



中投期货策略周报 (2019 年第 03 期)

研究员:

张伟

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

于瑞光

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

李小微

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

王万超

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

刘坤

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

姜云超

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

联系人:

卢时强

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

吴起睿

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

周度投资视点

宏观策略: 全球经济联袂下行, 货币政策集体转为温和。处于紧缩过程中的美国明显放缓了紧缩的步伐, 美联储加息放缓且逐渐进入尾声; 欧央行会议纪要显示加息预期时间已经推迟至 2019 年末; 中国央行则直接降息向市场提供充裕的流动性。国内外一系列刺激政策等因素使得宏观面偏暖, 预计工业品短线偏强概率较大。但是中期看宏观面的弱势难以通过政策对冲缓解, 因此, 对于部分供需关系已经明显逆转的品种, 可继续关注因宏观因素而反弹后的抛空机会。

股指期货: 两市整体走势较为健康。中美贸易谈判没有超预期利好, 但是近期的一系列政策刺激市场相关板块走强, 两市涨停个股维持较好数量, 显示市场情绪较好。短期宏观面偏暖, 以及近期难有超预期利空因素, 预计指数震荡反弹概率较大, 踏空投资者可适当关注回踩后的买入机会。但是仍需要遵循“逢低敢买, 逢高舍得卖”的理念。

铜: 全球经济前景或增速放缓, 打压投资情绪。供应端偏宽松, 现货市场畏跌, 买盘谨慎, 需求端无亮点。在基本面压力下, 幅度有限。铜价保持震荡思路, 主要运行 47000-51000 区间震荡。

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

铅: 全球经济前景或增速放缓, 打压投资情绪。中美贸易摩擦将会一直铅蓄电池的出口, 虽然通信行业蓬勃发展但对铅消费方面贡献甚微, 2019 年铅市场将会呈现供大于求的局面, 价格波动重心将会进一步下移。下游铅蓄电池企业对后市不乐观, 按需采购为主, 交投持续清淡消费表现羸弱。预计沪铅将在 17000-18000 区间震荡, 维持震荡思路。

黑色金属: 钢材市场后期处于库存快速累积过程, 钢厂给出 3700 元/吨附近价格继续观察贸易商的补库行为, 近期看市场经过前期基建投资扩大、降准、贸易商谈判等利好刺激下的涨势结束, 下周一宏观数据延续回落概率大, 对整体黑色市场产生利空影响。

动力煤: 综合来看, 安监总局的停产论证要求涉及产能总量并不大, 但是在边际上会对盘面产生较大刺激。现货方面港口库存去化依然较慢, 电厂库存可用天数依然较高。预计现货价格将维持低位震荡走势, 操作上建议观望为主, 日内操作可以尝试短多, 注意控制仓位。长期趋势依然不明朗。

甲醇: 操作上, 跟随原油节奏, 密切关注库存情况, 已有空单可以持有。甲醇生产利润依然较高, 甲醇的开工率高于同期, MA905 合约 2500-2600 压力较大, 等待反弹抛空。

纸浆: 后期纸浆整个基本面的扭转还需求面的提升, 继续等待年后各大纸厂全面恢复生产, 3 月教辅印刷旺季的来临。短期仍建议以观望为主, 注意追多风险。

油脂油料: 在豆类市场整体出现调整信号后, 原有大豆、粕类和油脂多单需要择机减持, 待市场调整充分后买入油脂多单可作为优先考虑。

白糖: 操作上, 广西现货价格持续弱势, 建议保持空头思路。宏观经济偏弱, 同时国内集中压榨, 现货价格疲软。后期维持做空思路, 等待反弹抛空, 跟随商品节奏。关注 5800-5900 压力。

目 录

期货市场概况	- 4 -
周度策略：短期宏观面偏暖 中期经济压力仍较大	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 6 -
2 PPI 加速下行	- 6 -
3 流动性：央行继续暂停逆回购	- 7 -
4 商品市场策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜：延续盘整走势	- 9 -
1 基本面分析	- 9 -
2 结论：震荡思路对待	- 10 -
3 铜期货现货数据	- 10 -
锌：延续震荡走势，把握节奏	- 11 -
1 锌：影响因素	- 11 -
2 锌：延续震荡走势	- 12 -
3 锌期货现货数据	- 13 -
铅：铅价走势，将继续高位运行	- 13 -
1 铅：基本面分析	- 13 -
2 行情展望	- 14 -
3 铅期货现货数据	- 15 -
黑色金属	- 15 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 15 -
2 供需端：供应增需求弱，社库延续增加	- 16 -
3 原料端：补库下铁矿偏强，焦炭供应偏松	- 17 -
4 总结与建议	- 19 -
动力煤	- 19 -
1 走势回顾	- 19 -
2 基本面分析	- 19 -
3 综合分析	- 21 -
甲醇	- 21 -
1 甲醇市场供求分析	- 21 -
2 综合分析	- 22 -
3 甲醇主要数据	- 23 -

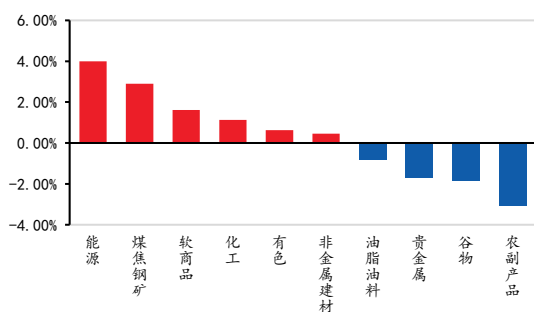
纸浆：需求弱势库存压力难改，纸浆后续注意追多风险	- 24 -
1 行情回顾：中美贸易谈判鼓舞市场情绪，纸浆上破前高	- 24 -
2 基本面分析	- 24 -
3 总结与建议	- 28 -
油脂油料：中美贸易磋商结果不及预期，豆类市场冲高回落	- 29 -
1 外部豆类市场分析	- 29 -
2 国内油脂油料市场分析	- 29 -
3 油脂油料市场操作建议	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -
白糖	- 31 -
1 白糖市场供求分析	- 31 -
2 综合分析	- 32 -
3 白糖市场主要数据	- 32 -
免责条款	- 34 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
原油	燃油	沥青	焦煤	PTA	线材	镍	热轧卷板	胶合板	硅铁
8.38	7.30	5.71	4.71	4.70	3.83	3.17	2.63	2.52	2.49

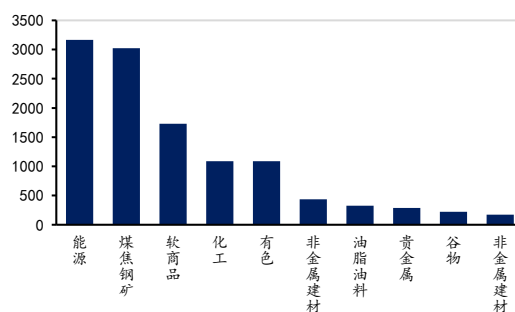
国内市场跌幅前十（单位：%）									
纤维板	玉米淀粉	豆粕	玉米	黄金	豆一	苹果	白银	菜粕	铅
-10.91	-2.61	-2.20	-2.04	-1.88	-1.39	-1.15	-1.14	-1.06	-1.05

图表 1：商品板块周涨跌幅



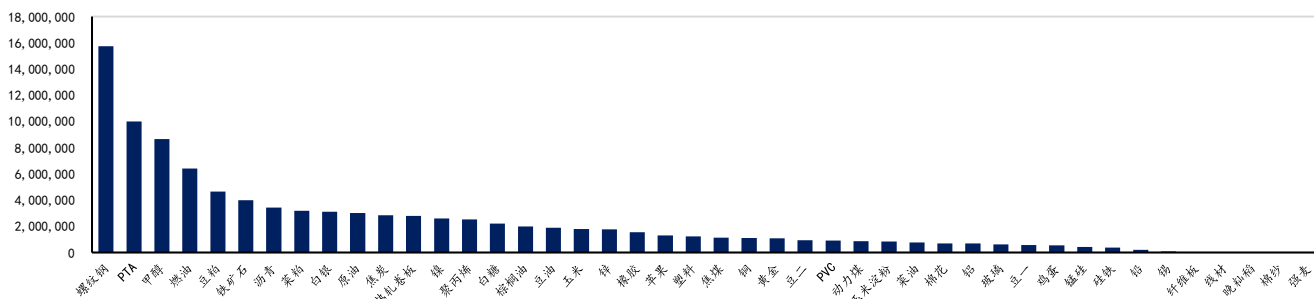
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：商品板块周成交量（万手）



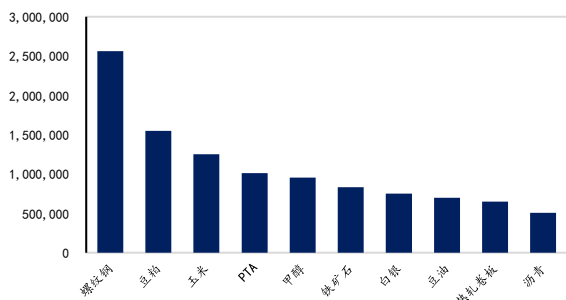
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：国内期货品种周成交量（手）



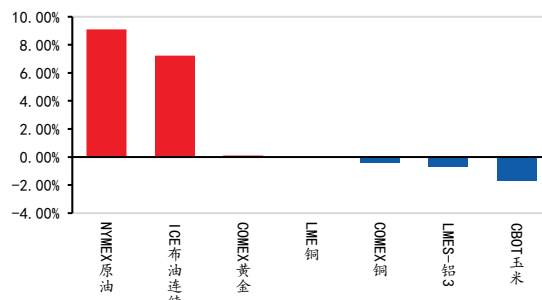
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：国内商品持仓量排名前十



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：国际商品涨跌幅



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

周度策略：短期宏观面偏暖 中期经济压力仍较大

本周除了原油走势稍强之外，市场维持震荡走势。本周原油大幅反弹 8%，属于连续第二周的强势反弹，但是国内化工类品种几乎没有跟随出现反弹，塑料和 PP 主要是因为前期跌幅有限，而甲醇则是基本面显著变差，并未出现明显反弹。本周的有色和黑色市场都维持小幅震荡走势，不同的是有色处于相对低位，黑色处于相对高位。

短期宏观明显转暖，这一点从国内外政策面都可以看出。外围方面，美联储态度转向鸽派，极大缓解了市场紧张情绪；国内方面，降准加上各项稳增长政策出台，稳增长明显占据上风。

美联储近期的表态鸽派明显。主要原因是股市的波动和经济前景的不明朗，进入 2019 年，出现了较多的 FOMC 成员的立场出现了动摇。尽管目前来看，美联储货币政策委员会成员中鹰派及偏鹰居多，但根据几位高官最近的发言，市场注意到亚特兰大联储主席 Bostic、波士顿联储主席 Rosengren 和芝加哥联储主席 Evans 都从他们偏鹰或中立的立场开始向鸽派方向滑动。截至目前，美联储高官中已至少有 7 位于近日呼吁谨慎加息，其中有 4 位拥有 2019 年 FOMC 的投票权。而从最近华盛顿经济俱乐部与凯雷集团联席执行董事长时，鲍威尔几分钟内四次提到“耐心”，称若政府关门持续更久，经济数据可能体现影响；未看到美国经济衰退风险加剧的迹象；很担心美国债务增长；未来资产负债表规模将明显低于当前水平，高于过去水平。

展望 2019 年“灵活调整”将成为美联储货币政策主基调。与 2018 年明确的渐进式加息路径不同，每一位官员都可能因经济数据随时转变自己的立场，换言之鹰派和鸽派阵营划分变得模糊起来。从今年年开始美联储每年八次例行政策会议后都会召开记者会，而非过去每季度召开一次，这也加大了行情的变数。

国内方面，稳增长力度明显加码，最明显的就是央行下调存款准备金。

1 月 2 日，央行调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准，有利于扩大普惠金融降准优惠政策的覆盖范围，政策呵护小微企业意图不减。央行年度工作会议强调稳健的货币政策要松紧适度、加大对民营小微企业支持力度并稳妥推进利率“两轨并一轨”。价格传导机制的完善将使货币政策有望由数量型向价格型转变，此外利率传导渠道的疏通也将逐步完善货币政策传导机制，便于宽货币向宽信用传导。1 月 4 日央行下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，净释放长期资金约 8000 亿元。缓解春节前流动性压力是主要原因，春节前由于居民增加采购、企业发放薪资、缴税以及地方债发行，现金需求会出现短暂显著的增加，全面降准有助于缓解节前流动性压力。降低企业融资成本是内在原因，根据央行测算，置换中期借贷便利每年可直接降低相关银行付息成本约 200 亿元，有利于降低金融机构融资成本，进而为实体经济降低融资成本创造条件。增加逆周期调节力度、稳定总需求是核心原因。全面降准体现央行创造合理充裕流动性环境，部分缓解国内经济下行压力的呵护态度，当然美国加息节奏趋缓使我国货币政策面临的掣肘有所减弱。分两次下调准备金率，表明央行不搞大水漫灌、实施稳健货币政策的一贯原则。综合来看，本次全面降准体现央行增加逆周期调节力度、稳定总需求的呵护态度，但依旧延续不搞大水漫灌的一贯原则，预计货币政策仍将保持松紧适度的总基调。但在货币传导机制尚待完善背景下，货币调控在稳增长方面仍存局限，预计随财政政策发力，货币调控在“稳增长”方面的重担将有所减轻。

总结来看，全球经济联袂下行，货币政策集体转为温和。处于紧缩过程中的美国明显放缓了紧缩的步伐，美联储加息放缓且逐渐进入尾声；欧央行会议纪要显示加息预期时间已经推迟至 2019 年末；中国央行则直接降息向市场提供充裕的流动性。国内外一系列刺激政策等因素使得宏观面偏暖，预计工业品短线偏强概率较大。但是中期看宏观面的弱势难以通过政策对冲缓解，因此，对于部分供需关系已经明显逆转的品种，可继续关注因宏观因素而反弹后的抛空机会。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 6：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	1 月 11 日	美联储主席鲍威尔：对加息能灵活且耐心 确认持续缩表	鲍威尔表示：未看到美国经济衰退风险加剧的迹象；很担心美国债务增长；未来资产负债表规模将明显低于当前水平，高于过去水平。	美联储态度明显转向，市场风险偏好回升
	1 月 11 日	欧洲央行：加息预期时间已经推迟至 2019 年末	议息会议纪要：基本面因素支撑当前经济发展；购债结束后，前瞻指引是基本工具；在不确定性环境中存在着风险；	建议分析定向长期再融资操作（TLTRO）对政策立场的影响，显示出欧央行的谨慎心态
数据	1 月 8 日	在岸、离岸人民币涨破 6.75 一周暴涨逾 1000 点	在岸、离岸人民币兑美元午间双双升破 6.75 关口，日内连续 6.78、6.77、6.76、6.75 四道关口，双双刷新去年 7 月以来新高。	在消息面和美元走弱的双重影响下，人民币或仍有升值空间。另外，人民币汇率与中美贸易谈判有关。
	1 月 9 日	中国 12 月外储连续第二个月回升	2018 年末中国外汇储备 30727.12 亿美元，相比 2017 年末减少 672.37 亿美元。中国 12 月末黄金储备 5956 万盎司，环比增加 32 万盎司，为 2016 年 10 月以来首次上升。	2 月外储上升的原因主要是年末非美元货币相对美元汇率小幅上升，主要国家债券价格有所上涨，汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，外汇储备规模小幅回升。
事件	1 月 11 日	特朗普因民主党拒绝就边境墙问题妥协取消达沃斯之行	美国总统特朗普当地时间 10 日在推特上宣布，取消出席达沃斯世界经济论坛的行程。	特朗普要求国会为加强边境安全拨款 56 亿美元，而民主党控制的众议院只同意额外拨款 13 亿美元。

资料来源：中投期货研究所

2 PPI 加速下行

1 月 10 日统计局公布数据显示通胀低于预期。2018 年 12 月 CPI 同比上涨 1.9%，增速较上月放缓 0.3 个百分点，低于与市场的预期。油价下跌拖累非食品消费品价格回落，使得 CPI 低于预期。12 月 PPI 同比上涨 0.9%，涨幅较上月回落 1.8 个百分点，大幅低于与市场的预期。供需缺口收窄，叠加油价下行共同拉低 PPI 大幅低于预期。

油价下跌拖累非食品消费品价格，致使 CPI 低于预期。12 月 CPI 环比录得持平，较前值回升 0.3 个百分点。拆分来看，食品价格环比季节性上涨 1.1%，基本符合季节性规律。猪肉价格环比上涨 0.7%，保持平稳，非洲猪瘟对猪价的影响尚未显现。牛、羊肉价格受猪肉替代效应影响下，环比分别大幅上涨 1.7% 和 2.7%。2018 年 12 月气温偏冷影响下，蔬菜价格环比涨幅明显，录得 3.7%，但依然弱于季节性。12 月 WTI 原油价格从月初的 52.9 美元/桶回落至月底的 45.4 美元/桶，国内成品油价格也下调三次，非食品消费品则跟随油价明显回落，12 月交通工具用燃料环比下跌 9.9%。服务项价格环比持平，较前值回升 0.2 个百分点，但处于近 5 年以来的低点附近。通信服务环比下跌 0.1%、医疗保健环比上涨 0.1%，均低于过去 5 年的均值。

供需缺口收窄，叠加油价下行共同拉低 PPI 大幅低于预期。由于环保限产力度缓和情况下上游企业产出释放，而下游需求持续走弱，供需差收窄推动工业品价格下跌。12 月 PPI 环比下跌 1.1%。油价继续走低，对石油相关的产业链负向拉动明显，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业环比分别下跌 12.9%、7.6%。去年的高基数也是拖累 PPI 的一大因素。往前看，供需缺口继续收窄，油价短期内或难有起色，预计 2019 年 1 月 PPI 可能转负。本月 PPI 与 CPI 剪刀差是 2016 年 11 月以来的首次转负，这将在一定程度上缓和下游行业的成本压力。

PPI 加速下行，通缩压力隐现。居民收入增速将伴随名义 GDP 增速的回落而承压，居民消费需求偏弱。猪肉价格短期内难以大幅攀升，1 月高频数据显示猪肉价格依然在回落，非洲猪瘟带来的去产能还未对猪价形成显著的提振。CPI 中的非食品消费品则将跟随 PPI 同步下行。服务项价格受制于经济景气程度也将承压。预计 2019 年 1 月的 CPI 将和 12 月持平在 1.9% 左右。工业品供需缺口收窄和基数效应将共同推动 PPI 同比涨幅持续收窄，如果油价继续大幅下行，PPI 在 2019 年 1 月存在跌入负区间的风险。这意味着 PPI 与 CPI 的负剪刀差将进一步扩大，对下游企业构成利好。通胀风险已成为过去，当前经济面临的是通缩风险在增加，因而不会对货币政策宽松形成掣肘。但当前的政策传导渠道依然不顺畅，通过适当放松金融监管和实体融资管控，以实现社融增速持续改善。

3 流动性：央行继续暂停逆回购

本周全周央行都未进行逆回购，实现资金净回笼。

今年以来央行很可能持续暂停公开市场操作，其目的是降准抹平春节期间的流动性缺口，同时长期流动性会继续充足春节后的资金面，于此同时保证银行间资金利率不能过低，防止金融机构加杠杆。

月初资金面继续延续宽松态势，各期限均有融出。1 月 9 日，各期限资金融出充裕，隔夜开盘即有减点 15bp 的融出，押存单的隔夜最低加权价融出，7 天成交在 2.3% 左右的位置；隔夜加权利率迅速下行至 1.55% 左右位置，7 天加权价下落至 2.3% 左右，7 天-21 天融入需求较少，1 个月左右的跨春节押利率资金融出在 2.90%，押信用的跨春节资金融出在 3.20% 左右。午后，市场继续宽松，但减点隔夜融出较少，押信用和存单的隔夜融出也有所减少，宽松态势延续至收盘。

10 日银存间 1 天质押式回购（DR001）开盘报 2.55%，上日加权平均价报 1.5583%；银存间 7 天质押式回购（DR007）开盘报 2.65%，上日加权平均价报 2.3866%。

目前过低的资金利率主要是降准后的情绪及财政错位期资金量充裕所致，后续随着缴税和春节资金需求量增长，资金利率将有所上行。结构性去杠杆仍在继续，因此为了防止过低的资金利率引起金融杠杆的上升，短端利率可能仍将受到干预，而对于长期利率，为了避免信用的过快收缩，未来降准甚至降息政策仍可期。

4 商品市场策略

全球经济联袂下行，货币政策集体转为温和。处于紧缩过程中的美国明显放缓了紧缩的步伐，美联储加薪放缓且逐渐进入尾声；欧央行会议纪要显示加息预期时间已经推迟至 2019 年末；中国央行则直接降息向市场提供充裕的流动性。国内外一系列刺激政策等因素使得宏观面偏暖，预计工业品短线偏强概率较大。但是中期看宏观面的弱势难以通过政策对冲缓解，因此，对于部分供需关系已经明显逆转的品种，可继续关注因宏观因素而反弹后的抛空机会。

5 股指期货市场分析

短期宏观面偏暖 指数连续第二周上涨

本周指数涨幅较为有限，但是题材股活跃，市场情绪进一步升温。

周五的走势较有代表性。早间指数小幅高开，开盘后震荡后在金融股的带动下快速拉升，但随后券商带头跳水，权重股冲高回落下指数连续下行盘中翻绿。此后，题材股开始活跃，次新股午后持续发力，指数震荡回升一度创日内新高。近期市场一直维持这样的走势，权重股小幅上涨，题材股大幅上涨，市场热度较高。

美联储的鸽派言论对欧美市场形成持续提振，欧美市场再度上扬，亚太市场普遍走好，周度走

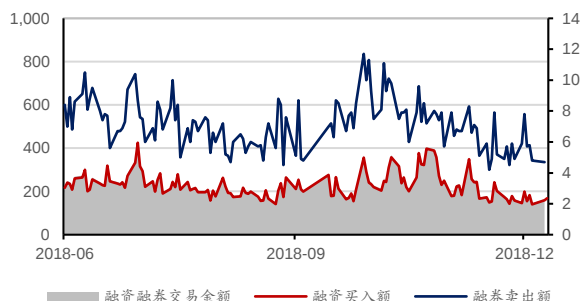
势看，人民币近期持续大幅升值，工信部今年即将发放 5G 临时牌照等利好消息刺激相关板块全线走强。银行，保险等权重股受益于人民币升值短线基本企稳回升，有力的提振了投资者的做多热情，沪指在 2400 点附近成果构筑二次底部的概率稳步提升。虽然目前国内宏观经济数据继续震荡下行，但有理由相信监管层未来将陆续出台更多的提振经济的刺激措施，随着利好政策的持续发酵，以及中美贸易谈判成功达成协议之后，未来沪指有望率先企稳回升。目前的股指需要在 2500 点区域充分酝酿，等待突破时机的来临。建议投资者近期密切关注政策面，资金面以及外盘的变化情况。

市场有望延续震荡反弹行情

总体上，对于 2440 点启动的反弹有以下几点观点：一方面，2440 点的反弹确定性较强，目前反弹趋势并且发生改变；另一方面，这里暂时定性为超跌下的技术反弹，但政策托底以及估值低位优势下，短期反弹或超预期；此外，个股结构性行情已经逐步展开，市场热度较高，这样的情况容易走出震荡反弹行情。由于经济下行压力等各方影响，尤其是场外资金的观望情绪还在，市场反弹的后劲动能不足，或是导致行情可能持续性不强的核心问题。因此，反弹过程中切忌追高，应寻找回调中的低吸机会。

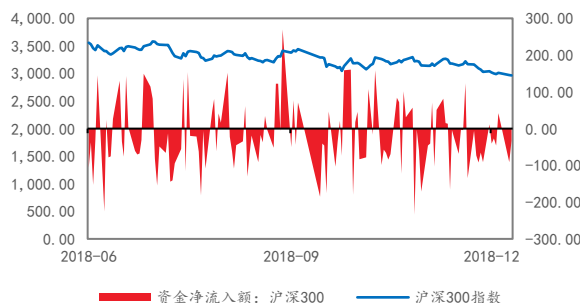
从盈利和估值的角度看，市场底仍需要等待，但是不妨碍反弹行情。目前成长板块缺乏 2013 年-2014 年的外延式增长环境，一方面，估值太低，通过定增收购体外盈利很难，不少行业一、二级估值甚至倒挂；另一方面，上一轮外延增长、业绩承诺遗留的商誉问题也还没有完全解决，目前创业板存量商誉占净利润+净资产的比重仍旧高达 17.7%。成长优于价值的反弹风格更多还是基于相对估值修复的逻辑。以 PEG 修复为基准，后市中证 500 的估值优势仍需要时间等待。但是整体来看，沪指 2500 及以下区域属于相对低位，可考虑低吸操作，沪指 2600 以上可逐渐考虑卖出。

图表 7：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



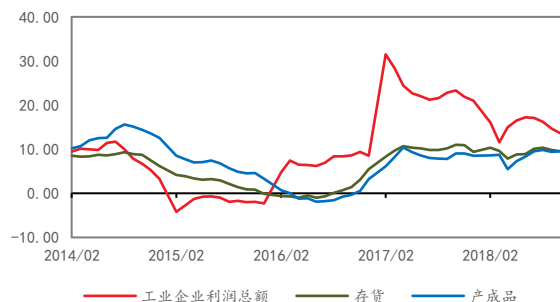
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铜：延续盘整走势

1 基本面分析

铜矿供应增加

2018 年 9 月全球铜矿产量为 169.7 万吨，较去年同比增加 0.71%；2018 年 1-9 月全球铜矿累计产量为 1510.5 万吨，较去年同比增加 2.67%。2018 年铜矿供应增速的回暖主要同大矿的产出恢复（罢工问题减少）及新矿的产出释放有关。2019 年全球新增大型铜矿项目稀少，主要包括第一量子旗下 Cobre Panama 矿项目于 2018 年试运转，在 2019 年接近满产，预计增长 15 万吨。韦丹塔赞比亚 KCM 公司 Konkola 铜矿预计 2019 年产量为 30 万吨，较 2018 年增加 10 万吨。铜矿增速有所下降，生产企业资本开支持续下滑，考虑到铜矿项目新建、扩产耗时在 4-5 年，铜矿或进入新一轮的紧缩周期，叠加铜矿入选品位持续下滑，矿山设备老化问题逐步显现，当前全球铜资源开发勘探遭遇瓶颈。

进口弥补不足

中国铜矿进口的增长依然很强劲。今年 1-9 月份铜矿进口增长 19.7%至 1500.2 万实吨，9 月进口量更是创下单月进口量新高。国内冶炼厂对铜矿的需求仍在高速增长。高增长的核心逻辑在于冶炼厂产能的持续扩张以及开工率整体的居高难下，近期精废价差有所修复，有废铜货源流入市场替代精铜。TC/RC 作为铜矿供应松紧度的直接反应，CSPT 小组于近日召开会议，敲定一季度地板价为 92 美元/吨，较上季度涨 2 美元/吨。地板价继续走高，源于当下冶炼厂对于一季度采购欲望不强，仅对 3 月到港的货源持较强兴趣，但是目前贸易商也收紧了报盘，双方较为僵持，TC 有转向之势。

废铜供应偏紧

受政策影响，2018 年废铜进口审批愈发严格，致使 2018 年废铜进口量大幅减少。2018 年 1-9 月累计进口废铜 178 万实物吨，同比下降 35.9%。从今年数据来看，进口废铜量下降是必然趋势，这是由于进入 2018 年以后国家对进口废铜特别是废七类管制较严，使得进口废铜大幅减少。生态环境部、海关总署等联合发布公告，将废钢铁、铜废碎料、铝废碎料等 8 个品种固体废物从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，自 2019 年 7 月 1 日起执行。自此，2019 年废七类将被禁止进口，而废六类将被限制性进口。

目前废铜市场呈现供需两弱状态，精废价差处于相对低位，废铜替代优势下降，废铜持货商捂货惜售。尽管未来进口废铜收缩已成不争的事实，且国产废铜不能对进口缩量进行有效补充，短期对废铜供应影响不会太大，而且市场对废铜收缩已有预期，因此对铜价的提振作用有限。

精铜供应充足

目前铜精矿加工费和硫酸价格维持高位将继续刺激冶炼产能的投放，2018 年计划投放产能 225 万吨，目前已投产 180 万吨，新增产能远超市场预期。从企业的投产和产量周期来看，1-11 月累计产量将达到 796.45 万吨，同比增幅 9.6%，国内精铜供应基本处于宽松状态。目前安泰科将 2018 年产量从年初的 820 万吨调高到 854 万吨，增幅会在 6%，超过去年 4.7%的增幅。2019 年上半年国内铜冶炼厂检修较多。需注意的是，近两年国内冶炼产能进入投产高峰。据悉，中铝东南铜业 40 万吨冶炼项目已正式开始产出成品，目前是第一期 20 万吨，后面仍有 20 万吨产能。另外，广西南国铜业新增 30 万吨和赤峰云铜新厂区 40 万吨的精炼产能或在 2019 年集中投产。预计 2019 年有超过 70 万吨的年度产能将要投放。

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

线缆成为需求亮点

下游消费呈现明显放缓，全球铜消费步入平稳低速增长。空调市场增长和房地产景气度高度相关，一般滞后几个月，地产销售面积增速明显放缓，房地产市场受到一定压力，2018 年 1-10 月房屋新开工面积累计值为 168754.05 万平方米，累积同比增长 16.3%；房屋竣工面积累积值为 57391.81 万平方米，累计同比减少 12.5%。预计未来全国房地产将延续成交量增速回落的走势，未来房地产形势依然严峻。房地产下行周期是基本确定，但是从销售再传导的投资、建设还有一段时滞，房地产销售疲软直接影响相关行业空调销售下滑。2018 年 11 月空调产量为 1519.8 万台，同比上升 7.6%，增速相较于 2017 年出现回落。2018 年空调数据持续疲弱，前期空调拉动铜消费的逻辑不太适用，预计 2019 年空调生产或进入相对平稳期。

2018 年 1-11 月电网基本建设投资完成额为 4511 亿元，同比下降 3.2%，11 月单月电网基本建设投资额为 697 亿元，相比于 10 月份的 441 亿元，大幅度增长。一般而言，电网投资基本会完成或超过其计划额。从投资额环比增速来看，下半年投资额大概率将会回升。从调研的情况来看，目前电线电缆销售比较可观，价格也比较高，我们有理由推测出后续电线电缆的消费将会有亮点。电线电缆占下游铜消费比值约为 36%，对精铜消费的拉动十分可观。

2 结论：震荡思路对待

全球经济前景或增速放缓，打压投资情绪。供应端偏宽松，现货市场畏跌，买盘谨慎，国内冶炼产能料将集中释放，精铜供应难现短缺，需求端无亮点。在基本面压力下，幅度有限。铜价保持震荡思路，主要运行 47000-51000 区间震荡。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



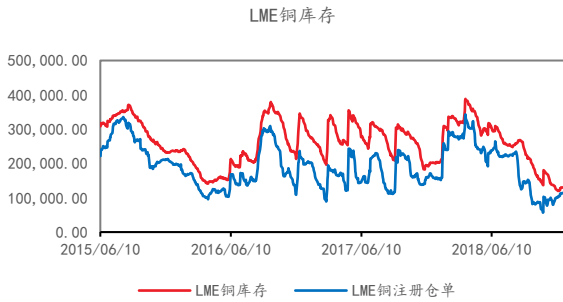
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



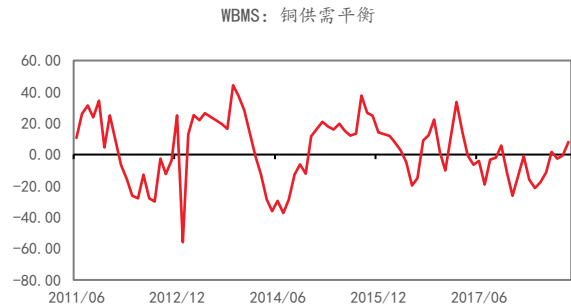
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



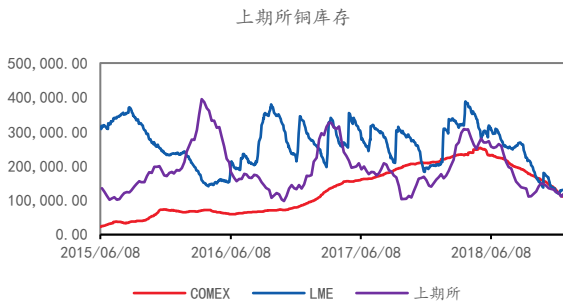
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15: 上海有色铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16: 铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌：延续震荡走势，把握节奏

1 锌：影响因素

锌矿充足成为后期风险点

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

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

加工费高位，供应充裕

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

精炼锌产量低速增长

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

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

锌需求暂无亮点

中国是全球主要的锌消费国，其中镀锌占锌消费总量的 62%，决定中国锌整体需求状况。镀锌板产量萎缩及库存高企，反映锌消费并不乐观。镀锌板（带）产量进入负增长区间，2018 年 1—11 月同比萎缩 1.34%。按照镀锌板生产逻辑：10、11 月份为终端下游开工旺季，也就是镀锌卷板的销售旺季，一般来说镀锌厂会提前生产以备销售，故 9、10 月份是锌锭的理论消费旺季。由于镀锌上游钢价的上涨，镀锌厂目前成本较高，但由于其依然有利可图（减停产短期带来的损失将大于继续生产的损失），因此他们选择尽量压缩加工利润而高负荷开工，所以锌锭的需求短期较为坚挺。

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

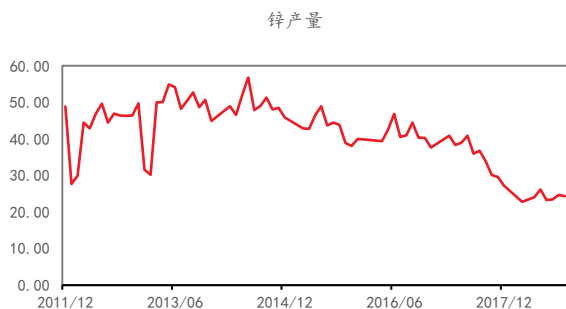
汽车方面，1—11 月国内汽车产销量分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，同比下降 2.59% 和 1.65%。中汽协预计，2018 全年车市销量或达 2800 万辆，增速在 -3% 左右。今年汽车销量统计数字同比回落，主要为 2016—2017 年基数太大所致。在购置税补贴政策利好下，过去两年汽车产销量快速增长，绝对值达到较高水平，相当程度上透支了 2018 年的消费需求。受宏观下行压力及市场结构调整影响，2018 年中国汽车产销量呈现负增长。

2 锌：延续震荡走势

随着海外矿山增、复产的逐步兑现，锌精矿供应已经得到明显改善，但增量低于预期。终端消费疲弱格局难改，锌将呈现供应过剩格局，库存回升的拐点将显现。锌精矿供给改善依然没有有效传导至锌锭，宏观面偏弱格局尚未改变，基本面偏空，预计锌价继续震荡走势，20000—22000 区间运行。

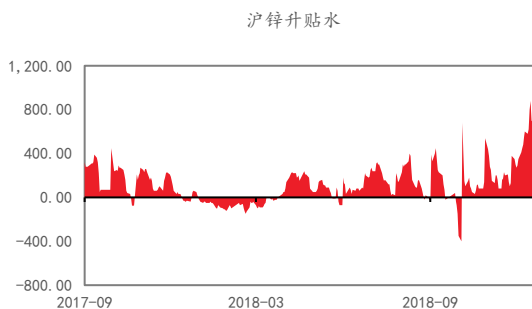
3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



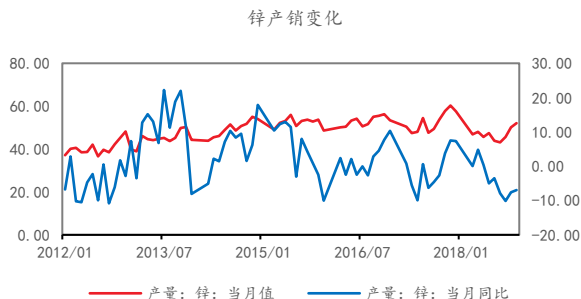
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



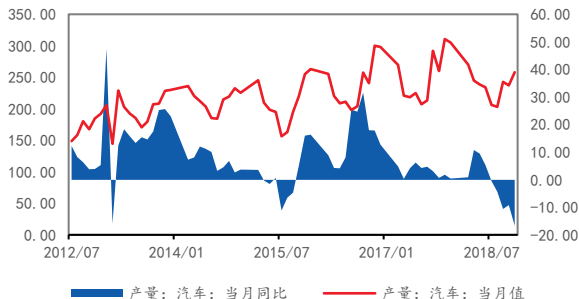
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: 锌产销变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20: 终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铅：铅价走势，将继续高位运行

1 铅：基本面分析

供需短缺

据世界金属统计局 (WBMS) 的最新数据显示, 2018 年 1-10 月全球铅市供应短缺 27.8 万吨, 去年同期为供应短缺 37.6 万吨, 缺口进一步缩窄, 因铅消费降幅超过产量, 其中全球精炼铅产量为 937.6 万吨, 同比增加 0.9%; 中国需求量为 42.3 万吨, 同比减少 3.2 万吨。

铅矿整体供应宽松

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

的情况，下降幅度达到 26.1%。而秘鲁也出现了 9% 的下跌。

铅精矿进口方面，据海关数据统计，2018 年 1-10 月份累计进口量 99 万吨，同比减少 10%。根据安泰科预估，2019 年境外新增矿山产能 12.8 万吨，主要包括澳大利亚矿山 Lady Loretta (+2)、Cannington、Woodlawn (+1.5)，印度矿山 Sindesar Khurd (+4)、哈萨克斯坦 Alaigyr (+1.5) 等。中国新增约 5.1 万吨，其中 50% 来自内蒙的增加。2016 年开始国内铅精矿加工费进入下滑通道，从 2700 元/吨降至 1400 元/吨，国内鼓励再生资源利用，再生铅与原生产使用无差异化以及利润的保证下促进了老牌企业扩产再生环节，铅精矿的开采供应以及进口量明显压缩。

精炼铅产能受限

2018 年国内原生铅产量方面，据 SMM 数据显示，2018 年 11 月原生铅产量为 26.5 万吨，环比上升 3.74%，同比下降 6.43%；1-11 月份累计产量 272.1 万吨，累计同比下降 9.71%。大型冶炼企业普遍提产冲量，期间虽因重污染天气、环保督查等因素，部分河南、湖南等冶炼企业限产 10-30% 不等，近期环保检查频繁，再生铅供应或受到影响。再生铅冶炼利润下降至盈亏平衡点甚至转为亏损，是再生铅冶炼厂主动停产的原因。短期来看，在这再生铅行业环保督查的一年，对行业新增产能释放受限。

需求旺盛

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

铅蓄电池方面，消费占比超过 80% 的蓄电池在电动自行车轻量化、新能源汽车锂电冲击，以及移动通讯基站动力电池梯次利用形成的背景下，铅酸蓄电池的消费压力较大，出口上的不确定性也较强。在传统消费旺季的 2 月份，受环保冲击影响，铅蓄电池开工率不升反降，最低开工率降至 50%，可以明显发现此前的 7 月至 10 月这 4 个月中，下游蓄电池企业开工率实则呈现出了较为明显的回升，毕竟当时传统旺季的影响还是对市场以及产业链行为产生了一定的影响，不过随着气温的逐渐降低，下游蓄企主动的采购补库需求则是呈现出了较为明显的逐渐下滑的态势，近期总体而言铅品种还是以供需两淡的格局为主。

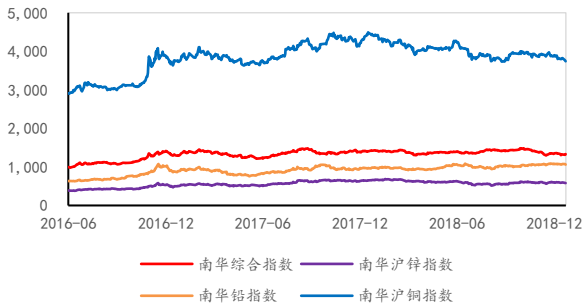
移动通信基站最被市场看好，2018 年 1-11 月移动通信基站设备上的万信道产量累计同比增速达到 49.5%，2019 年在高基数上还存在 5G 升级布网的预期。不过，中国铁塔积极开展的动力电池梯次利用是对移动通信基站新增铅酸蓄电池用量上的最大挑战。虽然存在各种技术上的问题，但初步预测，2020 年之前，退役动力电池 38.96GWh 的存量能够满足中国铁塔 38% 的电池用量。

2 行情展望

全球经济前景或增速放缓，打压投资情绪。中美贸易摩擦将会一直铅蓄电池的出口，虽然通信行业蓬勃发展但对铅消费方面贡献甚微，2019 年铅市场将会呈现供大于求的局面，价格波动重心将会进一步下移。下游铅蓄电池企业对后市不乐观，按需采购为主，交投持续清淡消费表现羸弱。预计沪铅将在 17000-18000 区间震荡，维持震荡思路。

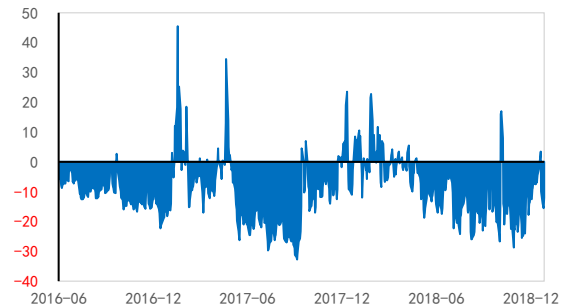
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



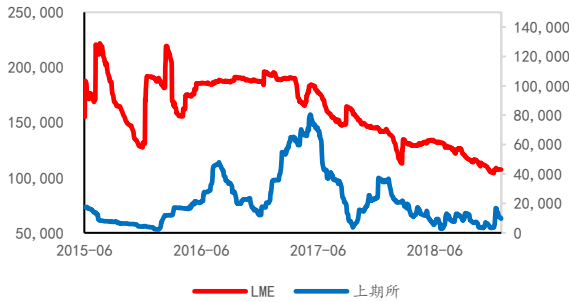
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：LME 铅升贴水



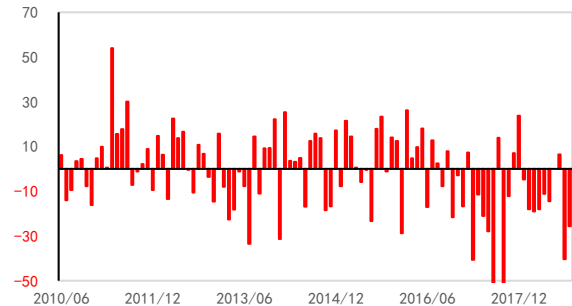
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：交易所铅库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：铅供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

市场对前期基建投资扩大、降准、中美贸易商谈判等利好预期基本落地，本周黑色系市场表现震荡分化，成材端价格维持震荡走势，原料方面铁矿石价格震荡下行，焦煤受国家安监局要求超千米冲压矿井和瓦斯突出矿关停体检，以及山东地区炼焦煤市场受相关安全论证通知文件影响，价格短期出现上涨，同时对焦炭价格产生了带动。

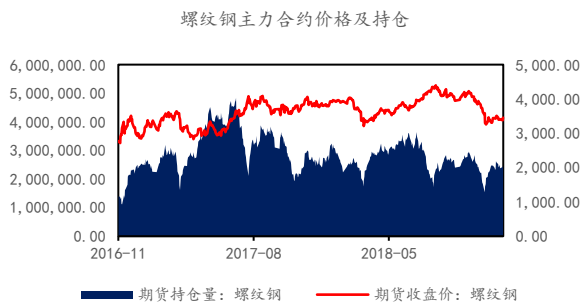
宏观数据方面，12 月 CPI 同比 1.9%，较 11 月回落 0.3 个百分点；PPI 大幅回落 1.8 个百分点至 0.9%。石油价格的大幅下跌，同时对 CPI 和 PPI 产生拖累作用，在内外需求持续走弱的情况下，通缩预期进一步上升。

从近期市场看，美元指数快速回落，人民币快速升值，主要反映美联储对于加息和缩表的鸽派言论。美联储在其货币政策会议纪要中暗示未来加息立场谨慎，鲍威尔重申加息政策并非预设，并再次提到对加息有耐心，与最近联储官员的表态一致。他表示，鉴于通胀数据的现状，美联储有能力在利率问题上保持耐心，并体现出灵活性。美联储自 2015 年 12 月开始加息周期，截至到期加息 9 次，利率上调至 2.25%-2.5% 区间，同时自 2017 年 10 月以来缩表 4000 多亿美元，2018 年底欧洲央行也宣布结束量化宽松政策，全球流动性呈现收缩态势，风险资产价格大幅承

压。美联储态度的鸽派，短期对市场起到缓解作用。

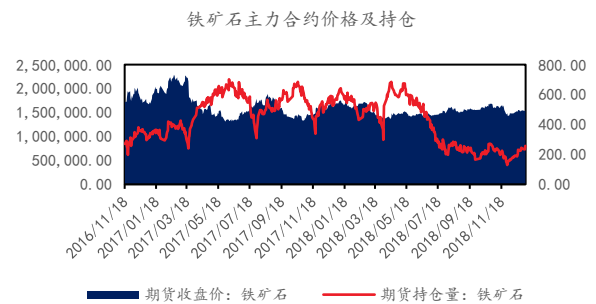
行业来看，市场关心的依然是冬储和春节后需求问题。从多数钢厂的情况来看，基本给出的冬储价格在 3700 元/吨，采取后结算的模式，而贸易商希望继续下调 200 元/吨，在 3500 元/吨附近价格进行冬储，在 2 个月冬储期间基本有 100 元/吨的资金利息占用，市场预计价格在 3 月份需求启动时价格能到 3800-3900 元/吨左右的位置，这样贸易商才有利可图。当前依然处在博弈状态，市场预计钢厂会通过一些方式让贸易商在 3700 元/吨附近冬储，期货价格节前会有一波拉涨，但 3 月份价格降大幅承压。另一种声音是贸易商不做冬储，节前价格承压，倒逼钢厂主动减产，节后库存偏低刺激价格上涨。至于后期如何走，继续观察 1 月 20 后库存大幅增加后，贸易商的动作。考虑到 1 月 14 号公布国内宏观经济数据，在 PMI 下行下预计数据延续回落的概率更大，将对黑色系商品产生利空。

图表 25：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：铁矿石主力合约价格及持仓



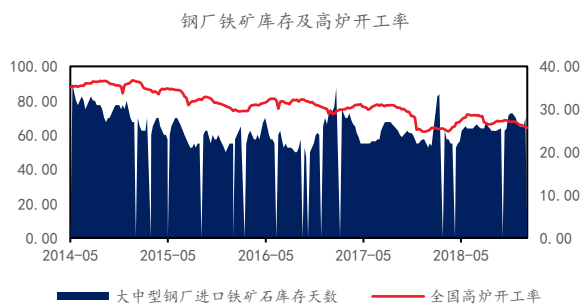
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：供应增需求弱，社库延续增加

从供应端看，本周高炉开工率从上周 64.23% 回升至 64.36%，Mysteel 数据显示螺纹钢、热卷产量均有所上升。成本利润角度看，当前生铁成本 2305 元/吨，钢坯成本 2927 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 733 元，热卷毛利润 393 元/吨，近期随着焦炭价格的连续两轮下调，钢材利润有所回升。在利润尚维持高位的情况下，钢厂生产端继续检修的意愿不再强烈，对比去年同期钢厂高炉开工率看，此后一个月基本维持在目前水平变动不大，产量供应方面将高于去年同期水平。

从博弈的市场角度看，目前冬储仍在博弈阶段，一旦贸易商在 3700 元/吨附近开启冬储，在 2019 年市场整体悲观需求下，钢企反而在春节期间会加紧生产变现利润，供应端将压力显现。

图表 27：钢厂铁矿库存及高炉开工率



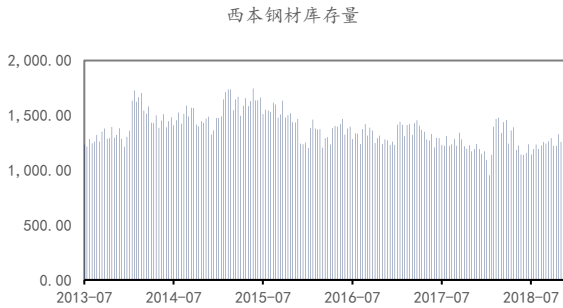
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



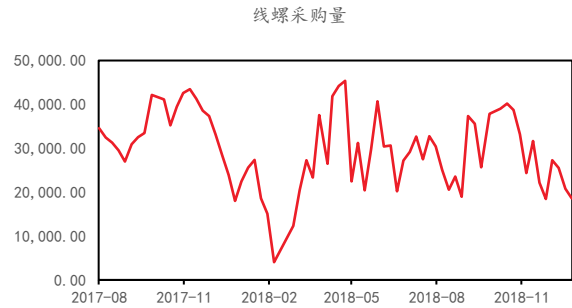
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

库存数据方面，本周是春节前第 4 周，社会库存呈现加速累库态势，基本与去年同期社库持平。从主要品种的社会库存看，截止 1 月 11 日，国内主要钢材品种库存总量为 893.64 万吨，较 1 月 4 日上升 45.04 万吨，环比上升 5.31%，增幅继续扩大；国内螺纹钢社会库存量由 340.65 万吨上升 31.12 万吨至 371.77 万吨，环比上升 9.14%，社库延续增加，钢厂螺纹钢库存减少 12.96 万吨，库存看有贸易商冬储行为发生，钢厂库存转移至社库；热卷社会库存增 6.75 万吨至 189.5 万吨，环比增加 3.69%，钢厂库存减少 0.19 万吨。整体看，钢材库存处于季节性累库阶段，社会库存整体维持去年同期水平，叠加钢厂总库存低于去年同期，从时间节点上看 1 月 20 号库存将呈现大幅增加的态势，整体预计 2019 年库存水平基本与 2018 年库存相当。

需求端看，钢市需求处于季节性淡季，从 Mysteel 日成交数据看，本周基本维持在 12 万吨左右水平，基本处于相对低位。华东地区连续雨水天气，市场整体成交偏淡。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为 29425 吨，较上周增加 4438 吨，降准对短期市场有提振。

从汽车销售看，2018 年乘用车销售自 2008 年以来首现负增长，其中 12 月乘用车狭义乘用车销量增速跌幅继续扩大至 -19.2%，2018 年乘用车年度销量增速仅 -5.8%，而广义乘用车零售销量增速也同样是 20 年来首次转负。虽然国家发改委副主任表示，2019 年我国将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施，但短期看颓势难改。机械方面，12 月挖掘机销量增速再降，同比增速 14.4%，较 11 月略有下滑，2018 年销量增速远低于 2017 年，主要缘于需求不振叠加 2017 年同期基数较高。

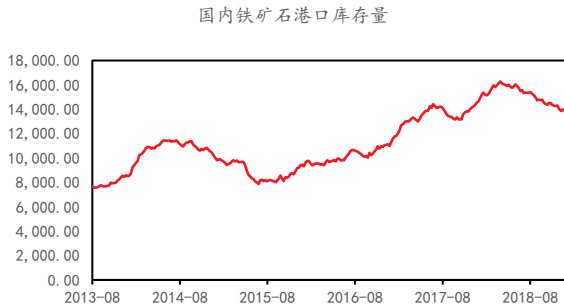
整体看，产量增需求弱，社会库存延续增加，考虑宏观数据走弱概率大，下周钢材价格承压回调概率大。

3 原料端：补库下铁矿偏强，焦炭供应偏松

铁矿石方面，本周进口矿市场价格延续走强趋势，截止 1 月 4 日普氏 62% 进口矿指数报 74.7 美元/吨，较上周涨 1.25 美元/吨，现货端价格较为坚挺，期货端价格冲高回落，市场预期有所变化。通过近一段时间钢厂补库，钢企进口矿铁矿石平均库存回升至 28.5 天，对比去年同期情况，仍有补库空间，但价格经过近段时间上涨后，市场预期也在发生变化，后期继续炒作补库概率较小，并且近期人民币连续贬值，对铁矿石价格有一定利空影响。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14199 万吨，周环比减少 106 万吨。

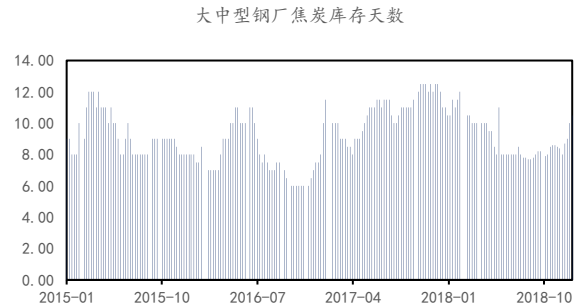
整体看，随着补库需求预期的结束，矿石后期存在补跌压力，510-520 元/吨附近可择机抛空。

图表 31：国内铁矿石港口库存



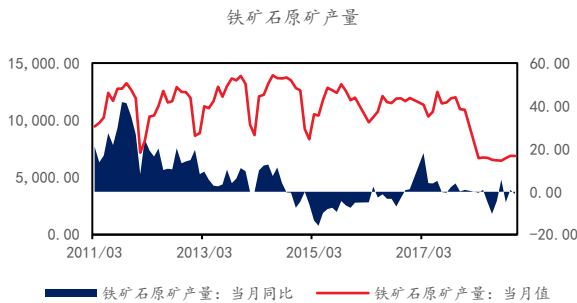
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：焦炭库存可用天数



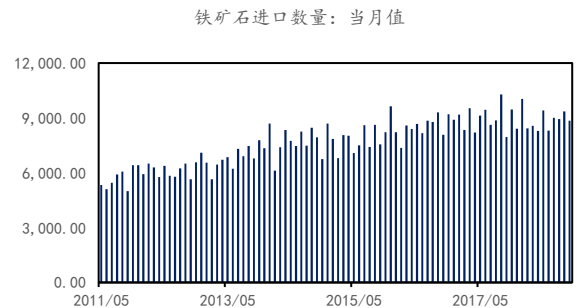
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

焦炭方面，焦炭价格经过 6 轮下调后幅度在 600-650 元/吨左右，焦化企业利润压缩到 100 元/吨附近。山西部分地区焦炭价格有第 7 轮调降 100 元/吨出现，估计下周市场继续落实第 7 轮价格下调。焦化企业开工率延续回升态势，整体呈现供应偏宽松的格局。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 74.56%，上升 1.37%，日均产量 67.01 万吨增加 1.23 万吨，江苏地区多家焦企复产，本周正式恢复出焦，叠加环保放松以及冬季采暖任务下，焦企开工率回升；焦炭库存 97.72 万吨，增加 5.29 万吨；炼焦煤总库存 1786.71 万吨，增加 31.96 万吨，平均可用天数 20.05 天，增加 0.01 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 469.34 万吨，增加 4.8 万吨，平均可用天数 15.34 天，减少 0.01 天。港口焦炭库存总库存 300 万吨，减少 9.5 万吨。焦炭总库存延续增加态势，短期供应维持偏宽松的格局，港口准一级焦炭价格回调至 2000-2050 元/吨，贸易商多处于观望状态。

焦煤方面，国家安监局要求超千米冲压矿井和瓦斯突出矿关停体检，根据公布煤矿列表，采深超千米冲击地压煤矿合计产能 4780 万吨，深超千米煤与瓦斯突出煤矿合计产能 4426 万吨，两类矿井合计产能 9206 万吨。市场预计临近春节假期，对近期影响不大，但是要继续跟踪春节后体检复产情况，因该部分矿井均在中东部煤炭消费地区，且矿井规模较大，较难关停。预计春节后 90 万吨以下的关停，90 万吨以上的核减 20% 产能，预计实际影响 1978 万吨产能。山东地区受此影响，部分煤矿取消 1 月实行的相关优惠和降价，恢复原价，此次安全论证通知势必严格执行，预计春节前后山东气精煤价格将会偏强运行。临汾地区某低硫主焦煤矿井 1 月 5 日发生事故，临汾市要求对矿井进行检查及整顿，全市煤矿于 1 月 20 日前停产放假，并与放假期间做好煤矿安全检修。上述连续事件消息对焦煤价格产生了刺激作用，也是本周焦煤价格表现最强的原因。

蒙古煤进口方面，目前通关车辆恢复到 426 车，处于稳步回升中，后续随着运管单等手续问题陆续更换完成，预计口岸通关量会持续向好，另外由于口岸这段时间通关量不正常，现贸易商基本无余量可售，支撑口岸价格暂时较为坚挺，当前优质蒙 5 原煤报价维稳在 1000 元/吨左右。

另一个角度看，焦化企业原料焦煤库存延续增加，在焦企利润挤压下，焦煤价格也一定程度承压调整。

整体看，焦炭仍处于宽松格局，价格继续承压，焦煤受事件型驱动大涨，但考虑到目前库存情况以及焦化厂利润下行打压，焦煤价格上方空间有限。

4 总结与建议

钢材市场后期处于库存快速累积过程，钢厂给出 3700 元/吨附近价格继续观察贸易商的补库行为，近期看市场经过前期基建投资扩大、降准、贸易商谈判等利好刺激下的涨势结束，下周一宏观数据延续回落概率大，对整体黑色市场产生利空影响。

动力煤

1 走势回顾

本周，动力煤期货主力 1905 合约震荡下行，周五报收 561 元/吨，跌幅 0.53%，盘面价格振幅 2.38%。本周成交量 87.08 万手，日均成交量较上周略有下降。持仓量为 31.47 万手，较上周减仓 2778 手。

2 基本面分析

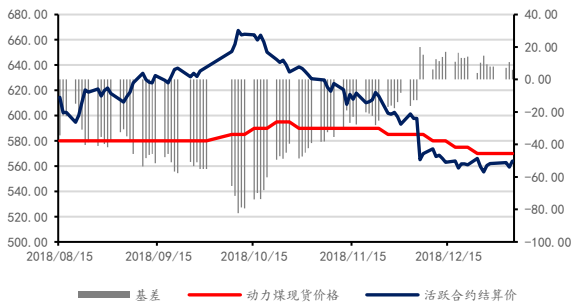
全国采深超千米煤矿停产进行安全论证

为切实防控煤矿重大安全风险，有效防范遏制重特大事故，1 月 8 日，国家煤矿安监局办公室发布通知要求全国采深超千米的冲击地压和煤与瓦斯突出煤矿立即停产进行安全论证，当地有关部门提出限产、停产、关闭等处置措施。

通知要求，经安全论证后在现有技术条件下难以有效治理的煤矿，地方政府要立即将其列入关闭退出名单并组织实施；经论证具备灾害防治能力、且瓦斯、冲击地压等灾害治理到位的煤矿，要在现有产能基础上核减 20% 的产能。

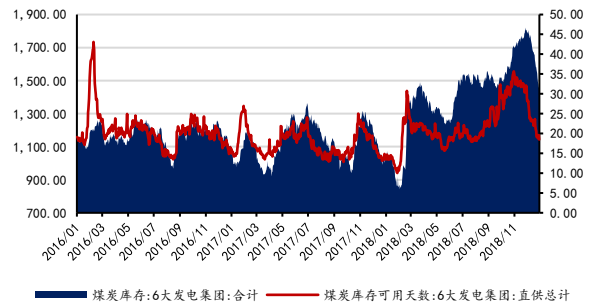
通知还要求省级煤矿安监局于 1 月 14 日前将辖区符合上述条件的煤矿情况、处置情况，以及每月报送的“体检”工作开展情况以书面形式报送国家煤矿安监局。此外，该通知附有两份采深超千米且具有冲击地压和煤与瓦斯突出隐患的生产和新建煤矿名单，分别为 23 和 16 处。具有冲击地压的煤矿共涉及产能 4780 万吨，其中辽宁 330 万吨，山东 4060 万吨和江苏 390 万吨。瓦斯突出煤矿共涉及产能 4426 万吨，其中黑龙江 150 万吨，吉林 340 万吨，辽宁 330 万吨，河北 360 万吨，安徽 1700 万吨，河南 1465 万吨和江西 81 万吨。

图表 35：动力煤期现货价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：动力煤电厂库存及可用天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

大秦线完成煤炭运输量同比下降

大秦铁路 2019 年 1 月 9 日发布的公告显示，2018 年 12 月，公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3836 万吨，同比下降 0.52%。较上月减少 11 万吨，下降 0.29%。12 月份日均运量 123.74 万吨，较 11 月份的 128.23 万吨减少了 4.49 万吨。大秦线 12 月份日均开行重车 81.5 列，其中：日均开行 2 万吨列车 58.2 列。2018 年 1-12 月，大秦线累计完成货物运输量 45100 万吨，同比增长 4.30%。

水泥、平板玻璃行业加大减量置换力度

工信部日前发布《钢铁行业产能置换实施办法》和《水泥和平板玻璃行业产能置换实施办法》，对原产能置换办法进行修订。从内容上看，新规要求普遍更为严格，对于严禁新增产能、压减产能力度进一步加大。产能置换也成为实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

对于化解水泥、平板玻璃过剩产能，工信部原材料工业司相关负责人明确指出，化解产能过剩工作初见成效，但产能严重过剩矛盾还没有根本缓解，行业稳中向好的发展基础还不牢固，特别是水泥行业，日产 2500 吨及以下、竞争乏力的熟料生产线还有八百多条、产能五亿多吨。

过剩产能尽快退出，修订后的新规比原办法要求更加严格、压减力度更大。该文件对于用于置换的产能限定、产能指标核定都较以前更加严格。

《水泥玻璃产能置换办法》规定：水泥熟料项目，除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能。平板玻璃项目延续原办法的置换比例，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。

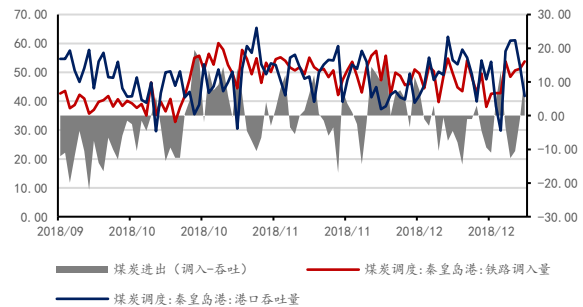
修订后的新规还增加了部分新内容，例如规定依托既有主体装置确定不新增产能的节能减排技改项目、新上熔窑能力不超过 150 吨/天的工业玻璃项目可不制定产能置换方案。允许产能置换方案中存在“先建后拆”现象。另外加大了对于产能置换过程中发生失信行为的惩处力度。

图表 37：动力煤港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：秦皇岛港煤炭集疏港情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

综合来看，安监总局的停产论证要求涉及产能总量并不大，但是在边际上会对盘面产生较大刺激。现货方面港口库存去化依然较慢，电厂库存可用天数依然较高。预计现货价格将维持低位震荡走势，操作上建议观望为主，日内操作可以尝试短多，注意控制仓位。长期趋势依然不明朗。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格走低，成本一带支撑现货价

西北地区执行合同，市场盘稳；环渤海、华中地区出货平稳，稳中有升；淮海地区按需接货，延续涨势；期货震荡，港口市场窄幅波动。西北地区暂稳整理，整体接单顺利，部分放量出货。环渤海及淮海一带下游春节前备货积极性较高，近期企业出货比较顺畅，心态较为坚挺。其他部分地区市场推涨后，成交有所放缓，暂稳整理。港口方面，期货期货午前冲高后回调，华东价格对应上调，但气氛较淡，总体成交一般，华南现货报价波动不大，买盘寥寥，气氛一般。短期国内甲醇市场或窄幅整理。

现货价格弱势，西北价格降至 1870，已经接近生产成本，广东港口 2430，价格呈现弱势。MTP 和 MTO 不甚乐观，而聚丙烯价格近期走强，一定程度上给甲醇带来支撑。原油受减产消息，短期内强势反弹，提振化工品价格。

库存依然较高，供应增加

国内甲醇企业开工继续增加，整体集中在 69%，其主要原因在于西北部分烯烃配合甲醇负荷有所恢复，周内整体开工趋势呈震荡下滑态势。目前压力现货压力依然较大。现货报价偏弱，成交较少，尤其是春节到来之前，现货成交清淡，淡季下，买涨不买跌的心理导致成交较少。

我国港口总库存 77.5 万吨，较上月末增加 2.5 万吨左右。华南沿海（广东、福建）总体库存 9 万吨左右，较上月末减少 2.5 万吨，其中广东 7 万吨，较上月末减少 1 万吨左右；华东沿海（江苏、宁波）总体库存 68.5 万吨左右，较上月末增加 5 万吨左右，其中江苏 45.5 万吨左右，较上月末增加 5 万吨，浙江 23 万吨左右，较上月末基本持平。1 月国外多数装置正常运行，预计总库存或维持高位。传统需求处于淡季，烯烃企业刚需为主，甲醇终端需求跟进

滞缓。

新增产能投放加速

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

MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

甲醇下游主要有 MTO/MTP、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸等，特别是 MTO/MTP 需求占甲醇总需求的 40%以上。除了前期检修的常州富德和嘉兴新兴能源，目前江苏斯尔邦的装置也在降低负荷，华东地区的甲醇需求急剧下降。不过，近期甲醇价格的走势明显弱于聚烯烃，因此外采甲醇制烯烃的利润有所修复，后期华东烯烃装置的动态将会成为影响甲醇价格的重要因素。传统需求方面，山东地区的甲醛企业开工陆续恢复，对于甲醛的需求有所回升。由于利润不好包括部分配套的甲醇装置检修，二甲醚也在降低负荷。醋酸由于利润较好，整体负荷保持稳定。因此整体来看，虽然甲醇的传统需求稳中向好，但是占比更大的新兴需求仍然没有起色。1 月份为淡季，聚丙烯长期下跌。因此甲醇的需求预计较弱。

欧佩克及非欧佩克达成减产协议，油价寻底

石油输出国组织（欧佩克）与非欧佩克产油国去年 12 月 7 日达成协议，决定从 2019 年 1 月起，在 2018 年 10 月的原油产量基础上日均减产 120 万桶，初步设定期限为 6 个月。从达成协议前卡塔尔宣布退出欧佩克，到减产决定被推迟宣布，再到减产不及预期，这一“难产”的减产协议似乎自诞生之初便成色不足，而其中两个细节更让该协议有被进一步打折扣之嫌。

沙特阿拉伯 12 月原油出口量有所下降，同时欧佩克（OPEC）成员国及非欧佩克产油国的联合减产协议已于 1 月 1 日起正式生效均为市场带来提振，2 日晚间原油期货收盘上涨，创两周以来最高收盘。后期原油价格预期震荡走势，并且减产可能中长期构造油价底部。

2 综合分析

目前甲醇内地开工负荷仍维持在高位水平，港口库存维持高位，依然有着较大压力，且后期去库无望。需求端，传统需求疲软，pp 价格转为震荡，MTO 需求一般。甲醇终端消费改善不明显。目前 PP-3MA 的价差达到 1260，价差持续扩大，预期套利资金带动甲醇上扬。

1 月内地依旧以装置恢复为主，同时到港货船或较多，故供应预期依旧偏多，而下游装置开工难有回弹，为此需求支撑依旧偏弱，且农历新年前不排除内地主要厂家促排库情况出现。宏观经济弱势运行，工业需求下降。操作上，跟随原油节奏，密切关注库存情况，已有空单可以持有。甲醇生产利润依然较高，甲醇的开工率高于同期，MA905 合约 2500-2600 压力较大，等待反弹抛空。

3 甲醇主要数据

图表 39：甲醇收盘价



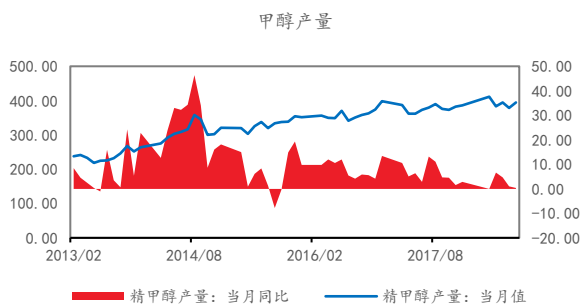
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：甲醇产量



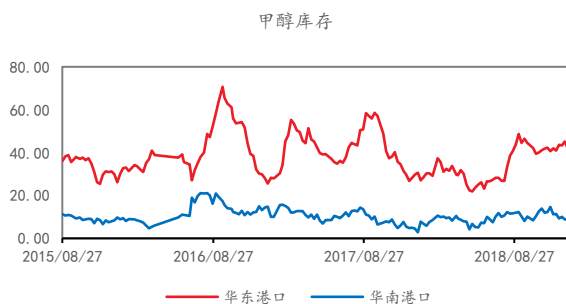
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

纸浆：需求弱势库存压力难改，纸浆后续注意追多风险

在前一期的周度报告中我们已经提过，纸浆基本面初现转机，主要体现在供给面的增速趋缓，但是 1-2 月将迎来全国各大纸厂的密集停机时期，需求面的疲弱难以改变，因此造成库存去化缓慢的结果。上周，市场在预期中美谈判会有所进展的情绪带动下，金融资本炒作热情高涨。在基本面初现好转和宏观利好消息提振的叠加作用下，纸浆主力合约又创新高。后期对于纸浆整个基本面的扭转还需需求面的提升，继续等待年后各大纸厂全面恢复生产，3 月教辅印刷旺季的来临。

1 行情回顾：中美贸易谈判鼓舞市场情绪，纸浆上破前高

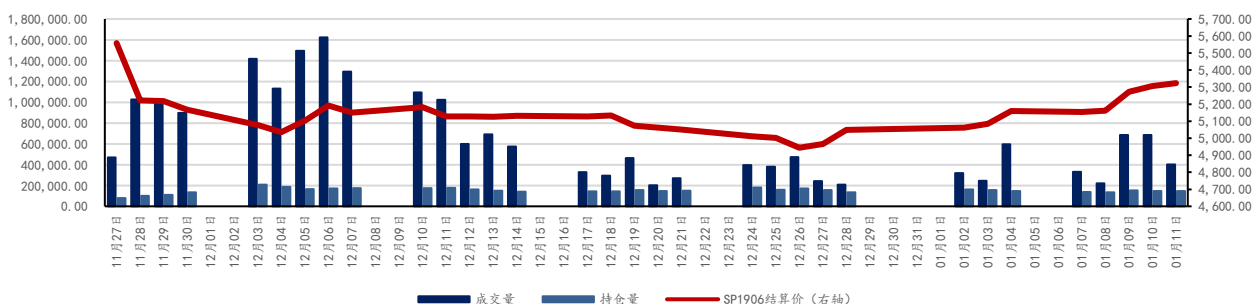
1 月 7-9 日，中美副部长级贸易谈判在京举行，虽然双方迟迟没有发布是否取得进展声明，但是几大信号却给市场带来了鼓舞情绪。第一，7 日会谈开始时，中国国务院副总理刘鹤来到会议室欢迎美方代表团，被市场解读为中方释放出善意的信号。第二，朝鲜最高领导人金正恩在磋商进行当中开始访华，增加了外界猜测的兴奋点。第三，北京时间 1 月 8 日晚 9 时 16 分，美国总统特朗普突然在大洋彼岸发了条简短的推特称“与中国的磋商进行得非常好！”，看起来对正在北京举行的中美副部长级贸易磋商感到满意。第四，贸易谈判时间比原计划的两天时间多增加了半天时间。

因此，市场在中美贸易谈判会有所进展的预期下一片红火，纸浆期货又破前高，创出 5362 元/吨反弹新高位。

1 月 10 日，中国商务部称双方积极落实两国元首重要共识，就共同关注的贸易问题和结构性问题进行了广泛、深入、细致的交流，增进了相互理解，为解决彼此关切问题奠定了基础。双方同意继续保持密切联系。谈判结果与市场预期相符，盘面走势平稳。

从市场热度来看，金融资本炒作热情继续升温，但是交易仍以短线操作为主，因此上周呈现出成交火热而持仓量小幅下降的特点。在又一轮宏观利好消息的提振下，纸浆主力合约价格一路上行，但是在基本面整体弱势的背景下，我们仍然认为后续反弹动能不足。

图表 45：纸浆主力合约结算价成交持仓变动情况



资料来源：生意社，中投期货研究所

2 基本面分析

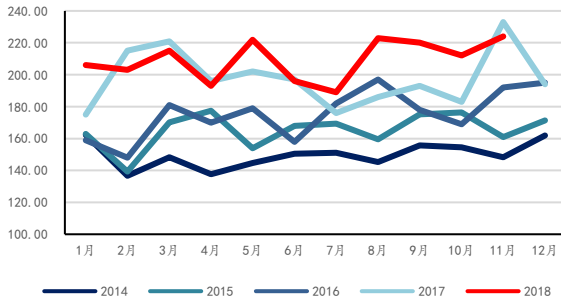
上游市场：人民币强势升值，国际现货价格明显下调

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

是总体进口量依然偏高。

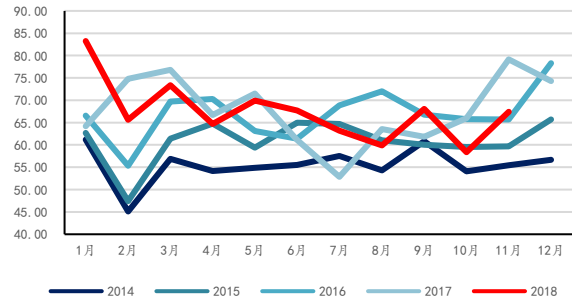
从进口数量上看，11 月我国纸浆进口 224 万吨，进口量为近五年来次高值，同比下降 3.86%，环比上升 5.66%。从进口累计量看，1-11 月我国累计进口纸浆 2303 万吨，同比上升 5.79%。其中，漂针木浆情况稍好，11 月漂针浆进口量略高于 2016 年同期水平，排五年同期第二位。11 月进口 67.43 万吨，同比减少 14.81%，环比增加 15.52%。

图表 46：中国纸浆进口情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：白糖进口价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从价格数据上看，前期相较于国内现货价格的迅速走跌，国际漂针浆现货价格跌幅较少，且价格维持稳定。但是，上周国际进口漂针浆 CFR 价格出现了明显的下调，截止 1 月 10 日，最贵的加拿大北木 CFR 报价 740 美元/吨，较上周下跌 120 美元/吨；而最便宜的智利银星 CFR 报价 680 美元/吨，较上周下跌 70 美元/吨；加拿大月亮 680 美元/吨，较上周下跌 130 美元/吨；俄罗斯乌针、布针 715 美元/吨，较上周下跌 100 美元/吨。

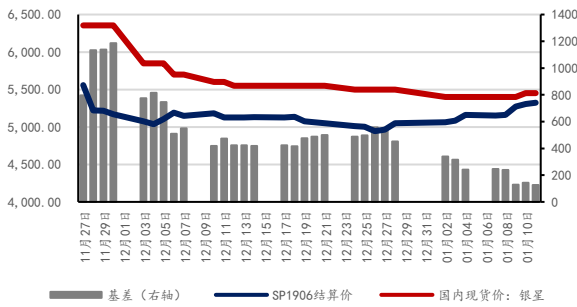
汇率方面，上周人民币持续大涨，1 月 11 日在岸、离岸美元兑人民币一度双双突破 6.75，日内升值超百点，创去年 7 月以来新高，周内涨幅合计接近 1000 个基点。市场普遍认为人民币的强势升值主要来源于两方面：一方面是中美贸易谈判释放良好信号，市场风险得到释放；另一方面是来自于近期美元的走弱。由于我国漂针浆自 2015 年以来对外依赖度就接近 100%，在人民币周度大幅升值的情况下，漂针浆进口成本也因此出现明显波动。以智利银星计算，截止 1 月 7 日进口银星山东地区 CFR 报价 680 美元/吨，美元兑人民币周度中间价波动 677 个基点，那么上周进口成本下降约 50 元/吨。

在以上双重因素作用下，进口漂针浆成本回落明显。

国内现货价格继续小幅下行，加拿大月亮 5600 元/吨，较上周下跌 100 元/吨；加拿大北木 5900 元/吨，较上周下跌 50 元/吨；俄罗斯乌针、布针 5250 元/吨，较上周下跌 250 元/吨；智利银星 5450 元/吨，较上周上涨 50 元/吨。

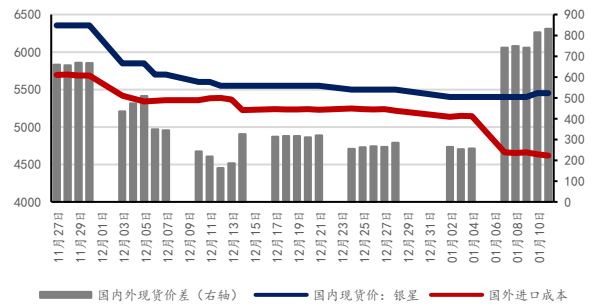
在现货价格继续下行，期货盘面强势反弹的带动下，本周基差继续修复。纸浆期货上市首周的断崖式下跌，导致价差大幅飙涨至超过 1000 元每吨的高位。即使离最近的交割时间尚有半年之久，同时品种基本面也足够弱势，过大的基差也是一个严重影响价格走势的问题。过大的基差和 5000 元每吨的漂针浆历史价格中枢，共同构成了期货盘面的支撑力量。随着期货合约充分发挥价值发现的功能，纸浆期货上市第二周漂针浆现货价格出现了明显的下跌。当市场弱势、供大于求时，我们主要考虑比较便宜的品牌价格。12 月中旬，山东地区银星价格下跌至 5500 元每吨，之后止跌企稳，主力合约基差一度修复至 500 元每吨以下。上周 SP1906 基差继续修复，截止周五以银星计算的基差修复至 126 元/吨，而以俄罗斯乌针布针计算的基差甚至转负至 -74 元/吨，预计后期基差修复速度将减缓。

图表 48：纸浆主力合约基差变化情况



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 49：漂针浆现货内外价差变化情况



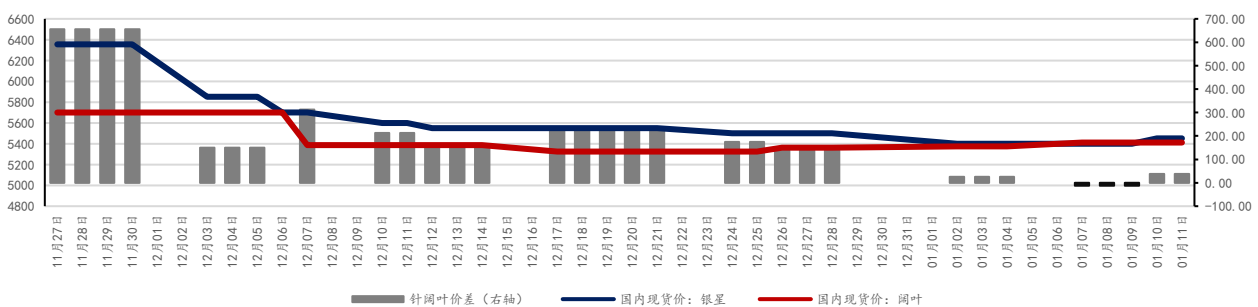
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

上周国内现货价格继续小幅下跌，而国际市场现货价格方面出现了不同程度的较大幅度的下降，叠加周度人民币汇率的走强，国际漂针浆进口成本与国内漂针浆现货价差迅速拉大。截止 1 月 10 日，国内外现货价差由前期的 260 元/吨低位，巨幅拉升至 832 元/吨高位，这一价差水平甚至高于纸浆期货上市初期水平。年初往往是浆厂与贸易商、纸厂签订长协的时期，如此大幅度的下调国际浆价水平，可见国际木浆压力之大，短期尚未改善。值得引起投资者的重视。国内漂针浆现货价格又再面临下行压力。

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

纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。上周漂针浆价格的下跌使价差进一步收窄，甚至一度出现负值。一般来说，漂阔浆的价格低于漂针浆价格，目前漂针浆现货价格下方支撑力量显现。

图表 50：国内针阔叶价差变化情况



资料来源：生意社，中投期货研究所

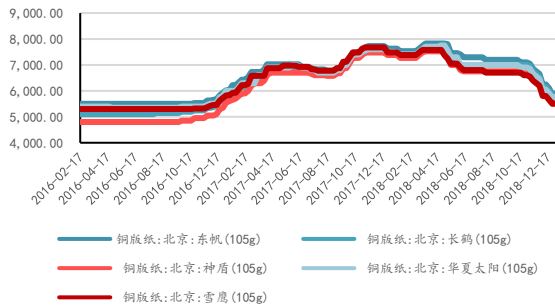
下游市场：纸品价格走平

以前我们提到过，纸品价格下跌幅度大于纸浆价格下跌幅度，严重影响纸厂生产积极性，对纸浆的采买也以刚需为主。随着纸浆现货价格的下跌，纸厂利润的到持续改善，在前一周纸品价格出现小幅反弹后，上周各纸品价格走平。

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，两类纸品价格在今年四月达到高位后一路回落，10 月末出现了新一轮的下跌，且跌势延续。这轮下跌在前一周止跌企稳

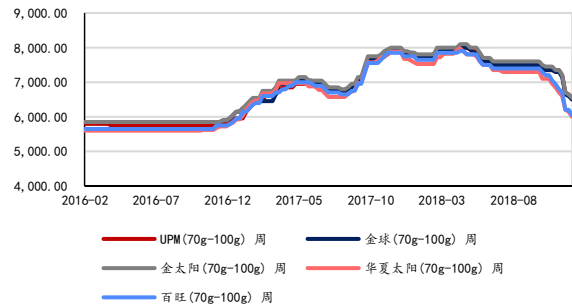
后出现小幅反弹，然而这轮价格反弹却没能延续。上周铜版纸和双胶纸的价格双双走平，下游弱势可见一斑。

图表 51：铜版纸价格走势



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 52：双胶纸价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

库存情况：供应增速下降但需求低迷，库存压力尚待缓解

根据 PPPC 的统计和预测，2017 年和 2018 年是全球商品浆新增产能大年，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，11 月出运量有所回落，具体的，11 月全球木浆出运量 398.50 万吨，环比减少 4.8%，同比减少 5.8%。船期上来说，一般加拿大海运到中国需要 3 周时间，智利 6 周，芬兰 9 周，巴西 7 周，俄罗斯则可以通过陆运 1 周左右运达。11 月出运的木浆大约在 1-2 月份会抵达中国，预计年初新到港木浆压力稍降。但是木浆的消耗情况却并不乐观。

目前来说到港木浆仍未被消耗，而是还大量的囤积在各个港口，11 月全球木浆港口库存量 153.36 万吨，为近五年来最高水平，同比大幅增加 48.9%。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。

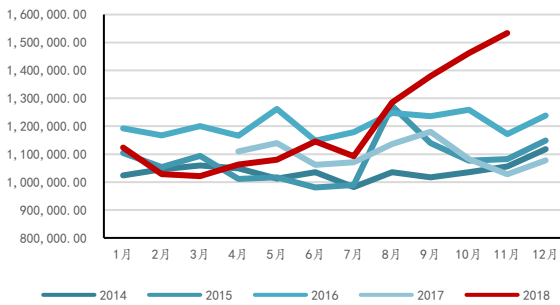
在全球库存高位的情况下，国内库存压力更为巨大。前期的高价，导致大批的木浆涌入中国各港口和地区，12 月下旬保定地区纸浆库存较上月底增加 3%，较去年同期增加 125%；青岛港纸浆库存 88 万吨左右，较上月下旬下降 2%，较去年同期增加 80%；常熟港木浆库存 50 万吨，较上月下旬下降 7%，较去年同期增加 117%。

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。

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

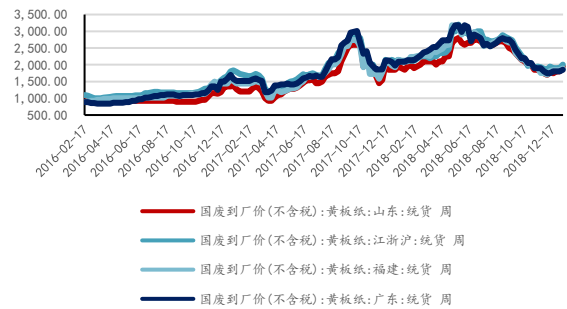
从影响纸浆价格的供需两面来看，目前供给增加速度虽然稍降，但需求持续低迷，最终造成了库存累积去化缓慢的结果。如果纸浆要走出强劲的上漲行情，还需等待需求的改善，才能最终扭转基本面供大于求的格局。预计尚需等待至年后各大纸厂全面恢复生产，3 月教辅印刷旺季的来临。

图表 53: 全球港口木浆库存情况



资料来源：卓创资讯，中投期货研究所

图表 54: 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

废纸市场：国废价格止跌反弹

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 年年底基本实现固体废物零进口。

由于技术原因限制，国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%。2019 年第二批废纸核定进口额度公布，共计总量 43.15 万吨，较第一批 503.52 万吨大幅减少。可以预见后期进口废纸数量将维持低位，甚至出现进口量的进一步下降。

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，国废价格止跌企稳后已经出现了不同程度的反弹。以国内黄板纸到厂价为例，上周包括山东、福建、江浙沪和广东地区的不含税黄板纸到厂价普遍上涨 50-100 元/吨，截止 1 月 9 日报价为 1800-2000 元/吨。在后续固废进口量进一步下行的预期下，后期国废价格可能带动其他相关纸浆品种价格走出反弹行情。

3 总结与建议

继降准利好消息提振后，上周中美贸易副部长级谈判结果符合市场预期，纸浆期货盘面一路强势反弹，表现出了一定的金融属性。纸浆基本面上的转机主要体现在供给面上，需求面的疲弱还是一如既往，所以库存压力问题依然等待缓解。上周两个比较重大的变化是人民币将近 1000 基点的升值和国际漂针浆现货价格的明显下调，这将对国内漂针浆现货价格再次造成下行压力。后期纸浆整个基本面的扭转还需求面的提升，继续等待年后各大纸厂全面恢复生产，3 月教辅印刷旺季的来临。短期仍建议以观望为主，注意追多风险。

油脂油料：中美贸易磋商结果不及预期，豆类市场冲高回落

1 外部豆类市场分析

中美展开贸易磋商，未取得预期成果

本周初，中美双方在北京举行副部长级贸易磋商，市场期待此轮磋商能使更多美国大豆出口到中国，未能实现，进一步加剧市场获利了结情绪。尽管双方贸易磋商延长至三天，但两国并未透漏更多细节。本周四中国商务部新闻发言人表示，中美磋商时间超出预期，双方讨论的议题包括贸易问题和结构性问题，双方本着严肃、认真和坦诚的态度为朝着落实两国元首重要共识的方向而努力。从中方上述表态看，双方在一些问题上可能仍存在较大分歧，但后续磋商还会继续进行。本轮磋商结果与先前市场期待存有较大落差。受此影响，原本处于反弹节奏的 CBOT 大豆市场遭遇抛压，价格下跌抹去了过去一周的涨幅。

巴西旱情受到关注，减产程度可能低于市场预期

本周，巴西部分作物区旱情仍在持续，不利天气对产量的影响备受各方关注，近期多家分析机构密集发布对巴西本年度大豆产量的评估数据。其中巴西分析机构 Conab 给出的最新预估值是 1.188 亿吨，高于此前分析师预测的 1.16-1.17 亿吨。农业咨询公司 Agroconsult 对巴西 2018/19 年度大豆产量的预估值下调 520 万吨，调降幅度处于较低水平。从分析机构的预估数据看，巴西干燥天气虽不利作物生长，但并未引发大范围减产。由于美国政府处于关闭状态，美国农业部原定在 1 月 11 日公布的大豆供需报告将被推迟或取消。目前巴西大豆多处于结荚鼓粒的关键生长阶段，产量对天气的依赖度较高，后期天气变化继续是各方关注的重点，但只要巴西不发生大面积旱情，巴西大豆最终产量仍有保障，也不会动摇远期全球大豆市场供应宽松的基本格局。

2 国内油脂油料市场分析

国内需求低迷，豆粕持续低位震荡

受国内非洲猪瘟疫情长时间未得到有效控制影响，国内猪肉消费明显下降，市场补栏积极性不高，加上春节前出栏高峰期临近，多地豆粕需求明显放缓。2019 年 1 月第一周全国豆粕库存约为 114 万吨，较前一周减少 3 万吨，但目前库存水平较去年同期的 87 万吨高出近 30 万吨，足见目前国内豆粕库存压力之大。与此同时，国内杂粕供应充足也对豆粕市场形成拖累效应。由于进口杂粕开始实施零关税，进口菜粕比价优势更明显，持续挤占豆粕市场需求份额。此外，中美达成贸易协议的前景较为乐观，中国扩大美豆进口以及南美新季大豆陆续上市形成对华出口供应等外部条件将继续使国内获得充足大豆供应，油厂缺少对豆粕的挺价动力，豆粕市场整体反弹幅度受限，有望继续保持弱势震荡状态等待新的利多因素出现。

节日需求启动，油脂价格摆脱低位

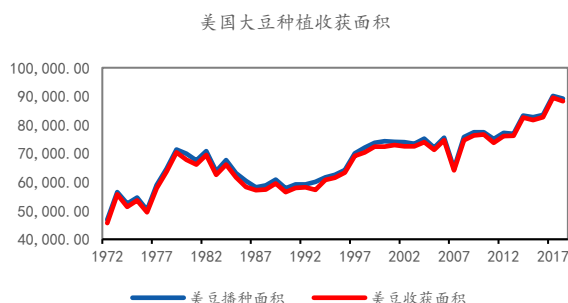
继上周棕榈油强势领涨后，本周豆油市场也呈现继续冲高走势，虽然高位遭遇获利回吐压力，但价格重心明显摆脱此前低位，呈现止跌回升态势。据业内机构统计，受春节前多地备货需求启动，国内豆油库存降幅较大。当前国内豆油商业库存总量约为 156.7 万吨，较去年同期下降 8.16 万吨，降幅为 4.95%。油厂日均提货总量恢复到 3 万吨以上，明显摆脱 12 月中旬前低于 3 万吨提货量的低迷状态。本周豆油期货先扬后抑，冲高回落，遭遇部分平仓盘打压，回吐部分涨幅，但随着春节临近，新一轮节日采购有望使油厂继续对豆油采取挺价措施，从而压缩油脂市场回调空间。油脂市场虽然出现阶段性抗跌因素，但远期市场整体供大于求的基本现状仍然明显，尤其是南美大豆丰产潜力巨大，棕榈油供应充足，且美豆恢复对华出口后同样会造成国内库存攀升，当豆油库存止跌回升之际，很可能宣告油脂反弹行情结束。

3 油脂油料市场操作建议

中美双方经贸谈判以及巴西大豆产区天气变化仍是影响近期国内外豆类市场走向的关键。当前中美经贸关系尚未完全理顺，国内进口商仍在等待消息面明朗化以安排后续采购，巴西大豆虽遭遇旱情困扰，但最终会否坐实减产仍存在较大变数，至少在目前生长关键期内，资金还会不时发动天气炒作行情。整体来看，美豆价格升至 900 美分/蒲式耳平台之上，想要挑战 1000 美分/蒲式耳还需新的利多题材持续注入，否则大概率会受到 900 美分/蒲式耳支撑。国内豆粕市场反弹力度较弱，需要度过目前的需求低迷期，油脂市场有节日需求提振，仍具有冲高潜力，大豆市场反弹动能不足，很可能二次探底，但也会受到相关品种的影响。在豆类市场整体出现调整信号后，原有大豆、粕类和油脂多单需要择机减持，待市场调整充分后买入油脂多单可作为优先考虑。

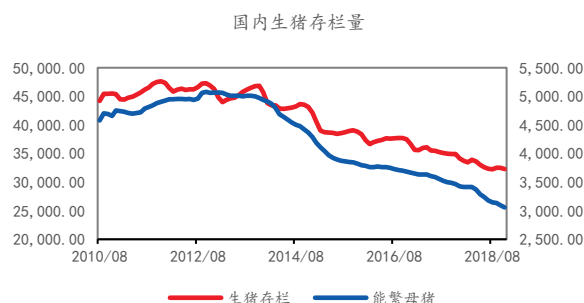
4 油脂油料市场主要数据

图表 55：美国大豆种植收获面积



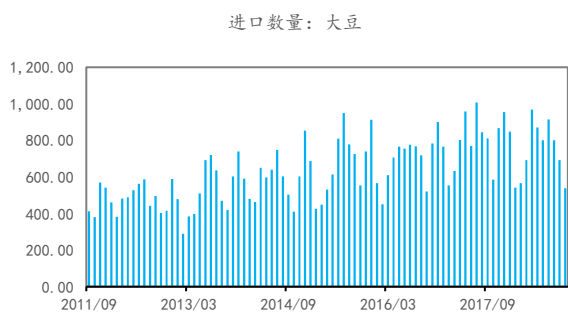
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：国内生猪存栏量



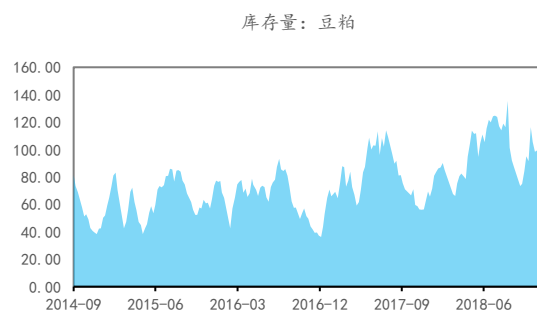
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

白糖

1 白糖市场供求分析

2018/19 年度全球糖市供应过剩量大幅下调 400 万吨

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

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

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

Conab 下调 18/19 榨季巴西糖产量预估至 2910 万吨

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

受全球糖价暴跌打击 欧洲糖业巨头 Suedzucker 季度亏损 2300 万欧元

欧洲糖业巨头德国 Suedzucker 周四公布第三季营运亏损, 主要因受到全球糖价暴跌打击。在截至 11 月 30 日的三个月中, 该集团公布营业亏损 2,300 万欧元 (合 2,660 万美元), 上年同期营业利润为 1.03 亿欧元, 季度营收下滑 5.1% 至 17.1 亿欧元。Suedzucker 重申, 预计集团在 2018/19 财年的营业利润将从上年的 4.45 亿欧元降至 2,500 万-1.25 亿欧元。该公司还重申了对集团全年营收的预期, 即 66 亿-69 亿欧元, 低于上年的 70 亿欧元。

泰国因出口价格低迷 甘蔗和糖基金面临巨额亏损

由于国内价格与低迷的出口市场收入之间存在巨大差距, 泰国甘蔗和糖基金 (CSF) 在 2018 年面临巨额亏损。2017/18 年度农民每吨甘蔗获得 880 泰铢的付款。然而, 糖厂的营收仅相当于每吨 792.74 泰铢, 因此 CSF 不得不补偿糖厂 193.1067 亿泰铢。这一问题目前正在工业部的考虑之中, 但糖厂已敦促政府加快付款速度, 以避免出现现金流危机。CSF 的 103.6373 亿泰铢的资金来自对糖销售征收的附加费。另有 51.2 亿泰铢来自 2018 年早些时候获得政府批准的一笔贷款。剩余 46.9 亿泰铢的资金来源必须找到解决办法。

印度: 糖厂库存积压 出口面临压力

2018 年 12 月全球糖出口仅略有增长, 且所有指标显示目前市场形势不利于出口, 并在近期不会改善。而此时印度糖厂正面临需要增加出口减少库存的压力。美国监测及担保机构 Dr. Amin Controllars 公布的数据显示, 截至 1 月 5 日, 印度糖厂待出口糖总计为 72.6 万吨, 其中 38.3 万吨已装船, 剩余部分仍待运。这与印度中央政府制定的 500 万吨当前年度出口目标相距甚远。马哈拉施特拉邦合作银行已为其合作糖厂清除了一个出口障碍, 并决定向糖厂提供过渡性贷款, 以助其应对政府应收的出口补贴。这将使银行释放由约 100 家糖厂抵押的大量用于出口的糖库存。

2 综合分析

本周郑糖价延续弱势，泰国和巴西的食糖企业出现亏损，并且债务堪忧。德国糖业巨头出现亏损，糖价低迷打击全球种植的积极性。因为新糖陆续开榨导致市场供应压力较大，而需求平淡。供应端，全球主要产糖国都维持高产。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。另外淀粉糖替代了更多的白糖消费。

供应端有所收缩，但国内现货依然弱势，国储库存维持在 500 万吨高位。国内目前供应宽松，需求乏力。目前广西集中开榨，供应仍然充裕。甚至有传言国家将临时收储蔗糖。

操作上，广西现货价格持续弱势，建议保持空头思路。宏观经济偏弱，同时国内集中压榨，现货价格疲软。后期维持做空思路，等待反弹抛空，跟随商品节奏。关注 5800-5900 压力。

3 白糖市场主要数据

图表 59：白糖期货结算价格



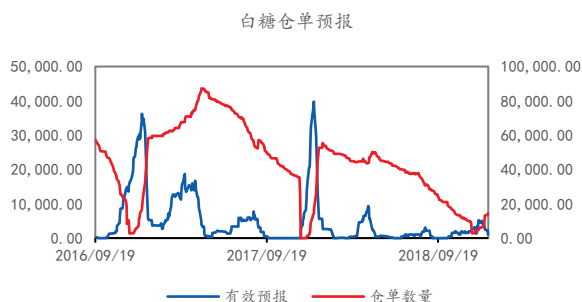
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：白糖进口价格



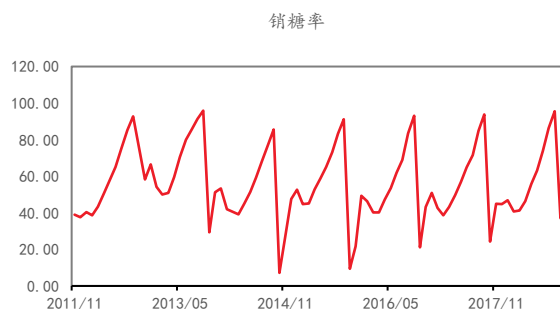
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：白糖仓单预报



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：白糖销糖率



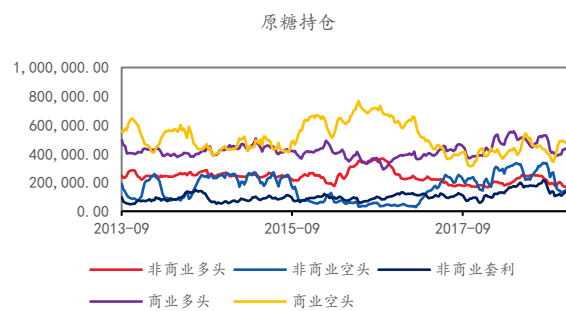
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63: 白糖月度进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 64: 原糖 CFTC 持仓



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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