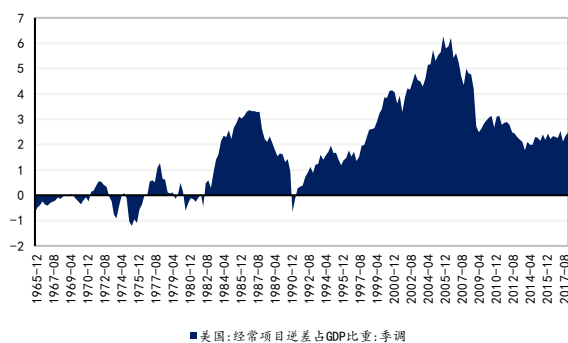
当然，作为决策美国失衡的另外一个重要原因是美元的国际地位，这个因素一直贯穿在美国经济中，也是最容易被混淆到全球经济失衡导致美国经济困难这个误区内。早在布雷顿森林体系建立之初，人们便已发现美元本位存在着不可克服的内在矛盾，即“特里芬两难 (Triffin's Dilemma)”：如果美国不能维持贸易逆差，则全球经济将因失去美元流动性而失速；如果美国输出美元以维持全球流动性，则长期增长的贸易逆差将侵蚀美元作为储备货币的信用。1974 年“石油美元”体系建立，美国借此巩固了后布雷顿森林时代美元的国际本位币地位。但毫无疑问，美国通过贸易逆差输出的美元流动性是全球经济增长不可或缺的驱动力，贸易逆差则是美元作为全球本位币、美国作为世界最后消费者的必然结果。亚洲金融危机之后，预防性储备需求进一步增加了对美元的需求，相对应的，美国贸易逆差进一步扩大。

图表 11: 主要发达经济体贸易差额



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 美国经常项目赤字占 GDP 比重



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

目前能够被广大投资者所认可的是, 美国对华战略已经完成了由接触向遏制的转型。经济层面, 中美经济互补大于竞争的格局正在改变, 中国的崛起以及在高端产业的目标对美国构成威胁逐渐增加, 作为世界第二大经济体, 中国的经济总量已经超过美国的 60%, 是日本、德国、英国的 GDP 之和, 还是世界第一大货物贸易国、世界最大外汇储备国。特别是党的十八大以来, 中国的发展成果进入井喷期, 拥有世界四分之一的工业能力, 创新科技水平正快速追赶美国, 与世界各国的经贸关系更加密切, 对世界其他国家也充满吸引力。

政治方面, 中美贸易战乃至中美对抗的深层原因, 主要是中国近年来强化中央领导、做大国有经济的走向, 与美国的预期有所差别, 而且由于中国模式被广泛借鉴, 中国通过实施“一带一路”、亚投行、金砖组织等国际计划与组织, 对外扩大影响力, 因而导致美方误认为中方与其争夺意识形态、发展模式、实际掌控力的世界领导权, 并进而采取各种措施对中国进行遏制。

美国外交战略思想一经确立, 通常会持续很久。对苏联的遏制战略前后持续了 40 多年。冷战后的新自由主义也坚持了 20 来年。所以, 大概率现实主义在未来 5-10 年还将成为美国外交战略的指导思想。但是同样是现实主义战略, 其内涵可能会发生变化, 譬如由遏制转向维持, 甚至接受两极、准两极或多极格局, 但是整体来看, 中美未来数年来竞争大于合作的事实已经形成。

图表 13: 美国两党对华政策的“一致性”

日期	委员会	主题	核心内容和观点
2017. 11. 14	参议院外事委员会	领导亚太（4）：北京的看法	担心中国的崛起不会是和平的，认为随着中国体制内集权的实现，中国越来越将其不断提升的经济与军事实力视为与美国的零和博弈
2018. 2. 15	众议院军事委员会	与华战略竞争	否定美国过去 25 年的对华政策，主张全方位地应对中国威胁，提出安全、经济、政治领域的竞争策略
2018. 3. 7	众议院外事委员会	中国在非洲：新殖民主义？	认为中国在非洲的活动有很多负面影响，为获取资源而扶持独裁者，与一党专政国家建立军事关系，损害了法制与非洲人民的利益，是新型殖民主义的体现
2018. 3. 21	众议院外事委员会	美国对中国对外影响工作的应对	指出中国采用“锐实力”文化输出，用隐蔽而强制性的手段对他国进行价值观渗透，并探讨了美国相应的反制措施
2018. 4. 11	参议院金融委员会	中国的市场准入挑战	认为中国没有实现入世承诺，采取保护主义制度，补贴国内产业、窃取知识产权、给外资企业不公待遇
2018. 4. 17	众议院外事委员会	加强美台关系	称赞《台湾旅行法》的成果，强调加强美台关系的重要性及可采取的措施
2018. 5. 9	参议院外事委员会	针对国际掠夺性经济行为的多边战略应对	全程针对中国，认为中国实行的“掠夺性”经济行为损害了美国根本利益，破坏了基于规则的国际秩序，如不积极应对，将会危及美国的繁荣与安全
2018. 5. 15	参议院外事委员会	领导亚太（5）：亚洲再保证倡议法案	基于“自由开放的印度—太平洋战略”，讨论委员会提出的《亚洲再保证倡议法案》，加强美国在亚太地区的领导力
2018. 5. 17	众议院情报委员会	中国的全球军事扩张	认为以往美国对中国的姑息使中国变得更大胆，中国的军事现代化、一带一路、南海行为、网络攻击等都对美国造成了严重威胁
2018. 5. 23	众议院外事委员会	中国在欧洲的投资与影响	分析中国在欧投资增长背后的意图，认为中国通过一带一路将影响力投射到欧洲，具有与西方展开经济战争、企图占据主导地位的战略
2018. 5. 23	众议院外事委员会	亚洲安全与外交布局：	讨论加强美国与亚洲盟友合作，通过推行自由开放的印太战略，抵抗中国试图建立的地区霸权

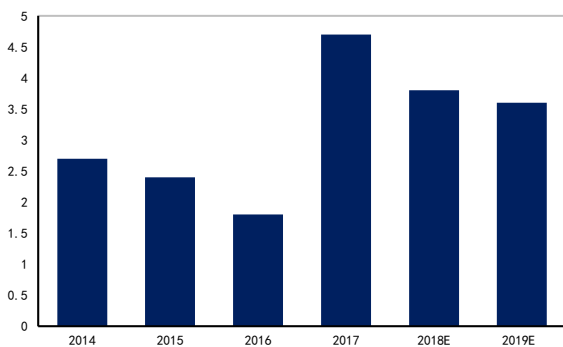
资料来源：美国外交关系协会，中投期货研究所

中美的加关税行为始于 2018 年 5 月，2018 年 4 月，美国贸易代表办公室网站发布拟加征关税的自中国进口产品清单，包含大约 1300 个独立关税项目，税率 25%，价值约 500 亿美元。2018 年 7 月，500 亿美元商品清单中的 340 亿美元清单正式开始加征关税，同时美国政府公布进一步对华加征关税清单，拟对约 2000 亿美元中国产品加征 10% 的关税。

全球贸易复苏为经济增长提供支持。2016 年全球贸易增长 1.8%，而 2017 年增长 4.7%，2011 年以来首次超过 3%。未来经济和政策仍然面临较大的不确定性，如果多国转向贸易保护主义，将减少贸易和跨境投资流动，损害全球经济增长。

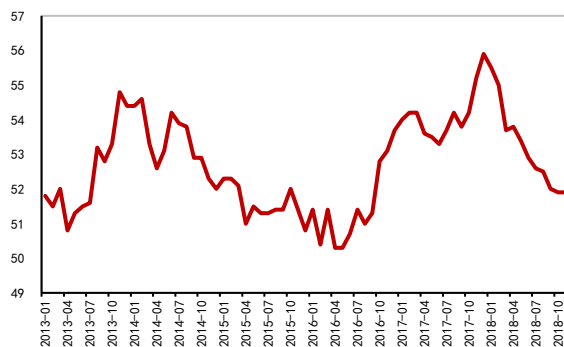
贸易紧张局势加剧，基于规则的多边贸易体系可能被削弱，这是全球未来面临的主要威胁。今年年初以来，保护主义已经从口头威胁转为行动，美国对各类进口施加了关税，包括对价值 2000 亿美元的中国进口产品加征 10% 关税等，而其贸易对象已经或准备采取报复性和其他保护措施。贸易紧张局势的加剧以及由此带来的政策不确定性上升可能影响金融市场以及外贸企业情绪，引起金融市场动荡，并导致投资和贸易减缓。贸易壁垒的增加会破坏全球供应链，阻碍新技术的传播，最终导致全球生产率与福利下降。更多的进口限制还会提高可贸易消费品的成本，对低收入家庭造成特别大的损害。

图表 14: 全球贸易增长速度及预测



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 15: 摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

IMF 对贸易战的观点比较有代表性。IMF 于 10 月 9 日修订《世界经济展望》，把 2018 年增长率预期下调至 3.7%，比 7 月时下调 0.2 个百分点。IMF 预测，如果美国特朗普政府发动的贸易战进一步激化，世界经济在 2019 年以后将最多被拉低 0.8 个百分点。这是自 2016 年 7 月以来，IMF 时隔约 2 年再次下调世界经济预期，2008 年金融危机后的经济扩大局面处于转折点上。

作为贸易战的两大核心难题，汽车关税和中美摩擦都是短期内难以解决的，如果按照中性的情况，特朗普实现了其在汽车关税和中美贸易战中的目标，贸易战还将反过来影响美国经济。由于大型减税的效果，美国经济 2018 年的增长率预计达到 2.9%，但 2019 年将放缓至 2.5%。如果特朗普政府启动汽车额外关税，由于伙伴国的报复措施等影响，美国的经济增长率下行幅度将达到约 0.7 个百分点。如果发展为金融动荡，增长率的下行幅度将提高至约 1.0 个百分点。

图表 16: 2018 年来 IMF 对全球经济的四次预测

	2018 年一月		2018 年四月		2018 年七月		2018 年十月	
世界经济增速 (预测)	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7	3.7
预测值变化	0.2	0.2	0	0	0	0	-0.2	-0.2
美国经济增速 (预测)	2.7	2.5	2.9	2.7	2.9	2.7	2.9	2.5
预测值变化	0.4	0.6	0.2	0	0	0	0	0.2
中国经济增速 (预测)	6.6	6.4	6.6	6.4	6.6	6.4	6.6	6.2
预测值变化	0.1	0.1	0	0	0	0	0	-0.2

资料来源: IMF, 中投期货研究所

2019 年国内宏观经济展望：延续下行趋势

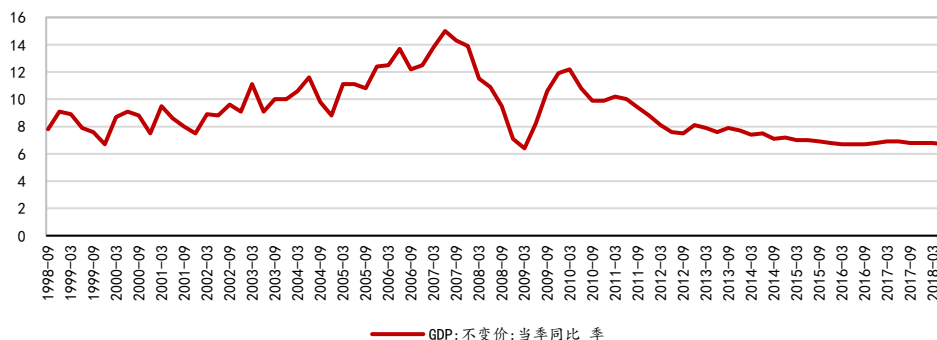
2018 年，供给侧改革持续推进，加上金融监管加强和去杠杆等政策的影响，叠加外部受全球经济增长动能减弱以及贸易摩擦升温等因素影响需求萎缩，国内经济未能延续 2017 年回升的态势，预计全年小幅下滑。制造业投资成为全年的亮点，房地产一枝独秀，基建投资则超预期下滑拖累经济增长。

2019 年，经济下行压力有所增大，主要体现在房地产投资存在下行压力，基建投资回升幅度有限，制造业受到内外形势的影响存在下行压力。考虑到近期存量社融增速仍在下滑以及 2018 年上半年基数相对较高，2019 年上半年经济下行压力较大，未来 1-2 个季度可能会出现 GDP 同比增长 6.5% 以下的水平，而名义 GDP 在需求端量价齐跌的情况下回落的幅度会更大。预计针对扩内需的一揽子政策如减税降费、补短板或将持续推进，新增重大项目加速落地的可能性逐步上升，但是政策的显效需要一段时间，宏观面面临的压力较 2018 年有所加大。

宏观环境：我国处于债务周期的顶部 加杠杆和举债能力受限

从中国经济的发展阶段看，次贷危机爆发前后可看做中国经济模式的分水岭。次贷危机之前，中国以发展自身禀赋的优势，利用劳动力红利，在国际分工中以加工制造业为主，累积了大量财富。次贷危机之后，全球经济在长达 10 年的时间内并未恢复到危机之前，中国经济切换到以固定资产投资为主的发展模式，由于中国模式具备一定独特性：劳动力充沛，政治稳定，政府权力集中，储蓄率高，劳动、资本、资源的利用，在中国的利用效率比较高，因此中国经济转变为以固定资产投资为主的模式，并可以长时间执行。

图表 17：我国 GDP 增速：分水岭



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

作为加杠杆的先决条件，流动性宽松是固定资产投资为主模式的天然伴生政策，以过去 10 年为例，央行向市场注入了天量的流动性，但是效果却越来越弱。首先是放水对经济的刺激仅能维持一年，随后效应减弱。其次是货币泛滥：在 2008 年的时候，中国的 M2 总量仅为 47 万亿，到 2017 年末中国 M2 总量增长到 168 万亿，9 年的增幅为 257%，年均增幅 15.2%。放水最终导致债务率高企：2008 年末中国经济整体的债务率是 129%，到 11 年末升至 166%，到 14 年末升至 204%，到 17 年末升至 241%。测算下来，过去三轮放水期间中国债务率的上升幅度分别为 37%、38%、37%。

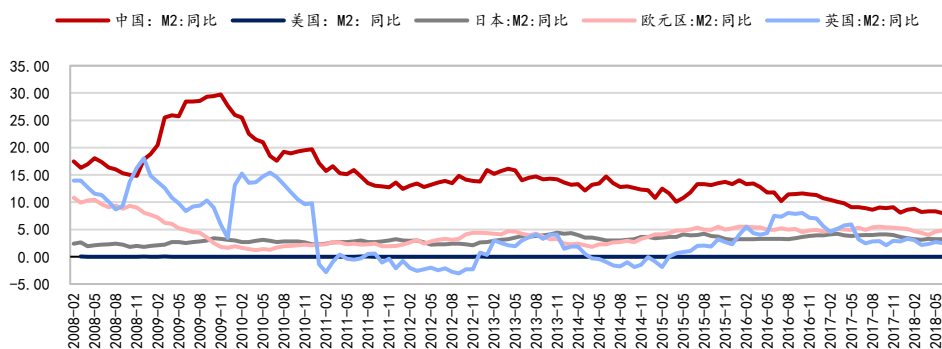
图表 18：2008-2018 期间内宽松政策

时间	原因	政策
2008-2009	美国次贷危机、经济衰退	2008 年 9 月开始降息降准，共降息 5 次降准 3 次，存款利率下调了 1.64%，法定存款准备金率下调了 1.5%
2011-2012	欧债危机、通胀高企	共降息 2 次降准 3 次，存款基准利率下调了 0.5%，法定存款准备金率下调了 1.5%。
2014-2015	经济增速换挡、结构调整阵痛、消化前期刺激政策	共 6 次降息 5 次降准，存款基准利率下调了 1.5%，法定存款准备金率下调了 3%。

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

以 M2 为例，2009 年 M2 超过美元；2013 年超过“美元+英镑”；2016 年超过“美元+日元”，目前，又超过了“美元+欧元”。

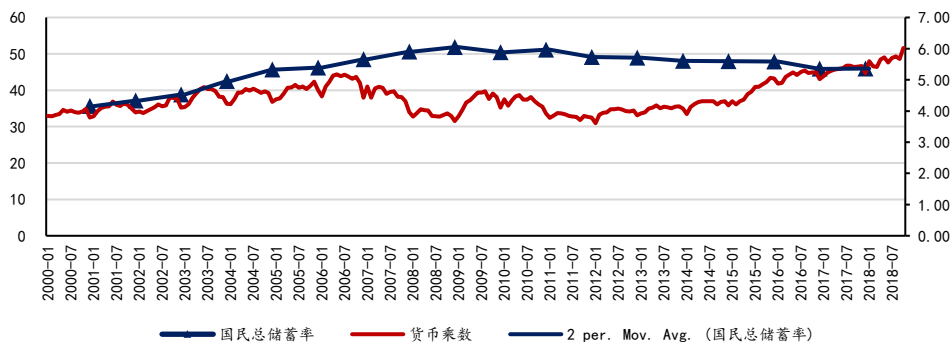
图表 19: 主要经济体广义货币总量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

以货币刺激经济的副作用是非常明显的。广义货币 M2 总量已经接近 180 万亿人民币, 相当于 26 万亿美元, 是美国的一倍多。而在 20 年以前, 中国的 M2 只有 10 万亿人民币, 不到美国的一半。当然由于中美 M2 的计量标准不同, 单纯的 M2 对比意义不大, 但是近年来 M2 的快速增幅过快确实是不争的事实。由于 M2 最大的一部分是企业定期存款, 即所谓的派生存款, 也就是企业从一家银行贷到款以后, 把它存到了另外一家银行, 就会变成另外一家银行的存款, 企业可以用这些存款作为抵押, 再去向银行贷款, 把这些贷款再存在第三家银行, 又形成了派生存款并可用于抵押贷款, 不断地循环下去, 最高可以达到十级, 也就是企业通过银行的放贷循环进行杠杆扩张。从货币乘数看, 目前中国 5.65 倍左右, 美国 4.15 倍左右。由此可见, 超量的货币, 以及投资主导下的加杠杆的迫切性更高, 这是我国近年来杠杆率飙升的最主要原因。

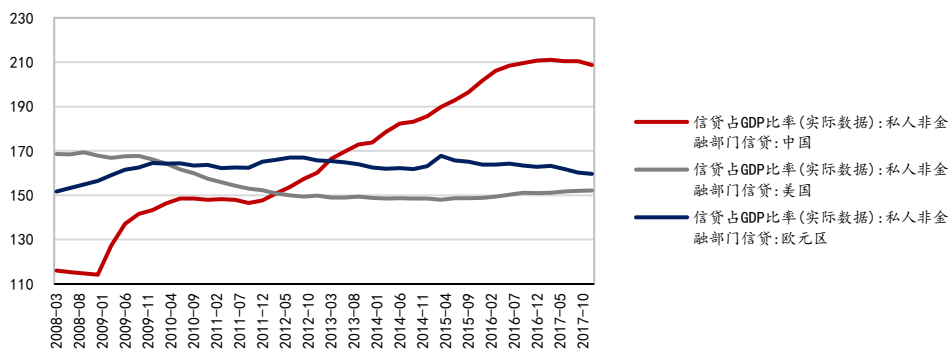
图表 20: 储蓄率下降 但是货币乘数进一步上升



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

由于过去数年来我国经济发展的本质是举债模式, 而流动性在经济周期下行的过程中逐渐转变为债务和信贷, 债务激增以及不良信贷的增加, 使得经济运行的风险大大增加, 从产业的角度看, 容易产能过剩, 且居民收入增速低于投资增速, 且逐渐低于 GDP 增速, 形成债务的累积, 继而产生经济效率的下降。早在 2016 年, IMF 就警告中国信贷与 GDP 的比例高于潜在信贷与 GDP 的比例 25 个百分点, 而到目前位置, 这种状况没有得到明显改变。

图表 21: 我国处于债务周期的顶部阶段



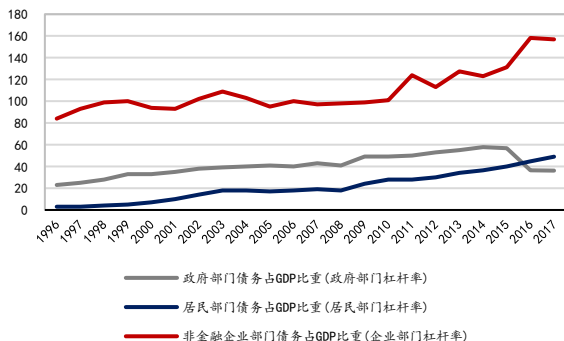
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

我们这里讨论的杠杆和债务分为三种情况, 即政府债务、居民债务和企业债务。对于居民债务来说, 上行速度很快, 但是尚未达到警戒值。当前中国居民部门的杠杆率和债务偿付率仍自 2009 年以来上行趋势未曾改变, 当前居民部门的季调杠杆率已经超过 52%, 债务偿付率也超过了 5%。居民加杠杆最主要的用途是住宅购置, 从居民部门贷款结构来看, 绝大部分住户贷款都是中长期贷款, 中长期住户贷款又以消费贷款为主。房贷占居民贷款存量的一半以上, 如果考虑“首付贷”等影子银行业务, 购房贷款在居民债务中的比重可能更高。

未来居民部门加杠杆的主要动力或仍在房地产, 但是房地产的剧烈波动确实最容易产生经济风险的, 因此我们认为房地产调控政策难以改变。尽管近期房地产销售总体不强, 但居民消费支出中投向居住的比例却出现了连续 10 个季度的同比上升。居住支出包括房租、水、电、燃料、物业管理等方面的支出, 也包括自有住房折算租金, 2018 年前三季度, 居住项目拉动居民支出增速 2.2 个百分点, 增量支出中超过三分之一的比重投向了居住, 是拉动居民支出增长最主要的分项。房贷对居民加杠杆的贡献率都超过了 70%, 意味着只有房贷拉动才能导致居民部门大幅加杠杆。

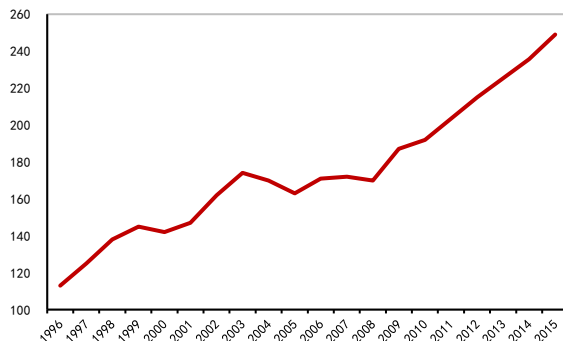
关于政府债务, 从我国财政赤字占 GDP 的比重看, 仍然处于较低的水平, 但是地方债务值得密切关注。截至 2018 年 10 月末, 全国地方政府债务余额 184043 亿元, 尽管有多个地方政府的债务率远超 100%, 平均为 80%, 风险整体可控。不过财政部公布的上述数据为显性债务, 隐性债务如何难以统计, 因此, 规范地方政府的举债行为, 一直是近两年来的重要经济工作。

图表 22: 三大部门债务占 GDP 比重



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 23: 社会杠杆率走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

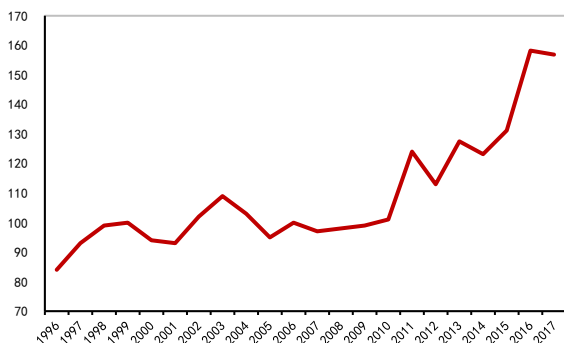
相对于居民债务和政府债务只是局限于不能快速增长, 处于控制其快速增长阶段; 对于企业债务而言, 则处在去债务的进程中, 企业债务面临的压力更大。

由于基建和房地产是过去 10 年中国经济增长的主要驱动力, 因此国企和政府(关联国企)

对基建和房地产的依赖很深，债务快速增加。测算显示，2011-2015 年中国基建投资对名义 GDP 增长的贡献率连续上升。基建投资则从资金来源端带动了债务融资增长，每年基建投资资金来源中一半以上为负债，个别年份债务率超过 60%，在基建投资对经济增长贡献持续提高的 2012-2015 年，债务对基建资金来源增长的贡献也处于较高水平。基建的债务融资也直接拉高了宏观杠杆率，2014-2017 年以基建为目的的债务融资对宏观杠杆率的拉动都可能在 10% 以上。由于总的投资增速趋势性下滑，2011 年后基建对投资增长的贡献率逐年提高

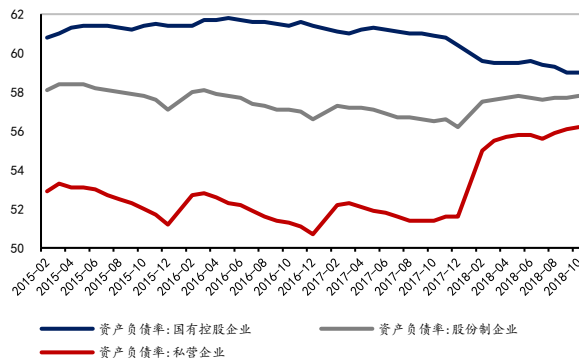
举债模式是固定资产投资发展的典型模式，理论上讲，只要存在足够的资金来源，固定资产投资是可以不断促进经济发展的。中国企业的杠杆在很大程度上是以“债务拉动投资、投资拉动增长”的旧模式形成的。历史上投资的高增长带来资本存量的累积，加上天量货币的投放，当资本要素逐渐由稀缺转变为充足，则会导致资本的边际产出下降。从长期数据来看，中国单位投资、单位基建投资的产出水平都处于下降趋势。通过债务拉动投资，可能难以促进经济增长，反而会使杠杆率上升，债务风险不断累积。数据显示，中国债务周期的加杠杆阶段是 2008-2016 年，2016 年见顶后开始进入顶部阶段。由于中国居民部门仍在加杠杆，中国债务周期的见顶与回落是以企业部门去杠杆为主要下行驱动力的，2016 年以来中国的企业部门杠杆率、债务偿付率都处于下行趋势中。在中国债务周期的加杠杆阶段，投资对经济增长的贡献率持续高于 40%，同时债务对投资资金来源的贡献率持续高于 60%，充分体现了债务拉动投资、投资拉动增长的旧模式。2016 年债务对投资资金来源的贡献率大幅下降为负，2017 年也并未恢复之前的高位，同时投资对经济增长的贡献也降至 40% 以下，企业部门去杠杆导致债务周期见顶，抛弃旧模式与企业去杠杆并行。

图表 24：企业部门杠杆率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：不同类型企业资产负债率走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

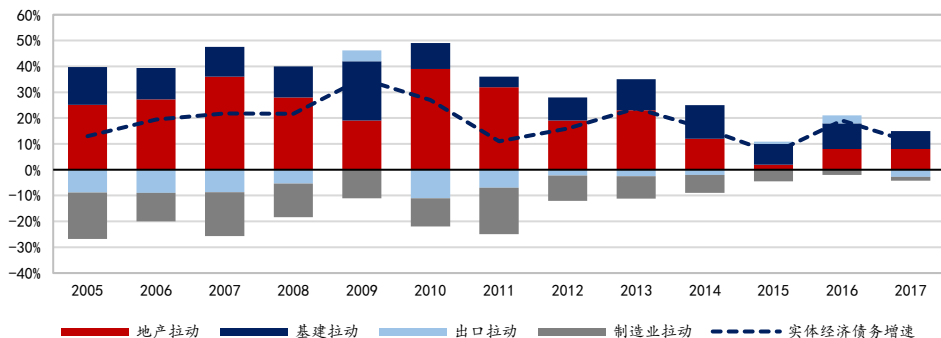
去杠杆可以通过减少债务和提高收入来实现，当收入增速高于债务增速，即有足够的经济需求来抵消去杠杆的紧缩效应时，可以实现达里奥所说的“漂亮去杠杆”。但是在新的经济增长点还没有完全凸显，基建、房地产等旧动能弱化的情况下，去杠杆带来的阵痛还将持续。2018 年以来，社会融资规模增速一路下滑，这意味着相较于以往实际流向实体经济的资金相对减少。信用紧缩环境下，内需有所减速。伴随着信用紧缩而来的是企业信用风险暴露，各类违约事件频发。信用违约又进一步降低了风险偏好、加剧了民企融资困境，民企信用利差上升迅速，形成了流动性越来越紧的恶性循环。

积极财政与政府部门加杠杆，有望缓解债务周期下行的阵痛，但可能难以改变当前债务周期从顶部下行的趋势。美国上轮债务周期下行期间，政府部门快速加杠杆，但并未导致债务周期的趋势反转。债务周期见顶后，美国和中国政府部门都加了杠杆，美国政府部门在债务周期的萧条和去杠杆阶段累计加杠杆 38.9 个百分点，中国政府部门在债务周期见顶后的一年半内累计加杠杆 3.6 个百分点，加杠杆速度较美国更慢，因此对债务周期影响的对冲效果也可能较美国更弱。而从实际效果看，2018 年地方政府在加杠杆方面的顾忌也是基建增速快速下滑的重要因素，基建从过去拉动总需求增长的变量，转而成为 2018 年经济增长的拖累因素。

企业部门是去杠杆的主力，由于债务周期下行导致的内需减弱，叠加库存周期转入主动去库存阶段所带来的下行压力强化，企业的收入和净值都有所回落，从而正反馈于债务周期的下行趋势。工业企业主营业务收入增速仍处于下行通道中，服务业企业收入增速也从 2018 年开始掉头向下。收入下降的同时，企业的产成品、应收账款周转天数拉长，

进一步弱化了可用于偿债的现金流。企业收入下降进而导致利润和净值下滑，除国企外，2018 年以来私营、股份制亏损工业企业的亏损额增速快速扩大。由于盈利能力下降，私营工业企业的资产增速 2018 年以来首次回落至负债增速以下，并导致私企的所有者权益增速回落至历史低位，进一步恶化了企业的信用融资状况。近期股权质押的股权价值跌破平仓线，导致被动去杠杆压力，可能是宏观基本面与债务周期下行共振强化的后果。

图表 26：中国债务增长速度及分解

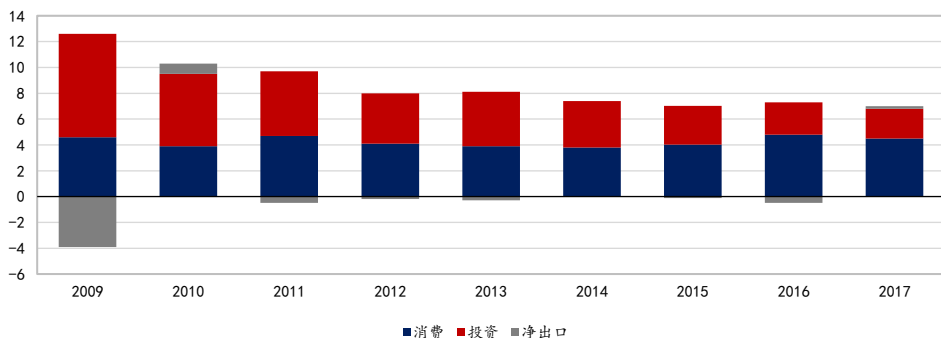


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

固定资产投资放缓趋势难改 经济下行压力明显

正如我们上文部分解释的那样，2015 年以来的经济回升，更大程度上是全球经济的好转，以及房地产行业景气度始终处于高位，这为以供给侧改革、金融去杠杆提供了一个较好的环境，因此，即使这个期间基建大幅下滑，但是出口和房地产市场稳中向好，叠加极度宽松的流动性，中国经济仍能够较为稳定运行。

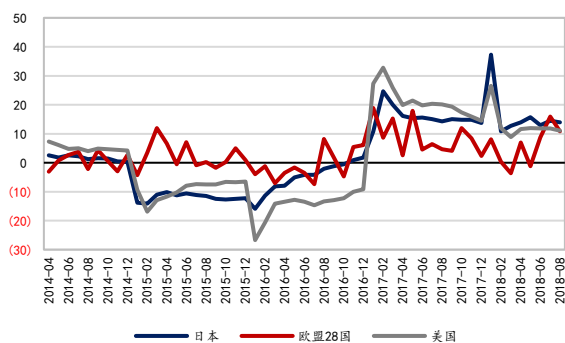
图表 27：GDP 增速及其分解



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

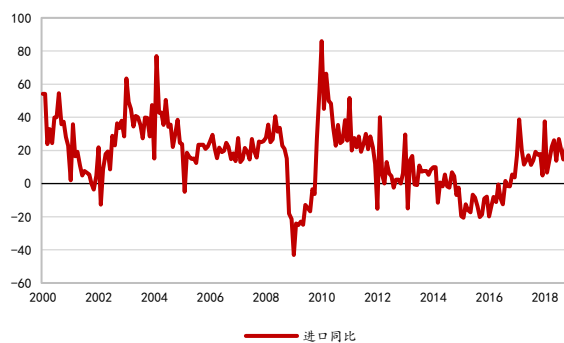
我们在上文中阐述过，2008 年次贷危机之前，中国以发展自身禀赋的优势，利用劳动力红利，在国际分工中以加工制造业为主，以出口导向性经济为主，向世界销售制造业产品，累积了大量财富。次贷危机之后，全球经济在长达 10 年的时间内并未恢复到危机之前，中国转换到以固定资产投资为主的模式中，出口对经济的影响逐渐偏负面，但是出口对经济的影响从未减弱，在经济相对较好的年份如 2010、2014、2017 年，出口对经济都是正向拉动，因为只要出口作为“加分项”存在，而不是拖累因素存在，宏观经济面临的压力都会较轻。

图表 28: 主要发达经济体欧美日进口增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 29: 2017、2018 年我国出口维持较高增速

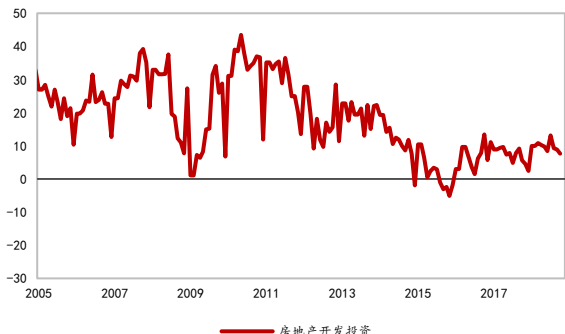


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

纵观 2017-2018 年的出口, 一直保持相对强势, 2017 年我国单月出口同比增速的均值是 7.65%, 2018 年前 11 月份月均同比增速是 12.91%, 而从过去三年数据看, 出口增速月均值为 4.07%, 过去五年的均值仅 3.29%, 2017 和 2018 年出口增速远远大约过去 5 年的均值。

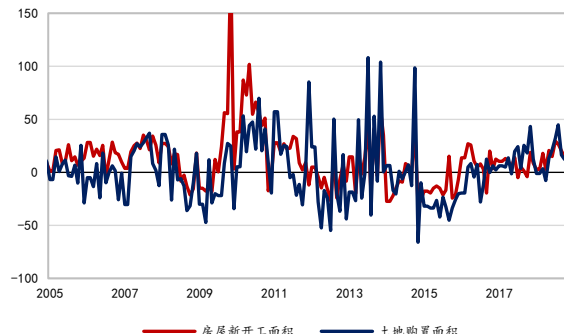
同时, 在一片看衰的情况下, 2017 年来房地产市场一枝独秀, 2018 年也保持高位运行态势, 成为固定资产投资中耀眼的明星。因此, 出口的好转, 加上地产的超预期, 是 2018 年的宏观经济加分项, 即使全年基建萎缩至接近负增长, 中国经济仍保持相对未定增长。

图表 30: 房地产投资增速高位运行



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 31: 新屋开工和销售维持在高位



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

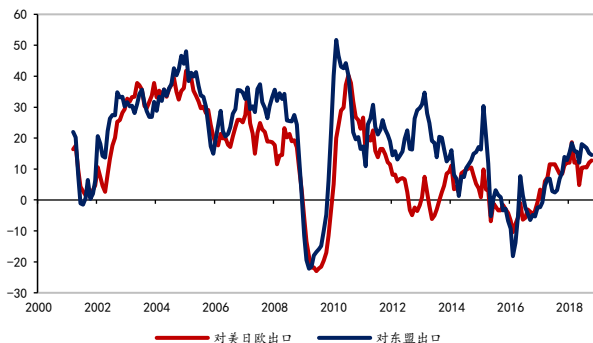
然而, 始于 2018 年的中美贸易战对全球的贸易造成较为不利的影响, 如上文所述, 当前贸易增速并未反映贸易战造成的不利影响, 仅仅是因为全球经济下行对贸易造成的压力, 11 月我国出口出现超预期下滑。因此, 即使不考虑贸易战的影响, 2018 年全球经济回落对贸易的影响也会较大。

趋势上看, 由于全球经济逐步呈现共振向下态势, 外需将持续回落。美日欧平均制造业 PMI 已经从年初 56.6% 的高位持续下行至今年 11 月的 53.1%, 德国和日本三季度 GDP 环比出现负增长, 显示发达经济体需求开始走弱。11 月我国对美国、欧盟、日本出口同比增速分别较上月放缓 3.4、8.6 和 3.1 个百分点至 9.8%、6.0% 和 4.8%。同样, 新兴市场国家需求也有所放缓, 11 月我国对东盟出口同比增速下滑 8.6 个百分点至 5.1%。另一方面, 转口贸易增速明显放缓, 显示通过转口贸易应对贸易战冲击的出口在减弱, 11 月对香港出口同比增长 2.7%, 增速较上月放缓 20.9 个百分点, 对韩国出口同比增速也较上月放缓 11.3 个百分点至 -3.6%。随着全球经济共振向下, 未来一段时间出口增速将持续放缓。

中美贸易战冲突逐步显现, 相关产品进出口增速均有显著放缓。随着中美贸易战持续发酵以及中美加征关税措施逐步落地, 对双边贸易的影响开始明显显现。在中国自美国进口的商品第一轮 500 亿美元和第二轮 600 亿美元加征关税分别在 7、8 月和 9 月下旬落地。

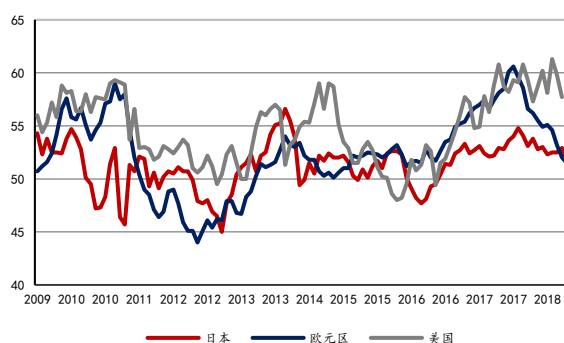
之后，中国自美国进口的大部分商品已经纳入加征关税范围。11月中国自美国进口商品同比大幅下跌25%，跌幅较上月明显扩大23.2个百分点。其中中国自美国进口大豆同比增速同比下跌38%，跌幅较上月扩大56.1个百分点。贸易战冲击在中国自美国进口层面已明显体现。而在出口层面，由于美国对中国加征关税的主要是高新技术产品和机电产品，11月高新技术产品和机电产品出口增速分别较上月下滑16.8和12.3个百分点至2.8%和3%。但由于未来存在美国继续提升关税税率甚至扩大征税范围的可能，因而提前出口可能对出口继续有所支撑。11月对美出口同比增长9.8%，增速较上月下降3.4个百分点，增速下降幅度低于整体出口降幅。随着中美贸易战持续发酵，提前出口效应逐步消退，双边贸易将在此影响下收缩，对进出口的负面冲击将逐步体现。

图表 32：我国主要出口目的地：增速



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：主要发达经济体 PMI 走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

因此，即使不考虑贸易战的因素，外需趋弱，加上全球贸易疲弱显示出口压力逐渐显现，主要经济体增速或已触顶，美欧日中经济增长均面临下行压力，美国经济复苏拐点渐近，欧洲和日本经济增速将有所放缓，外贸下行趋势也将逐渐形成。

除了出口之外，固定资产投资也是未来宏观经济走势的关键因素，而今年以来固定资产投资增速虽然整体下滑，但是制造业投资和房地产市场表现较好，至少远超市场预期，但是这两部门在2019年都有放缓的压力，2018年极度弱势的基建反弹的概率较大，但是空间较为有限。

先看制造业投资，2018年制造业投资远超市场预期。本轮制造业的投资回暖最早要追溯到2016年。按照制造业累计投资增速来看，本轮制造业投资的最低点是2016年8月，绝对增速2.8%。随后在2018年3月增速出现二次触底。分行业来看，拉动本轮制造业投资回升的行业主要是供给侧受益品种，以及房地产相关行业，以及部分周期性行业。

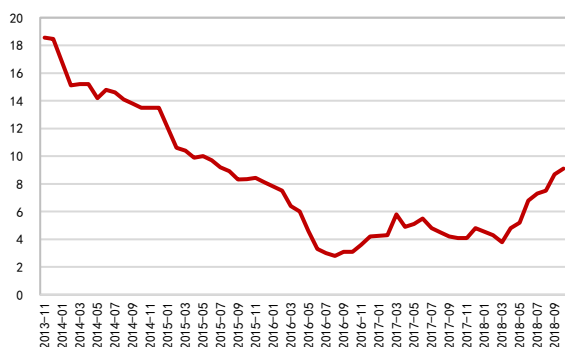
近年来我国制造业投资总额在18-20万亿之间，占总体固定资产投资比例三成。2018年前10个月，制造业投资增速9.1%，绝对水平回到了2015年。回顾2018年，制造业投资的回升速度超过了年初投资者的整体预期。

今年来，部分受到供给侧改革限制的行业，如钢铁、化工、矿物制造等行业，但是供给侧改革力度的松动，以及行业自身利润高增带来的影响，投资增速有明显改善；而另一方面，专用设备和通用设备等行业，由于企业设备更新的需求，以及自身符合未来产业升级的方向，叠加政策的支持，对制造业投资的扩张也有较明显的贡献。而废弃资源利用业的大幅改善，则与环保要求的提高密切相关。此外，还有其他一些行业的投资增速也有所加快，可能与自身行业的利润改善以及产能缺口等因素有关。

截止到2018年11月数据，我们可以看出明显的行业特点。与2017年相比，今年投资边际改善幅度较大的行业分别是：黑色金属冶炼及压延加工业(+23.2%)、非金属矿物制品业(+19.1%)、废弃资源综合利用业(+16.3%)、木材加工(+13.8%)、化纤制造(+11.9%)等。而投资增速改善较为明显且投资占比较大的行业包括：非金属矿物制品业(+8.8%)、金属制品业(+5.4%)、专用设备制造(+6.4%)、化学原料及化学制品(+7.2%)、通用设备制造(+6.8%)等。一方面，部分受到供给侧改革限制的行业，如钢铁、化工、矿物制造等行业，今年来由于限产力度松动，以及行业自身利润高增带来的影响，投资增速有明显改善；而另一方面，专用设备和通用设备等行业，由于企业设备更新需求、自身符合未来升级的方向，叠加政策的支持，对制造业投资也有较明显贡献。而废弃资源利用业的大幅改善，则与环保要求的提高密切相关。此外，还有其他一些行业的投资增速也有所加快，

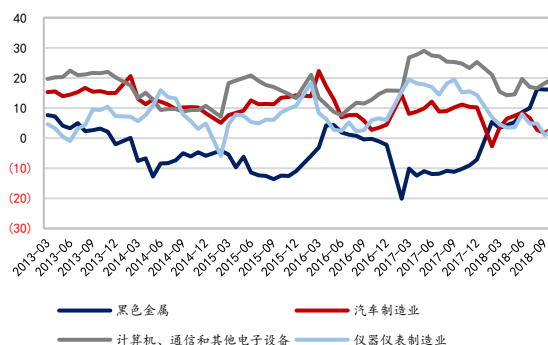
可能与自身行业的利润改善以及产能缺口等因素有关。

图表 34: 制造业投资增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 35: 上下游行业固定资产投资增速差异较大



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

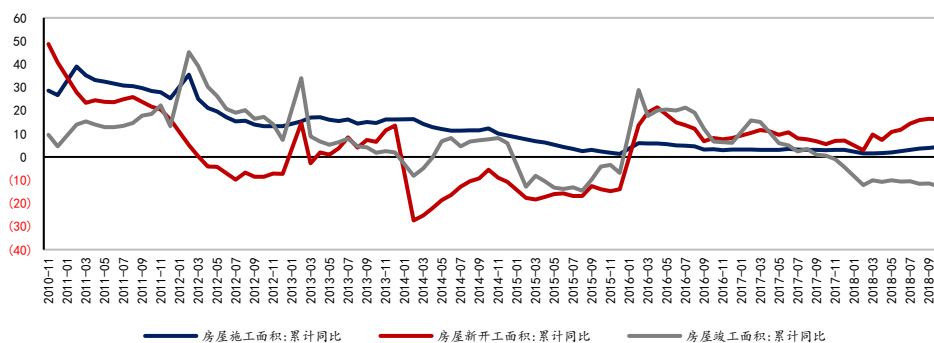
总结起来看, 2017 年周期性行业盈利的好转有两方面的原因: 一是结构性供给侧改革对供给的限制; 二是地产基建拉动需求小幅回暖。进入 2018 年下半年以后, 上述两个条件都出现了转向, 本轮最坚挺的钢铁价格开始快速下跌。展望 2019 年, 我们认为需求下滑将成为周期性行业盈利的主要制约, 2019 年盈利下滑趋势仍延续。考虑到企业盈利领先投资 1 年左右, 预估制造业投资将在 2019 年年中见顶。

房地产投资是市场关注度更高的一个部分, 作为固定资产投资乃至宏观经济中最重要的行业, 房地产市场的走势至关重要。2018 年全年近两位数的增长, 超出大多数人的预期, 背后的主要因素有两个, 一个是房地产模式的变化, 即快速周转, 另外一个则是货币化棚改的威力。

2018 年房地产政策整体虽然严厉, 但是是一个明显的结构性政策, 即对房价上涨较快的城市进行抑制。2016 年 9 月, 北京发布地产新政, 提高首付款比例, 认房又认贷, 打击投机, 稳定房价。随后, 在国庆期间, 多个重点城市相继出台限购限贷政策, 结束了 2014 年 6 月份以来的政策放松期。房地产新政以来, 市场对于房地产开发投资增速下行的预期一直存在, 而实际上房地产开发投资在 2017 年到 2018 年 1-10 月持续维持高增速, 2017 年全年增速 7%, 2018 年 1-10 月累计同比增长 9.7%, 靠得就是三四线城市房地产市场的井喷。

不可否认, 快周转策略对房地产投资影响较大, 在“拿地→加快开工→推出预售回款→拿地”的高运转模式。在 2018 年的房地产销售中, 有 85% 的期房销售(销售额计算), 比 2017 年提升了 6%。这种模式里, 居民的购房意愿即需求是核心, 有需求, 预售能成功, 库存能去化, 房企会持续拿地开工。而 2018 年由于热点城市限价存在套利机会, 三四线城市棚改, 销售/批准预售之比较 2017 年年末出现了回升, 居民的购房意愿和购买力都没有减弱。

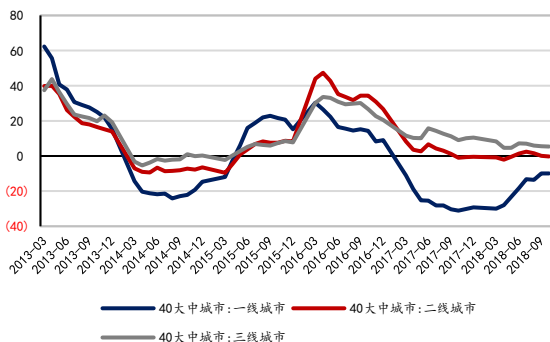
图表 36: 房地产快销模式开启



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

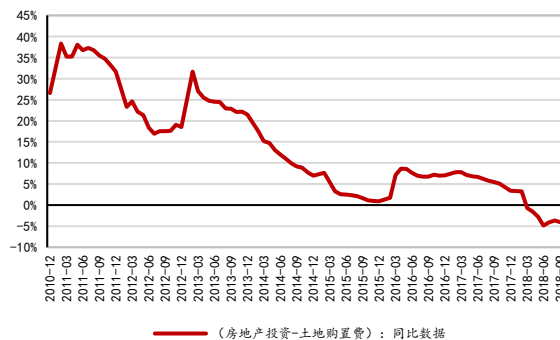
也正是因为这一点, 房企的拿地支出也相对较高, 与前期的拿地分期一起对土地购置费用形成了有力支撑, 成为今年地产投资修复的主要推手。施工面积与新开工也相对有所反弹, 由于房地产开发投资的统计方法由形象进度法转向了财务支出法, 今年名义上的建安投资并没有跟随反弹。2019 年, 我们认为地产全年来看, 可能具有不确定性, 是对金融资产走势造成趋势性转变的最大变量。方面, 如果按照“房住不炒”以及热点城市继续抑制的做法, 那么 2019 年地产投资大概率是下行。

图表 37: 各类城市房地产销售增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 38: 剔除掉土地购置费的房地产投资增速



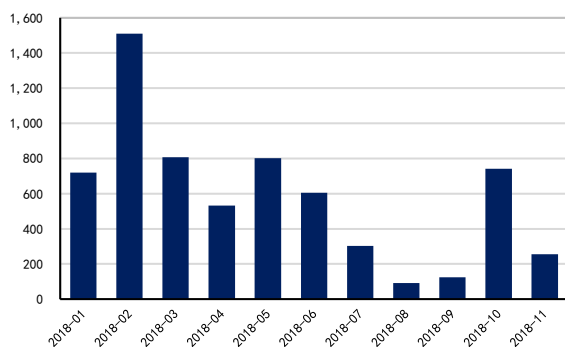
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

另外一点需要关注货币化棚改, 这是 2017-2018 年房地产市场超预期的最大因素。根据我们去年年报的分析, 棚改带动了超过 20% 以上的房地产销售和投资, 是一块不折不扣的增量部分, 如果这一部分受到影响, 对房地产投资的影响可想而知。

12 月 4 日, 据 21 世纪经济报道, 在 2019 年的棚改计划中, 政府购买服务模式将被取消, 对于新开工的棚改项目, 取而代之以地方政府棚改专项债为主要融资方式。

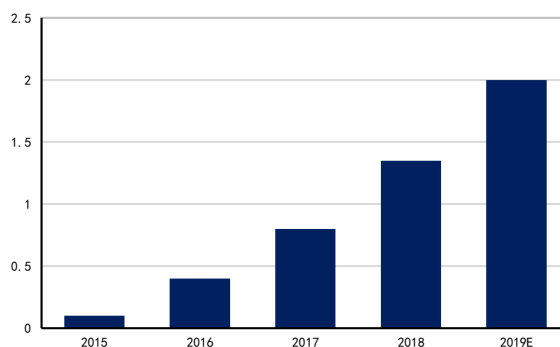
一般而言, 棚改的资金来源包括: 政策性银行专项贷款、商业银行贷款、财政拨款、平台棚改债、专项债。其中政策性银行为最主要的资金输出口, 根据 2016 年和 2017 年住建部已公布的棚改年度投资数据以及政策行贷款规模, 政策行的资金占比分别为 79% 和 71%; 再具体看 2018 年 10 月底棚改开工量基本达标对应的投资已超 1.5 万亿。但是政策收紧的趋势开始出现, 下半年以来贷款规模应该有不小的收缩, 8-9 月地方专项债发行高峰对其挤出尤为明显, 考虑到下半年投放节奏偏慢, 预计政策行全年的贷款规模在 1.1 万亿左右, 在棚改资金中占比 71%。如果再纳入 3000 亿的专项债, 两个主变量将贡献 1.4 万亿, 占比合计将高达 90%。

图表 39: PSL 月度新增量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 40: 专项债规模及预测 (万亿)



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

在此基础上,我们做一个简单的测算。从需求端来看,棚改资金主要取决于明年棚改项目的落地进度。根据新三年的棚改攻坚计划,2018-2020 年将改造各类棚户区 1500 万套,在今年计划完成 580 万套的基础上,假定明年的改造目标为 500 万套,以今年的开工套数与投资规模推算,明年的棚改投资在 1.3 万亿左右,按正常逻辑其中的 1.17 万亿将由政策行贷款与专项债解决。可是当政府购买取消后,政策行资金传导受阻,专项债面临较大压力。

再从供给端看,我们认为明年专项债总量将继续大幅扩大,结合往年专项债限额的变动趋势,我们预计 2019 年地方政府专项债限额将至少新增 2 万亿。考虑到存量专项债的发行结构中,土储、棚改、收费公路三者为主要构成(比例大约为 6:3:1),保守估计 2019 年棚改专项债有 6000 亿的配额。因此,供需两端相结合,如果政府购买棚改模式取消,仅依靠专项债融资,那么明年棚改还有接近 6000 亿的资金缺口。

总结来看,房地产市场同样符合金融资产的量价属性,即价格上涨过程中成交量能够维持高位,而在价格震荡或者下行阶段,房地产成交量即销量难有爆发式增长的可能。由于控制房价过快上涨以及房住不炒的政策难出现全面转向,2019 年房地产投资将呈现逐级走低的态势,预计一二线城市政策有所放松,但是难以看到全面转向,我们预计 2019 年房地产投资增速全年维持在 5%-7%之间的概率较大。

基建板块在 2018 年的表现用差已经无法形容,作为供给侧改革和去债务双重挤压的板块,其下行可谓是断崖式的,导致今年固定资产投资增速从 7.9%持续下滑至 8 月份的 5.3%。众所周知,制造业、基建及房地产开发投资是固定资产投资最主要的三大领域,2017 年末占比分别为 31%、27%和 17%,合计约 75%。年初以来制造业投资持续上升,房地产开发投资基本稳定,而基建投资大幅下滑,拖累固定资产投资整体增速。

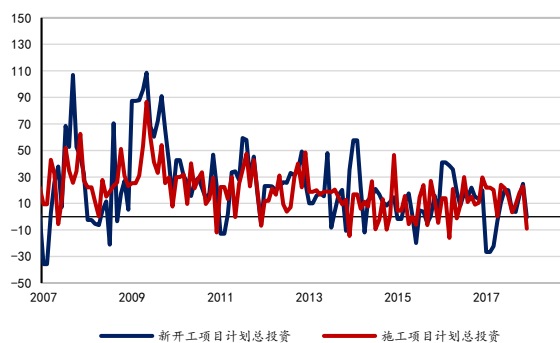
对于基建投资下滑的原因,政策因素是主要的。自 2018 年 3 月由国务院政府报告奠定“降杠杆、控风险”主基调以来,全社会信用收缩与社融增速下滑明显,对高垫资、高杠杆、回款难的建筑装饰企业业务拓展形成较大制约。同时,过往两年发展迅速、为我国各地大型基建项目推进带来积极变化的 PPP 模式亦遭遇政策严监管,叠加下半年正在进行的各地政府债务大排查,导致建筑行业今年以来普遍出现融资面偏紧、流动性紧张以及偿债压力加剧等情况,政策面利空因素较强,对基建投资形成强力压制。

图表 41: 基建投资单月增速: 同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 42: 新开工和施工项目计划投资



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

作为宏观经济托底的重要因素, 基建的重要性不言而喻, 政策对基建的影响也很大, 政策一旦放松, 基建投资增速几乎是立竿见影。2018 年 7 月份以来, 政策出现了明确转向。7 月 23 日国常会要求加快专项债发行进度及稳健的货币政策要松紧适度后, 政策层面出现边际改善信号。10 月 31 日, 国务院发布 101 号文, 明确包括铁路、公路与水运、水利、机场、能源、生态环保、农业农村、社会民生及脱贫攻坚九大投资领域具体投资方向。结合 9 月 18 日发改委就加大基础设施等领域补短板力度举办发布会, 基建政策彻底转向。

图表 43: 基建刺激政策一览

日期	决议或文件	内容
7 月 23 日	国务院常务会议	1. 加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度 2. 稳健的货币政策要松紧适度
7 月 31 日	中央政治局会议	1. 做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作 2. 加大基础设施领域补短板的力度
9 月 18 日	补短板新闻发布会	1. 确保已开工项目顺利实施, 加快年内新开工项目进度 2. 充实未来两年的重大项目储备, 加快推进前期工作
10 月 31 日	国务院 101 号文	1. 明确九大重点领域和十大配套措施 2. 鼓励地方依法合规采用政府和社会资本合作 (PPP) 等方式

资料来源: 新闻综合, 中投期货研究所

总体来看, 基建投资取决于需求、意愿和能力。短期来看, 经济下行压力仍然较大, 基建稳增长必要性仍然存在。资金决定基建投资的能力, 明年财政支出、非标、城投债等增速预计将下滑, 专项债和 PPP 将贡献增量, 但是空间比较有限, 政府性基金的变化则取决于房地产政策是否会出现放松, 为资金端的重要变量。我们判断基建资金将会有小幅增长。需求方面, 经过高速路网、铁路网的主干线建设后, 铁路、城轨、公路等在未来两年的投资增速预计都会出现下滑, 基建投资方向将主要以补短板与原有线路加密为主。目前基建投资基数已经很大, 增长空间很难与 2008 年时同日而语。预计 2019 年基建投资增速好于今年, 预测增速区间在 6%-9%。

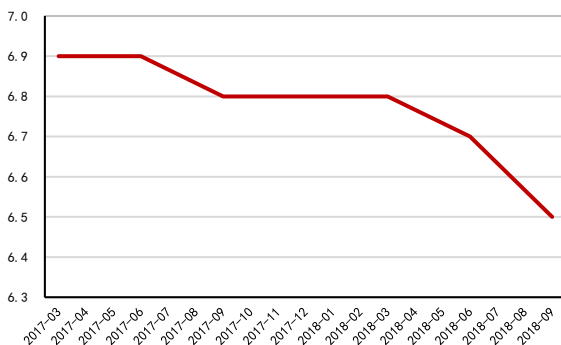
总结 2018 年的经济状况, 内需持续下滑, 外需受到贸易冲突的挑战, 经济面临着内忧外患的双重压力, 这种情况在历史中也较为常见, 但是经过三轮加杠杆之后, 目前我国的企业债务率都处于历史顶峰, 政府和居民部门债务上升速度过快, 处于风险累积期, 中国经济的整体债务率也处于 250% 的历史顶峰, 和美国次贷危机之前的水平十分接近, 很难有上升空间了。由于这一次没法通过举债来解决问题, 因此市场必须有一个出清的过程, 这意味着不能以简单的经济周期看待这次经济回落。

2019 年商品市场展望：工业品利润率受到挤压 逢高可顺势抛空

下游需求不足、上游供应充足 上游行业利润收窄

2018 年我们策略报告的观点是《宏观经济有序回落 工业品价格重心下移》，从全年宏观形势和工业品价格走势来看，我们的看法基本上得到市场验证：2018 年前三季度 GDP 增速分别为 6.8%，6.7%，6.5%，呈现逐季回落的走势，而工业品价格在四季度大幅下滑，出现明显的回落。

图表 44: GDP 逐季走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45: 南华工业品指数走势 (2017-2018)



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

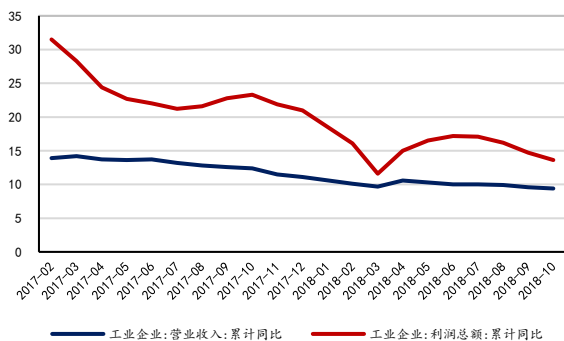
对于 2019 年的策略，我们认为供给侧改革带来的市场出清已接近尾声，一方面，过剩产能得到有效化解，大部分品种产能利用率回到 75 以上的合理区间，另一方面，供给侧改革与环保限产仍将存在，产能很难再度无序扩张。这样一来，在整体需求不发生急剧下滑的情况下，传统周期行业的供给和需求将维持基本平衡，上游行业在产业链利润的分配比例过高，有调整的需要，逐渐回归到合理水平之后企稳。因此，在没有强势的环保限产政策支持下，2019 年工业品脉冲行情可能低于 2018 年，逢高抛空可能是较好的策略，参考的标准就是行业利润率是否显著高于正常水平。

我们从行业和产业链的情况观测一下当前行业发展和利润率情况。从企业盈利的角度看，伴随着宏观经济下行和有效需求不足，预计企业盈利继续向下；库存方面，整体维持良性，上游价格高企，利润丰厚，但是在供给侧改革和环保政策的限制下，库存整体维持相对较低位置；从债务周期角度看，下游行业债务增速高于上游，上游产能出清更为彻底；从产能周期的角度看，上游行业资本开始速度加快，下游较为困难，扩张能力微弱。

从盈利的角度看，预计此轮盈利改善周期逐渐结束。这一轮工业需求改善周期始于 2016 年初，盈利改善出现得更早。由于供给侧改革政策改变了产业链内部的盈利分配格局，中上游行业的需求与盈利弹性明显高于下游行业。同样的原因，下游的工业消费品在利润分配格局中处在弱势，而且盈利弹性低于需求弹性。农业消费品受工业品涨价影响较小，需求与盈利的回升幅度大致相当。

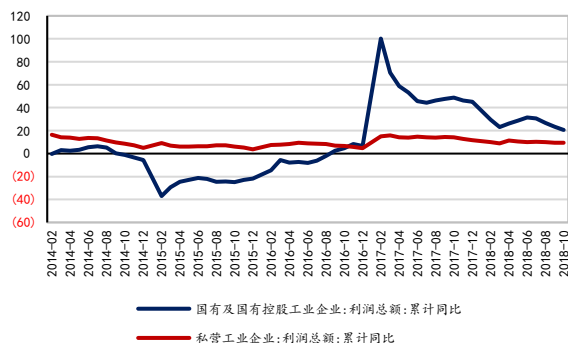
预计 2019 年各个大类行业的盈利增速将出现不同程度的放缓。随着供给侧政策的边际放松，上下游利润格局趋于健康化，我们判断中上游采矿业与原材料行业盈利将出现下滑，如果考虑到高基数影响，下滑幅度将比较显著。下游行业也同样处在盈利周期的后半段，但放缓幅度较低。

图表 46: 工业企业营收和利润



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

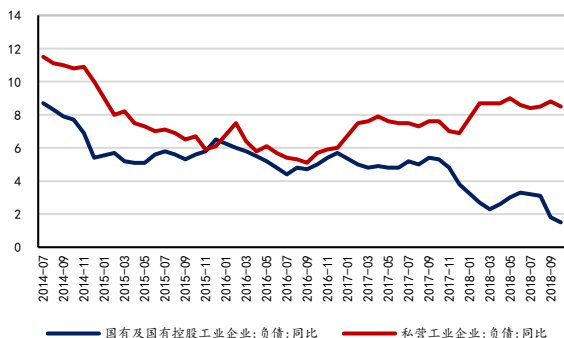
图表 47: 国企及私企利润增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

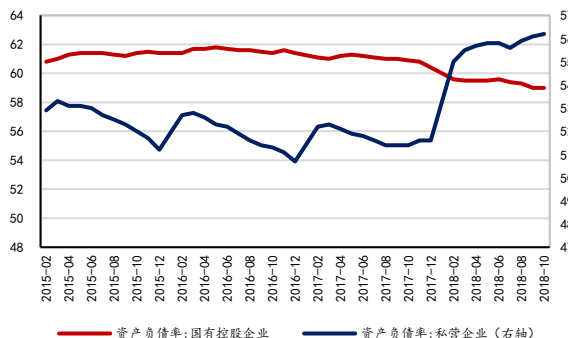
从债务周期看, 上游行业需求与盈利改善往往会带来资产负债表的扩张, 然而这一轮周期中债务扩张表现得比较缓慢。一方面, 中上游行业新增产能在政策效用下受到抑制, 自有盈利资金也足以应对资本开支; 另一方面, 产业格局的变化使得中上游杠杆向下游转移, 装备制造与消费业的负债扩张速度高于盈利增幅。在需求下行周期, 下游行业逐渐由被动加杠杆转向主动去杠杆, 资产负债表收缩调整的压力增大。

图表 48: 企业负债率增长分化



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 49: 国企和民企总体负债率变化

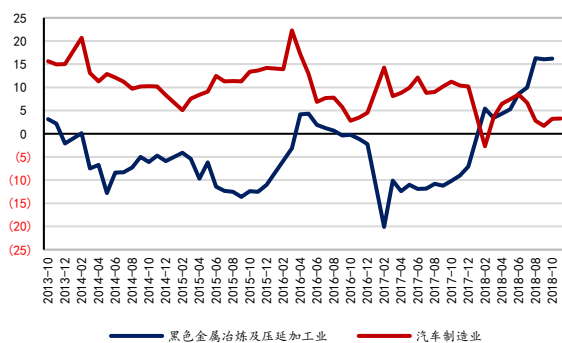


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从产能周期看, 供给侧改革对产能的抑制是非常明显的, 所以未来产能增长的力度, 与政策有很大关系, 如果按照当前的政策力度和方针, 产能扩张还达不到无序的程度, 意味着供应增长趋于理性。今年以来工业资本开支增速处在近几年较高水平, 但固定资产总量却并没有相应增长, 在需求下行周期中不易形成产能过剩与供需失衡。特别是中上游行业, 供给侧政策对新增产能限制比较严格, 尽管环保升级、技术升级以及政策要求等因素使得产能置换需求与资本开支增长较快, 但存量产能并没有显著扩张; 下游消费业盈利改善比较有限, 也没有出现大幅度的产能扩张; 真正实现产能规模增长的行业主要是技术改革驱动下的装备制造业。这意味着无论是产业链上游还是下游, 新增产能带来的规模扩张力度都比较微弱, 那么进入需求下行周期, 则不易形成产能过剩与供需失衡。

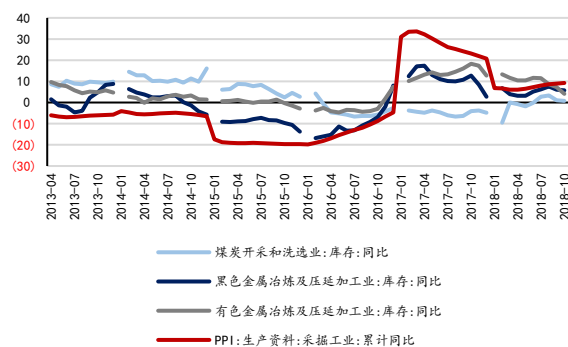
从库存周期看, 供给侧改革改变了传统的库存周期波动。2016 年至今, 供给侧改革政策抑制了工业品产量波动, 政策干扰作用使得主动补库、被动补库和主动去库三个阶段之间的界限并不明朗, 量价指标的判断规律也出现失灵。工业品价格波动是企业库存周期最直接的影响因素, 从历年周期表现来看, 库存的波动弹性也往往与价格弹性相一致。但这一轮库存周期受到供给侧限产政策的影响, 生产端受到抑制必然会影响库存的回补, 偏低的库存水平为供需缺口扩张与价格继续上涨提供了条件。表现在数据上, 就是价格弹性要显著高于库存波动的弹性。因此, 库存该补时没有充分回补, 那么在去化时也就很难显著去化。因此本轮库存周期对价格的影响有所弱化。

图表 50: 部分行业固定资产投资累计完成情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 51: 部分行业库存同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

工业品价格呈现抵抗式下跌概率较大

总结我们上述分析, 供给侧改革接近尾声, 对供应端的抑制开始放松, 供需两侧同时缩量, 价格增幅收窄将进一步压缩工业利润。而需求端的走弱使得 PPI 的涨幅收窄, 价格出现回落。正如前文中所提到的, 近三年工业企业利润增速提升是由于供给侧改革下库存降低带来的工业品价格上升, 背后事实上依赖于总需求的支撑, 当前价格随着总需求出现回落, 工业增加值表征的工业产出也失去需求和价格的支撑, 因此在量价齐缩的背景下, 后续工业企业利润还将继续放缓。

但是考虑到此轮供给侧改革并未显著增加供应量, 且严控新增产能, 至少从目前的角度看, 供给侧改革过程中只见盈利修复, 未见产出放量。从传统的产能周期来看, 盈利水平上升往往伴随投资和产能的扩张, 并将带动产出增加, 这可能带来供给过剩和盈利下滑, 从而压抑投资和产能的扩张。而若将工业增加值和工业企业利润作对比可以发现, 供给侧改革以来, 即从 2015 年末至 2017 年年中, 工业企业利润增速上行明显, 工业增加值增速基本却位于 6.0% 的中枢波动, 并无明显上行, 这意味着企业投资并未随着盈利水平的改善而大幅扩张。

具体到工业品策略上来, 我们认为大部分工业品抵抗式下跌概率较大, 主要原因是宏观向下的压力和供给侧改革红利的尾部释放形成矛盾, 部分周期错位的品种可能存在机会, 如晚周期进行供给侧改革的焦炭, 以及供应收缩严重, 产能集中度提升的 PVC 等品种。短期内宏观面下行趋势难以改变, 且我国将一段时期内处在去债务和去杠杆的进程中, 这意味着需要宽松的货币环境和新的增长潜力来为去杠杆营造一个较好的环境, 2018 年可以利用全球经济复苏的良好形势以及房地产等板块的刺激, 但是这些有利因素正在弱化, 因此 2019 年减税的力度将加大, 支持经济的发展, 但是减税的刺激效果显现较慢, 整体看宏观向下的压力相对于政策红利趋于尾声来说, 对工业品价格的影响更大, 因此, 对于高利润率的品种, 可继续关注逢高抛空的机会。

股指期货：确定方向，以时间换空间（张伟）

2018 年 A 股行情回顾

2018 年 A 股持续弱势

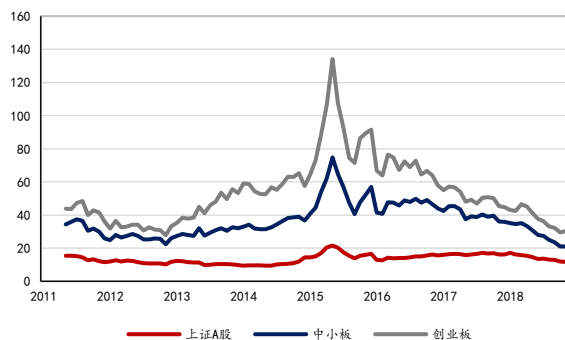
年初至今，A 股上证指数跌幅为 23.5%，深证成指跌幅更是超过 30%，主要指数跌幅全部超过 20%。如果从年初最高的 3587 点算起，到 10 月 19 日最低点的 2449 点，A 股今年最大跌幅达到了 31.73%。乃不折不扣的熊市年份。

图表 52：2018 年上证指数走势（周 K 线）



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

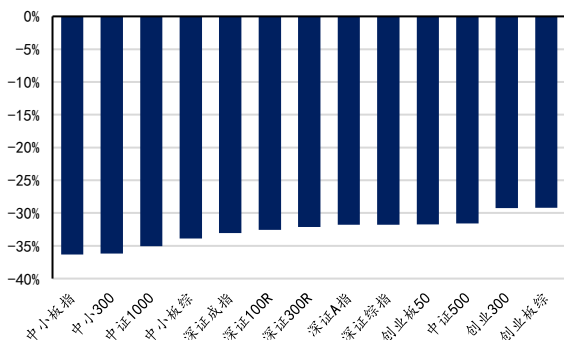
图表 53：三大指数市盈率走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

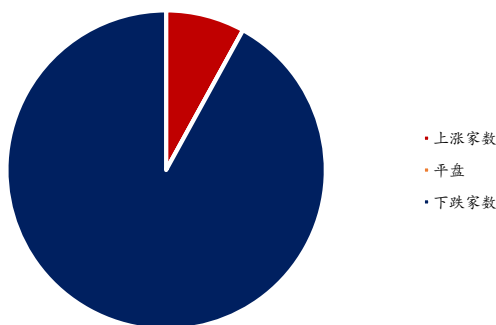
根据统计，截止 12 月 24 日，剔除掉新股（2018 年发行上市）的 3541 支股票涨跌情况，其中上涨 275 家，平盘 4 家，下跌为 3262 家，占比分别约为 8%、0%、92%，市场处于普遍下跌走势。分行业看全部行业出现下跌，代表新兴产业的中小创跌幅更大，主要是因为其估值处于高位，但是即使是传统的防御性行业也出现大幅下跌，显示此轮行情是典型的普跌行情。

图表 54：年初以来主要指数跌幅（截止 12 月 24 日）



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：年初以来上涨下跌公司数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从市场交易活跃度来看，2018 年市场交易明显下降，从 2017 年的 4500 多亿左右的日均交易金额，下降到 18 年下半年的日均 3000 多亿左右的交易金额，截止到 12 月底，沪市全年 9 次成交量低于 1000 亿元。从两融情况看，融资余额从年初的一万亿下滑到年底的 7600 亿左右，侧面印证了成交的清淡。

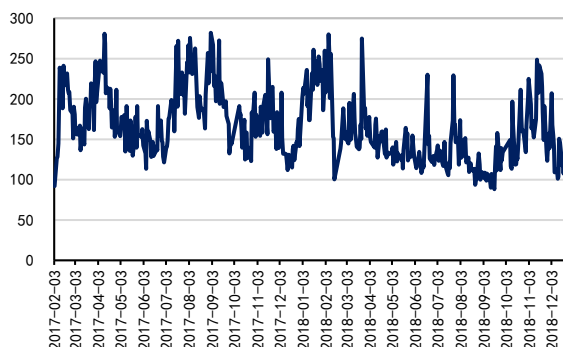
2018 年行情走势可以简而括之为“量价齐跌”。

图表 56: 融资余额



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 57: A 股成交量 (亿股)



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

A 股弱势归因: 内外交困

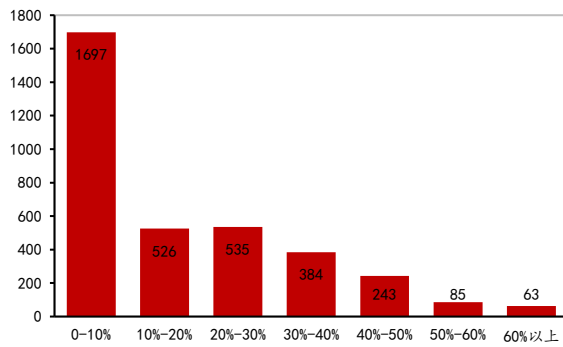
股市三大驱动因素来看, 影响 2018 年股市走势的主要因素由三个, 分别为: 贸易战影响下的市场情绪, 紧信用背景下的信用风险释放, 以及经济增速下滑下企业盈利面临的压力。2018 年这三大因素持续对市场形成压力, 成为压制市场的“三座大山”。由于上述因素并未完全缓解, 可以预见的未来是, 这三大因素仍将对 2019 年的市场形成一定压力。

先看贸易战的影响。在贸易争端的开始阶段, 市场认为这不过是数次历史性贸易摩擦的翻版, 不可能对中国经济造成多大影响, 认为中美之间的相互威胁只是时间问题, 所以市场并没有明显反应。但是在 6 月中旬, 中美双方正式承诺, 将在随后的一段时间内开始征收关税。这使市场迅速调整预期, 迅速认识到前期的想法存在与现实极大的偏差, 中美贸易战对处在去债务背景下的中国经济是一个严重打击。在这一条件下, 市场出现了较大幅度的下跌, 尤其是在中美贸易战两次关税落地的时点, 市场以持续大跌应对。所以从市场情绪上看, 中美贸易战是促使市场下跌的一个重要因素, 主要体现在对市场情绪的压制上。

其次是紧信用对市场的影响, 这个以股权质押的频繁爆仓为最终的引爆点, 对指数造成重击。股权质押作为 2015 年“非常规”牛市的后遗症, 在 2018 年偏紧的金融环境中得以爆发。从股权质押的量来看, A 股市场有 3553 家公司进行股权质押, 质押股份数量合计 6375 亿股, 参考市值合计 41956 亿。2016 年新增股权质押规模达到高点, 随后逐渐回落。以股权质押事件发生时参考市值计算的当年新增股权质押规模在 2013 年首次突破万亿, 并且从 2014 年起迅速扩张, 2014-2018 年每年分别新增股权质押 1.79、4.31、4.82、3.80、1.28 万亿。可以看出, 2016 年当年新增股权质押金额达到高点, 2017 年起逐渐回落, 但是存量已经达到很高的水平。按参考市值计算的未解押的股权质押规模高点达到 7.16 万亿, 而未解押的股权质押规模占 A 股当年总市值均值的比例也从 2015 年起快速上升, 从 2.77% 提高到了当前的 12.45%。随着股权质押存量规模不断增长, 解押压力也逐渐暴露出来。从质押期的统计规律来看, 质押起始日期与解押日期之间相隔天数平均值为 390 天, 这其中半年内解押的占比 19.92%, 半年至一年解押的占比 37.97%, 由于一年内完成解押占比接近 58%, 因此, 2018 年全年的股权解押规模将逐渐增长, 至 2018 年四季度达到峰值。

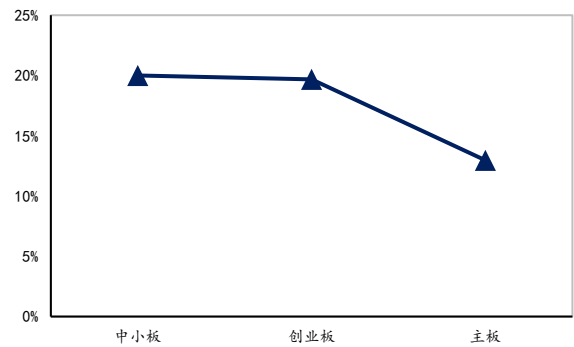
股权质押问题重挫中小盘指数, 成为二季度下跌的主要因素之一。2008 年之前股权质押几乎只有主板上市公司, 但是 2015 年“非常规”牛市后, 中小板股权质押市值占比从 2008 年的 9.53% 逐渐增长至 2014 年的 41.69%, 随后缓慢下降, 2018 年新增股权质押中, 中小板市值占比 27.99%; 创业板股权质押市值占比从 2010 年的 1.96% 增长至 22.04%, 中小创是股权质押新增的主要力量。

图表 58: 两市股权质押数量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 59: 不同板块质押比例



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

第三个是经济下滑对市场的影响, 宏观经济部门我们在宏观策略报告中已经阐述过, 从三季报看, 2018 三季度 A 股剔除金融板块的营收累计同比增速为 13.50%, 与中报 13.62% 基本持平。A 股非金融板块的归母净利润累计同比增速分别为 16.77%, 较中报下滑 5.96 个百分点, 上市公司盈利下滑明显。三大板块业绩均明显下滑, 中小创盈利增速下降幅度大于主板。

我们从盈利增速分解上看, 宏观弱势对上市公司的盈利影响很大, A 股三季报显示, 营收与投资收益增速下行致盈利增速下滑。将剔除金融板块的 A 股整体的净利累计同比增速进行了拆分, 观察各个科目对盈利的影响。并将影响程度与二季度对比, 从数值上看, 营业收入下降 9.81%、投资净收益下降 2.40%, 对利润的影响最大, 由此可见, 宏观经济下行背景下, 企业盈利增速难以超越宏观趋势, 企业盈利增速下滑, 意味着市场非但缺乏上涨动能, 反而存在挤压估值的压力。

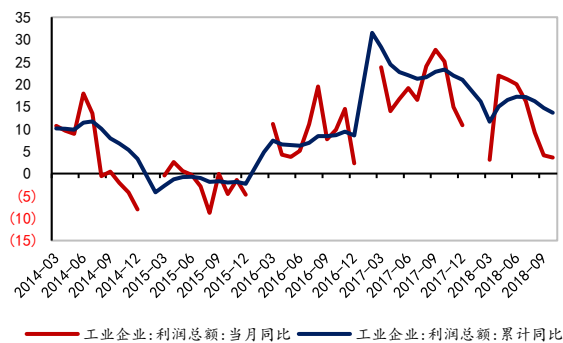
A 股面临的宏观背景短期内难以反转

经济下行趋势压制企业盈利

从企业的角度看, 企业的营业收入取决于产量和价格, 主要受工业增加值及 PPI 影响。营业收入在 2018 年随着 PPI 下滑而下滑, 2018 年末及 2019 年, 工业增加值及 PPI 均有下滑预期出现时, 营业收入增速或继续下滑。

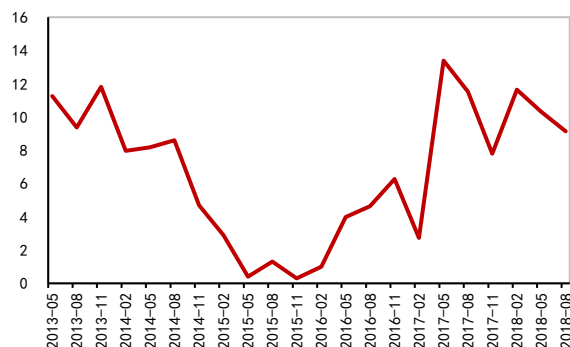
三季度来看企业营收面对的量价齐跌状况已经非常明显。从 1-10 月份数据看, 规模以上工业企业利润总额累计同比为 13.6%, 较 1-9 月下滑 1.1 个百分点, 主营业务收入累计增速小幅下滑 0.1 个百分点至 9.3%, 利润率保持 6.44% 不变。10 月单月利润增速继续下滑, 10 月增速 3.6%, 较 9 月继续下滑 0.5 个百分点。由于利润总额等于营收乘以利润率, 而营收可用工业增加值乘以 PPI 作为量、价两端的替代指标, 所以利润率、工业增加值、PPI 是影响利润的主要因素。分析来看, 10 月工业企业利润数据的走弱受到的是价格与利润率两个方面的拖累, 这个非常有代表性。数量方面, 10 月工业增加值累计增速保持不变, 价格方面, 10 月 PPI 累计同比增速下滑 0.1 个百分点至 3.9%, 同时 10 月利润率的累计同比增速也下滑 1.4 个百分点。由此, 价格与利润率两个因素对利润总额增速的支持减弱, 是 10 月利润增速下滑的主要原因。

图表 60: 工业企业利润



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

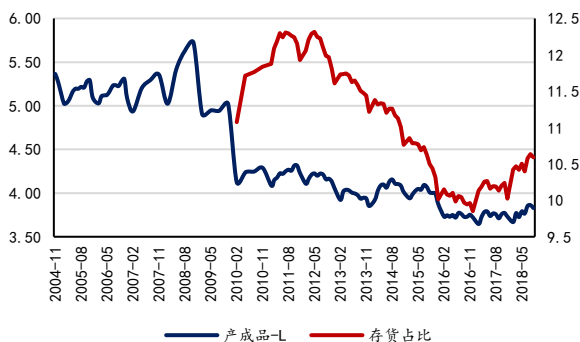
图表 61: 工业企业: 营收增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

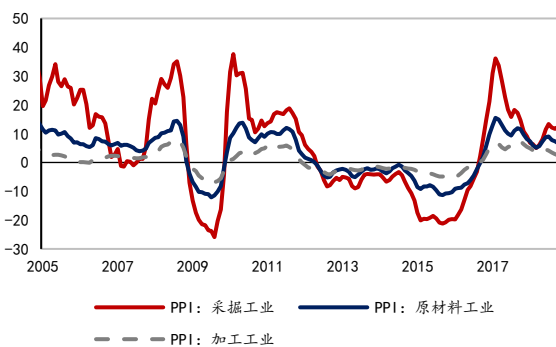
从小周期看, 工业企业库存有望逐渐从被动补库存逐渐过渡到主动去库存。产成品周转天数与库存增速上升, 仍表现为被动补库迹象。10 月累计的产成品周转天数继续上升 0.2 天至 17.1 天, 不仅与前两年同期相比明显保持高位且有趋势上升的迹象; 名义产成品库存累计增速较上期上升 0.1 个百分点, 实际产成品库存增速上升 0.2 个百分点。工业增加值增速并未上升的同时, 实际产成品库存增速却有小幅上升, 体现出被动补库的迹象, 也即库存的增加是弱需求而不是强生产, 这也与产成品周转天数高位上升所体现的弱需求特征相互印证。

图表 62: 产成品库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 63: 上下游的 PPI 走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从结构上看, 国企表现较强, 但是持续性根本无法保证, 主要是因为供给侧改革接近尾声, 政策红利逐渐消失。1-10 月份国企、外企、股份制利润总额累计同比增速分别下滑 2.7、0.1、1.4 个百分点, 至 20.6%、5.6%、17.7%, 私营企业利润增速保持 9.3% 不变。从增速水平上看, 国有企业的盈利状况仍是明显强于其他企业。国企盈利边际下滑幅度较大应该是受各类企业的行业分布差异影响所致, 国企相对更多地集中于前期工业品价格大幅上涨的上游行业, 所以在当前价格效应连续走弱的当下, 利润增速的降幅也会相对更大。

因此, 无论是量还是价的角度看, 企业营收和利润下行的趋势短期内难以改变。目前原油价格已经出现暴跌, 这会对整个工业品的价格重心产生重大影响, 加上环保限产放松, 11 月重要工业品价格明显走弱, 油价、钢材、煤炭 11 月均价均明显下滑, PPI 环比增速将大概率转负, 再叠加相对较高的基数, 预计 PPI 同比将加速回落; 而去年利润率的基数会在 11 月与 12 月接连显著走高, 由此利润率增速对利润增速的贡献预计也会有明显走弱。

图表 64: 2018 年 A 股盈利增速和营收增速: 逐季走低

	净利累计同比 (%)			营收累计同比 (%)		
	2018 年一季度	2018 年二季度	2018 年三季度	2018 年一季度	2018 年二季度	2018 年三季度
主板	12.57%	14.32%	11.02%	9.69%	11.07%	11.30%
主板非金融	21.31%	25.01%	19.56%	11.46%	12.34%	12.53%
主板非金融非石油	20.71%	21.49%	14.89%	12.09%	12.22%	11.35%
中小创整体	22.19%	13.25%	5.73%	23.92%	21.06%	18.87%
创业板整体	31.23%	10.83%	1.66%	21.29%	19.63%	17.39%
创业板剔除温氏乐视	37.47%	14.25%	3.08%	25.17%	22.04%	18.97%
中小企业板整体	19.19%	14.11%	7.21%	24.61%	21.46%	19.27%
中小企业板剔除金融	20.86%	15.63%	8.32%	24.98%	21.75%	19.52%

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

对于 2019 年的 A 股盈利增速, 可以通过 GDP 等宏观数据初步估算, 营业收入通过实际 GDP 增速+ (PPI+CPI) / 2 来进行测算; 而净利率的相关影响因素主要有毛利率和 PPI 与 CPI 的差, 而毛利率则受 PPI、工业增加值、固定资产投资额、南华工业品指数共同影响。通过实际 GDP 增速+ (CPI+PPI) / 2 测算, 2019 年全部 A 股剔除金融后营业收入同比增速为 6.7%。2012 年后, 实际 GDP 逐渐走平, 全部 A 股 (非金融) 的营业收入增速水平却在 2015 年后出现较为明显的波动, 二者走势背离。我们在实际 GDP 增速的基础上进行调整, 加上 CPI 与 PPI 增速的均值后, 全部 A 股 (非金融) 的营业收入累计同比增速与其走势呈现出比较明显的相关性。根据测算的 2019 年全年实际 GDP、CPI、PPI 的累计同比增速, 测算得 2019 全年的营业收入累计同比增速为 6.71%, 前三季度的累计同比分别为 7.78%、6.32%、6.98%。

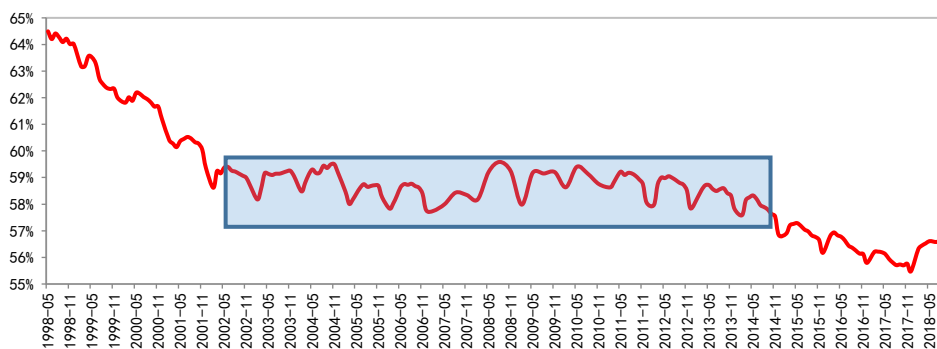
通过毛利率和 PPI-CPI 测算, 预计 2019 年的 A 股非金融企业的净利润同比增速为 5.05%。PPI-CPI 与毛利率分别从宏观和微观两个角度对 A 股非金融企业的净利率显示一定的相关性特征。对 2005 年以来三者的季度数据进行回归拟合, PPI-CPI 和毛利率相结合, 对净利率的解释程度将近 70%。测算的 2019 年毛利率的基础上, 以及 PPI 与 CPI 数据, 预计 2019 四个季度的净利率分别为 5.91%/5.84%/5.9%/5.95%。根据测算所得的营业收入同比增速和净利率, 结合目前已公布的 2018 年三季报, 测算得到 2019 全年 A 股非金融企业净利润同比增速为 5.05%, 前三季度的增速分别为 1.05%、-4.9%和-0.64%, 盈利增速或将于 2019 年二季度触底。预计全部 A 股 2019H1/2019 全年的盈利增速为 2%/5%; 全部 A 股剔除金融 2019 一季度和全年的盈利增速分别为 2%/8%。整体而言, 在经济温和调整和 2018 年上半年较高基数的背景下, 我们预计 2019 年主板的盈利增速在一、二季度仍将持续调整, 三、四季度将有所回升。

宏观环境难以彻底改观 但是政策底明显

国内政策上看, 严控债务增长速度是一个长期的国策。中国长期债务周期见顶, 地方政府、企业和居民的高杠杆都蕴含着较大的系统性风险。去杠杆、恢复经济长期增长动能将会是未来 3~5 年的一个长期政策基调。

18 年下半年以来, 为了对冲宏观经济下行过快、中美贸易争端的影响, 宏观政策暂时转向稳杠杆, 但去杠杆的大方向始终没有改变。在长期去杠杆周期中, 政府对于经济下行的容忍度更高, 不再把经济增长的绝对值作为调控目标, 而是更多的把防控金融系统性风险作为工作重心。

图表 65：中国工业企业负债率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

正如我们上文提到的，2019 年上半年经济面临的压力仍然较大，在经济下行压力下，稳增长的政策会加大。从过去的经验来看，托底经济增长往往预示着杠杆率的上升。在企业、居民、政府三大部门中，谁还具有加杠杆的空间？

全社会杠杆率已处高位。随着轮番政策刺激，我国非金融部门的杠杆率水平从 135% 飙升至 2017 年底的 251%。我国非金融部门的杠杆率与发达经济体相接近，远远高于其它新兴经济体，债务水平和经济发展阶段不相适应。高企的杠杆率导致我国非金融部门的债务负担越来越重，新增融资对经济的刺激作用越来越弱，同时也导致整个经济和金融体系的系统性风险越来越高，加杠杆的空间越来越小。

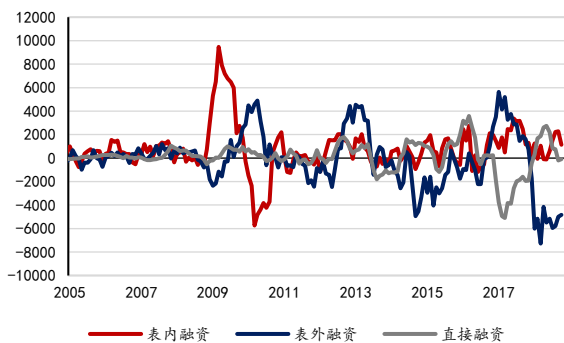
企业杠杆最高，难以“轻装”前行。从结构上来看，我国非金融企业部门的杠杆率是全球最高的，即使扣除地方融资平台债务，企业部门债务率仍有 118%。过去几年，为了化解企业部门的债务问题，进行了供给侧改革，但企业部门的杠杆率水平仅是略有降低，也带来了一些新的结构性问题。归根到底是因为我国采取的是保守“疗法”去杠杆，尽管没有像欧美国家去杠杆那样导致危机，但也正是因为没有经历过企业破产出清的过程，我国经济也持续受到高杠杆率的困扰，难以“轻装”前行。而且在整体依然要防风险的前提下，资管新规大方向未变，宽信用的效果有限，预计 2019 年债务负担过重、经营效率较低的企业可能面临出清压力，被动去杠杆。

居民债务过重，加杠杆会面临较大的风险。目前我国居民杠杆率 48.4%，低于发达经济体的平均水平 76.1%。但是由于中国居民收入占 GDP 比重偏低，所以家庭债务/GDP 的测算杠杆率方式会低估中国家庭部门债务问题的严重性。以家庭债务/家庭可支配收入测算较为合适。然而，最值得担心的是债务水平的增长速度，2017 年末，中国家庭部门杠杆率在过去 5 年上升了 18.7 个百分点。相比之下，2008 年金融危机爆发前，美国家庭部门杠杆率在 5 年之内的上升幅度也不过 18.8 个百分点。2010-2017 年，中国居民储蓄存款增长从 16% 下降到 7.7%，家庭债务占 GDP 的比重由 33% 大幅上升至 48.4%。居民加杠杆，在一定程度上反映出了经济的发展、结构的优化和金融效率的提高，是具有积极意义和进步意义的，说明我国这么多年来发展成果确实也到了由居民共享的阶段，这背后是经济总量的做大、居民收入的提升和金融支持的跟进。但是，我们也必须高度警惕，居民杠杆毕竟不是直接的生产型杠杆，这两年来居民杠杆的大幅提升，并不是一个正常的、可持续的和可良性循环的现象。

政府托底经济，未来加杠杆主力。在居民和企业加杠杆空间不大，且都有被动去杠杆压力的情况下，经济会面临较大的下行压力，要托底经济，预计明年政府部门将成为加杠杆的主力。预计政府部门 2019 年或主要通过以下三条政策措施加杠杆：继续减税降费；专项债额度有望上调；地方政府隐性负债有继续显性化的可能。

综合考虑来看，政府加杠杆的力度也会受到预算约束的限制，且基建对经济的支撑力度有限，从历史经验来看，房地产投资和经济增速更相关。而房地产投资或将趋于下行，经济新旧动能转换期间，仍将经历阵痛。

图表 66: 严控债务增量: 表外融资骤降



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 67: 地方债存量及增量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

7月23日, 人民日报发文定调, “去杠杆初见成效, 我国进入稳杠杆阶段。”但是存量债务如果无法消化, 仅仅控制债务增量意义不大。中国的整体债务水平已经过了红线, 增量放缓不等于没有增量。依靠债务支撑经济的模式需要尽早结束。不论是解决公共债务危机还是全社会债务危机, 解决办法根本靠供给侧结构性改革; 靠经济发展拉动税收增长; 靠合理的产业结构获取经济收益、平衡国际收支; 靠去杠杆、降成本、补短板, 去过高的财政杠杆、金融杠杆, 减少赤字, 约束财政透支, 让财政债务与 GDP 比重平衡; 靠经济要素供给总量合理、结构相对均衡。因此, 所谓的稳杠杆更多是政策的结构性调整, 而不是政策的转向或者重走老路。

估值优势显现 市场下行空间有限

当前 A 股具备较强的估值优势

目前 A 股整体估值处于历史低位。估值受到股价和 EPS 两重因素的驱动, 是盈利增长预期和贴现率的博弈的结果。以全部 A 股为例, 在 2007-2008 年和 2010-2011 年的这两段估值不断下行的区间内, 上市公司业绩几乎估值的核心主导因素。而在 2015-2016 年这段时间内, 虽然盈利增速不断下降甚至到负增长, 整体 A 股的估值下降趋势并不明显, 因为这个时候无风险利率的不断下行对冲了一部分估值下降的压力。目前上市公司整体的盈利增速处于探底阶段, 2019 年也将保持这种趋势, 可能会对于估值提升造成拖累; 但是无风险利率已经跌穿 3.5%, 未来整体 A 股估值下跌空间有限。而这样的大环境对于中小创估值提升带来一定的有利因素, 未来商誉问题出清以及并购重组的再次崛起都将带动创业板业绩的表观增长; 同时, 中小创的绝对估值处于高位但是相对估值却在持续下滑, 而以上证 50 为代表的蓝筹板块的估值情况则刚好相反, 中小创板块的估值吸引力不断增强。

图表 68: PE (TTM) : A 股整体剔除金融服务



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 69: PB (LF) : A 股整体剔除金融服务



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从市场的状况看, 当前市场的支撑和压力都明显存在: 优势上看, 政策底已经出现, 市场估值有一定优势。不利因素: 宏观下行对企业形成压力、美股下行影响以及市场情绪。

不利情形我们已经讨论过, 现在重点讨论一下市场的支撑因素。

A 股的政策底已经出现, 10 月份央行行长易纲、证监会主席刘士余、银保监会主席郭树清集体喊话, 随后股份回购政策多方面的放开, 政府与保险参与股票质押问题的纾解, 优化交易监管, 减少不必要的干预等一系列政策出台, 标志着政策底正式出现。由于政策底往往遭遇市场底, 统计 2005 年、2008 年、2012 年和 2016 年的政策底和市场底之间的时间关系, 发现政策底通常早于市场底约 1-4 个月。定义政策底较难, 因为利好政策在市场下跌过程中不断释放, 并随着市场下跌, 政策力度不断提升, 我们以见底前最重要的利好政策作为政策底的标志。因此, 从当前一系列的政策来看, 政策底已经出现。

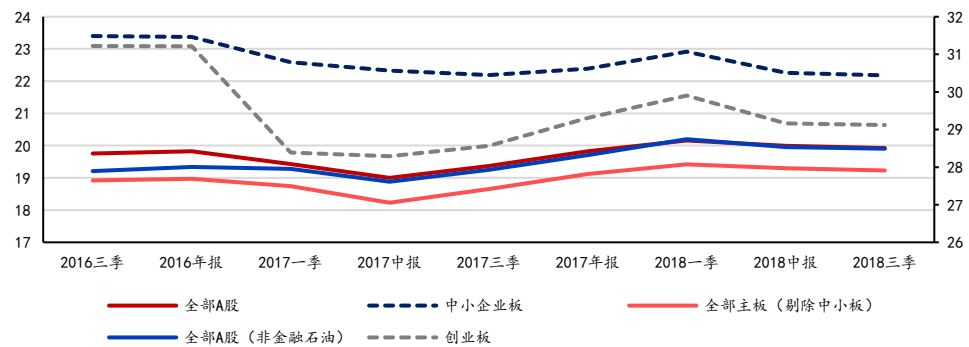
政策底作用于股市的逻辑归根结底还是在于信心的重拾。政策的宽松体现在财政、货币和资本市场改革三方面, 短期维稳预期, 中长期作用于盈利和估值。财政政策方面, 主要包括增加财政支出、优化税收结构, 以推动宏观经济基本面的企稳回升; 货币政策方面, 降准降息和公开市场操作为市场注入流动性, 价格方面无风险利率下行, 数量方面可贷资金供给增加; 资本市场改革方面, 降低股票交易成本, 鼓励长线资金入场, 以及提供更有有效的融资支持。回顾过去四轮底部, 政策底是一系列政策出台的过程, 每一轮大多先伴随着货币政策的宽松, 资本市场改革先于财政政策改革, 货币政策宽松提供流动性支持, 资本市场改革助力企业融资, 财政政策直接作用于宏观基本面的维稳。

从估值的角度看, 估值底出现以后, 市场也进入大的底部区间。从前四次的底部来看, ROE 与净利润增速的见底时间高度一致, PE 与 PB 的见底时间也高度一致。ROE 与净利润增速在 2006 年第 1 季度、2009 年第 2 季度、2013 年第 1 季度和 2016 年第 1 季度四次见底, 并出现较为明显、持续的回升。PE 和 PB 在 2005 年 7 月底 (PB 为 2005 年 11 月底)、2008 年 10 月底、2011 年 12 月底 (PB 为 2012 年 11 月底)、2016 年 2 月底见底。可见 ROE 与净利润增速、PE 与 PB 分别具有高度一致的见底时间。

从估值提升的角度看，内在的增长动力仍是核心，这里我们需要关注 ROE 的走势，由于 $PB/ROE=PE$ ，因此 ROE 的回升是估值提升的基础之一。PB 与 ROE 均与净资产的有密切关系。PB 反映了股权的溢价倍数，ROE 则反映了股权资本的回报率，二者均与净资产有密切关系。结合 PB 与 ROE，能够初步确定公司是否具备较高价值创造力且估值低。即使估值不发生明显抬升，较高的 ROE 也会带来较好的回报：假设一家企业没有分红和资本运作，那么在 PB 不变的情况下，股价回报率就等于 ROE。如果股价增速不及 ROE，则意味着 PB 进一步回落，企业的长期投资价值进一步提升，未来重估的概率进一步加大。

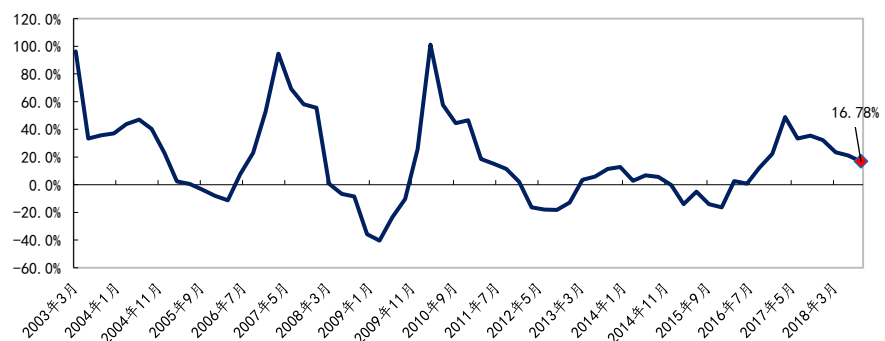
分板块看，主板 ROE 从 2016 年四季度开始上升，到 2018 二季度达到高位，2018 年三季度略有下滑。主板 ROE 的下降主要是因为总资产净利率的下降。在总资产周转率不变的情况下，销售净利率下降是总资产净利率下降的主要原因。中小板的 ROE 在 17 年四季度达到高位，2018 年一季度大幅回落，随后逐季上升。创业板的 ROE 至 2017 年底达到低点，2018 年一季度稍有回升，2018 年三季度与二季度基本持平。创业板的销售净利率下降，ROE 的变动趋势主要是由总资产净利率和权益乘数的变动而引起；中小板的销售净利率和总资产周转率同时下降，带动总资产净利率下降，但权益乘数提升，ROE 变动幅度不大。虽然盈利水平整体下降，但 ROE 的水平并未受到大的影响，从各板块 ROE 的水平来看，ROE 仍然有一定韧性，但是回升的动能也比较有限。

图表 70: PE (TTM) : 部分指数板块毛利率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

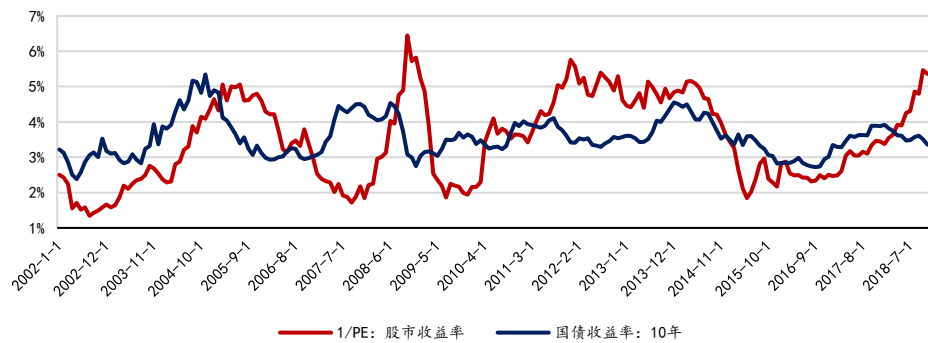
图表 71: PB (LF) : A 股业绩增速



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从大类资产的角度看，明年利率在目前基础上仍会下行并保持在低位，但空间可能在收窄，也即无风险债券将在前半段表现较好；A 股的持有价值上升，并且随着时间推移机会逐渐增大。而从估值的角度看，此前三次大底中，股债风险溢价比极值为 6.8%，而目前该比例已达到 5.1%，股票投资的吸引力将逐步凸显，显示股票具备一定的估值优势。

图表 72: 股票和债券市场估值比较



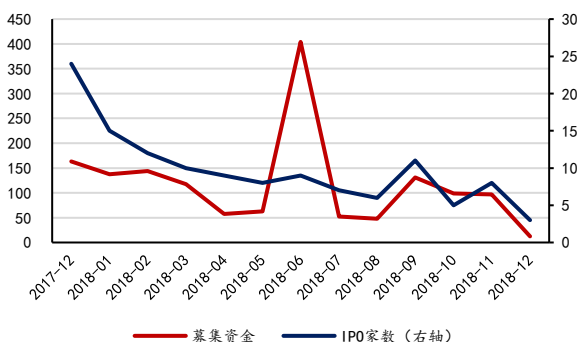
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

资金面: 市场有望迎来增量资金

从资金面的角度看, IPO 融资规模有望下降, A 股纳入 MSCI、沪港通、沪伦通等资金加大入场, 保险资金入市门槛放宽, 加上当前极低点位情况下的吸引力, 预计 2019 年资金流入量将增加。

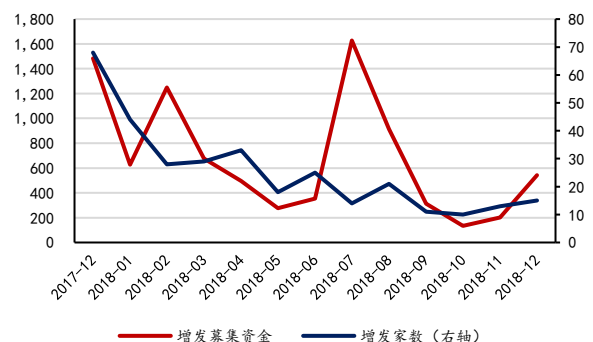
从备受关注的 IPO 来看, 新股发行速度逐渐放缓。经过 2017 年的加速发行消化排队之后, IPO 堰塞湖的问题得到实质的解决。而相比 2017 年的发审速度, 2018 年 IPO 审核则整体趋严, 呈现速度放缓、通过率低、终止审查力度大、要求更加细化等特点, 但 10 月份之后有所微调。从数据来看, 今年截止至 11 月 30 日, IPO 首发上市企业 100 家, 相较于 2017 年同期 414 家成明显下降态势; 发审委共审核公司 187 家, 其中 102 家通过, 通过率为 54.55%, 与今年上半年通过率 48.74% 相比有所提升, 但与去年同期通过率 78.56% 相比回落较大。IPO 排队企业已下降至 231 家。IPO 融资规模有所下降, 截止到 11 月, IPO 融资规模约为 1349.7 亿元, 较去年同期下降 37.8%。IPO 最大月份主要集中在 6 月份, 约 404 亿元。而在再融资方面, 今年截至 11 月, 融资规模约为 9822 亿。其中增发融资 6845 亿元, 可转换债 894 亿和可交换债融资 555 亿元, 配股融资 228 亿元。

图表 73: IPO 及募集资金金额



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 74: 增发股票及募资金额



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从重要股东二级市场增减持方面来看, 2018 年截至 11 月, 整体 A 股累计净减持 738 亿元, 其中累计增持 1651 亿元 (去年 1862 亿), 减持 2388 亿元 (去年 2014 亿)。相较于去年同期 A 股累计净减持 152 亿元, 今年整体净减持规模明显增大, 主要集中在 7 月份 (-195 亿元) 及 9 月份 (-187 亿元)。2019 年大小非解禁市值约为 2.6 万亿, 相比于 2018 年有所回落, 解禁集中在 2019 年下半年。

而在回购方面, 随着回购制度的不断完善, A 股上市公司 2018 年的回购力度明显加大, 催生了新一轮的回购潮。数据显示, 今年截至 11 月 30 日, A 股共有 939 家公司启动股

份回购流程，实际完成回购总金额达到 363.27 亿元，预计总回购的股份总数达 180.15 亿股，回购预案金额至少达到 976.02 亿元，并持续有上市公司发出回购预案公告。

增量资金方面，保险资金值得期待。首先是保险资金方面，从数据来看，截止 2018 年 9 月，资金运用余额 158,738.64 亿元，较年初增长 6.39%；其中股票和证券投资基金 20,605.68 亿元，占比 12.98%。而 2017 年年末，资金运用余额 149,206.21 亿元，较年初增长 11.42%，股票和证券投资基金 18,353.71 亿元，占比 12.3%。目前管理层给与保险资金有 30% 的投资上限，目前保险投资证券市场的比例还远低于上限水平。不过可以看到，保险资金近两年投入证券市场的比重均有小幅提升，也是政策鼓励方向。我们预计 2019 年保险入市步伐将持续，并且入市比例有望继续提升。初略预估，我们预计险资在 2019 年入市资金规模有望达到 4000 亿元。

截止到 2018 年 11 月 30 日，公募基金今年发行股票型基金 1160 多亿份，发行混合型基金 3140 亿份。目前公募整体发行节奏和规模处于略偏弱格局。考虑到 2019 年市场走势仍不明朗，不过未来科创板以及战略投资基金的陆续成立，有望带动基金发行节奏适度加快。预计 2019 年公募基金发行带来新增资金约为 2000 亿元。

目前通过各地政府、券商、险资成立或拟成立的纾困专项基金规模或达 5000 亿元，但实际成立或到账资金会低于目标，但仍是承接市场股票质押方面压力的重要资金来源，将在 2019 年对面临股票质押风险的上市公司带来资金支持。

今年截止到 11 月底，累计通过沪深股通，净流入资金约为 2780 亿元；累计港股通净流出资金约为 910 亿元。双向对比来看，净流入资金 1800 亿元。预计 2019 年沪深港通资金有望继续保持净流入国内市场的趋势，预估净流入资金有望达到 2000 亿元。

主要是看加入 MSCI、富时指数等带来的国际资金流入情况。从目前的预期来看，2018 年 MSCI 带来的被动型资金配置约为 990 亿元，预计 2019 年随着纳入比例的大幅提升，新增资金配置约为 2880 亿元。英国富时指数方面，2019 年预计新增资金配置约为 400 亿元。另外，在 QFII、RQFII 方面，2018 年新增额度累计约为 600 亿元，呈现持续提升态势，我们预计 2019 年将继续保持加大 QFII 新增额度，预估有望达到 800 亿元

图表 75：2019 年新增资金

融资	IPO	-1800
	定增及其他融资	-9000
产业资本	大小非净增持	-800
	上市公司回购	1000
长期资本	公募	2000
	私募	500
	保险资金	4000
	养老金	350
沪港通	银行理财资金	200
	沪港通	2000
海外资金	MSCI	2800
	沪伦通	400
	QFII、RQFII	800
合计		2450

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

A 股 2019 年走势展望

从导致指数走弱的因素看，我们认为市场面临的至暗时刻已经逐渐过去，预计 2019 年指数跌幅有限，但是上行的空间可能较大。

从经济形势看，预计 2019 年经济仍将面临较大压力。外贸回落幅度稍大，消费增速继续小幅回落，投资增速维持低位但会逐步走稳，在国内经济转型向高质量发展的背景下，我们预计 2019 年经济增速仍面临缓步回落的态势，预计全年 GDP 增长 6.4% 左右。

从政策角度看，面对全球经济的不确定性以及国内经济相对偏弱的格局，政策面转稳预期将可能在 2019 年逐步加强。而在资本市场改革创新方面，首先，整个监管形势有所微调，预计 2019 年逐步偏向稳定为主，金融去杠杆力度大幅减弱。其次，国际化进程进一步推进，顺利加入英国富时指数，2019 年仍是 A 股国际化推进的重要一年，在 MSCI 和富时指数中的权重也将逐步提升，有望给市场带来更多新的增量资金。资本市场的制度建设在今年有了非常大的进步，在退市、停复牌、回购、高送转等制度方面进行了较大的修订和完善，进一步向国际化接轨，特别是科创板及试点注册制的推进，将掀开资本市场改革新进展，带来改革新动能。从资金面看，2018 年资本市场受到 IPO 与定增融资、大小非净减持以及股东股票质押风险导致的被动减持等因素影响，使得资金面处于相对趋紧格局。而从 2019 年来看，险资、社保入市步伐有望进一步加快，而回购、沪深港通则继续带来增量资金，纾困资金也对市场资金面有所支撑，再加上 A 股国际化带来海外资金逐步加大配置，虽然有科创板以及市场融资压力，但预计整体资金面情况将有望较 2018 年有明显改善，资金面将呈现净流入态势，有望对市场资金面带来正面影响。

总体来看，2018 年市场受中美贸易摩擦、资管新规、金融去杠杆带来的资本市场动荡影响，出现震荡回落格局。而从 2019 年上半年的市场环境来看，经济虽仍有压力，但政策面有望继续加大微调力度，贸易摩擦等因素对盘面的影响已经充分显现。从资金面来看，险资、社保入市步伐有望进一步加快，而回购、沪深港通则继续带来增量资金，纾困资金也对市场资金面有所支撑，再加上 A 股国际化带来海外资金逐步加大配置，2019 年整体资金面情况将有望较 2018 年有明显改善。而目前市场最大的优势是整体估值水平平均处于较低水平，存在一定的修复和提升空间。预计指数在 2019 年的下跌空间有限，但是上行空间值得期待，我们预计上证指数的区间为 2300-3200，上证 50 指数的区间为 2000-2700，中证 500 指数的区间为 3700-4700，整体走势先抑后扬。

黑色：钢材重回供过于求格局，利润继续下行（王万超）

概述

2018 年对于钢铁行业来讲，虽然未有 2017 年清除地条钢如此多产能，但环保常规限产以及非常规限产对钢价产生了显著的利多提振，四季度环保放松后供应出现明显回升，宏观悲观预期叠加需求季节性淡季，钢价出现快速回落，螺纹钢吨钢毛利从最高 1200 元下行至最低 500 元附近。

展望 2019 年，钢铁行业去产能任务基本已经完成，政策方面带来的上中下游利润分配不均现象有望改善，叠加外部贸易战的冲击，环保政策让位经济不再“一刀切”，供给方面产量将继续回升。钢材需求端将走弱，主要源于地产投资下滑，基建投资回升不足以支撑钢材需求，制造业从政策性紧缩引发至的自发性紧缩，用钢需求面临放缓。供应回升叠加需求下行，钢材价格承压下行，钢企利润将继续压缩至合理水平。

铁矿石供应端增量较少，环保限产放松下铁矿需求增加，基本面走向供需平衡，甚至出现阶段性短缺的可能。考虑到钢材价格中长期下行趋势已经确立，在钢材下行阶段铁矿石价格将承压，在钢材需求旺季止跌企稳阶段，矿石价格表现相对较强。

在焦化行业去产能，焦炭供应存在减量，需求有增量的情况下，阶段性供需错配的行情将出现，焦炭价格会表现偏强，波动性会大幅增加，一定阶段会受到钢材利润下行的压制。

2018 年行情回顾

2018 年以来钢铁市场整体维持较大的振幅，需求的延后、外部贸易战冲击、非常规环保限产、环保限产不再“一刀切”、宏观悲观预期需求下行等几个主要逻辑线条对行情起到决定性作用，整体上看行情主要分为三个阶段，具体时间节点看：

1-3 月底：2018 年初市场相对乐观，对于采暖季工地停工带来的节后需求预期较强，贸易商进行了冬储，价格在 1-2 月份呈现继续冲高态势。而随着春节后 3 月初，市场期待的需求迟迟未出现，市场囤货居奇心态下钢材库存又创了近几年新高，价格开始承压下行，3 月 23 美国总统特朗普签署针对中国“知识产权侵权”的总统备忘录，内容包括对价值 600 亿美元中国进口商品加征关税，贸易战正式开打，进一步刺激钢材价格大幅下跌；

3 月底-8 月中旬：3 月底开始，市场期待的需求开始逐步复苏，钢材需求进入季节性旺季，钢材价格也逐步企稳反弹。随后我们看到各地非常规环保限产方案出台，3 月份《唐山市钢铁行业 2018 年非采暖季错峰生产方案》，邯郸市公布《2018 年二、三季度大气污染防治强化措施》，邢台市公布《2018 年大气污染防治治理工作方案》，4 月份环保组进驻徐州地区突击检查，钢厂及焦化开启全面停限产，7 月份国务院公布《打赢蓝天保卫战三年计划》进一步刺激环保限产，唐山开启了新一轮 40 多天的环保限产，各地环保限产政策对此阶段钢材产量产生了阶段性影响，钢材价格在 6 月份之后虽然处于淡季，但在地产投资维持高增速，新开工维持高位，钢材需求仍较好的情况下，钢价继续上行并创出年内最高价。

8 月中旬以来：市场对汾渭平原地区环保限产比较期待，同期的焦炭价格在 8 月 17 号创出年内新高，而市场很快出现价格回落，实际限产并不及预期，山西地区除临汾外，其他地方并未进行严格限产，很多焦化企业基本刚上完脱硫设备，而有能力继续上脱销设备的基本为大型焦化企业，对于产能较小且面临即将被淘汰产能的小型焦化企业而言，并未进行环保设备的进一步投入，山西省政府考虑的经济层面因素也未严格去推行环保限产。市场预期也在悄然发生变化。随后我们看到 9 月份环保限产放松的消息，令整个市场预期发生变化，宏观看空派也再次成为大家期待的做空力量，房地产预售取消的消息进一步产生利空刺激，价格出现大幅下跌。从 8 月、10 月 2 次唐山地区调研情况看，钢企在环保方面确实投入较大，10 月底绝大多数钢企烧结机脱销设备都能完成改造，唐山地区环境也发生明显改善。虽然国庆后阶段性的需求旺季刺激价格产生了反弹，但随后看到 10 月底以来钢材价格迎来新一轮的暴跌。我们 10 月中旬在唐山地区调研发现，虽然唐山市要求 10 月份继续限产，但实际情况看，钢企并未执行严格限产，10 月 18 号唐山市发改委公布唐山钢企评级名单后，市场也并未进入环保限产，即使 11 月份进入采暖季限产期，钢企依然没有出现限产，我们也看到四季度钢材产量出现明显回升。需求又进入季节性淡季，外部贸易战情况下，宏观悲观预期主导市场行情，钢材价格出现快速下

行, 1 个月时间钢材价格下跌 1000 元/吨左右, 钢厂利润也是快速压缩。我们认为中期的下跌趋势尚未结束, 目前市场焦点仍在于贸易商会在什么样的价格进行冬储, 在采暖季限产执行不力的情况下供应增加, 而需求转弱下库存要回升, 钢企冬季减产的概率有多大? 从博弈的角度看, 行业集中度偏低叠加螺纹钢仍有 700 元/吨左右利润的情况下, 单个钢企的减产对自己没有好处, 反而各个钢企会增加生产力度, 这就是囚徒困境。所以关键的问题是钢厂给一个什么样的冬储价格或者保险策略, 让贸易商可以进行冬储, 目前现货 3850 元/吨以上的价格, 仍有进一步下行的空间。在确定了螺纹钢的价格走势后, 那么其他品种将会通过利润传导路径被打压。

图表 76: 螺纹钢指数走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

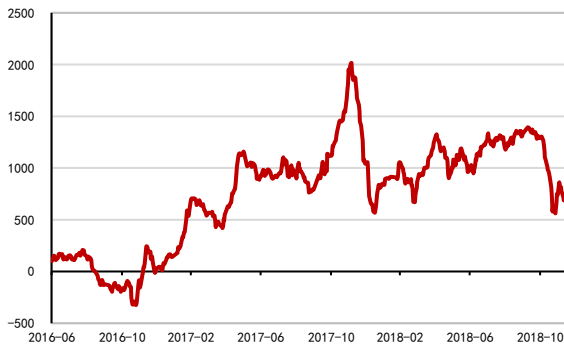
图表 77: 焦炭指数走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

原料端价格走势与螺纹钢走势类似, 基本处于同涨同跌状态, 区别在于涨跌幅度不同, 市场阶段性的做多或者做空钢厂利润, 做多或者做空焦化企业利润。整体看, 煤焦市场走势要远强于铁矿石, 煤焦在一定程度上受环保限产影响较大, 对价格起到了一定支撑作用, 而铁矿石由于需求端钢企受常规以及非常规环保限产政策影响较大, 供应又处于产能扩张期, 库存高位, 铁矿石价格表现相对偏弱。

图表 78: 螺纹钢利润



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 79: 热卷利润



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

近三年供给侧改革、环保效果作用明显, 吨钢利润长时间维持高位, 上游企业获益明显, 钢铁企业利润大幅好转, 上市钢企资产负债率显著降低。

图表 80: 上市钢企业绩继续大幅改善

名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 季度	较 2015 年下降
河钢股份	74.50%	74.93%	74.94%	71.61%	2.89%
韶钢松山	97.86%	96.94%	79.38%	64.50%	33.36%
本钢板材	72.02%	75.51%	76.43%	67.41%	4.61%
新兴铸管	64.01%	62.55%	57.94%	57.66%	6.35%
鞍钢股份	50.70%	48.58%	43.52%	44.12%	6.57%
华菱钢铁	86.05%	86.90%	80.54%	71.08%	14.97%
首钢股份	65.45%	73.60%	72.78%	72.94%	-7.49%
三钢闽光	76.85%	41.97%	30.09%	35.35%	41.50%
本钢板 B	72.02%	75.51%	76.43%	67.41%	4.61%
包钢股份	67.36%	66.46%	66.22%	64.82%	2.55%
宝钢股份	47.83%	50.96%	50.18%	47.60%	0.23%
山东钢铁	56.62%	58.41%	54.70%	56.57%	0.05%
杭钢股份	34.30%	41.34%	31.55%	32.69%	1.62%
凌钢股份	66.64%	66.09%	56.76%	51.62%	15.03%
南钢股份	82.61%	80.19%	58.77%	54.48%	28.13%
酒钢宏兴	76.39%	75.73%	76.05%	71.81%	4.58%
安阳钢铁	83.20%	82.93%	79.63%	75.13%	8.07%
八一钢铁	104.96%	80.04%	82.04%	80.42%	24.54%
新钢股份	69.65%	68.90%	58.21%	53.06%	16.60%
马钢股份	66.79%	66.67%	62.27%	57.02%	9.77%
柳钢股份	80.38%	77.73%	68.80%	63.00%	17.38%
重庆钢铁	89.78%	100.29%	32.82%	31.33%	58.46%
武进不锈	39.47%	16.55%	20.97%	26.15%	13.32%

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

供给端：去产能任务基本完成，产能利用率提升叠加环保限产放松，产量将回升

2018 年表内外去产能基本完成，后期重点在钢企兼并重组

2016 年钢铁行业去产能以来，国务院计划 2016-2020 年去产能 1-1.5 亿吨，2016 年-2017 年完成去产能已超过 1.15 亿吨，距离十三五 1.5 亿吨的上限目标，还剩 3500 万吨的规模。为加大过剩产能压减力度，2018 年再压减钢铁产能 3000 万吨，截止三季度已完成 2852 万吨，并有望超额完成。表外产能方面，2017 年清理地条钢 1.2 亿吨。表内表外近 3 年去产能 2.7 亿吨左右，表内粗钢总产能预计下降到 10.52 亿吨，随着钢铁行业去产能深化，表外产能有效压缩，粗钢产能继续回落，钢铁行业产能利用率有所提高，有望提升至 87.8% 左右。

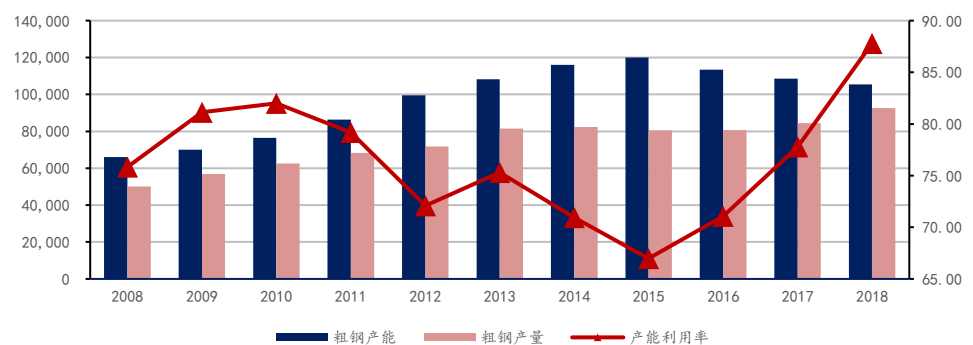
图表 81：2016-2018 钢铁行业去产能情况

时间	去产能目标 (万吨)	实际完成 (万吨)
2016	4500	6500
2017	5000	5500
2018	3000	截止 3 季度已完成 2852

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

“十三五”去产能任务完成后，“十四五”钢铁行业的重点工作方向在钢企兼并重组，主要源于国内钢铁行业集中度偏低，前十的钢铁企业产能占比仅有 49%。国务院下发《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》中提到目标是到 2025 年，中国前十的钢铁企业产能集中度要提高到 60%-70%，从而形成 3-4 家 8000 万吨级的钢铁集团，6-8 家 4000 万吨级的钢铁集团。

图表 82：粗钢产能及产能利用率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

利润下行压制电炉钢产能增速

11 月份钢材价格大幅下跌，最低击穿电炉钢成本。目前电炉钢成本比长流程炼钢成本高 400-500 元/吨，从目前螺纹钢利润看，吨钢有 700 元/吨左右的毛利润，电炉钢尚有 200-300 左右的利润，随着钢材价格进一步下行，利润压缩下对电炉钢产量有影响。2018 年废钢整体成本高于生铁成本，主要是在高利润下钢厂对成本考虑的因素相对偏少，而随着钢材价格下行，在废钢价格没有成本优势下，钢企更倾向于长流程铁水来代替废钢。

中长期来看，短流程炼钢占比增加仍是趋势。目前国内短流程炼钢产能占粗钢总产能比例仅有 10%，低于全球市场平均水平。随着市场对环保的认识，废钢利用率会进一步提升，短流程炼钢相对于长流程炼钢方面，节省焦炭生产、烧结矿生产等缓解，环保优势较为明显，中长期看电炉钢产能占比有望提升。

从未来钢铁企业布局看，随着环保要求越来越严，产能将会向沿海地区集中。比如 2020 年河北省要求 1000 立方以下的高炉全部关停，唐钢 900 万吨产能在 2020 年 6 月底要退出市区，我们也看到山东地区莱钢、济钢要搬迁到日照，港口的主要优势就是铁矿石成本优势，相比内陆钢铁企业平均要节省 100 元/吨左右。后期钢铁产业将更多的以沿海长流程钢企为主，内陆以电炉钢为主的产业格局。

图表 83：废钢与生铁成本关系



资料来源：万得资讯，公开资料，中投期货研究所

环保限产边际放松，产量呈增加态势

2018 年钢铁行业环保政策密集出台，无论是常规性的采暖季环保限产，还是非常规的环保限产，都对钢价起到明显的支撑作用。

图表 84：2018 年以来钢铁行业重点环保政策

地区	时间	文件及环保活动	内容
唐山	2018.3	《唐山市钢铁行业 2018 年采暖季错峰生产方案》	错峰生产时间:3 月 16 日-11 月 14 日, 错峰生产比例:主城区限产 15%, 其他地区限产 10%-15% (依据气象条件而定)。
邯郸	2018.3	《2018 年二、三季度大气污染防治强化措施》	错峰生产时间:4 月 1 日-9 月 30 日, 错峰生产比例:钢铁企业存在“未完成焦化、棚化改造”等五大问题之一的, 限产 20%, 大气质量较差区域限产 25%。
徐州	2018.4	环保督查组进驻	2018 年 4 月 11 日环保组进驻徐州突袭检查, 钢厂开启全面停产, 焦企全部限产 70%
京津冀、长三角及汾渭平原	2018.7	《打赢蓝天保卫战三年计划》	到 2020 年, 二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15%以上; PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18%以上, 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%, 重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25%以上。
唐山	2018.7	《关于开展 SO2、NO2、CO 污染减排专项行动的通知》	采取的减排措施不仅限于钢铁、焦化、水泥、玻璃、电力等重点行业, 还要包括其他高消耗、高排放行业。对于不在中心城区 (含县城主城区), 符合产业发展规划, 并且沿海临港或已经建有铁路专线, 目前已完成脱硫脱硝白治理工程建设并稳定达标运行的企业, 可适当减少限产比例; 对于其他情况根据减排目标自行制定企业限产比例。
京津冀	2018.9.13	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案 (会签稿)》	目标:PM2.5、重度污染天数目标由 5%下调至 3%, 取消强制限产比例, 改由各地制定差异化限产方案。
唐山	2018.9.15	《唐山市重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见 (征求意见稿)》	将考核指标分为 A、B、C、D 四类, 限产比例 0-70%不等。
汾渭平原地区	2018.10.25	《汾渭平原地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	PM2.5 和重度污染天气减少目标由意见稿中 6%降为 4%; 删除意见稿中所有分类限产标准。
长三角	2018.11.14	《长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	PM2.5 和重度污染天气减少目标由意见稿中 5%降为 3%; 增加“严禁采取‘一刀切’”方式。

资料来源：公开资料，中投期货研究所

我们重点看对市场影响比较大的两个文件，一是 2018 年 7 月份唐山市公布的《唐山市钢铁、焦化超低排放和燃煤电厂深度减排方案》，7 月 20 日-8 月 31 日唐山市各区限产比例 20-30%左右，9 月份对执行不严格的古冶区限产比例提高到 50%，预计影响铁水 3.8 万吨/天，唐山地区主要是带钢产能较多，对带钢产量产生了明显影响。

二是 2018 年 7 月国务院公布的《打赢蓝天保卫战三年计划》，总体目标，到 2020 年二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15%以上，PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25%以上。钢铁行业主要措施方面，优化产业布局，加大区域产业布局调整力度，严控“两高”行业产能，京津冀及周边地区到 2020 年焦钢产能比达到 0.4 左右，河北省钢铁产能控制在 2 亿吨以内，重点区域实施秋冬季重点行业错峰生产，今年限产区域新增汾渭平原区域及长三角地区区域。从涉及产能区域看，比去年“2+26”城市 3.6 亿吨影响产能进一步增加。

去年采暖季环保限产，市场预计涉及影响钢铁产能 3.6 亿吨，占全国产能 36%。如果足额限产，将影响铁水产量 30 万吨/日，合计影响产量约 3600 万吨。但从实际限产效果看，限产力度不及市场预期，除部分钢企有采暖任务环保有所放松，钢企也通过加废钢等方式提高了钢材产量。

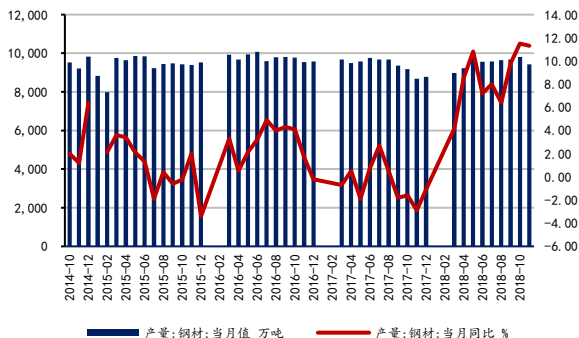
从唐山地区看，钢企在环保已经加大投入，小型钢企投入在几个亿左右，大型钢企的投入要接近 10 个亿左右水平，在政府要求下 10 月底绝大多数钢企都对烧结机上脱销装备，厂区也进行了绿化建设，场内路面采取 24 小时洒水，原料及成材都采用封闭式大棚，不再露天存放。唐山地区环境确实有较大程度的改善，8 月、10 月调研发现空气质量都较好。

在环保限产对上游产业利润提振下，对中下游产业确实产生明显的负面作用。9 月中旬环保部的相关电话纪要提出环保部并未要求具体限产比例，最新《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案 (会签件)》，PM2.5 与重污染天数“双降”目标由 5%改为 3%，错峰生产方面因地制宜，实行差别化管理，严禁“一刀切”方式，根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间，未明确“50%”、“30%”等限产比例，要求 10 月底前各省制定错峰生产方案并上报。环保部将环

保限产权利下放地方政府，地方政府在经济下行压力，以及企业环保方面加大投入情况下，环保限产要求明显放松，从唐山市的环保政策可以看出这点。

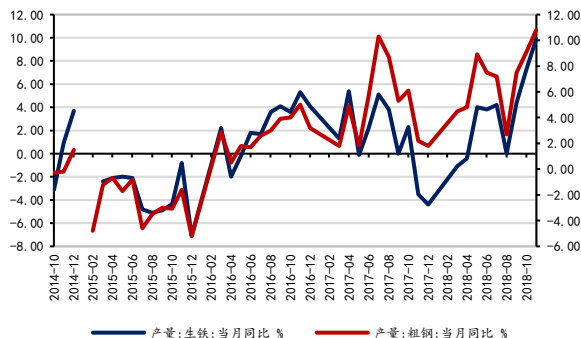
随着环保限产放松，以及钢企提高转炉废钢用量，粗钢产量增加。根据国家统计局数据，1-11月我国粗钢、生铁和钢材产量分别为85737万吨、70785万吨和101292万吨，同比分别增长6.7%、2.4%和8.3%。11份我国粗钢、生铁和钢材产量分别为7762万吨、6373万吨和9424万吨，同比分别增长10.8%、9.9%和11.3%；日均产量分别为258.73万吨、212.43万吨和314.13万吨。最新高炉开工率65.88%，较去年同期62.02%左右的开工明显偏高。无论是产量还是高炉开工率，都反映出环保限产放松。

图表 85: 钢材产量同比



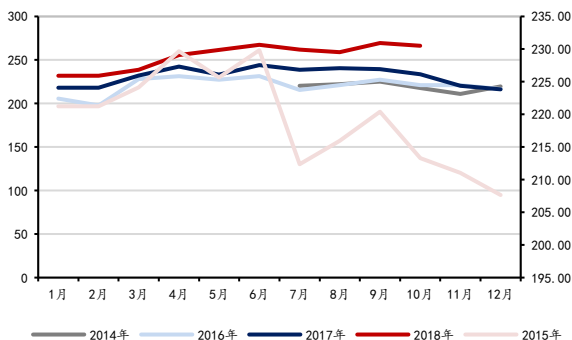
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 86: 生铁、粗钢产量同比



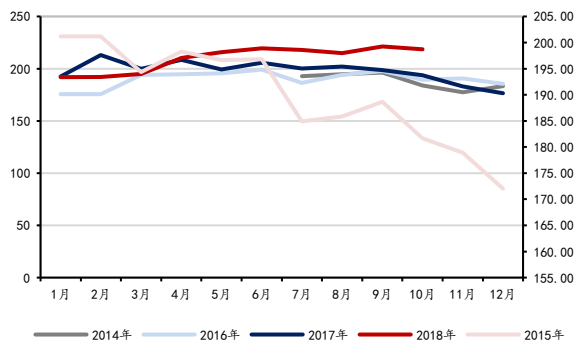
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 87: 生铁日均产量季节性



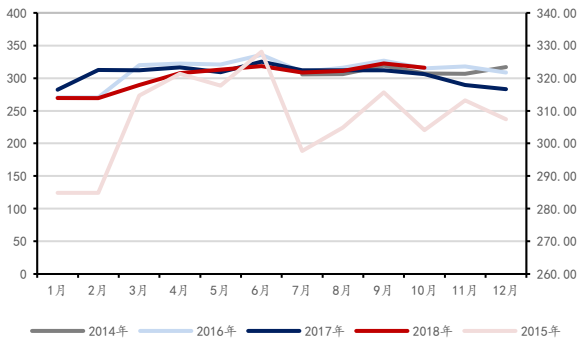
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 88: 粗钢日均产量季节性



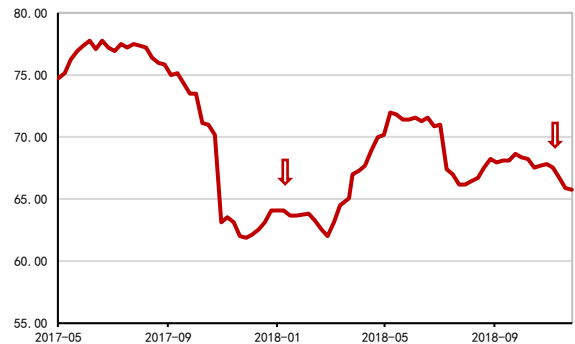
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 89: 钢材日均产量季节性



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 90: 高炉开工率



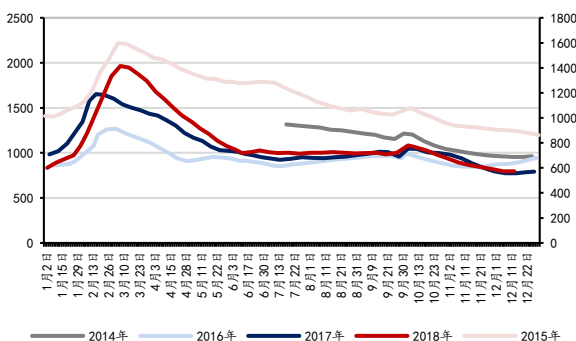
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

库存季节性特征明显, 投机需求决定库存波动

2018 年, 钢材社会库存仍呈现趋势性下行, 季节性波动特征明显。由于 2017 年工地停工较早, 在地产投资较好的情况下, 市场对春节后需求预期较强, 贸易商投机性需求增加, 钢厂也增加了库存, 3 月初钢材社会库存出现高点 1952.10 万吨, 同比上升 26.41%。3 月中旬库存才开始下降, 拐点比去年晚了三周时间, 主要源于市场预期的需求迟迟未到, 同时叠加贸易战的悲观预期影响。3 月底随着需求慢慢复苏以及 4、5 月份钢材需求旺季到来, 钢材社会库存开始出现回落。2018 年消费需求相对平稳, 地产投资对钢材支撑较强, 社会库存一直处于去化的过程中。随着 8 月份钢材价格见顶回落, 贸易商面对现货价格高位, 期货深度贴水, 操作较为困难, 基本以出库为主, 没有囤货意愿。社会库存连续下行, 截止最新数据看, 全国钢材社会库存 807.06 万吨, 高于去年同期 801.15 万吨。

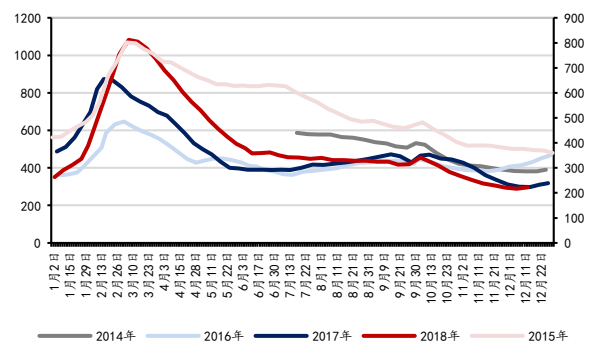
从螺纹钢社会库存看, 趋势与全国钢材社会库存相似, 截止 12 月 14 日, 螺纹钢社会库存 302.18 万吨, 同比下降 1.12%, 12 月份首次出现累库。11 月份以来钢材价格大跌, 令贸易商采购意愿下降, 现货价格仍处高位, 12 月底贸易商冬储仍存不确定性, 随着近期全国降温, 北方地区需求将大幅下滑, 北材南运的量大幅增加, 市场逐步进入累库阶段。重点企业钢材库存方面, 11 月中旬为 1327.11 万吨, 同比增加 8.16%, 钢厂被动累库较早。

图表 91: 钢材社会库存季节性



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

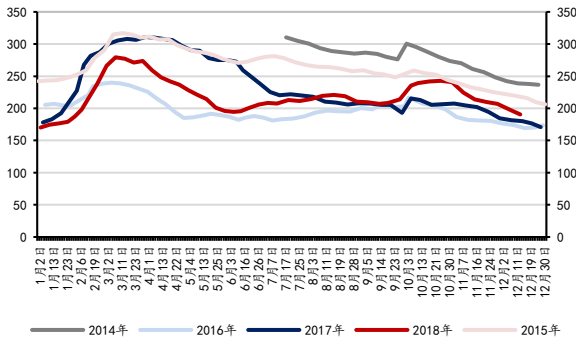
图表 92: 螺纹钢社会库存季节性



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

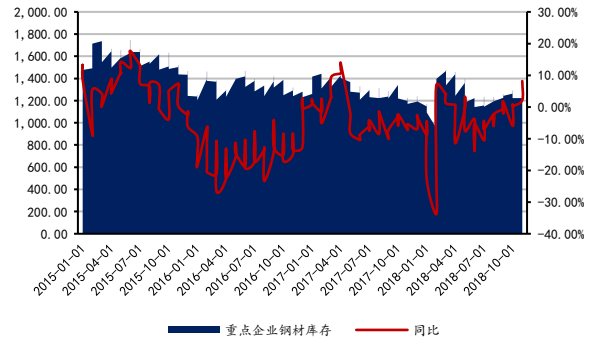
库存趋势看, 2018 年与 2017 年相似, 没有看到由于工业品的低库存使得企业大量补充工业品的库存, 没有看到常规性的可持续的补库存的周期, 因为工业企业也意识到未来工业品需求的增长回不到过去高增长的水平, 所以对于中国大多数企业来讲维持一个比较低的库存实际上会成为一种常态。在价格承压下行趋势下, 无论是贸易商还是钢厂, 其库存都希望维持相对偏低水平。

图表 93: 热卷社会库存季节性



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 94: 重点企业钢材库存

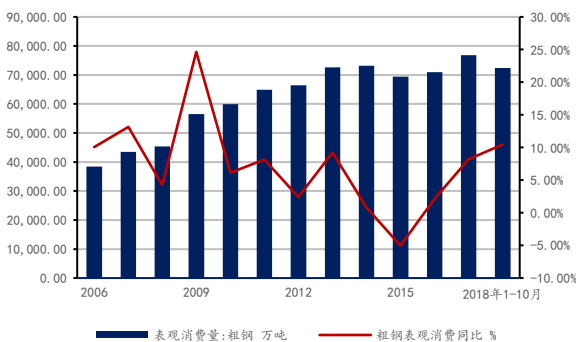


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

需求: 地产投资下行, 基建投资回暖难弥补, 制造业投资放缓

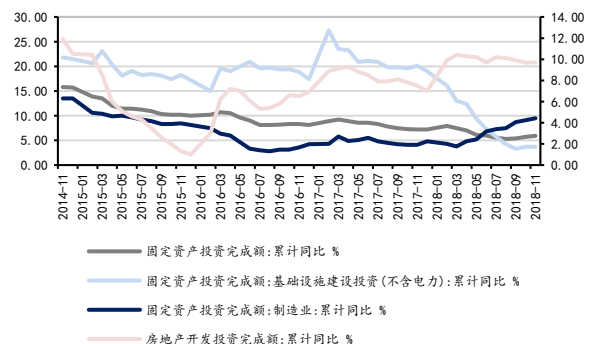
钢铁行业属于典型周期性行业, 价格波动表现出强周期性。在三年供给侧改革的影响, 钢材供应短缺和涨价持续存在, 但长期不可持续, 高利润势必刺激产量回升。2019 年无论是国外需求还是国内需求都面临下行压力, 全球经济已经开始相继减速, 美国经济在较好的情况下, 特朗普推出减税政策, 加速了进程, 美国制造业 PMI 在 9 月份出现明显下滑, 欧元区 and 日本的制造业 PMI 在今年以来持续回落。国内方面, 9 月份 PMI 已经开始下滑, 11 月官方 PMI 回落至荣枯分界线 50%, 分项指数新订单及新出口订单大幅下滑, 进出口数据在贸易战抢跑后数据出现明显下行, 考虑到房地产投资下行压力较大, 基建回暖难弥补, 制造业用钢需求下滑。整体看, 2019 年钢材需求将下行。

图表 95: 国内粗钢表观消费量走势图



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 96: 固定资产投资



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

房地产: 销售下滑, 逐步传导至新开工

国家统计局最新数据显示, 2018 年 1-11 月份, 全国固定资产投资(不含农户)609267 亿元, 同比增长 5.9%, 增速比 1-10 月份回升 0.2 个百分点, 全年固定资产投资呈现回落态势。

房地产投资方面, 1-11 月全国房地产开发投资 110083 亿元, 同比增长 9.7%, 增速与 1-10 月份持平。分项指标看, 1-11 月份商品房销售面积 148604 万平方米, 同比增长 1.4%, 增速较 1-10 月份回落 0.8 个百分点; 商品房销售额 129508 亿元, 增长 12.1%, 增速较 1-10 月份回落 0.4 个百分点; 房地产开发企业房屋施工面积 804886 万平方米, 增速比 1-10 月份提高 0.4%; 房屋新开工面积 188895 万平方米, 增速比 1-10 月份提高 0.5%; 房地产开发企业土地购置面积 25326 万平方米, 增速比 1-10 月回落 1%。

近期销售数据已明显趋弱，今年“金九银十”弱于预期，在推盘集中放量的情况下新房成交量仍弱于季节性，多地房价出现松动，楼盘到访率和销售去化率持续回落，购房人观望情绪浓厚。根据中金预测，2019年全国商品房销售面积同比下滑10%，五年来首次出现负增长（此前两次负增长发生于2008年和2014年，降幅分别为14%和8%）。全国销售均价预计同比持平（2008年无增长，2014年同比增长1%），销售金额因此将出现约10%的同比下滑。一二线和三四线城市间将出现显著分化，预计明年一二线城市商品房销售面积同比增长5%，全年销售均价上涨2%。三四线城市商品房销售面积同比下滑15%，全年销售均价下跌5%（高点至低点跌幅或将达到15%）。

销售一般领先新开工投资6个月左右的时间，在销售下行预期下，明年三四线城市房企拿地投资可能大幅下滑，将对2019年地产投资和新开工增速造成较大影响。销售端持续走弱将触发房企土地投资意愿的大幅降低，2018年房地产高周转的策略在2019年很难再支撑房企拿地投资。土地成交规模的快速收缩将反映在2019年的新开工，并直接拖累房地产开发投资。新开工增速下滑、开发商放缓建设和收缩拿地将导致投资增速大幅回落。中金预计2019年全年投资/新开工同比增速预期分别为-5%/-10%，建筑用钢需求增速面临较强下行风险。同时，考虑到三四线城市过去2-3年中的棚改和去库存提前“透支”部分需求，本轮地产投资和新开工的回调幅度较历史上有可能更深，下行持续时间可能更长。

从其他角度看，居民杠杆上升、购房意愿出现下降，居民举债能力已经接近上限，从下游制造业的消费情况可以看出，地产对下游消费的挤压作用是相当明显。棚改政策出现变化，新开工棚改项目不得以政府购买服务名义实施建设工程或变相举债，确实需要政府融资的，应当通过发行地方政府债券方式融资，意味着未来棚改专项债模式将越来越占据主导地位，而以往PSL（抵押补充贷款）提供棚改贷款的方式将面临挤出。专项债发行相对PSL要更加困难，势必对棚改产生制约。住建部1-11月，全国棚户区改造已开工616万套，超额完成年度目标总量，完成投资16000多亿元，也反映出明年棚改预期走弱下的抢跑行为。

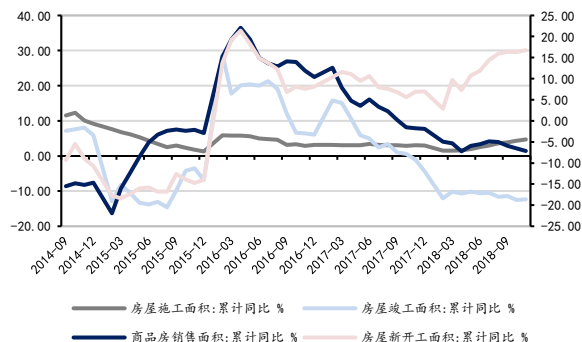
整体看，房地产销售下滑、融资制约拿地、新开工增速下行，拖累房地产投资下行，房地产建筑用钢需求将出现明显走弱。

图表 97：商品房销售面积和地产投资



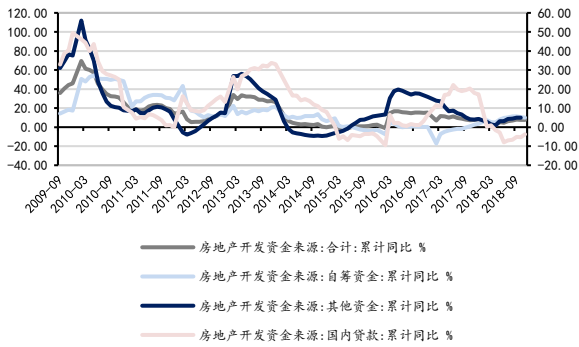
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 98：房地产分项指标



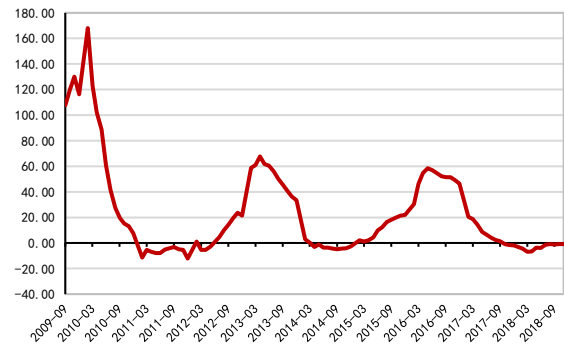
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 99: 房地产企业资金来源情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 100: 个人按揭贷款累计同比



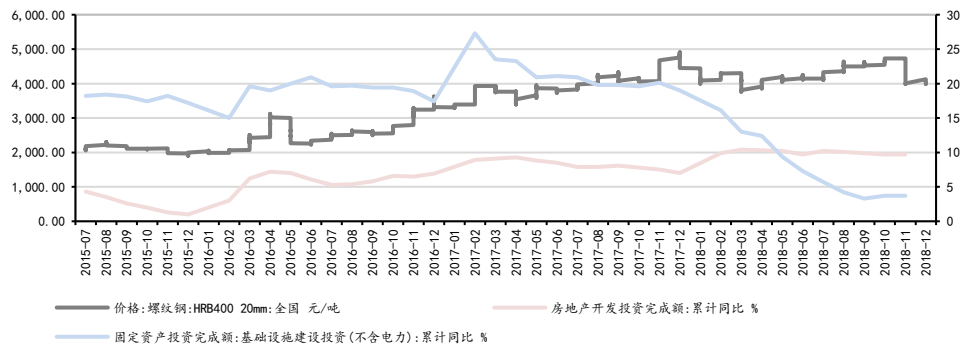
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

基建: 政策支持有望回升, 但幅度难定

基建投资是近几年来国家稳定经济增长的重要手段, 在外部面临贸易战, 内部明年地产下行压力较大背景下, 基建投资将会回升, 起到经济托底的作用。根据国家统计局最新数据, 1-11 月份基础设施投资同比增长 3.7%, 与 1-10 月份数据持平。近期从微观层面我们看到基建项目审批加快、地方政府融资额回升、挖掘机销量数据超市市场预期, 作为基建投资的领先指标已出现回暖迹象。

此前我们比较关注制约基建投资的融资来源问题, 政策层面出现一些积极的变化, 随着财政支出加速、专项债及银行资金的逐步到位, 2019 基建投资有望延续回升态势, 但幅度比较难确定。

图表 101: 房地产、基建与螺纹钢均价走势对比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从房地产、基建投资与钢价的相关关系来看, 钢材价格与房地产投资的关联度较高, 而多数情况下, 基建投资与钢价呈现负相关关系。从历史情况看, 除 2008-2009 年地产见顶回落叠加基建“四万亿”对冲下, 钢材需求强势复苏外, 其他时间节点看, 2011 年地产需求下滑以及 2014 年地产投资见顶回落, 基建投资对钢材需求贡献并不明显。基建做为稳定经济增长的手段, 是逆周期而动, 并不能主导经济走势。且基建投资的着力方向不同, 对钢材需求的影响差异较大, 其对钢材价格的影响作用自然弱于房地产行业。因此, 2019 年基建投资回暖难以弥补地产投资下行带来的钢材需求走弱。

制造业: 用钢需求放缓

受益于近两年工业利润增速大幅回升带动, 4 月份以来制造业投资累计增速持续上行, 11 月份继续回升至 9.9%。但从产能投放周期看, 制造业后期很难起来, 制造业投资主要看

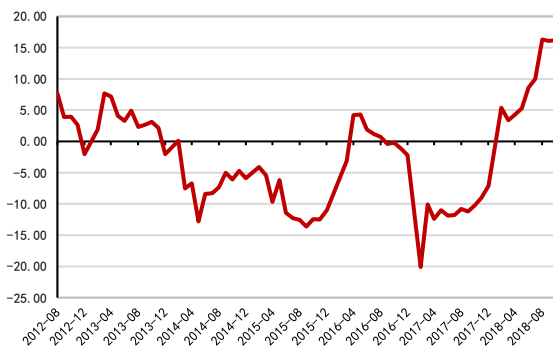
两个方面，一是看企业有没有投资扩张能力，二是看企业有没有投资意愿。从投资能力看就是企业能否持续盈利，以钢铁行业为例，行业连续十几个月维持较好盈利状态下，企业实际是有投资能力，也相信可持续，但除了兼并重组买产能之外，钢铁行业严禁新增产能，但经过 11 月份钢材价格大跌、利润快速压缩后企业丧失投资意愿，即使是购买新产能或者拓宽上下游产业链的投资，近两年黑色产业链投资扩张多集中于环保设备方面的投入。

制造业用钢需求主要集中在板材类，相对分散，主要涉及汽车，家电，机械等制造业行业。汽车家电用钢量需求偏弱，主要受到前两年汽车购置税优惠透支需求、地产销售和消费信贷增长放缓等因素影响较大。无论是汽车行业还是家电行业，社会库存还处在历史高位，主动去库存的过程还没开始。

从汽车和家电两个行业数据看，2018 年 1-11 月，汽车产销分别完成 2278.71 万辆和 2282.97 万辆，产销量比上年同期分别下降 0.72% 和 0.41%。10 月产销分别完成 233.45 万辆和 238.01 万辆，汽车产销比上年同期明显下滑，分别下降 10.05% 和 11.70%，产销量增速延续 7 月份以来的低迷状态。市场传闻的汽车购置税减半至 5%，也被发改委新闻发布会证实不属实，预计 2019 年汽车产销数据延续低迷态势，2018 年房地产新开工维持高位及汽车行业低迷，是卷螺差走缩的主要原因。家电方面，10 月冷柜产量 126.5 万台，同比增长 2%；空调产量为 1356.8 万台，同比下降 0.4%；家用洗衣机产量为 662 万台，同比增长 4%；家用电冰箱产量为 685.4 万台，同比增长 5.2%。销量上，10 月空调销量 1356.8 万台，同比下降 13.9%；家用洗衣机销量为 594.8 万台，同比增长 2.1%；家用电冰箱产量为 597.2 万台，同比增长 4.9%。家电方面国内消费疲软态势继续，主要受居民房地产举债买房，对消费的挤压效应也将更加明显，2019 年家电行业消费并不乐观。

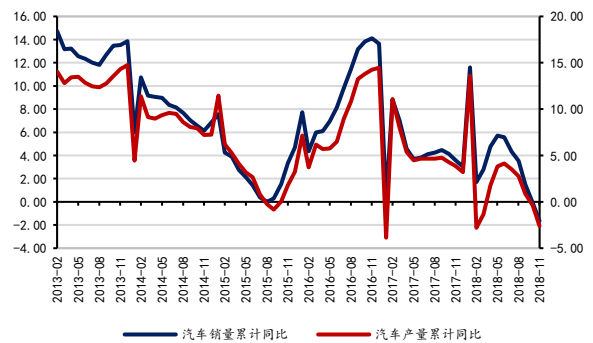
机械行业，2018 年 1-10 月电气机械制造业、通用设备制造业和运输设备制造业工业增加值同比增 6.7%、7.4%、2.8%，增幅较去年同期分别下滑 4.0%、3.5%、2.4%。展望明年，在贸易摩擦等宏观因素和高基数影响下，工程机械、集装箱等耗钢较多的领域增速可能下台阶，机械行业用钢需求或放缓。

图表 102: 黑色金属冶炼及加工投资



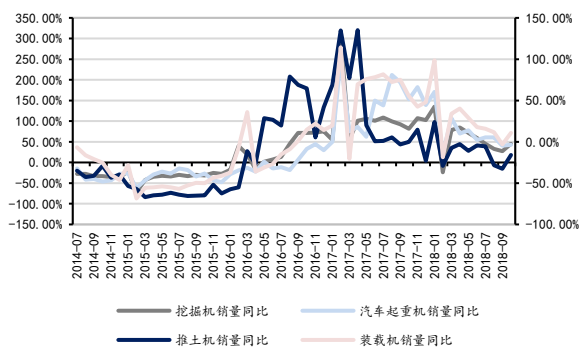
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 103: 汽车产销情况



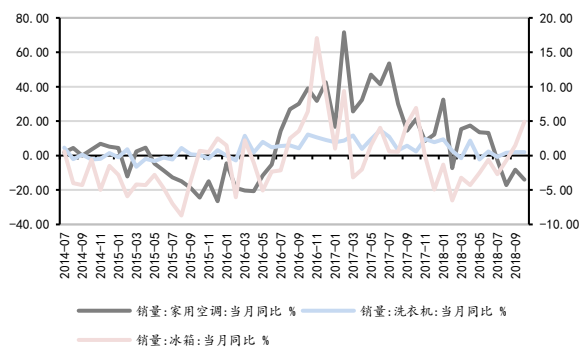
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 104: 工程机械销量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 105: 家电销量变化



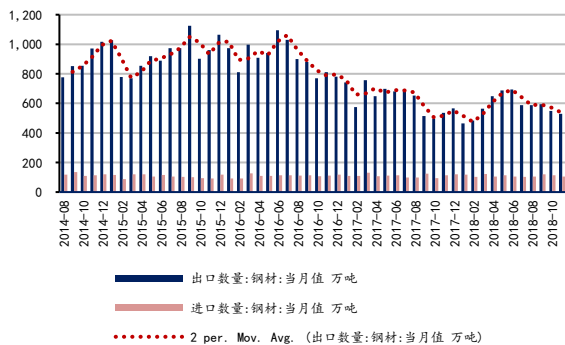
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

钢价回落有望提升钢材出口

2018 年钢材出口市场延续去年的弱势表现。据海关公布最新数据, 2018 年 1-11 月累计出口钢材 6377.8 万吨, 去年同期为 6975.1 万吨, 同比下降 8.6%。11 月份我国钢材出口 529.8 万吨, 环比下降 20.20 万吨, 降幅为 3.67%, 为今年 2 月份以来最低水平。2018 年 1-11 月累计进口钢材 1216 万吨, 去年同期为 1209.7 万吨, 同比增加 0.5%。11 月份我国进口钢材 105.7 万吨, 环比下降 8.10 万吨, 降幅为 7.12%。钢材出口仍无亮点, 对钢材需求贡献有限。

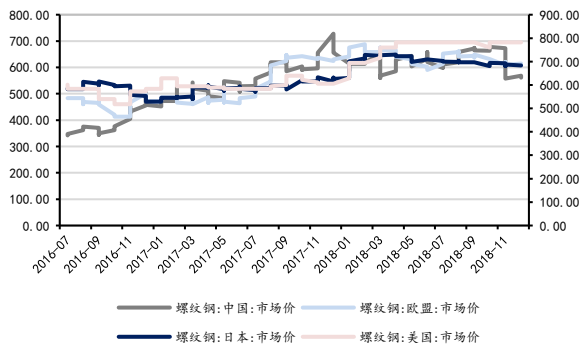
随着明年钢材价格的下行, 叠加人民币贬值的效应, 国内钢材在价格上竞争力有望得到体现, 出口在一定程度上有望提升。

图表 106: 钢材进出口



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 107: 国外主要地区螺纹钢价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

原料: 供需关系好转, 钢材利润下行

铁矿石: 供应增量少 VS 环保限产放松下需求好转

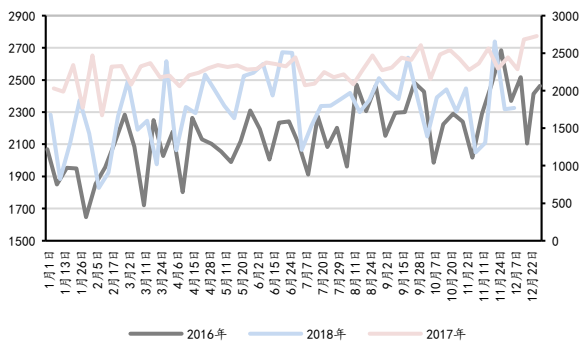
2018 年铁矿石无疑是黑色系里表现最弱的一个, 主要源于需求端钢铁行业常规以及非常规的环保限产, 需求偏弱, 而供应端进口矿仍维持增加态势, 国内矿虽有减量但占比较小, 基本面决定其成为市场对冲时的做空品种, 只有在钢材价格上行时存在一定程度的被动跟涨。

根据海关最新数据, 2018 年 1-11 月进口铁矿石 9.78 亿吨, 较去年同期减少 1.3%, 11 月进口量为 8625.3 万吨, 较去年同期减少 8.76%, 自 9 月份以来呈现连续下滑态势。预计

12 月份进口难有增量，整体铁矿石进口较去年 10.75 亿吨的量略有下滑。在传统四大矿山发运有增量的情况，澳洲、巴西等主流矿山国家累计进口量增加，像印度、伊朗等非主流矿山国家进口量下降。从主流矿山国家发货量看，澳洲发货节奏不稳定，二季度力拓发货量超预期，但后期由于铝指标问题，三季度澳洲发货明显放缓，低于传统季节性发货量，四季度又受到 BHP 火车脱轨事故影响，发货量持续偏低，从 9 月份进口量下滑也反映出这点。巴西方面，一季度受多雨天气影响发货量低于预期，二、三季度加大发货量，持续维持在高位，四季度由于矿山年底检修，发货量出现下行。国内矿山方面，年内产量出现明显下滑，截止 10 月份，国内铁矿石原矿累计产量为 6.42 亿吨，相较于去年同期 10.82 亿吨的量同比下滑 40.66%，主要原因在环保、安全生产检查的影响。

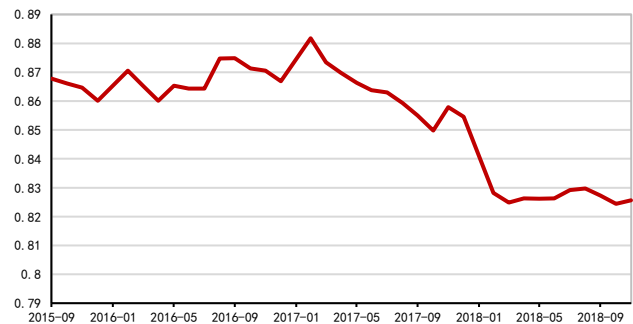
需求端我们前面介绍了 2018 年环保政策常规以及非常规限产，特别是 1-5 月份，铁矿石需求产生明显的减量，随着 9 月份环保风向有所转变，不再“一刀切”，具体限产比例权限下放地方政府，我们看到生铁产量也有所回升。

图表 108：2018 年澳洲、巴西发货情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 109：生铁/粗钢比



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 110：四大矿石铁矿石产量预测

单位：万吨	2016	2017	2018Q1-Q3	2018E	2019E	2019 年增量
淡水河谷	34884.6	36651	28365.3	39000	40000	1000
力拓	34761.9	34881.4	26161.2	34000	34000	0
必和必拓	22631.9	23086	18266.8	27500	27800	300
FMG	19080	19140	14330	17000	17000	0
合计	111358.4	113758.4	87123.3	117500	118800	1300

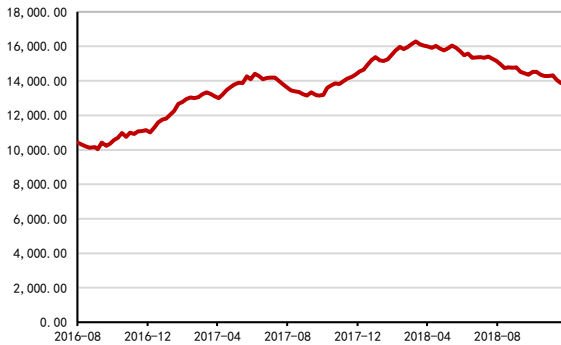
资料来源：四大矿山公开资料，中投期货研究所

展望矿石 2019 年，供应端看国外矿上经历近几年产能增产周期，在 2019 年接近尾声。根据市场预测，2019 年全球铁矿石新增产能 3500 万吨左右。增量方面主要来自于主流矿石国家澳洲、巴西，淡水河谷 S11D 项目贡献了最大。潜在减量方面，伊朗、印度矿出口量受政策影响较大，特别是伊朗政治问题。国内矿方面，受采矿证集中到期，并且开采由地上转地下，预计国内矿石供应较 2018 年仍有减量。

需求方面，环保限产放松，2019 年铁矿石需求量将继续好转。众所周知，2018 年密集环保政策对钢铁生产产生了较大影响，9 月份环保放松后，生铁产量增加明显，铁矿石需求也逐步好转，港口铁矿石库存连续下降并创年内新低。随着钢铁行业产能利用率提升，同时根据 2018 年限产带来的生铁减量，预计 2019 年生铁增加约 2000 万吨左右的量，消耗铁矿石约 3200 万吨。从 2017 年采暖季限产以来，在高利润下钢厂通过转炉增加废钢用量来提高产量，考虑到废钢成本与铁水成本之间的差异，在环保放松下，钢厂废钢用量将减少，从而拉动铁矿石需求。

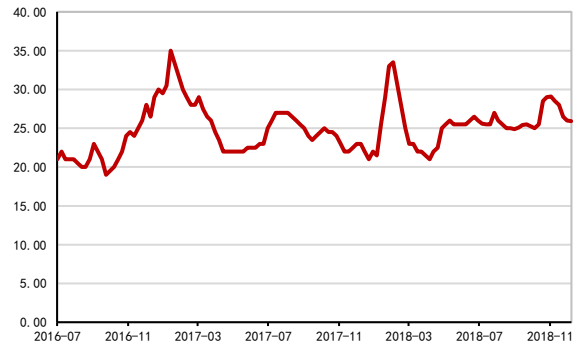
整体看，铁矿石供应端增量较少，环保限产放松下铁矿需求增加，基本面走向供需平衡，甚至出现供应阶段性短缺的可能。考虑到钢材价格中长期下行趋势已经确立，在钢材下行阶段铁矿石价格也将承压，在钢材需求旺季止跌企稳阶段，矿石价格表现相对较强，可以考虑通过多矿空材来做空钢厂利润。

图表 111: 港口铁矿石库存



资料来源: 万得资讯, 中金公司, 中投期货研究所

图表 112: 钢厂进口矿库存



资料来源: 万得资讯, 中金公司, 中投期货研究所

焦炭: 焦化行业去产能加速

2018 年焦炭市场运行特征可以概括为事件驱动强于供需平衡表的变动, 整体市场节奏与钢材类似。年初至 3 月底: 市场对春节后开工行情预期较强, 各环节都处于积极补库存状态, 与钢材的冬储行情类似, 春节后库存一直处于攀升状态, 3 月底四大港口库存达到 350 多万吨, 相比于去年同期 180 万吨左右库存翻了接近 1 倍。直至 3 月初需求迟迟未到, 在钢材下跌下焦炭也开始大幅下行, 后期又叠加贸易战利空影响, 焦炭价格创出年内新低。4 月初至 8 月中旬: 环保叠加环保预期主导的上涨行情。首先是焦点访谈以《管不住的焦化厂》为题, 报道了陕西黄陵地区焦化企业违规排污问题, 同期环保组进驻徐州突袭检查, 钢厂开启全面停产, 焦企全部限产 70%, 焦炭价格开始企稳反弹。7 月份国务院印发《打赢蓝天保卫战三年计划》, 环保预期进一步强化, 唐山地区开启 43 天的限产, 市场对生态环境部第二阶段全面督查充满期待, 其中主要涉及的汾渭平原地区 11 个城市为焦化企业主产区, 焦炭价格在 7 月中旬-8 月中旬开启一波大幅上涨, 最高创下 2720 元/吨的年内最高价。8 月份至今: 环保限产预期落空, 山西地区仅有临汾地区限产 30%, 其他地区基本没有限产, 环保部发文限产不再“一刀切”, 虽然 10 月份伴随钢价有波反弹, 但后期很快被宏观悲观预期打压, 回到利润下行传导的逻辑链条。

2019 年的焦炭市场, 环保影响逐步减弱, 去产能占据主导, 将是焦化行业去产能升级的一年。政策性文件上, 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》要求重点区域加大独立焦化企业淘汰力度, 力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能占比达到 0.4 左右。山西、河北省全面启动 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。《汾渭平原 2018-2019 年采暖季治理攻坚行动方案》, 要求全面启动 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。长三角地区要求在 2018 年 12 月底前加大沿江地区和环太湖地区独立焦化企业淘汰力度。《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》, 对于备案、环评、土地、安全生产等手续不全以及未通过国家行业准入的 4.3 米焦炉。根据《焦化行业“十三五”发展规划纲要》以及上述今年各政策要求, 2019 年预计有 3000 多万吨焦化产能淘汰, 而新增产能方面根据 Mysteel 统计, 山西地区约有 1220 万吨。

图表 113: 重点区域潜在淘汰产能

	独立焦企产能	全国占比	省内占比	独立焦企中 4.3 米及以下产能	全国占比	省内占比	潜在重点淘汰产能	全国占比	省内占比
山西	11814	20.1%	85.2%	7159	12.2%	51.6%	3098	5.3%	22.3%
河北	5975	10.1%	66.0%	3365	5.7%	37.2%	1158	2.0%	12.8%
山东	4345	7.4%	79.0%	1645	2.8%	29.9%	575	1.0%	10.5%
河南	2635	4.5%	88.9%	990	1.7%	33.4%	546	0.9%	18.4%
江苏	1641	2.8%	60.6%	1080	1.8%	39.9%	130	0.2%	4.8%
合计	26410	44.8%		14239	24.2%		5507	9.3%	

备注：潜在重点淘汰产能为：独立焦企中同时满足 4.3 米及以下、产能在 100 万吨及以下且为湿熄工艺的焦炉产能。

资料来源：公开资料、中投期货研究所

图表 114: “以钢定焦”潜在淘汰产能

省份	生铁	焦化	焦钢比值	潜在淘汰产能
河北	30633	9007	0.294029315	-3246
天津	1991	120	0.06027122	-676
山东	8639	5585	0.646486862	2129
河南	3768	2770	0.735138004	1263
山西 4 市	2577	4185	1.623981374	3154
合计	47608	17482	0.367207192	2624

资料来源：公开资料、中投期货研究所

焦炭需求方面，根据我们对钢材分析，在环保放松下生铁产量将有所增加，焦炭需求也将好转。考虑到 2018 年焦炭生铁产量的增速持续高于焦炭产量增速，整体焦炭基本面处于相对紧平衡的供需状态，叠加近两年国内东南亚地区钢铁企业需求较好，焦炭出口方面一直维持较好状态。

整体看，在焦化行业去产能，供应存在减量，需求有增量的情况下，阶段性供需错配的行将出现，焦炭价格会表现偏强，波动性会大幅增加，一定阶段会受到钢材利润下行的压制。

投资策略

主要结论

钢材：钢铁行业去产能任务基本已经完成，政策方面带来的上中下游利润分配不均现象有望改善，叠加外部贸易战的冲击，环保政策让位经济不再“一刀切”，供给方面产量将继续回升，预计粗钢产量增加 1000-2000 万吨。需求端将走弱，主要源于地产投资下滑，基建投资回升不足以支撑钢材需求，制造业面临从政策性紧缩引发的自发性紧缩，用钢需求同样面临放缓，整体用钢需求减量在 1000 万吨左右。供需层面，供应回升叠加需求下行，钢材价格承压下行，钢企利润将继续压缩至合理水平（0-300 元/吨区间），预计价格在（2800,3800）区间运行。

铁矿石：铁矿石供应端增量较少，环保限产放松下铁矿需求增加，基本面走向供需平衡，甚至出现阶段性短缺的可能。考虑到钢材价格中长期下行趋势已经确立，在钢材下行阶段铁矿石价格将承压，在钢材需求旺季止跌企稳阶段，矿石价格表现相对较强。

焦炭：在焦化行业去产能，供应存在减量，需求有增量的情况下，阶段性供需错配的行将出现，焦炭价格会表现偏强，波动性会大幅增加，一定阶段会受到钢材利润下行的压制。

操作策略

1. 中长期看，钢材供应回升需求走弱的格局决定了价格下行趋势，月线级别的价格下跌开

启，操作上以逢高抛空为主。上半年需求旺季若地产韧性较强，价格存在一波反弹机会，后期做空为主。原料方面，铁矿石、焦炭价格表现相对较强，在钢材利润快速下行阶段会受到压制，单边可以跟随钢材做空，对冲可通过多焦炭空钢材来做空钢企利润。在钢材止跌阶段或政策及事件性影响下，铁矿、焦炭存在做多机会，焦炭弹性会更好。

2.短期看，贸易商何时冬储决定 1905 合约走势，若贸易商不再冬储，倒逼钢厂主动减产，春节后低库存+高基差+低利润，叠加节后需求启动，存在期货价格反弹修复基差机会。考虑到远期宏观预期更加悲观，3 月份以后螺纹钢存在 5-10 正套的机会。

动力煤：峰谷之间，顺势而为（姜云超）

主要观点与投资建议

2018 年，动力煤价格继续维持季节性波动的特点，但波动的幅度持续缩窄。2 月春节过后，受到采暖季结束需求减弱的影响，动力煤现货价从 750 元/吨开始回调，最低降至 570 元/吨附近。而后在工业用电，尤其是火电的带动下，煤价小幅反弹至 680 元/吨附近。随着电厂对于长协煤的采购力度增强，库存逐步提高，夏季用电高峰期间出现了旺季不旺的现象，煤价重新回升至 600 元/吨附近。进入八月，受到煤炭进口受限消息影响，动力煤价格小幅上涨。但是采暖季采购前，电厂较高的库存水平重新对煤价产生压制，煤价恢复震荡下行。

图表 115：近两年动力煤价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 116：原煤月度累计产量与同比增速

单位：百万吨	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
商品煤产量	3,490	3,461	3,410	3,643
同比		-0.83%	-1.47%	6.83%
商品煤消费量	3,693	3,698	3,737	3,828
同比		0.13%	1.05%	2.43%
净出口量	-285	-199	-247	-263
进口量	291	204	256	271
出口量	6	5	9	8
库存增量	82	-38	-80	78
总库存	233.62	233.73	196.27	151.55
煤炭企业	91	104.4	93	63
重点煤矿库存	48.08	55.75	37.81	23.56
电网库存	94.54	73.58	65.46	64.99

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2019 年，我们认为，动力煤市场整体供需处于松平衡状态，价格不会出现较大的趋势性变化，现货价格将以 580-720 元/吨为主要区间宽幅震荡。主要理由如下：

- **新产能缓慢释放，进口煤受到抑制。**2019 年，山西省，陕西省和内蒙古自治区预计将分别有 3240 万吨，9380 万吨和 1.31 亿吨产能投放。这些产能将逐步缓解国内煤炭市场的紧张局面。进口煤将会继续承担平衡煤价的作用，预计新年度进口煤数量将会缩紧。
- **煤炭运力投放，环保督查常态化。**蒙华铁路将于 2019 年下半年投入使用。线路将极大的缓解大秦线目前运力紧张的状况，同时也将大幅度降低华中和华东地区的用煤成本。新年度，环保督查和煤矿安全检查将会常态化，随着各煤矿对于环保和生产安全的意识提高，检查对于供给的影响将会逐步趋弱。
- **需求增长幅度受限。**在国家发改委对于长协煤的要求与鼓励下，预计 2019 年长协煤占煤炭总需求的比例将继续扩大，煤炭的价格波动幅度也将持续收窄。下游各用煤行业中，火电，建材，化工等行业受制于宏观经济影响，增速均出现放缓迹象。预计新年度，需求端的增速将会整体呈现出放缓迹象。

风险点：煤炭需求超出预期，煤价大幅上涨

煤炭供给逐步宽松

行业利润改善明显

煤炭行业供给侧改革以来，国内煤炭的供需，煤炭企业的经营情况整体出现了改善。2018年国内煤价依然维持在偏高的水平上运行。煤炭企业盈利继续保持向好方向发展。

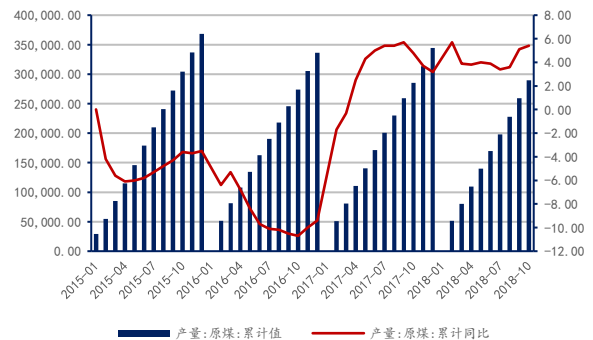
1-10月全国原煤产量29.0亿吨，同比增加5.4%，其中10月煤炭产量3.05亿吨，同比增加8%，较9月单月的5.2%增速提高2.8个百分点。环比来看，10月煤炭产量减少0.3%。分省份来看，10月山西省煤炭产量同比增加13.3%，内蒙古煤炭产量同比增加12.9%，陕西省煤炭产量同比增加14.0%。

图表 117：原煤月产量与同比增速



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 118：原煤月度累计产量与同比增速



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

据中国煤炭工业协会统计与信息部数据，1-10月，全国大型煤炭企业主要经济技术指标整体上升。协会直报的大型煤炭企业原煤产量完成21.4亿吨，同比增加8481.9万吨，上涨4.1%；煤炭销量完成21.1亿吨，同比增加10087万吨，同比增长5.0%。大型煤炭企业回采工作面平均个数1303个，同比减少63个；回采工作面累计平均月产量为79003吨，同比增加5495吨，增长7.48%；掘进工作面平均个数3263个，同比增加68个；掘进工作面平均月进度150米，同比增加11米，增长7.91%。大型煤炭企业营业收入完成2.85万亿元，同比增长3.18%；利润总额1356亿元，同比增长32.8%；应收账款净额（含非煤）2204.2亿元，同比下降8.3%；资产负债率71.1%，比去年同期下降2.77个百分点。

在煤炭企业较好的经营预期的前提下，2019年，大型煤炭企业的生产积极性会进一步提高，产能利用率预期会同步增加。由此判断，明年的煤炭供给会在利润的驱使下较今年更为宽松。

环保督查常态化

与2017年相比，2018年的环保督查在中央的“回头看”和专项督查的基础上，增加了各省市级别的环保督查，环保督查的频率也逐步增加。生态环境部6月印发了《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》，扩大强化督查范围至汾渭平原11城市和长三角区域。近期全国大部分地区的持续雾霾，也会从侧面催生新一轮更严格的环保督查，这对于今年冬季采暖季的煤炭生产会有较大的影响。

根据近年来环保形势的发展特点，我们认为环保督查将会常态化，督查重点将会继续深入，但是环保对于煤炭供给端的影响会逐步淡化。

图表 119: 2018 年煤炭环保督查与安全检查

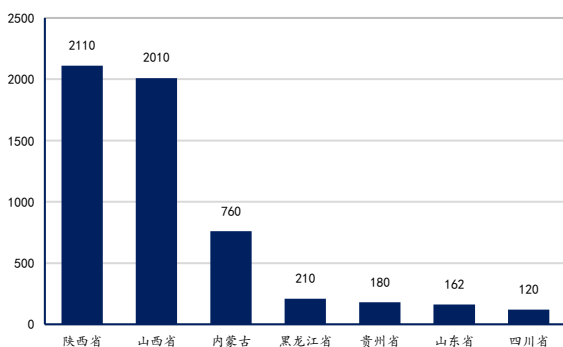
时间	类型	部门	内容
1 月	环保督查	环保部	京津冀及周边地区大气污染防治强化督查。
2 月	安全检查	安监局	依法打击和重点整治煤矿安全生产违法违规行为。
5 月	安全检查	安监局	对山西、内蒙古、黑龙江、湖南、四川、贵州等 6 个省份的煤矿进行抽查。
6 月	环保督查	环保部	环保部蓝天保卫战重点区域强化督查第一阶段。
8 月	安全检查	安监局	对 12 个省（区）开展煤矿安全生产督查。
10 月	环保督查	环保部	京津冀及周边地区细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降 3% 左右，重度及以上污染天数同比减少 3% 左右。
10 月	环保督查	环保部	长三角地区 PM2.5 平均浓度同比下降 5% 左右，重度及以上污染天数同比减少 5% 左右。
10 月	安全检查	安监局	分三个阶段对全国煤与瓦斯突出矿井组织开展安全“会诊”。
11 月	安全检查	安监局	全面排查整治各类安全生产隐患，坚决防范遏制重特大生产安全事故发生。
12 月	安全检查	安监局	检查煤矿企业贯彻落实有关煤矿安全生产的法律法规规章和标准情况。
12 月	安全检查	安监局	对高风险煤矿开展安全“体检”

资料来源：环保部，安监总局，中投期货研究所

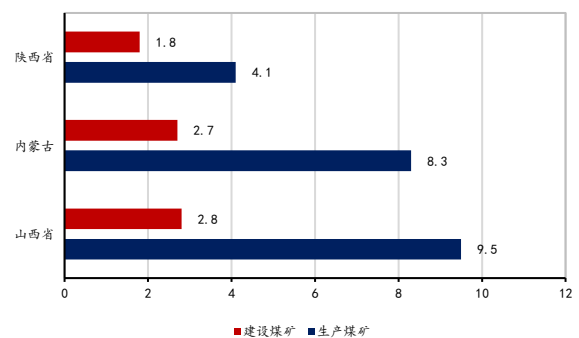
新产能将缓慢释放

截至 2018 年 6 月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3816 处，产能 34.91 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1138 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 96 处），产能 9.76 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 201 处，产能 3.35 亿吨/年。

根据公告文件，我们看到，截止 2018 年六月底，已核准（审批）、开工建设的煤矿中，新建产能 7.4 亿吨，占比 75.8%；已建成、进入联合试运转的煤矿中，新增产能 2.9 亿吨，占比 86.6%。2018 年上半年建设煤矿转为生产煤矿共有 31 处，产能合计 5552 万吨。其中，山西地区 19 处，产能总计 2010 万吨，陕西地区 3 处，产能总计 2110 万吨，内蒙古地区 4 处，产能总计 760 万吨。

图表 120: 2018 上半年新增煤矿


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 121: 三西地区煤矿类型占比


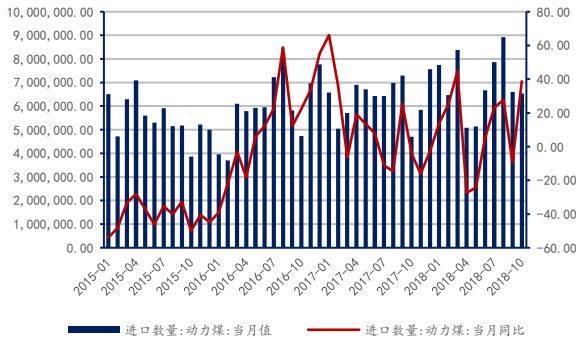
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从分省项目来看，山西和内蒙古两省的建设煤矿规模大于陕西省，但是公告文件中显示，内蒙古和陕西省进入联合试运转的煤矿项目总产能分别为 1.31 亿吨和 9380 万吨，远高于山西省的 3240 万吨。未来陕西省和内蒙古的煤炭产量增速将会高于山西省。整体来看，2019 年的煤炭新增产能会使得煤炭供给较为宽松。

进口煤预期偏紧

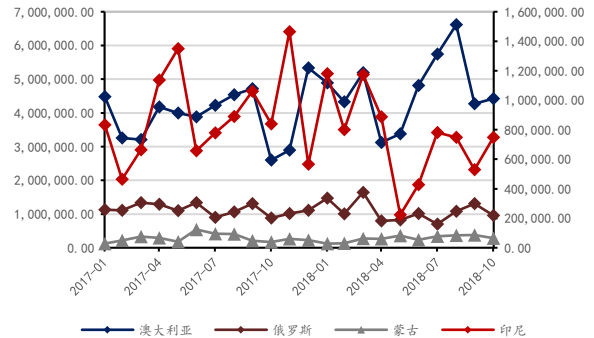
海关总署 12 月 8 日发布的最新数据显示, 11 月中国煤炭进口量为 1915.3 万吨, 环比下降 17%。这是自 7 月份创下 2901 万吨高位后连续第四个月煤炭进口量环比下降。数据显示, 与去年同期相比, 11 月中国煤炭进口量下降了 13%。1-11 月累计煤炭进口量达到 27118.7 万吨, 同比增长 9.3%。前 11 月煤炭进口量已略超去年全年总量 27090 万吨。中国 11 月份出口煤炭 68.9 万吨, 同比减少 6.1 万吨, 下降 8.13%; 环比增加 20.6 万吨, 上涨 42.65%。1-11 月份, 全国共出口煤炭 462.3 万吨, 同比下降 37.4%。

图表 122: 动力煤进口及当月同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 123: 动力煤进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

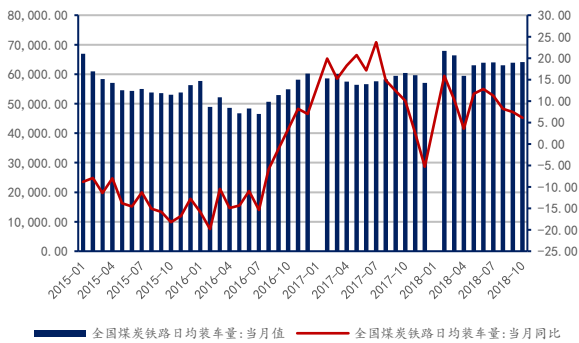
目前来看, 在煤炭总量控制的体系下, 进口煤炭主要受到政策因素影响。若国内煤炭产销比较顺畅, 或者松平衡的状态, 进口煤数量往往受到一定的控制; 若国内煤炭产销比较紧张, 或者紧平衡的状态, 进口煤数量一般会放松限制。政策通过控制进口煤的通关时间或者数量等方面来对国内煤炭的供给边际进行调控, 进而起到稳定煤价的作用。

综合考虑 2019 年煤矿的产能释放以及环保要求等方面, 我们预计煤炭的供给大概率应该是宽松的状态。因此我们认为, 作为国内产能的补充, **进口煤在 2019 年应该会呈现供应偏紧的状态。**

蒙华铁路缓解运力

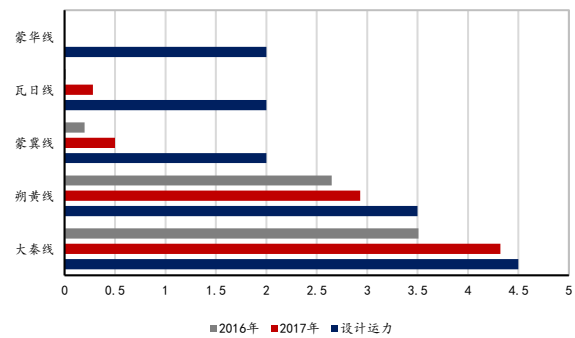
2017 年以来, 我国煤炭铁路发运量一直保持较高增速, 累计同比长期维持在 10% 以上。10 月份全国铁路煤炭发运量 2 亿吨, 同比增长 6.5%。1-10 月发运煤炭 19.7 亿吨, 同比增长 9.5%。预计 2018 年全年同比增量在 2 亿吨以上。煤炭铁路发运量较原煤产量的比例也在稳步上升, 从 16 年上半年的 50-55% 增长至 2018 年上半年的 65-70%。从铁路线路来看, 目前大秦线已经接近设计运力瓶颈, 朔黄线运量在不断提升。蒙冀线和瓦日线虽然运力提升空间较大, 但是线路安排均为东西走向。三西地区的煤炭到达港口后依然需要下水装船, 通过船舶运输至华中和华东的电厂企业。短期内即使瓦日线和蒙冀线运力调度效率提升, 北煤南运的困境依然无法充分解决。

图表 124: 铁路日均装车量及增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 125: 主要煤炭运力使用情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

蒙华铁路北起内蒙古浩勒报吉站, 南至江西吉安, 全长 1830 公里, 设计运力 2 亿吨/年。蒙华铁路预计于 2019 年三季度通车。通车后, 蒙华铁路将成为连接三西地区与华中地区重要的煤炭运输通道。三西地区由大秦线下水, 经由水路运至华东地区的传统线路, 将由直通铁路替代。蒙华铁路即能够缓解大秦线和长江及沿海船运的运输压力, 又能够降低华中和华东地区用煤企业的成本。

针对“公转铁”带来的煤炭运力需求, 中国铁路总公司今年 4 月修订了国家铁路货物发送量年计划, 预计增加铁路运力 1.5-2 亿吨。另外, 中国铁路总公司上半年发布《2018-2020 年货运增量行动方案》, 计划在 2020 年将全国铁路煤炭发运量提高到 28.1 亿吨, 较 2017 年增加 30%, 占全国煤炭产量的 75%。如果原煤产量在未来能够继续保持 3% 的增速, 到 2020 年, 全国铁路煤炭发运量需求将达到 28.2 亿吨。若《2018-2020 年货运增量行动方案》能够顺利实现, 铁路运力基本可以匹配煤炭发运需求。

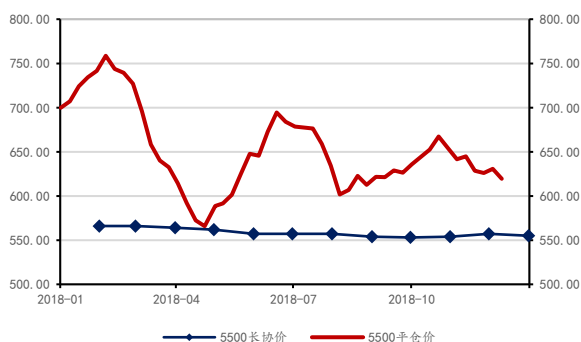
煤炭需求增速放缓

政策鼓励长协煤扩大比例

11 月底, 国家发改委印发了《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》。通知要求, 各相关单位要高度重视煤炭中长期合同签订履行工作, 各有关方面要早部署、早安排、早行动, 抓住当前有利时机, 及早签订数量相对固定、价格机制明确的中长期合同, 鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同。煤电双方应继续参照“基准价 + 浮动价”定价机制, 协商确定中长期合同价格。

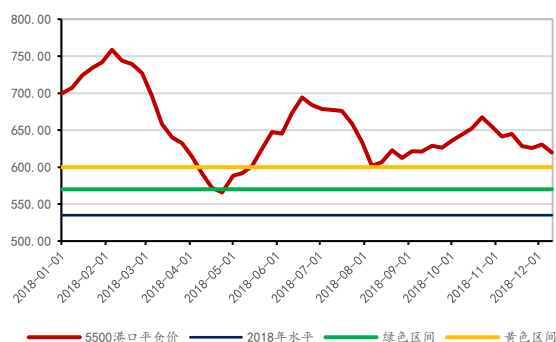
根据要求, 中央和各省区市及其它规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量, 应达到自有资源量或采购量的 75% 以上, 且不能低于上年水平。鼓励产运需三方不断创新衔接方式, 多签直购直销合同和有运力保障的三方合同。通过煤炭产能置换指标等支持措施, 鼓励引导有关方面签订更高比例的中长期合同。委托中国煤炭工业协会对供需双方合同的签订等情况进行汇总。供需双方签订的 2019 年煤炭中长期合同, 应及时登录中国煤炭市场网录入。

图表 126: 长协煤价格与港口煤价



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 127: 长协价区间与煤炭现货价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

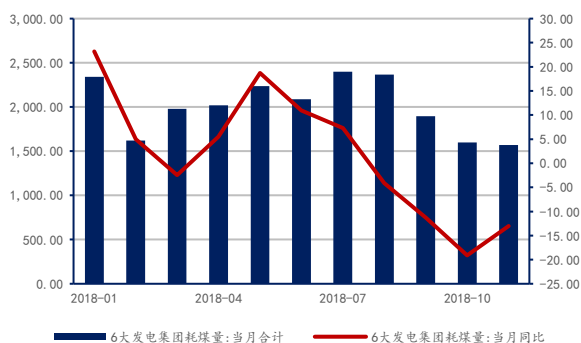
根据通知要求, 定价机制继续参照“基准价 + 浮动价”定价机制。下水煤基准价仍按不高于 2018 年度水平, 即 535 元/吨执行。季度、月度长协以及外购煤长协定价机制, 要求原则上保持在绿色区间, 即 500-570 元/吨以内; 价格应不超过黄色区间上限, 即 600 元/吨。与以往不同, 本次通知增加了与铁路运力方面的要求, 进一步加大长协煤的优势。增加了保障中长期合同单笔合同量在 20 万吨及以上的运力安排。对于运力配置要求没有运力增量的线路, 运力配置不低于去年。且 2019 年新增铁路运力, 原则上优先配置和保障中长期合同。

火电增速放缓, 煤耗降低

2018 年, 沿海六大电厂的煤炭消耗量呈现出旺季不旺的状态。夏季用电高峰期间, 整体的煤炭消耗量与往年持平甚至略低, 采暖季高峰即将到来, 电厂日耗依然维持负增长的水平。在电能替代以及煤耗效率的要求下, 整体电厂的煤耗预计还将维持边际减少的状态。

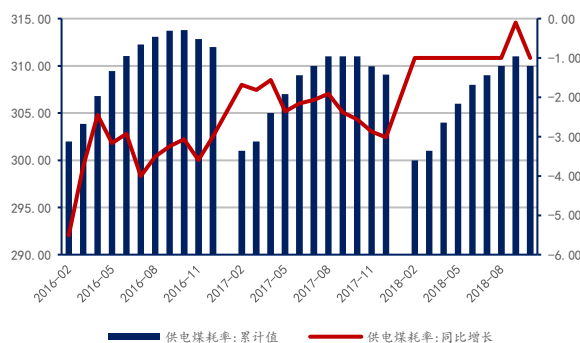
中电联的报告显示, 1-10 月份, 全社会用电增速同比提高, 当月用电增速环比回落; 工业和制造业用电延续平稳较快增长态势; 四大高耗能行业用电均实现正增长, 黑色金属冶炼行业累计增速实现两位数增长; 发电装机容量增速同比回落, 非化石能源发电量保持较快增长; 各类型发电设备利用小时均同比增加, 并网风电设备利用小时为近年新高; 全国跨区、跨省送出电量同比增长; 全国基建新增装机容量同比减少, 其中太阳能发电和火电新增装机减少较多。

图表 128: 六大电厂耗煤量及同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 129: 供电煤耗率及同比变化

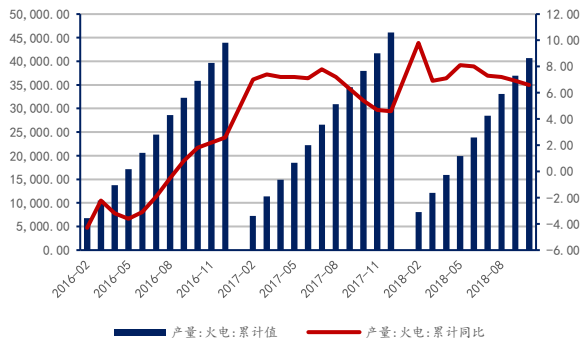


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

截至 10 月底, 全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量 17.7 亿千瓦, 同比增长 5.2%, 增速比上年同期回落 2.1 个百分点。其中, 水电 3.1 亿千瓦、火电 11.2 亿千瓦、核电 4053 万千瓦、并网风电 1.8 亿千瓦、并网太阳能发电 1.2 亿千瓦。1-10 月份, 全国规模以上电厂发

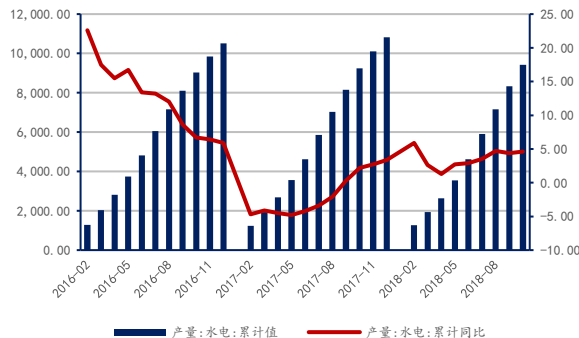
电量 55816 亿千瓦时，同比增长 7.2%，增速比上年同期提高 1.2 个百分点。从细分来看，1-10 月份，全国规模以上电厂水电发电量 9418 亿千瓦时，同比增长 4.6%，增速比上年同期提高 2.4 个百分点。全国规模以上电厂火电发电量 40686 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速比上年同期提高 1.2 个百分点。全国核电发电量 2341 亿千瓦时，同比增长 15.0%，增速比上年同期回落 3.4 个百分点。全国 6000 千瓦及以上风电厂发电量 2962 亿千瓦时，同比增长 23.1%，增速比上年同期回落 2.2 个百分点。

图表 130: 火电累计发电量及同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 131: 水电累计发电量及同比



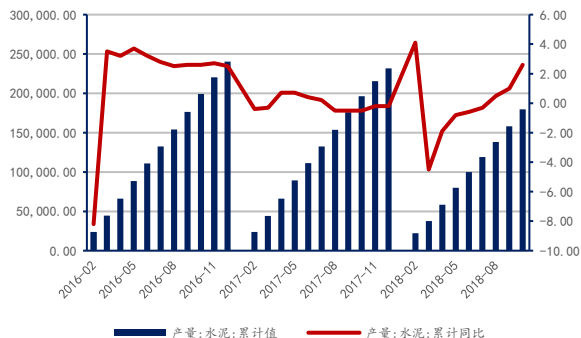
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

整体来看，火电需求依然是煤炭的重要组成部分，供电煤耗一直处于下降的状态，但是增速持续减缓。非火力发电量整体上升，但是对比火电发电量依然差距较大。中期来看，电厂的煤炭需求依然会处于上升阶段，但是增速将持续放缓。

建材与化工煤炭需求走弱

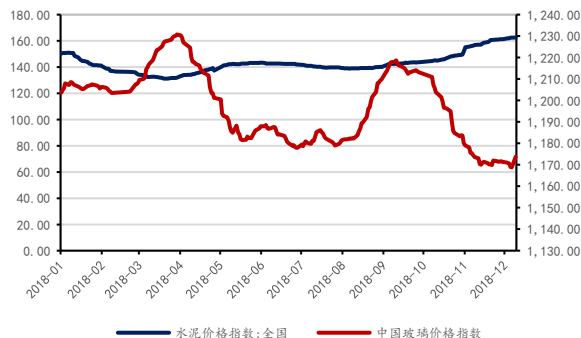
2018 年 1-10 月，全国水泥产量 17.9 亿吨，同比增长 2.6%；平板玻璃产量 7.2 亿重量箱，同比增长 1.3%；技术玻璃、玻璃纤维布、卫生陶瓷、防水建筑材料、隔热隔音材料等产品产量同比保持增长。建材及非金属矿产品平均出厂价格同比上涨 11.1%。全国通用水泥、平板玻璃平均出厂价格同比分别上涨 22.7%、4.8%。10 月份建材及非金属矿产品出厂价格指数为 111.6，比上月上涨 0.2 个百分点。前三季度，规模以上建材企业主营业务收入 3.4 万亿元，同比增长 14.4%；利润总额 2810 亿元，同比增长 43.7%。其中，水泥行业主营业务收入同比增长 23.1%，利润总额同比增长 123.1%；平板玻璃行业主营业务收入同比增长 4.0%，利润总额同比增长 40.0%。

图表 132: 水泥累计产量及同比增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 133: 主要建材价格指数走势



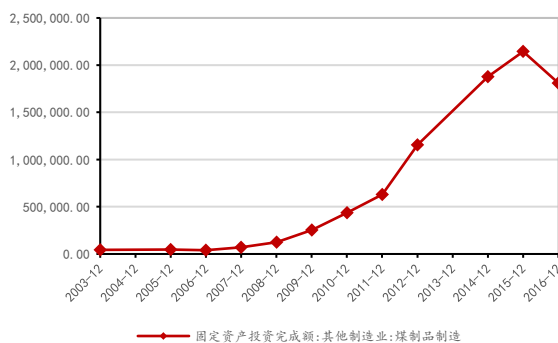
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

如果 2019 年，房地产行业面临较大的下行压力，建材行业中长期会维持偏弱的走势。

化工方面，作为煤炭清洁高效转化的重要方式，我国煤化工产业可推动煤炭年转化能力 2 亿吨以上。中国石油和化学工业联合会煤化工专委会统计显示，“十一五”发展至今，以煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇为主的现代煤化工项目，均已打通工艺流程。截至 9 月底，四类项目年产能分别达 921 万吨、51.05 亿立方米、872 万吨、347 万吨，较“十三五”初分别增长 214.3%、64.4%、69.6%、50.9%。

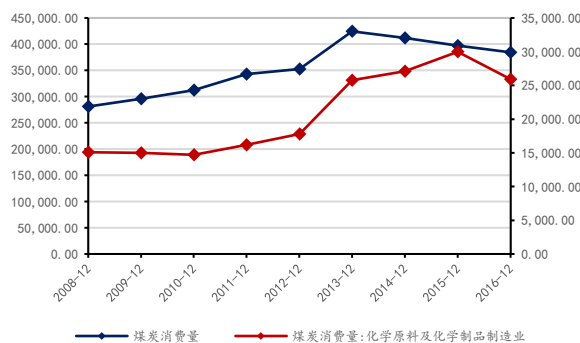
从上期来看，煤化工产业投资缺乏反馈机制，产能过剩的风险已经开始逐步显现。目前在建、拟建的烯烃项目超过 3400 万吨，同质化现象严重。与此同时，东南沿海地区大量的油气一体化设备的开工和试运行，给现代的煤化工行业带来极大的冲击。油气一体化设备规模化后，效益、能效及产品质量等均将大幅提升，而煤化工产业相对分散，面临的压力会非常大。

图表 134: 煤化工投资完成额



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 135: 煤炭消耗总量及化工煤炭消耗量

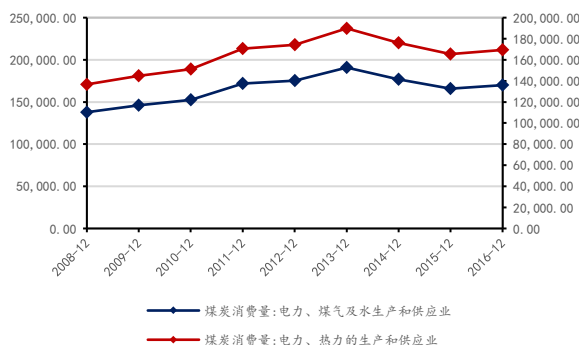


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

环保压缩散煤市场

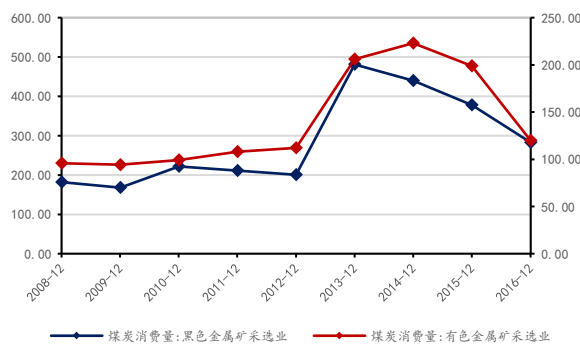
根据《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2020 年采暖季前，在保障能源供应的前提下，京津冀及周边地区、汾渭平原的平原地区基本完成生活和冬季取暖散煤替代。此外，《三年行动计划提出》新增天然气量优先用于城镇居民和大气污染严重地区的生活和冬季取暖散煤替代，重点支持京津冀及周边地区和汾渭平原，而“煤改气”要坚持“以气定改”。与此同时加快农村“煤改电”电网升级改造。2017 年全国散煤消费量减少 6500 万吨，其中民用散煤减量约 1800 万吨，建材工业小窑炉减少散煤 3242 万吨。2018 年前三个季度，电煤占煤炭消费比例同比上升至 53.9%，预计 2019 年，电煤将会对散煤形成更多的替代。综合来看，在环保要求和长协煤的替代下，散煤的使用率将会逐步下降，但是下降速度相对有限。

图表 136: 电力用煤使用量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 137: 黑色产业与有色行业电煤使用量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

有色金属：消费担忧难减（李小薇）

概述

2018 年有色金属市场反应低迷，主要受制于美联储加息，中美贸易摩擦，以及中国经济结构调整的阵痛都对终端消费增长产能负面效应。微观层面，金属价格在 2018 年阶段性回落带来投资者对未来需求下行的担忧。我们认为 2019 年将受贸易战、全球经济放缓等因素，宏观因素对价格影响依然显著，考虑到各品种基本面表现各异，走势具有独立性。

铜：供需偏平衡，延续宽幅震荡

在贸易摩擦、美联储加息、风险资产大幅波动的大背景下，市场存在被过度解读的可能，从而对铜价形成较强冲击。2018 年内近 20% 的铜价跌幅已经充分隐含了对基本面偏弱和宏观面挥发的预期。从基本面来看，全球铜精矿供应依然充裕，加工费保持高位。铜精矿 2019 年长单终于落地，明年铜精矿偏紧的预期得到了佐证，给予市场一定的信心。虽然铜的终端消费不济，空调汽车消费稍显疲弱，后续电线电缆的消费有望成为亮点。我们认为 2019 年铜价可能会出现前高后低的走势，运行区间在 5400-6600 美元/吨、45000-53000 元/吨。

风险提示：美元大幅走强、新兴市场系统性风险、贸易战升级、铜矿供应超预期。

锌：近强远弱，价格将承压下行

锌的基本面继续出现弱化。供给方面，国外矿山产能逐渐恢复，国内进口快速增长，精矿供应逐步宽松。受环保及检修等因素影响，冶炼端供应增长缓慢，呈现矿松锭紧。预计矿供应趋向于宽松决定了长期看空锌价是主流基调。需求方面，消费面临下滑的压力。国内房地产处于下行周期中，加上基建投资乏力，2019 年国内锌消费将减弱，大概率将对锌价形成压制。同时全球经济进一步放缓预期难改，预计 2019 年国外锌需求也稳中小幅下降。总的来看，锌价重心有进一步下移的可能，预计 2019 年价格将呈现前高后低，并延续近强远弱结构。

2018 年锌价的下跌核心问题为锌矿的供应预期。进入 2018 年后全球锌矿山产能重启的预期则导致了锌价的全面性承压。而 2019 年锌行业的瓶颈将由供给端转移至中游冶炼端，精炼锌产量增量主要集中在下半年，不考虑宏观因素的影响，预计明年上半年精炼锌供应持续紧张，价格有望得到支撑，维持相对高位，下半年锌价压力会较大。

风险提示：贸易战超预期发酵、锌矿产出复苏超预期。

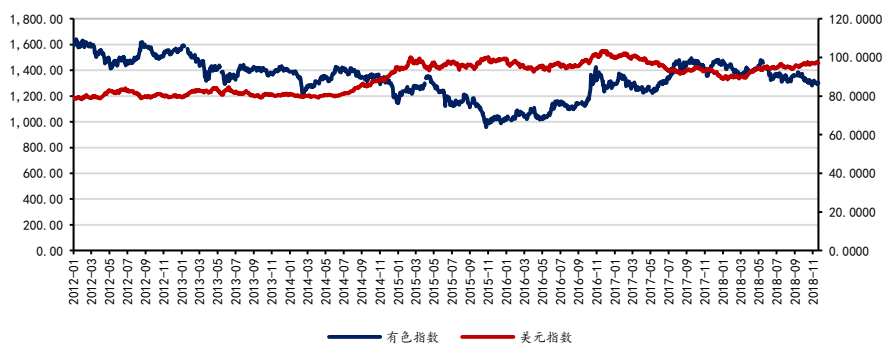
宏观事件的冲击：经济增速下调 需求增速放缓

由于中国是全球最大的金属消费国，中国经济增速放缓对金属需求影响负面。自贸易形势紧张以来，金属价格从高点回落。如果剔除人民币贬值因素，主要金属品种价格均出现下跌。

内忧外患

美国经济表现强劲，美元走强压制基本金属价格。2018 年以来，美国 GDP 增速、非农就业人数等经济指标持续超预期，而美联储今年大概率将加息 4 次，美国经济基本面强势带来了美元指数持续上涨。美元指数上涨将压制基本金属价格的重要原因之一。

图表 138: 有色指数与美元指数价格对比图



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

2018 年以来, 随着中国经济增长压力逐步体现、产品价格回落, 有色行业整体经营持续转弱, 有色金属矿采选利润增速放缓, 而有色金属冶炼及压延利润下滑。国际货币基金组织 (IMF) 在 2018 年 10 月发布的《全球经济展望》也调低了 2019 年全球经济增长预期。我们判断, 受全球经济增长放缓的不利影响, 有色的需求将有所转弱。由于中国是全球最大的金属消费国, 中国经济增速放缓对金属需求影响负面。

图表 139: 有色金属矿采选经营转弱



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 140: 有色金属冶炼和压延经营恶化



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

美国提高关税对终端需求影响较大

从 2018 年 3 月 9 日开始, 特朗普正式签署对进口钢铁和铝分别征收 25% 和 10% 的关税 (232 措施), 贸易战拉开序幕。3 月 22 日, 美国宣布因知识产权侵权问题对中国商品征收 500 亿美元关税。4 月 2 日, 中国对对原产于美国的 7 类 128 项进口商品中止关税减让义务。4 日, 中国公布对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项合计 500 亿美元的商品加征 25% 的关税。进入 5 月, 中美双方开展了各种层面的磋商进行有关战的谈判。6 月 18 日, 美称对中国 2000 亿商品加征 10% 关税。8 月 1 日, 美国贸易代表发布声明考虑将此前计划对 2000 亿美元中国商品加收关税的税率从 10% 提高到 25%。8 月 2 日, 中国商务部发布 600 亿商品税 5%-25% 公告 (反击 2000 亿)。此外, 美国在 4 月和 8 月分别对中国电信通讯行业和军工行业进行了限购和技术封锁。因中美仍有 2600 亿的贸易额未被美方提高征税标准, 特朗普表示, 如果中国采取美国政府认为是报复性的行动, 美国将对价值 2670 亿美元的其他进口产品征收新一轮关税。9 月 18 日, 美国将 2000 亿关税确定在 10%, 1 月 1 日起 25%, 中国做出相应降低调整, 双方以各让一步结束加码对峙, 中美贸易战或进入下一阶段。12 月 3 日 G20 峰会中美达成协议, 停止升级关税等贸易限制措施, 并立即着手解决之前的关税问题, G20 峰会的结果大大超出市场预期。

2017 年美国从中国进口 5056 亿美元商品, 中国从美国进口 1304 亿美元商品, 双方逆差 3452 亿美元。中美之间长期逆差直接导致美国以此为理由对中国展开贸易关税上的摩擦争

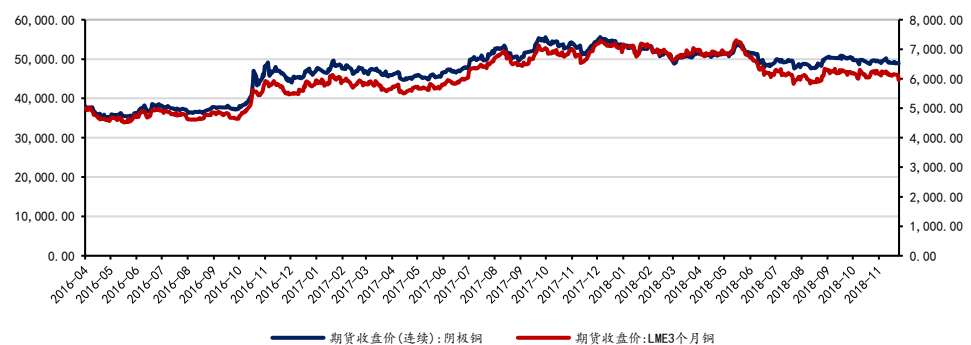
端。聚焦在有色金属行业，美国是中国有色行业重要的合作伙伴。在工业金属中，出口美国占比 16.3%，铝材占据较大 19%，但铜，锌占比分别在 6.83%和 1.8%，影响较小。对有色行业下游影响主要有电机电气、机电设备、汽车、车船飞机、及火车轨交上。这 5 个海关类别出口美国金额占据了我国对美总出口额的 68%。下游消费端的加税影响因体量巨大难以避免，但对中国制造的需求也难以在短时间转移，这其中有着深刻的产业逻辑。中美贸易摩擦缓和也是宏观逐步趋稳的重要标志。从最新中美元首在意大利的会晤来看，尽管双方依旧存在不小的分歧，但是管控分歧已经成为主旋律，我们对未来贸易摩擦的缓和持乐观态度。

铜：金融属性凸显，宽幅震荡概率大

行情回顾

2018 年以来铜价呈现先震荡后下行趋势，总体上走势偏弱运行。上半年市场对于世界最大的铜矿 Escondida 新一轮的劳资谈判可能引发供应担忧，引发铜价高位震荡，而下半年罢工扰动因素解除，市场更多的关注中美贸易矛盾逐渐激化甚至恶化后，对中国宏观经济的悲观预期对铜需求造成不利影响，库存处于低位低于，多空交织下，铜价走出区间震荡行情。

图表 141：铜价走势图

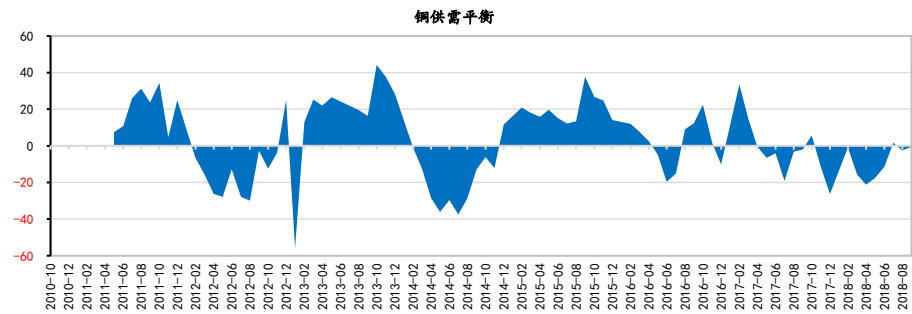


资料来源：安泰科，中投期货研究所

有供应放缓的预期，支撑铜价

根据 ICSG 最新预测，2018 年全球精铜消费增速提升至 3%，约 2446.8 万吨，而供应增速为 4.3%，约 2451.1 万吨，全球精铜小幅过剩 4.3 万吨。对于 2019 年来看，受益于铜精矿供应增速放缓，全球精铜供需格局进一步改善，全球精铜供应将出现约 7 万吨的供应缺口。

图表 142: 铜的供需平衡



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

铜矿供给增速放缓

2018 年铜矿供应增速呈现前高后低态势, 主要铜矿劳工谈判的顺利推进, 铜矿的供给扰动影响整体略低于市场预期, 其产出的恢复提振了矿产量的增速; 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 年产量的同比增速 (17 年罢工的基数效应)。另一方面部分项目仍处于试车阶段, 新建项目及扩产项目增量相对有限。Kamoto(13.5 万吨)、Cobre Pananma(32 万吨)与 Toquepala (11.5 万吨) 等铜矿均有产出释放。随着越多的铜矿山转入地开采以及开采寿命下降、铜矿品位继续下行、工人罢工、项目受地缘保护主义等影响, 干扰率不断上升, 铜矿产出增速下滑。据世界金属统计局 (WBMS) 最新报告显示, 2018 年 1-9 月全球矿山铜产量为 1536 万吨, 同比增幅为 1.9%, 综合考虑嘉能可、自由港等大型矿企产量增幅, 我们预计 2018 年全球矿山产铜增速为 2.1%。根据上海有色网 (SMM), 2019 年全球铜矿预计产量增加 50 多万吨, 主要是 Cobre Panama、Chuquibambilla、Katanga 三个规模较大的项目。

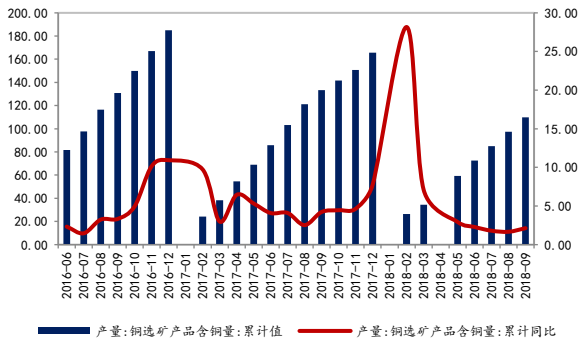
此外, 矿石品位下降和生产成本上升也成为影响产出增速的重要原因。智利国家铜业公司达成的劳工协议来看, 薪资上调和一次奖金分享的额度均在成本上调的范围内, 因此, 2018 年平均成本的增加幅度依然维持在 200 美元/吨。

图表 143: 2018 年主要矿山劳资合同到期和产能产量情况 (万吨金属吨)

国别	矿山	所属公司	产量	原计划
	Lomas Bayas	智利 Glencore	6.5	6.8
	Los Pelambres	智利 Antoagaste	42	35
	Radamiro Tomic	智利 Codelco	34.5	20.5
	Chugucamata	智利 Codelco	32	43.5
	Caserones	智利 Lumina Copper	20	15.5
	Centinela	智利 Antoagaste	38	27
	Minca Ministro Hales	智利 Antoagaste	18.3	18.6
	Los Pelambres	智利 BHP	42	35
	Spance	智利 BHP	20	20
	Escondia	智利 Lumina Copper	130	128.5
	Caserones	智利 Codelco	20	15.5
	Andina	智利 BPH	7.5	7.1
	Cerro Colorado	智利 Freeport	58	47.9
	Cerro Verda	秘鲁 Antoagaste	38	27
	EITeniente	智利 Codelco	43	41.5

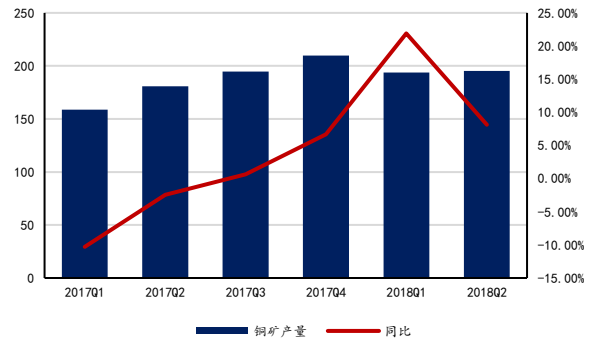
资料来源: 万得资讯, 安泰科, ICSG, 中投期货研究所

图表 144: 铜矿产量增速下滑



资料来源: Wood Mackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中投期货研究所

图表 145: 2017 年受罢工影响, 铜矿产能零增加



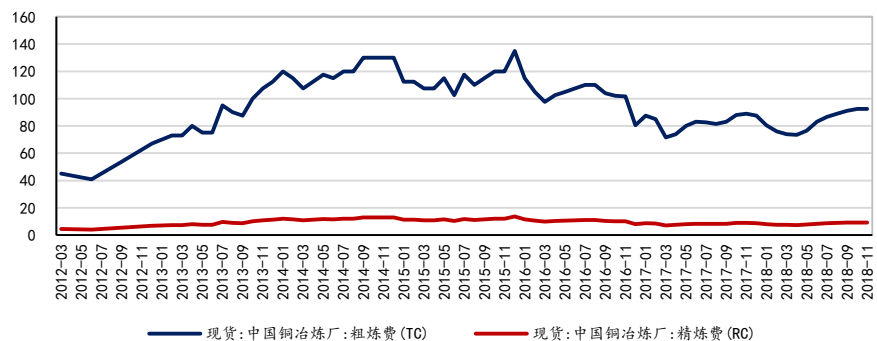
资料来源: Wood Mackenzie, COCHILCO, 安泰科, 中投期货研究所

进口补足, 供应充足

近些年在环保高压下, 众多中小矿山的生存状况较为堪忧, 部分新建矿山甚至被叫停。可以说国内铜矿自给率的不足, 中国的铜矿进口需求依然巨大。从铜矿进口方面观察, 年内铜精矿进口有加速迹象。中国铜矿进口受益于全球铜矿产出回暖而明显增长。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。根据安泰科预测, 2018 年中国的铜精矿进口总量或增长 10.3%至 478 万吨, 而 2019 年预期铜矿进口量将增长 9.2%达到 522 万吨。这说明铜矿供给增速收缩的威胁还没有对国内冶炼厂备矿产生实质性影响。

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。江西铜业和 Antofagasta 达成了 2019 年的铜精矿长单谈判, 签订 TC/RC 为 80.8 美元/吨和 8.08 美分/磅, TC 较 2018 年下降 1.45 美元/吨。加工费较今年略有下降, 但冶炼厂在此加工费下仍有较好的利润。根据 ICSG 数据, 全球铜矿山产量增幅基本都小于 100 万吨/年, 因此明年加工费小幅下降并不能说明精炼铜供应会偏紧, 相反, 精炼铜供应量应该还是很充足的。展望 2019 年, 在 2019 年长单 TC 出炉之前, 市场对 2019 年 TC 普遍不太乐观, 认为铜矿的 TC 价格有下行的可能—即矿端的供给或再度趋紧, 而回落的加工费可能对明后年冶炼厂的开工积极性形成压制, 从而对后期的精炼铜产量产生一定的扰动。

图表 146: 铜矿加工费对比图



资料来源: 万得资讯, 安泰科, ICSG, 中投期货研究所

短期对价格提振，长期影响微弱

政策拟 2018 年底开始禁止铜废七类进口，《国家限制进口的可用作原料的废物目录》涉及铜的第六类和第七类，第七类进口原本监管的就比较严格，不单单需要进口资质，也需要进口的批文。由于我国环保政策的趋严以及对进口固体废物推行严格的限制进口政策导致废铜市场供应偏紧。据海关数据显示，2018 年 1-10 月中国累计废铜进口量为 211 万吨，同比下滑 35%。随着时间渐进年关，距离 2018 年底全面禁止限制类废铜进口政策实施还剩不到一个月，批文公布进入收尾阶段，进口废铜大幅减少的趋势不可避免。预计今年全年批文配额总量约在 100 万吨左右，缩减近 6 成。2019 年将彻底禁止废七类进口，废铜进口中的废物夹杂率下降到 2%，密集的环保核查导致国内废铜的供应量低于预期，这项政策对未来 1~2 年内中国废铜的供应产生一定的影响。

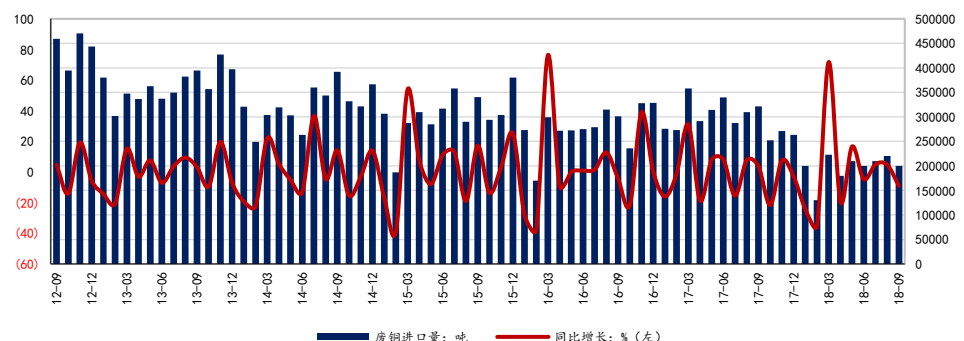
受政策影响，废铜在加工环节的使用增加也需要高度关注。理论上，废铜在铜材原料的使用比例增加，即会对精铜形成替代。而废铜使用比例的变化更多取决于两者的经济性，核心在于精废价差的变化，考虑到国内废铜供给增速收缩的压力，且精废价差可能随着铜价下跌继续收窄，废铜在加工环节的使用比例可能出现阶段性回落，这将缓解近端时间精铜被废铜替代的压力。环保要求越来越多，各种环保督查一波又一波，也对废铜行业的生产和消费产生较大影响。

图表 147：我国废铜进口政策变化

政策发布时间	政策变动	具体影响
2017.7.27	发布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	要求逐步调高门槛
2017.8.16	发布《进口废物管理目录》	七类废铜列入禁止类进口, 2019 年开始实施
2017.8.17	修改意见征求稿	进口废渣铜中杂物比例不得高于 0.3%，后放宽至 1%
2017.10	《限制进口类可作原料的固体废物环境保护管理规定》	自 2018 年开始取消贸易单位代理进口废铜资格
2018.4	调整《进口废物管理目录》	将以回收铜为主的废电机等调入《进口废物管理目录》

资料来源：安泰科，中投期货研究所

图表 148：废铜供应同比下行

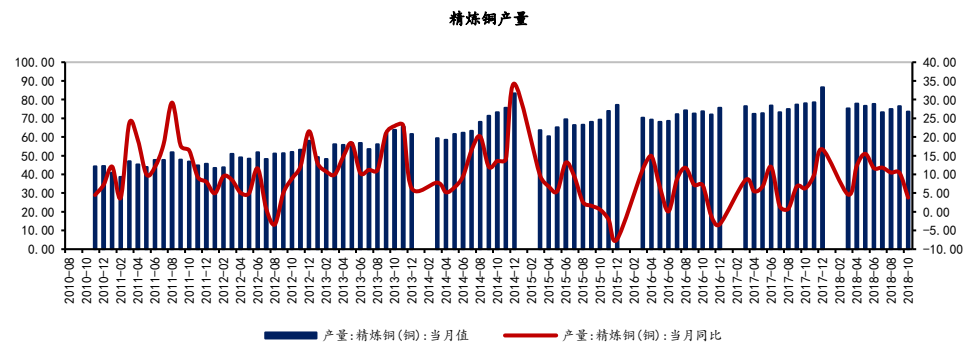


资料来源：安泰科，中投期货研究所

精铜供应增速，产能维持扩张

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。国内精铜供应一直未出现短缺，二三季度精铜产量均维持两位数的高速增长。1—11 月累计产量将达到 796.45 万吨，同比增幅 9.6%。2018 年国内冶炼厂整体处于扩张，增量来自中铝东南铜业、豫光金铅、金昌冶炼厂等新扩建产能投放。目前安泰科根据冶炼厂的投放产能的力度将 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。

图表 149：精炼铜产量增长示意图



资料来源：安泰科，中投期货研究所

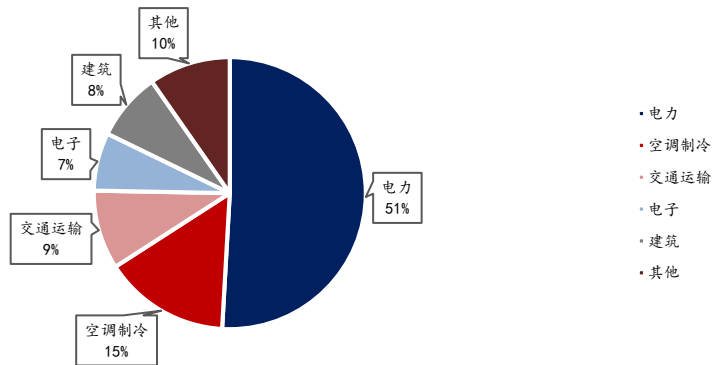
图表 150：2018 年中国计划新扩建精炼项目

炼厂名称	新建精炼产能 (万吨)	总精炼产能 (扩建后)	原料	投产时间
中国黄金（三门峡）	15	35	铜精矿	2018 年 1 月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年 11-12 月
灵宝黄金股份有限公司（金成冶金）	10	10	铜精矿	2018 年 9 月
金昌冶炼厂	10	10	铜精矿	2018 年 6 月
山东恒邦股份有限公司	15	32	铜精矿	2018 年 6 月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年二季度
山东烟台国润铜	4	10	铜精矿	2018 年下半年
豫光金铅	10	20	铜精矿	2019 年下半年
广西南国铜业有限公司	30	30	铜精矿	2018 年
瑞昌西矿	20	20	铜精矿	2018 年下半年
	160	217	铜精矿	2018 年

资料来源：安泰科，中投期货研究所

地产进入下行周期

图表 151: 铜下游消费分布图



资料来源: 安泰科, 中投期货研究所

从终端需求来看, 年初中国网发布《2017 年社会责任报告》承诺 2018 年全年完成投资 4989 亿元, 高于 2017 年实际投资 4854 亿元。但是, 电网投资增速尚处于较大萎缩状态, 1-10 月电网基本建设投资完成额累计同比下降 7.6%。国家能源局下发《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》(以下简称“该通知”), 要求加大基础设施领域补短板力度, 在今明两年加快推进 9 项重点输变电工程建设。目前各地基建项目争相上马, 基建托底经济意图明显。电网稳定快速发展将为铜需求拉动给予有力支撑。按照国家电网公司测算, 2019 年电网投资 4390 亿元需要铜约 167 万吨。

图表 152: 4Q18 至 2019 年, 9 条特高压线路有望启动建设

项目	输电能力 (万千瓦)	预计核准时间
青海至河南特高压直流工程	800	4Q18
陕北至湖北特高压直流工程	800	4Q18
张北至雄安特高压直流工程	600	4Q18
雅中至江西特高压直流工程	800	4Q18
白鹤滩至江苏特高压直流工程	800	2019
白鹤滩至浙江特高压直流工程	800	2019
南阳-荆门-长沙特高压直流工程	600	2019
云贵互联互通工程	300	2019
闽粤联网工程	200	2019
合计	5700	2019

资料来源: 安泰科, 中投期货研究所

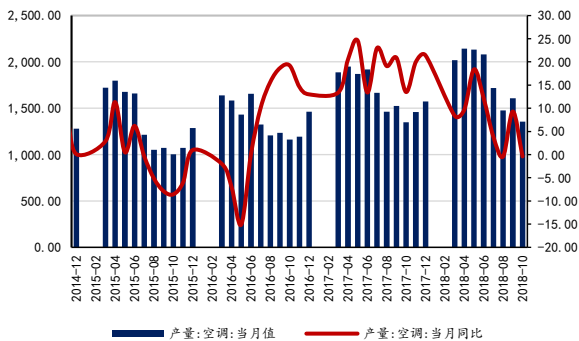
空调行业表现先扬后抑, 上半年空调产销在 2017 年高基数下仍维持两位数增长, 但进入下半年后, 产销当月增速迅速转弱, 甚至一度负增长。目前房地产行业销售和价格依然处于下行通道, 未见政策底, 因此空调内销未来将依然处于下降趋势。中国房地产市场和铜消费密不可分, 我们估算房地产带动铜消费占中国铜消费总量的 30%以上。房地产带动铜消费主要表现在两个方面: 一是房地产建设本身需要敷设的电缆和相关变电设备等; 二是新房装修带动电器产品需求, 如空调、洗衣机、冰箱、热水器等销售均受到新房装修的影响。在政策高压和经济下行等诸多因素下, 10 月当月商品房销售面积同比增速-3.1%, 连续两个月同比负增, 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。考虑到房地产政策未有放松、三四线城市棚改货币化将逐步收紧, 以及近期土地成交溢价等地地产先行指标明显走低, 我们判断房地产销售数据和投资数据在 2019 年难有明显好转, 并进而影响地产开工和施工。

受房地产市场逐步降温的影响, 家电需求亦难以回升。今年 1-10 月国内洗衣机产量累计

同比微增 0.4%，而空调表现对较好，1-10 月累计增速达到 10.6%，但年初以来累计增速也持续放缓。预计明年家电整体依然承压，是有色金属消费下滑的重要驱动之一。

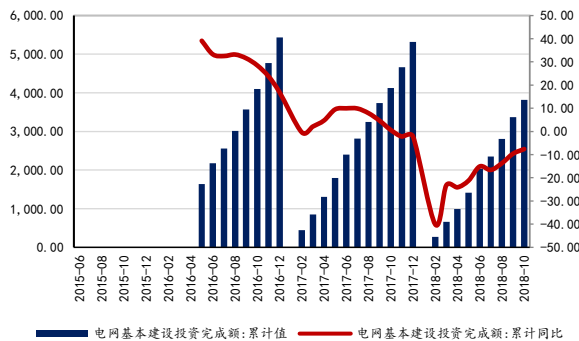
综合来看，消费是驱动铜价的主要逻辑，电网投资不及预期，且新增输电网投资有可能挤占配电网投资；房地产后端市场低迷，导致电缆和电器产品需求持续下降，将拖累价格走势。

图表 153：中国家电内销增速放缓



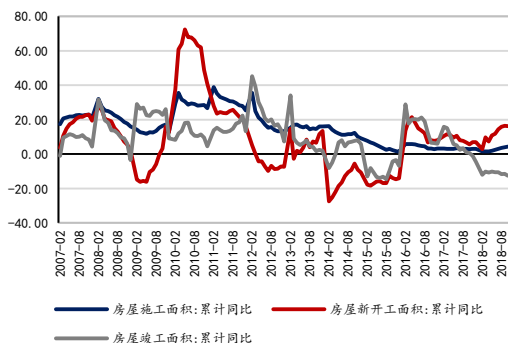
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 154：1-10 月电网投资增速同比下降



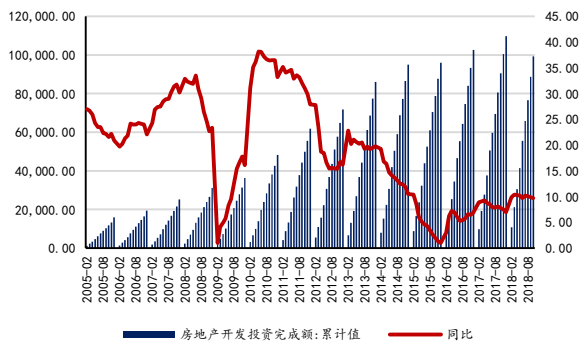
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 155：房地产开工、施工及销售情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 156：房地产开发面积对比图

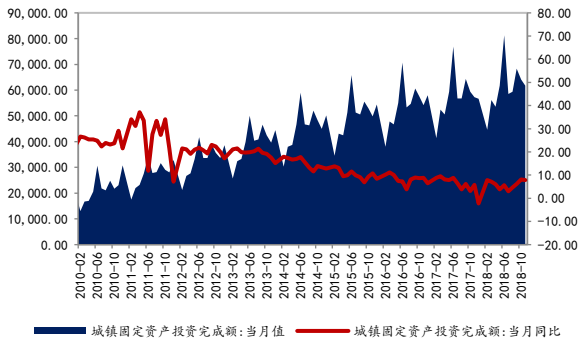


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

低库存支撑铜价

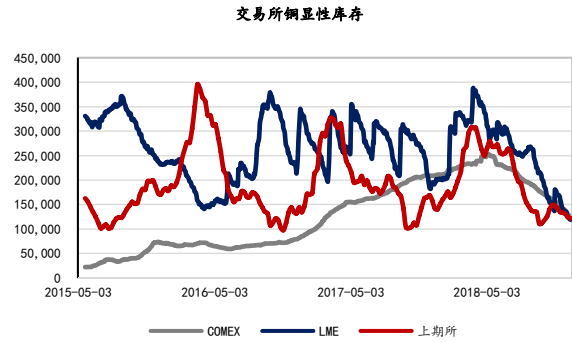
库存是体现精炼铜市场供需关系的最重要指标，但因为铜金融属性的存在，使得铜市库存的变化已不能简单的认为是供需关系的直接体现。显性库存看，三大交易所比年初减少 15 万吨以上；加上中国保税区从 45 万吨将至 42 万吨，减少 3 万吨，全球库存年度下降 18 万吨。全球精铜显性库存处于较低的位置，这也是铜价难以大幅下行的原因之一。

图表 157: 固定资产投资完成额同比减少



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 158: 三地库存出现下降



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

结论

市场对数据的偏悲观情绪,在贸易摩擦、美联储加息、风险资产大幅波动的大背景下,存在被过度解读的可能,从而对铜价形成较强冲击。从基本面来看,全球铜精矿供应依然充裕,加工费保持高位。铜精矿 2019 年长单终于落地,明年铜精矿偏紧的预期得到了佐证,给予市场一定的信心,但近期国内冶炼厂铜精矿库存还比较充裕,TC 将会维持一段时间的高位。虽然铜的终端消费不济,空调汽车消费稍显疲弱,后续电线电缆的消费有望成为亮点。我们认为 2019 年铜价可能会出现前高后低的走势,运行区间在 5400-6600 美元/吨、45000-53000 元/吨。

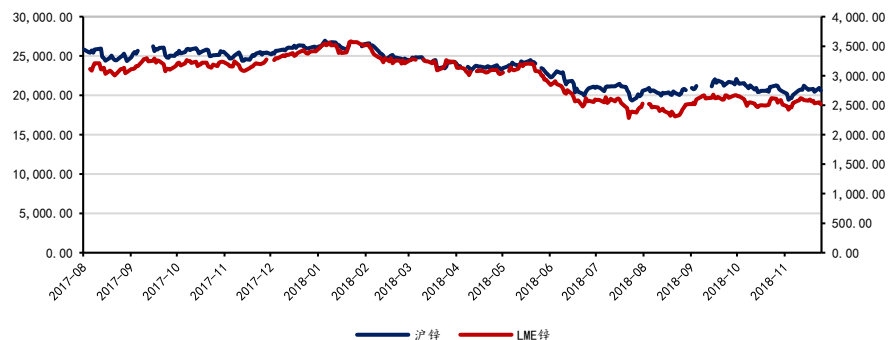
锌: 近强远弱, 价格将承压下行

行情回顾

2018 年锌整体呈回落趋势。中美贸易战开启宏观环境利空局面;供给方面,国外矿山产能逐渐恢复,国内进口快速增长,精矿供应逐步宽松,受环保及检修等因素影响,冶炼端供应增长缓慢;下游消费趋于缓慢;众多利空因素叠加下,锌价开启了为期半年的下跌过程,半年时间内回吐近一半的涨幅。随后便进入三季度后,止跌企稳并转入区间震荡的格局。截至 2018 年 12 月, LME 锌和 SHFE 锌的跌幅分别为 23.00%和 9.59%。

由于锌价表现不再热烈,市场关注度出现明显下降。2018 年沪锌仓量明显不如 2017 年,持仓基本维持在 40-60 万手之间。沪锌市场参与度下降,从侧面显示出市场将其视作不再是矛盾尖锐的品种。

图表 159: 2016-2018 钢铁行业去产能情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

锌矿充足成为成为后期的风险点

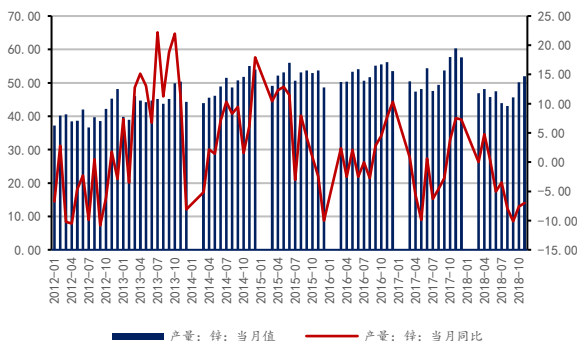
2018 年锌精矿供应趋于宽松，全球锌精矿产量显著增长，主要来自于国外。随着 Dugald River 开始逐渐放量，Century 启动复产，Gamberg 下半年逐渐开始试生产，海外精矿逐渐进入回升周期，国外矿企的增产情况基本上符合预期，2019 年境外较为突出的项目来自于：Newcentury、MMG、Glencore、Vedanta 以及 HindustanZinc 等公司。这些项目在 2018 年都或多或少有所增量，并将在未来两年进一步释放产量。根据各矿企的生产指引，我们预计 2019 年境外锌精矿将有 66 万吨增量。相比而言，中国矿山产量略有缩减，增量释放不及预期。主要是国内精矿产量仍然受到环保抑制，大量小矿山被关闭、冶炼企业利润偏低以及矿石品位等问题，国内锌矿供给持续吃紧。去年备受市场瞩目的大矿火烧云项目，由于采矿权等问题而被长期搁置。此外，湖南花垣县矿山由于环保问题而导致近一年锌矿无甚产出。安泰科统计今年 1-9 月国内锌金矿产量约为 300 吨，同比减少 6%，但降幅较 1-8 月收窄。虽然由于中国锌精矿产量同比下降导致全球锌精矿总产量并未明显增长，但海外产量增速在提高，全球锌精矿增产已成既定事实，未来全球精矿供应或将逐步转为宽松，继而转为供应过剩格局。

图表 160：2018 年新增锌精矿供应

年度	项目	国家	所属公司	产能：万吨	开工或复产情况，18 年 1 月实现出矿
2018	Dugald River	澳大利亚	五矿	22	17 年 12 月实现开工
2018	Lady Loretta	澳大利亚	嘉能可	10	原定 18 年初复产，后推迟至二季度正式复产
2018	Century	澳大利亚	新世纪	26	三季度正式复产，预计第三季度产锌 4000 吨，四季度产锌 3 万吨，19 年底完成二轮扩建
2018	Gamberg	南非	韦丹塔	25	原定 18 年初初产，后因南非大选而推迟到 6 月投产，预计 9 月出矿

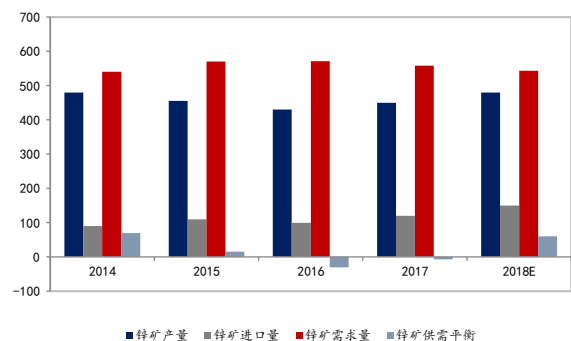
资料来源：Mymetal，中投期货研究所

图表 161：精矿呈现负增长



资料来源：Woodmac，中投期货研究所

图表 162：全球锌精矿供需平衡

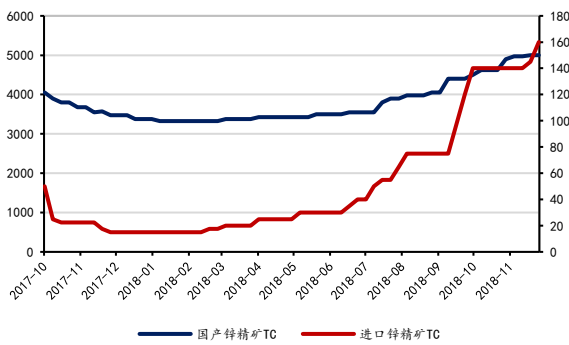


资料来源：Woodmac，中投期货研究所

进口弥补，锌矿趋于宽松

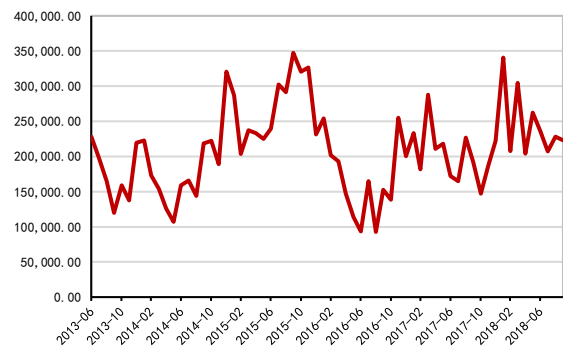
进口矿有效补充国内供应缺口。据海关数据，1-9 月份我国累计进口锌精矿 221.4 万吨实物量，累计同比增长 17.3%，其中来自澳大利亚的进口锌精矿比同期增加了约 15 万吨，主要是由于五矿旗下的杜尔加德河矿开始量产。来自俄罗斯的进口锌精矿增加了约 7 万吨，前几年我国在厄立特里亚收购及入股的矿山也开始增产。目前的 LME 锌价对矿山而言仍然有利可图，因此预计未来几个月内外矿资源仍将大量流入中国。海外精矿进口的增加，对国内精矿的供应形成了有效的补充。由于锌精矿进口量大幅增加，我国锌精矿供给趋于宽松，预计 2018 将增加 55 万吨，2019 年增加 50 万吨。

图表 163: 锌矿加工费持续上涨



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 164: 锌矿进口量大幅增长

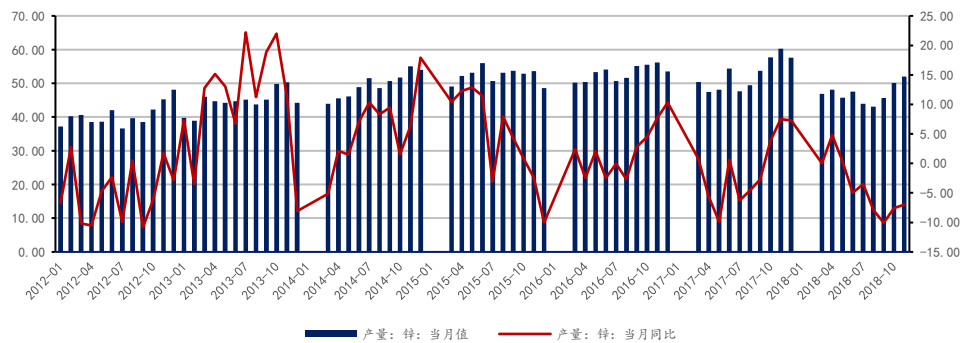


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

加工费一路上走高

2018 年以来, 国内锌精矿加工费一路上涨。今年锌冶炼实际加工费平均低于 2017 年, 2/3 季度受锌价下跌影响, 加工费一度接近历史低位。10 月—11 月, 市场主流的 50% 进口锌精矿粗炼费已经上涨至 130—150 美元/吨, 与去年锌精矿供应紧张时的 20—50 美元/吨相比国产锌精矿加工费从年初的 3500 元/吨上涨至当前的 4700 元/吨, 涨幅在 35%, 不可同日而语。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。

图表 165: 精炼锌产量增速下滑



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

矿松锭紧, 产量并未如预期

由原料端让利所引发的利润回流给冶炼厂, 激发冶炼企业开工积极性, 产量大幅增加, 使得锌价一路下行。然 9 月开始加工费的上涨并未使精炼锌产量增加。据统计局数据中国 1-10 月精锌产量 465.2 万吨, 同比下降 3.1%。由于锌冶炼长时间的薄利甚至亏损状态; 使得冶炼行业瓶颈加深、新建项目投产周期长; 叠加环保趋严, 搬迁、环保等非利润的因素, 令部分产能无法正常释放, 整体产量锌锭产量或受限。株冶搬迁所带来的产能衔接空档; 马关云铜产能置换带来的产能削减; 湖南湘西及陕西地区由于环保因素所导致阶段性的产能无法释放, 这些因素叠加令国内冶炼出现几乎近 30 万—40 万吨/年的非利润性闲置的产能规模, 而这部分产能将推延至明年。另一方面原料品位低, 冶炼系统适应性不足, 设备检修频发, 再加上终端需求走弱。

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。

图表 166: 精炼锌进口量下滑



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

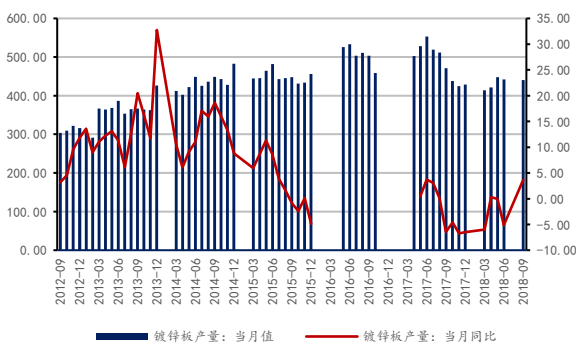
终端需求: 缺乏亮点

今年消费增速一直不理想, 虽然锌锭市场仍旧处于缺口状态, 但缺口的缘由来自于锌锭供应的削减, 而并非消费旺盛。从年初开始, 市场对消费增速的预期不断下调。从锌的运用终端来看, 基建、家电、汽车等终端产销数据进一步放缓, 前三季度锌累计消费出现了-1.9%的增速。

以锌的最大下游镀锌行业为例, 镀锌板同样表现出淡季淡, 而旺季不明显的特征。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%。因此镀锌板带累计产量1680万吨, 同比下滑2%; 这其中固然有对2016—2017年高基数的修正因素, 但的确反映下游消费可能面临着拐点。通过对镀锌企业成品库存的跟踪, 发现今年下半年开始, 镀锌企业成品库存开始积攒。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。

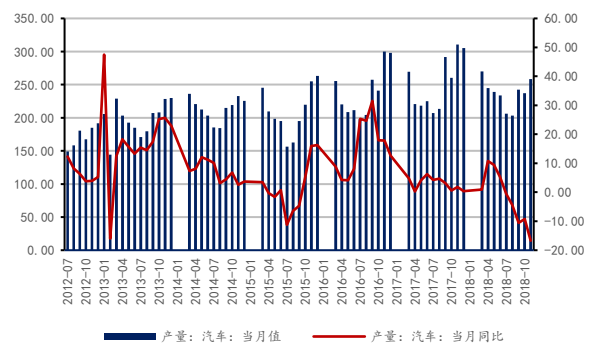
汽车方面, 1-10月汽车产销分别完成2282.6万辆和2287.1万辆, 为2012年5月以来首次进入负增长, 其中自7月开始, 汽车销售出现了历史罕见的连续4个月下滑。2018年由于汽车购置税优惠取消, 汽车产量出现了明显的下滑。预计后市国产汽车难以出现明显上升, 汽车产量下降对有色金属需求产生一定压力。

图表 167: 钢材产量同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 168: 生铁、粗钢产量同比

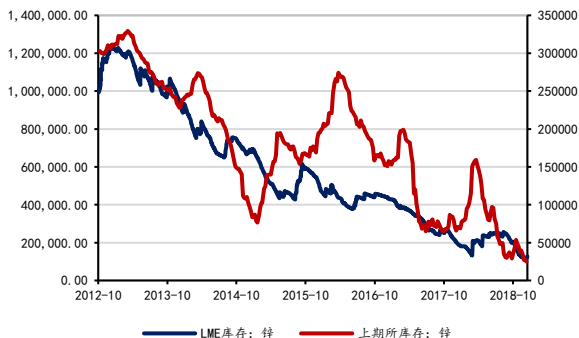


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

低库存给予锌价下方支撑

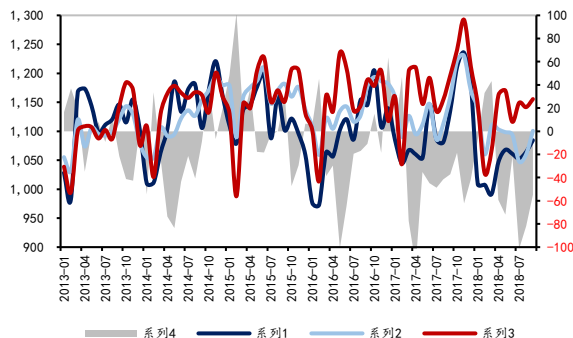
年初以来两地库存持续下降，年迄今累计降幅超 40%。库存的快速下降确实能够佐证当前的供需缺，低库存依然支持锌价偏强，但所带来的市场情绪激化将放大锌价的波动幅度。

图表 169：年初以来交易所库存继续回落



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 170：生铁、粗钢产量同比



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

结论

供给方面，国外矿山产能逐渐恢复，国内进口快速增长，精矿供应逐步宽松。受环保及检修等因素影响，冶炼端供应增长缓慢，呈现矿松锭紧。预计矿供应趋向于宽松决定了长期看空锌价是主流基调。需求方面，消费面临下滑的压力。国内房地产处于下行周期中，加上基建投资乏力，2019 年国内锌消费将减弱，大概率将对锌价形成压制。同时全球经济进一步放缓预期难改，预计 2019 年国外锌需求也稳中小幅下降。总的来看，锌价重心有进一步下移的可能，预计 2019 年价格将呈现前高后低，并延续近强远弱结构。

原油：供应主导，宽幅波动（刘绅）

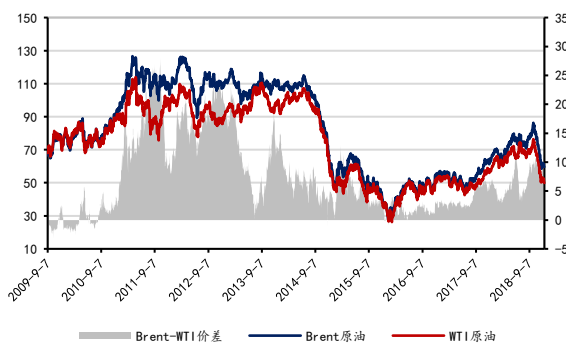
概述

国际能源署 IEA 署长菲斯·比罗尔警告称，“由于脆弱的全球经济和动荡的地缘政治，我们正在进入油市不确定性前所未有的阶段。”自从页岩油革命开始，国际原油在长周期上陷入产能过剩和供应修复的循环过程。多数情况下，供应端变化主导原油行情，在供应端没有更多故事可讲时，需求端平淡对利空的放大作用则会显现。目前 OPEC+减产执行率成为决定明年能否扭转原油供应预期的关键，若能实质性完成减产 100 万桶/日的目标，料将起到维持供需平衡和稳定油价的效果。原油基本面多空交织，经历一轮冲高回落的行情，基本面、政策面和消息面各种因素都逐步被市场消化，进而反映在目前的价格水平上。综合研判，预计国际原油将受供应端变化主导，呈现宽幅震荡的走势。

行业概况

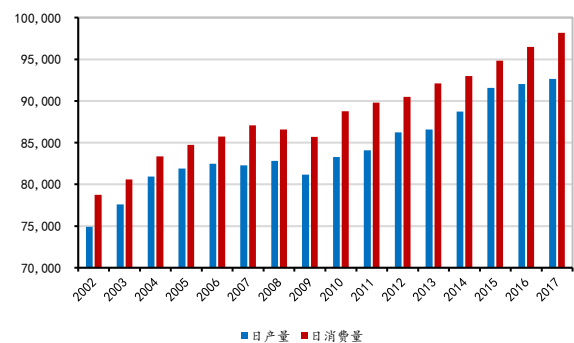
OPEC 发布了 2017 年度统计公报。统计数据显示，截至年底，全球原油探明储量降至 1.483 万亿桶，较 2016 年减少 0.4%；欧佩克 14 个成员国的原油探明储备为 1.214 万亿桶，比上年下降了 0.3%；OPEC 在全球原油总储量中所占比重从 81.8%升至 81.9%。报告中指出，2017 年 OPEC 原油出口量平均为 2486 万桶/日，比 2016 年减少 40.6 万桶/日，降幅为 1.6%。其中，OPEC 向亚太地区日均输出原油 1556 万桶，与前几年基本持平；向欧洲日均出口原油 464 万桶，同比增加 24 万桶；北美从 OPEC 日均进口原油 321 万桶，较上年减少 8.2 万桶。需求方面，2017 年全球炼油产能增加 10.4 万桶/日至 9693 万桶/日，主要原因是以中国和印度为代表的亚太地区产能扩张。2017 年全球炼油总产量达到 8370 万桶/日，同比增长 1.6%，其中亚洲和北美增幅最大。

图表 171：国际原油走势



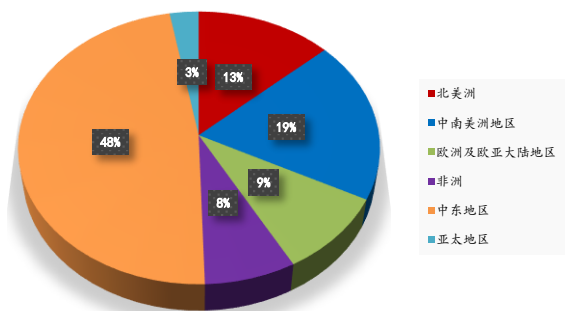
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 172：世界原油供需平衡



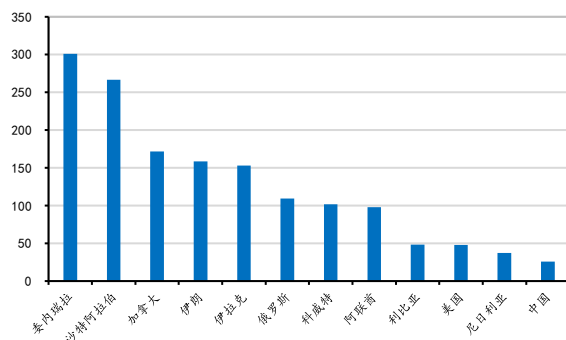
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 173: 全球原油已探明储量分布



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 174: 各国原油已探明储量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

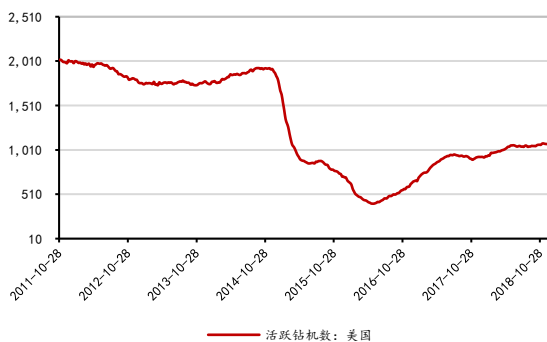
基本分析

供给侧

EIA 发布的报告显示, 美国原油产量已经超过沙特和俄罗斯, 在 1973 年之后时隔 45 年再度成为全球最大的原油生产国。2 月美国原油产量超过沙特, 6 月产量高于俄罗斯, 预计在 2018—2019 年美国原油产量将继续保持世界第一位。二叠纪盆地 Permian 是美国原油产区的中流砥柱, 在页岩油产量中占比高达 45.6%。二叠纪盆地是位于德克萨斯西部和新墨西哥州东南部的大型沉积盆地, 受益于美国页岩油气革命的出现, 使其成为页岩油生产成本最低的核心产区。目前二叠纪盆地尚处于开发的中前期, EIA 预测两年内该产区页岩油产量将会稳步增长。2017 年二叠纪油田平均产量为 252.9 万桶/日, 到 2018 年底将大幅增至 340 万桶/日, 2019 年料将达到 390 万桶/日。此外, 墨西哥湾深海油田产量占美国原油总供应的 16%—18%, 随着开采技术的进步, 有望贡献更多的原油产能。页岩油开采成本呈不断降低的趋势, 基本确定 2018—2019 年美国原油产量仍将保持增长, 在原油年产量上站稳最大产油国的位置。

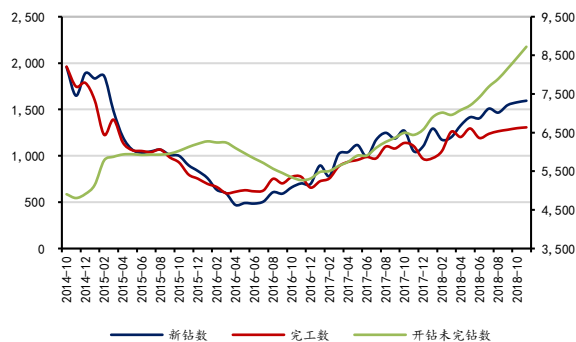
国际能源署 IEA 报告显示, 页岩油的持续开发将使美国超越全球其他主要石油和天然气生产国, 到 2025 年美国可能贡献全球原油和天然气产量增长的大约一半。IEA 在《世界能源展望报告》中提出, 页岩油革命继续撼动原油和天然气市场供应, 使美国能够成为全球最大油气生产国, 到 2025 年, 全球五分之一的原油和四分之一的天然气将来自美国。IEA 还预测, 到 2040 年, 美国将分别占据全球原油和天然气产量增长的近 75% 和 40%。预计页岩水力压裂技术将进一步推动产量增长, 令美国页岩油供应增长一倍以上, 到 2020 年代中期达到 920 万桶/日。根据 IEA 的核心前景预测, 美国页岩油产量在 2020 年代中期将稳定下来, 由于资源限制最终在 2030 年代减少 150 万桶/日。由此可知, 美国页岩油未来将长期保持增产态势, 在原油供应端形成压力, 供应过剩构成一个主要的利空因素。

图表 175: 美国活跃钻机数量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 176: 美国油井建设情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

美国活跃石油钻井数被视为未来原油产量的一个重要先行指标。美国油服公司 Baker Hughes 数据显示，截至 12 月 7 日当周，美国活跃石油钻井数减少 10 座至 877 座，录得近两年内最大单周降幅，但仍远高于去年同期的 751 座。此外，当周美国活跃天然气钻井数增加 9 座至 198 座，油气活跃钻井总数为 1075 座。2018 年迄今，美国石油和天然气活跃钻井平均总数为 1023 座，有望创下 2014 年以来新高。Simmons & Co 预计，2018 年美国油气钻井平均总数为 1031 座，2019 年将达到 1092 座，2020 年将达到 1227 座。

受益于页岩油技术革命，美国原油产量迅猛增长，9 月美国原油产量上升 12.9 万桶/日至 1147.5 万桶/日，连续第四个月刷新历史最高纪录，8 月为 1134.6 万桶/日。EIA 短期能源报告显示，2018 年美国原油平均产量为 1070 万桶/日，2019 年将达到 1170 万桶/日，新增产量主要由页岩油贡献。美国七大页岩油产区中，位于德克萨斯州及新墨西哥州东南的二叠纪盆地，由于其得天独厚的地质条件及区位优势产量迅速增长，9 月该地区页岩油产量达到 342 万桶/日。在当前油价足以覆盖井口盈亏成本的情况下，油田运营商仍有继续增产的意愿。

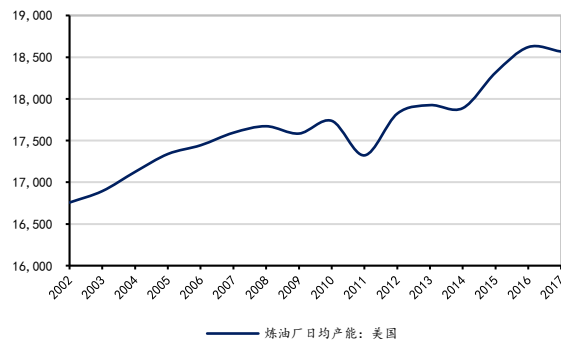
但与此同时，美国本土炼厂的需求并未相应地显著增加。Midland 产区周边炼厂需求约为 67 万桶/日，其中对轻质原油的需求约为 40—50 万桶/日，且到 2019 年底没有产能扩张计划。炼油能力较为集中的美湾及中西部地区炼厂仍以加工中重质原油为主，大量过剩的轻质原油转向欧洲及亚太地区出口。二叠纪产区页岩油运输的物流瓶颈逐步显现，目前该地区原油运力基本处于满负荷状态，在本地炼厂消化能力有限的情况下，如果继续保持当前较高的产量增速，或存在大幅累库的风险。

图表 177：美国原油产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 178：美国石油炼化能力

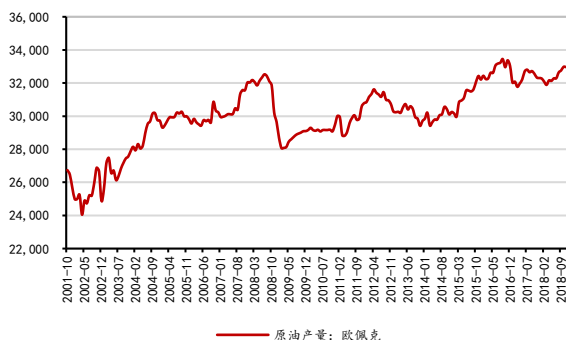


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从管道建设计划上看，Midland-to-Sealy, BridgeTex 和 Permian Express 3 三条管道均有所扩张，2018 上半年 Permian 地区管道运输能力约为 258 万桶/日，到年底将达到 338 万桶/日，2019 年三季度前无新增扩容计划，2020 年初二叠纪整体实现 560 万桶/日左右的管道运力。公路运输需求旺盛，由于卡车司机短缺，运营车队纷纷提价，目前运往美湾地区的费用高达 17—20 美元/桶。铁路运输能力在 30 万桶/日的水平，成本约为 8 美元/桶。2018 年 9 月以后，预计二叠纪盆地的页岩油外输需求将达到 300—310 万桶/日，如果按照每月 5—6 万桶的速度增产，到 2019 年初几乎全部运力都将被占用，管道扩建进度相对于页岩油增产预期仍然捉襟见肘。原油运输的物流瓶颈问题，直接导致二叠纪产区的基准价格 Midland 对 WTI 另外两个集散地 Cushing 和 MEH 深度贴水，且幅度随着产量提高而加深，令产油商无法从高油价中获利。据此合理推断，油田运营商或选择减慢新井建设及推迟完井，二叠纪盆地页岩油产量边际增速将有所放缓。

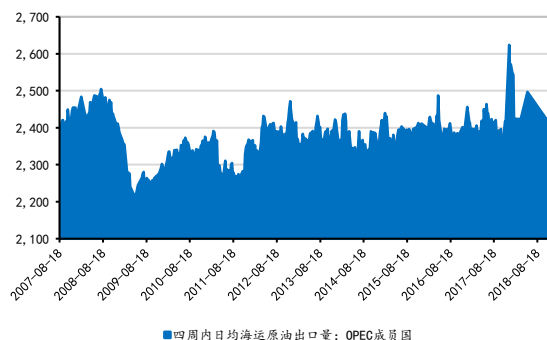
然而市场对美国原油供应增速的预期明显不足。美国是世界最大的原油消费国，同时新晋为世界第一大产油国。自从页岩油革命以来，美国原油产量几乎一直在加速提升，2018 年产量从 5 月的 1070 万桶/日迅速飙升 100 万桶/日至 10 月的 1170 万桶/日。真正限制美国原油产量的是运力不足问题，页岩油主产区二叠纪盆地从二季度开始陷入管道运输瓶颈。此前市场普遍认为，由于输油管道运力限制，美国原油产量将在 2018 年夏季触顶，并在 2019 年内保持平稳。但后来证明这一预期与事实不符。原计划 2019 年一季度完工的 Sunrise 石油管道在 10 月提前投产，额外提供了约 50 万桶/日的运力；管道公司使用减阻剂增加管道流量；动用公路铁路交通。运力的增加使得美国页岩油得以再次扩大生产规模。宣布制裁伊朗至今，美国原油净进口量锐减近 200 万桶/日，对平衡美国贸易逆差产生显著的效果，因此对美国而言维持现在的原油产量水平较为有利。

图表 179: OPEC 原油产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 180: OPEC 海运原油出口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

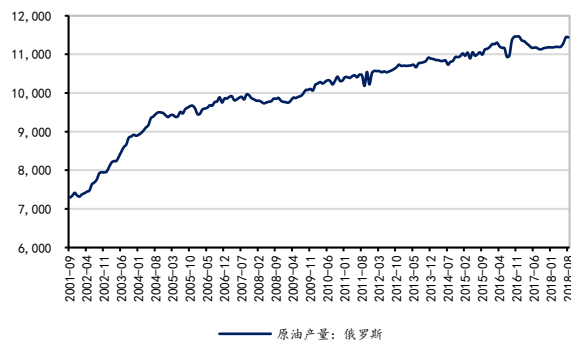
沙特是国际原油供应端的绝对主力, 拥有 OPEC 最多的原油储备产能, 也是 OPEC 执行产量调控政策至关重要的筹码。早在美国退出核协议之初, OPEC 成员国备用产能共计 340 万桶/日, 单沙特的富余产能就超过 200 万桶/日, 约占 OPEC 总量的 59.4%, 最大可持续生产能力约为 1200 万桶/日。此前由于美国制裁伊朗的威胁, 沙特全力增产以弥补可能出现的供应缺口, 最终导致了严重的供应过剩。彭博社调查显示, 在沙特的贡献下, 10 月 OPEC 原油产量增加 43 万桶/日至 3333 万桶/日, 创下 2016 年 11 月, 即 OPEC 与非 OPEC 产油国达成减产协议以来的最高纪录。作为 OPEC 第一大原油生产国, 10 月沙特原油产量增加 15 万桶/日至 1068 万桶/日, 低于沙特自身估计的 1070 万桶/日, 但达到彭博社 1962 年有记录以来的历史最高水平。未来美国会敦促沙特提高产量, 但考虑到沙特再次减产的决心, 且近 20 年来沙特原油产量几乎未曾超过 1100 万桶/日, 其向市场提供的原油数量将易减难增。

图表 181: 沙特原油产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

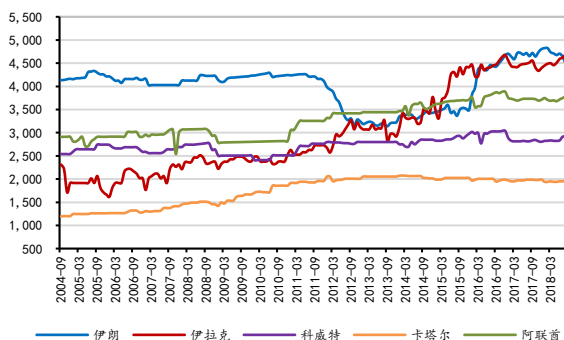
图表 182: 俄罗斯原油产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

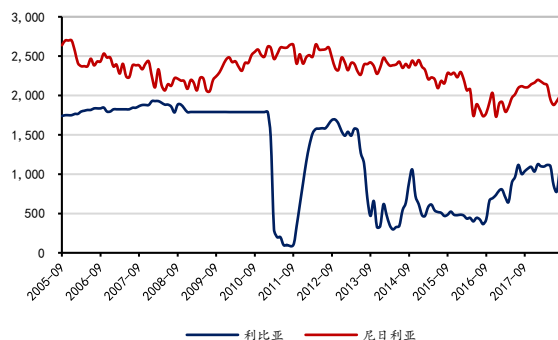
除 OPEC 成员国增产之外, 非 OPEC 产油国原油产量也在持续飙升。俄罗斯作为非 OPEC 产油国的代表, 原油产量超过 1000 万桶/日, 但其能调动的储备产能仅为 25 万桶/日, 可供给市场的原油较 OPEC 更为有限。10 月俄罗斯原油产量增至 1141 万桶/日, 亦创历史最高纪录。俄罗斯总统普京称, “油价维持在 60 美元/桶对俄罗斯而言是最合适的, 过高的油价会给消费者带来不少麻烦”, 可见 60 美元或是其心理价位。相比沙特, 俄罗斯对低油价的容忍度更高。事实上, 在今年油价剧烈波动中, 俄罗斯原油产出一直相对稳定。俄罗斯能源部长诺瓦克表示, 当前的油价对产油国和原油进口国是比较合适的, 年底前俄罗斯原油产量都将保持稳定, 将在 2019 年开始调整产量。

图表 183: 中东国家原油产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 184: 非洲国家原油产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

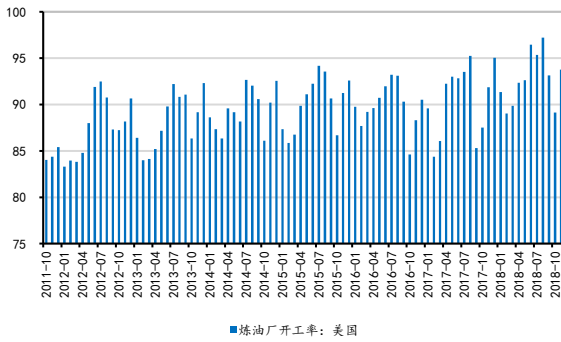
关注其他产油国方面。尽管国家持续动荡, 利比亚原油产量仍创五年来新高。10 月利比亚原油产量增加 17 万桶/日至 122 万桶/日, 在 OPEC 成员国中产量增幅最大, 创 2013 年以来该国原油产量历史最高纪录。利比亚国家石油公司表示, 该国原油平均产量已达到 127.8 万桶/日, 为 2013 年以来的最高水平, 若国内形势继续保持稳定, 原油产量尚有数十万桶的上升空间。利比亚安全局势一直是原油市场中非常大的不确定性因素, 在武装分子对油田和港口的频繁袭击下, 其原油产量却意外地顽强增长。考虑到利比亚形势依然严峻, 不能排除进入不可抗力状态的情况, 加剧短线盘面波动性。此外, 委内瑞拉原油供应中断的危机是另一重要原因。委内瑞拉饱经恶性通胀的摧残, 近期重新大选及美国制裁威胁等政治不确定性因素, 导致投资石油采掘产业的资金大量撤离, 担忧难以交付足够的石油, 造成了非自愿性停产。

需求端

2018 年油价的剧烈波动更多是由市场对供应端变化的预期导致, 需求端的影响一定程度上被弱化。但值得注意的是, 原油供应端缺乏新题材的同时, 需求端的不确定性正在提升。

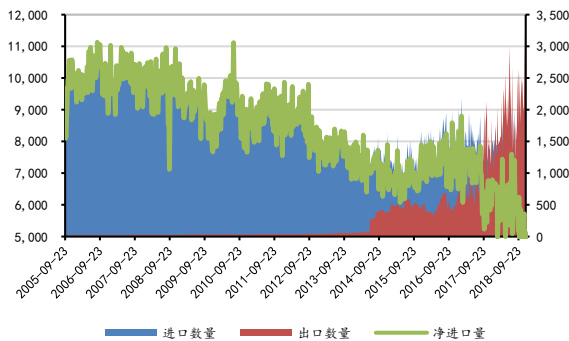
美国炼厂开工率季节性特征明显, 通常 2—4 月为传统检修期, 开工率维持在 75%—85%; 夏季出行高峰期来临后, 随着成品油消费量大增, 炼厂开工率升至 90% 以上; 此后逐渐趋于回落, 直到年末取暖季的到来, 炼厂开工将有所好转。中石油经济技术研究院预测, 受益于化工原料需求和物流运输的推动, 中国原油需求将会出现增长, 并在 2030 年达到 7 亿吨/年的高点, 同期原油年产量将稳定在 2 亿吨左右。中海油在报告中指出, 到 2020 年中国富余炼油产能将达到 1.36 亿吨/年, 中国原油需求预计将在 2030—2040 年达到峰值。

图表 185: 美国炼厂开工率



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 187: 美国原油进出口量



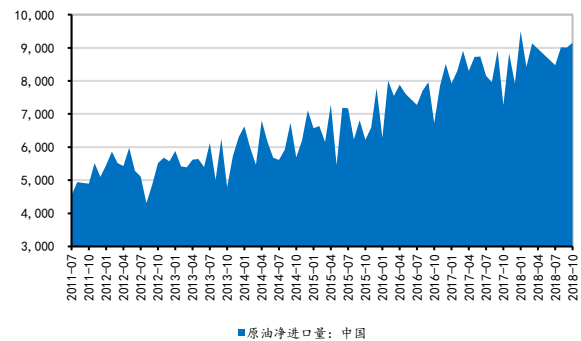
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 186: 中国炼厂开工率



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 188: 中国原油净进口量

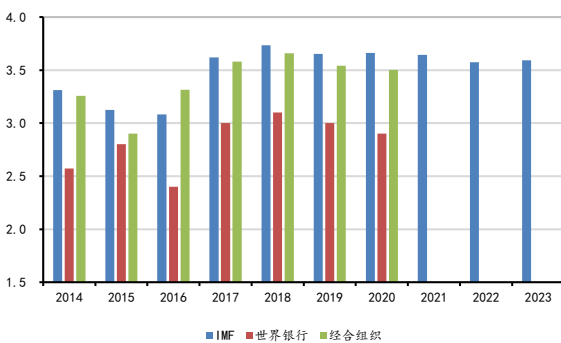


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

OPEC 在最新公布的报告中称, 未来全球石油消费增速放缓, 叠加竞争对手产出增多, 预计 2019 年世界对 OPEC 原油的需求量将有所下滑。这是 OPEC 首次对明年油市进行预测, 暗示尽管 OPEC 与非 OPEC 产油国严格执行减产, 但国际原油将重回相对性的供应过剩。英国《金融时报》报道称, 市场普遍担忧全球原油供应过剩, 投资者恐慌情绪蔓延。资深业内人士表示, 最近油价的深度下跌反映出未来需求不断恶化的预期, 根本原因是市场对于全球经济增速放缓的担忧。

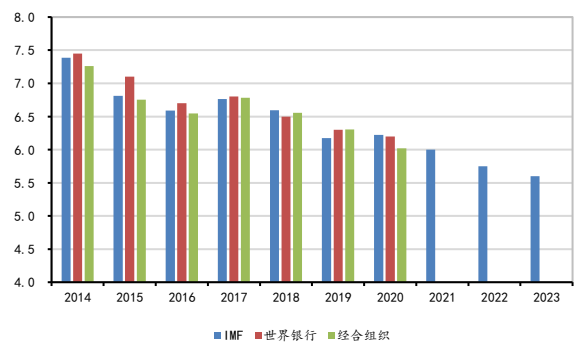
2017 年以来, 全球经济复苏令市场对原油需求持乐观预期, 然而美国推行的贸易保护主义又给能源市场的前景蒙上阴影, IMF 等机构对全球经济增长放缓表示担忧。OPEC 在报告中指出, 如果贸易紧张局势进一步加剧, 叠加政治不确定性因素, 或将对投资、消费和资本流动造成拖累, 进而对国际原油市场产生负面影响。

图表 189: 全球 GDP 实际增长率预测



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 190: 中国 GDP 实际增长率预测

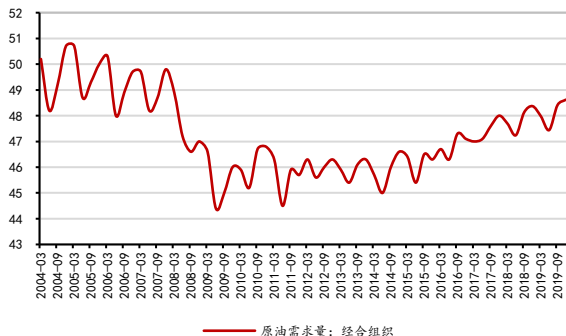


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

进入四季度以来, 国际原油机构对后市需求增长的证明或证伪展开了激烈的讨论。以国

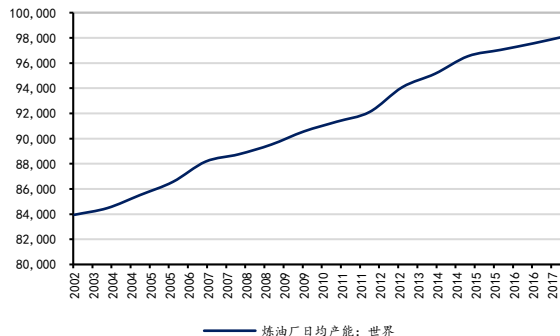
际能源署为代表的乐观派认为，剔除季节性因素的影响，全球原油需求依然强劲，未来需要供应更多的原油。长期来看，产油国应加大油田设施建设，投入更多资金进行勘探、开采及运力拓展。另一边，以 OPEC 为代表的悲观派则有着截然不同的想法，认为前期高油价已经对需求造成抑制。OPEC 在月报中预测，2019 年全球原油需求较 2018 年将会下降 90 万桶/日，并将 2019 年全球原油需求增速预期由 136 万桶/日下调至 129 万桶/日。

图表 191: OECD 原油需求量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 192: 全球石油炼化能力



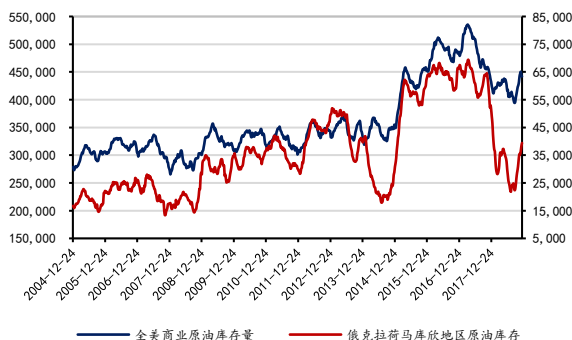
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

多数情况下，供应端变化主导原油行情，在供应端没有更多故事可讲时，需求端平淡对利空的放大作用则会显现。

库存

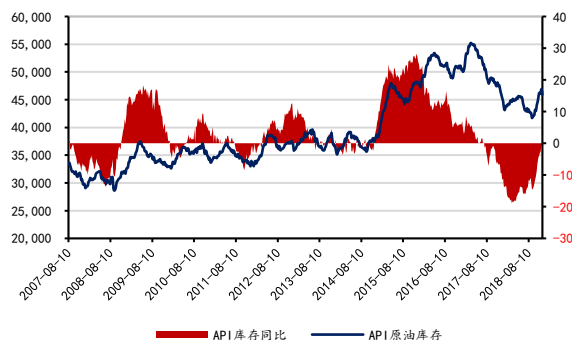
EIA 数据显示，截至 12 月 7 日当周，美国原油库存减少 120.8 万桶至 4.42 亿桶，俄克拉荷马库欣地区原油库存增加 114.8 万桶，精炼油库存减少 147.5 万桶，汽油库存增加 208.7 万桶。随着边际需求开始转弱，原油库存或重新累积，在没有更多故事可讲的情况下，库存将成为下半年油价的核心影响因素。根据以往经验，当原油特别是成品油库存回升时，若供应端仍维持紧俏，油价可能会继续上涨；但如果基本面逻辑偏空，则油价大概率止涨走跌。在过去 18 个月产油国减产的努力下，目前 OECD 商业原油库存整体处于过去十年较低水平，低库存无疑对原油形成支撑，因此现阶段尚不具备深度回撤的条件。

图表 193: EIA 美国原油库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 194: API 美国原油库存



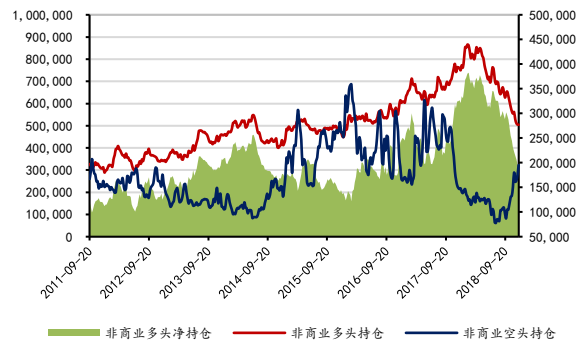
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 195: OECD 原油库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 196: CFTC 原油期货持仓



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

地缘政治

制裁伊朗

早在 5 月 9 日, 特朗普宣布美国退出伊朗核协议, 将对伊朗的经济制裁调至最高级别, 其中能源领域相关制裁的宽限期为 180 天, 在 11 月 4 日结束。据此, 特朗普政府向全世界原油进口国施压, 要求到 11 月 4 日前将伊朗原油出口数量降为零, 届时美国将重新恢复对伊朗的全面制裁。当时彭博社分析称, 美国对伊朗的制裁将导致原油市场供应量减少近 250 万桶/日。为达到制裁伊朗的同时不影响油市平衡的目的, 特朗普政府督促沙特增加原油产量多至 200 万桶/日, 以弥补可能出现的供应缺口。

6 月 22 日召开的 OPEC 会议是 2011 年以来内部分歧最大的一次会议, 焦点集中在美国施加的外部压力和成员国内部的利益冲突。特朗普政府要求沙特提高原油产量, 以抵消制裁伊朗对原油供应的干扰。但事实上, 各成员国闲置原油产能差异巨大, 参与减产协议的产油国仅有少数能够从增产中获利。沙特和俄罗斯强调维持国际原油市场的长期稳定, 另一部分产油国则面临油价下跌带来现实的经济损失。6 月 23 日 OPEC 与非 OPEC 产油国达成一致意见, 宣布从 7 月 1 日起适当提高原油产量, 以维持供需平衡和市场稳定。根据 2016 年底达成的原油减产协议, OPEC 和非 OPEC 产油国减产额度为 120 万桶/日; 5 月减产计划履行率超额达到 147%, OPEC 会议决定将减产执行率降至 100% 的正常水平。随后沙特释放出强有力的增产信号, 表示 OPEC 正在全力生产尽可能多的石油, 以满足全球原油需求, 消除供应短缺的可能性。

11 月 5 日开始, 美国对伊朗新一轮经济制裁全面生效, 主要针对伊朗能源行业和石油贸易等领域。10 月伊朗原油产量减少 1 万桶/日至 342 万桶/日, 创 2016 年以来最低水平; 预计 2018 年伊朗原油平均出口量为 224 万桶/日。美国制裁已经导致伊朗原油出口锐减三分之一, 但伊朗原油出口量减少 100 万桶/日, 数量远不及此前预期。特朗普政府此前一直声称, 目的是将伊朗原油出口量降为零, 但最终宣布颁发一定豁免。获得进口伊朗原油豁免权的八个国家和地区的名单是: 中国大陆、中国台湾、印度、韩国、日本、希腊、意大利和土耳其。国务卿蓬佩奥的解释为, 原油买家减少的进口量超过奥巴马时期采购量的 20% 以上, 即可获得为期 180 天的临时性豁免, 美国欲通过制裁伊朗原油出口来实现最大程度的遏制与打压, 并不想由此伤害依赖伊朗原油的朋友与盟国。

不可否认, 特朗普的策略和行为是本轮国际原油超预期下跌的重要推手。特朗普最近的言论称, 更偏好油价走低, 沙特已经帮助美国拉低油价, 将不会对沙特表现强硬。今年夏天特朗普政府曾多次强调, 目标是将伊朗原油出口量降为零, 并强烈敦促沙特提高原油产量, 以弥补制裁伊朗造成的原油供应缺口。基于美国对伊朗实施严厉制裁的前提, 沙特带领 OPEC+ 产油国竭尽全力提高产量, 最终导致了市场对供应过剩的担忧。事实上, 最终美国大方地给予八个国家和地区进口伊朗原油的豁免权, 且事先并未向盟友沙特做出任何暗示。在此期间, 记者遇害事件又令特朗普抓住沙特王室的软肋。在对沙特立场的声明中, 特朗普称, 无论案情的真相如何, 沙特都是重要的盟友, 并表示美国有意与沙特保持密切合作, 后者已经积极回应让油价达到合理水平的要求。

针对 OPEC+ 重启减产, 特朗普在推特上谴责 OPEC 人为推高油价, 认为基于供应的油价应该低得多, 甚至发表 OPEC 剥削全世界的激进言论。投资者普遍认为, 美国新晋世界第一

大产油国，过低的油价不利于页岩油出口。但实际上，在输油管道和港口码头全面建设之前，运力不足造成内陆产区原油对美湾原油存在贴水。由于内陆价差的存在，高油价并不意味着美国出口原油必然获利，甚至会伤害到页岩油产业的发展前景。利弊权衡之下，美国原油工业的根本利益是在国际原油市场中占有的份额，而非利用高油价从中渔利。特朗普政府真正的战略意图是，通过地缘政治制造油价的反复波动，产量一增一减中迫使 OPEC 让出市场份额。业内有说法称，特朗普先生是 2018 年最伟大的原油交易员，从这个意义上是不无道理的。

减产协议

2017 年 1 月，OPEC+成员国开始减产，以缓解原油供应严重过剩的局面。在 OPEC 及非 OPEC 产油国通力合作下，OECD 商业原油库存降至 5 年内均值水平以下 2000 万桶，减产计划的目标实现，年中全球原油供需格局达到再平衡。2018 年 6 月，随着油价触及 3 年半以来高点，产油国减产幅度超出预期后同意恢复部分产出。然而，近期原油转向技术性熊市，迫使 OPEC+考虑重新启动减产。OPEC 最大产油国沙特提议，需要在 10 月的产量水平上削减 100 万桶/日，因为全球原油市场明年可能再度面临供给过剩。原油市场情绪从先前恐慌供应短缺转变为担忧产能过剩，主要归结为产量的超预期飙升，库存的不断累积和宏观经济的不确定性，当然也存在市场过度反应的因素。在美国对伊朗实施制裁后，11 月 OPEC 原油产量减少 16 万桶/日至 3311 万桶/日，成员国减产执行率上升至 120%。

产油国三巨头中，原油减产计划的主要矛盾集中在美国和沙特之间。站在沙特的立场上，现有高产量无疑是沉重的负担。低油价造成的利润损失，增产带来的费用增加，显然都是沙特不愿接受的，希望通过减产的途径重新稳定油价。美国站在坚决反对 OPEC 减产的立场上，特朗普发推特称，“希望 OPEC 维持当前的原油产量，世界不需要也不想要更高的油价。”11 月俄罗斯原油平均产量由 10 月的 1141 万桶/日下降至 1137 万桶/日。下一步无论是削减产量以恢复价格，还是维持产量保市场份额，对俄罗斯而言并不会造成深度影响。OPEC 部分成员国对新的减产措施持积极态度。阿联酋表示，绝对不会增加原油产量，100%的减产执行率不再是推荐的策略。科威特表示，下一步会减少原油供给，以维持油市平衡。阿曼石油部长称，原油面临供应过剩的风险，100 万桶/日的减产规模对 OPEC+是合适的。

OPEC 又一次面临两年前的难题：若决定延续减产计划，将进一步激发页岩油产量攀升；若维持原油生产现状，则对 OPEC 产油国利益造成现实的损害。相比可能丧失的市场份额，油价暴跌是 OPEC+产油国更加无法接受的。最终在维也纳年度会议上，以沙特和俄罗斯为代表的 OPEC 及非 OPEC 产油国达成协议，决定从 2019 年 1 月开始削减原油产量 120 万桶/日。其中，OPEC 成员国减产份额为 80 万桶/日，非 OPEC 产油国减产 40 万桶/日。OPEC 将以 10 月原油产量水平作为基准，初步设定期限为 6 个月，并在 4 月再次评估。据路透社报道，2019 年 1 月沙特原油出口量预计为 730 万桶/日，将在 2018 年 11 月的水平上大幅减少 100 万桶/日。此前市场普遍认为，OPEC+提出的方案不高于 100 万桶/日，本次减产规模超出预期。但 OPEC 一度未能敲定具体数字，推迟发布减产决定，反映出其干预市场的能力有所减弱，或将成为 OPEC 正在失去影响力的信号。此外，伊朗因制裁不会加入减产协议，利比亚希望寻求豁免，卡塔尔退出 OPEC，均对局面造成一定的混乱。无论如何，OPEC 将不遗余力执行减产计划以稳定油市，对近期国际原油的低迷走势产生提振。

油轮追踪机构 Petro-Logistics 公布的数据显示，在 1 月 OPEC 减产协议生效前，沙特原油出口量已经触及纪录高位。11 月沙特原油平均出口量为 810.5 万桶/日，高于 10 月的 749.1 万桶/日。沙特能源部长法利赫表示，过去沙特原油产量保持稳步上升，但鉴于油价出现连续下跌，沙特计划从 12 月开始减产 50 万桶/日，当月原油出口量亦将环比下降，沙特 12 月的减产计划将导致全球原油供应量降低近 0.5 个百分点。减产协议生效后，预计 12 月沙特原油出口量降至 760 万桶/日，明年 1 月将进一步降至 700 万桶/日。

尽管 OPEC+达成的减产规模超出市场预期，但美国的坚决反对和 OPEC 内部貌合神离，给如何实施减产协议带来很大不确定性，进而抑制油市重拾看涨情绪。高盛指出，由于 2018 年下半年缺乏明确的减产，导致国际原油市场存在惊人的过剩；若想油价实现可持续性反弹，需要有赖于减产执行得力及库存下降的确实证据。摩根士丹利则称，虽然 OPEC+达成减产大幅缓解了未来供应过剩的程度，但短时间内油价不太可能再次达到 10 月初创下的近四年来高位。

卡塔尔退群

卡塔尔宣布，从 2019 年 1 月 1 日起将退出 OPEC 组织。OPEC 表示，尊重卡塔尔做出的决定。卡塔尔能源大臣称，卡塔尔在退出后将不会遵守 OPEC 的规定，对 OPEC 减产协议的影响非常小；退出是一个艰难的决定，基于技术和战略性考量。2018 年的 OPEC 会议是卡塔尔参加的最后一次会议。自 1961 年以来，卡塔尔一直是 OPEC 的正式成员国，至今已经 57 年。目前卡塔尔原油产量在 OPEC 中排名第 11 位，占 OPEC 总产量的 1.83%，占全球原油产量的 0.64%。OPEC 月报显示，10 月卡塔尔原油产量为 60.9 万桶/日。对比沙特和俄罗斯上千万桶级别的产量，这一数字仅仅相当于零头。从能源结构上看，卡塔尔虽然原油产量不高，却是全球最大的液化天然气 (LNG) 供应国。卡塔尔天然气储量高达 24.5 万亿立方米，目前出口量为 7700 万吨/年，占全球出口总量的 30%。卡塔尔退出的主要目的是规避 OPEC 对其的约束，大力发展天然气产业，计划到 2024 年将 LNG 出口量提升至 1.1 亿吨。受制于原油产量，卡塔尔退群事件对全球原油供应格局影响较为有限，更多是市场情绪上的作用。

卡塔尔是第一个退出 OPEC 的海湾地区国家。有国际舆论认为，卡塔尔选择在这个敏感的时间节点退出，意味着全球最大的石油组织 OPEC 内部开始出现裂缝。卡塔尔油长宣称，此举和沙特等国对卡塔尔的经济封锁无关。2017 年 6 月，沙特等四国以支持恐怖主义为由宣布与卡塔尔断交，并对其实施禁运封锁，至今外交关系仍陷入僵局。标普全球普氏能源资讯一名主管 Andy Critchlow 表示，“这绝对是一个大事件，在我跟踪 OPEC 的 20 年里，我想不出还有什么比这更对 OPEC 的未来构成系统性风险。”他甚至讲道，“OPEC 已经名存实亡，它现在是沙特和俄罗斯两个产油大国的组织。”虽然俄罗斯名义上不属于 OPEC 成员国，但它却是与该组织结盟的最大产油国。事实上，近年来 OPEC 正在被边缘化，国际原油的关键决定权已经落入美国、俄罗斯和沙特三巨头手中。在卡塔尔退出后，OPEC 将剩余 14 个成员国，分别是：沙特、伊拉克、伊朗、科威特、阿联酋、利比亚、赤道几内亚、尼日利亚、阿尔及利亚、安哥拉、厄瓜多尔、委内瑞拉、加蓬、刚果。

贸易战

经历一波三折的过程，中美贸易战正式打响。2018 年 6 月 15 日，美国政府公布加征关税的商品清单，对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税措施，同时对约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见。美国这一举措有悖于中美双方在华盛顿联合声明中达成的共识，考虑特朗普反复无常的做法，既令人错愕也在意料之中。根据《中华人民共和国对外贸易法》、《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。

贸易战的升级势必导致国际贸易活动水平下滑，进而对生产、运输和消费领域的能源需求造成致命打击。能源需求窒息对原油无疑是灾难性的，2008 年全球经济危机爆发时，WTI 短时间内从 145 美元暴跌至 35 美元下方。中美贸易战若进一步激化，将对全球经济复苏产生不可估量的影响，原油需求走弱引发市场担忧。然而历史上，每当美国实行贸易保护主义措施，通常会伴随美元指数的走弱，从而对原油价格形成一定支撑。未来贸易战的走势，及其对原油的影响是错综复杂的，整体上将产生偏消极的作用。

观点总结

自从页岩油革命开始，国际原油在长周期上陷入产能过剩和供应修复的循环过程。基于原油价格对供应端变化预期的反应，OPEC 产油国减产和美国页岩油增产形成此消彼长的轮动机制。进入 2018 年后，美国二叠纪盆地产区一度面临运输瓶颈，导致内陆价差迅速扩大，未完井数量不断攀升。当时市场普遍认为，美国页岩油产量增长受阻，将迎来一段时间的停滞期。年中在美国制裁伊朗的威胁下，以沙特为首的 OPEC 产油国三季度大幅增产。最终伊朗原油出口量降为零的预期未能兑现，市场风向从供应短缺转向供应过剩，从而完成了 2016—2018 年间的轮动周期。随着二叠纪产区输油管道的加速扩张，运力不足的问题得到一定缓解，2019 年美国原油产量将重拾高增长态势。同时，为应对油价大幅下挫，OPEC+ 产油国随即达成 2019 上半年的减产协议，新的轮动周期重启。目前 OPEC+ 减产执行率成为决定明年能否扭转原油供应预期的关键，若能实质性完成减产 100 万桶/日的目标，料将起到维持供需平衡和稳定油价的效果。

国际能源署 IEA 署长菲斯·比罗尔警告称，“由于脆弱的全球经济和动荡的地缘政治，我们正在进入油市不确定性前所未有的阶段。” 原油基本面多空交织，经历一轮冲高回落的行情，基本面、政策面和消息面各种因素都逐步被市场消化，进而反映在目前的价格水平上。EIA 预计，2018 年 WTI 和 Brent 原油价格分别为 65.18 美元/桶和 71.4 美元/桶，预计 2019 年 WTI 和 Brent 原油价格分别为 54.19 美元/桶和 61 美元/桶。

综上所述，预计国际原油将受供应端变化主导，呈现宽幅震荡的走势，运行区间 WTI【50，63】，Brent 【57,71】。

甲醇产能持续扩张，未来期价前低后高（卢时强）

概述

2018 年，国内精甲醇产量为 4700 万吨，进口量为 820 万吨，表观消费 5520 万吨。目前沿海港口库存为 85 万吨。由于三季度和四季度原油价格大涨大跌，导致化工品价格剧烈波动，在高利润的驱使下，11 月甲醇开工率从 67% 跳升到 72%，而往年此时开工率将一路走低。

供应端，第四季度港口库存创下 86 万吨的高位，一方面淡季开工率反而上升至 72%，另一方面四季度进口甲醇集中到岸，同时消费也收缩，直接导致了库存累积，产量无法快速消化，进而导致了港口库存持续增加。而 2019 年，依然有 360 万吨新增产能投放，因此未来供应压力很大。

需求端，传统需求平淡，甲醛、醋酸、二甲醚等需求平淡。而聚烯烃方面，因为甲醇现货价格如此之高，导致了烯烃的利润下降，甚至负利润，因而利润要重新在行业间分配。预计未来需求无法提振，甲醇价格承压。

展望 2019 年，我们认为，宏观经济活动下降，原油价格将大幅震荡；需求端国内则基本上持稳，增长乏力；供应端，甲醇新增产能投放，港口库存积累，开工率高于同期。2019 年，我们预计甲醇价格将维持涨势，预期区间为（2200 元/吨-3800 元/吨）。由于需求难有大的变化，供应端关注检修和新增产能投放节奏，关注甲醇的产量和库存情况，预计 2019 年上半年价格下跌，而在 5 月份左右形成底部，下半年维持看涨思路。整体思路是先跌后涨。

套利方面，维持近弱远强的看法，后期现货将始终升水于期货。建议卖出近月合约买入远月合约。投资者参考历史价差图，再结合具体供需变化操作。

2018 年市场行情回顾

甲醇期货行情回顾

2018 年来看，甲醇期货走势主要分为三个阶段。第一阶段，年初至 4 月，由于春季放假以及消费淡季影响，以及下游烯烃装置集中检修，需求大幅下降，甲醇价格重心逐步下移；第二阶段，4 月至 10 月期间，由于消费旺季、原油大幅上涨、港口库存下降较快等因素影响，甲醇价格从 2700 上涨至 3500 左右；第三阶段，11 月至 12 月期间，甲醇港口库存累积过快、消费淡季因素、原油价格从 75 美元回落至 50 美元等因素，甲醇价格在 11 月份、12 月份大跌，价格从 3500 跌落至 2300，降幅达到惊人的 35%。

期货市场引领现货价格走势，港口现货价格一直偏高，而西北现货价格也非常坚挺。西北甲醇企业利润一直非常高，也导致甲醇新增产能投放较快。甲醇的消费重心转移到烯烃，烯烃的价格的起落也影响甲醇的波动，而国内丙烯和乙烯的价格一直偏强，因此甲醇在强势原油价格带动下上涨，到了国庆之后，原油自身供需恶化，化工品随即大跌，甲醇也跟随。在 12 月份，西北甲醇的现货价格跌至 1900 元/吨。甲醇的供应偏向宽松，需求增长较为缓慢。

图表 197: 甲醇期货收盘价



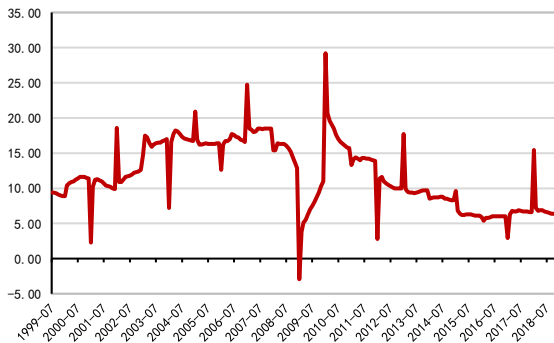
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从成交量和持仓量方面来看, 甲醇期货持仓量从年初的 68 万手增加到年尾的 144 万手左右, 甲醇增仓比较明显, 反应了资金大幅流入。上半年成交量始终维持在 110 万手左右, 下半年成交量急速增加至 360 万手, 成交量大幅增加, 交易非常活跃。甲醇受资金追捧, 成交量和持仓量均大幅增加。甲醇的资金参与热度上升, 较多投机资金进场参与日内交易, 成交活跃, 起到助涨助跌的作用, 加剧了期货价格波动。

宏观基本面分析

国内宏观经济运行情况

图表 198: 工业增加值累计同比



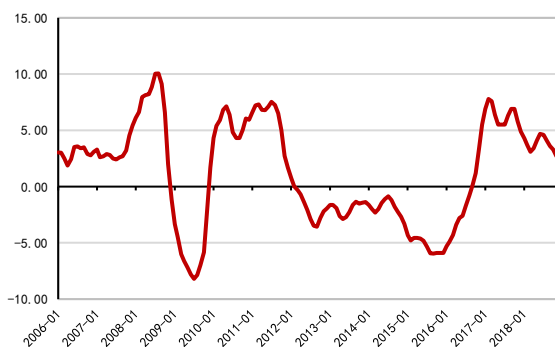
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 199: 中国 CPI



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 200: 中国 PPI



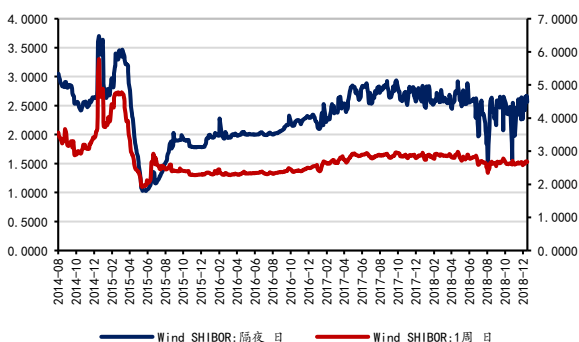
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 201: 宏观经济景气指数



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 202: SHIBOR



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 203: 中国 PMI



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从国内 GDP 增速看, 第一季度国内生产总值 198783 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 6.8%; 第二季度 GDP 自然增速达到了 6.7%, 已经连续 12 个季度保持在 6.7%-6.9% 的区间; 第三季度中国 GDP 为 231938 亿元, 剔除价格因素后与 2017 年的第三季度相比实际增长了 6.5%; 前三季度国内生产总值 (GDP) 650899 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 6.7%。

中国银行预计中国第四季度 GDP 增速约为 6.7%, 2018 年中国全年 GDP 增速为 6.7% 左右。中国第四季度基建投资增速或增加, 预计中国四季度消费增长可能好于第三季度, 但仍弱于去年, 第四季度消费增速预计将好于第三季度, 预计中国第四季度出口将受美欧收紧货币政策的拖累。

当前货币和融资均低增, 通胀大幅走高的概率较低。预计 2019 年 CPI 中枢或在 2.0% 甚至以下, PPI 或再度转负, 经济通缩的风险比通胀的风险大。

中欧日经济大幅放缓, 美国难以独善其身。中国制造业 PMI 从去年底的 51.6 降至当前的 50.2, 欧元区从 60.6 回落至 51.5, 日本从 54 降至 52.9。

美联储今年三次加息, 此前 3 月、6 月、9 月各加息 25 个基点, 美联储每轮加息中后期, 经济都会出现类滞胀。目前国内 shibor 利率与 2017 年基本持平, 加息周期下, 国内实际利率偏高。

中美摩擦升级, 美国同样受伤, 中美贸易摩擦也会对美国经济构成冲击。上世纪 20-30 年代, 欧美之间也曾爆发大规模贸易冲突, 最终导致双方的进出口增速均大幅下行。当前全球经济一体化程度更高, 大规模贸易摩擦会带来互相伤害的结局。预计 2019 年我国 GDP 增速将降至 6.0%, 居民和企业部门存在被动去杠杆、市场化出清的压力。今后经济扩张有承压趋势, 维持经济继续 L 型增长的观点。2019 年, 经济下行压力有所增大。

国际经济趋向

国际方面，鉴于 2018 年上半年美国经济的相对出色表现，经合组织（OECD）预计 2019 年美国 GDP 增速为 2.9%，这个增速都明显比美国 2017 年的 2.2% 高不少。2018 年欧元区及欧洲各国的经济增速可能要比 2017 年下降不少。经合组织预测欧元区整体经济在 2018 年增速为 2%，2019 年为 1.9%，而欧元区 19 国在 2017 年的经济增速是 2.5%。还有德国，2017 年经济增速为 2.5%；法国在 2017 年经济增速为 2.3%，2019 年也只是 1.8%。预计日本企业盈利增长 2019 年将出现放缓，日本车企对贸易摩擦的敞口最大。预计 2019 年日本 GDP 增长 0.8%，低于 2018 年预期。油价走高、欧美加息会令新兴市场经济活动承压，导致对日本出口的需求下降。

2018 年全球实际 GDP 增长速度为 4.0%，2019 年将放缓至 3.8%。这与 2017 年的增速持平，长期对比来看，3.8% 的全球经济增长依然处于高位。其中，发达经济体 2018 年 GDP 增速预计为 2.4%，2019 年将减缓至 2.2%；新兴市场今年增速约为 5.4%，高盛预测明年将放缓至 5.2%。G3 经济体（美国、欧盟、日本）中，美国经济增速将高于发达经济体，但低于全球平均增速，美国 2018 年 GDP 增速为 2.9%，2019 年将放缓至 2.6%。

甲醇产业链供需分析

产能过剩程度分析

最近十年，全球甲醇产能不断增加，产能排名前十的主产国分别为中国、沙特、特立尼达和多巴哥、俄罗斯、伊朗、美国、新西兰、委内瑞拉、马来西亚和阿曼，这些国家的甲醇产能占全球总产能的 97%。

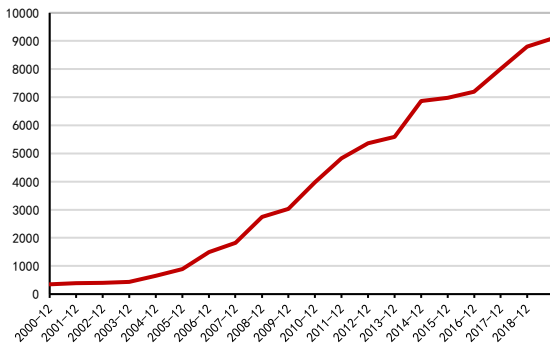
由于煤制甲醇成本低，当前每吨甲醇毛利有的企业已经超过 1000 元/吨，企业为了追求利润，必然会扩大化再生产，甲醇供应必然会加快增长，据了解今年山东地区将近 300 万吨甲醇装置投产，伊朗也要有几百万吨甲醇投产，这将缓解甲醇一度紧张的局面，同时我国环保执法力度加大，天然气供应毕竟不能面面俱到，甲醇作为清洁燃料是很好的补充。

2018 年上半年我国甲醇新增产能在 180 万吨左右（主要集中在山东、安徽、内蒙古一带，皆为煤制装置），创近四年来同期最高。截至 2018 年 6 月，我国甲醇总产能达到 8460 万吨左右（有效产能在 8110 万吨左右），其中内蒙古依旧稳居全国首位，西北地区占比接近 1/2，接近 9 成产能以煤炭为原料，而近 5 年来主要以发展煤制单醇为主（多数配套下游装置，以烯烃、乙二醇、芳烃备注），产能超 4800 万吨，较去年增加 3.4%，占全国总产能近 6 成，值得注意的是，近几年来，我国甲醇产能规模化程度进一步增强，截至今年上半年，规模在 100 万吨/年（包括 100 万吨/年）以上的产能超 3300 万吨，占全国总产能近 40%，较 2014 年增加近 10 个百分点，较去年增加 8.4%，近 5 年来年增速最快。

下半年我国甲醇新增产能或超 300 万吨，主要集中在山东、陕西、山西等地，且工艺皆为煤制，规模皆在 30 万吨/年以上，虽然多数配有下游装置，但年底前或多以销售甲醇为主。为此，2018 年底我国甲醇总产能有望达到 8800 万吨左右，同比增速近 4 年来或首次加快，在 6% 左右。

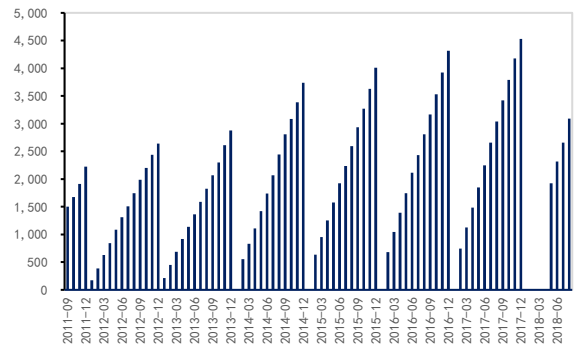
我国甲醇产能为 8600 万吨，以此计算开工率为 67%，产能目前处于较为过剩状态。

图表 204: 甲醇产能



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 205: 甲醇产量

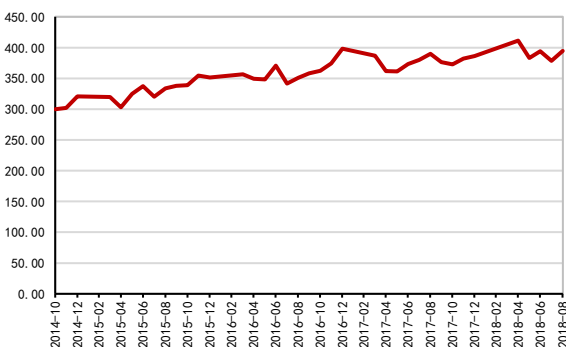


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

甲醇市场供应分析

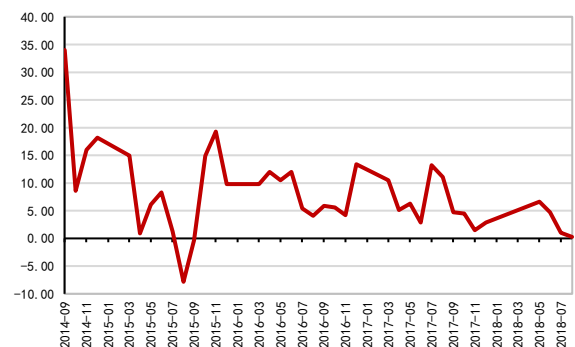
甲醇产量分析

图表 206: 精甲醇产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 207: 精甲醇产量当月同比



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

2018 年, 国内精甲醇产量为 4700 万吨, 比 2017 年增加 11%, 精甲醇产量当月同比大幅上升。产量上升的主要因素: 新增产能的投放和甲醇高利润驱使。因为在 2018 年新增的产能约为 480 万吨, 促使国内甲醇供应宽松。而下半年, 因为原油价格飙升, 导致整体化工品价格集体上扬, 从而带动港口的甲醇现货价格飙升到 3800 元/吨附近, 西北地区的现货价格上涨到 3200 元/吨, 西北煤制甲醇利润最高达到 1300 元/吨左右。生产商在淡季加大开工力度, 同时在期货盘面卖出套保, 因此在下半年, 精甲醇的产量快速增加。预计后期受到春节假期影响, 预估甲醇月度产量回落。预计 2019 年甲醇产量为 5162 万吨, 同比增加 9.8%。

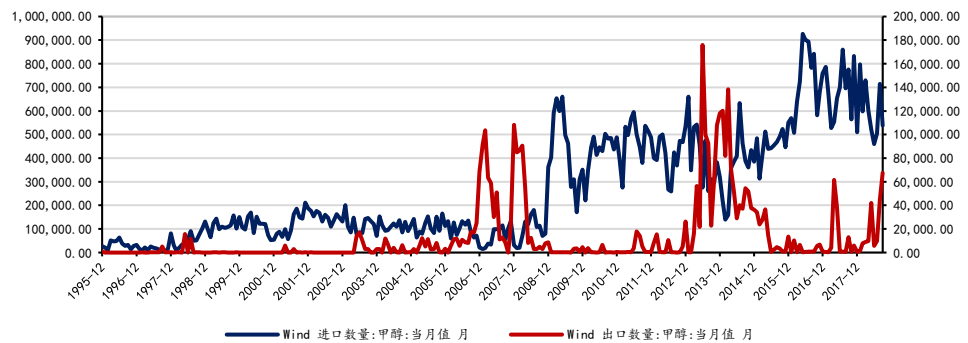
新增装置投放 600 万吨

2015-2017 年上半年是我国新增产能释放度最低的几年, 2018 年上半年新增项目中多数为扩增产能, 且新增产能释放区域与现有需求量较大的几个地区略显重叠。这几年中国甲醇供需趋紧平衡状态, 行业升级调整步伐加快, 供给侧改革、环保问题影响, 整个行业仍在进一步转型调整。除了新增外, 失效产能也同步存在, 而且河北、河南等地企业搬迁计划仍在逐步进行, 这些都将是未来行业发展的一方面。2018 年下半年, 国内仍存在不少新增产能计划投产。预计截至 2018 年末, 国内甲醇产能可达到 8600 多万吨, 2018 年新增产能为 600 多万吨, 2018 年产能增速达到 8.4%, 其中包含配套 MTO 装置的产能为 280 万吨, 约占到今年投产产能的一半, 因年内高利润的维持, 使得今年产能增速投放速度较前两年偏高, 但实际投放情况仍然略差于年初给到的 760 万吨投产。预计 2019 年将新增投产 796 万吨产能, 预计产能增速为 7.5%,

国内甲醇进出口

甲醇出口量比较小，基本忽略不计。进口量基本上处于上升态势。今年 1-10 月累计出口甲醇为 23.2 万，2017 年我国甲醇进口量为 12.6 万，今年的进口量明显大于去年。

图表 208：甲醇进口量、出口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2018 年 1-9 月，我国甲醇月均进口量达 60.7 万吨，累计达 546.6 万吨，同比减少 12.4%，占去年我国甲醇进口总量的 67.1%。2018 年预计我国甲醇进口量为 729 万吨，较 2017 年减少 90 万吨，降幅为 10.6%。进口下降的因素主要是进口到岸利润长期为负，导致进口需求下降，另外国内新增产能投放也导致供需偏宽松。

国内甲醇库存

截至 2018 年 12 月 5 日，甲醇港口库存上升至 82.43 万吨的中位水平，港口可流通库存为 26.6 万吨。库存延续了积累的态势。总的来看，今年甲醇在一季度由于 MTO 减负和进口季节性增加的情况出现了较为明显的累库，随后随着内外盘检修的逐步兑现，甲醇的库存出现了较为去化；进入到 6 月后，由于兴兴、禾元、中原等装置的计划性检修，库存开始缓慢积累，待几套 MTO 装置检修完毕后，库存开始再次去化。国庆后，兴兴由于经济性停车，随之而来的是库存的再次累积，虽有天然气限产和焦化限产落地，但进口随着外盘装置的稳定性提升，进口增量开始兑现，甲醇累库预期依然存在。尤其是在 11 月份、12 月份进口甲醇集中到港，也导致了库存进一步积累。

图表 209：甲醇港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

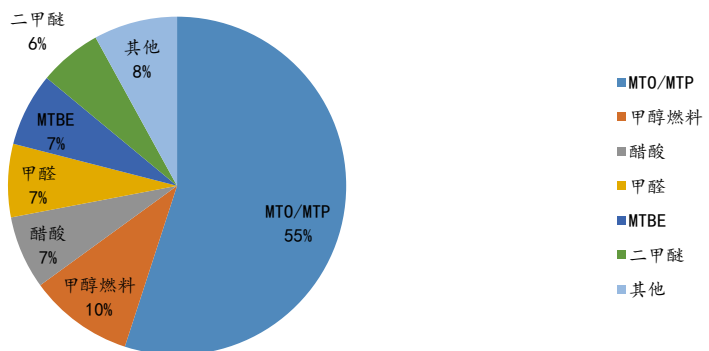
2018 年我国甲醇进口量较往年下降 80 万吨，而港口库存累积，也反应了供应持续增加，需求在淡季低迷。进口大幅减少，库存反升，高利润驱使供应增加。因此如果后期库存继续维持 85 万吨左右的水平，甲醇价格在 2019 年一季度震荡的可能性较大，去库存需要较长的时间。

甲醇需求分析

甲醇作为基础化工原料，传统下游产品主要有甲醛、合成橡胶、胶粘剂、染料等，这些产业发展缓慢，需求增速明显低于甲醇产能释放。从需求比例来看，传统下游在甲醇需求占比明显下滑，其中甲醛需求将从以前的三分之一下滑至百分之二十以下，特别是在国内烯烃装路大规模投产之后，烯烃迅速取代了甲醛成为甲醇第一大下游产业。

近些年我国甲醇及其下游格局变化主要受国家政策以及高盈利刺激等方面影响较深，尤其体现在大批 MTO 等装置陆续在西部地区新建及投产影响。自 2014 年起，甲醇新兴下游 MTO 需求地位不断攀升，从而取代了 2013 年之前以甲醛为主的传统下游需求。据统计，到 2018 年底，我国甲醇下游需求预计将达到 5700 万吨左右，同比保持 8% 以上的增速。其中新兴下游或需求量达 4047 万吨，同比增加 12.8%；而传统下游需求或仅在 1653 万吨，同比减少 6.5%。这主要是因为随着近年来环保等政策的推动，甲醇燃料用量保持继续增长，尤其是随着绿色燃料包含甲醇锅炉、甲醇汽油、汽车、船用燃料等的不断推进，削弱了以甲醛为代表的传统需求。据统计，截止至 2018 年第三季度，我国 MTO/P 装置共计建 32 套，产能约 1372 万吨，其新建及在建项目占甲醇下游需求总量的近 25% 左右。而 2018 年，以 MTO 为首的甲醇新兴下游需求已占甲醇下游总需求的近 7 成，而以甲醛为主的传统需求由 2017 年的 33% 下滑至 29%。这主要受国家对于环保、房地产等方面政策的实施，甲醛消耗有所减量。

图表 210：甲醇消费结构

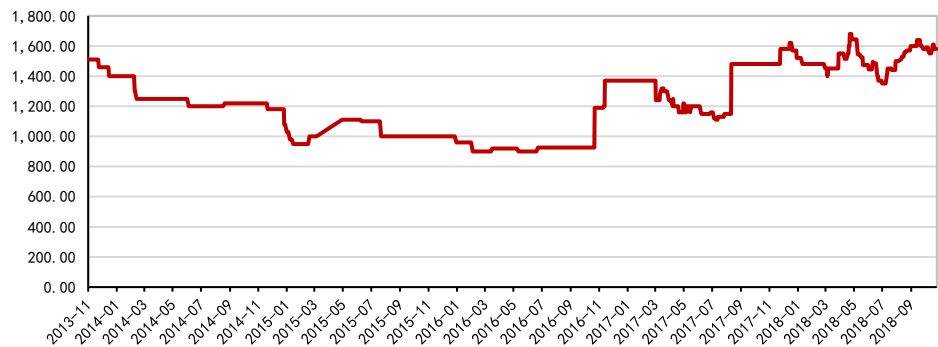


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

甲醛行业

根据相关数据显示，2018 年我国共有甲醛生产企业 665 家，总产能 4200 万吨(占世界甲醛总产能的 50% 以上)。2017 年我国甲醛产量 2250 万吨，2018 年甲醛产量 2322 万吨。总体来说，近三年来我国甲醛行业产能和产量都有所增长，但是增速有所放缓，甲醛行业与房地产密切相关，但是近年来由于房地产数据下滑，甲醛的需求低迷。因为甲醛有毒，对人的身体健康影响较大，目前甲醛在甲醇的消费中占比为 7%。

图表 211: 甲醛出厂价



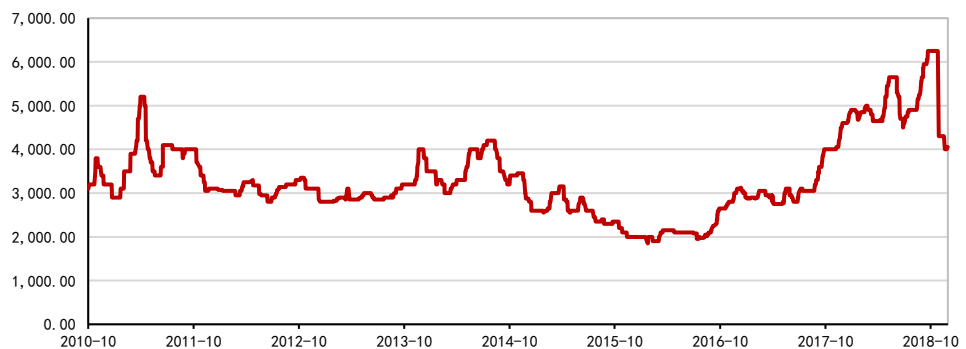
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

醋酸行业

我国醋酸产量和消费量总体保持快速增长态势,近年来醋酸产量和消费量增速都逐步放缓。国内醋酸市场供过于求,下游需求疲弱。国外醋酸需求不振,扩大出口乏力。总体而言,我国醋酸市场供过于求的局面暂时难以打破,下游需求仍是化解产能过剩的有效措施。同时醋酸市场由于消费需求增速放缓,因此对于甲醇需求增速或将放缓。2018 年国内醋酸表观消费量约 680 万吨,同期增长 3%。醋酸酯市场年内虽受到环保影响明显,导致终端涂料油漆等企业限产及停产。但同样的符合环保要求的大型企业开工较高,因此整体上对醋酸酯的需求较高。此外年内醋酸乙酯类产品利润较高,很大程度上刺激了醋酸酯的开工意向。因此醋酸酯产量同比均有提升。

醋酸供需趋紧,2018 年全国总产能为 870 万吨,预计产量为 625 万吨,开工率为 71.8%。2019 年的产能为预计为 900 万吨,产量将预计为 685 万吨,开工率将提升到 74.6%和 76.1%。表面上看,75%左右的开工率并不是太高,但如果考虑到经常性的检修影响大约 60 万吨/年的产能,实际有效产能的开工率能达到 82%左右。

图表 212: 醋酸出厂价



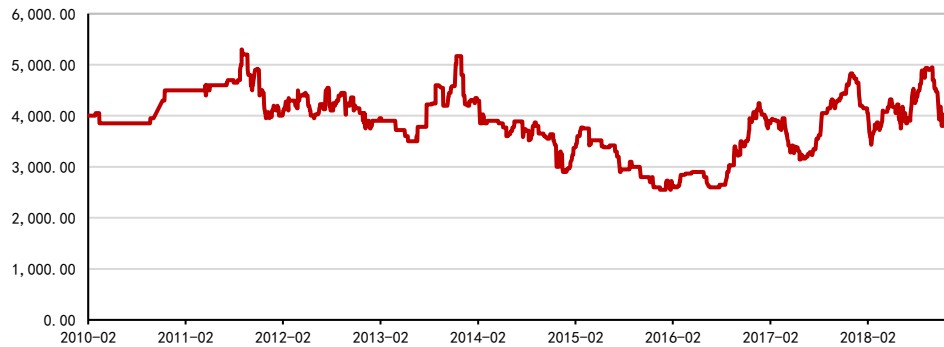
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

二甲醚行业

二甲醚是一种新兴的基本化工原料,由于其具有良好的易压缩、冷凝、汽化特性,在制药、燃料、农药等化学工业中有许多独特的用途。随着石油资源的紧缺及价格上涨,清洁环保理念的深入,作为柴油替代资源的清洁燃料—二甲醚得到大力推广,并逐渐进入了民用燃料市场和汽车燃料市场。截至目前我国二甲醚行业发展现状主要以下三点:一、二甲醚市场供过于求,新增产能放缓。总体来说,二甲醚现今面对的最大问题就是技术和标准问题,在此之前二甲醚市场很难迅速发展,因此对甲醇需求也有限。二甲醚市场走势比较平淡,涨幅远不如甲醇和液化气。究其原因,主要是二甲醚产能过大。产能过剩导致恶性竞争,厂家亏损严重。近年来,一批成本高、利用率低的二甲醚装置退出,但也有一些新装

置投产。目前，全国有效二甲醚年产能 1300 万吨左右，年产量却不足 300 万吨。由于产能过大，二甲醚开工率一直低位运行。据悉全国 35 家二甲醚企业，年总产能 835 万吨，全国二甲醚平均开工率仅为 31.2%。因此供应过剩，二甲醚在甲醇的消费者占比为 6%，并且未来需求受宏观影响可能萎缩。

图表 213：二甲醚出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

甲醇制烯烃(MTO/MTP)行业

目前甲醇制烯烃占甲醇总消费的 72%，而去年占比为 52%，同比增长 20%。

煤制烯烃主要下游是乙烯，需求旺盛缺口显著。煤制烯烃即煤基甲醇制烯烃，是指以煤为原料合成甲醇后再通过甲醇制取乙烯、丙烯等烯烃的技术，其主要下游为乙烯及其副产品丙烯，而乙烯是石油化工产业的核心，需求缺口较大。2017 年乙烯产能达 2330 万吨，产量约 1822 万吨，同比增长 2%；表观消费量达 2037 万吨，同比增长 5%；同时 2017 年进口量达 216 万吨左右，进口依存度持续上升至 11%，需求缺口进一步扩大。技术工艺成熟，煤制烯烃实现规模化发展。生产烯烃的主流技术主要有三种，分别为煤制烯烃(MTO)、丙烷脱氢制烯烃及石脑油制烯烃，其中煤制烯烃又分为煤制乙烯和煤制丙烯(MTP)。由于天然气资源紧缺和煤制烯烃环保不过关、工艺技术不成熟，石脑油路线一直是烯烃生产主要路线。随着近几年煤制烯烃(MTO)工艺技术的发展，煤制烯烃的成本的下降，发挥煤制烯烃的可持续性、低生产成本优势，煤制烯烃项目开始兴起，煤制烯烃项目有望实现规模化量产。目前，共 21 个煤制烯烃项目实现投产，规划产能共计 1371 万吨/年，实际释放产能约 1242 万吨/年，投产项目多基于 MTO 技术，2017 年煤制烯烃实现产量 993 万吨/年。

受到 CTO/MTO 行业的驱动，中国甲醇行业新增产能与消费持续增长。新建甲醇下游装置，仍然以甲醇制烯烃（包括煤基甲醇制烯烃一体化）为主，新增甲醇产能 340 万吨/年，新增烯烃产能 170 万吨/年。以甲醇原料供应渠道分类，中国煤（甲醇）制烯烃项目(CTO/MTO)可以分为以下六类：1.一体化煤（焦炉气）基甲醇制烯烃装置；2.完全利用现有煤制甲醇产能；3.在现有甲醇装置的基础上，新建部分甲醇产能；4.在现有甲醇产能的基础上，外购部分甲醇；5.完全外购甲醇；6.前期需外购甲醇，同时规划后期新建甲醇产能。自 2011 年建成第一套外购甲醇制烯烃项目，截至 2017 年底，中国已运行 10 套完全外购或部分外购甲醇 MTO 装置。加上 2018 年即将投入运行的康乃尔 30 万吨/年 MTO 装置，2018 年中国外购甲醇的 MTO 产能将达到 536 万吨/年。2018 年总计 536 万吨/年 MTO 产能将消费甲醇总计 1479 万吨/年，除了部分 MTO 装置采用自有甲醇，总计外购甲醇需求量将达到 1329 万吨/年。这些装置主要分布在中国的华东、西北、东北和华中区域。其中华东地区的外购甲醇需求量最大，达到 891 万吨/年。

传统的甲醛、二甲醚和醋酸的需求长期来看不会有太大的变动，且今年房地产交易持续较差，对甲醛的需求仍有压制，而醋酸需求虽然较好，但体量偏小，进入 12 月份至明年 1 季度，除二甲醚外，甲醛、醋酸、MTBE 等开工存季节性下行的可能。

新兴烯烃方面，目前烯烃外采甲醇的量达 1329 万吨，对甲醇影响明显，当前高价格的甲醇，原计划复产的常州富德和有投产计划的康奈尔装置大概率推迟，而已开的 MTO 装置或降负或外销甲醇或停车，转为对 MA 的需求的压制，在未来 5 个月内甲醇处于淡季期，预计 MA 的烯烃需求持续低迷。

原油供求分析

原油库存逐步增加

图表 214: 美国原油库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 215: 美国原油 (WTI) 期货价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

美国石油协会 (API) 公布的数据显示, 美国截至 11 月 30 日当周 API 原油库存意外增加 536 万桶, 预期减少 226.7 万桶; 汽油库存增加 361 万桶; 精炼油库存增加 432 万桶。此前, 美国原油库存增加 357.7 万桶至 4.505 亿桶, 连续 10 周录得增长, 为 2015 年 9 月以来最长连涨纪录, 市场预估为增加 76.9 万桶。随着美国经济扩张步入尾声, 以汽油为代表的消费需求持续疲弱, 美国原油库存连续累库超预期。目前支撑炼厂整体炼油利润的是处于历史高位的柴油裂解价差。EIA 在 11 月的报告中估计 2018 年美国原油平均产量达到 1090 万桶/天, 这比其去年 8 月的展望中高了足足 100 万桶。今年初, 市场普遍预测油服成本抬升, 生产率下滑以及页岩油厂商改变生产策略将限制今年页岩油产量增幅。美国页岩油产量持续增加, 美国转变为石油的净出口国, 预期未来库存持续累积, 需要密切关注全球原油需求。

市场高估了制裁伊朗经济

3 月初, EIA 原油库存超预期下跌, 显示需求良好。3 月下旬, 特朗普暗示重启伊朗制裁, 油价再度上涨至 70 美元后回落。5 月 9 日, 特朗普正式宣布恢复对伊朗制裁, 同时委内瑞拉和安哥拉被动减产, 市场担忧供需缺口拉大。5 月下旬, 油价一度被推升至 80 美元, 随后因为需求疲软回落。9 月, 美国的汽油消费转弱, 同比负增长, 石油产品库存持续上升。但是 9 月公布的 7-8 月伊朗原油出口量降幅远超市场预期, 油价连续上涨, 10 月 3 日最高涨至 86.74 美元, 出现了年内 30% 的最高涨幅。10 月 30 日, 伊朗制裁豁免的消息开始发酵, 至 11 月 7 日, 油价开启第三轮大跌。11 月 16 日, 伊朗原油进口豁免消息公布落地, 利空出尽, 油价在 66-67 美元短暂企稳。10 月份之前, 市场一直高估了美国制裁伊朗对油价的影响。随着伊朗制裁豁免消息落地, 原价一路下跌 30%。未来, 制裁伊朗弱化, 原油供应问题不大, 整体上原油供应过剩。

欧佩克、加拿大与俄罗斯准备减产

12 月 2 日, 沙特王储穆罕默德与俄罗斯总统普京宣布了将 OPEC+ 减产协议延长至 2019 年。而针对减产的数目, 双方并未给出明确的数字。俄罗斯方面与此前的态度有所转变, 而让 12 月 6 日 OPEC+ 减产的可能性大增, 大大提振了油价。在减产规模方面双存在分歧, 沙特建议 OPEC 及其盟国从 2019 年 1 月开始减产 100 万桶。以沙特目前建议的比例算, 减少份额将达到 16.6 万桶/天。俄罗斯称将下调原油产量最多 15 万桶/日。

市场预计 OPEC 将在周四同意减产, 不过对于减产的量预期难以断定是否能达到此前传出的 140 万桶/日。高盛报告中称, OPEC 面临的最大问题是美国产量激增, OPEC 和俄罗斯需减产 130 万桶/日, 才能逆转当前反季节性的库存大幅增加。美国产出在一年内增加约 200 万桶/日, 达到逾 1150 万桶/日。

加拿大原油也面临供应过剩的局面，此前加拿大原油对美原油的折价一度达到 50 美元，这使得加拿大原油跌至了 14 美元的历史低价。12 月 2 日，加拿大西部石油资源丰富的阿尔伯塔省领导人宣布，将在 2019 年将原油产量削减 9%。据悉，减产计划可能使阿尔伯塔省原油与西德克萨斯中质原油的价格差距缩小 4 美元/桶。阿尔伯塔省大减产旨在防止过剩原油囤积。官员称，需要 3 个月的时间把过剩储量恢复到接近 1600 万桶的历史水平。之后将重新设定减产目标。

原油趋势判断

目前欧佩克、俄罗斯和加拿大准备减产，同时卡塔尔宣布将在 2019 年 1 月退出 OPEC，这让整个油市相当不安，特别是在现在欧佩克正努力平稳油价的时候，最为全球最大的石油组织，欧佩克的“分裂”势必会对其产生影响。供应端目前存在较大的不确定性。

整体看，目前全球产量增加基本集中在沙特和海湾国家以及俄罗斯，美国页岩油，其他地区没有什么特别大的变化。预计美国明年产量提升 50-100 万桶/天，俄罗斯和 OPEC 根据油价相机抉择产量增减。经济增速下滑定调明年油价中枢相比今年下移，油价的驱动因素将从供给转变为需求。明年需求增长 130-150 万桶，供给端美国增长 50-100 万桶，俄罗斯和 OPEC 根据油价相机抉择产量增减。预计明年油价中枢：WTI 55-65 美元/桶；Brent 60-70 美元/桶。整体上，2019 年全球原油价格维持宽幅震荡的走势。

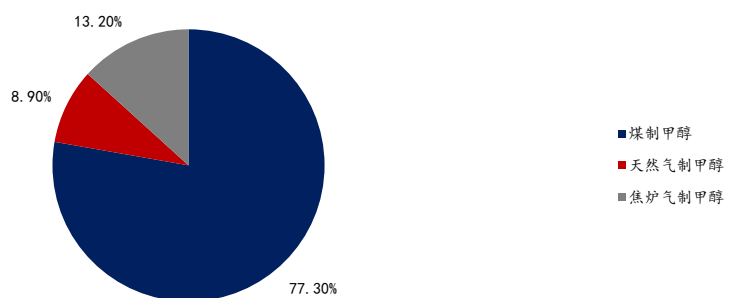
中国甲醇产能构成和成本分析

国内三大原料生产甲醇情况分析

我国甲醇生产路线大致分三种：煤制甲醇、天然气制甲醇、焦炉气制甲醇。众所周知，我国的能源国情为“富煤、贫油、少气”，因此煤制甲醇成为我国甲醇生产最主要的生产方式，煤制甲醇产能占全国总产能的 78%，其次是天然气制甲醇，占全国总产能的 14%。

甲醇地域分布与我国煤炭的地域分布相同，西北地区成为煤制甲醇企业的主产区，内蒙、陕西、山西、宁夏、新疆、山东、河南等煤炭产地均有煤制甲醇装置的分布。

图表 216：我国的天然气制醇结构



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

资源主要分布在西北、西南等地区。焦炉气制甲醇是指利用炼焦产生的焦炉尾气为原料所生产的甲醇，其产能装置分布与我国炼焦企业的分布大致相同。华北地区是我国焦炉气制甲醇最为集中的区域。

国内煤制甲醇主要集中在几大区域，从东往西看，山东和华中比较多，山东 800 多万吨的产能。山东最开始原醇装置的时候，很多甲醇老的合成氨连通装置就是集中在山东，所以我们分析甲醇，会把山东单独作为一个独立的区域撇开，而不是把它放到华中当中。华中的河南等省份产能约 600 多万吨。西北地区最多，达到了 4000 多万吨的产能。西南稍微少一点，主要是贵州、重庆大，产能约 700 万吨的。

焦炉气制甲醇主要在华北、西北地区。焦炉气的分布主要是跟着焦化厂为主，从工艺上来

看就是将剩余的炼焦尾气回炉。一般来讲，焦炉气单套的产能大概在 10-20 万吨左右，个别来看就是宁夏宝丰，其装置产能达到 50 万吨，其他基本上都是 10-20 万吨。山西地区的焦炉气制甲醇产能为 350 万吨，河北为 189 万吨，山东比较少大概 100 万吨左右，然后内蒙、陕西和宁夏合计 300 万吨。

甲醇生产成本分析

从甲醇按生产工艺分类看，可以分为煤制甲醇、天然气制甲醇、焦炉气甲醇和联醇甲醇。

煤制甲醇所占比例高达 70%，天然气约占 20%。鉴于煤炭和天然气是我国生产甲醇的主要原料，因此在分析甲醇价格走势时，要在很大程度上关注煤炭和天然气的价格走势，以此来摸清甲醇生产成本的变化。

西北的煤制甲醇企业的一个大概成本，总的成本包括：生产成本、管理成本、财务成本。管理成本就是一些人员费用、杂费。原料煤基本上大的煤制甲醇装置是需要 1.85 吨的原料煤，是用做煤气化的，按照现在的成本大概 425 块钱一吨，我用的是 5500 热值的，然后燃料煤因为加热需要燃料燃烧，大概是 0.5 吨，整个原料煤加燃料煤加起来是 2.3 吨左右，2.3 吨成本按照现在的价格 1000 多，光煤的成本就 1000 多，然后水电加上一些化工用品大概 200 多左右，这就是 1200 了然后人工的话 230 块钱这个可能是比较高的，然后包括一些折旧费，还有财务成本可能 240 块钱左右，所以我们毛估算的话，大概是在 1740 左右，按照现在的价格，西北煤制甲醇的企业总成本大概是 1740-1750 附近。

天然气之制甲醇的成本约为 1900 元/吨左右。焦炉气制甲醇的成本为 1500 元/吨。

2018 年初，西北煤制甲醇利润超过 800 元，西北现货报价曾经达到 3100 元/吨，在暴利的驱使下，第四季度，甲醇的开工率持续增加。因为甲醇行业的毛利润较高，煤炭价格相对便宜，未来供应预计持续增加，关注新增产能投放和装置检修情况。

市场展望

2018 年，国内精甲醇产量为 4700 万吨，进口量为 820 万吨，表观消费 5520 万吨。目前沿海港口库存为 85 万吨。由于三季度和四季度原油价格大涨大跌，导致化工品价格剧烈波动，在高利润的驱使下，11 月甲醇开工率从 67% 跳升到 72%，而往年此时开工率将一路走低。

供应端，第四季度港口库存创下 86 万吨的高位，一方面淡季开工率反而上升至 72%，另一方面四季度进口甲醇集中到岸，同时消费也收缩，直接导致了库存累积，产量无法快速消化，进而导致了港口库存持续增加。而 2019 年，依然有 360 万吨新增产能投放，因此未来供应压力很大。

需求端，传统需求平淡，甲醛、醋酸、二甲醚等需求平淡。而聚烯烃方面，因为甲醇现货价格如此之高，导致了烯烃的利润下降，甚至负利润，因而利润要重新在行业间分配。预计未来需求无法提振，甲醇价格承压。

宏观经济，2018 年全球实际 GDP 增长速度为 4.0%，2019 年将放缓至 3.8%。发达经济体 2018 年 GDP 增速预计为 2.4%，2019 年将减缓至 2.2%；新兴市场今年增速约为 5.4%，高盛预测明年将放缓至 5.2%。G3 经济体（美国、欧盟、日本）中，美国经济增速将高于发达经济体，但低于全球平均增速，美国 2018 年 GDP 增速为 2.9%，2019 年将放缓至 2.6%。宏观经济在贸易争端下，美国经济增速下降，全球经济比 2018 年增速下降，因此工业品价格涨幅有限。

展望 2018 年，我们认为，宏观经济活动下降，原油价格将大幅震荡；需求端国内则基本上持稳，增长乏力；供应端，甲醇新增产能投放，港口库存积累，开工率高于同期。2018 年，我们预计甲醇价格将维持涨势，预期区间为（2200 元/吨-3800 元/吨）。由于需求难有大的变化，供应端关注检修和新增产能投放节奏，关注甲醇的产量和库存情况，预计 2018 年上半年价格下跌，而在 5 月份左右形成底部，下半年维持看涨思路。整体思路是先跌后涨。

套利方面，维持近弱远强的看法，后期现货将始终升水于期货。建议卖出近月合约买入远月合约。投资者参考历史价差图，再结合具体供需变化操作。

PTA：远望迷雾，近路崎岖（姜云超）

主要观点与投资建议

2018 年全年，PTA 期货价格经历了从窄幅震荡，到大幅拉升，而后快速回调再到小幅反弹的四个阶段。

2018 年上半年，PTA 期货指数在 5355 元/吨至 5920 元/吨，波动幅度大概在 400 元/吨左右。在这段时间内，整体供需受到季节性因素影响，春节过后偏弱，第二季度初逐步走强后在季度末逐步回落。2018 年七月起，随着下游聚酯设备产能的充分释放，PTA 整体的供给边际出现了不足，较低的库存使得期货价格和现货价格大幅上涨，从 5618 元/吨最高上涨至 8130 元/吨，价格上涨 2512 元/吨，上涨幅度达到了 44.8%。

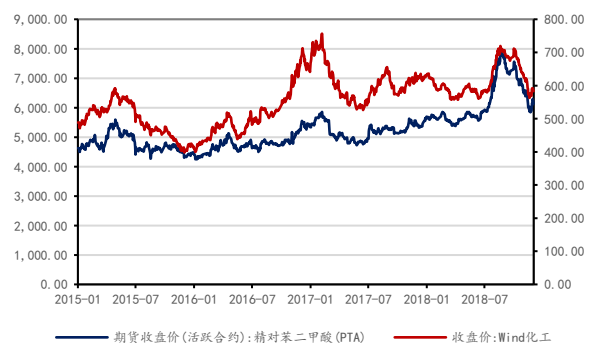
进入九月，下游对于较高成本的原料接受能力逐步减弱，再加上龙头企业略微推迟了设备检修，外加终端纺织的环保督查影响，PTA 期现货走势出现反转，价格大幅回落，最低跌至 5950 元/吨，整体下跌幅度达到了 2180 元/吨，回到了年中的价格水平。之后，随着 PTA 和乙二醇价格的回落，下游聚酯企业的开工率重新回升，PTA 价格又出现了一轮上涨走势。截止 12 月 7 日，PTA 指数重新回到 6377 元/吨，较前一阶段底部价格上涨了 427 元/吨，涨幅为 7.1%。

图表 217：PTA 期现货价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 218：万得化工指数与 PTA 期货价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2019 年，我们认为，在均衡供给和偏弱需求的影响下，PTA 价格的走势将会呈现震荡偏弱的状态。主要理由如下：

- **新增产能后半年释放，存在不确定性。**2019 年，预计将会有 795 万吨产能释放，但是产能释放时间预计集中于下半年，且福海创的 225 万吨设备按计划投放的不确定性较高。预计新年度 PTA 产量将维持前紧后松的状态。考虑到聚酯行业的生产周期，我们认为供给方面与去年相比偏宽松。
- **聚酯产能增速放缓，终端织造受限。**2018 年是聚酯产能集中释放的年份，全年共投放产能约 570 万吨左右。终端纺织服装行业受困于环保督查，宏观经济和贸易摩擦等多重因素影响，行业景气度较差。2019 年，聚酯新产能投放将大幅减少，对于原料端需求的增速会大幅降低。此外，新年度的环保督查预期将会常态化，宏观经济走弱和贸易摩擦频率增加也将是大概率事件。下游对于原料端的需求也会随之走弱。
- **PX 产能大量释放，成本支撑减弱。**2018 年收到原油价格大幅波动的影响，PTA 生产原料 PX 价格大幅波动，振幅达到 400 美元/吨。2019 年，有接近 1100 万吨的 PX 产能逐步释放，投放时间主要分布在下半年。虽然新年度原油价格继续向下的概率不大，但是 PX 价格在产能集中投放的驱使下，将大概率走弱。成本端对于 PTA 的支撑将会持续走低。

风险点：终端织造需求超预期，PTA 库存偏紧价格走强

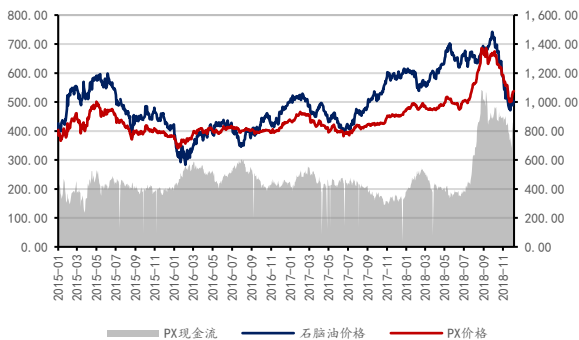
PX 产能预计大量释放

2018 年初, PTA 受到装置检修的影响, 价格一路上行, 但是 PX 受到成本端原油的影响, 经历了急涨后回调的走势。进入第二季度, 原油价格回暖, PTA 检修预期明朗, PX 价格走出了一轮震荡偏强的走势。上半年末尾, 由于全球原油过剩影响基本消除, PTA 新产能的投放, 致使 PX 价格小幅上涨。三季度初期, 原油价格走低, PTA 装置推迟重启, 在基本面支撑不足的情况下, PX 价格随之回落。随后, 在原油价格和 PTA 需求的双重推动下, PX 价格出现了近几年内最大幅度的拉涨。自 7 月起, CFR 主港价格突破 1000 美元/吨整数关口。至第三季度末, PX 价格最高达到 1365 美元/吨的高位, 涨幅接近 37%。随后, 进入四季度, 原油价格疲软, 加之 PTA 受到聚酯需求的影响, 需求走弱, PX 价格在 11 月重回 1000 美元附近。

PX 产能释放集中于下半年

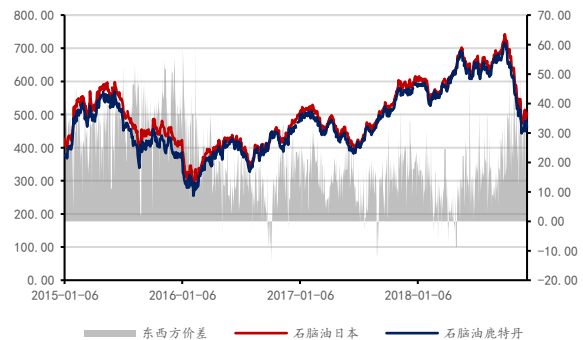
2018 年, 亚洲共有三套 PX 设备投放, 产能整体增量为 259 万吨。其中, 两套设备为新落成设备, 分别为沙特的 134 万吨设备和越南的 70 万吨设备。上述两套新设备试车时点较早, 但是整体投放进度较为缓慢, 近期的供应才逐步回归平稳。此外, 印度尼西亚有一套年产能 55 万吨的旧设备恢复生产, 该设备在 4 月底投入生产, 在年底达到满负荷生产状态。

图表 219: PX 及石脑油价格走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 220: 石脑油东西方价差



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

2019 年, 中国的 PX 产能将会出现大幅的增加, 投放时间预计分布在下半年。全年投放的设备中, 恒力石化和浙江石化的 450 万吨和 400 万吨属于炼化一体设备, 设备技术较新, 投入时间无法准确确定。但是从整体来看, 下半年投放的设备将会较大程度上改变 PX 的供给格局。近年以来, 聚酯产业链的利润主要集中在上游原料端, 这与上游原料的供给偏紧有关。但是随着 2019 年 PX 产能的集中投放, 我们认为, 传统的利润分配模式将会改变, 上游 PX 端的利润将会向 PTA 和乙二醇环节集中。

成本支撑预计增强

2018 年, 原油价格经历了缓慢上涨后急速下跌的走势, 截止 12 月中旬, 布伦特原油维持在 60 美元/桶, WTI 原油维持在 51 美元/桶附近震荡。石脑油价格与 PX 价格同样受到原油价格影响, 出现大幅波动。在 2019 年, 我们认为, 作为 PX 成本, 原油价格向下空间有限, 大概率会走出宽幅震荡的走势。受此影响, 石脑油作为 PX 重要成本, 其偏强的价格将会对 PX 的价格做出有力支撑。

检修方面, 目前来看亚洲 PX 设备的检修计划并未超出预期, 但是从历年的规律来看, 随着生产周期的进行, 检修计划往往会随着 PX 和 PTA 价格而变化。整体而言, 2019 年, 国外 PX 设备检修的水平会低于 2018 年水平。考虑到 2018 年国内 PX 装置并未完全完成检修, 近两年来有四套装置未进行检修。上半年, 国内 PX 设备面临的检修压力较大。如果下半年新装置能够顺利完成投产, 基于较小的装置检修幅度, PX 价格会在三季度开始面临较大的下行压力。综合来看, 2019 年, 在产能的影响下, 如果 PTA 端需求不出现大幅

波动，PX 供需会呈现出前紧后松的状态。考虑到原油价格对于 PX 成本的影响，我们认为，PX 价格会走出一轮缓慢上涨后回调的走势。

图表 221: 2018 年 PX 全球产能增长

厂商	产能 (万吨)	投产时间
沙特	134	1 月
越南	70	3 月
腾龙芳烃	160	12 月
四川石化	10	7 月
印尼	55	10 月
合计	429	

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 222: 2019 年 PX 全球产能增长

厂商	产能 (万吨)	投产时间
恒力石化	450	下半年
浙江石化	400	下半年
海南炼化	100	三季度
恒逸文莱	150	四季度
合计	1100	

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

产能释放保持平稳

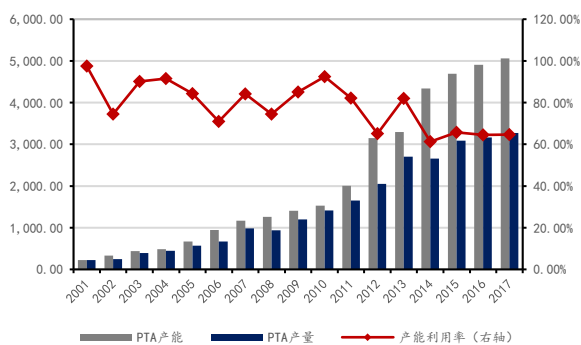
2018 年我国 PTA 产能有小幅增加, 但是 2019 年产能释放环比有所下降, 且新增产能大概率与后两个季度投产。2018 年 PTA 龙头企业装置检修时间分布较为均衡, 集中检修或者拖延检修的现象基本消失。预期在未来, PTA 企业也将维持均衡的检修节奏, 减少因检修或回购带来的市场冲击。2018 年, 在现货价格以及库存异变的影响下, PTA 厂商生产利润出现了大幅的波动, 第三季度利润远远超越了往年最高水平。我们认为 2019 年出现厂商利润大幅波动的概率较低, 供给将会在产能平稳释放的基础上随生产周期稳步变化。

新增产能不确定性较高

截至 2018 年 12 月, 我国 PTA 装置总产能约为 4320 万吨, 与 2017 年相比增加了约 610 万吨。新增产能中, 桐昆的 220 万吨/年设备为新投产装置。该装置由两套设备组成, 每套设备产能均为 110 万吨。该装置于 2018 年初投料试车, 2018 年第二季度达到满负荷生产。除此之外, 2018 年其余新增产能均来自于停产装置的重启。这些装置包括翔鹭石化 225 万吨/年设备, 远东石化 140 万吨/年设备, 和扬子石化 25 万吨/年设备。

2019 年, 国内预计新增产能为 795 万吨。这些设备包括: 福海创 225 万吨设备, 四川晟达 100 万吨设备, 新凤鸣 220 万吨设备和恒力石化 250 万吨设备。这些预期将要投放的设备中, 仅有福海创的 225 万吨设备为旧设备重新投放, 其余三组设备均为新上设备。从设备投产的时间来看, 福海创的旧设备重启预计在第二季度, 但是不确定性较高。四川晟达新设备投放预计在三季度中后期, 而新凤鸣和恒力石化的设备投放预期在 2019 年年底附近。

图表 223: PTA 产能及产量变化



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

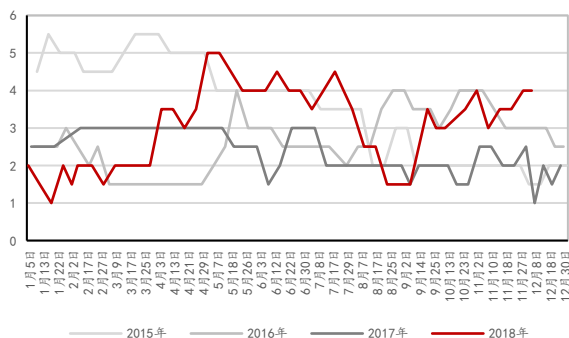
图表 224: 2018-2019 年 PTA 新增产能

企业	产能 (万吨)	备注
2018 年新增合计		610
桐昆	220	两套设备
翔鹭石化	225	重启设备
远东石化	140	重启设备
扬子石化	25	重启设备
2019 年新增合计		795
福海创	225	大概率三季度满负荷
四川晟达	100	大概率三季度满负荷
新凤鸣	220	预计四季度末
恒力石化	250	预计四季度末

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

从库存变化来看, 2018 年库存变化幅度较大。尽管上游原料端降负生产, 但是库存积累的情况从三月中旬开始逐步显现, 至五月份达到年内的最高水平, 随后高库存带动 PTA 价格逐步走弱。从第三季度开始, 随着旺季的到来和下游聚酯设备的大规模投产, PTA 库存急速下降, 从 4.5 天下降至 1.5 天。PTA 工厂的大规模检修使得日产量继续下跌, PTA 期货和现货出现了急速上涨。本轮的价格大幅上涨, 根本原因是聚酯产能的大规模投放, 上涨动力来自于库存的急速下跌, 上涨过程中下方的支撑来自于高产能设备的集中检修。

图表 225: PTA 产能及产量变化



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 226: 2018-2019 年 PTA 新增产能

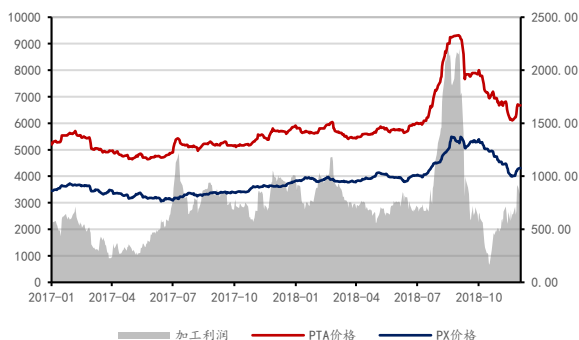
企业	产能 (万吨)	备注
2018 年新增合计		610
桐昆	220	两套设备
翔鹭石化	225	重启设备
远东石化	140	重启设备
扬子石化	25	重启设备
2019 年新增合计		795
福海创	225	大概率三季度满负荷
四川晟达	100	大概率三季度满负荷
新凤鸣	220	预计四季度末
恒力石化	250	预计四季度末

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

现金流回归检修预期稳定

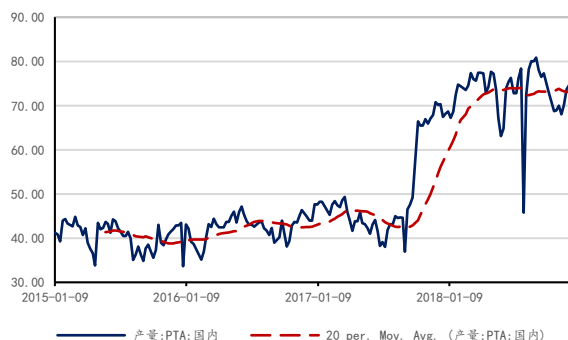
2018 年, 国内 PTA 总产量约为 4000 万吨左右, 与去年同期相比增长约 500 万吨, 增速约 14%。PTA 装置整体负荷大概在 93% 左右。各主要厂商的装置基本按照计划轮流检修, 整体 PTA 产出量保持平稳。但是下游的不稳定需求使得 PTA 价格出现了大幅波动, PTA 厂商的加工利润也随之产生了大幅变化。2018 年前两个季度, PTA 现金流基本与同期保持相同水平。第三季度在库存的影响下, PTA 现金流出现大幅增加。第四季度在供应宽松的影响下, 整体加工利润一度下降至亏损的状态。2018 年全年的 PTA 与 PX 价差波动区间下限在 200 元/吨至 2200 元/吨左右区间。我们预计, 2019 年, 出现 2018 年三季度类似的大幅价格波动的概率较低, PTA 加工利润应该会在季节驱动下, 维持在 500 元/吨至 1000 元/吨区间内波动。

图表 227: PTA 加工利润



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 228: PTA 周度产量变化

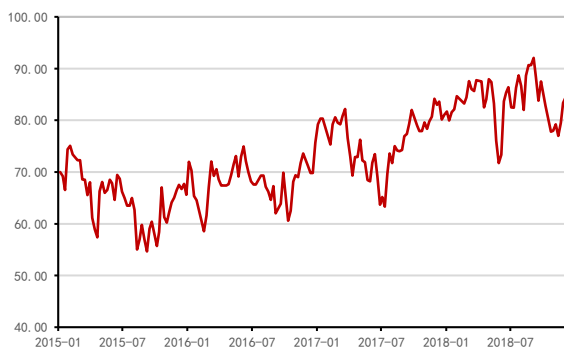


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

预计 2019 年供给保持稳定

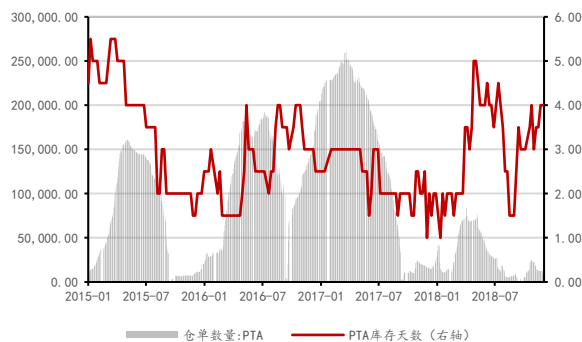
整体来看, 2019 年的供给存在有不确定性。不确定性主要源自于福海创的 225 万吨旧设备是否能够顺利复产。从生产周期来看, 上半年淡季利润并不丰厚, 下半年传统旺季利润或有提振。厂商的最优选择应该是上半年试车, 下半年力满负荷生产。因此我们认为, **2019 年, PTA 的供给能够保持稳定的投放, 满足下游的季节性需求。**

图表 229: PTA 装置开工率



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 230: PTA 仓单数量与库存天数



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

终端需求拖累原料走弱

聚酯产能增速回归平均水平

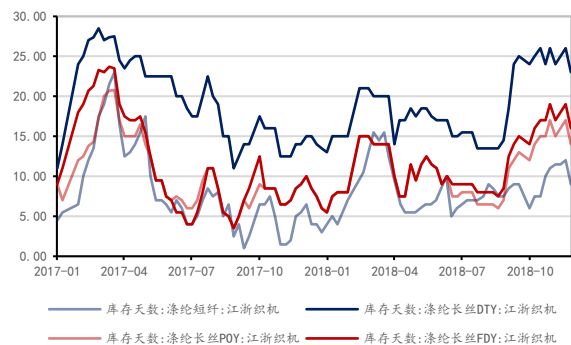
2018 年，我国聚酯产能大幅增长，有效产能增加合计达到 570 万吨左右。新装置投放约为 475 万吨，旧产能复产约 95 万吨。产能投放时间集中在第二和第三季度，受到 PTA 价格快速上涨影响，三季度末和第四季度聚酯产能投放速度明显萎缩。2019 年，依然存有部分聚酯产能释放，另外 2018 年有部分释放产能的负荷并未达到正常水平，对上游的需求依然会维持一定的增幅。但是相对于 2018 年而言，2019 年的下游需求整体增长幅度不会有太大变化，整体增速预计会维持在 6%-8% 左右。

图表 231：聚酯产量变化及同比



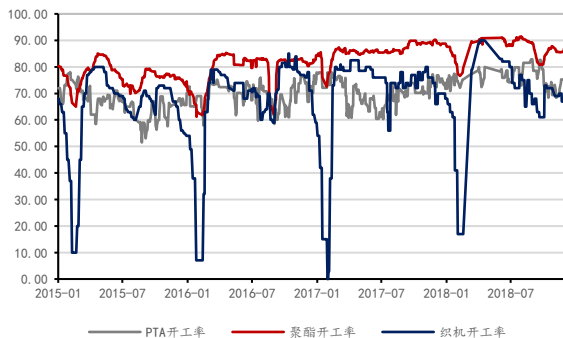
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 232：聚酯各类别库存天数



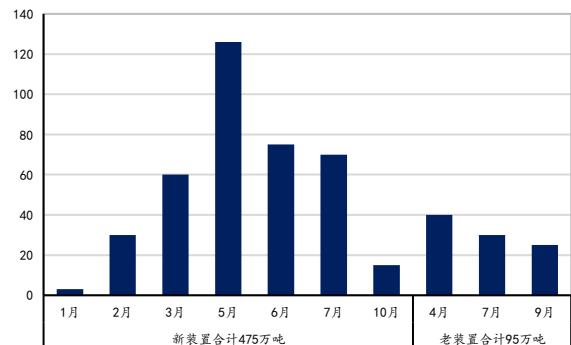
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 233：聚酯产业链开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 234：2019 年聚酯产能投放进度

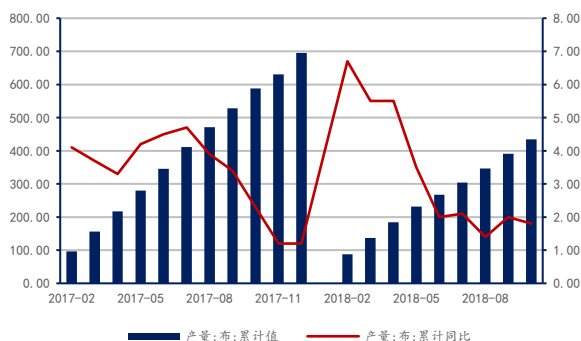


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

终端服装纺织品需求走弱

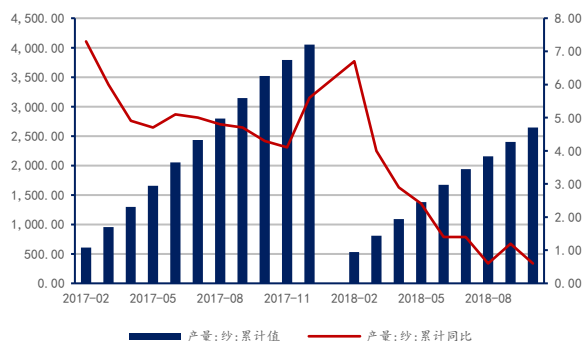
2008 年以来，我国服装和纺织品的需求结构出现了较大转变。从以往的出口为主内销为辅的格局转变为内销为主出口为辅的格局。近五年来，随着国民经济不断向好，人均可支配收入不断增加，我国服装纺织品消费表现出加速增长的态势。但是从 2018 年以来，服装类消费增速出现了下滑，从 2018 年 2 月份的 11% 降低至 8% 左右。除此之外，纺织品和服装的出口增速也出现了下滑。2018 年上半年，服装纺织品的出口一直处于负增长状态，下半年略有回暖；纱线织物的出口增速从年初的 12% 左右下降至年底的 10% 左右。服装纺织品作为居民生活的基础消费的重要组成部分，其价格弹性一直较小。但是在宏观经济偏弱的时候，整体消费能力的下滑也会使得此类消费能力减弱。基于 2019 年全球宏观形势偏弱的判断，我们认为终端纺织品服装的需求重心会整体下移，对于聚酯的衍生需求也会偏弱。

图表 235: 布匹累计产量及增速



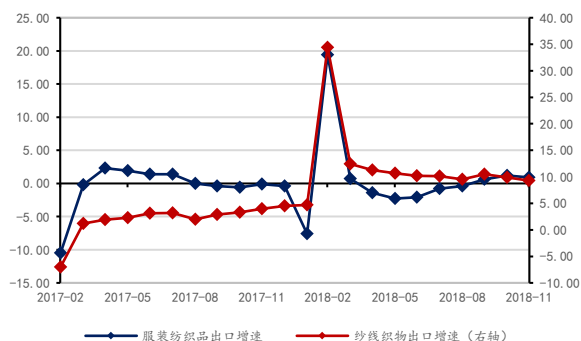
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 236: 纱线累计产量及增速



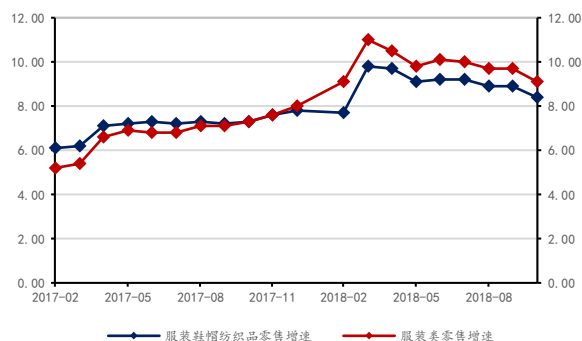
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 237: 服装纺织品及原料出口增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 238: 服装类及类目中各部分零售增速



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

预计 2019 年需求偏弱

2018 年原料端的大幅波动, 以及产能的大幅释放, 对下游的聚酯、织造厂商产生了很大的冲击。环保督查趋于严格更是对于喷水织机和印染的企业有一定的影响。此外, 中美贸易摩擦的不确定性对于服装纺织品出口的影响和中国宏观经济走弱对于服装纺织品终端需求的影响更是给下游带来了极大的不确定性。2019 年, 产能释放将趋于平稳, 原料端大概率不会出现价格大幅波动。但是, 对于织机和印染的环保督查与中美之间的小幅摩擦将会常态化。随着环保督查的频率增加, 老旧织机的淘汰和环保印染制剂的替代, 督查行为对于聚酯的影响将会逐步减弱。最终影响终端需求的将会是纺织品服装的出口与内需。从中美两国的宏观数据来看, 我们认为, 2019 年的终端需求增速将低于 2018 年, 整体需求偏弱的状态将会持续。

天然橡胶：熊市漫漫，震荡筑底（刘绅）

概述

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。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。然而橡胶处于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。预计后市橡胶仍以震荡筑底为主，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。长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点。

行情回顾

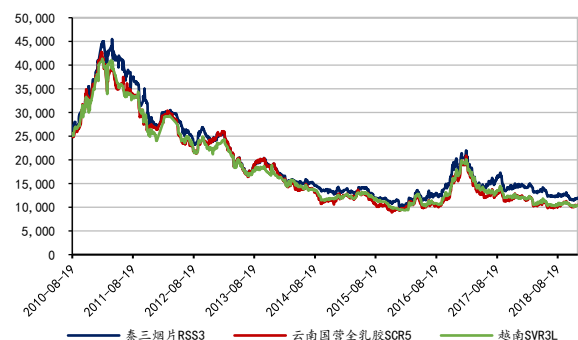
回顾 1998—2018 年橡胶价格走势，目前盘面位于最低 10% 的区间内，处在历史性底部，进一步下行的空间已经不大。在过去的 7 年中，橡胶主要趋势持续走跌，是商品中表现最弱的品种，最大的原因是供过于求。2005—2011 年，在胶价走高的刺激下，橡胶树新种植面积迅速扩大，按照生长 7 年才能割胶的周期，2012 年新种植面积达到最高点，橡胶主要趋势也开始由牛转熊。2018 年天然橡胶市场整体表现疲弱，行情自 2 月起震荡走低，于年中 6 月触底，随后筑底企稳但难有改观，预计到年底将惨淡收场。橡胶最大的利空因素是沉重的供应压力。天然橡胶市场库存维持较高水平，除去国储约 54 万吨的橡胶库存外，预计目前国内天然橡胶市场库存仍在百万吨之上。四季度为东南亚主产区的传统旺产季，虽然极端天气造成局部地区减产，10—12 月产胶国原料供应水平整体将呈高位增长态势，卖盘压力令价格承压下行。其次是需求表现平淡。国际贸易摩擦不断升级，中美贸易战加征关税，欧洲对华轮胎双反，国内运输结构调整新政出台，对轮胎行业外销和内需市场均形成冲击。然而，天然橡胶作为长期被低估的商品，目前市场价格接近历史性底部。

图表 1：天然橡胶期货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 239：天然橡胶现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

基本分析

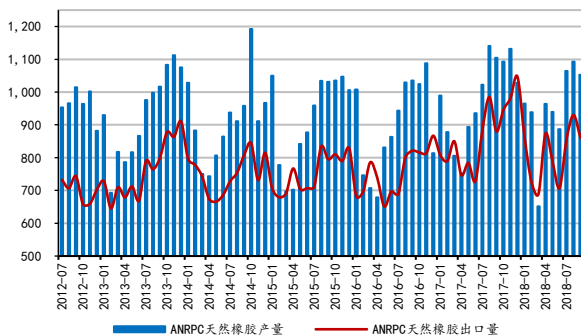
供给侧

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。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。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。

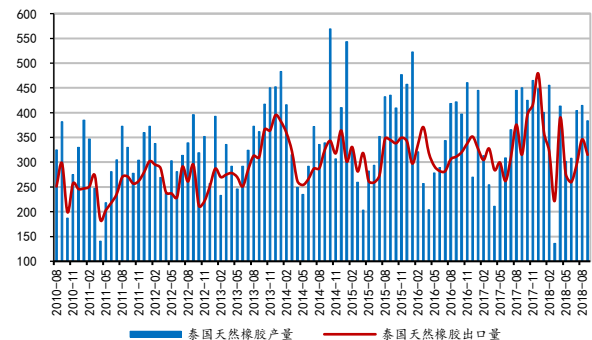
橡胶树种植 7 年可以产出胶水，树龄 10—35 年处于高产的青壮年时期。2000 年第一轮种植热潮开始，2009—2012 年间为第二轮种植高峰期，相应地，在供应压力下，橡胶价格自 2011 年开启长达 7 年的下跌。目前产胶国还有大量树龄在 10 年以下的高产树种，具有较大的供应释放潜力，理论上本轮产能释放在 2018—2019 年达到峰值，并将延续至 2021 年左右。季节性规律来看，4—5 月是割胶过度期，6 月新胶上市至今供应逐步增加，在不发生严重自然灾害的前提下，东南亚橡胶产量直到次年 1 月都不会减少。

图表 3: ANRPC 橡胶供应量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4: 泰国橡胶供应量



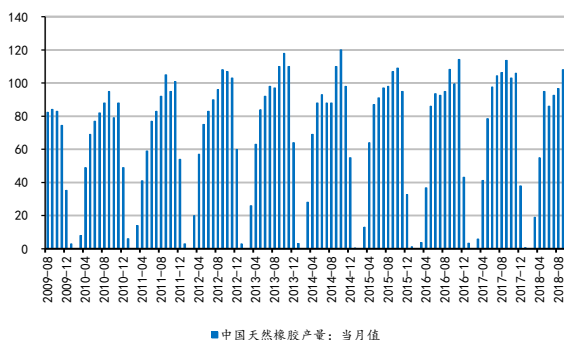
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

由于生胶价格触顶走跌，从 2012 年开始，东南亚橡胶树新种植面积大幅下滑。根据天然橡胶生产周期推测，2019—2020 年新开割面积将无法弥补产能退出缺口，造成总割胶面积下滑，天然橡胶供应届时或出现拐点。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。

云南西双版纳是中国最大的天然橡胶主产区，相比海南产区台风灾害频发，云南气候条件更适宜橡胶树的生长。目前云南全省天然橡胶种植面积 885 万亩，其中西双版纳地区年产量在 38—40 万吨，约占全省的 75%—80%。橡胶树喜湿喜高温，生长条件要求年均气温在 26—27℃，最低不能低于 5℃，否则容易冻伤。今年云南西双版纳产区物候良好，无干旱、低温及白粉病等不利因素，开割日期提前至 3 月 20 日前后，时间整体较去年早 1 个月。

从调研橡胶生产加工基地景洪市了解到的情况是，胶农割胶作业收获胶水，收胶点将胶农手中的胶水收集起来，交货到当地橡胶加工厂，胶水收购价是由当地橡胶加工厂决定。割胶频率为两天割一刀，壮年橡胶树高峰期一天约产胶水 8 两，每月有效割胶天数为 10 天，按高产期 6 个月估算，每株橡胶树年产胶水 24 公斤，折合干胶约 8.2 公斤。根据调查的胶农反馈，目前由于橡胶价格低迷，胶农收入处于极低的水平上，仅能维持生计，割胶积极性较差；只有胶水价格在 15 元/公斤以上时，割胶收益才相对可观。

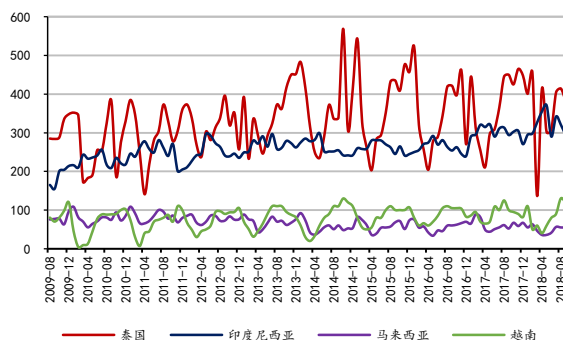
图表 5: 中国天然橡胶产量



■ 中国天然橡胶产量: 当月值

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 6: ANRPC 成员国产量



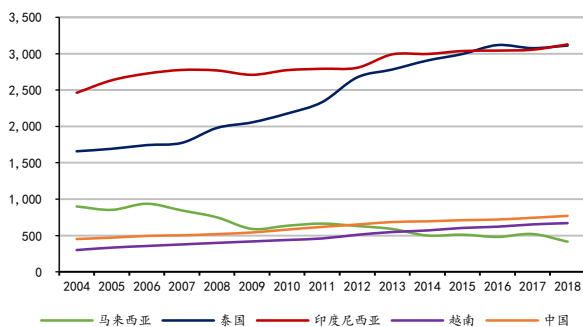
— 泰国 — 印度尼西亚 — 马来西亚 — 越南

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

胶农由于割胶收入微薄, 对胶林维护投入减少, 反过来影响到橡胶树的出胶量和胶水干含量, 进而更难卖上好的价格。据悉, 目前民营胶林明显开割不足, 已经有个体胶农出现弃割, 甚至砍伐橡胶树改种热带水果等作物。国营农垦橡胶园不允许私自砍伐, 虽然树龄整体偏老化但保养良好, 按照更替周期推断, 能够保证产量的连续性。橡胶供应端由此形成死循环: 期货盘面低位运行挤压收胶利润, 进一步降低胶水的收购价; 胶农割胶意愿不足, 产量和质量均出现下滑; 橡胶加工厂不能满足生产需要, 但因为胶价低迷无法提高收购价格。橡胶生产的主要问题, 即围绕价格的核心矛盾, 形成行业低利润水平下相对封闭的供需关系。

11 月下旬以后, 中国产区逐渐开始向停割期过渡, 但国内橡胶产量占比有限, 难以有效提振胶价。与此同时, 东南亚主产区即将进入割胶旺季, 后市的供应压力更不容小觑。今年越南产区最先进入割胶旺季, 10 月越南产区降雨减弱, 天气良好令原料供应明显增加。10 月下旬泰国主产区天气好转, 同样开始向高产期过渡, 原料收购价格承压走低。泰国官方公布的胶水收购价格为 38 泰铢/公斤, 但很多地区实际价格已不足 38 泰铢/公斤, 最低价格是在 35 泰铢/公斤以下, 进一步下跌或引发减产。印尼产区前期爆发橡胶树病害导致多次落叶, 虽然进入季节性高产期, 但原料供应仍然偏紧, 对收购价格存在一定支撑。

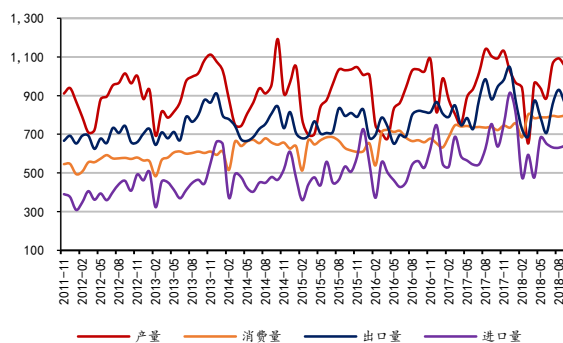
图表 7: ANRPC 割胶面积



— 马来西亚 — 泰国 — 印度尼西亚 — 越南 — 中国

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 8: ANRPC 供需平衡



— 产量 — 消费量 — 出口量 — 进口量

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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

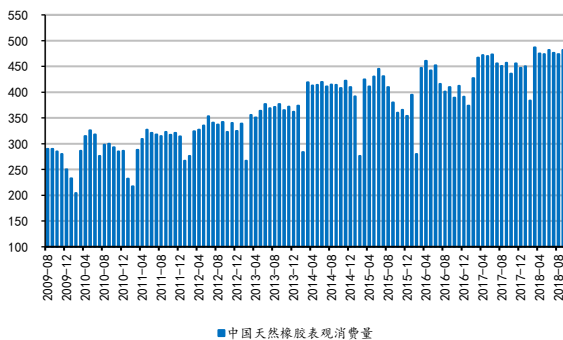
2019 年 1 月，全球天然橡胶供应量将持续放大。

需求端

国际橡胶研究组织 IRSG 公布的数据显示,全球橡胶消费量呈持续稳定增长态势。2017 年,全球橡胶消费量达到 2827.7 万吨,同比增长 3.0%。中国橡胶消费量高达 943.2 万吨,同比增长 2.9%,连续 3 年居于全球首位,发达的轮胎制造业是拉动消费增长的主要原因。美国橡胶消费量 284.3 万吨位居第二,与上年基本持平,随着美国经济强势复苏,对橡胶的需求逐步回升。印度橡胶消费量 167.9 万吨,同比增长 3.5%,作为新兴市场国家的代表,印度汽车行业迅速扩张,但基数尚小影响有限。泰国、马来西亚等传统产胶国推行产业升级,发展下游橡胶制品工业,近年来内需有所扩大。表观数据来看,全球橡胶消费情况并没有想象中的那么差,然而相比供应增速和社会库存,需求跟进明显不足。

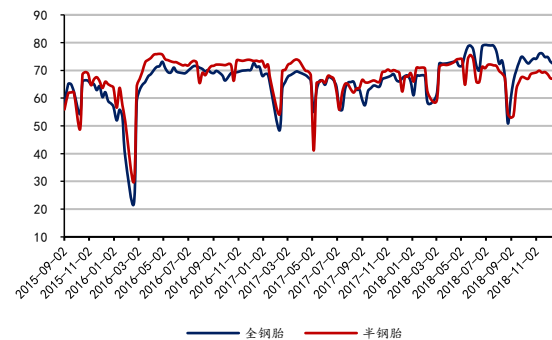
大方向来看,天然橡胶终端需求和全球 GDP 增速息息相关。2010 年,天然橡胶消费量增长达到 15.42% 的高峰,随着全球经济增速放缓,橡胶需求见顶回落,此后 7 年间平均增速在 2.8% 左右。据美国经济周期研究人员 Achuthan 称,尽管美国经济复苏持续很久,但全球经济增速放缓的迹象已经出现,一个征兆就是全球大宗商品市场的分化。Achuthan 进一步举例,橡胶是非常敏感的品种,其整条产业链最能反映经济的活跃程度,当经济表现异常时,橡胶及橡胶制品的价格波动幅度在所有商品中是最大的。在世界和中国经济平稳运行的前提下,橡胶下游需求难有突破性的好转,而供应的严重过剩造成期现库存居高不下。宏观经济的全面复苏是橡胶需求真正好转的根本条件,因而很难在短时间内出现明显起色。

图表 240: 橡胶表观消费量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 241: 轮胎开工率



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

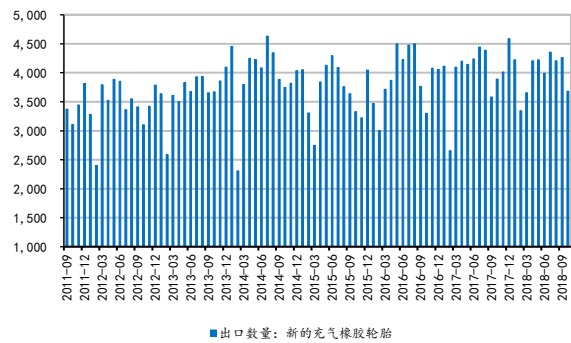
轮胎制造业是橡胶最主要的下游需求, 约占国内天然橡胶表观消费量的 67%。近期轮胎开工率维持稳定, 截至 11 月 23 日, 国内全钢胎平均开工率为 74.81%, 半钢胎为 69.40%, 达到往年同期正常水平。国内轮胎行业处于整合升级阶段, 存在结构性的产能过剩, 预计全年轮胎需求整体疲软。环保等因素导致的原材料价格上涨掀起了国内轮胎企业涨价潮。生产成本大幅抬升的情况下, 中小轮胎企业的利润进一步被压缩, 未能及时调整将面临资金链断裂, 涨价则会丧失市场份额, 因而陷入两难境地。科学地讲, 轮胎产业属于规模经济, 诸如山东东营地区大小上百家轮胎企业并不是合理优化的配置。资金困局和产业政策将迫使中小企业退出, 供给收缩并加速向龙头企业转移, 行业集中度提高成为趋势。

图表 11: 轮胎产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 242: 轮胎出口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

中美贸易摩擦不断加剧，对中国轮胎行业造成严重影响。11月1日，美国国际贸易法庭（USCIT）宣布，将2017年对华卡客车轮胎“双反”裁定报告发回重审。此举意味着，美国国际贸易委员会（ITC）将被责令重新审议2017年2月公布的裁决结果。当时的裁决认定，从中国进口的卡客车轮胎未对美国国内行业造成重大损害。美国钢铁工人联合会（USW）对该裁决结果不服，于当年4月提起申诉，最终导致USCIT做出发回重审的决定。国际贸易法庭称，国际贸易委员会关于价格影响和无损害的判定，没有实质性证据支持。本次固铂轮胎橡胶公司、中国橡胶工业协会和五矿化工进出口商会，均被列为市场干预者。根据程序，ITC必须在2019年1月18日前提提交发回重审的行政记录，相关方可在2019年2月4日前就重新判决提出意见，美方会在2019年3月6日前做出答复，USCIT没有设定最终裁决的期限。至此，美国对华卡客车轮胎“双反”正式卷土重来。

在美国国际贸易法庭宣布对华卡客车轮胎双反案发回重审前，美国已经对从中国进口的非公路用轮胎（OTR）、乘用车和轻卡轮胎执行双反措施。根据最新年度复审结果，中国乘用车和轻卡轮胎反倾销和反补贴税率从明年起将大幅提升，最高可达数倍甚至100%以上。同时，在中美贸易战的背景下，美国对中国2000亿美元商品叠加征收10%的关税，范围涵盖所有橡胶轮胎产品。轮胎产业链上，中美双方相互影响巨大。中国轮胎出口量占全国轮胎总产量的40%以上，对美国出口数量占轮胎出口总量的近30%。业内人士坦言，在未来高税率下，中国轮胎将很难进入美国市场，甚至一条轮胎也卖不出去。反过来，进口自中国的卡客车轮胎占美国市场总量的44%，中国轮胎退出造成的供应缺口短期内无法填补，美国轮胎涨价潮在所难免。

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。

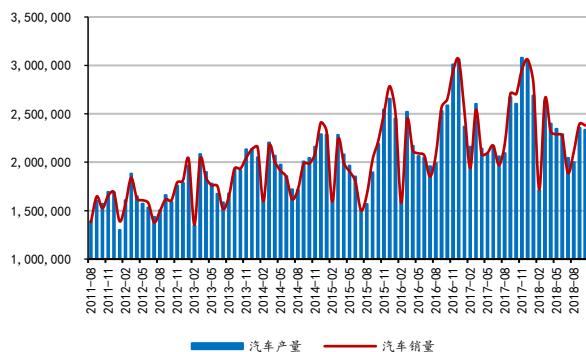
2018年的重卡市场“金九银十”成为“铜九铁十”，表现欠佳在意料之中。受宏观经济形势和物流运输行业直接影响，下半年重卡产销量一路走低。国内重卡传统需求淡季为7—8月，虽然进入三季度但仍处在低谷期，无论相比上半年还是去年同期水平，工程类和物流车重卡的终端需求均未有明显回暖，市场形势不容乐观。921治超政策利好出尽，重卡厂商前期订单过度透支，导致重卡行业库存偏高，给经销商和新车市场带来沉重压力。公路运力过剩导致运价持续走低，物流运输的饱和抑制牵引车细分市场，对新车的购买意愿不足。考虑到去年四季度重卡销量的基数不算低，不出意外年内余下时间里将继续同比下降，预计全年重卡行业销量达到110万辆左右。

作为一种生产资料，重卡保有量跟随宏观经济增长，尤其与公路货运量和基建投资具有较高相关性。2003—2011年，重卡保有量从137万辆增至461万辆，复合增长率高达16.4%，同期GDP指数（以1978年为基数）复合增速10.9%。从功能上看，重卡主要分为物

流类和工程类。随着中国经济发展模式由投资驱动向消费拉动转变，物流车和工程车在重卡中的比例发生变化。2005—2017 年，物流车销量占比从 38% 提升至 63%，而工程车占比则与之相反。治超政策对物流车产生大量一次性新增需求，导致物流车和工程车销量之比达到 7:3，预计未来二者比值将稳定在 3:2 的均衡状态。数量分析表明，物流车销量与 GDP 相关性更强，而工程车需求波动更大，物流车占比提高将使重卡销量的周期性弱化。

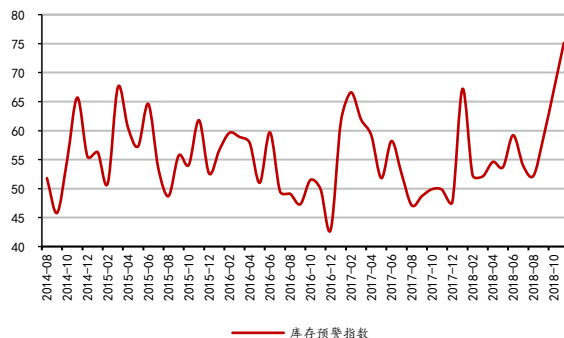
国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》，将公路运输作为改革的重点之一。文件指出，大宗货物运输“公转铁、公转水”是本次行动的主攻方向。根据国务院规划，三年内中国铁路货运量较 2017 年增加 11 亿吨，水路货运量增加 5 亿吨，同时沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。京津冀、长三角和汾渭平原等地成为运输结构调整的主要区域，涉及的行政区划包括北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、内蒙古。根据规划，部分改革措施或将马上开始实施，政策调整可能对卡车轮胎销量造成深远影响。公路运输量的减少意味着车队运输里程缩短，中长距离运输大宗货物的卡车将遭受巨大冲击，导致全钢轮胎的用量大幅下降。业内人士表示，从全球大趋势上看，全钢载重轮胎需求的日益萎缩，是不少发达国家曾经走过的道路。据了解，2018 年底，山东省、环渤海地区、长三角沿海主要港口，以及唐山港、黄骅港的煤炭集港运输，改由铁路或水路。以往严重依赖重型卡车的集疏港运输，今年就会迎来较大变化，从而令卡车轮胎的销售更加艰难。

图表 13: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: 汽车经销商库存预警指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

近日，乘联会就今年汽车市场表现做出预测。乘联会预计，2018 全年国内汽车批发销量约为 2820 万辆，同比下降 2%；其中乘用车销量约为 2350 万辆，同比下降 2—3%。2018 年车市出现负增长几成不争的事实。此外，乘联会还就 2019 年车市进行了预测。由于 2018 年汽车销量基数降低，2019 年车市悲观程度或不及预期。乘联会表示，随着中国税收体系的调整，将对居民消费有所促进，有利于车市发展。综合预测 2019 年乘用车销量增速为 1%，广义商用车销量增速为 -7.2%，全年汽车销量为零增长，与 2018 年基本保持不变。新能源汽车方面，销量增幅巨大但基数微小。年内新能源汽车销量预计增长 48%，但总数仅有 120 万辆；2019 年新能源汽车预计增长 30% 以上，达到 160 万辆左右。

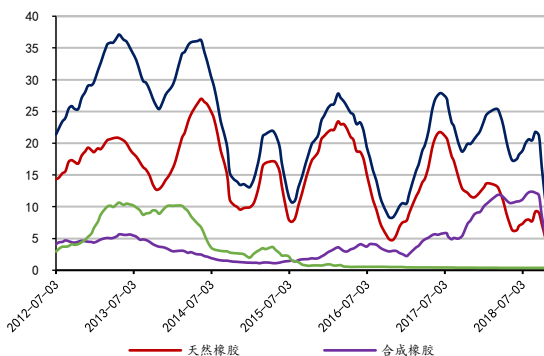
根据对 57 个国家的汽车市场的调研结果，汽车行业咨询机构 JATO 表示，由于最大经济体之间贸易摩擦不确定性的威胁，全球汽车市场形势正在受到影响。从今年 7—8 月开始，全球车市出现放缓迹象，尤其是中国和美国等主要汽车市场发展迟滞，严重拖累全球汽车销量增速。根据 IHS Markit 研究统计，美国汽车市场增速在进一步放缓，预计北美新车销量年均增长率将从 5.3% 放缓至 0。相比之下，进入微幅增长状态的中国汽车市场反而差强人意。IHS Markit 预测，2018—2025 年中国新车市场平均增长率为 2.6%，较 2011—2017 年 8% 的增速大幅下滑。2023 年以后，全球新车需求每年将减少 200 万辆左右，从而将汽车销量拉低约 2%。到 2025 年，全球新车销量预计为 1.1 亿辆左右，比 2017 年增加约 1600 万辆。2018—2025 年，全球新车销量平均增长率仅为 2.0%，相比 2011—2017 年 3.7% 的水平几乎将下降一半左右。

期现库存

国内居高不下的社会库存是压制橡胶盘面最主要的利空因素之一。粗略统计下，包含青岛保税区库存、上期所期货库存、区外库存以及社会库存在内，全国橡胶总库存估计在100万吨以上。

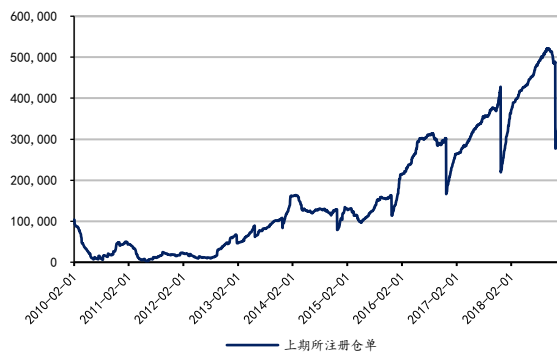
青岛港背靠中国主要轮胎生产基地山东省，是中国最大的天然橡胶进口港口，同时也是橡胶贸易最为活跃的地区之一。中国海关统计数据显示，2017年青岛进口天然橡胶（含乳胶及混合胶）共304.2万吨，同比增长34.31%，进口量占比达53.59%。其中青岛保税区是主要收货地，2017年共进口天然橡胶83.06万吨，同比增长58.04%。青岛保税区橡胶库存是衡量国内橡胶供需关系的一项重要指标，每半月公布一次。中国橡胶信息贸易网宣布，自11月1日起，暂停更新青岛保税区橡胶库存数据，下次更新日期暂定在12月，具体时间以发布为准。停更通知称，鉴于目前统计口径变化较快，导致库存数据波动加剧，为防止对市场造成较大冲击，决定暂停库存数据更新，待稳定后再行发布。青岛保税区橡胶库存的异常回落，主要原因是仓储政策的调整。保税区内部分混合胶有移库要求，向下游厂商转移或转为保税区外隐性库存。即使统计数据大幅下降，实际上进口天然橡胶货源供应仍旧充裕。

图表 15: 青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16: 上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

期货库存方面压力更甚。2016年以来，上期所天然橡胶注册仓单数量自每年11月强制注销后即呈直线上升走势，不断刷新历史最高纪录且几乎从未明显回调。在现有橡胶期货的交割规则下，远月合约高升水吸引套利盘资金，2017年套利现货规模一度扩大至150万吨，市场流通库存长期维持在100万吨左右。每年11月老胶强行出库转为现货，而新胶继续套在盘面上，只有交易所库存屡创新高。橡胶天量库存对市场造成巨大压力，在库存没有得到有效去化之前，始终对橡胶价格构成压制。

沪胶存在交割标的和流通标的不匹配的问题，橡胶制品企业对全乳胶的实际需求并不高，直接从盘面接货意愿较低。从2014—2017年的交割量来看，以现货企业进行跨期或期现套利活动为主，真正在生产环节中被消耗掉的仅占少数。大部分的仓单需要不断向后展期，直到11月强制注销转为现货。下游需求整体疲弱的情况下，只能通过远月合约扩大升水来承接现在的仓单压力。

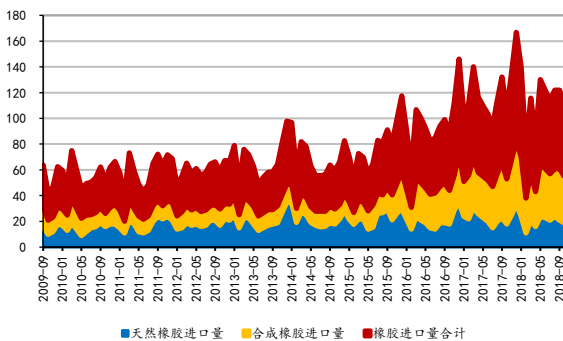
究其原因，在于终端对全乳胶的需求微乎其微。橡胶下游最主要的轮胎制造业极少采用全乳胶，即便行业巨头全乳胶年消耗量亦不足2000吨。原本橡胶轮胎内胎生产对全乳胶有一定需求，然而近年来随着无内胎全钢胎和丁基胶内胎的推广，这部分需求也日渐式微。其他橡胶制品厂商多选择越南3L等胶种，或直接在产区获得原料来源，较少从市场购买全乳胶。此外，主要现货品种混合胶增值税税率为16%，而全乳胶为10%，存在6个点的税差，因此全乳胶需要深度贴水混合胶才有可能吸引下游厂商接盘。技术角度上，全乳胶加工性能较差，无论如何都很难出货，期望市场自然去化几乎是个伪命题。

进出口

中国天然橡胶种植面积约为 1700 万亩，年产量在 80 万吨左右。我国地理与气候环境不适宜种植橡胶树，橡胶依赖进口为主，对外依存度高达 83.7%。分国别来看，中国橡胶进口货源主要来自泰国、印尼、马来西亚和越南。对比 2012—2017 年的进口数据，泰国和印尼增幅分别为 43% 和 20%，马来西亚则小幅下滑，越南则成为后起之秀。

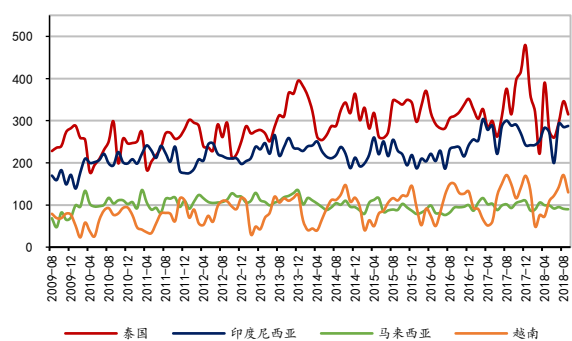
中国海关最新统计数据显示，10 月中国进口天然及合成橡胶共计 54.7 万吨，同比增长 3.2%，环比降低 9.9%；1—10 月橡胶累计进口量为 566.7 万吨，比去年同期微幅增加 0.4%。10 月中国橡胶进口量环比下降基本符合季节性规律。由于长假因素，一方面贸易商将船期提前至 9 月，10 月到港货源相应减少；另一方面下游企业放假影响刚需，从而呈现出季节性特征。然而进口量的同比增加，反映出今年橡胶进口表现稳中有升，需求的波动性有所降低。11 月天然橡胶进入旺产期，亦是传统进口需求旺季，橡胶进口量大概率环比上升。但下游需求整体不佳，期现价差缩窄挤压套利空间，抑制贸易商进口的积极性。预期 11 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。

图表 243：中国橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 244：ANRPC 成员国出口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

在下游企业稳定按需拿货的情况下，贸易商采购成本是制约进口需求的主要因素。受汇率波动影响，10 月人民币兑美元大幅抬升，打压市场对进口橡胶原料的需求，汇率带来的成本增加还会限制进口套利活动。尤其在 10 月中旬以后，人民币汇率持续贬值，导致进口橡胶成本不断上升，挤压了天然橡胶进口贸易的利润空间。由于市场对汇率预期较为悲观，还将对后期进口订单产生抑制。青岛保税区天然橡胶的交易状况可以作证这一观点。10 月青岛保税区进口天然橡胶成交低迷，以美元结算的天然橡胶，无论价格还是税负成本均有所升高，实际成交较为困难。值得注意的是，青岛保税区美金标准胶价格下跌的时间与人民币汇率大幅贬值的时间基本一致，相比之下，人民币计价的混合胶成交整体好于美金标准胶。

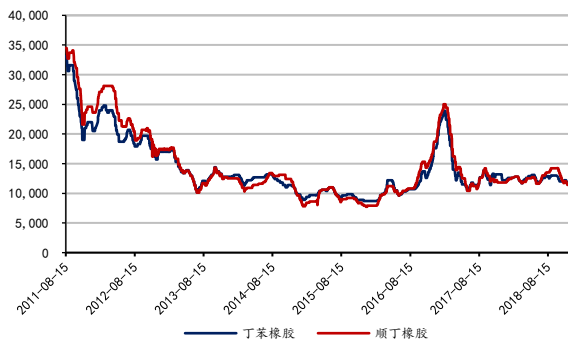
随着泰国逐渐步入割胶旺季，天然橡胶产出相对顺畅，未来泰国橡胶供应将较为可观。目前市场需求虽有所恢复，但套利空间不足，厂商采购情绪欠佳，预期橡胶进出口表现一般。

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。

替代品

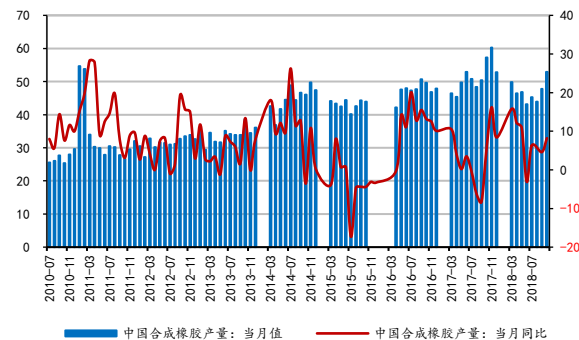
国际橡胶研究组织 IRSG 数据显示，2017 年全球橡胶产量总计 2859 万吨，比上年增长 4.2%；其中合成橡胶产量为 1505.1 万吨，同比增加 1.4%；全球合成橡胶产量在橡胶总产量中占比高达 52.6%。近三年以来，全球合成橡胶产量和消费量增速均维持在 1.5%—2.5%，但去年消费增长开始边际放缓。根据卓创统计，2018—2022 年中国还有 10 套合成橡胶装置计划新建及扩建，预计到 2022 年全球合成橡胶产量将增长至 1550 万吨以上。随着天然橡胶价格的走弱，再度出现天胶倒挂合成胶的局面，理论上合成胶的替代作用对天胶应有所利多。然而实际上，这种替代效应是十分有限的，对盘面的提振不够强。以轮胎生产配方为例，天胶—合成胶替代空间仅有 5%，即使企业最大限度地调整配方，也难以刺激对天然橡胶的采购需求。

图表 19：合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 245：合成橡胶产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

逻辑研判

供应模型

在需求端较为平稳的情况下，供应端变化对橡胶行情的影响较大。全球天然橡胶供需关系正处于并将长期处于产能过剩阶段，一般来说，橡胶产量的增加有四大红利。一是价格红利：传统经济理论中，供给量与价格成正相关，几乎适用于所有商品。二是规模红利：高胶价时大量种植橡胶树，导致后期割胶面积扩大。三是青年红利：橡胶树的经济寿命平均为 30 年左右，7—15 龄树产胶量增速最高，目前东南亚产区青年橡胶树占比较大。四是困境红利：对泰国的 600 万胶农而言，大部分以割胶作为唯一职业，售卖原料几乎是全部的经济来源。尽管胶价低迷，但仍要维持生计，只能提高割胶频率以换取生活必需品，结果是产量更大而价格更低。不同于西方经济学，生产者困境有悖于理性人的假设，但却是现实存在的。橡胶价格跌破主流生产现金成本不一定等于触底信号，由于供给红利的存在，底部是复杂和难以把握的。

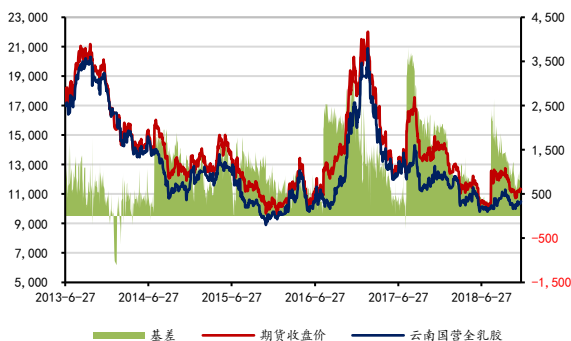
天然橡胶品种最为特殊的一点是，需求端表现出工业品属性，供应端却具有农产品属性。橡胶树种植 7 年时间才能割胶，在生产周期内难以改变产能规模，产胶国只能对产量做出有限的影响，但无法直接决定价格。基于这样的前提，蛛网模型能在一定程度上解释橡胶供应的变化。古典经济学理论认为，完全竞争市场下，系统会自动调节供需平衡。蛛网理论则是一种动态均衡分析，提出均衡状态一旦被打破，系统并不一定能自动恢复，即价格由供应量决定，而供应量由上期市场价格决定。2016 年二季度泰国产区天气基本正常，但由于 2015 年末橡胶价格触底，次年开割后产量几乎零增长。而在 2016 年四季度橡胶飙涨的情况下，尽管 2017 年内胶价大幅走低，仍然导致产量一直在增加。当年的橡胶价格决定下一年的割胶积极性，鉴于 2018 年橡胶再度跌回谷底，预计 2019 年胶农割胶意愿低迷。

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。

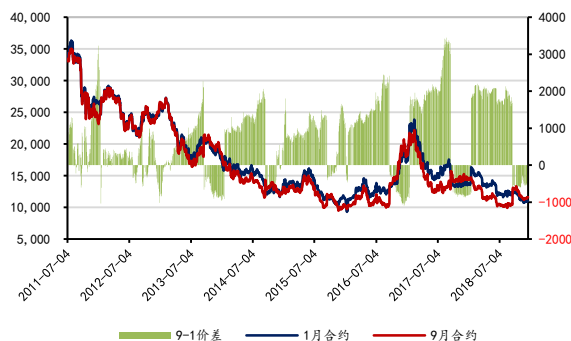
2018 年橡胶期现价差收窄速度要明显快于 2017 年。具体表现为，基差回归较为提前，价差空间相对缩小。目前 1901 合约与全乳胶和混合胶现货之间的价差均已收窄到不足 1000 元/吨。橡胶 1 月合约升水现货 1000 元以内并不常见，上一次出现还是在 2015 年底至 2016 年初，彼时橡胶价格亦处于历史低位。随着基差再次回归这个水平，橡胶期货价格向下考验万元关口，市场体现出历史会重演的情形。结合基本面合理推断，当前橡胶回归现货趋势更为明显，基差收窄的速度也更快，预计将会缩小到 500 元/吨甚至更小，时间窗口或为 2018 年 12 月至 2019 年 1 月。橡胶期货盘面整体去升水加速，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。

图表 21：天然橡胶期现价差



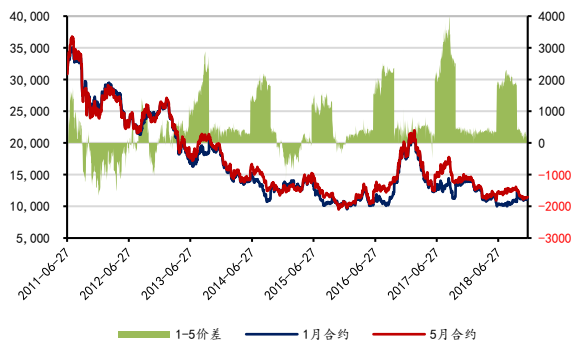
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：沪胶 9-1 合约价差



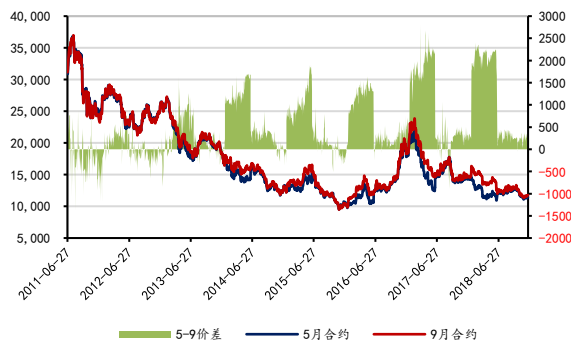
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：沪胶 1-5 合约价差



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：沪胶 5-9 合约价差



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。

期现套利

期现套利主要是利用期货和现货市场间的价差低买高卖从而赚取利润。对于天然橡胶而言，期现套利的现货标的往往不是标准交割品，因而也被称为非标套利。近年来，国内橡胶贸易商普遍采用非标套利模式，对橡胶价格和供需结构产生了深远的影响。传统经济理论认为，商品供应与价格成正比，需求与价格成反比。然而回顾过去一年的橡胶市场行情，发现价格的持续大幅下跌，并不能抑制供应增加，也没有刺激需求回暖。贸易商关注的重点从绝对价格转向期现价差，只要价差足以覆盖套利成本，就有动力大量进口混合胶，导致国内库存不断累积。橡胶熊市大背景下，由于库存高位货源供应充足，轮胎工厂选择随用随买的采购策略，备货积极性不高，造成去库存进度缓慢。

套利盘的行为具有很强的逻辑性，其背后的驱动力就是期现价差。按照目前的套利成本计算，当期现价差大于 2000 元/吨时，套利盘开始介入；当价差扩大到 3000 元/吨时，套利盘就会大量涌入。现货市场的多头和期货市场的空头迫使期现价差缩窄，于是套利盘获利了结，在现货市场上抛售并同时期货市场上平仓，如此循环往复。2017 年三季度，沪胶期现价差大幅扩张，一度达到 3500 元/吨的水平，期现套利利润丰厚，由于贸易商一般锁定的是两三个月后的船货，因而四季度橡胶进口量同比激增。随着期现价差迅速缩窄至 1000 元/吨左右，贸易商套利意愿不足，2018 年一季度到港同比增幅温和。追踪期现价差可有效判断套利盘的行为，进而以此对橡胶价格做出合理的预测。

阶段反弹

2018 年以来，在市场情绪、交易行为和资金驱动下，橡胶主力合约阶段性反弹现象时有发生。当前胶价挣扎在成本线上方，市场对万元一带的底部较为认可，未曾进一步向下突破。如果在此基础上继续跌破成本价，将导致自发性的大规模减产出现，因此目前整体虽为弱势格局却难有大跌空间。从行为金融的角度出发，关注基本面数据的增量往往比绝对值更有意义。橡胶基本面固然较差，但在前期连续大幅下跌的过程中，供需关系已经充分反映在价格上。没有新的利空因素出现的情况下，跌无可跌使得做空动能衰竭，久跌盼涨的心理作用催生久跌必涨的现象。从交易的角度看，长期底部横盘的低波动率状态下，多空双方均无利可图，市场参与者希望行情发生改变。受消息题材炒作，板块效应带动等利多因素诱导，市场往往会做出超过基本面实质变化的激烈反应。

橡胶固然存在阶段性反弹的理由，但维持时间必不长久，且空间较为有限。长周期来看，橡胶熊市为基调，供需关系短时间内难有实质性改善。当前橡胶价格虽处低位但未到绝地，胶农自发性减产尚不普遍，四季度东南亚产胶旺季来临，预计后期供应将保持充足稳定。考虑到供应正常将会持续增加，预计明年仓单交割压力仍然十分沉重，期货远月合约升水有利于套利盘抛空。反弹高度除了受基本面制约外，一旦价差扩大套利窗口打开，资金势必会入场打压价格。橡胶信息透明度较高，空头伺机打压，多头见好就收，不具备单边上涨的市场基础。

在心理认知偏差作用下，投资者倾向于在盘面上涨时选择性无视供给过剩，在盘面下跌时则对需求疲弱过度解读。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。应理性辩证地看待基本面供需关系，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。

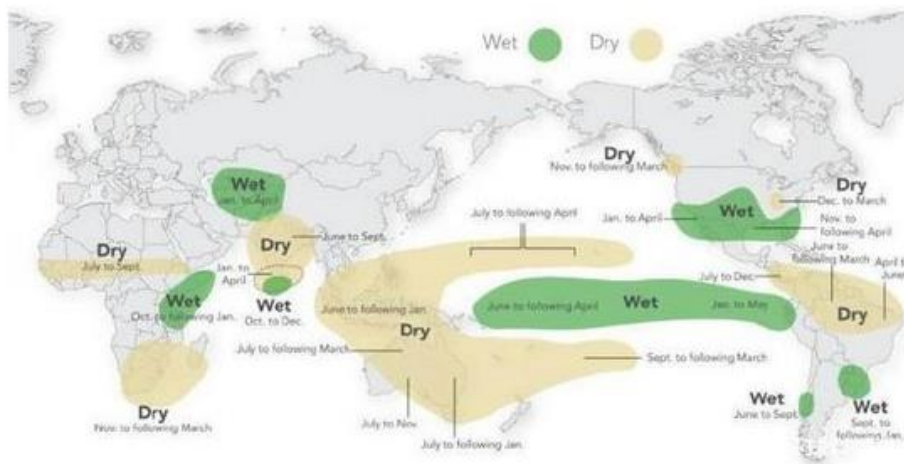
气象研究

气象机构表示，未来大概率发生厄尔尼诺现象。今年全球气候表现较为不稳定，东南亚橡胶主产区多地出现台风、强降水等极端天气。进入 6 月以来，印度东北部、越南北部持续暴雨引发洪水、山体滑坡和泥石流等自然灾害；7—8 月降雨更为频繁，泰国北部及东北部、越南北部、老挝、缅甸和印度各国不同程度地遭受洪涝灾害。在 2017 年刚刚经历了拉尼娜现象之后，紧接着发生厄尔尼诺现象，有可能令局部地区气候剧变。具体来讲，易导致太平洋中东部及南美太平洋沿岸国家发生洪涝灾害，而印度、印尼、澳大利亚将严重

干旱，对这一带的天然橡胶、棕榈、咖啡等热带经济作物种植产生较大影响。关于厄尔尼诺现象发生的时间节点，根据中国国家气候中心和美国气象局的预测，2018年秋季基本确定进入厄尔尼诺状态，秋季出现厄尔尼诺的概率为65%，冬季则接近70%。

厄尔尼诺现象的发生时间，与泰国天然橡胶旺产季基本重合，并有可能延续影响到明年开割初期。从主要产胶国的生产周期可以看出，泰国、马来西亚、越南和中国的旺产期都集中在北半球的秋冬季节，主要原因是进入9月后降水减少，天气条件有利于割胶。今年雨季降水较多，割胶天数不足影响产量释放，进入旺产季后产量大量释放的预期相对较强。当厄尔尼诺现象发生时，上述橡胶主产区降水将有所减少，对割胶条件较为有利，在初期有利于产量的释放。然而，如果厄尔尼诺现象的强度较高，那么干旱的严重性将在明年春季集中体现，造成新一轮开割出现推迟的情况。异常干旱会导致橡胶树加速落叶，以及影响抽新芽，热带地区还会伴随出现低温天气。目前来看，厄尔尼诺发生概率较高，年内对产区的作用有限，但预期对明年开割有较大影响。历史经验来看，2015年全球发生较强的厄尔尼诺现象，对当期旺产季影响较小，但2016年初的干旱直接导致泰国产区及国内云南、海南产区均向后推迟开割15天到一个月的时间。

图表 246：厄尔尼诺效应



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 247：天然橡胶生产周期

主产国家	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
泰国	旺产期	减产期			过渡期		增产期			旺产期		
印尼	过渡期				旺产期				减产期			过渡期
马来西亚	旺产期	减产期				过渡期				旺产期		
越南	减产期				过渡期	旺产期				过渡期	减产期	
中国	减产期				过渡期	旺产期				过渡期	减产期	
印度	旺产期	减产期						过渡期		旺产期		
全球供应	过渡期	减产期		过渡期		旺产期			减产期		旺产期	

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

橡胶供应过剩的大背景下，自然灾害引发的减产预期成为一个经典的炒作题材。客观来看，局部地区的洪涝灾害对全球天然橡胶产量影响有限。橡胶树是原产于亚马逊热带雨林的落叶乔木，后经人工引种至东南亚。原产地高温多雨的气候环境下，植被经常处于河

水浸泡中，对洪涝的耐受能力很强。干旱和低温才是对橡胶树最大的威胁，然而洪水给人的视觉冲击直观强烈，更易引发炒作情绪。事实上，各种导致减产的自然灾害每年都会发生，这是正常普遍的现象。尽管泰国遭受 2016 年的干旱和 2017 年的洪水，天然橡胶产量仍然有增无减。今年东南亚橡胶主产区物候条件良好，泰国南部降水和雨日分布较为适宜，有利于橡胶树生长和胶农割胶活动。橡胶供应高速增长已经包含病害偶发的因素，理想假设下还要更高，因而橡胶供应过剩非特大灾情无以逆转。

标胶期货

上期所 20 号胶作为特定期货品种的立项申请近日已获得中国证监会批复同意。20 号胶期货品种将采取和原油期货类似的相关政策，以国际平台、人民币计价上市模式，采用净价交易、保税交割的方案，全面引入境外交易者参与。20 号胶是当今全球天然橡胶产业最主要、最具代表性的品种。20 号胶是轮胎行业的重要基础原料，天然橡胶的下游需求中，约有 70% 用于轮胎制造，其中 20 号胶的使用比例约占 80%。中国作为世界第一大轮胎制造国，也是 20 号胶最大的进口国和消费国，主要进口来源为东南亚产胶国。据统计，中国 82% 的进口 20 号胶来自泰国、印度尼西亚和马来西亚，同时中国进口量约占三国出口总量的 57%。20 号胶期货品种的上市，解决了现有天然橡胶期货交割品和流通品的错配问题，有利于全球天然橡胶市场定价体系的完善。

目前沪胶期货交割标的以全乳胶为主，外加少量烟片胶。虽然全乳胶并非下游需求的主力，但一直以来包括 20 号胶在内的其他胶种都无法交割，全乳胶的交割品属性形成溢价。针对沪胶期货合约这一特点，天然橡胶贸易商多采取非标套利，即使用混合胶与沪胶在期现市场上进行套利。20 号标胶立项通过，将打破全乳胶升水的局面，并有望改变非标套利的主流交易模式，迫使 09 合约提前回归现货。混合胶—沪胶非标套利将向 20 号标胶套利转移，和全乳胶大部分向后展期不同，20 号胶存在大量实际交割的需求，可缓解远月高升水的问题。由于天然橡胶可交割数量增多，交割仓库库容需要扩大，沪胶虚实盘比降低，有利于减少逼仓风险。此外，交割标的与流通标的相匹配，增加轮胎厂商参与套保的积极性，令期货市场更好地为实体经济服务。

沪胶独特的升贴水结构为贸易商参与非标套利创造大量机会，由于收益可观而风险可控，近年来迅速发展成为主流交易模式。20 号标胶将打破全乳胶对交割品的垄断地位，使得期货价格在交割前更加贴近现货。预计未来橡胶期现价差长期处于合理范围内，混合胶—沪胶非标套利的时代将会结束。合理推测，20 号胶期货品种上市后，必将从现有沪胶期货合约中分流大量的资金。沪胶仓单不断刷新历史纪录，再考虑非标套利的庞大体量，显然多头应该转向 20 号标胶。对于空头亦然，随着非标套利交易方式的终结，现存套利盘头寸等待离场。然而实际情况会比推理假设更为复杂，多空双方离场方式，心理和行为上的博弈，都将给行情演变增添极大的不确定性。

产业政策

泰国橡胶价格已经低至近 10 年来的底线。根据泰国农业经济办公室统计，泰国大宗农产品从价格年波动曲线上看，在过去 10 年中基本处于下行的趋势，尤以天然橡胶最为突出和明显。橡胶价格在 2011 年一度创下 137.94 泰铢/公斤的最高纪录，但随后一路走跌，直到今年 42.38 泰铢/公斤的低点。橡胶等大宗农产品价格持续下滑，深层次的原因是全球消费需求的变化。泰国橡胶产业过去几十年来一直依赖原料出口。深加工行业发展与橡胶种植面积增速相脱节，导致国内橡胶供应严重过剩。与此同时，作为泰国橡胶最主要的进口国，中国橡胶进口量增长出现放缓。中国汽车市场销量扩张迟滞，国内橡胶社会库存激增，抑制贸易商进口意愿。在国外需求减速的情况下，以出口为主的泰国橡胶产业链将难以避免价格下跌带来的重创。

胶价低迷打击胶农割胶积极性，弃割情况会有所增加。但对于泰国胶农而言，割胶是主要收入来源，弃割就意味着没收入。泰国橡胶园面积广阔，除非大面积砍伐橡胶树，否则产出增加的局面难以得到改善。历史上产胶国曾发起过针对橡胶的供给侧改革，但减产保价方案通常难以严格执行，橡胶生产的周期特性决定类似的做法并不切实可行。橡胶树种植 7 年方可割胶，一旦砍伐短时间内无法补充。泰国胶农将面对经典的囚徒困境：响应国家号召砍树，日后供应下降胶价回升，却无法从中受益，微薄的补贴杯水车薪；保留橡胶树则会导致计划流产，依然无法改变胶价低迷的现状。

面对橡胶行情低迷的现状，泰国农业与合作社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和合作，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化解决方案，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。

一直以来，泰国政府出台过很多救市措施，但最好的结果仅为短时间内提振胶价，橡胶供需矛盾并未得到实质性改善。产胶国的橡胶政策多是给予胶农一定的经济援助，暂时缓解胶农的情绪，对于天然橡胶市场的作用有限。2018 年天然橡胶市场整体表现为震荡筑底，胶价再度逼近三年来低点。只有行业周期走向市场出清，供需矛盾真正被消化掉，才能迎来长期趋势的逆转。一切非市场行为仅能短暂影响胶价，无法带来实质性的改善，而且一定程度上会延长自然走完一轮经济周期的时间。限产政策属于利多消息，理论上可短期提振市场情绪，然而此前产胶国各种政策收效甚微，投资者对狼来了已经感到麻木，行情难以产生明显变化。

观点总结

天然橡胶供需矛盾突出，是基本面最差的品种之一。橡胶价格正处于并将长期处于历史性底部，2017 年以来，橡胶期货盘面呈现难涨易跌，慢涨急跌的特点。即使 2017 年初达到阶段性高点，随即又开启大幅下跌、持续探底的行情，2018 年延续弱势下行至今。

天然橡胶的核心矛盾可概括为：供应、套利和政策周期波谷的叠加重合。胶价萎靡不振的本质是由其内生和外生周期波谷的叠加决定的，而非简单的市场做空力量的打压。其中，基本面的供应周期，资金面的套利周期和消息面的政策周期是最具影响力的主导因素。

2018—2019 年度是全球天然橡胶供应的调整期，产量和进口量承接前期的高基数和高增长。基于橡胶树生长 7 年割胶的特性，本轮割胶面积的扩张可追溯至 2010—2011 年度橡胶历史顶点时发生的种树热潮。今年主产区物候条件整体良好，尽管胶价低迷挫伤胶农割胶积极性，大方向仍然是产量的激增。今年天然橡胶进口规模也将有增无减，产胶国调控和汇率贬值只能造成进口波动性增加，而无法阻挡进口总量的攀升。

近年来，天然橡胶呈现明显的远月合约高升水结构，催生了非标套利贸易模式的盛行。对现货贸易商而言，橡胶近远月价差已经足够覆盖仓储成本，因而选择买入混合胶现货，并在期货市场建立空头，同时带来了天量库存。20 号标胶期货立项的消息，造成远月升水去化和套利活动降温。2018 年橡胶升贴水结构出现微妙调整，基差走强的趋势收窄，9—1 价差未能延续大幅扩张。基于橡胶供应充足而需求疲软的预期，市场对于远期仍以看空为主。

产业政策方面，2017 年初橡胶开启暴跌行情至今，ANRPC 主产国先后推出各种政策来提振胶价，然而并不能有效阻挡橡胶一路下行。无论减产、限制出口还是替代性种植，历次政策颁布之初，多会引发市场阶段性反弹。但此类举措无法从根本上解决供应过剩的问题，且反复出台形成边际效益递减，以至于产胶国政策被视为反弹抛空的信号。

橡胶价格回归后在成本线附近获得强劲支撑，历史性底部韧性较强，形态上表现为反复震荡筑底。橡胶整体运行虽然偏弱，然而处在绝对低位，向上空间多于向下。短期或有供需改善及消息利好，资金或流向橡胶这一价值洼地，不乏久跌必涨的阶段性反弹。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。只有当供需矛盾得到充分修复，需求增速领先于供应增速时，价格连续大幅上涨方可获得强有力的支撑。

综上所述，天然橡胶长期观点：冲高不追涨，大底不做空，依托【10000,11000】区间逢反弹抛空。

纸浆：库存施压 后市可期（吴起睿）

摘要

经过近五年的筹备，2018 年 11 月 27 日，上海期货交易所纸浆期货品种正式挂牌上市，成为我国期货市场的第 50 个成员，自上市以来纸浆期货就受到了金融资本的青睐。整个造纸行业包括三个环节：制浆、制纸、以及纸制品的制造，也就是说，纸浆是整个造纸行业的最上游，是制造原纸的来源。本文从纸浆供需格局、价格格局和环保格局的角度深度剖析影响我国未来纸浆价格走势的关键因素，以期把握 2019 年纸浆期货的走势格局。

从供需格局看，长期以来中国对进口纸浆依赖度非常高，尤其是上市的纸浆品种漂白硫酸盐针叶浆的进口依赖度接近 100%。未来几年，全球纸浆供需格局将进入紧平衡状态，中国将成为拉动全球纸浆需求的主要力量。纸浆期货的上市将提高我国企业对纸浆的议价能力，或也会带动全球漂针浆资源的重新分配。从价格格局看，内外价格倒挂、期货深度贴水、纸价跌幅大于浆价跌幅问题逐渐改善，利润不断受到挤压的纸厂频发停机函和涨价函以应对，但是现存问题短期内或难以得到改善。从环保格局看，环保政策不断趋严，落后产能将继续淘汰，短期内可能会对浆价和纸价形成冲击，但是更加环境友好和规模化的纸企将提升我国对进口纸浆的议价能力。

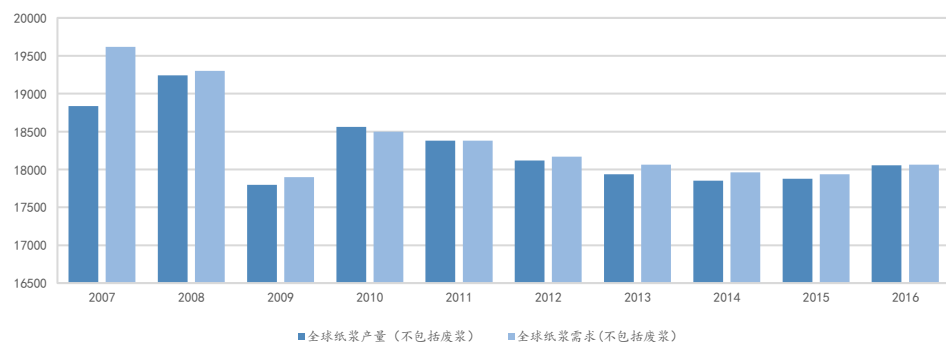
我们发现，利多因素大多是长期因素，而短期影响因素大多会对浆价造成偏空影响。因此，对于明年，我们预计可能走出先抑后扬的格局。建议投资者依托 5000 元/吨支撑位进行相应操作。

供需格局

全球商品浆供需紧平衡，中国是需求增长的主要力量

全球纸浆的供需格局自 2012 年以来逐渐走向稳定，除去废纸浆的循环再利用外，全球新增纸浆产量稳定维持在 1.8 亿吨左右。从品种上看，最大的纸浆品种是化学浆，即用化学试剂析出木素的方法得到的纸浆，其产量占全球纸浆总产量比超过 70%。从国别上看，美国、巴西和加拿大是纸浆产量最多的国家，2016 年度其产量分别为 4781 万吨、1877 万吨和 1650 万吨，三国产量占全球总产量的 46%。

图表 248：全球纸浆供需格局



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

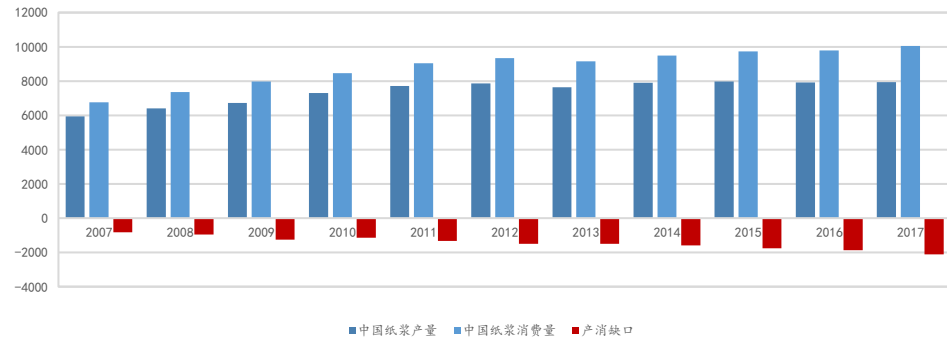
二十世纪九十年代我国承接国际制造业产业转移，中国制造业迅速崛起。2015 年中国大陆地区纸和纸板的生产量与消费量超过美国，成为了全球第一大纸浆进口国和纸及纸板生产、消费国。

中国纸浆产量从 2010 年开始也逐渐趋于稳定，年产量逾 7000 万吨（包括废浆），且近年产量逐步接近 8000 万吨。据中国造纸协会统计，2017 年我国纸浆生产量约 7949 万吨，同比增长 0.30%，其中产量最大的是废纸浆产量约 6302 万吨，木浆产量约 1050 万吨，非

木浆产量最少约 597 万吨。2017 年，我国纸浆消费量 10051 万吨，同比增长 2.59%。其中，废纸浆消费 6302 万吨，木浆消费 3152 万吨，非木浆消费 597 万吨。

由于我国人均森林面积仅为世界人均水平的 26%，资源禀赋劣势和严峻的环保形势导致中国纸浆长期存在供给缺口，且这一缺口呈逐年扩大之势。中国纸浆供给缺口从 2007 年的 834 万吨增加到 2017 年的 2112 万吨。

图表 249：中国纸浆供需格局



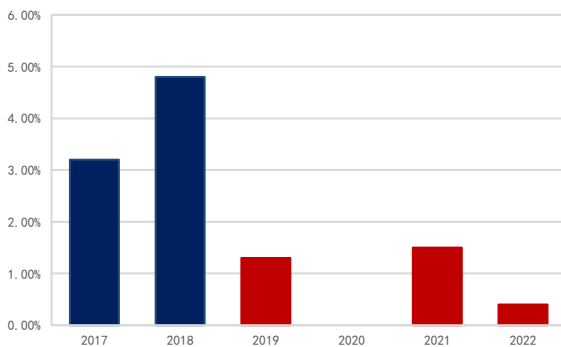
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

那么，在中国纸浆供给缺口不断加大、进口依赖度高居不下的格局下，接下来几年这种态势是否会继续存在或者出现新的变化呢？根据 PPPC 和中国造纸业协会的统计和预测，我们可以得到初步的结论：

就全球的情况来说，据 PPPC 统计和预测，2017 年和 2018 年是近年来全球商品浆产能增长最快的两年，增长率分别为 3.2% 和 4.8%。但是，随后几年全球商品浆产能增速将会趋缓，2019-2022 年产能增长率分别为 1.3%、0%、1.5%、0.4%。从具体的品种划分，化学商品浆产能将继续增长，但接下来的几年增幅下降较大：全球漂针浆的供应量在 2018 年增加 3.5%，2019 年增加 1.9%，2020 年出现负增长-1.2%（出现负增长可能是部分生产线转产，比如转产溶解酶浆或其他浆），2021 年小幅增长 0.2%，2022 年增长 0%。全球漂白阔叶浆的供应量 2018 年增长 5.9%，2019 年增长 0.7%，2022 年增长 0.8%，2021 年增长 2.5%，2022 年增长 0.7%。

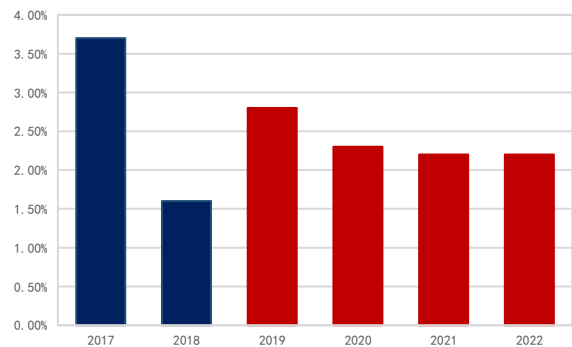
需求方面，PPPC 预计全球商品浆需求稳步增长，中国市场的需求仍然强劲，亚洲除中日韩以外的市场，以及非洲、东欧、拉美在接下来的几年，也将保持较高的需求增长。具体来说，2017 年和 2018 年的需求增长率为 3.7% 和 1.6%，预测 2019-2022 年全球商品浆需求将按 2.8%、2.3%、2.2%、2.2% 的增长率稳定上升。

图表 250：全球商品浆供应增长率预测



资料来源：PPPC，中投期货研究所

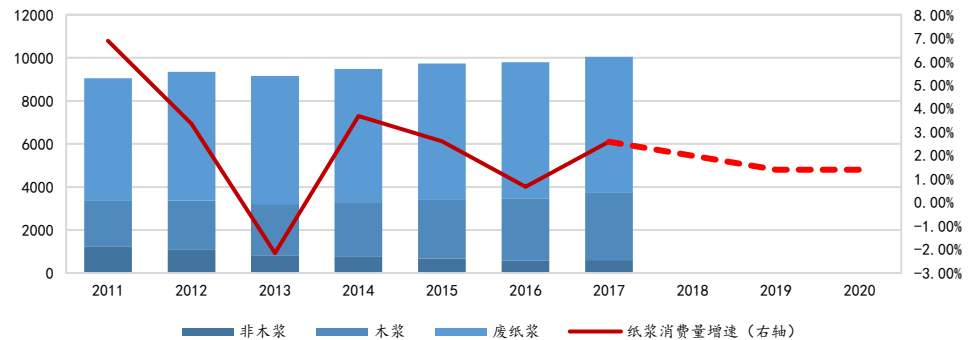
图表 251：全球商品浆需求增长率预测



资料来源：PPPC，中投期货研究所

再来看看中国方面的情况，根据中国造纸协会发布的关于造纸工业“十三五”发展的意见，未来我国纸和纸板的总产量还将以每年 1.5% 的速度增长，到 2020 年将达到 11,555 万吨；与此同时，纸和纸板的消费量将以 1.4% 的年均速度增长，到 2020 年末总消费量将达到 11,100 万吨。按照一吨纸对应一吨浆的粗略计算，预计未来几年中国纸浆消费量增速约 1.4%。

图表 252：中国纸浆消费构成及增速



资料来源：中国造纸协会，中投期货研究所

总体来说，未来几年全球商品浆供需将处于紧平衡状态：商品浆新增产能减少，而需求维持约 2.2% 的增长率水平。中国的商品浆需求增长率约 1.4%，而从基数上看我国已经是全球商品浆进口的第一大国，所以来自中国的需求增长将成为拉动全球商品浆需求增长的最重要的力量。

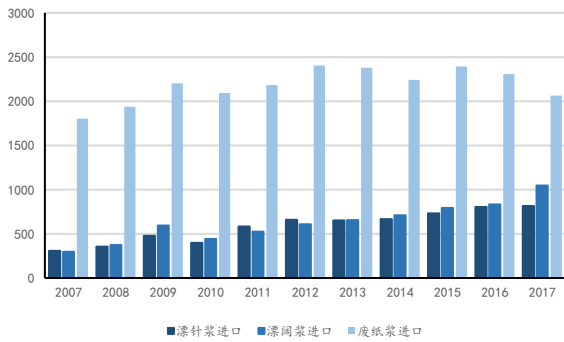
也就是说，根据 PPC 和中国造纸业协会的预测数据看，未来纸浆价格上涨是可期的，且中国会成为全球纸浆需求增长的主要力量。不过上涨行情会在什么时候出现还需要观察下面将提到的其他数据的变动。与此同时值得注意的是，2019 年中国经济仍将面临下行压力，需求的下滑也有可能影响纸浆需求的增长。

纸浆进口依赖度高，漂针浆交割采用质量品牌双重标准

上文中我们提到过，由于资源禀赋劣势，中国纸浆长期存在供给缺口，且这一缺口呈逐年扩大之势。我们来看看为了弥补这一缺口，我国具体进口纸浆品种比例如何？以 2017 年为例，我国进口纸浆（不包括废浆）2372 万吨，同比增长 12.63%，其中包括漂白硫酸盐针叶浆 813 万吨，同比增加 1.12%，占进口量的 34%；漂白硫酸盐阔叶浆 1047 万吨，同比增加 25.54%，占进口量的 44%；其它还包括少部分的化机浆、溶解浆等等。进口废纸 2572 万吨，较上年减少 9.75%，由于环保政策限制，预计 2019 年我国进口废纸量将继续减少。

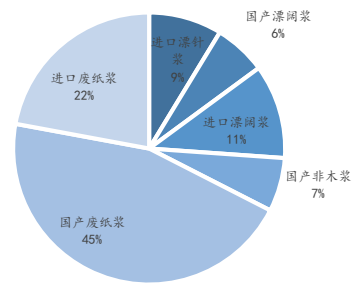
进口纸浆占纸浆总消费比例情况充分反映了我国对进口纸浆的高度依赖状态。占我国 2017 年度纸浆总消费量 67% 的废纸浆对外依赖比例 33%；占纸浆总消费比例约 17% 的漂白硫酸盐阔叶浆中进口依赖度 65%；本次上市纸浆期货对应品种漂白硫酸盐针叶浆进口依赖度最高，消费量中进口占 99.75%。

图表 253：中国纸浆进口趋势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 254：中国 2017 年纸浆消费构成

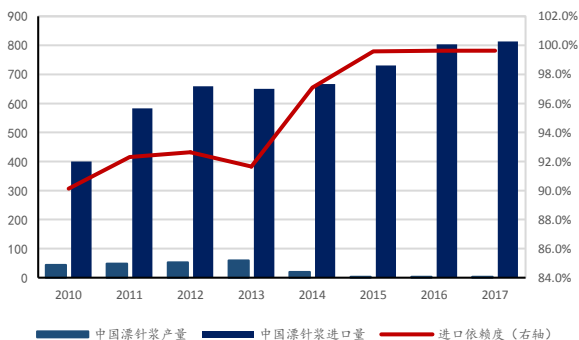


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

我们重点关注一下纸浆期货对应品种的具体情况。漂白硫酸盐针叶浆是以针叶树作为原材料，经过化学制浆法得到的一种纸浆品种。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25 年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。我国大部处于中纬度地区，针叶木品质较差，叠加我国人均森林面积低，环保问题亟待改善，漂针浆对外高度依赖的情况由来已久，尤其是进入 2015 年以后，我国漂针浆的对外依赖度接近 100%。

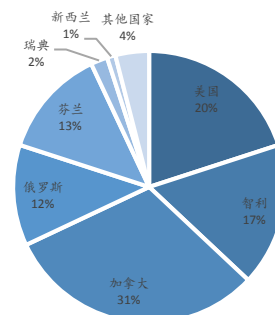
从全球格局看，2017 年全球漂针浆总供应量约 2744 万吨，总需求量约 2572 万吨。中国漂针浆产量约 3 万吨，占全球总供应量不足 1%；中国漂针浆进口量 813 万吨，占全球总需求的 31.6%。我国漂针浆五大进口国分别是加拿大、美国、智利、俄罗斯和芬兰，2017 年从上述 5 个国家进口漂针浆 755.2 万吨，占进口总量的 93%。

图表 255：中国漂针浆依赖度



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 256：2017 年中国漂针浆进口来源：按国别



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

根据上海期货交易所关于纸浆期货可交割品的相关规定，交割品必须满足质量和品牌的双重规定。质量暂且不表，值得注意的是，考虑到中美贸易摩擦的长期性和复杂性，可交割品牌中去除了占我国 2017 年漂针浆进口量 20% 的美国相关品牌。即可交割品牌包含了除美国以外的前五大漂针浆进口国的共 11 个品牌，这 11 个品牌是市场流通比较多的品牌，2017 年进口总规模约 375 万吨。所以，这一规定可能会带动全球漂针浆资源的重新分配，后期对价格的影响值得关注。

图表 257: 纸浆期货可交割品牌及生产企业信息表

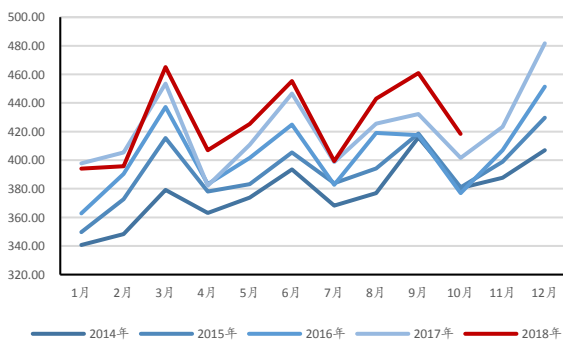
序号	国家	生产企业	品牌名称	中文参 考名称	生产厂
1	加拿大	Cariboo Pulp & Paper Company	Cariboo	凯利普	Cariboo Pulp & Paper Company
2		Mercer International Inc.	Celstar	月亮	Zellstoff Celgar Limited Partnership
3		Catalyst Paper Corporation	Crofton CKBC	金狮	Crofton Pulp & Paper Division (of Catalyst Paper Corporation)
4			Crofton CKHFI	雄狮	Crofton Pulp & Paper Division (of Catalyst Paper Corporation)
5		Nanaimo Forest Products LTD.	Harmac	马牌	Harmac Pacific Mill
6		Canfor Pulp LTD.	Northwood	北木	Canfor Northwood Pulp Mill
					UPM Pietarsaari Pulp Mill
7	芬兰	UPM-Kymmene Corporation	UPM Conifer	芬欧	UPM Kaukas Pulp Mill UPM Kymo Pulp Mill
8	俄罗斯	Ilim Group Joint Stock Company	Bratsk	布针	The Bratsk Branch of Ilim Group Joint Stock Company
9			Ust-Ilimsk	乌针	The Ust-Ilimsk Branch of Ilim Group Joint Stock Company
					Nueva Aldea Pulp Mill
10	智利	Celulosa Araucoy Constitucion S. A.	Arauco	银星	Arauco Pulp Mill Valdivia Pulp Mill
11		CMPC Celulosa S. A.	Pacifico	太平洋	Pacifico Pulp Mill

资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

库存施压浆价, 造纸业库存累积问题最严重

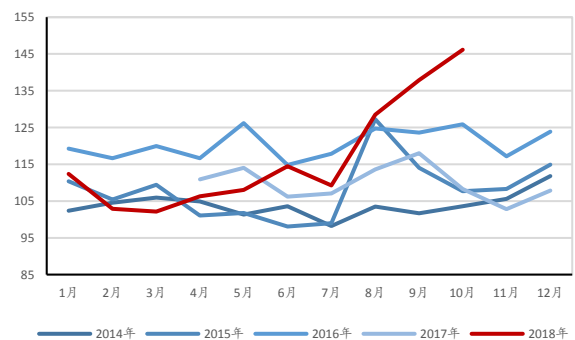
2017 年和 2018 年全球木浆较大幅的新增产能也体现在了木浆出运量上, 2018 年全年出运量都高于近五年水平, 10 月全球木浆出运量 418.3 万吨, 同比增加 4.16%; 但是这些木浆目前来说仍未被消耗, 而是还大量的囤积在各个港口, 10 月全球木浆港口库存量 146.15 万吨, 为近五年来最高水平, 同比大幅增加 34.97%。造成这一现象的原因可能来源于两个方面: 第一, 2017 年全球浆价大涨抑制了下游对纸浆的需求; 第二, 下游需求的增幅不及纸浆供给的增加幅度。

图表 258: 全球木浆出运量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

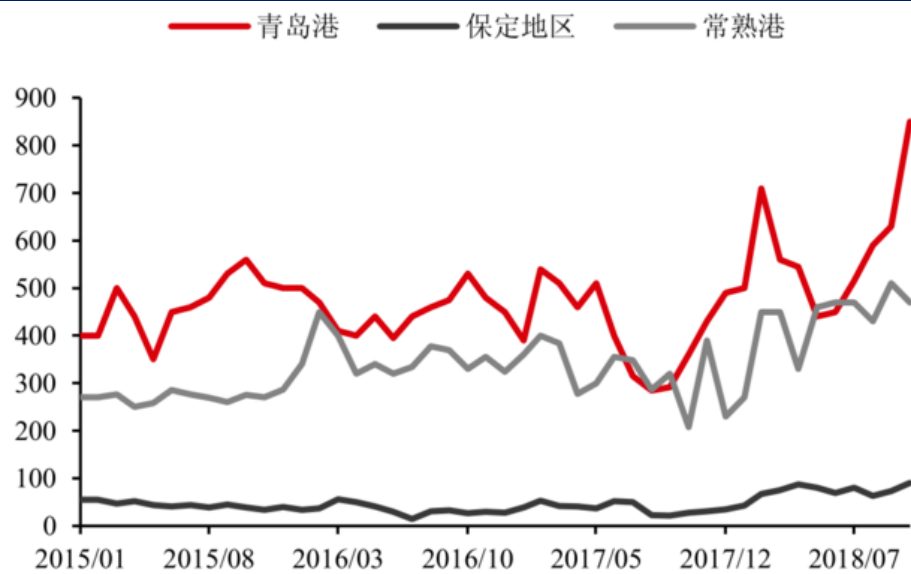
图表 259: 全球木浆港口库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

在全球库存高位的情况下, 国内库存压力更为巨大。前期的高价, 导致大批的木浆涌入中国各港口和地区, 根据卓创资讯统计数据显示, 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。目前木浆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。

图表 260：中国主要港口木浆库存



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

上游木浆的港口库存累积并非浆价面临的唯一一层压力，今年我国整个造纸业的下游产成品库存高企也是拖累浆价走势的重要原因。

中国造纸协会理事长赵伟先生在“2018 中国浆纸技术论坛暨第九届中华纸业浆纸技术论坛”上对我国今年造纸业的基本情况所做的总结中指出：据国家统计局统计数据，2018 年 1~9 月全行业产成品存货量 588 亿元，比去年同期数据增加 133 亿元，增长 29.2%。其中，纸浆制造业 6.4 亿元，比去年同期数据增加 0.5 亿元，增长 7.3%；造纸业 413 亿元，比去年同期数据增加 120 亿元，增长 41.0%；纸制品制造业 168 亿元，比去年同期数据增加 12 亿元，增长 7.7%。

也就是说，从纸浆、造纸和纸制品三个环节区分，今年库存累积情况最为严重的是中游的造纸环节，1-9 月原纸数据同比增长 41%，而上下游的纸浆、纸制品环节库存累积同比增长 7% 左右。原纸库存压力极大的影响着纸浆需求，下游需求疲弱问题可从近期纸厂频繁发布停机函得窥一斑。

纸厂频发停机函，纸浆需求疲弱难改

每逢年末，纸厂一般都会发布停机函，以安排春节期间的停机情况。我们搜集了 2017 年度和 2018 年度 11 月份纸厂发布的通知进行对比：

2017 年 11 月纸厂发布的停机函如下：

太阳纸业：河南仙鹤：自 12 月 1 日起，上调彩色双胶纸 300 元/吨，上调无碳、双胶小卷成品纸 3%。山鹰纸业：第一轮停机：11 月 24 至 26 日三天，PM11\PM12 号机；11 月 27 日至 29 日三天，PM13 号机。第二轮停机：时间待定，另行通知。东莞玖龙：近期到春节期间安排停机，涉及 14 台机，涉及纸种有瓦楞纸、牛卡纸、灰底白、白面牛卡、涂布牛卡及双胶纸，停机时间最长高达 22 天，最晚停到 2018 年 2 月 27 号。太仓玖龙春节停机公函，太仓玖龙—销售一部：2018 年 2 月 5 日—2 月 9 日，瓦楞纸 PM16 号机停机，停机天数 5 天；2018 年 2 月 26 日—3 月 2 日，牛卡纸 PM8 号机停机，停机天数 5 天；2018 年 3 月 5 日—3 月 9 日，牛卡纸 PM17 号机停机，停机天数 5 天；太仓玖龙—销售二部：2018 年 1 月 29 日—2 月 12 日，白板纸 PM20 号机停机，停机天数 15 天；2018 年 2 月 27 日—3 月 5 日，文化纸 PM21 号机停机，停机天数 7 天。

2018 年 11 月纸厂发布的停机函如下：

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。

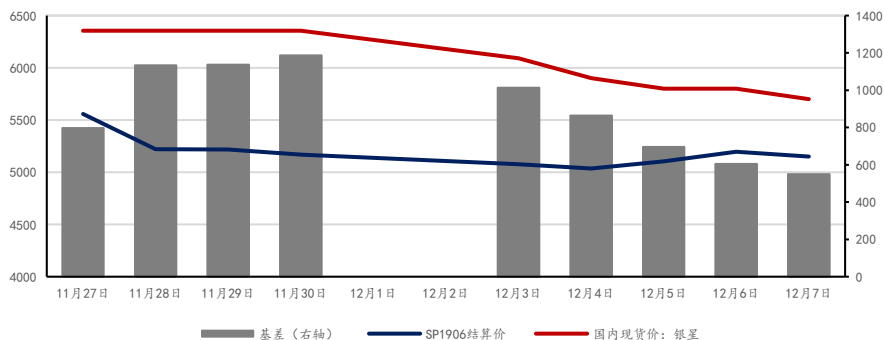
通过对比不难发现，2018 年纸厂停机时间普遍长于去年。2017 年停机主要集中在春节期间，而 2018 年部分纸厂在年底已经开始停机。纸厂停机将导致纸浆的下游需求疲弱进一步加剧，纸浆库存可能进一步累积，贸易商面临回款压力加大，或导致纸浆现货价格进一步下行。预计直至春节前这一格局都难以改变。

价格格局

期价深度贴水

对于纸浆期货合约来说，面临的主要问题之一就是基差处于将近 1000 元/吨的高位。虽然离主力合约交割月尚有半年之久，但是过高的基差水平已经充分反映了纸浆面临的弱势基本面情况，高基差与 5000 元/吨的现货历史价格中枢共同构成了纸浆期货价格的支撑力量。前期基本面虽然偏空，然而国内现货价格却迟迟不跌，价格未能充分反映市场的供需状况。从纸浆期货上市以来，充分发挥了期货价格发现的功能，山东地区银星现货价格持续回落，基差水平得到修复。截止 12 月 7 日，期货价格仍有约 600 元/吨的贴水。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 261：纸浆期货主力合约基差变动趋势

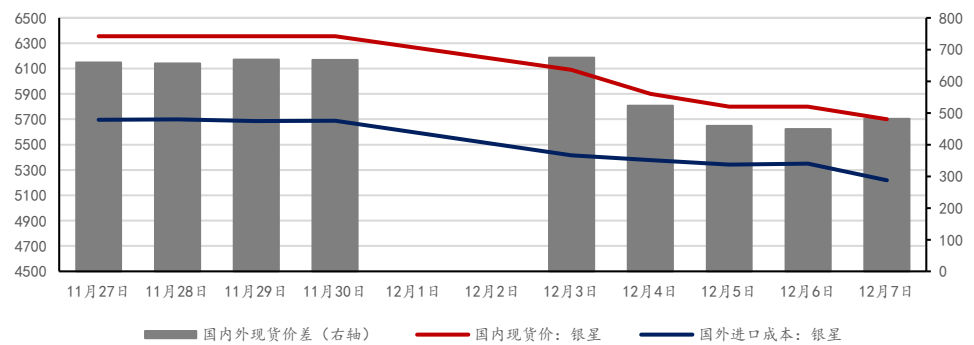


资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

内外现货价格倒挂

纸浆价格面临的另一个问题就是内外现货价格倒挂。中美关系不断反复，使美元兑人民币汇率近期出现了接近 1000 点的波动幅度，不过内外价格倒挂情况仍然出现了明显的改善。以市场主流品种之一的银星为例，截止 12 月 7 日，国内山东地区进口银星 CFR 价格为 780 美元/吨，之后出现 760 美元/吨的更低报价，折合人民币约 5220 元/吨。目前内外价差在 200 元/吨左右，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 262：纸浆国内化现货价差变动趋势



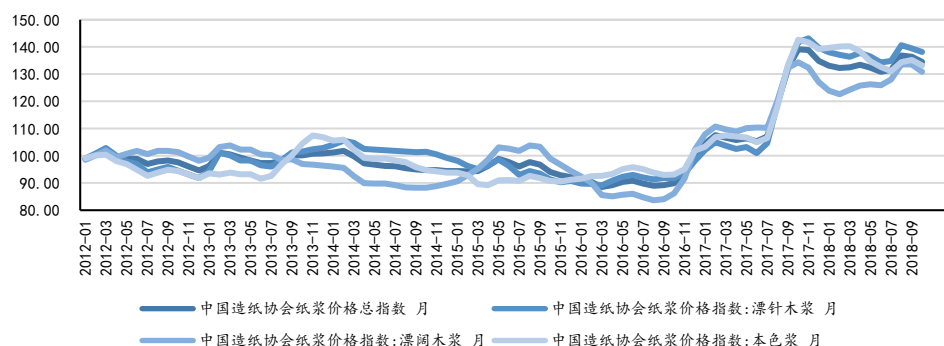
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

纸价跌幅大于浆价跌幅

万得资讯国内纸浆各个品种价格指数在 2017 年 10 月到达峰值，目前价格虽然有所回落但是仍在相对高位，相比峰值跌幅约 3.6%。相比浆价的走弱，各类纸及纸板价格出现了更大幅度的下跌。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类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 月出现了新一轮的下跌，截止 11 月价格区间在 6200-6600 元/吨，跌幅约 21%；双胶纸价格在今年四月达到 7900-8100 元/吨高位后，价格开始下行，截止 11 月价格区间在 6700-7200 元/吨，跌幅约 15%。

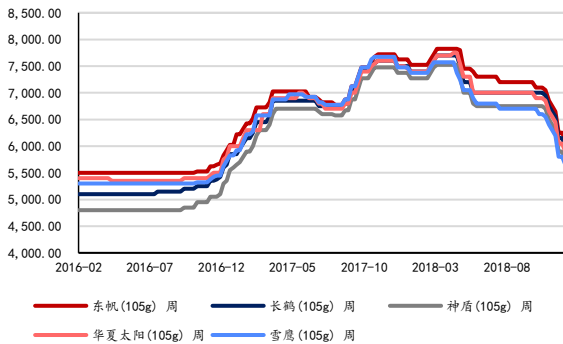
木浆价格和纸品价格下跌程度的差异，不断压缩纸及纸板生产商利润，影响其生产积极性。纸和纸板产量不断走弱，今年 1-10 月，纸和纸板产量为 8178.6 万吨，较上年同期减少 540 万吨。纸厂对木浆维持刚需采买，需求疲弱的局面可见一斑。为了应对这一情况，几大纸厂巨头在宣布停机函的同时，纷纷发布涨价函。但是短期内基本面偏空的格局难以改变。

图表 263：国内纸浆价格指数走势



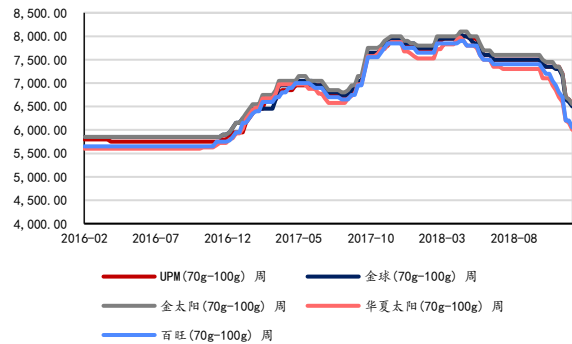
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 264: 国内铜版纸均价走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 265: 国内双胶纸均价走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

环保格局

固废进口限制

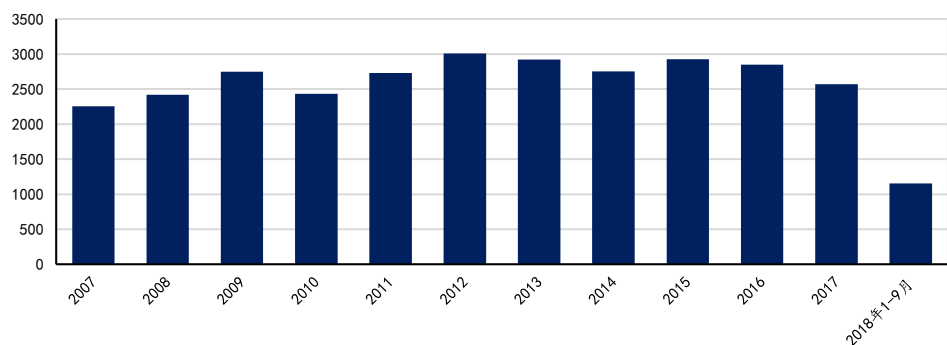
2018 年 6 月 24 日, 国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》(以下简称《意见》) 在固体废物污染防治方面, 《意见》提出, 将全面禁止洋垃圾入境, 严厉打击走私, 大幅减少固体废物进口种类和数量, 力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口。

由于技术原因限制, 固废质量一直不如欧美、日本进口的废纸, 所以长期以来我国保持着大量废纸进口量, 2007-2017 年年均进口量均超过 2000 万吨。今年由于受废纸进口环保许可和进口检验标准约束, 使得废纸进口量骤减。今年 1~9 月累计进口各类废纸 1153 万吨, 比上年同期减少 1016 万吨, 下降 46.8%。

根据目前了解到的情况看, 随着货源、海关检验逐渐顺畅, 2018 年后几个月废纸进口量可能会有增加, 但受质量标准的限制, 增量难有大幅提高。中国造纸协会预计今年全年进口废纸约 1550 万吨, 比去年减少约 1000 万吨, 国内回收废纸约 5150 万吨, 比去年减少约 80 万吨。生产废纸浆合计约 5500 万吨, 比上年减少约 800 万吨, 下降约 12.7%。

受国内原生纸浆生产和国内回收废纸总量的制约及废纸原料进口政策的影响, 国内废纸价格持续高位运行, 后期可能带动其他相关纸浆品种价格的反弹。

图表 266: 我国废纸进口量变化



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国造纸业协会, 中投期货研究所

产能继续出清

2015 年以来，国家倡导供给侧改革，提倡绿色发展，加快建设资源节约型、环境友好型社会，促进经济转型升级，随之系列严格的环保政策相继出台，属于高排放行业的造纸首当其冲。

2007 年至 2017 年，落后产能不断淘汰，产业集中度逐渐上升。我国纸和纸板年产 100 万吨以上的企业从 7 家增加到 19 家，预计还将持续增加。行业前 10 名造纸企业的产量占同期全国产量的比重已从 24.48% 增至 39.33%，行业前 30 位的企业产量占同期全国产量比重由 37.67% 增加至 57.36%。

2019 年规模小、能耗高、污染重的落后产能出清步伐将继续。如环洞庭湖造纸产能将在 2019 年全面退出，洞庭湖区还有 94 家造纸企业和 10 家制浆企业。目前，10 家制浆企业已有 4 家关停，还有 6 家在生产。94 家造纸企业已退出 52 家。据国家统计局数据，湖南省去年纸和纸板产量达 402 万吨，纸浆产量接近 86 万吨，分别占全国总产量的 3.21% 和 5.28%。

短期内落后产能的出清可能会对浆价和纸价形成冲击，但是更加环境友好和规模化的纸企将提升我国对进口纸浆的议价能力。

总结与展望

本文从纸浆的供需格局、价格格局和环保格局的角度深度剖析了影响我国未来纸浆价格走势的关键因素。

从供需格局看，长期以来中国对进口纸浆依赖度非常高，尤其是上市的纸浆品种漂白硫酸盐针叶浆的进口依赖度接近 100%。未来几年，全球纸浆供需格局将进入紧平衡状态，中国将成为拉动全球纸浆需求的主要力量。纸浆期货的上市将提高我国企业对纸浆的议价能力，或也会带动全球漂针浆资源的重新分配。从价格格局看，内外价格倒挂、期货深度贴水、纸价跌幅大于浆价跌幅问题逐渐改善，利润不断受到积压的纸厂频发停机函和涨价函以应对，但是现存问题短期内或难以得到改善。从环保格局看，环保政策不断趋严，落后产能将继续淘汰，短期内可能会对浆价和纸价形成冲击，但是更加环境友好和规模化的纸企将提升我国对进口纸浆的议价能力。

下表将本文中提到的影响纸浆未来价格走势的因素进行了归纳，不难发现利多因素大多是长期因素，而短期影响因素大多会对浆价造成偏空影响。因此，对于明年，我们预计可能走出先抑后扬的格局。建议投资者依托 5000 元/吨支撑位进行相应操作。

图表 267：纸浆期货价格影响因素分解

影响因素	影响期	影响结果
全球纸浆供需格局偏紧	长期	多
2019 年中国经济可能仍面临下行压力	长期	空
全球漂针浆资源的重新分配	长期	多
纸浆进口依赖度高，漂针浆交割采用质量品牌双重标准	长期	多
库存压力累积	短期	空
纸厂频发停机函	短期	空
纸价跌幅大于浆价跌幅	短期	空
固废进口限制	长期	多
产能继续出清	短期	空
期价深度贴水	国内纸浆现货价格存在进一步下行压力	
内外现货价格倒挂		

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

全球大豆供应过剩，豆类价格重心下移（于瑞光）

本期焦点

- 中美贸易战主导了2018年国内外豆类市场行情。贸易战开打后，中国豆类市场在供应缺口预期下保持坚挺，美豆则库存压力不断回落。2018年年底，中美贸易紧张关系出现缓和信号，美豆自低位反弹重回900美分/蒲式耳之上运行，国内豆类市场则因供应缺口未兑现而持续补跌，并以年度低位黯然收场。
- 展望2019年的全球豆类市场，美豆虽恢复对华出口，但与南美大豆出口竞争高度期重叠，全球大豆市场竞争更趋白热化，且南美大豆丰产前景乐观，供应宽松的大环境将使豆类价格保持低位运行。

年报摘要

回顾2018年，中美经贸关系的演变成为影响CBOT豆类价格走势的指挥棒。中国对进口美豆加征报复性关税导致美豆对华出口受阻，美豆产量达到创纪录的1.25亿吨，失去中国这个最大出口市场的美豆无法找到替代买家，巨大的库存压力导致美豆价格重心下移并长时间保持低位运行。国内豆类市场在2018年下半年与美豆联动性大幅减弱，先是在供应短缺预期下独立走强，巴西大豆深不见底的供应潜力为平抑国内豆类价格做出重要贡献。为应对国内豆类市场供需新形势，国家相关部门接连出台调控措施，包括调整饲料配方减少蛋白粕添加比例，拓宽蛋白粕进口渠道等政策效果逐渐显现，而非洲猪瘟疫情在全国多点爆发，无疑进一步推动中国大豆需求降速。2018年中国大豆进口总量回落到9000万吨之下，各方对中国大豆供应缺口的担忧情绪逐步缓解。年底在中美经贸紧张关系释放改善信号后，国内豆类市场则整体陷入跌势，多个油脂油料品种以2018年价格低点黯然离场。

展望2019年，中美双方将达成新的贸易协议，美豆恢复对华出口可以缓解库存压力，但美豆对华出口的速度和规模仍存在较大不确定性，尤其是新季南美大豆产量前景乐观，巴西大豆最快于12月底即可进入收割期，南美大豆丰产压力即将来袭。美豆恢复对华出口后将与南美大豆出口期高度重叠，巨大的竞争压力将成为美豆价格上行的重要阻力。2019年全球大豆市场很大程度上将保持供应宽松格局，供应大于需求的程度甚至有望扩大。这对全球大豆这个供应驱动价格的市场来说绝非利好。当然，南美大豆生长期的天气状况，2019年美国农民种植意向以及未来美豆单产和总产量评估等因素都会对CBOT大豆市场和国内豆类市场造成影响，尤其是重要时点的极端天气往往容易引起市场剧烈波动。中国政府鼓励农民增加大豆种植的政策会继续贯彻实施，2018年320元/亩的补贴额度很可能继续提高，国产大豆在食品和蛋白精深加工领域始终供应宽松，缺少需求提振的国产大豆市场难以走出独立行情，尤其是高补贴政策很可能导致国产大豆价格长时间低位运行。中美大豆贸易恢复后，国内豆粕市场与美豆的异步关系也有望回归正常，国际与国内大豆市场的供需关系将充分体现在豆粕价格上。国内植物油板块被边缘化的大趋势仍未改变，供应增速大于需求增速加剧油脂市场走出低迷行情的难度，但不同油脂品种间会因各自相对独立基本面而出现行情分化。相对来看，菜油市场因库存压力大幅释放整体表现有望继续强于豆油和棕榈油。

2018年国内外豆类市场行情回顾

2018年CBOT豆类市场呈现先扬后抑、冲高回落、长时间低位运行状态，全年下跌趋势的连续性明显强于短暂的反弹，振幅较去年有所扩大。以美豆指数为例，2018年最高点与2017年基本相同，全年高低点最大差值则由去年的170美分/蒲式耳扩大至250美分/蒲式耳。1-3月份，受阿根廷大豆遭遇罕见旱情严重威胁产量影响，美豆指数快速回升至1000美分/蒲式耳之上运行。随着阿根廷大豆减产幅度获得市场认可，新季美豆播种面积预期增加变成美豆上行的新阻力。从4月初开始，中美贸易关系成为左右美豆行情的关键。随着中美贸易关系趋于恶化和贸易战正式开打，美豆随即以持续下跌的方式对中方报复性关税做出反应，此后长时间运行在900美分/蒲式耳之下。在美豆整个生产季节，由于天气条件整体正常，美豆作物优良率持续保持高位，增产压力及出口困境也成为美豆止跌回升的绊脚石。直到11月初，市场开始对中美元首会晤改善中美经贸关系抱持乐观预期，美豆价格也逐渐摆脱弱势探底回升，并重新站上900美分/蒲式耳平台。截至12

月 14 日，CBOT 大豆、豆粕、豆油指数分别较 2017 年年底下跌 5.34%、下跌 1.91%、下跌 13.44%。

2018 年国内豆类市场整体呈现多空争夺激烈，宽幅震荡的运行特征。由于受到中美贸易战的冲击，内外盘豆类市场走势的分化特征在 2018 年表现得尤为突出。2018 年年初，国内豆粕市场同样在阿根廷干旱炒作题材下跟随美豆震荡回升，随后在中美贸易战可能导致国内大豆供应紧张的刺激下出现一波急涨行情，但由于巴西大豆丰产预期逐渐兑现，国内投资者对远期豆粕供应的担忧情绪下降，豆粕市场随即进入下跌通道。从 5 月下旬到 10 月中旬的 4 个多月时间里，国内豆粕市场围绕供应缺口这一题材展开宽幅震荡行情，并在国庆节假期后达到炒作情绪的最高点。由于巴西大豆供应潜力超过预期，各方预测的供应缺口迟迟未现，且缺口的程度也被不断调减，豆粕市场的看涨情绪受到明显抑制。随着包括调整饲料配方，增加蛋白粕进口渠道等多项调控措施陆续生效，以及非洲猪瘟疫情在国内大面积爆发，豆粕市场的狂热炒作情绪被彻底熄灭，市场回调程度持续加深。11 月初，中美双方宣布启动贸易磋商更令调整中的豆粕市场加速回落，国内其他豆类品种也纷纷以断崖式的下跌为 2018 年行情画下句号。与豆粕市场波澜壮阔的宽幅震荡走势相比，国内豆油市场除在运行节奏上与豆粕基本一致外，市场波动幅度要比豆粕温和得多，全年整体保持低位窄幅震荡，但价格重心再度下移。2018 年大豆期货与豆粕期货的同步性趋强，中美贸易战题材同样是大豆市场关注的焦点，但国内供给充足、需求乏力的现状以及高补贴等因素尤其令下半年的大豆期货市场表现较豆粕更弱一筹。截至 12 月 14 日，大连大豆、豆粕、豆油、棕榈油、郑州菜粕和菜油指数分别较 2017 年年底下跌 8.63%、下跌 1.59%、下跌 6.81%、下跌 15.58%、下跌 5.41%、上涨 1.86%。

图表 268：美国大豆走势图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

中美元首会晤取得积极成果，豆类市场将回归常态化运行

2018 年 12 月 1 日，中美两国元首在阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行双边会晤，并取得重要共识。就中美贸易领域，双方确认停止加征新的关税，美国政府决定取消原定于 2019 年 1 月 1 日将中国 2000 亿美元产品征税水平提高到 25%，而是维持在现有的 10% 不变。更重要的是，对于现在仍然加征的关税，双方将朝着取消的方向加紧谈判，争取在 90 天内达成协议。至此，这场持续大半年的中美贸易战得以“暂时停火”。中美关系错综复杂，期望一次元首会晤就能彻底解决两国间的经贸问题显然不切实际，但此次会晤取得的共识足以让全世界松一口气：中国和美国依然愿意并确实做到了以和平谈判的方式解决彼此争端，避免两国经济彻底“脱钩”并走向“新冷战”，改善各方对全球经济增长的信心，向世界传递积极的信号。

2018 年中美针锋相对的贸易战不断升级，中国对美国大豆，猪肉和其他一系列农产品征收报复性关税，导致 CBOT 大豆期货价格重挫并持续低迷，美国的农业企业一直在呼吁寻

求解决方案。作为对美方关切的两国贸易失衡问题的具体回应，中国同意从美国采购规模“非常可观”的农业、能源、工业和其他产品，并表示立即向美国农民购买产品。中方此番承诺将改善美国农产品对华出口的被动局面。中国一直是美国大豆最大的海外出口市场，中美大豆贸易恢复常态化运行对化解美国大豆库存压力具有举足轻重的作用。12月中旬，在美国官方首次确认的美豆对华出口订单中，中国大型国有企业采购了 100 余万吨美豆，为中美大豆贸易恢复正常迈出重要一步。

国际大豆市场供需状况分析

全球大豆市场供需状况

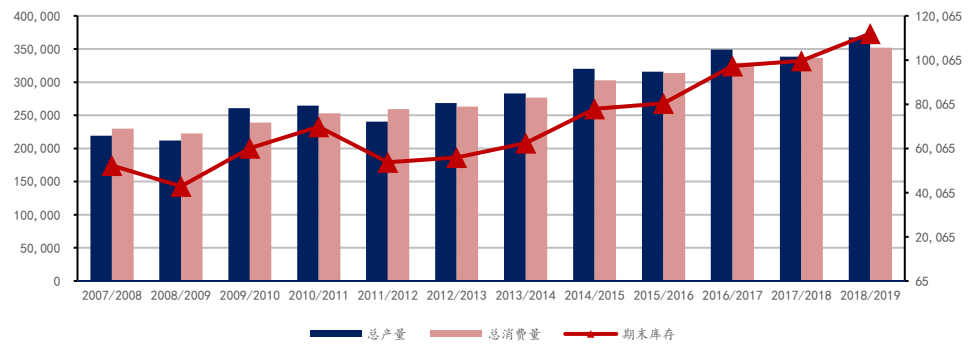
阿根廷大豆遭遇严重减产，2018 年全球大豆供需差收窄。从美国农业部（USDA）12 月公布的全球大豆供需平衡表中可以看出，2018 年世界主要大豆生产国的大豆产量增减变化较大，且中国需求意外下降，全球大豆市场连续多年的供大于求状态有所收敛。由于南美和北美大豆生产分属不同的作物年度（9 月—次年 8 月），因此按自然年度（1—12 月）评估的数据可以更明显地体现出 2018 年各主产国大豆的产量变化。按照美国农业部的数据，包括阿根廷，巴西和巴拉圭等在内的南美主要产豆国，2018 年实现产量 1.6924 亿吨，同比减少 1391 万吨，降幅为 7.6%；2018 年美国大豆因天气正常而实现创纪录的 1.2518 亿吨产量，同比增加 514 万吨，增幅为 4.28%；中国大豆产量达到 1600 万吨的近几年高位。由于阿根廷大豆发生超预期减产，全球大豆总产量连续增加的态势受到遏制，全球大豆供应大于需求的程度缩小。在需求方面，中国市场的进口需求因中美贸易紧张及国内市场新形势而出现降速，但仍是全球大豆价格的重要支撑力量。2018 年 1-11 月中国累计进口大豆 8231 万吨，累计数量同比下降 4.3%，结束了自 2012 年以来进口速度连增局面。中国 2018 年进口大豆总量将回落到 9000 万吨之下，约占全球大豆总进口量的 59%。由于其他经济体的大豆需求相对稳定，全球大豆期末库存量增速下降。全球大豆市场由供应过度宽松转向供需紧平衡。

图表 269：世界大豆供求平衡表（单位：百万吨）

项目	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19		
										11 月	12 月	变化
期初库存	42.68	60.76	70.36	54.45	55.26	61.65	77.9	81.05	97.53	99.69	101.3	1.61
产量	260.84	263.9	239.57	268.77	282.61	319.6	313.77	349.3	339.47	367.5	369.2	1.7
进口量	86.73	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	133.33	144.37	153.54	152.27	152.46	0.19
总供给	390.25	413.39	403.39	419.13	449.72	505.61	525	574.72	590.54	619.46	622.96	3.5
压榨量	209.54	221.36	228.16	230.19	241.27	264.07	275.15	287.42	295.24	307.6	308.19	0.59
国内需总量	238.3	251.63	257.65	261.2	275.25	301.85	313.94	329.68	336.08	351.94	351.53	-0.41
出口	92.59	91.66	92.16	100.53	112.7	126.22	132.56	147.5	153.16	155.44	156.09	0.65
总需求	330.89	343.29	349.81	361.73	387.95	428.07	446.5	477.18	489.24	507.38	507.62	0.24
结转库存	59.34	70.11	54.09	57.92	61.77	77.53	78.5	97.53	101.3	112.08	115.33	3.25
库存消费比	17.93%	20.42%	15.46%	16.01%	15.92%	18.11%	17.58%	20.44%	20.71%	22.09%	22.72%	0.63%

资料来源：美国农业部，中投期货研究所

图表 270：全球大豆供需形势



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

全球油籽供应总量继续增加，库存增速加快。尽管 2018 年全球大豆产量出现较大波动，但与大豆替代性较强的其他油籽供应整体稳中攀升。根据美国农业部 12 月份报告数据，2018/19 年度包括大豆在内的全球油籽总供应量将突破 7 亿吨，达到 7.1757 亿吨历史新高，同比增加 3092 万吨，增幅为 4.5%。美国农业部预计全球油籽需求量为 4.9805 亿吨，增涨 3.08%，低于供应增速。全球油籽期末库存量由上年度的 1.171 亿吨上升至 1.2923 亿吨，增幅为 10.36%，较上年度增速大幅提高，全球油籽供大于需的程度明显扩大。由此可见，全球油籽市场供应是有充分保障的，完全可以满足全球市场需求。

图表 271：世界油籽供求平衡表（单位：百万吨）

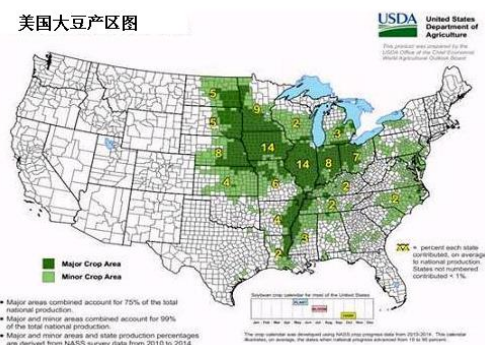
全球	年度	产量	总供应	贸易	总需求	库存
油籽	2016/17	572.84	667.43	170.62	467.45	117.0
	2017/18 (估计)	575.35	686.65	176.72	483.17	117.0
	2018/19 (预计) 11 月	599.57	715.13	179.51	497.85	117.0
	12 月	600.47	717.57	180	498.05	117.0
粕	2016/17	319.77	336.88	88.22	316.88	117.0
	2017/18 (估计)	330.56	347.08	88.45	327.52	117.0
	2018/19 (预计) 11 月	341.06	356.64	90.14	337.34	117.0
	12 月	341.36	356.99	90.39	337.98	117.0
植物油	2016/17	188.41	209.65	81.29	183.35	117.0
	2017/18 (估计)	197.95	217.81	79.71	191.04	117.0
	2018/19 (预计) 11 月	202.69	223.2	83.91	196.3	117.0
	12 月	203.84	224.8	84.22	197.33	117.0

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

美国大豆供需状况

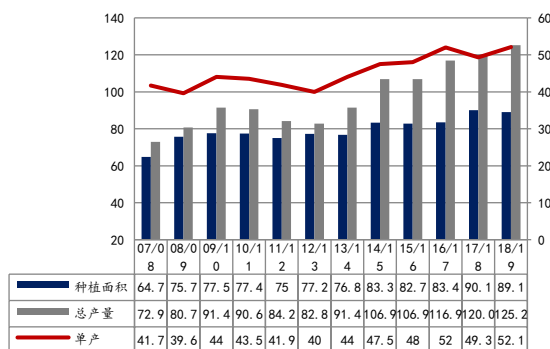
美国大豆面积与玉米面积持平，美豆总产量再创新纪录。2018 年美国大豆在面积和天气的双重保证下实现超预期丰产。美国农业部在 3 月底发布的春季作物种植展望报告中预计 2018 年美国大豆播种面积为 8900 万英亩，较上年减少 1%，但仍比玉米播种面积增加 100 万英亩。在秋季发表的报告中，美国农业部根据实测情况将美豆播种面积和玉米播种面积调平，均为 8910 万英亩，较上年下降 100 万英亩。由于美豆生长期天气条件十分理想，主产区未发生明显灾害天气，美豆作物优良率水平整体保持在 65% 之上，为近年来偏高水平。美豆单产最终确定为 52.1 蒲式耳/英亩，较上年的 49.3 蒲式耳/英亩提高 5.68%。尽管美豆收获季节因降雨偏多而使部分产量受损，但未对美国大豆实现创纪录产量造成影响。美国农业部评估 2018/19 年度美豆产量为 1.2518 亿吨，同比增加 514 万吨，增幅为 4.28%。至此，美豆产量已连续五年站上 1 亿吨平台，并连续两年突破 1.2 亿吨。

图表 272: 美国大豆种植面积



资料来源: 美国农业部, 中投期货研究所

图表 273: 美国大豆产量走势

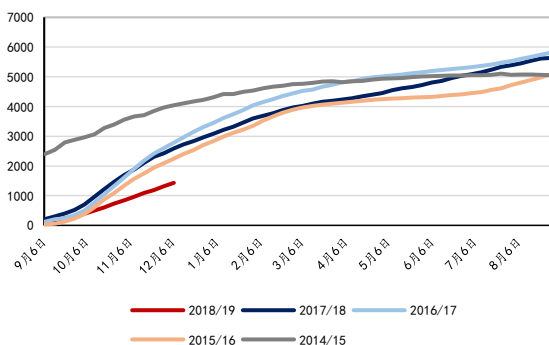


资料来源: 美国农业部, 中投期货研究所

中美贸易战爆发, 美国大豆出口遭遇严重打击。美国大豆在中美贸易战首个回合就被中方列为打击对象, 加征 25% 进口关税后的美国大豆彻底失去在华竞争力, 只能眼睁睁地看着原有的市场份额被巴西大豆所取代。2018 年新季美豆收割上市后迟迟不见中国买家询价购买, 美国农业部连续调低美豆出口预估量。在 12 月供需报告中, 美国农业部预计 2018/19 年度美国大豆出口量为 5171 万吨, 较上年度减少 624 万吨, 降幅为 10.77%。该降幅显然包含对美豆尽快恢复对华出口的乐观期待, 否则, 失去中国这个美豆最大的出口市场, 美豆出口量下降的程度将远不止这些。

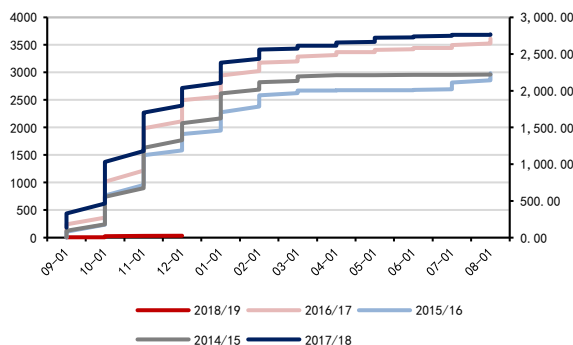
美国农业部公布的出口销售数据显示, 截至 12 月 6 日, 2018/19 年度美国累计销售大豆 2494.07 万吨, 去年同期为 3765.41 万吨, 同比降幅为 33.76%; 美国大豆累计装船量为 1431.44 万吨, 去年同期为 2416.14 万吨, 同比下降 40.76%。对于中国进口美豆数据, 美国农业部的统计情况如下: 截至 12 月 6 日, 中国累计购买美国大豆 52.35 万吨, 较去年同期减少 2100.57 万吨, 降幅为 97.57%; 中国累计装船数量为 34.05 万吨, 较去年同期减少 1668.41 万吨, 降幅为 98%。上述数据充分显示中国市场对美豆的重要性无可替代。中美双方贸易关系紧张导致美豆出口销售和装船数据大幅下降, 美豆对华出口几乎陷入停滞状态, 美国农民收获的大豆无处存放, 美国政府和豆农对改善中美经贸关系十分迫切。

图表 274: 美豆出口销售进度



资料来源: USDA, 中投期货研究所

图表 275: 美豆对华出口销售进度

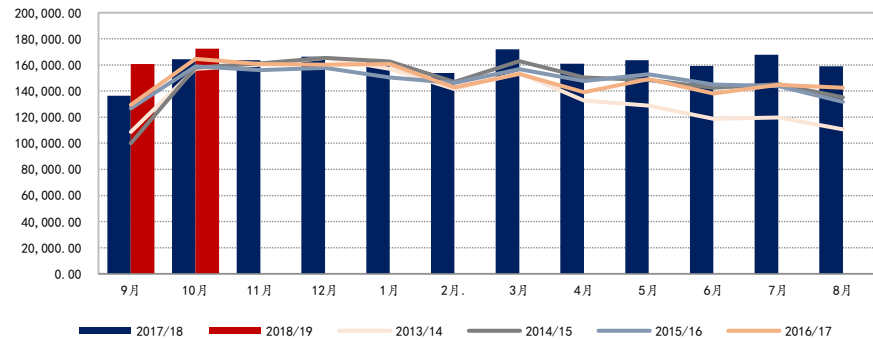


资料来源: USDA, 中投期货研究所

美国国内大豆压榨量好于预期。美国全国油籽加工工业协会 (NOPA) 公布美豆 10 月的压榨量为 1.72346 亿蒲式耳 (相当于 469 万吨), 创下该机构报告的美豆月度压榨量最高值, 明显高于业内预期水平, 9 月压榨量为 1.60779 亿蒲式耳, 比去年同期提高了近 5 个百分点。1-10 月美国大豆共计压榨 16.32247 亿蒲式耳 (4442.25 万吨), 比去年同期的 14.7073 亿蒲式耳 (4002.67 万吨) 增长 10.98%。2018 年美国大豆产量达到 1.25 亿吨, 美国国内压榨量大幅增加对缓解库存压力起到一定作用, 但由于美豆出口量降幅太大, 美豆库存过剩状态仍在加重。11 月底美国大豆现货压榨利润为 2.55 美元/蒲式耳, 虽有所下滑, 但继续领先于去年同期水平, 去年同期为 1.65 美元/蒲式耳。受压榨利润偏高刺激, 预计 11、

12 月美国国内大豆压榨量会继续保持高位水平。

图表 276：美国大豆月度压榨量

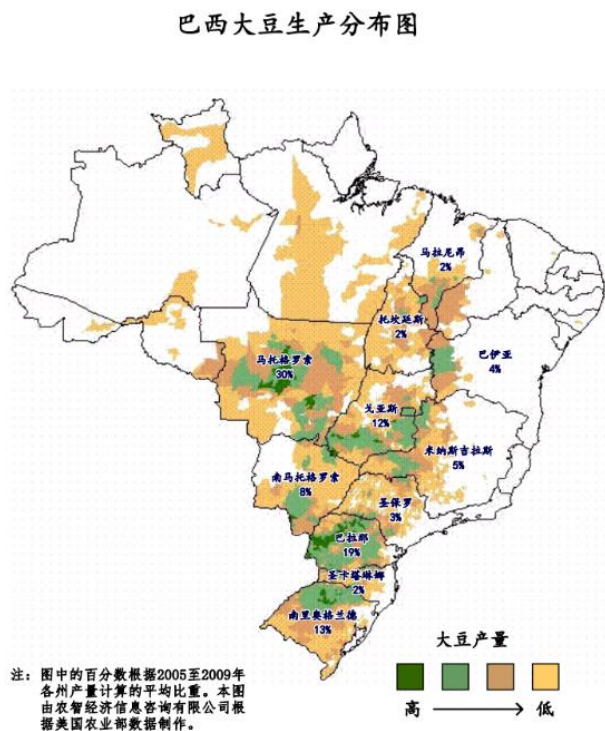


资料来源：NOPA，中投期货研究所

南美大豆供应情况

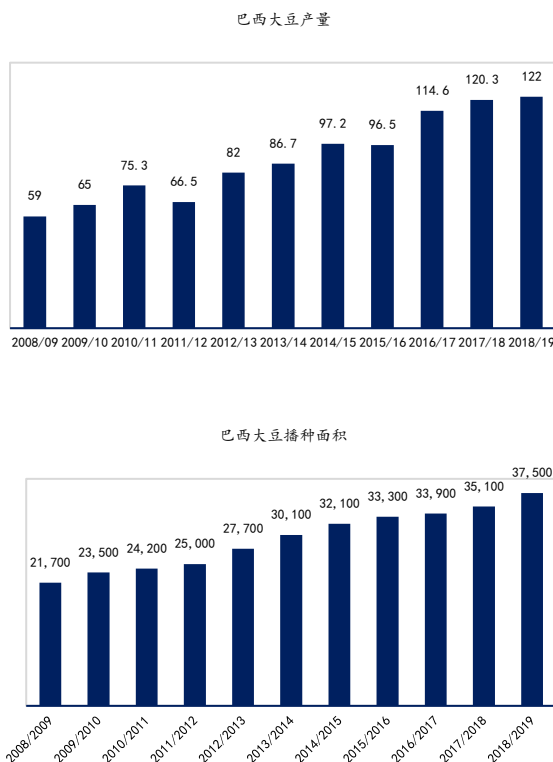
巴西旧作大豆产量增加，出口量远超预期。2017/18 年度巴西大豆产量保持增长态势，达到 1.198 亿吨的历史新高水平，较上年度增加 520 万吨。由于 2018 年巴西大豆收获后正值中美贸易关系处于空前紧张阶段，中国对美国进口大豆加征报复性关税致使美国大豆输华成本大增，美国大豆对华出口全面受阻，巴西大豆则坐收渔翁之利，大幅提高对华出口水平。中国进口商提前大量采购巴西大豆以防止国内库存不足，巴西大豆在经历夏季传统出口高峰期后出口势头不减，进口商深度挖掘巴西库存潜力。业内评估 2018 年全年巴西大豆总出口量将超过 8000 万吨，为历年最高水平，其中对华出口量约占 80%，可以说巴西大豆市场对保证 2018 年中国大豆供应水平起到关键作用，很大程度上避免了我国在应对中美贸易战上的被动局面。

图表 277: 巴西大豆播种面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

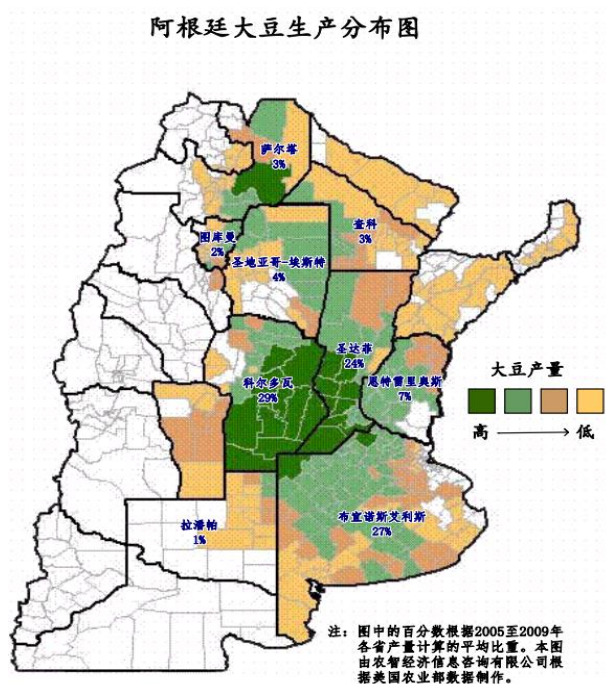
图表 278: 巴西大豆产量与播种面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

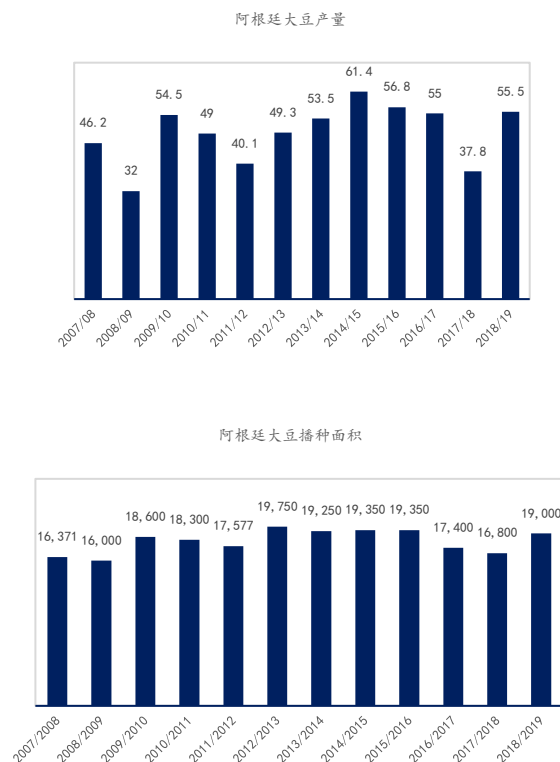
阿根廷旧作大豆遭遇严重减产，出口量大幅萎缩。2018 年阿根廷大豆生产遭遇严重干旱影响，旱灾持续时间之长和影响范围之广为近 10 年少见。按照美国农业部的评估，2017/18 年度阿根廷大豆产量为 3780 万吨，较上年度的 5500 万吨减少 1720 万吨，降幅高达 31%。正是由于阿根廷大豆出现的超预期减产，导致全球大豆供需差由上年度的 1958 万吨大幅收窄至 181 万吨，几乎改变了全球大豆市场持续多年的供应大于需求的基本格局。阿根廷大豆大幅减产的另一个影响是该国无法提供足够多的大豆供应国际市场。美国农业部评估 2017/18 年度阿根廷大豆出口量仅为 211 万吨，较上年度下降 492 万吨，降幅高达 70%。阿根廷甚至还需要向国际市场购买近 500 万吨大豆以满足国内压榨需求。

图表 279：阿根廷大豆播种面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

图表 280：阿根廷大豆产量与播种面积



资料来源：美国农业部，中投期货研究所

南美新季大豆开局良好，有望提前上市。中美贸易战刺激巴西大豆扩大出口规模，并为豆农带来丰厚利润，新年度巴西农民种豆热情高涨。截止12月中旬，巴西新豆播种已经提前完成。据业内分析机构评估，巴西早熟大豆最快有望在12月底开始收割，农户期望能在中美大豆贸易恢复前继续抢战中国市场。美国农业部预计巴西新豆播种面积为3750万公顷，同比增加2400万公顷，产量将达到1.22亿吨。

截止12月初，阿根廷大豆播种进度达到三成，与常年水平基本相当。美国农业部预计新年度阿根廷大豆播种面积为1850万公顷，在正常天气条件下，将实现5550万吨产量，出口量将恢复到500万吨水平。2019年一季度是南美大豆的生长关键期，届时的天气条件对单产和总产影响较大，将会受到各方密切关注。整体来看，各方保持对南美大豆产量前景的乐观预期。

中国豆类市场供需状况分析

中国大豆市场供需状况

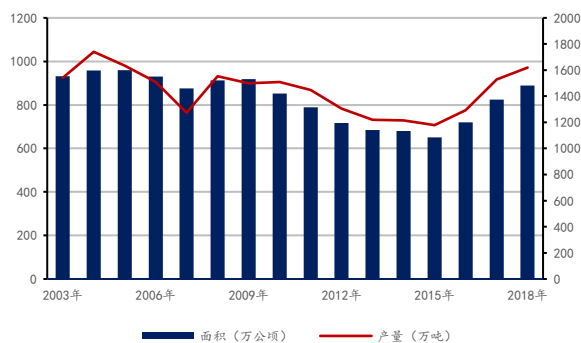
政策支持力度加大，2018年中国大豆面积和产量稳步增加。2018年，中国政府继续贯彻优化种植结构的政策导向，大豆各主产省份继续向“增大豆”的方向调整种植结构。加上中美贸易紧张关系持续升温，为减少对进口大豆的依赖并增加国内大豆供应，国家相关部门在春季播种期间加大对种植大豆农民的补贴力度，鼓励广大农民增加大豆种植规模。据国家粮油信息中心评估，2018年中国大豆播种面积和产量稳步增加。该机构发布的信息显示，2018年中国大豆播种面积约为889万公顷，较去年播种面积增加64.5万公顷，增幅为7.8%，其中东北主产区增幅超过10%。2018年东北主产区天气条件整体正常，局部灾害天气未对产量造成较大影响，但大豆蛋白含量相对下降。国家粮油信息中心预估的总产量为1620万吨，同比增加91.8万吨，增幅为6.0%。美国农业部的预估值为1600万吨，两者相差不大。

图表 281：中国大豆播种面积及产量



资料来源：国家粮油信息中心，中投期货研究所

图表 282：中国大豆播种面积及产量

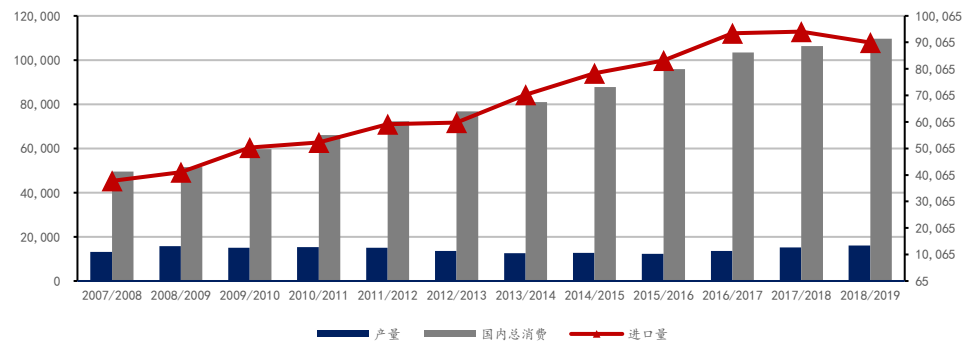


资料来源：国家粮油信息中心，中投期货研究所

国产大豆种植成本增加，增强大豆价格抗跌性。玉米与大豆的种植和生长条件具有较大相似性，两者的种植收益往往对下一年的种植结构调整具有较强指导性。受 2017 年国内玉米价格低开高走大幅改善农民种植收益影响，东北主产区租地成本在 2018 年春季普遍止跌回升。与此同时，其他生产资料价格也有不同程度上涨，导致农民种地的成本投入整体增加。调研数据显示，2018 年黑龙江省黑河市第四积温带土地承包价格在 467 元/亩左右，同比上涨 27.2%，第五积温带土地承包价格在 333 元/亩左右，同比上涨 25.2%；二胺、尿素、钾肥价格分别在 3100 元/吨、2100 元/吨和 3000 元/吨，分别上涨 10.7%、23.5% 和 7.1%。2018 年新豆上市后，黑河地区大豆价格普遍在 3.5~3.6 元/公斤之间浮动，与陈豆价格实现平稳对接，种植户普遍反映种豆成本增加而收益偏低，农民普遍存有惜售情绪。在不考虑补贴因素的情况下，大豆生产成本提高在一定程度上增强了大豆价格的抗跌性。

国产大豆补贴金额大幅提高，对价格抑制效应愈加明显。近些年，国家结合农产品市场的发展变化不断调整针对东北玉米和大豆主产区农民的价格支持政策。2008 年起实施的临储政策对缓解农民卖粮难问题起到重要作用，但国内粮食库存压力增加、产业经营主体亏损等弊端随之显现，2014 年国家出台东北三省一区大豆目标价格补贴政策，种植者按市场价格随行就市销售大豆，国家依据大豆产量和目标价与市场价的差价对种植者给予补贴。2016 年，为推进落实农业供给侧改革，按照“市场定价、价补分离”的原则，国家将玉米临时收储政策调整为玉米生产者补贴。自 2017 年起，国家将大豆目标价格补贴调整为大豆生产者补贴，与玉米生产者补贴统筹衔接。以黑龙江省为例，2017 年该省玉米生产者补贴标准为 133.46 元/亩，共补贴玉米合法实际种植面积 8079.16 万亩；大豆生产者补贴标准为 173.46 元/亩，共补贴大豆合法实际种植面积 5872.26 万亩。为继续深化农业种植结构调整并鼓励扩大大豆种植规模，2018 年黑龙江省大幅调整玉米和大豆生产者补贴金额，玉米生产者补贴标准为合法种植面积 25 元/亩，大豆生产者补贴标准为合法种植面积 320 元/亩。按黑龙江省大豆平均单产 150 公斤/亩核算，相当于每吨大豆补贴 2133 元。如此高的补贴金额是导致国产大豆市场价格及期货价格持续走弱的重要原因，同时也会继续提高大豆种植积极性，预计 2019 年国产大豆种植面积会继续增加。

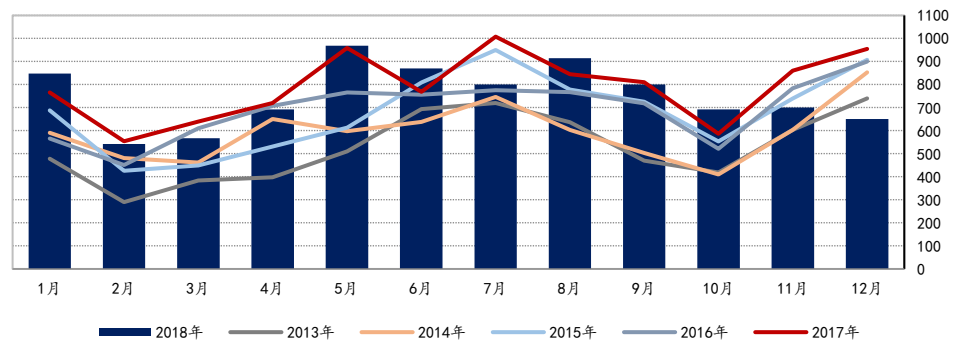
图表 283：中国大豆产销进口情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

进口大豆数量 6 年来首次下降，2018 年进口总量不足 9000 万吨。国家海关总署公布的数据显示，2018 年 11 月中国进口大豆 538.4 万吨，较 10 月进口的 692 万吨下降 22.2%，较上年同期进口的 868 万吨骤降 38%，大豆进口量出现断崖式回落。2018 年 1-11 月中国累计进口大豆数量为 8231 万吨，累计数量同比减少 4.3%。市场预估 12 月份中国进口大豆数量将不足 600 万吨，预计 2018 年全年中国大豆进口量在 8700 万吨左右。这是中国大豆进口量自 2012 年到 2017 年连续增长 6 年后首次出现下滑。

图表 284：中国月度进口大豆数量统计

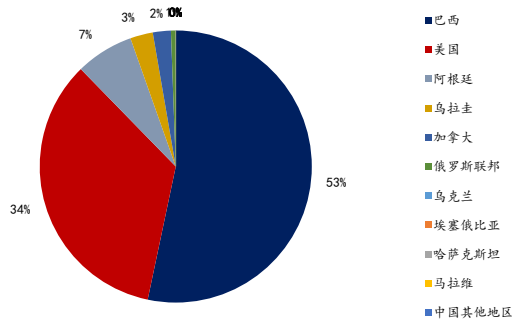


资料来源：中国海关，中投期货研究所

造成 2018 年中国大豆进口总量下滑的原因是多方面的，其中美豆对华出口大幅下降是最主要的原因。中美贸易战爆发后，中国启动对美国大豆加征 25% 的进口关税报复措施，美豆对华出口成本较其他地区普遍高出 300-500 元/吨，中国进口商几乎完全停止购买美豆而转向其他市场。由于其他大豆出口渠道尚不足以完全替代美国，外部市场有效大豆供应总量下降导致国内进口大豆到港量下降。此外，国内调整饲料配方降低蛋白粕添加比例以及扩大蛋白粕进口渠道等调控政策使国内饲料业对豆粕蛋白的需求下降。与此同时，国内自 8 月初爆发的非洲猪瘟疫情也对饲料需求产生抑制效应。

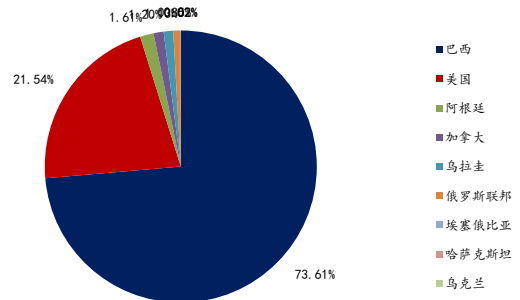
2018 年中国大豆进口量下降很可能只是暂时性的，因为中国市场来自需求端的增长潜力并未完全释放。按照中美元首 12 月初会晤规划的方向，一旦双方达成贸易协议，中国将会迅速扩大美国农产品进口，其中必然包括美国大豆。国内需求及油厂压榨利润是中国进口大豆的长期驱动力。中国人均蛋白摄入量仍有较大增长空间，我们有理由相信，在中美贸易关系理顺后，中国市场强大的购买力仍会带动中国进口大豆总量重回增长状态。

图表 285: 2017 年中国大豆分国别进口情况



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 286: 2018 年 1-10 月中国大豆进口结构



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

生猪市场遭遇非洲猪瘟疫情冲击, 生猪饲料需求前景堪忧

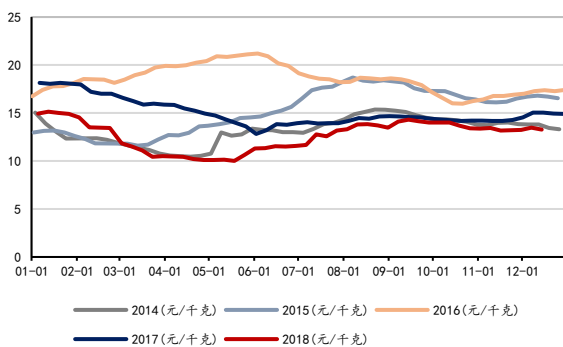
自 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情在国内出现以来, 疫情发展由北向南蔓延, 自东向西扩散, 截止 12 月上旬, 我国共报告非洲猪瘟疫情 80 余起, 出现疫情的省市自治区共计 21 个。国家农业农村部发布的数据显示, 截止 11 月下旬, 因非洲猪瘟疫情影响而扑杀的生猪数量达到 60 万头, 业内机构预计至年末或将达到 100 万头。专家表示, 疫情防控形势十分严峻。主要原因在于一方面境外非洲猪瘟频发, 我国与疫区国家的人员交往频繁, 货物贸易量大, 再次传入风险很高。另一方面, 我国有 2600 万小散养殖户, 生物安全防护水平低, 生猪生产和消费在区域上不均衡, 长途调运生猪及其产品的情况仍将长期存在, 无疑将大大增加疫病防控的难度。

受非洲猪瘟疫情持续扩散的影响, 2018 年四季度以来, 我国猪料消费出现了明显的下降趋势。业内分析机构预计 11 月猪料消费同比下降 21.7%, 12 月同比降幅将扩大到 26.8%, 预计全年猪料消费同比下降 3.7%。此外, 由于非洲猪瘟疫情对于我国生猪养殖业的影响具有长期性和反复性, 并会削弱养殖户补栏意愿, 其对猪料的消费影响不仅仅体现在 2018 年四季度, 2019 年较长时间内也会继续受到影响。

家禽养殖效益较好, 禽料消费虽增长却难挽狂澜

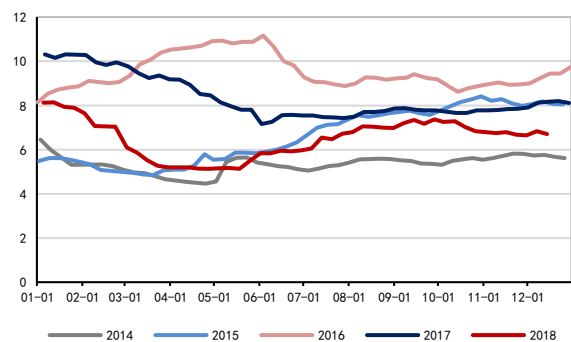
2018 年, 我国家禽整体养殖效益较为可观, 全年保持盈利状态, 刺激禽料消费总量呈现增长趋势。

图表 287: 全国 22 个省市生猪价格



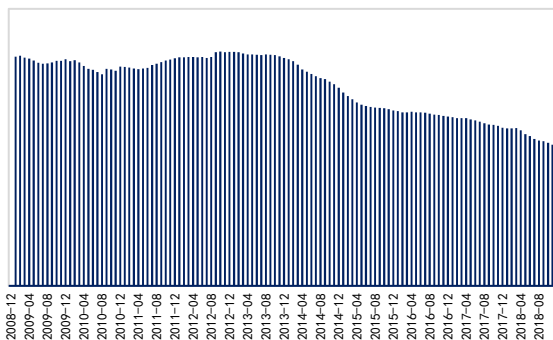
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 288: 全国 22 个省市猪粮价格比



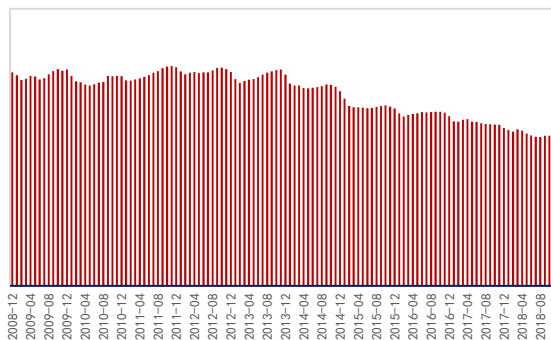
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 289：能繁母猪存栏量变化情况



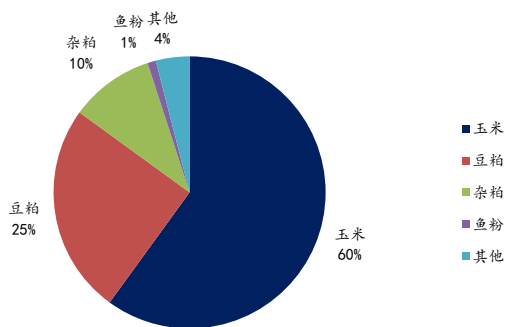
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 290：中国生猪存栏量变化情况



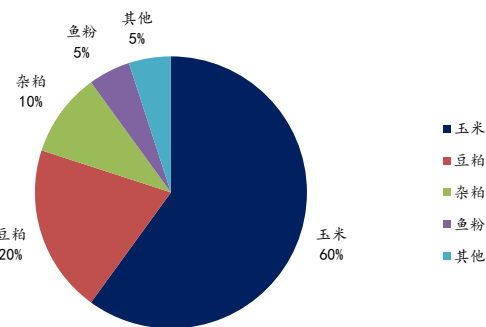
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 291：猪用饲料配方比例



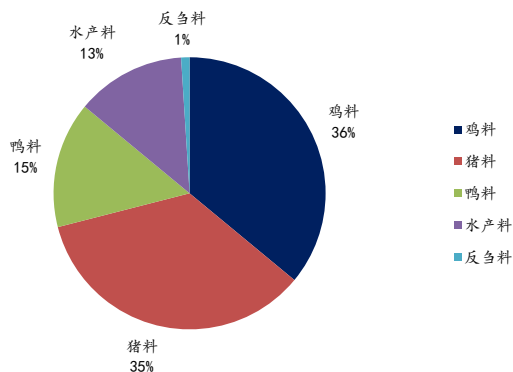
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 292：鸡用饲料配方比例



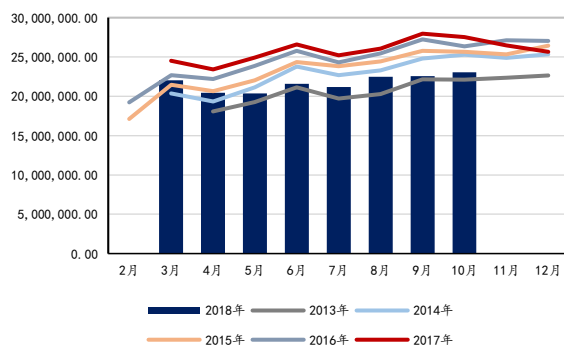
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 293：不同饲料需求占比



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 294：中国饲料月度产量情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

调整饲料配方，降低蛋白粕添加比例

为应对中美贸易战导致我国大豆进口供应不足的新形势，中国饲料工业协会组织行业专家进行充分论证，并于 2018 年 10 月发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》和《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两个新的饲料标准。新标准中对于猪和鸡饲料中的一些物质含量做了改动，将使喂养增肥更加有效率。两项标准的出台将有效减少豆粕等蛋白饲料原料用量。据测算，猪配合饲料平均蛋白水平下调 1.5 个百分点，有望将生产 1 公斤猪肉的蛋白质消耗从 0.45

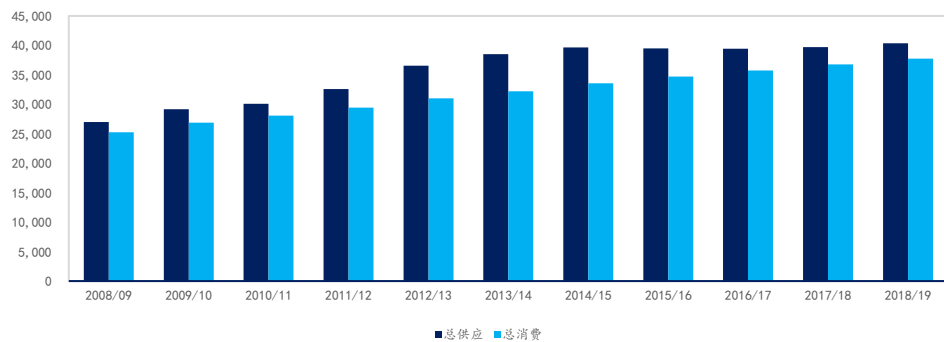
公斤降至 0.39 公斤，降幅达 13%；蛋鸡、肉鸡配合饲料蛋白水平也将降低约 1 个百分点。新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨。推行新标准对于保障我国饲料和养殖业蛋白原料供给和提高利用效率，将发挥积极作用，有利于提升我国饲料工业水平，降低我国对进口大豆的依赖度，促进国内饲料工业高质量发展。

中国食用植物油需求增速放缓，延续供过于求状态

食用油是人们生活必需的消费品，是提供人体热能和必需脂肪酸，促进脂溶性维生素吸收的重要食物。随着中国经济的飞速发展和人民生活水平的大幅度提高，人们对食用油的质量要求在不断提升。近年来，豆油、菜籽油和花生油等三大传统植物油在中国食用油消费中增速明显放缓，而橄榄油、葵花籽油、芝麻油、油茶籽油、米糠油、亚麻籽油、玉米油、红花籽油、核桃油等小品种植物油日益受到倡导健康饮食的消费者的青睐。

大豆作为我国供应量最大的油籽品种，2018 年约有 9000 万吨大豆被加工成豆粕和豆油，按平均 18.5% 的出油率计算，2018 年国内豆油总产量约为 1665 万吨，约占国内食用植物油总供应量的四成，豆油一直是国内植物油供需量最大的品种。2018/19 年度我国植物油总需求约为 3775.6 万吨，总供给量约为 4035.7 万吨，供应过剩程度约为 260 万吨。尽管我国植物油总需求量呈刚性增长，在绝对数量上继续增加，但需求增幅呈现逐年收窄局面。2018/19 年度中国植物油总需求量预计同比增长约为 2.65%，较上年度下滑 0.3 个百分点。

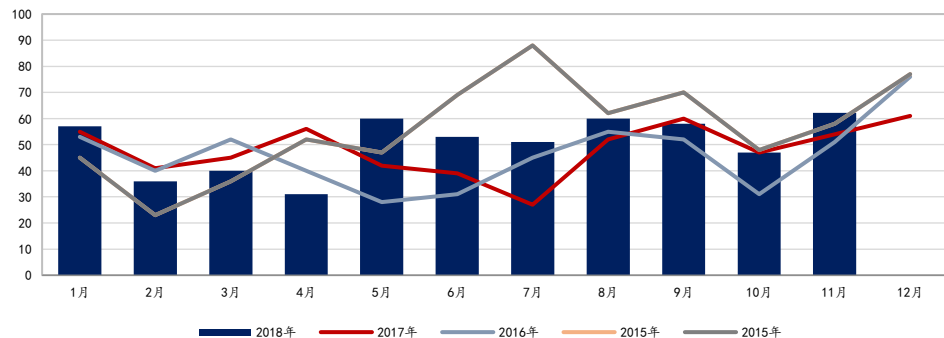
图表 295：中国植物油供给和需求情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2018 年中国进口植物油总量继续攀升

图表 296：近年中国月度进口植物油情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

海关总署公布的数据显示，2018 年 1-10 月中国进口植物油 492.7 万吨，与去年同期相比增加 6.5%；进口金额为 37.74 亿美元，同比增加 3.9%。其中，1-10 月进口毛豆油 43.85 万吨，进口量排名前两位的巴西和俄罗斯毛豆油占比分别为 43.52%和 35%。1-10 月进口菜籽油 90.03 万吨，加拿大菜油占比高达 89.64%，俄罗斯菜油排名第二，占比仅为 5.33%。1-10 月进口 24 度精炼棕榈油 274.04 万吨，来自印度尼西亚和马来西亚的棕榈油占比分别为 67.56%和 32.43%。1-10 月上述三大植物油进口总量为 407.92 万吨，占全部进口植物油的 82.79%。国内植物油进口总量保持增长态势，在增加国内油脂供应的同时，也使油脂市场供过于求的程度进一步加深，从而延长了油脂价格低位徘徊的时间周期。

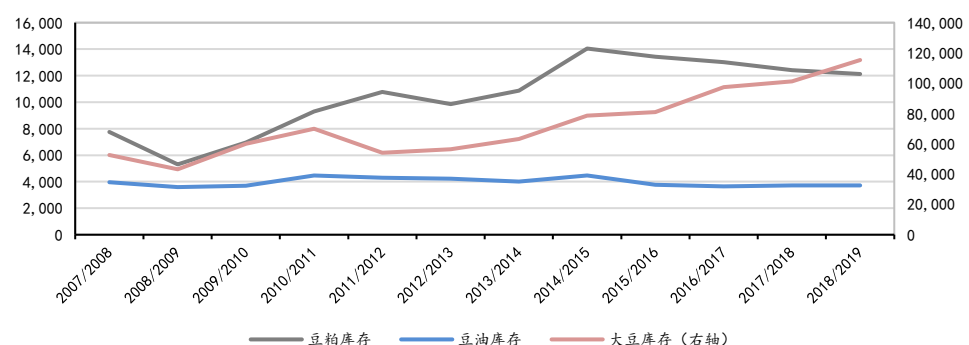
2019 年油脂油料市场行情展望

全球大豆市场供过于求，库存压力限制价格涨幅

2018 年，全球经济延续复苏态势，但政策不确定性加剧、金融市场波动显著、贸易摩擦升级、地缘政治冲突增加，危机回潮的风险与潜在增长率下滑正在重塑新的全球经济生态。根据 IMF 的最新预测，2018-2019 年的全球增长率预计为 3.7%，比 4 月的预测值调低 0.2 个百分点。展望 2019 年，全球经济增速很难超过 2018 年，非金融风险逆向传导、贸易摩擦重心转移、宏观政策被动断档令复苏动能明显减弱，长期增长中枢系统性下移，大宗商品价格滞涨提升通缩风险。因此，预计 2019 年全球宏观宏观经济环境对豆类市场有中性偏空影响。

2018 年阿根廷大豆出现的超预期减产一定程度上缓解了全球大豆市场持续多年的供应过剩状态，但由于美豆产量再创新纪录及中美贸易摩擦引发中国大豆需求降速，再加上新季南美大豆产量前景较为乐观，至少在 2019 年上半年全球大豆市场将保持供应大于需求的基本格局。新季巴西大豆已提前完成播种，良好的开局为实现预期产量奠定基础。阿根廷大豆播种进度过半，未来生长期再度出现如 2018 年春季长时间极端干旱天气的概率不大，市场有理由期待该国大豆产量恢复至正常水平。由于南美地区的大豆种植带跨越多个气候带，在大豆近半年的生长期很容易发生不同程度的恶劣天气。通常只有那些发生在大豆生长开花、结荚、鼓粒等关键期的长时间不利天气才会对产量造成实质性影响。因此，在南美大豆天气炒作期内，需要理性审慎地面对可能出现的炒作题材。

图表 297：全球豆类市场库存情况



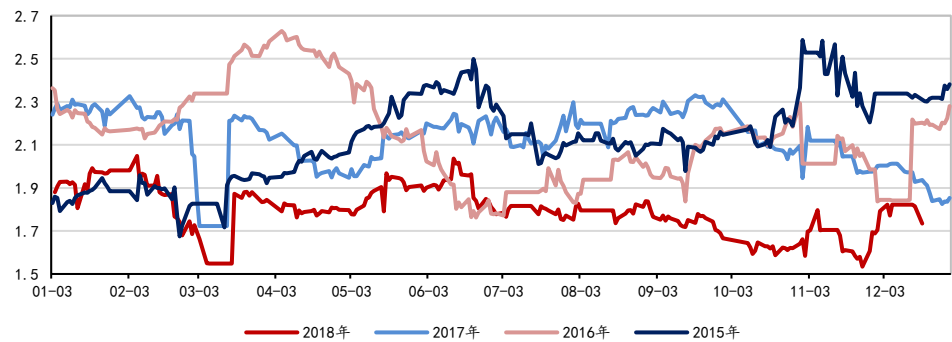
资料来源：美国农业部，中投期货研究所

中美贸易关系走向对 2019 年美国农民调整种植结构具有较强指导作用。2018 年丰收的美国豆农并未尝到丰收的喜悦，中美贸易战导致 CBOT 大豆价格跌至近 10 年低位，美豆对华出口几乎停滞，美国农场出现的“豆满仓”甚至露天堆放导致大豆霉变的现象屡见报端，美国豆农实实在在地品尝到了美方挑起的贸易战的苦果。美国权威预测机构 Informa Economics 在 11 月底发布的报告称，2019 年美国大豆播种面积预计为 8345.9 万英亩，较 2018 年减少 568.6 万英亩。当然，如果中美通过谈判协商达成贸易协议改善美豆对华出口环境，可能会改变部分农民的种植意向，但已经错过了出口黄金期的美豆需要时间去消化库存，美豆种植面积连年增加的趋势很可能在 2019 年迎来拐点。美国农业部 2 月论坛期间的展望报告和 3 月底的种植意向报告将为新年度美豆播种面积提供更为可靠的参考数据。通过连续跟踪美豆单产数据可以发现，近几年美豆单产水平逐渐提高，且呈现增速加快局面。按照正常天气条件评估，2019 年美豆单产水平仍会在 5 年均值水平之上。

中国需求在稳定全球大豆价格方面一直发挥着无可替代的作用。2018 年中美爆发贸易战，扰乱了市场预期，破坏了中国大豆进口的正常节奏，并导致中国大豆进口总量意外下降，预计中国 2018 年全年大豆进口总量同比降幅在 9% 左右。中国豆类品种价格并未因大豆进口总量下降而出现明显上涨，这直接反映出中国大豆市场的韧性与成熟。2019 年，中国大豆进口将直接受到中美能否尽快达成新贸易协议的影响。如果中美双方顺利解决贸易纠纷，中国将迅速恢复并扩大美豆进口。从时间节奏上看，美豆恢复对华出口将与南美大豆出口期出现高度重叠，南北美大豆竞争将会空前激烈。因此，中国大豆市场在经历 2018 年不同寻常的考验后，有望在 2019 年重回正常发展轨道。

整体来看，2019 年无论是巴西、阿根廷、美国的大豆供应，还是中国市场的需求，全球大豆市场面临的不确定性较以往明显增多，但大豆市场供应驱动价格的运行逻辑不会发生根本性改变，维持可预期的正常产量仍是保证全球大豆价格不出现异常波动的关键。基于当前数据评估，全球大豆市场已由上年度的供需紧平衡向新年度的供过于求的格局推进。2019 年全球大豆市场上行压力较大，CBOT 大豆期货价格可能有较多时间运行在 1000 美分/蒲式耳之下。

图表 298：国内豆油和豆粕期货连续合约比值走势图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

国产大豆供大于求，连豆价格重心下移

中国政府鼓励农民增加大豆种植的政策在 2019 年会继续贯彻实施，主产区政府对大豆种植农户的补贴额度在 2018 年的基础上很可能继续提高，这对于稳定和扩大国产大豆种植面积将起到重要作用。与此同时，中俄两国政府积极推进和深化农业合作，俄罗斯远东地区非转基因大豆回运量逐年增加，预计 2019 年有望达到 100 万吨，国内非转基因大豆供给将得到进一步充实。国产大豆在国内油脂加工领域的压榨需求占比不足两成，而主要用于食品和蛋白精深加工领域的国产大豆长期处于供过于求的状态，再加上屡禁不绝的进口替代挤占国产大豆市场份额，缺少需求端拉动的国产大豆市场难以走出独立行情，尤其是对生产者的高补贴更是解决了农民的后顾之忧，农民对大豆价格走弱的敏感度明显下降。上述因素很可能导致国产大豆价格重心继续下移，并与进口大豆的价差继续收窄，进而延长国产大豆价格低位运行周期。因此，我们预计 2019 年大连大豆期货各合约的主要运行区间在 3000-3800 元/吨之间，投资者可结合市场阶段性影响因素适当参与大豆期货交易。有条件的农业生产企业可积极参与大连商品交易所推出的“保险+期货”业务或场外期权业务为大豆提前进行保值。

供应压力有增无减，豆粕价格承压加大

2018 年年底，持续大半年的中美经贸紧张关系迎来改善契机，中国买家开始恢复美豆进口。美国大豆重回中国市场将迅速改善国内大豆供应偏紧局面，而提前进入收割期的南美大豆及其丰产前景将使未来中国市场有充足的外部供应保障。错过出口高峰期的美豆将遭遇南美大豆的激烈竞争，美豆如何追赶常年出口销售进度以及南美如何缓解丰产后的库存压力都将成为各方关注的热点，降价促销是解决上述难题的途径之一。2018 年中国大豆进口总量在经历 6 连增后首次下降，2019 年国内饲料养殖业在社会消费结构升级以及非洲猪瘟疫情爆发后将进入新的发展环境，一定程度上制约了豆粕和菜粕等蛋白粕消费的持续高速增长。国内粕类市场经过近些年的发展已经高度成熟，成为生产企业和

贸易商进行期现结合的典范，当然也备受投机资金的青睐。我们在关注市场基本面偏空压力的同时，也不要忽视任何可能导致供应不足的因素对价格的刺激，尤其是南美和美国等主产区大豆生长关键期的天气题材。我们预计 2019 年国内豆粕期货价格的合理运行区间为 2400—3300 元/吨，其中 3000 元/吨之上属于预留的天气升水，投资者可结合市场阶段性影响因素的强弱适时把握投资机会。

供需失衡加剧，油脂价格积弱难返

供需因素同样是影响国内油脂市场的关键。国内油脂品种多，且相互之间替代关系强，影响油脂市场供需的变量要比粕类市场复杂得多。中美有望达成新贸易协议，扩大美国农产品进口后中国大豆供应前景将更趋宽松，马来西亚和印尼仍是中国进口棕榈油的主要来源地，中国油菜籽生产进入瓶颈期，对进口的依赖程度逐渐提高，与油菜籽相关的生产和进口政策同样会受到市场关注。纵观 2018 年的国内油脂市场，豆油、菜油和棕榈油三大油脂总体供大于求的基本格局贯穿全年，且将继续影响 2019 年国内油脂市场运行。国内大豆进口将继续受到豆粕需求驱动，作为副产品的豆油难以摆脱被边缘化的局面，粕强油弱仍是市场运行的主旋律。国内棕榈油市场与马来西亚棕榈油市场一直保持较强联动性，在东南亚棕榈油进入产量高峰期后，国内棕榈油价格难以走出独立行情。国内菜油市场经过近几年去库存后，供应端压力已经得到有效释放，在三大油脂中更易受到需求提振而表现抗跌。因此，在油脂市场单边机会把握难度加大之际，油脂品种间阶段性的套利机会也是不错的选择。我们预计 2019 年国内豆油期货价格的合理运行区间是 4800-6200 元/吨，其他油脂品种在和豆油保持合理价差的基础上，基本会维持与豆油市场相类似的运行节奏。

白糖持续筑底，价格先抑后扬（卢时强）

概述

2017/2018 榨季，国内白糖年产量 1069 万吨，进口量为 280 万吨，走私糖约为 150 万吨，表观消费 1500 万吨。目前国储的库存超过 600 万吨，库存依然较足，贸易商无明显补库需求。全年供应总量约 2100 万吨，供应量比较充裕。配额外进口关税提高为 90%，因而目前国内价格比外糖价格高一倍左右。随着配额外进口利润为负，未来国内供应增量下降。

供应端，全球主要产糖国因为厄尔尼诺天气以及甘蔗种植面积减少导致产量预计下降明显。巴西目前甘蔗制糖比例为 35%，产量可能下降 600 万吨至 2800 万吨。2019 年，全球食糖将继续过剩 500 万吨左右。

全球消费增速低迷，消费对价格支撑不足。预计国家糖价格延续弱势。消费并不乐观。国内总消费量大约 1500 万吨，增速非常缓慢。近年来，淀粉糖发展势头迅猛，本年度淀粉糖预计将替代掉 200 万吨的白糖消费份额。未来淀粉糖产能持续扩张。

总体上看，全球食糖供需在 2018/19 制糖年国际糖供应收缩，糖价中长期筑底。而国内呈现高库存的特点，国内产量比上年小幅增加，消费量变化缓慢。纯压榨期，供应量大增，现货易跌难涨。预计国内糖价格弱于外国价格。

如果泰国新生化产业政策在年底或明年初得到落实，原糖或会有所反弹，但在印度急于去库存、原油走弱的压制下，预计原糖一、二季度仍以震荡为主，而三、四季度若得到天气条件支撑，或将因北半球 2018/2019 年度减产而走势偏强。

操作上，预计未来糖价先下跌后上涨，国内目前处于压榨高峰阶段，价格压力非常大。而印度目前急于处理糖的库存，全球糖价承压。在三四季度预期全球出现灾害性天气，糖价触底反弹。因此，一二季度选择反弹高点择机做中短线空单介入注意把握好做空的节奏。三四季度逐渐转向多头操作思路。预计 2018 年 SR1905 波动区间为（4600，6000）。套利方面，维持近弱远强的判断，注意合约之间的反套机会。

2018 年市场行情回顾

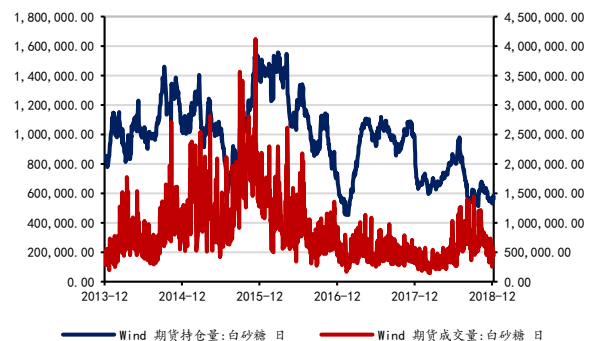
白糖期货行情回顾

图表 299：白糖期货行情走势图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 300：白糖期货成交量、持仓量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2018 年 ICE 糖价格维持下跌后涨跌局面，在 9 月份之前大部分产业和机构预估印度、泰国、欧盟产量巨大，然而在印度出现蝗灾、泰国种植面积减少、以及巴西制糖比下降之后，产业认识迅速下调了过剩的预期，从而导致了原糖价格触底反弹。8 月份时，ICE 糖价格曾经触及原糖生产成本，导致巴西甘蔗制糖比下降。11 月份以来，原油跌破支撑位置，

同时雷亚尔贬值，原糖价格回落。CFTC 持仓的净空单一直维持较大数量，大部分巴西、泰国的生产厂商都在 ICE 上卖出套保，同时投机资金也在年初大量布局空单。2018/2019 榨季依然处在糖的熊市周期末尾阶段，因此未来影响糖价格的主要是全球食糖的总供应量。

2018 年郑商所的期货糖价连续下跌，从年初的 6000 下跌至年尾的 4800 左右，第一季度下跌 10%，第二季度下跌 7%，第三季度下跌 6%，第四季度下跌 3%。上半年国内糖价格跟随外糖下跌，下跌幅度小于外糖。下半年，国内糖价格仍然下跌，而国外糖持续反弹，两者走势背离。11 月份，广西下调了甘蔗收购价，现货价格更是低迷。广西部分糖厂持续亏损，资金较为紧张，并且经营困难。在四季度开榨的背景下，国内糖价压力重重。另外国内陈糖库存偏高，尤其是国储库存较多，未来供应宽松。12 月份，国内糖横盘震荡可能性较大。而在 2019 年上半年，糖预计维持震荡走势。

持仓量和成交量方面，日均成交量大约 55 万手，日均持仓量约 66 万手，并且持仓量呈现逐步下降的趋势。成交清淡，短线资金出逃，波动率下降，持仓量缩小，白糖价格接近底部，做空动能不足。

全球市场供求情况

国际供求情况

国际糖业组织(ISO)大幅下调 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估，削减巴西、印度、巴基斯坦和欧盟的产量预估。2018/19 年度(10 月至次年年明)全球糖市过剩 217 万吨，低于 8 月预估的 675 万吨。ISO 亦将 2017/18 年度糖供应过剩从 860 万吨下调至 728 万吨。ISO 称，两年度累计全球过剩预幅下修 589.2 吨，并指出全球产量料不再扩张。2018/19 年度全球产量料为 1.8049 亿吨，低于此前预估的 1.8522 亿吨和上一年的 1.827 亿吨。ISO 称，巴西、印度、欧盟和巴基斯坦产量预估已被分别下调 220 万吨、200 万吨、75 万吨和 40 万吨。全球糖消费量料增至 1.768 亿吨，高于 2017/18 年度的 1.74 亿吨。2019/20 年度糖市将面临 200 万吨的小幅供应缺口，糖市供应过剩阶段将终结。

巴西食糖供求

预估巴西中南部 2018/19 年度糖产量料降至 2009/10 年度以来低点，因压榨厂转而生产乙醇。预计巴西中南部年度糖产量为 2,690 万吨，低于此前预期的 3,040 万吨，亦低于 2017/18 年度的 3,610 万吨。巴西的产出下降，且该国用于乙醇生产的甘蔗比例增加，目前甘蔗制糖比为 35%。预计巴西全国产量为 2820 万吨，因为天气不利以及倾向于生产更多的工业乙醇。巴西作为全球最大的产糖国，大部分糖用于出口，出口量为 2360 万吨。由于甘蔗老龄化、面积降低以及遗留蔗减少，下个榨季巴西甘蔗入榨量逐步降低。目前巴西只有 35% 的糖企实现健康的运营利润和杠杆率，巴西糖业同样面临较大的运营压力。所以未来，如果糖价格逼近 11 美分/磅，巴西将面临减产或者种植其他经济作物。

印度食糖供求

印度糖厂协会 (ISMA) 预估新糖产量或为 3200 万吨，低于上榨季的 3225 万吨，亦低于 7 月的初步预估 3500-3550 万吨。由于 18/19 榨季印度期初糖库存超过 1000 万吨，新产出或导致库存空间紧缺，糖产量预计下降令糖厂欣喜。马邦和卡邦降雨量偏少并受到病虫害影响，北方邦部分蔗地积水或导致甘蔗单产和糖分下降，是糖产量减少的主要原因。马邦合作糖厂联合会常务董事 Sanjay Khatal 表示，马邦产量受到干旱影响的程度要高于先前预期，预计将有很大数量的甘蔗被用作饲料，可供压榨的甘蔗量减少。目前马邦糖厂的甘蔗欠款为 20 亿卢比，北方邦为 1000 亿卢比。印度因为天气异常以及蝗虫灾害，导致今年受灾尤其严重，不出意外的话，明年印度将超越印度成为全球最大的糖出口国家。目前印度国内的糖库存达 1100 万吨，印度糖业协会计划推动 500 万吨的出口，将国内糖库存降低至 600 万吨左右。考虑到印度国内的糖价高于 ICE 原糖价格 200 美元/吨，印度出口难以大量实现。

泰国食糖供求

预计泰国 2018/2019 年泰国产量为 1280 万吨，同比下降 210 万吨，主要因为 18/19 年天气恶劣并且泰国的种植面积减少。泰国消费量为 310 万吨，主要用于出口，泰国是全球第二大糖出口国。泰国政府已批准对 2018/19 榨季 50 泰铢/吨(1.50 美元/吨)的甘蔗补贴。在谈判中还有一项额外的甘蔗补贴，金额为 70 泰铢/吨。因此泰国产量可能下降 210 万吨，天气因素较为关键。

中国食糖供求

2018/19 年榨季广西糖料种植面积是 1160 万亩,同比上榨季增加了 20 万亩,涨幅 1.75%。广西 8 月与 9 月降水不均,8 月份广西部分地区降雨较少,出现干旱情况;而 9 月份受台风影响降雨又比较多,部分蔗区出现甘蔗倒伏现象;受降雨不均与台风影响,甘蔗株高同比下降,与去年同比预计甘蔗单产有所下降,虽然甘蔗种植面积小幅增加,但预计 18/19 榨季广西增产的空间有限。10 月份本来是甘蔗糖分的最佳积累期,但今年 10 月份广西特别是北部部分地区温差不够、降雨偏多,错过了糖分的积累。我们预计 18/19 榨季广西产糖量在 610 万吨左右,比上榨季略增。预计 2018/2019 榨季全国产量为 1069 万吨,全国消费为 1500 万吨,进口量为 300 万吨左右。进口配额为 194.5 万吨。2019 年全国食糖依然供应偏松。

欧盟食糖供求

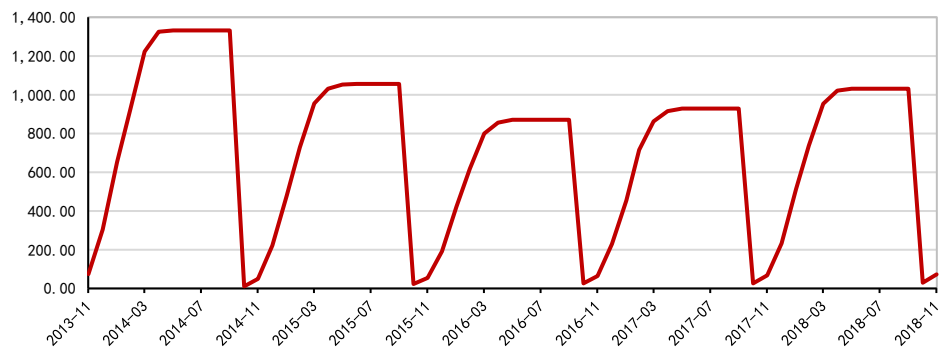
由于大部分欧盟甜菜农都已签署两年甚至三年的合同,18/19 榨季欧盟甜菜种植面积并未出现大幅减少,但由于夏季炎热干旱的天气损及甜菜单产和产量,18/19 榨季欧盟糖产量遭遇下调。欧盟委员会将欧盟 2018/19 年度糖产量预估下调至 1,920 万吨,此前预估为 2,010 万吨,欧盟 2017/18 年度的糖产量预估为 2,110 万吨。19/20 榨季甜菜种植面积及糖产量预计将进一步下滑,因农户和糖企对市场改革引发的糖价重挫作出反应。预计 2018/2019 榨季欧盟产糖 1780 万吨,较上一榨季下降 160 万吨。

白糖产业链供需分析

白糖供应情况

种植面积持平,产量小幅增加

图表 301: 中国白糖月度产量

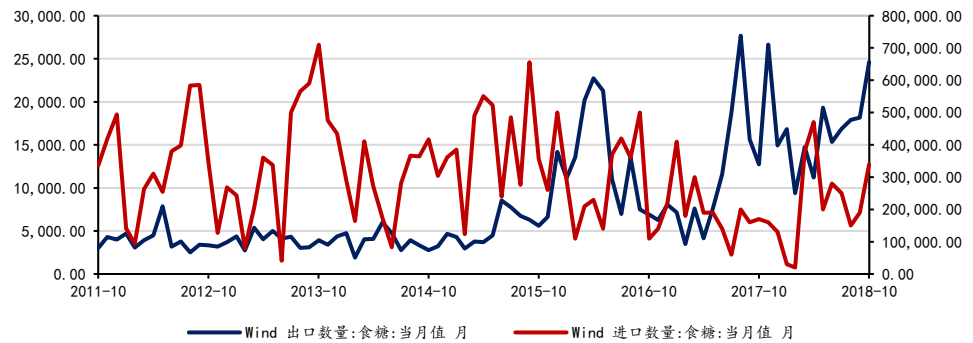


资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

2017/18 榨季国内产量为 1031 万吨,2018/19 年榨季广西糖料种植面积是 1160 万亩,同比上榨季增加了 20 万亩,涨幅 1.75%,甜菜糖产量有所增加。2016/17 榨季糖料种植效益良好,糖料面积增加,良好的天气提升了糖料单产,食糖产量进一步增加。2018/19 榨季食糖产量预估为 1069 万吨。从调研的数据看,目前广西甘蔗的出糖率比去年好,亩产比往年更好。因此我们认为今年去过产量能够小幅增加。

进出口

图表 302: 白糖进口量、出口量



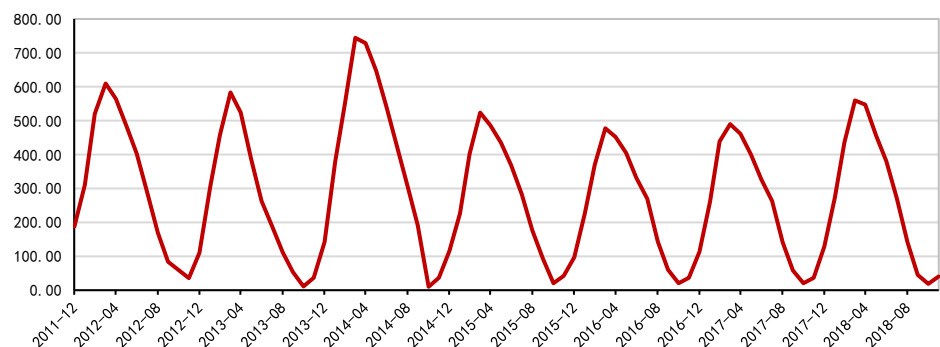
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

根据海关统计, 2018 年 1~10 月全国累计进口食糖 229 万吨, 比上年同期增加 29 万吨, 增长 14.57%; 全国累计出口食糖 15.41 万吨, 比上年同期增加 3.77 万吨, 增长 32.39%。由于国内配额外进口关税为 90%, 内外价差过大, 导致许多糖被走私进入国内。整体上, 国内糖进口高于同期, 预期下一榨季国内进口平稳, 但增量有限, 因为国内目前国储库存充足。

库存

目前国储库存为 600 万吨, 社会库存约 100 万吨。整体上国内库存依然处于较高水平, 供应依然比较充裕。大部分国储库存为 5 年以上的陈糖, 因为国内供应相对宽松, 这部分陈糖一直存储于仓库, 行业人士关注何时抛储。但是我们认为, 2019 年国家将不会抛储, 因为目前市场的供应非常充裕, 走私糖将近 150 万吨, 同时现货价格低迷。根据以往经验, 一般供应短缺时国家考虑抛储, 并且越抛储价格越上涨。

图表 303: 新增工业库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

2017/18 榨季食糖期末库存为 646 万吨, 预计 2018/19 榨季期末库存下降至 550 万吨, 国内总消费预计为 1510 万吨, 库存消费比为 36%。展望 2017/18 榨季期末库存进一步降至 510 万吨, 国内总消费预计为 1550 万吨, 库存消费比降至 32.9%。库存消费比趋于下降。

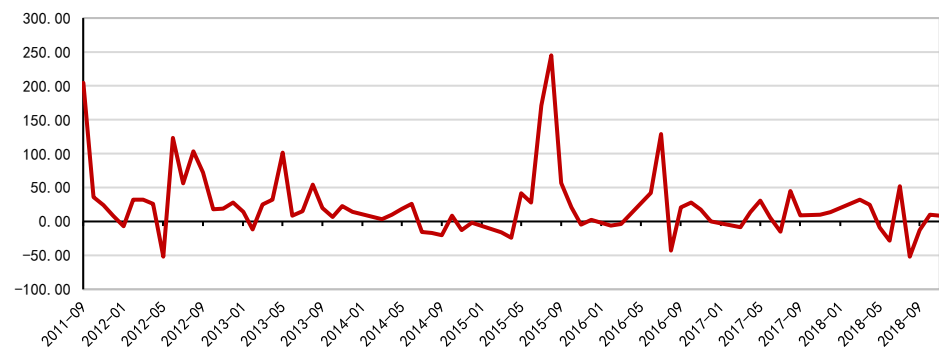
白糖需求分析

2018 年国内糖消费总计约 1500 万吨，过去 5 年食糖消费增长率约为 4%，国内消费增速缓慢，缘于国内人口逐渐老龄化以及健康饮食的思维观念转变。国际上可口可乐以及百事可乐等饮料企业被迫降低食糖使用量，欧盟甚至禁止在大学和高中使用含糖的可乐。白糖的消费在熊市中，旺季不旺，国内的食糖消费整体一般，增速有限。我们未来依然维持年 3% 的消费增速的观点。

成品糖产量

2018 年 10 月我国成品糖产量达到 37.3 万吨，同比增长 10%；1-10 月成品糖累计产量达到 1061 万吨，累计增长 12.3%。成品糖增速下降，同比增速都维持较低水平，后期也难有明显增长。过去几年都维持较低的水平，因此预计后期也难有起色。

图表 304：成品糖产量同比

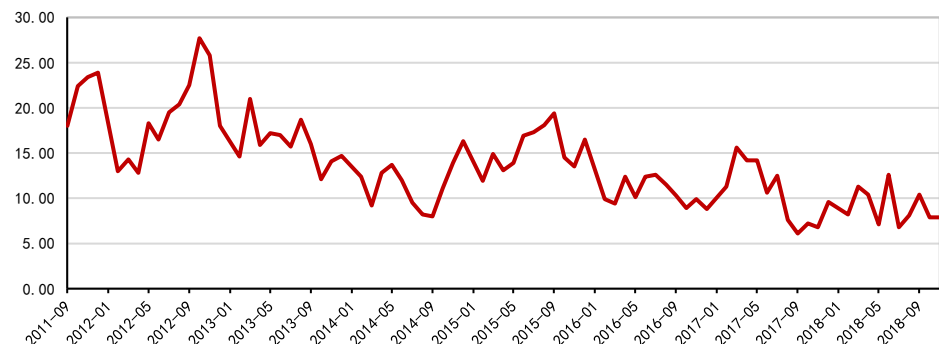


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

饮料产量

2018 年 10 月我国饮料产量达到 1079.3 万吨，同比增长 6.3%；1-10 月饮料累计产量达到 13487 万吨，累计增长 5.4%。软饮料产量同比增速下降明显，为近 7 年的最低水平。后期软饮料还将呈现下降趋势，加之健康理念和老龄化社会因素，未来软料用糖将低速增长。

图表 305：饮料类零售当月同比



资料来源：万得资讯，公开资料，中投期货研究所

糖果产量

2018 年 1-8 月全国糖果产量有小幅下降，2018 年 8-10 月全国糖果产量呈温和增长，产量回升；2018 年 10 月全国糖果产量为 26.76 万吨，同比增长 3.6%。2018 年 1-10 月全国糖果产量为 246.7 万吨，同比增长 7.15%。2018 年糖果消费增速将比去年增加 6% 左右。

淀粉糖替代

果葡糖浆较白糖具有明显的价格优势，终端企业基于降低成本要求，大量使用果葡糖浆替代白糖。2018 年果葡糖浆产量为 395 万吨，预计 2019 年果葡糖浆产量将达到 500 万吨，新增果葡糖浆产量大部分用于替代白糖，且果葡糖浆替代白糖呈现不可逆转趋势。淀粉糖大概每年替代白糖消费量约 200 万吨。我国淀粉糖目前总产能为 2000 万吨，2020 年将会突破 2500 万吨。淀粉糖和白糖互相替代使用的行业主要集中在碳酸饮料、果汁、罐头等饮料企业，该部分行业市场替代容量最大，碳酸代表以可口可乐为主，替代料达到 75% 以上，其他如糕点、蜜饯等食品也有替代量。未来淀粉糖的替代量估计超过 300 万吨。

未来市场交易逻辑

压榨期供应充足

随着 12 月 12 日凤糖和睦以及南华那桐两家糖厂的开榨，截至目前不完全统计，广西已有 48 家糖厂开榨，同比减少 1 家；开榨产能合计已超 40 万吨/日，同比减少 0.55 万吨/日。新糖上市，定价并不高，广西糖厂平均售价为 5100-5200 元/吨。今年广西甘蔗结算价为 490 元/吨，折算食糖完税成本大致为 5800 元/吨，目前南方新糖和北方甜菜糖已经陆续上市，广西等主产地在 12 月集中进入开榨高峰，直到 2019 年 3 月份这段时间都是供应高峰期。压榨高峰期，糖价格一般震荡走弱。因而后期我们坚持这种看法，认为未来供应集中期，价格将承压。

全球产量受天气影响减产

近期世界气象组织，公布了一些数据，数据表明厄尔尼诺现象出现的概率是 75%。日本也在进行细微现象观察，目前日本气象厅观测结果发布了厄尔尼诺现象的概率为 75%。受厄尔尼诺现象影响的海域一直在扩大，整个赤道地区的太平洋海域都会有海水温度上升的现象。天气将严重影响 2019 年全球食糖的生长以及产量。

预计 2018/19 年度（10 月-9 月）印度因干旱和虫灾减产，泰国新生化产业政策若落实将大幅减产，欧盟同样因干旱减产。预计 2019/20 年度（4 月-3 月）巴西中南部因甘蔗制醇比下调增产，泰国基于本榨季大幅减产的前提将增产，印度、欧盟或将维持减产。

种植面积预计稳定增长

2018/19 年榨季广西糖料种植面积是 1160 万亩，同比上榨季增加了 20 万亩，涨幅 1.75%。广西 8 月与 9 月降水不均，8 月份广西部分地区降雨较少，出现干旱情况；而 9 月份受台风影响降雨又比较多，部分蔗区出现甘蔗倒伏现象；受降雨不均与台风影响，甘蔗株高同比下降，与去年同比预计甘蔗单产有所下降，虽然甘蔗种植面积小幅增加，但预计 18/19 榨季广西增产的空间有限。预计 2018/2019 榨季全国产量为 1069 万吨。

市场展望

2017/2018 榨季，国内白糖年产量 1069 万吨，进口量为 280 万吨，走私糖约为 150 万吨，表观消费 1500 万吨。目前国储的库存超过 600 万吨，库存依然较足，贸易商无明显补库需求。全年供应总量约 2100 万吨，供应量比较充裕。配额外进口关税提高为 90%，因而目前国内价格比外糖价格高一倍左右。随着配额外进口利润为负，未来国内供应增量下降。

供应端，全球主要产糖国因为厄尔尼诺天气以及甘蔗种植面积减少导致产量预计下降明显。巴西目前甘蔗制糖比例为 35%，产量可能下降 600 万吨至 2800 万吨。2019 年，全球食糖将继续过剩 500 万吨左右。

全球消费增速低迷，消费对价格支撑不足。预计国家糖价格延续弱势。消费并不乐观。国内总消费量大约 1500 万吨，增速非常缓慢。近年来，淀粉糖发展势头迅猛，本年度淀粉糖预计将替代掉 200 万吨的白糖消费份额。未来淀粉糖产能持续扩张。

总体上看，全球食糖供需在 2018/19 制糖年国际糖供应收缩，糖价中长期筑底。而国内呈现高库存的特点，国内产量比上年小幅增加，消费量变化缓慢。纯压榨期，供应量大增，现货易跌难涨。预计国内糖价格弱于外国价格。

策在年底或明年初得到落实，原糖或会有所反弹，但在印度急于去库存、原油走弱的压制下，预计原糖一、二季度仍以震荡为主，而三、四季度若得到天气条件支撑，或将因北半球 2018/2019 年度减产而走势偏强。

操作上，预计未来糖价先下跌后上涨，国内目前处于压榨高峰阶段，价格压力非常大。而印度目前急于处理糖的库存，全球糖价承压。在三四季度预期全球出现灾害性天气，糖价触底反弹。因此，一二季度选择反弹高点择机做中短线空单介入注意把握好做空的节奏。三四季度逐渐转向多头操作思路。预计 2018 年 SR1905 波动区间为（4600，6000）。套利方面，维持近弱远强的判断，注意合约之间的反套机会。

中投期货研究所简介

中投天琪期货研究所是国内券商系期货公司最早开设的研究所之一，目前研究所共有研究员 8 人，研究范围基本覆盖四大交易所 30 多个活跃品种。

研究所自建立以来就以拥有高素质的研究人才队伍和创造性的服务业绩而广受客户好评，研究所运用大量的信息、数据和先进的数据分析模型为客户提供专业的套保策略方案、套利交易策略方案及程序化交易策略等多样化、个性化和高效率的服务，近几年通过不断努力屡获名次，多次获得大商所十大农产品、化工品研发团队称号，中国最佳农产品产业服务奖，大商所十大研发团队前十名，期货日报、上海证券报等最佳农产品分析师等奖项。

研究员简介：

张伟，华中科技大学经济学硕士，中投天琪期货公司研究所负责人，股指期货研究员和宏观经济研究员。从事期货行业数年，宏观经济学习和实践达 15 年以上，对宏观经济、股指期货、经济形势下大宗商品以及资产配置有一套系统的模式，尤其擅长投资组合的构建和风险控制。在《期货日报》、《证券时报》、《中国证券报》、《大众理财》、《卓越理财》等发表文章数十篇。

于瑞光，哈尔滨工程大学金融学硕士，现为中投期货研究所豆类首席研究员。2007 年开始从事农产品期货研究，先后在《期货日报》、《中国证券报》等全国性媒体发表过相关文章数十篇。自 2010 年起曾连续 7 年获得《期货日报》与《证券时报》评选的中国最佳豆类期货分析师称号，2012 年获得上海证券报颁发中国最佳农产品分析师称号。熟悉豆类油脂产业发展状况，注重调研大豆产业链各环节的动态变化对价格的影响，善于将农产品基本面研究和数量化分析相结合，具备良好的趋势型行情把握能力，多年来一直致力于服务实体产业套期保值和客户资产增值。

王万超，东北财经大学金融学硕士，中级经济师，现任中投天琪期货国债期货、黑色产业链研究员，从事期货研究工作 5 年，国债期货、黑色产业链方面有丰富的数据库，并构建相对完善的研究和投资体系，在《期货日报》新媒体、《深圳商报》、《中国证券报》、东方财富网等发表过多篇文章。

卢时强，东北财经大学统计学硕士，中投期货白糖行业、甲醇行业研究员。深入分析产业供需和宏观经济动态，对白糖产业链和甲醇行业多次进行调研，熟练掌握现货行业动态，并结合产业周期分析，多次准确预测白糖和甲醇价格趋势。在《新浪财经》、《期货日报》、《和讯财经》、《深圳商报》等媒体发表文章若干，接受 CCTV 财经频道采访，具有丰富的白糖和甲醇投研经验。

李小薇，澳大利亚卧龙岗大学国际贸易专业硕士，现任中投天琪期货有色金属研究员，从事期货研究工作 7 年，有色产业链方面有丰富的数据库，并构建相对完善的研究和投资体系，服务产业客户，获得了客户的好评；并多次接受媒体采访，CCTV 的期货时间，取得了较好的社会反响。

刘绅，澳大利亚国立大学金融学硕士，中投期货原油化工产业研究员，主要负责原油、塑料、PP、橡胶品种的研究。注重对供需关系及时全面的把握，对化工产业链具备较为深入的理解，形成以基本面、技术面和事件驱动为基础的研究体系。在期货日报新媒体、《中国证券报》、《深圳商报》等财经媒体发表原油期货相关文章。

姜云超，毕业于中国农业大学，工商管理硕士，中投天琪期货有限公司聚酯行业和煤炭行业研究员。2010 年进入期货行业。曾参与国家发改委煤炭司的煤炭市场化研究，负责研究煤炭行业期现结合部分。在《期货日报》新媒体、东方财富网等发表文章若干。

吴起睿，对外经济贸易大学金融学硕士。现为中投天琪期货有限公司纸浆期货研究员，主要负责纸浆的研究，熟悉国内外纸制品工业发展动态、供求状况和竞争格局，深入了解纸浆产业链情况，构建基本面与技术面相结合的研究体系。

免责声明

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