

中投期货策略周报 (2019年第04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

李小薇

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
wangwanhao@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
wuyirui@tqfutures.com

周度投资观点

宏观策略: 在 PMI 跌破荣枯线, 出口负增长等严峻的经济形势下, 宏观政策几乎一致转向“稳增长”, 因此短期宏观面是明显偏暖的, 这对风险资产的修复是非常明显的。对于商品而言, 工业品中基本面较好的品种可能会趁势而起, 走势超出基本面, 而对于近期跌幅较大的品种, 也可能保持相对较强走势。建议趋势投资者继续关注脱离基本面而虚涨的品种的抛空机会, 入场时间尽量选择宏观政策的支撑弱化, 或者价格明显虚高的时候。

股指期货: 指数走势健康, 呈现出进二退一的走势。市场短期反弹的基础仍然存在, 而反弹的压力产生于指数反弹幅度较大以及外围市场的弱势, 维持我们之前的观点, 沪指 2600 以上位置多单应逐渐止盈离场, 沪指的波段区间在 2450-2650 附近, 尽量选择区间上下沿交易。

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。国内冶炼企业尽管有所扩张, 但是迫于环保高压政策, 总体来说供应端增量较为有限。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: 钢材冬储在进行, 短期对价格产生提振, 但节前需求较弱, 现货端价格难有表现, 期货端价格修复基差后上方空间有限。铁矿石补库也将接近尾声, 焦炭需继续关注现货端能否形成涨价周期。关注周一宏观数据影响。

动力煤: 综合来看, 产地价格持续上涨, 产地发运至港口价格出现严重倒挂, 贸易商发运积极性下降, 呼局方面请批车数量萎缩, 导致港口供应受限。“三西”主产区安监力度升级, 由于发运依然倒挂, 价格弱势调整。盘面上近期依然将维持调整的走势, 建议操作上可以日内轻仓试多, 长期趋势并不明朗。

甲醇: 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。原油价格近期企稳, 受到减产计划影响。操作上, 跟随原油节奏, 密切关注库存情况, 建议关注 2400-2600 震荡区间。春节前较为弱势, 关注工业品价格联动。

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

纸浆: 漂针浆国内现货价格反弹, 12 月进口纸浆数量下降, 但是纸浆基本面的改善仍维持在供给面, 全国各大纸厂停机时期临近, 需求面弱势难改。建议投资者注意追多风险, 短期或继续高位调整, 等待回调做空机会。

油脂油料: 油脂市场节前需求旺盛以及有油厂挺价支撑, 整体表现可能继续强于粕类, 但需要注意防范回吐风险, 继续追高需谨慎。可把握市场粕弱油强的运行节奏, 继续持有买油卖粕的套利组合。大豆期货市场在二次探底后依旧反弹乏力, 自身行动上动力不足易受相关品种的影响, 参与机会不显著, 可继续保持观望。

白糖: 操作上, 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：“宽货币”加码 “宽信用”回归	- 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 短期出口将继续承压	- 6 -
3 流动性：央行公开市场操作创历史新高	- 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	- 12 -
1 锌：影响因素	- 12 -
2 锌：延续震荡走势	- 13 -
3 锌期货现货数据	- 13 -
铅：维持震荡，继续低位运行	- 14 -
1 铅：基本面分析	- 14 -
2 行情展望	- 15 -
3 铅期货现货数据	- 15 -
黑色金属	- 16 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 16 -
2 供需端：开工率增需求弱，社库延续增加	- 16 -
3 原料端：补库下铁矿偏强，焦炭供应偏松	- 18 -
4 总结与建议	- 19 -
动力煤：节前安全检查，日内出现做多机会	- 20 -
1 走势回顾	- 20 -
2 基本面分析	- 20 -
3 综合分析	- 21 -
甲醇	- 22 -
1 甲醇市场供求分析	- 22 -
2 综合分析	- 23 -
3 甲醇主要数据	- 23 -

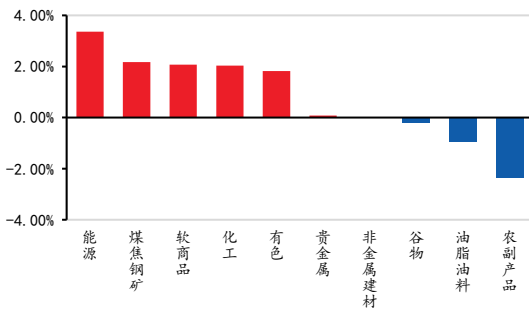
天然橡胶.....	- 25 -
1 行情回顾.....	- 25 -
2 基本分析.....	- 25 -
3 内在逻辑.....	- 28 -
4 总结建议.....	- 29 -
纸浆：纸厂停机时期临近，等待回调做空机会	- 30 -
1 行情回顾：震荡偏强，再创新高	- 30 -
2 基本面分析	- 30 -
3 总结与建议	- 35 -
油脂油料：美豆宽幅震荡，连粕低位徘徊.....	- 36 -
1 外部豆类市场分析	- 36 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 36 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 37 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 37 -
白糖	- 38 -
1 白糖市场供求分析	- 38 -
2 综合分析.....	- 39 -
3 白糖市场主要数据	- 39 -
免责条款.....	- 41 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
锌	焦炭	动力煤	沥青	白糖	PTA	铁矿石	镍	螺纹钢	线材
5.92	5.73	5.64	5.23	4.24	4.11	3.94	3.32	3.27	2.94

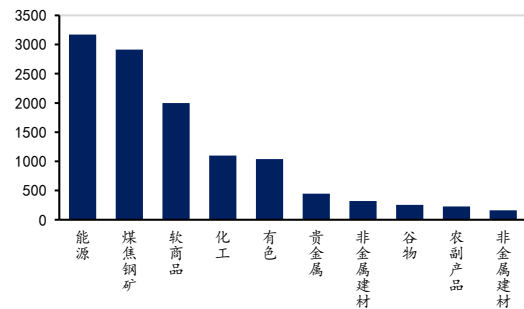
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
豆粕	菜籽	鸡蛋	纤维板	豆二	菜粕	豆一	苹果	晚籼稻	玻璃
-3.07	-2.96	-2.55	-2.16	-2.07	-1.67	-1.00	-0.82	-0.57	-0.53

图表 1: 商品板块周涨跌幅



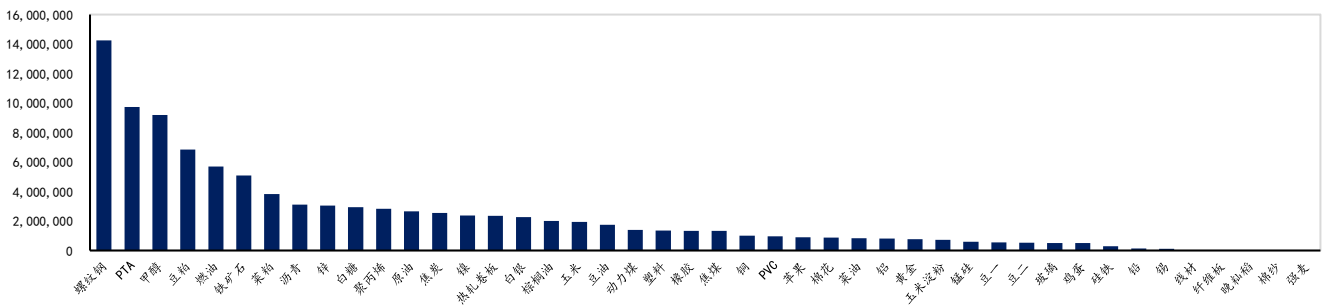
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



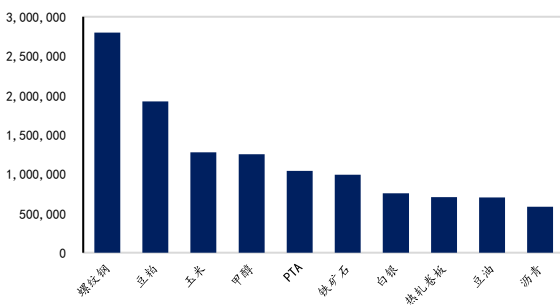
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



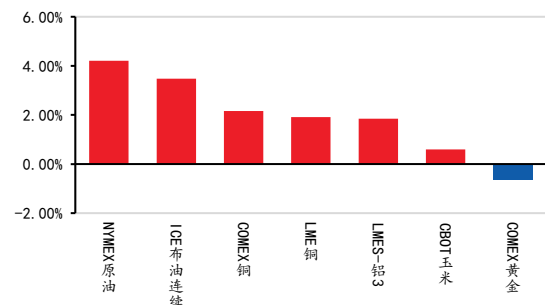
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：“宽货币”加码 “宽信用”回归

在短期宏观政策的支持下，本周市场继续回升，几乎所有的工业品都出现上涨。在过去两周反弹了20%的基础上，本周原油再度反弹2%以上，化工类集体走强，PP和塑料明显上涨，而黑色系更为强势，焦炭涨幅在4%以上，铁矿石甚至接近去年年中的高点；铜探底回升，再度接近48000，显示出市场情绪明显改观。

短期宏观面呈现暖意，降准甚至不足，本周逆回购投放资金近万亿，“宽货币”加码；而从12月的社会融资数据看，数据超出预期，分项看“宽信用”也回归，宏观政策的持续加持，风险资产修复明显，股市也明轩回暖。

宽货币方面，央行表示不会大水漫灌，但是当前的流动性已经泛滥。根据央行先前公布的安排，1月下调金融机构存款准备金率将分两次实施，1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。央行有关负责人透露，此次降准将释放资金约1.5万亿元。简单估算，15日这次降准大约可释放资金7500亿元左右，而25日还有近7500亿元的资金。然而，即使到月底有1.5万亿的资金释放，央行似乎仍不嫌满足，直接用逆回购创下记录来的巨额流动性。

1月初的降准主要目的是缓解春节前后市场流动性需要，一定程度上缓解月末资金面周期性紧张，以及春节现金需求上升等因素对市场流动性带来的冲击。通过公开市场操作引导市场利率围绕指导利率运行，避免“大水漫灌”。同时利用置换式降准、定向中期借贷便利及再贷款再贴现等结构性货币政策工具代替逆回购和MLF，精准把握流动性投向。虽然春节期间的流动性需求，包括MLF到期资金需求，但是降准叠加逆回购2万多亿的资金，明显大于需求，央行“宽货币”刺激经济的态势非常明朗。

如果说宽货币显得较为有理有据，那么宽信用的回归，则显示当前的支持力度不是一般的大。

2019年1月15日，央行公布了12月金融数据：12月份新增社融规模1.59万亿元（上期值1.52万亿元），新增人民币贷款1.08万亿元（上期值1.25万亿元），M2同比增速8.1%（上期值8.0%）

新增社融超预期，宽信用政策效果渐显。2018年12月新增社融15898亿，同比和环比皆出现不同程度的增加，超出市场预期。虽然社融存量增速延续下行趋势，但下行幅度大大缩减。2018年人民银行通过货币政策和宏观审慎的双支柱支持实体经济融资，修复货币政策传导机制，促使宽货币向宽信用转换。分项来看，12月新增社融数据具有如下特点：第一，表内人民币贷款新增8568亿元，同比多增2629亿元，是社融同比增加的主导因素。第二，债券融资总量和结构均有改善。12月金融市场融资3834亿，同比大幅多增2699亿，主要是由于企业债融资大幅增加，股票市场融资同比继续下滑。从一级市场发行数据来看，AA及以下低评级主体的净融资（企业债+公司债+中票+短融）规模经历12个月负增长后于上月开始转正，本月持续为正。低评级主体债券融资的改善主要源于央行在改善企业融资时，一直坚持发挥债券市场的引领作用，推动实施一系列民营企业债券融资支持工具，信用利差也出现一定的回落。第三，非标融资继续收缩，仍是拖累社融增长的主要因素。12月份表外委托贷款、信托贷款和未贴现承兑汇票等非标融资同比少增5253亿，延续收缩态势，虽然收缩幅度延续走窄趋势，但仍是拖累社融增长的主要因素。展望2019年1月份，1月是信贷投放大月，叠加地方债宏观·宏观快评有望提前发行和债券市场融资功能的修复，1月新增社融有望继续改善。

央行的一系列政策，明显释放了宽信用的信号，未来更多宽信用政策有待出台，同时，12月PMI跌破荣枯线，四季度出口增速从11.7%大幅回落至4%左右，经济下行压力明显加大，宽信用政策或加速出台，甚至适度放松非标。另外，财政政策也不可小觑，依靠积极财政政策稳增长，包括中央政府加杠杆，减税降费与基建投资共举。

总结来看，在PMI跌破荣枯线，出口负增长等严峻的经济形势下，宏观政策几乎一致转向“稳增长”，因此短期宏观面是明显偏暖的，这对风险资产的修复是非常明显的。对于商品而言，工业品中基本面较好的品种可能会趁势而起，走势超出基本面，而对于近期跌幅较大的品种，也

可能保持相对较强走势。建议趋势投资者继续关注脱离基本面而虚涨的品种的抛空机会，入场时间尽量选择宏观政策的支撑弱化，或者价格明显虚高的时候。

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 16 日	政府关门持续创纪录	民主党国会领袖、众议院议长称，没有哪次国情咨文是在政府关门时发布的	政府关门超预期将对美国经济不利
	1 月 15 日	李克强：坚持不搞大水漫灌，依靠市场活力顶住下行压力	李克强称，将持续深化供给侧结构性改革；将通过实施区间调控、定向调控精准发力，依靠改革开放激发市场活力，依靠市场活力顶住下行压力，保持经济运行在合理区间。	继续关注稳增长政策走向
数据	1 月 18 日	央行本周累计净投放超万亿	周一至周四，中国央行公开市场净投放分别为 200 亿元、1800 亿元、5600 亿元、3800 亿元，本周累计净投放达 11400 亿元。	宽货币延续
	1 月 15 日	中国 12 月进口同比下滑 7.6% 创 2016 年 7 月以来最大降幅	按美元计，中国 12 月进口同比-7.6%，预期 4.5%，前值 3%；出口同比-4.4%，预期 2%，前值 5.4%	全球经济下滑，贸易摩擦以及抢跑结束对进出口影响较大，预计贸易短期维持弱势。
事件	1 月 17 日	中国多省市下调 2019 GDP 增长目标	多地继续下调经济增长目标，新疆降幅最为明显，GDP 增速目标从 7% 下调到 5.5%。	GDP 增速继续下行概率较大。

资料来源：中投期货研究所

2 短期出口将继续承压

2018 年全年出口同比 9.9%，进口同比 15.8%，贸易顺差 3517.6 亿美元。2018 年 12 月中国出口同比-4.4%，进口同比-7.6%，均明显低于市场预期，实现贸易顺差 570.6 亿美元。从进出口同比的基数和季节性来看，12 月同比下降并非基数效应，而是环比大幅低于季节性规律所致，具体来看：欧日出口同比均出现明显回落，其中对美出口从 9.8% 降至-3.5%。从商品来看，机电产品、高新技术产品同比均大幅回落，分别为-6.8%和-10.3%，均为 2016 年 12 月以来首次转负。尽管，全球进出口贸易量指数在 2018 年出现回落，但韩国对欧美出口仍在高位，且美国 PMI 库存指数仍在 51.2，尚未到大幅去库存的阶段。因此，综合来看，认为出口回落主要是由于“抢出口”效应或已到尾声

进口：受机电产品与来料加工进口，以及大宗商品价格拖累。从主要大宗商品量价拆分来看，价格贡献较此前出现明显回落，大宗价格贡献下降主要是由于国内需求走弱和国际油价大幅下跌。另外，与出口数据相似，机电产品和高新材料进口同比也出现大幅的回落，同比分别为-13.8%和-16.1%。历史来看，机电产品进口与来料加工贸易进口同比走势趋于一致，指向机电类产品与加工贸易之间相关性较高。

因此，机电进出口同步下降大概率是受到中美贸易冲突发酵的影响。中美贸易摩擦下，中国的加工贸易成本上升，导致加工贸易进出口两端均大幅回落。

亿美元商品关税被临时延后 90 天，但中美贸易摩擦仍然存在较大的不确定性，贸易战对出口的拖累在 2019 年将明显体现。短期来看，由于春节因素，1-3 月进出口增速会出现大幅波动，但随着全球贸易出现走弱迹象，以及“抢出口”效应行至尾声；同时，由于国内需求走弱，以及加工贸易对进出口两端都有拖累，因此 1 季度进出口仍将承压。

3 流动性：央行公开市场操作创历史新高

本周，央行共进行 12700 亿元逆回购操作，累计有 1100 亿元逆回购到期。至 1 月 18 日，央行本周实现净投放 11600 亿元，为单周历史新高。

春节是现金需求旺季，对流动性需求更为强烈。当前距离春节仅剩下半月时间，近日人民银行接连启动 7 天和 28 天逆回购，本周内仅 28 天逆回购已累积投放 5000 亿元。

此外，开年首次降准已于 1 月 15 日正式实施。

尽管如此，银行间市场数据显示，DR001 本周以来已回升到“2”以上水平。

资金面方面，此前市场对于春节前的资金面波动还有所担忧，但周二央行降准之后，周三公开市场又超量净投放了 5600 亿资金，超预期的资金投放肯定是利好债市的，当天收益率也明显下行做出反应。

央行连续大量投放，说明确实存在资金缺口，大部分资金是用来对冲的，实际对资金面的影响有限，资金面难过于宽松，而且市场已有反应，所以周四央行继续大量投放资金，利好效应减弱，利率小幅波动。对于后期资金面，虽然临近春节取现压力会增加，但 TMLF 和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金会在下旬释放，关键是央行通过连续大量投放，维稳的意图较明显，估计资金面波动会减小。

4 商品市场策略

在 PMI 跌破荣枯线，出口负增长等严峻的经济形势下，宏观政策几乎一致转向“稳增长”，因此短期宏观面是明显偏暖的，这对风险资产的修复是非常明显的。对于商品而言，工业品中基本面较好的品种可能会趁势而起，走势超出基本面，而对于近期跌幅较大的品种，也可能保持相对较强走势。建议趋势投资者继续关注脱离基本面而虚涨的品种的抛空机会，入场时间尽量选择宏观政策的支撑弱化，或者价格明显虚高的时候。

5 股指期货市场分析

市场持续反弹

本周指数第三周反弹，沪指周涨幅 1.65%，中小板涨 1.29%，创业板涨 0.63%，各大指数维持相对强势

本周蓝筹股走势极强，周涨幅为 2.67%，这与方星海主席的讲话密切相关。

在 1 月 12 日的第二十三届中国资本市场论坛，2018 年有一个奇怪现象国内投资者不敢买股票，国外投资者拼命买中国股票。怎么解释？今年我预计外资流入股市会进一步增加，6000 亿应该是可以预期的。在资金流入方面，外资通过沪深港通净流入 A 股的额度在大幅度增加。“去年净流入 A 股达 3000 亿元，今年预计会进一步增加，6000 亿元应该是可以预期的。”方星海称，将 A 股纳入 MSCI 指数成份股的比例从 5% 提高到 20%，吸引外资是非常大的。富时罗素指数也宣布将 A 股纳入，纳入比例是 25%。最近道琼斯也宣布纳入 A 股，大概能带来 150 亿美元资金进入 A 股。总体算了算，相对于 2018 年，今年的股市可以期待。

从本周指数走势看，蓝筹股明显强势，外围资金入场的迹象明显。

当前宏观环境有利于指数反弹

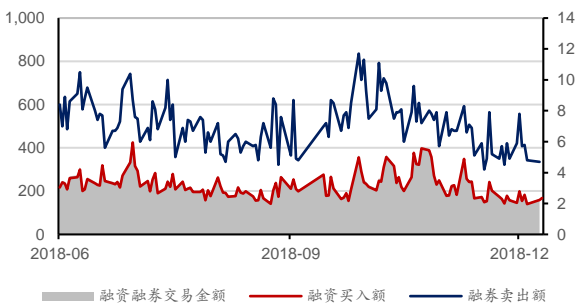
央行持续放水，宽信用+宽货币有助于社融增速企稳回升央行公告，目前仍处于税期，银行体系流动性总量下行较快，为维护银行体系流动性合理充裕，1月17日以利率招标方式开展了4000亿元逆回购操作。本周以来，央行连续进行逆回购操作，四个交易日开展逆回购操作1.25万亿，期间逆回购到期300亿，净投放1.22万亿，另有3900亿MLF到期。

全面降准落地的同时，央行开展了较大规模的逆回购操作，体现了货币政策维护市场流动性合理充裕的意图。在经济增速趋缓的大背景下，持续放水也表明了当前决策层对于稳增长的迫切性，在未来一段时间内，货币政策将大概率维持宽松。12月社融增速为9.8%，已现企稳迹象，随着宽信用和宽货币的持续推进，融资环境将会得到改善，货币和社融增速有望在一季度触底回升。

指数以进二退一的方式上涨，静待更多政策催化剂。市场震荡向上的特征较为明显，近期指数总体是大涨小回落的走势，整个市场的节奏大概率将趋于平淡，从另一个角度来看波动也相对较小，指数短期出现大幅向下调整的可能性不大。

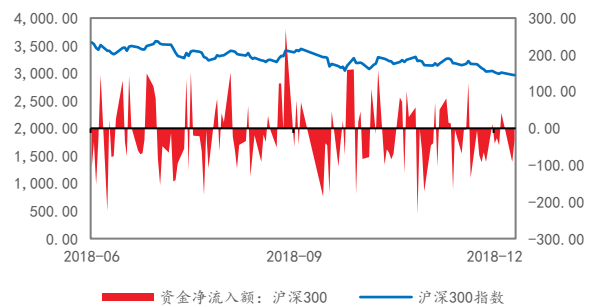
指数连续反弹，创出近期反弹的新高，沪指接近2600点，A股目前的估值处于低位，对于资金具备吸引力，对于后市依旧相对乐观，预计指数仍有一定上行空间。

图表 7: 融资融券数据图



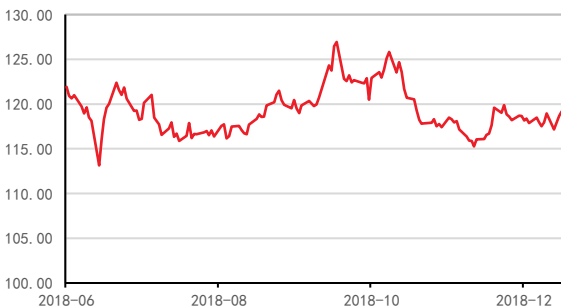
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8: 合约持仓和市场表现



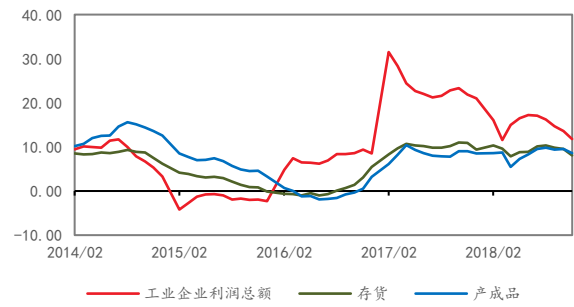
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。高速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，目前已投产产能 180 万吨，新增产能远超市场预期。从企业的投产和产量周期来看，1-11 月累计产量将达到 796.45 万吨，同比增幅 9.6%，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。对于 2019 年全球冶炼产能高速扩张仍将继续。其中赤峰云铜粗炼及精炼各 25 万吨，广西南国铜业粗炼 20 万吨，精炼 30 万吨；新疆五鑫铜业粗炼及精炼各 10 万吨，紫金铜业粗炼及精炼各 8 万吨，黑龙江紫金铜业粗炼及精炼各 10 万吨，兰溪市自立环保精炼 10 万吨。国内精铜供应基本处于宽松状态。由此可见，原料端供应放缓已成市场共识，而国内精铜供应短暂充裕，两者的矛盾对铜价的影响或持续。

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—11 月商品房销售面积累计增速同比增长 1.4%，下降显著，同时开发投资额也出现趋势性下降。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，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



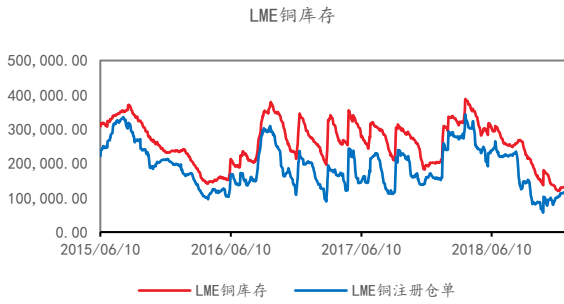
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



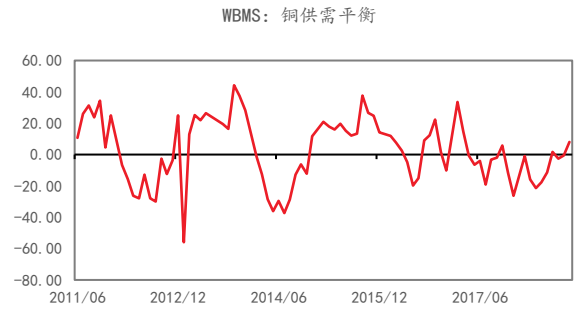
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



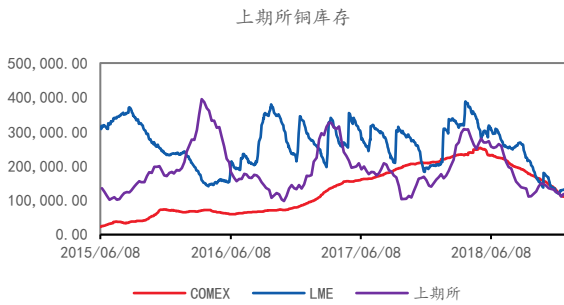
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



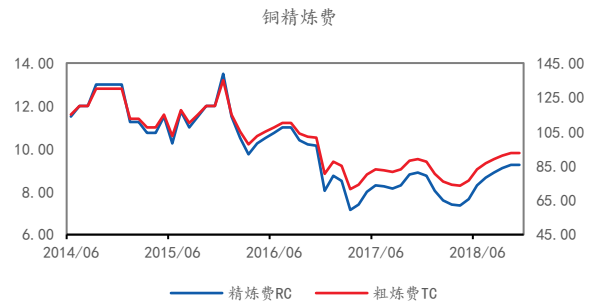
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

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

锌需求暂无亮点

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。产量方面，截至 2018 年 10 月，国内镀锌总产能达到 1 亿吨，但产能利用率仅为 70%。其中，重点企业镀锌板（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。

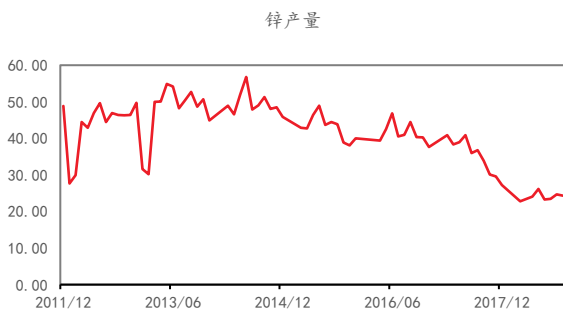
汽车方面，1—11 月国内汽车产销量分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，同比下降 2.59% 和 1.65%。中汽协预计，2018 全年车市销量或达 2800 万辆，增速在-3%左右。今年汽车销量统计数字同比回落，主要为 2016—2017 年基数太大所致。在购置税补贴政策利好下，过去两年汽车产销量快速增长，绝对值达到较高水平，相当程度上透支了 2018 年的消费需求。受宏观下行压力及市场结构调整影响，2018 年中国汽车产销量呈现负增长。

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。需求走弱，下游消费萎靡不振，持续低库存概率较低。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，预计锌价继续维持弱势 20000-22000 区间运行。

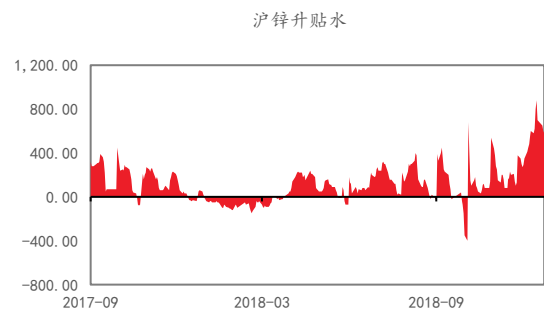
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



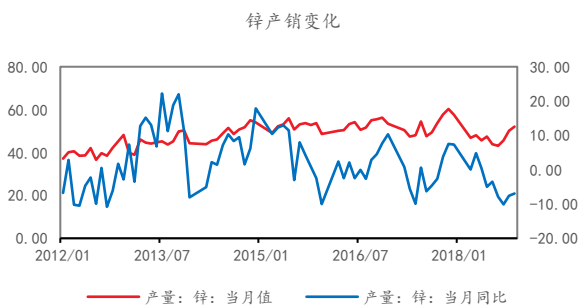
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：沪锌升贴水



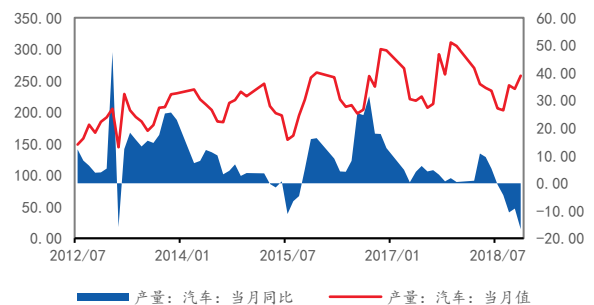
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：维持震荡，继续低位运行

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

上年同期分别增长 75.4%和 88%。

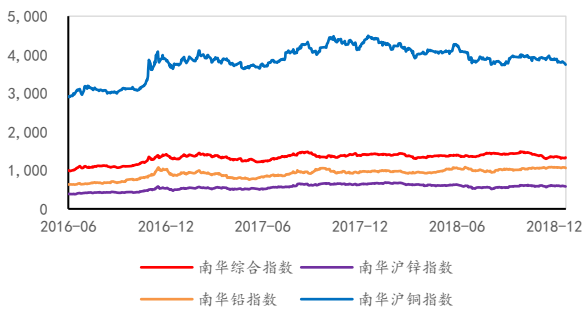
近期废旧电瓶与铅价格相关性似乎再度提升，未来废旧电瓶的供需情况或许将会成为铅产业链中新的焦点。不过由于目前再生铅价格持续处于相对低迷的状态，即便是与原生铅相比存在巨大优势也仍然无法吸引更多的下游采购转向再生铅，因此目前再生铅企业利润水平也始终处于较低的位置，因此即便原材料价格下跌，或许也并不一定在当下足以及其再生铅企业更多的生产热情。

2 行情展望

全球经济前景或增速放缓，打压投资情绪。国内冶炼企业尽管有所扩张，但是迫于环保高压政策，总体来说供应端增量较为有限。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。

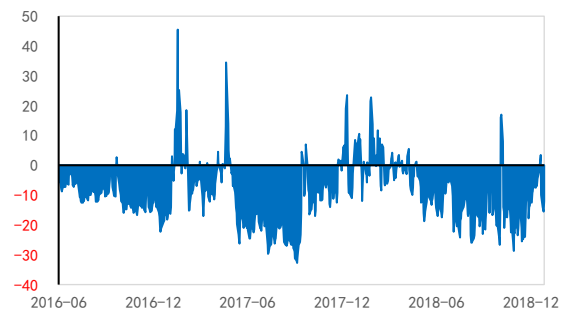
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



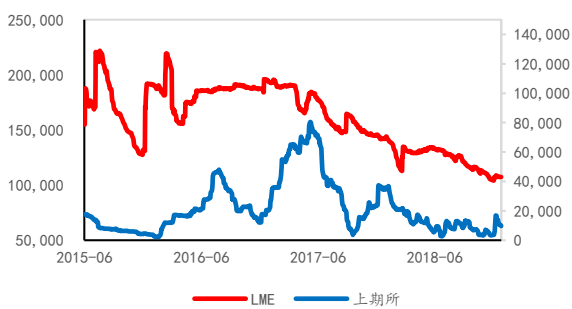
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：LME 铅升贴水



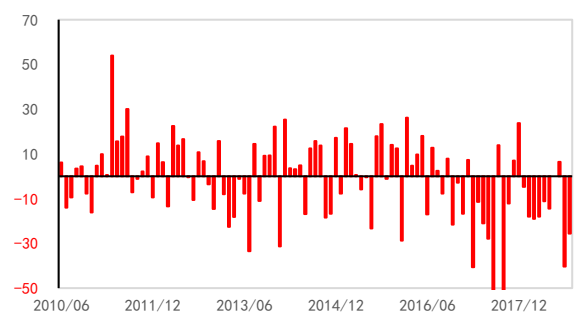
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

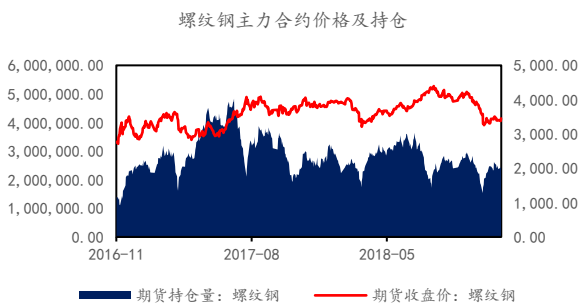
本周市场整体表现偏强，商品市场走宏观悲观预期修复的逻辑，在现货价格未涨的情况下，期货价格快速上行，期现基差得到进一步修复。

宏观数据方面，本周公布进出口数据以及货币数据。12 月我国出口以美元计价同比降低 4.4%，进口以美元计价同比降低 7.6%，贸易战影响下抢出口的滞后影响开始显现，内外需求疲弱。12 月 M2 增速 8.1%，新增人民币贷款 1.08 万亿。经济数据在持续走弱，但政策层面持续吹暖风，市场悲观预期近期持续修复，能否持续需要观察后期经济数据走势，特别是下周一投资、消费、工业增加值等数据。

美元指数开始企稳反弹，人民币连续升值后开始趋稳，全球流动性收缩趋势难改，本轮价格反弹后，风险资产价格也在后期面临一定压力。

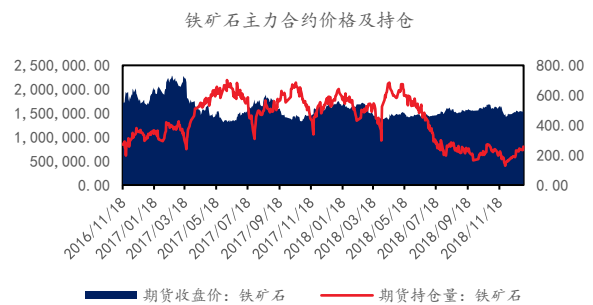
行业来看，冬储方面，上周我们分析了可能的两种走势，从库存情况，市场在走第一种路径，节前涨与节后涨，市场倒不如驱动在节前涨，但从现货端情况来看，近期现货一直维持相对平稳状态，并未跟随期货反应，期现基差也进一步收敛，目前期货冲到 3680 元/吨附近位置，上方空间有限，继续追高有风险，不如等待库存积累后的做空机会。

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



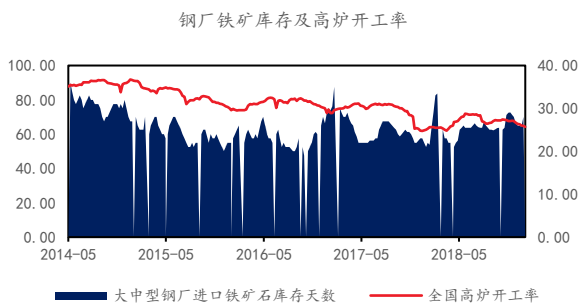
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：开工率增需求弱，社库延续增加

从供应端看，本周高炉开工率从上周 64.36% 延续回升至 64.92%。Mysteel 数据显示螺纹钢、热卷产量均有所下滑，于开工率数据略有背驰。成本利润角度看，当前生铁成本 2371 元/吨，钢坯成本 2999 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 632 元，热卷毛利润 352 元/吨，成本的升高主要来自铁矿石价格的上行。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。

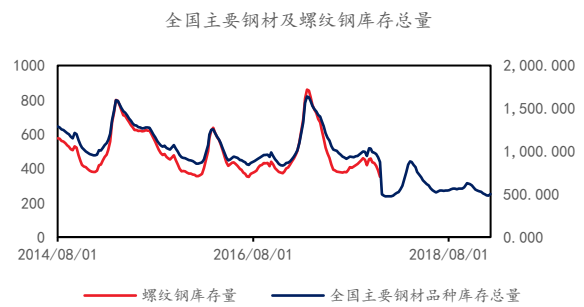
从博弈的市场角度看，目前冬储 3700 元/吨附近开启冬储，在 2019 年市场整体悲观需求下，钢企在春节期间会加紧生产变现利润，供应端将压力显现。

图表 27：钢厂铁矿库存及高炉开工率



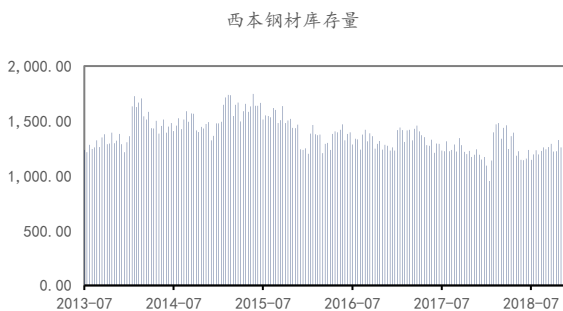
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



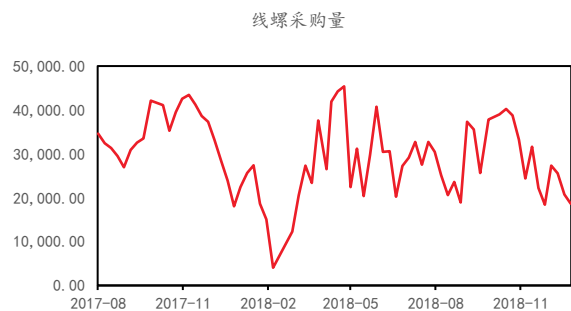
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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3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18日，国内主要钢材品种库存总量为935.1万吨，较1月11日上升41.46万吨，环比上升4.64%；国内螺纹钢社会库存量由371.77万吨上升至401.64万吨，环比上升8.03%，社库延续增加，钢厂螺纹钢库存增加2.03万吨，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3.26万吨至192.76万吨，环比增加1.72%，钢厂库存减少2.38万吨。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月下旬后库存将呈现大幅增加的态势。

需求端看，钢市需求处于季节性淡季，从Mysteel日成交数据看，本周基本维持在平均12万吨以下水平，基本处于相对低位。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为32395吨，较上周增加2970吨，华东地区天气转晴需求有所释放。临近春节，南方地区终端工程处于收尾阶段，下游需求日益走弱。

出口方面，海关总署数据显示，2018年12月我国出口钢材555.6万吨，较上月增加25.8万吨，同比下降2.0%；1-12月我国累计出口钢材6933.6万吨，同比下降8.1%。12月我国进口钢材100.6万吨，较上月减少5.1万吨，同比下降16.2%；1-12月我国累计进口钢材1316.6万吨，同比下降1.0%。短期价格优势仍未显现，贸易战影响下预计后期增幅有限。

整体看，供应平稳需求走弱，社会库存延续增加，考虑宏观数据走弱概率大，短期期货上行空间有限。

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18日普氏62%进口矿指数报75.95美元/吨，较上周涨1.25美元/吨，现货端价格较为坚挺，期货端价格大幅冲高，市场对2019年铁矿整体维持偏多思路。从螺矿比来看，市场多矿空螺的套利仍在继续运行，目前铁矿石期货端538元/吨价格，接近去年铁矿最高点，对比去年看的话目前铁矿价格对应4200元/吨，铁矿短期大幅走高后价格难稳。从库存角度看，钢企进口矿铁矿石平均库存回升至32天，补库基本接近高位。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约14390万吨，周环比增加201万吨。铁矿石价格难以长期维持强势，在后期钢厂利润压缩下，势必会通过调节矿石结构更多选择低品矿来降低成本，而港口大量低品矿库存供应充足。

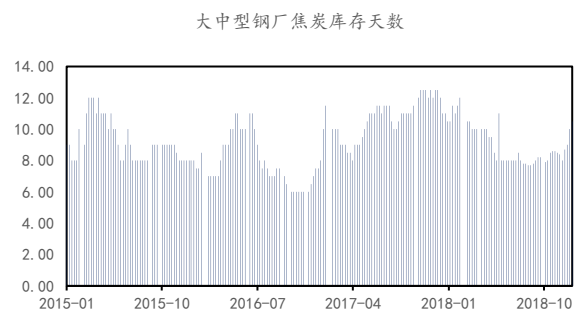
整体看，铁矿石价格强势难持续，80美元/吨是重要压力位。

图表 31：国内铁矿石港口库存



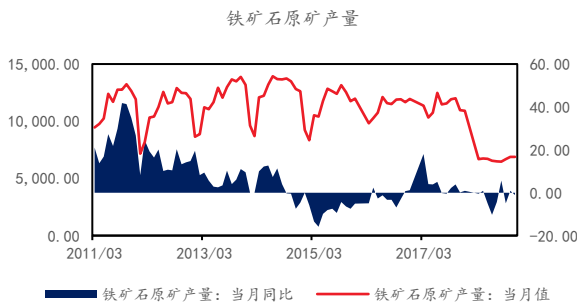
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：焦炭库存可用天数



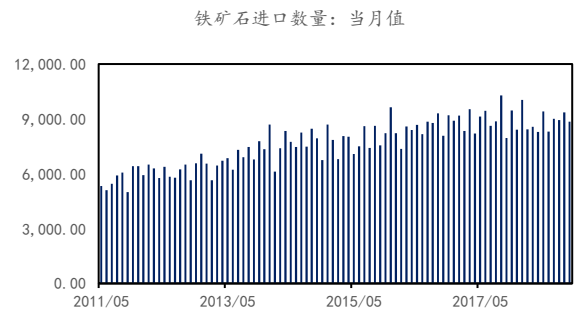
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。随着近期期货端价格上行，部分地区有提涨50-100元/吨情况发生。但从基本面看，焦化企业开工率延续回升态势，整体维持偏宽松的格局不变。

从Mysteel统计数据看，全国230家独立焦企样本产能利用率75.01%，上升0.46%，日均产量67.42万吨增加0.41万吨，华东、华中地区焦企开工回升，环保影响整体有限；焦炭库存86.42万吨，较上11.3万吨；炼焦煤总库存1788.66万吨，增加1.95万吨，平均可用天数19.95天，减少0.1天。全国110家钢厂焦炭库存474.98万吨，增加5.64万吨，平均可用天数15.37天，增加0.04天。港口焦炭库存总库存316.5万吨，增加16.5万吨。焦炭总库存延续增加态势，短期供应维持偏宽松的格局。在上周煤矿事件刺激下，焦炭价格有一定提振，港口准一级焦炭价格至2030-2080元/吨，贸易商询价开始增加。

焦煤方面，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 500 辆以上，运管单的问题逐步解决，处于稳步回升中，预计口岸通关量会持续增加。近期进口焦煤价格有所下调，进口焦煤优势明显，部分下游开始考虑进口煤，而对于国内焦煤节前多以小单或者暂停采购为主。

整体看，焦炭仍处于宽松格局，价格继续上行缺乏驱动，看现货端春节前能有几轮价格上调，是否形成正反馈。焦煤受事件驱动影响减弱，进口煤价格回落替代效益显现，焦煤价格上方空间有限。

4 总结与建议

钢材冬储在进行，短期对价格产生提振，但节前需求较弱，现货端价格难有表现，期货端价格修复基差后上方空间有限。铁矿石补库也将近尾声，焦炭需继续关注现货端能否形成涨价周期。关注周一宏观数据影响。

动力煤：节前安全检查，日内出现做多机会

1 走势回顾

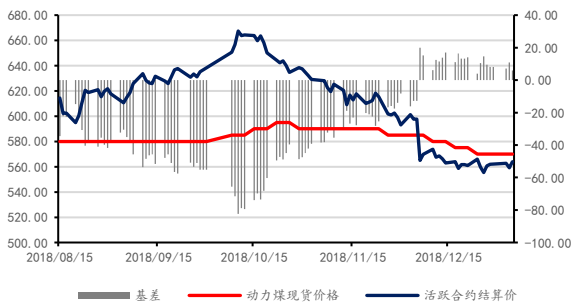
本周，动力煤期货主力 1905 合约大幅上涨，周五报收 591.6 元/吨，涨幅 5.64%，价格振幅 6.52%。本周 1905 合约成交量 139 万手，日均成交量较上周大幅提高。持仓量为 31.59 万手，较上周增仓 1950 手。

2 基本面分析

2018 年全国煤炭进口同比增长

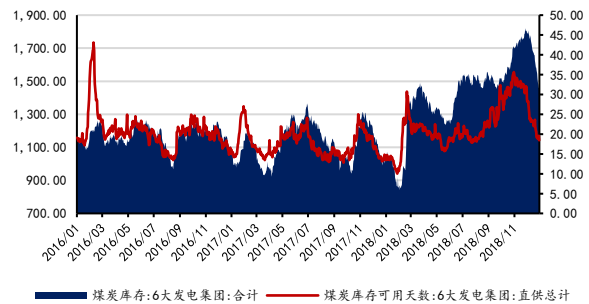
海关总署 1 月 14 日公布的数据显示，中国 12 月份进口煤炭 1023 万吨，同比减少 1251 万吨，下降 55.01%；环比减少 892.3 万吨，下降 46.59%。1-12 月份，全国共进口煤炭 28123.2 万吨，同比增长 3.9%。中国 12 月份出口煤炭 31 万吨，同比减少 39 万吨，下降 55.71%，环比减少 37.9 万吨，下降 55.01%。1-12 月累计出口煤炭 493.4 万吨，同比下降 39%。

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

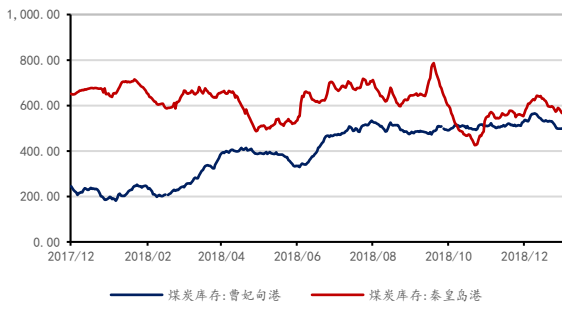
国内动力煤市场弱势反弹

最新一期环渤海动力煤价格指数报收于 570 元/吨，上涨 1 元/吨。动力煤价格反弹主要受下游电厂库存高位回落、节前补库的刺激，在目前趋势性下跌的大背景下，反弹应该是短期的、温和的。截至 2019 年 1 月 15 日，沿海六大电厂煤炭库存 1415.3 万吨，较上周同期增加 27.9 万吨；日耗为 75.5 万吨，较上周同期减少 1.8 万吨；可用天数为 18.8 天，较上周同期增加 0.8 天。港口价格反弹带动上游产地价格小幅上涨，内蒙区域 5100-5200 大卡动力煤坑口价格本周期内上涨 5-10 元/吨。

2018 年铁路货运量持续增长

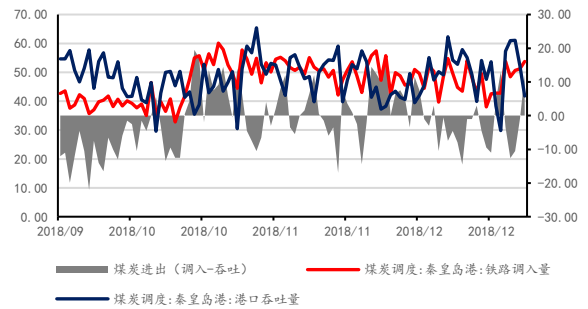
根据中国铁路总公司的数据，2018 年，中国铁路总公司围绕山西、陕西、内蒙古西部、新疆等煤炭主产区，充分发挥大秦(大同至秦皇岛)、唐呼(唐山至呼和浩特)、瓦日(瓦塘至日照)、侯月(侯马至月山)、宁西(南京至西安)、兰渝(兰州至重庆)等煤炭外运主通道能力，大力组织开行万吨重载列车，坚持铁路直达、铁水联运等多种方式，全面增强西煤东运、北煤南运能力。2018 年以来，唐呼、瓦日铁路首次开行万吨重载列车，大秦、唐呼、瓦日铁路全年运量分别完成 45100、5405、3395 万吨，同比增长 4.3%、491.6%、75.6%，陕煤外运和疆煤外运分别同比增长 24.3%、44.9%。

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，产地价格持续上涨，产地发运至港口价格出现严重倒挂，贸易商发运积极性下降，呼局方面请批车数量萎缩，导致港口供应受限。“三西”主产区安监力度升级，由于发运依然倒挂，价格弱势调整。盘面上近期依然将维持调整的走势，建议操作上可以日内轻仓试多，长期趋势并不明朗。

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

西北地区企业出货尚可，部分企业库存压力渐显，窄幅下调。鲁北地炼原料备货库存较高，备货接近尾声，市场气氛一般；鲁南地区受外来货源冲击较大，上游厂家出货情况不佳，价格下滑幅度较大。环渤海、华中地区出货平稳，窄幅波动；淮海地区成交不一，窄幅下滑；港口方面，日内期货震荡整理，现货报价随期货小幅波动，买气不足，成交寥寥。短期国内甲醇市场或偏弱整理。

现货价格弱势，西北价格降至 1850，已经接近生产成本，广东港口 2400，价格呈现弱势。传统下游表现无特别亮点，而烯烃需求最近一周时间部分企业开工负荷体现提升，需求开始出现增量，叠加本轮备货周期推动。原油受减产消息，短期内强势反弹，提振化工品价格。国内降低准备金，提振市场。

开工率处于较高位置

国内甲醇整体装置开工负荷为 69.69%，环比上涨 2.28%；西北地区的开工负荷为 84.34%，环比上涨 2.25%。由于西北地区部分煤制烯烃甲醇装置负荷提升，以及部分甲醇装置恢复运行，西北地区装置运行负荷走高。此外，河南地区部分甲醇装置恢复运行，甲醇整体开工水平回升。甲醇产量预期增加，供应端支撑有限。

库存依然较高，供应增加

截至 01 月 17 日，江苏甲醇库存在 52.3 万吨，大幅增加 5.2 万吨，涨幅在 11.04%，较 2018 年同期相比大幅上涨 24.66 万吨，涨幅高达 89.22%。部分汽运和内贸、进口船运货物集中抵达江苏区域，但走货量积极萎缩，江阴常州、南通和太仓等地库存全面上涨，江苏整体可流通货源 16.2 万吨附近。浙江地区甲醇库存在 25.71 万吨，增加 1.6 万吨。由于前期部分下游工厂库存偏低，近期内地货源陆续抵港，库存继续上涨。华南地区甲醇库存在 9.05 万吨，增加 2.75 万吨，可流通甲醇货源在 5 万吨附近。福建地区甲醇库存 2.9 万吨附近，增加 1 万吨，整体可流通货源在 2 万吨。

目前，沿海地区甲醇库存积极增长至 89.96 万吨，整体可流通货源预估在 23.5 万吨附近。库存累积打压甲醇价格。

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 55% 以上。国内煤（甲醇）制烯烃装置平均开工率在 72.39%，大多数装置运行平稳，开工维持前期水平。传统需求方面难有起色，采购有限，各行业表现不一。甲醛因为因临沂、苏北部分装置降负或者停车，导致开工率下滑；DMF 因为兴化装置恢复运行，开工率上涨；醋酸因塞拉尼斯重启，开工率提升；部分装置临时停车或降负运行，二甲醚开工率下滑。下游市场节前备货接近尾声，甲醇终端需求趋弱，交投不温不火。

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，再到减产量不及预期，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 需求一般难有其实。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。原油价格近期企稳，受到减产计划影响。操作上，跟随原油节奏，密切关注库存情况，建议关注 2400-2600 震荡区间。春节前较为弱势，关注工业品价格联动。

3 甲醇主要数据

图表 39：甲醇收盘价



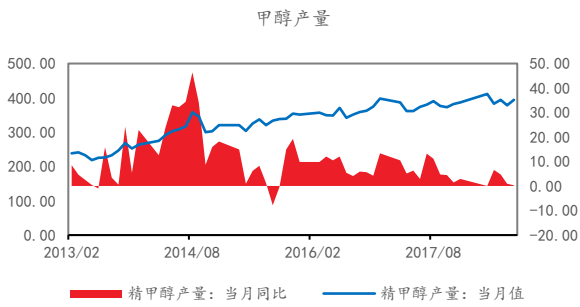
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：甲醇出厂价



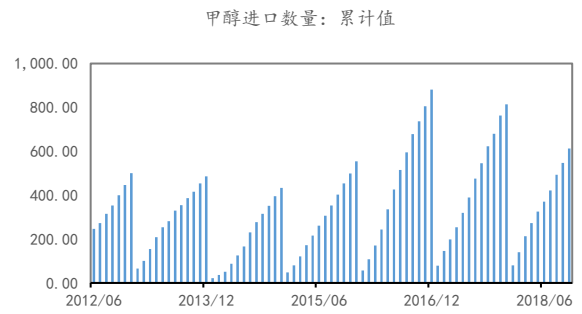
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41: 甲醇产量



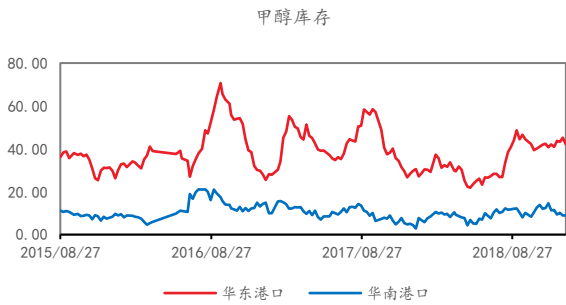
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

天然橡胶

1 行情回顾

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

2 基本分析

供给侧

ANRPC 预计，2019 年全球天然橡胶产量将增长 6.6% 至 1484.4 万吨，高于先前初步估计的 4.3%。虽然橡胶价格持续低迷，恶劣天气时有发生，但在亩产保持稳定的情况下，可割胶面积的增加导致世界天然橡胶产量仍将大幅增长。在 2010—2012 年期间，高胶价刺激胶农扩大橡胶种植面积，7 年后该扩建区域的最后一部分将于 2019 年开始进入割胶期。今年泰国割胶面积将增加 20 万公顷，印度增加 2.6 万公顷，印尼、越南及马来西亚略有增加。泰国天然橡胶产量约占世界总产量的 35%，预计 2019 年泰国橡胶产量增长 6.6% 至 514.3 万吨。由于橡胶主产地发生严重洪灾，2018 年印度天然橡胶产量下降 9.5% 至 64.5 万吨，如果气候条件正常，预计 2019 年印度橡胶产量将恢复并增加 10%。虽然全球天然橡胶产量和消费量整体上大抵相当，但考虑到巨大的潜在产能，橡胶价格上涨或成为负反馈因素，导致世界橡胶产量急剧膨胀。在橡胶价格强劲复苏的假定下，2019 年泰国天然橡胶产量可能增长 14%，马来西亚橡胶产量或增加 53%，印度甚至高达 65%。橡胶价格的任何反弹都可能引发市场供应的激增，从而终止价格上涨。

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

泰国正值传统割胶旺季，但近期恶劣天气引发市场减产预期，橡胶价格大幅上涨。2019 年第一号台风“帕布”于 1 月 4-5 日登陆泰国湾，泰国各地尤其是南部地区出现暴风和强降雨天气。随着降雨范围扩大并伴随局部大到暴雨，素叻府、洛坤府、宋卡府等天然橡胶主产区将受到波及，天气炒作情绪升温。鉴于 2016 年末至 2017 年初的历史经验，应该认识到，暴雨和洪水能够对割胶活动产生短期性影响，但难以对橡胶种植园造成长期严重破坏。橡胶树原产于南美热带雨林，对洪涝灾害的耐受性高，真正伤害橡胶树的是低温和干旱。泰国胶农始终面临的问题是，尽管胶价持久低迷，却并没有出现普遍弃割，反而被迫增加割胶频率。在这样的生产者困境中，产出更多新胶无异于饮鸩止渴。

泰国农合社部发布台风“帕布”经济损失影响初步报告，财政部和内政部将启动紧急援助补贴议案。泰国官方资料称，受台风“帕布”过境影响，泰国南部 13 个府不同程度受灾，大约波及 18 万 9688 户农民家庭。其中，洛坤、素叻、宋卡、北大年、春蓬和董里府等 6 府为重灾区，

覆盖很多橡胶主要产区。受台风和强降雨影响的农耕面积估计在 11.68 万莱，其中农田 2.04 万莱，林地 2513 莱，果园和其他 9.39 万莱。按照财政部天灾补贴方案，农作物损失按最高 30 莱的标准进行补贴，农田 1113 铢/莱，林园 1148 铢/莱，果园 1690 铢/莱。

台风和洪涝灾害对橡胶市场的影响偏向于短期，而且情绪多于实质。相比天气炒作，季节性规律对天然橡胶供应真正起主导作用。随着冬季来临，自北向南开始逐渐停割，全球天然橡胶即将迎来低产期。中国云南早在 11 月中旬已经进入停割期，海南在 12 月中下旬进入停割期。东南亚产区方面，1 月底至 2 月初泰国北部和越南进入停割期，2 月中旬泰国南部、马来半岛、印尼赤道以北地区进入停割期。因此，每年 2—5 月全球天然橡胶产量最低，主产区大多处于停割期或低产期。届时市场有望进入库存去化阶段，但货源供应仍不至于短缺。

需求端

基于世界经济增速放缓的预期，以及对国际贸易和地缘政治的担忧，研究机构认为 2019 年全球天然橡胶消费增长或将减慢。ANRPC 预计，2019 年世界天然橡胶消费量增长 4.2% 至 1459 万吨，而 2018 年初步估计增幅为 5.2%。国际橡胶研究组织 IRSG 数据显示，预计 2019 年全球橡胶总需求量增长 2.5% 至 3000 万吨左右，其中对天然橡胶的需求量增长 2.6% 至 1420 万吨，合成橡胶需求量增长 2.4% 至 1580 万吨。新兴市场经济体的宏观因素和发展前景反映出，2019 年橡胶原料需求增长率相比上年将会明显降低，全球橡胶消费量正在自然减慢。中国天然橡胶消费量占全球消费总量的 40%，预计 2019 年需求仅增长 3.2% 至 585 万吨，而 2018 年增速为 5.3%，2017 年曾达到 7.5%。印度天然橡胶消费量占世界消费总量的 9%，预计 2019 年需求增速可能会放缓至 4%，这一数字相比 2018 年的 12.6% 相形见绌。原材料需求增长率的下降印证了橡胶工业已经处于低速发展期的事实，与此同时，供应过剩的局面短期难以化解，2019 年橡胶价格全面回升的可能性较小，市场情绪基调仍然较为负面。

相比供应端的持续高压，橡胶需求端始终不温不火，甚至略显颓势。受季节性规律影响，1 月轮胎开工率整体回落，全钢胎 69.91%，半钢胎 66.19%。下游厂商采购积极性不佳，工厂原料库存维持在 12—15 天，轮胎产成品库存约 40—45 天。国家统计局公布的数据显示，2018 年每月轮胎外胎产量均同比低于 2017 年，平均下降幅度为 9.16%。天然橡胶基本面供需矛盾没有改变，缺乏打破现状的实质性利好因素。底部震荡的漫长过程中，短期事件主导的上行空间有限。

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

进出口

泰国海关最新数据显示，2018 年 11 月泰国天然胶出口量为 46.83 万吨，同比下跌 4.47%，环比增加 4.21%；其中出口混合胶 14.56 万吨，同比大增 15.01%，环比增幅 14.47%。中国海关公布数据显示，11 月中国进口天然橡胶共计 57.24 万吨，同比增长 4.45%，环比增加 28.29%。11 月天然橡胶进入旺产期，亦是传统进口需求旺季，橡胶进口量大概率环比上升。但下游需求整体不佳，期现价差缩窄挤压套利空间，抑制贸易商进口的积极性。预期 11 月天然橡胶进口量将反弹，但考虑到去年同期基数较大，同比增幅料将有限，大幅增长的可能性不高。天然橡胶进口增长出现迟滞，预计 2018 年全年橡胶进口量增速将低于 1%，同去年的大幅扩张形成鲜明对比。造成橡胶进口量波动的原因，一方面是远月升水收窄挤压套利空间，但根本上是终端消费需求下行所致。

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

产业政策

日前，国家公布了《2019 年进出口暂定关税等调整方案》，从 2019 年 1 月 1 日起，对部分商品的进出口关税进行调整。作为 2018 年最后一次发布的暂定税率调整，此项方案具体涉及到 706 项商品。下调关税的商品清单中，对部分国家天然橡胶及原料的进口关税继续降低，轮胎进口关税亦大幅下降。天然橡胶相关的具体产品主要包括天然乳胶、天然橡胶烟胶片和技术分类的天然橡胶。2019 年乳胶暂定税率为 10%或 900 元/吨，标胶和烟片暂定税率为 20%或 1500 元/吨。同时，对于加入亚太贸易协定的国家，烟片及其他初级形态的天然橡胶只征收 17%的进口关税。橡胶制品方面，2019 年 24 英寸和 30 英寸以上的轮胎暂定税率为 8%，之前最低为 17%；航空器用翻新轮胎下调 16%至仅 4%。相较过去的进口橡胶高关税政策，本次下调可能意味着国家层面对进口税率的松动。中国天然橡胶进口依赖度高达 80%以上，后期进口橡胶货源大量涌入，将对本已高位的库存雪上加霜。

泰国橡胶局局长公布，泰国“橡胶 20 年战略”（2017—2036）有五个主要目标，分别为：减少 2330 万莱橡胶种植面积，仅留下 1840 万莱橡胶林；将种植园橡胶年产从原来的 224 公斤/莱提高到 360 公斤/莱；将国内橡胶使用比例从 13.6%提高到 35%；将橡胶产品出口金额从 2500 亿泰铢/年增加到 8000 亿泰铢/年；令橡胶种植园年收入从 11984 泰铢/莱增加到 19800 泰铢/莱。目前“橡胶 20 年战略”已经取得橡胶战略委员会和天然橡胶政策委员会的同意，接下来将向内阁上交提案。全球第二大产胶国印尼准备与泰国和马来西亚研讨，解决国际市场橡胶价格低迷的问题。协商目的是稳定橡胶价格，避免胶农蒙受损失，并使橡胶工业生产不受阻碍。印尼经济统筹部长称，交易商才是导致胶价下跌的罪魁祸首，投机客对信息的炒作扭曲了市场对基本面的认识。橡胶政策面的一个现象是，产胶国无法正视其自身供应过剩问题，而倾向归咎于市场交易行为，交易所定价机制甚至中国经济增速放缓等外部因素。

图表 45：天然橡胶现货价格



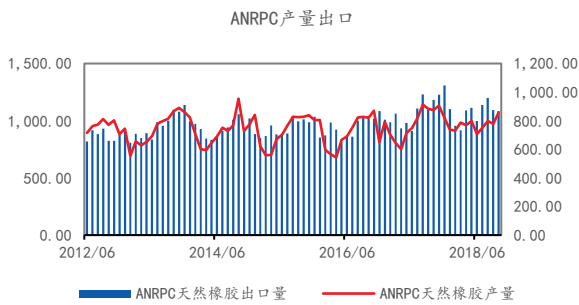
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：合成橡胶价格



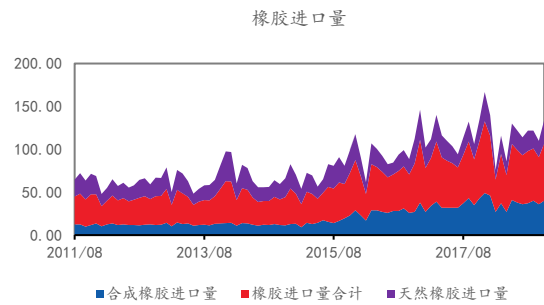
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: ANRPC 产量出口



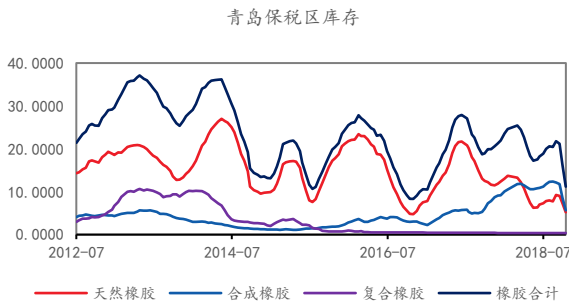
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 青岛保税区库存



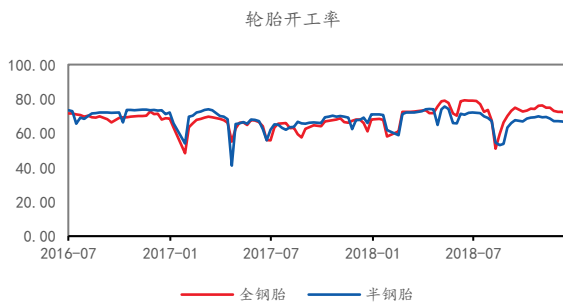
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50: 上期所注册仓单



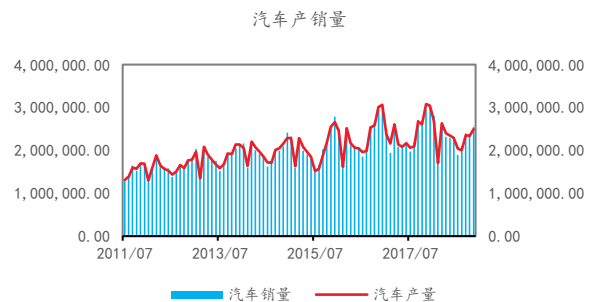
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 内在逻辑

完全竞争

从古典经济学理论的角度观察，天然橡胶市场现状极度接近完全竞争市场的模型。

中国天然橡胶进口依赖度高达 80% 以上，一般贸易占进口量的 60% 以上，贸易环节的活跃程度远高于供应端和需求端。天然橡胶产品的标准化程度较高，市场上存在很多供应商提供大量同质化商品。橡胶下游 70% 的需求集中在轮胎制造业，轮胎企业之间的竞争非常激烈。因此，产胶国寻求的橡胶定价权或是一个伪命题。橡胶价格根据供需关系决定，任何一方均为价格的接受者，对市场的干预能力较为有限，更谈不上掌握橡胶定价权。历史上看，天然橡胶走势与宏

观经济周期存在高度的正相关性，橡胶本身完全竞争的特点可以解释其对宏观波动的敏感性。从近期国际原油的表现中可以看出，总需求的下降引起供应端主动收缩，通货紧缩的逻辑逐渐显现。天然橡胶是基本面最差的品种之一，未来将跟随大宗商品进入下行通道，主要趋势的反转非常困难。

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

橡胶期权

证监会公布称，上期所天然橡胶期权交易申请已经获得批准，将于 1 月 28 日正式挂牌交易。上期所数据显示，2018 年天然橡胶期货成交量为 6185 万手，成交规模位列全球天然橡胶期货市场第一名。橡胶作为重要的工业原料，近年来价格变动幅度较大，场内期权与期货相结合，可为产业链提供较为完善的风险管理机制。天然橡胶期权的上市，能够满足企业避险需求，扩大橡胶期货市场规模，更好地发挥价格发现功能和增强定价能力。中国天然橡胶期权选择的是美式行权方式。相比在到期日行权的欧式期权，美式期权具有灵活性的特点，即可以在到期日前任一交易时间选择行权。对于期权买方而言，可在市场有利或实际需要时获得头寸，或通过提前行权退出市场。从国际经验来看，农产品期权大多为美式期权，采用美式期权更符合天然橡胶企业的需求。

4 总结建议

现阶段天然橡胶的核心矛盾是：供应、套利和政策周期波谷的叠加重合，价格周期底部遭遇产业结构调整。供需关系上看，全球天然橡胶的消费增速低于产量增速，供大于求的主要矛盾仍未改变。最新统计数据无疑证实了全球天然橡胶供应红利理论，橡胶严重的供应过剩沿产量—进口—库存环节在产业链传递累积，这一现象在未来相当长的时间内都将成为常态。

橡胶本身金融属性较强，叠加系统性风险形成的利空，易引发盘面回撤。然而在历史相对低位和价值绝对低点上，市场对趋势性下跌的抵抗能力亦有所增强。在橡胶漫长的熊市中，多头炒作题材不断涌现，价值洼地、气象灾害、政策利好、工业品轮动、板块效应、人民币贬值等论调层出不穷。每一次底部上的反弹都是良机，炒作氛围浓厚时静观其变，话题热度冷却后出手抛空。

2019 年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。橡胶长期坚持看空逻辑，但价格重心逐渐上移，短期或上冲 12000 大关，建议阻力位上反弹抛空。

纸浆：纸厂停机时期临近，等待回调做空机会

经过近五年的筹备，本周二（11 月 27 日）上期所纸浆期货品种正式挂牌上市，国内期货市场再添一员。近年来，由于森林资源禀赋劣势，叠加环保政策趋严影响，中国对进口纸浆的依赖度不断上升。特别是本次上市的品种“漂白硫酸盐针叶浆”（简称漂针浆，下同），对外依赖度接近 100%。中国进口了全球约 1/3 的销售用漂针浆，但是在整个价格决定链条中一直处于非常被动的地位。因此，国内纸品生产商和纸浆贸易商急需相应的风险控制工具，纸浆期货品种的上市意义重大。

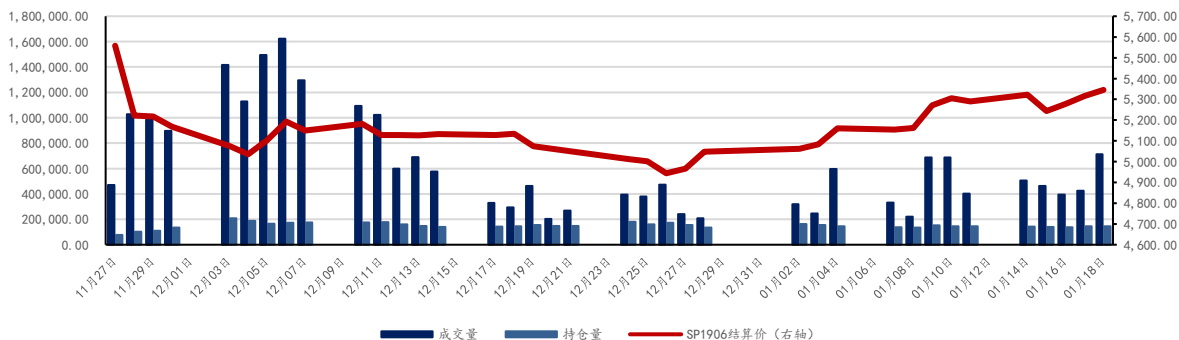
1 行情回顾：震荡偏强，再创新高

上周宏观面消息比较平静，同时纸浆基本面情况没有出现大的变动，因此期货盘面价格维持高位调整。SP1906 周度涨幅 1.05%，SP1909 周度涨幅 1.23%，其中周一周二出现了小幅回调，周三周四止跌反弹，周五主力合约再创新高至 5418 元/吨。

从市场热度来看，前四天金融资本炒作热情有所降温，整体交易量比较稳定，周五再度放量上探。主力合约持仓量维持在 14 万手左右，市场交易仍以短线操作为主。在供给端改善而需求端弱势的基本面背景下，后续反弹动能不足。

作为期货市场上市的新成员，纸浆期货体现出了一定的金融属性。前期纸浆基本面情况初现改善，但是期货盘面涨幅明显，其中缘由更多是来自于宏观方面利好消息的提振。因此，后期的宏观消息变动情况值得投资者关注，中美贸易谈判进展就是其中重要影响因素。中新社报道，中国商务部新闻发言人高峰 1 月 17 日在新闻发布会上称，应美国财长姆努钦、贸易代表莱特希泽邀请，中国国务院副总理刘鹤将于 1 月 30 日至 31 日访美，就中美经贸问题进行磋商。提醒投资者注意消息面的变化。

图表 53：纸浆主力合约结算价成交持仓量变动情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 基本面分析

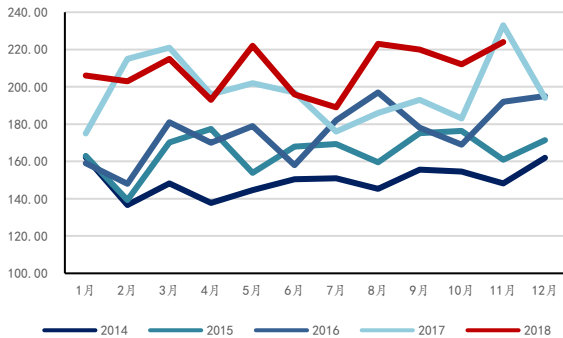
上游市场：中国纸浆进口量下降，国内纸浆现货止跌反弹

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

从进口数量上看，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%，

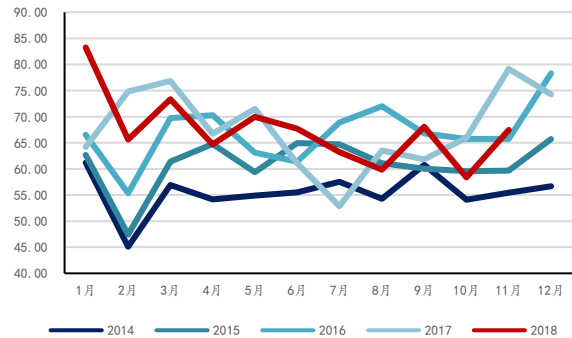
环比上升 5.66%。在国内纸浆行情持续低迷的影响下，12 月国内纸浆进口量下降明显。中国 12 月纸浆进口量为 176.7 万吨，为 2017 年 7 月以来的最低，环比下降 21%，同比下降 8.9%。不过，由于 2018 年全年国内纸浆进口数量高位运行，全年进口累计数量 2478.9 万吨，较 2017 年增长 4.5%。11 月漂针浆进口量略高于 2016 年同期水平，排五年同期第二位。11 月进口 67.43 万吨，同比减少 14.81%，环比增加 15.52%。

图表 54：中国纸浆进口情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：中国漂针木浆进口情况



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。近期国际进口漂针浆 CFR 价格出现了明显的下调，上周价格下跌企稳。加拿大北木 CFR 报价 740 美元/吨，智利银星 CFR 报价 680 美元/吨。加拿大凯利普继续下行 110 美元/吨跌至 700 美元/吨，俄罗斯乌针、布针下行 50 美元/吨至 650-670 美元/吨。

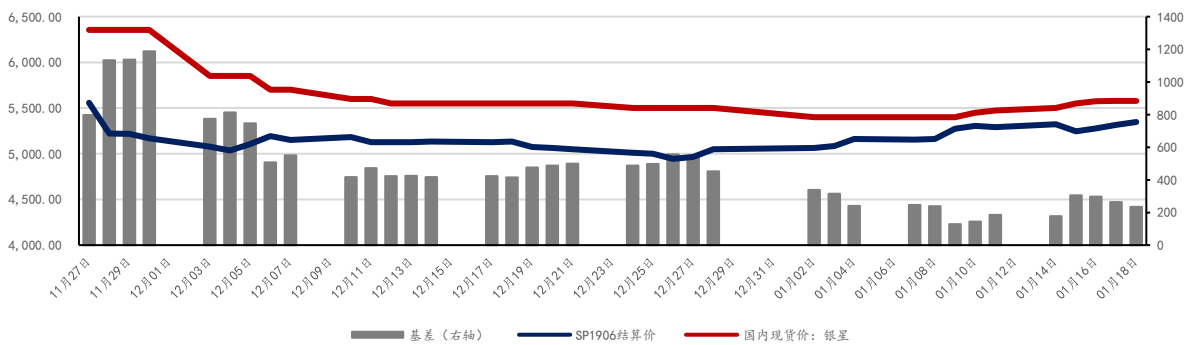
汇率方面，人民币经过一轮升值后上周美元兑人民币汇率比较稳定在 6.75-6.8 区间震荡。由于我国漂针浆自 2015 年以来对外依赖度就接近 100%，因此人民币汇率的波动对纸浆进口成本影响较大。截止 1 月 18 日美元兑人民币汇率中间价 6.7665，以智利银星计算漂针浆的进口成本约 4600 元/吨。

国内现货价格止跌反弹，截止 1 月 16 日加拿大月亮 5800 元/吨，较上周上涨 175 元/吨；加拿大北木 6000 元/吨，较上周上涨 100 元/吨；俄罗斯乌针、布针 5525 元/吨，较上周上涨 300 元/吨；智利银星 5575 元/吨，较上周上涨 125 元/吨。

纸浆期货上市以来其价差、内外价差和针阔叶价差就持续受到市场关注，前期市场价格的变动一直都围绕着这三种价差的修复来运行。上周，在纸浆上游基本面持续改善而下游需求仍疲弱的影响下，三类价差又有扩大之势。

首先看主力合约基差方面的情况。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。随着纸浆期货上市充分发挥价格发现的功能，国内迟迟不跌的纸浆现货价格开始走弱，基差问题开始修复，以智利银星计算的基差一度修复至 100 元/吨左右。但是，近期主力合约基差又逐渐扩大，主要原因在于国内纸浆现货价格的止跌反弹带动期货盘面的上行，不过期货价格的上涨不及现货价格的上涨。而国内漂针浆现货价格的上涨主要来源于替代浆品的下方支撑力量。用建筑的方式类比各个纸浆品种的作用的话，漂针浆类似于建筑中的钢筋结构，而漂阔浆类似于建筑中的混凝土，彼此间不可或缺但又有所替代。一般来说面巾纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是 3:7，当漂针浆价格过高时，这一比例有可能调整到 2:8。目前，市场上漂阔浆现货价格在 5500 元/吨左右，这就是支撑漂针浆价格止跌反弹的下方力量。预计，后期漂针浆现货价格继续反弹动能不足，存在基差再一次修复的可能性。

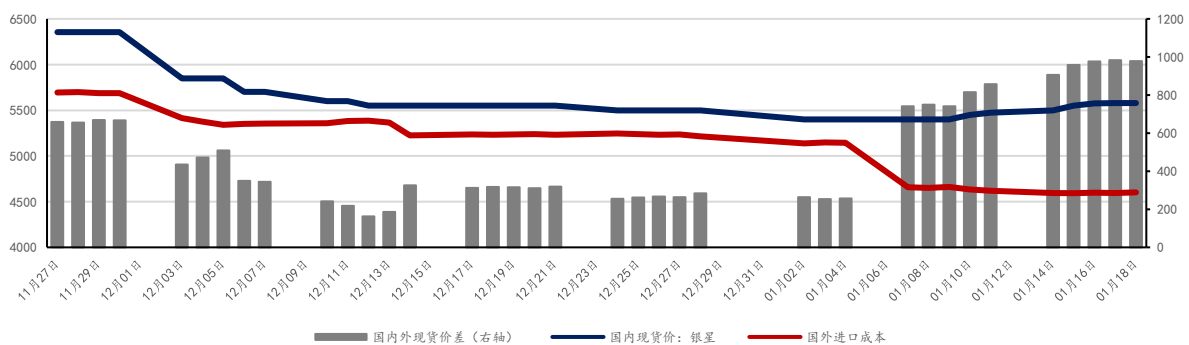
图表 56：纸浆主力合约基差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

再来看漂针浆现货内外价差变动情况，相比于国内现货价格的止跌反弹，国际市场现货价格弱势运行。内外现货价差持续扩大，截止1月18日，以智利银星计算的内外现货价差约980元/吨，这也将成为限制国内纸浆现货价格反弹的压制力量。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。

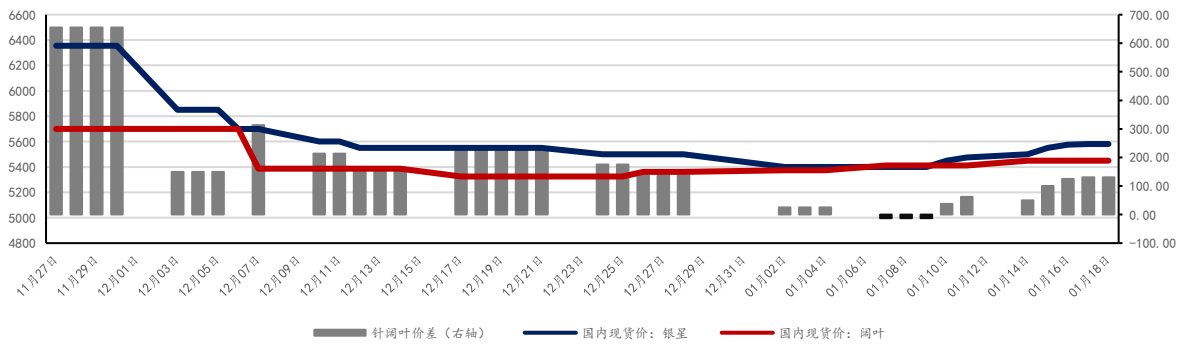
图表 57：漂针浆现货内外价差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

最后关注一下国内针阔叶现货价差的变动情况。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。年初针阔价差一度走负，不过这一情况很快就得到了改变。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 58：国内针阔叶价差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

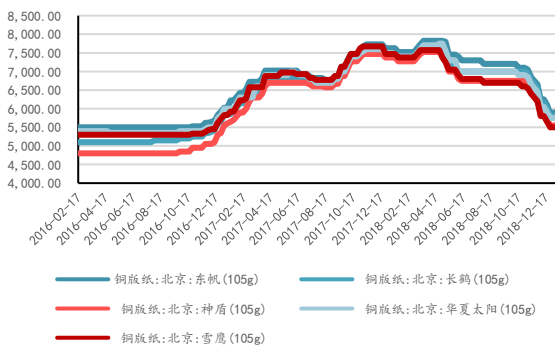
下游市场：纸厂密集停机时间临近，文化用纸价格稳定

1-2 月将迎来纸厂的密集停机时期，随着放假时间逐渐临近，近期有一大批纸板、纸箱厂发布放假通知，最早的将在 1 月 15 日下午停止接单。虽然市场缺乏有关纸浆需求的准确数据，但是纸厂停机必然影响需求增长，预计年前国内纸浆需求继续维持弱势。

近期，市场出现了一些原纸价格上涨的新闻，这些纸品价格的上涨主要来源于成本端价格的上升，而非需求的改善。

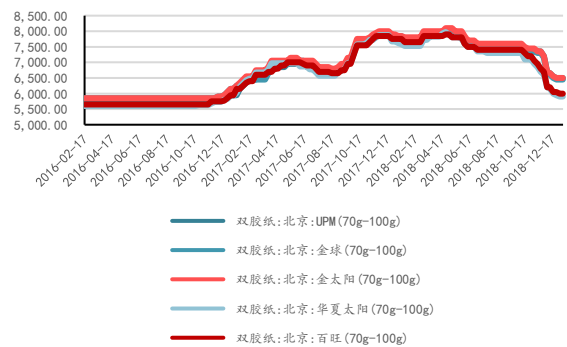
漂针浆主要用于生产生活用纸和文化用纸，其中文化用纸的比重更大，我们来关注文化用纸中的大铜板纸和双胶纸的价格走势情况。万得资讯的数据显示，两类纸品价格在今年四月达到高位后一路回落，10 月末出现了新一轮的下跌，且跌势延续。这轮下跌在前一周止跌企稳后出现小幅反弹，然而这轮价格反弹却没能延续。上周铜版纸和双胶纸的价格继续双双走平，下游弱势可见一斑。

图表 59：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 60：国内双胶纸均价走势



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

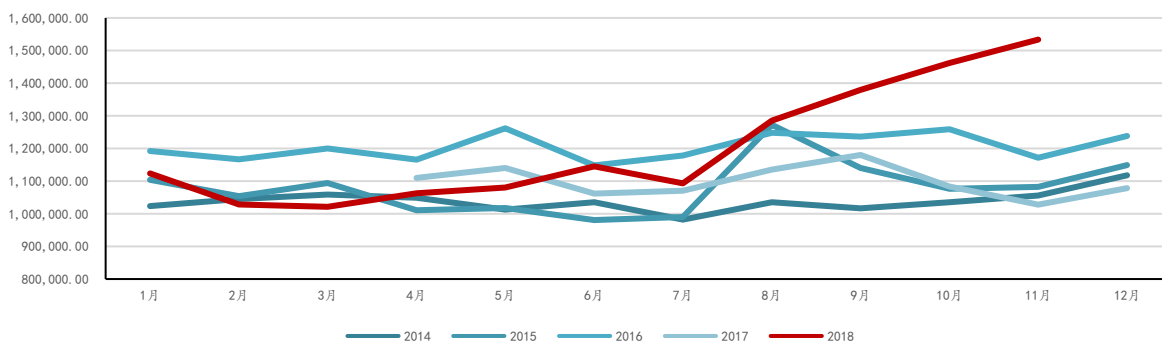
根据 PPPC 的统计和预测，2017 年和 2018 年是全球商品浆新增产能大年，木浆较大幅的新增产能也体现在了木浆出运量上，2018 年全年出运量都高于近五年水平，11 月出运量有所回落，具体的，11 月全球木浆出运量 398.50 万吨，环比减少 4.8%，同比减少 5.8%。船期上来说，一般加拿大海运到中国需要 3 周时间，智利 6 周，芬兰 9 周，巴西 7 周，俄罗斯则可以通过陆运 1 周左右运达。11 月出运的木浆大约在 1-2 月份会抵达中国，预计年初新到港木浆压力稍降。但是木浆的消耗情况却并不乐观。

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。

图表 61：全球港口木浆库存情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。目前国内外漂针浆现货价差的不扩大，存在更多的低价国际纸浆纸浆进入国内的可能性。并且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。

废纸市场：国废价格开始下调

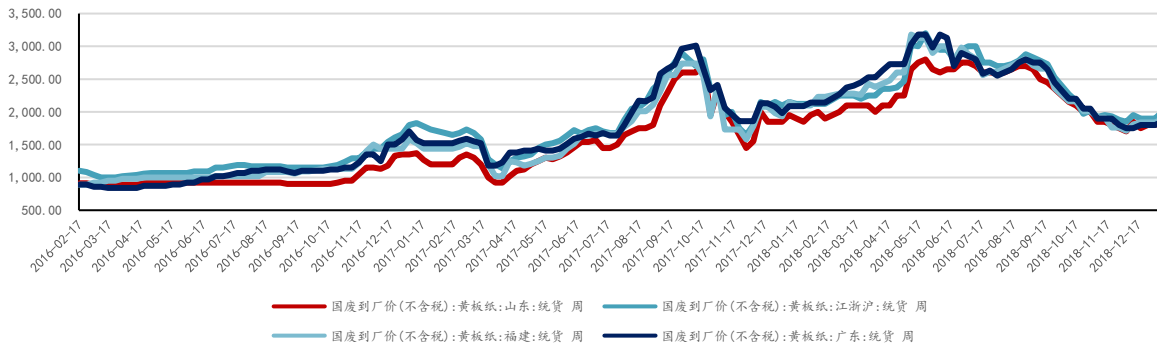
2018 年 6 月 24 日，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》(以下简称《意见》)在固体废物污染防治方面，《意见》提出，将全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口。

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，2018 年年底到

2019 年年初国废价格持续反弹。但是，上周国废价格开始下调似乎意味着这一反弹阶段的结束。1 月 14 日国废价格止涨回调，最高下调 50 元/吨，废纸指数 2019.99，环比下调 0.09%。1 月 15 日最高下调 100 元/吨，最高上调元 50/吨，废纸指数 2013.82，环比下调 0.31%。1 月 16 日最高下调 100 元/吨，废纸指数 2010.25，环比下调 0.48%。1 月 17 日最高下调 70 元/吨，废纸指数 1981.24，环比下调 0.51%。1 月 18 日最高下调 70 元/吨，废纸指数 1974.30，环比下调 0.16%。国废指数从 2019.99 下跌至 1974.30，周度跌幅 2.3%。

图表 62：废价格变动趋势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 总结与建议

上周宏观消息面和纸浆基本面都没有出现的大变化，期货盘面维持高位调整。作为期货市场上市的新成员，纸浆期货体现出了一定的金融属性。中美将于 1 月底再次进行贸易谈判，建议投资者关注宏观消息面的变化。上周国内漂针浆现货价格出现了反弹，漂阔浆价格、废浆价格、国外漂针浆现货价格共同构成支撑国内漂针浆现货价格反弹的因素。但是，国际漂针浆现货价格和废浆价格出现了不同程度的回调。因此，预计漂针浆现货价格反弹空间有限。12 月中国进口纸浆数量大幅下降，但是 1-2 月将迎来纸厂的密集停机时期，随着放假时间逐渐临近，近期有一大批纸板、纸箱厂发布放假通知，最早的将在 1 月 15 日下午停止接单。虽然市场缺乏有关纸浆需求的准确数据，但是纸厂停机必然影响需求增长，预计年前国内纸浆需求继续维持弱势。国内各主要港口地区库存压力仍大，预计纸浆期货盘面上行空间不大。后期对于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，盘面或继续高位调整，等待回调做空机会。

油脂油料：美豆宽幅震荡，连粕低位徘徊

1 外部豆类市场分析

南美大豆减产忧虑加深，天气炒作支撑美豆抗跌

继上周多家分析机构下调巴西大豆产量预估值后，本周巴西部分作物区干燥少雨的天气条件仍在持续，市场对巴西大豆产量前景持续感到担忧。农业咨询机构 Celeres 周三表示，目前预计巴西本年度大豆产量为 1.172 亿吨，较此前预估下调 500 万吨。德国《油世界》发布的报告指出，巴西北部 and 东北部土壤墒情短缺，如果 1 月份的降雨量继续低于正常水平，那么大豆作物可能遭受进一步的损失。该机构预计巴西大豆产量为 1.175 亿吨，较上月预测值低 550 万吨，上年度巴西大豆产量为 1.207 亿吨。此外，近期阿根廷大豆种植带出现的过度降雨也使布宜诺斯艾利斯谷物交易所调降阿根廷大豆播种面积。南美大豆陆续进入天气关键期，南美天气炒作模式已经开启，未来 CBOT 大豆市场很大程度上将跟随南美减产程度展开。南美大豆种植带跨度大，目前出现的不利天气尚属正常，尤其是阿根廷大豆基本不会重演 2018 年大幅减产局面，全球大豆远期供应仍有充分保障。

巴西大豆贴水连跌，进口大豆到港成本跟降

自中美重启贸易磋商以来，市场对中国恢复进口美豆抱有较强预期，巴西大豆为了吸引中国买家，港口基差报价自高位开始回落。本周，随着巴西大豆进入收割期，港口基差报价再度明显下跌，以刺激中国市场采购。由于中美贸易磋商未有实质性进展，南美大豆仍是近月中国进口大豆主要供应源。目前，巴西 2-3 月船期贴水报价在 100-108 美分，5-6 月船期则在 120 美分，比美湾/美西平均便宜 40 美分左右，较去年 10 月的贴水报价下跌 200 多美分/蒲式耳。据此核算的 2 月船期巴西大豆到中国港口成本价约为 2980 元/吨，未来大豆进口成本处于下降周期。本月底中国国务院副总理将应邀访美，双方将就中美经问题展开新一轮高级别磋商，各方对中美平稳解决经贸摩擦抱有乐观期待。一旦中美大豆贸易恢复正常，中国必然加大对美豆采购力度，届时供应量增加的巴西大豆将面临美豆强大的竞争压力，不排除巴西大豆贴水报价继续走低的可能。

2 国内油脂油料市场分析

豆粕需求无起色，价格连探新低

受国内非洲猪瘟疫情持续得不到有效控制影响，生猪养殖及相关行业整体陷入不景气状态。12 月全国生猪和能繁母猪存栏量同比降幅分别为 4.8% 和 8.3%，连续 3 个月跌幅超过 5% 警戒线，意味着今年下半年生猪存栏量将继续偏少。春节临近，各地生猪出栏量增加而补栏意愿下降，饲企对豆粕等饲料采取低库存策略加以应对，而贸易商多因前期高位接单被套而大幅亏损，即使面对当前的低价豆粕也无力出手补货。贸易环节对豆粕的蓄水池功能失效，油厂端库存压力增加，挺价能力减弱，加上未来豆粕供应前景宽松，期现货市场形成负激励，豆粕价格连创新低，且未见明显止跌迹象。国内需求下降是本轮豆粕市场持续调整的主要驱动力。据国家农业农村部公布的数据显示，目前国内非洲猪瘟疫情已经报告近百起，并有大型养猪企业收到波及，非洲猪瘟疫情防控形势仍然严峻。因此，豆粕需求短期内很难恢复到正常水平，从而延长豆粕市场的弱势周期。

节日需求提振，豆油加快去库存提振价格

本周国内油脂市场先抑后扬探底回升，整体表现继续强于粕类。临近春节，各地油脂需求进入备货高峰期，带动库存压力持续减弱。与此同时，由于豆粕市场持续低迷，对油厂压榨贡献率下降，进一步提升油厂对豆油的挺价意愿。近期各地豆粕胀库现象频发，导致开机率下降，预计今年春节前开工率会低于常年同期水平。2018 年 12 月中国大豆进口量大幅下降，预计一季

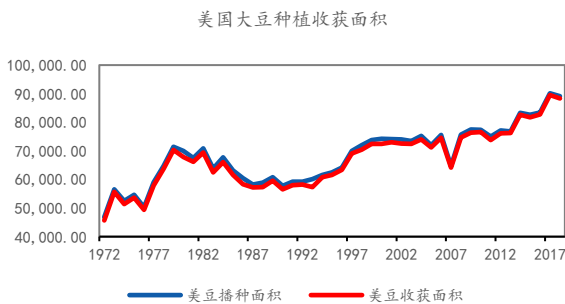
度国内大豆进口仍以巴西大豆为主，月度到港总量会延续偏低态势。上周五公布的国内豆油商业库存总量为 148.21 万吨，较此前一周下降 8.49 万吨，降幅为 5.42%，较去年同期下降 12.56 万吨，降幅为 7.82%，预计后两周豆油库存会继续小幅下降。1 月份各地豆油基差表现较为坚挺，现货对 5 月豆油合约的价差报价由负转正，油厂挺价意愿依然较强。此外，马来西亚棕榈油以及 CBOT 豆油的强势表现也进一步提振国内油脂市场，并吸引套利资金进行买油卖粕操作。

3 油脂油料市场操作建议

南美大豆开启天气炒作模式吸引资金进场布局多单，中美月底启动高级别磋商有利于中美大豆贸易恢复正常，以上两条主线会继续影响近期美豆走势。美豆主力合约在 900 美分/蒲式耳关键位获得较强支撑，但由于美豆即将面对南美新季大豆的激烈竞争，南美局部减产并不会改变全球整体供应宽松的大格局，美豆挑战 1000 美分的阻力仍然相当明显。国内豆粕市场需要时间化解需求低迷期，并与美豆建立新的平衡关系，短期内走出触底行情仍有较大难度，可继续短线思路或保持观望。油脂市场节前需求旺盛以及有油厂挺价支撑，整体表现可能继续强于粕类，但需要注意防范回吐风险，继续追高需谨慎。可把握市场粕弱油强的运行节奏，继续持有买油卖粕的套利组合。大豆期货市场在二次探底后依旧反弹乏力，自身上行动力不足易受相关品种的影响，参与机会不显著，可继续保持观望。

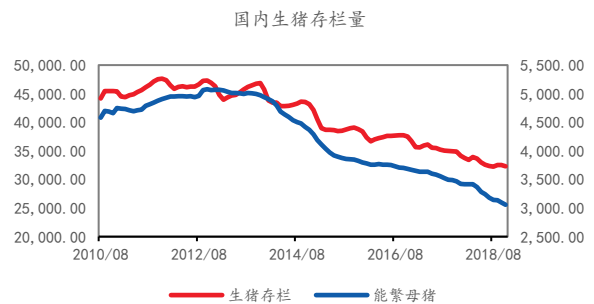
4 油脂油料市场主要数据

图表 63: 美国大豆种植收获面积



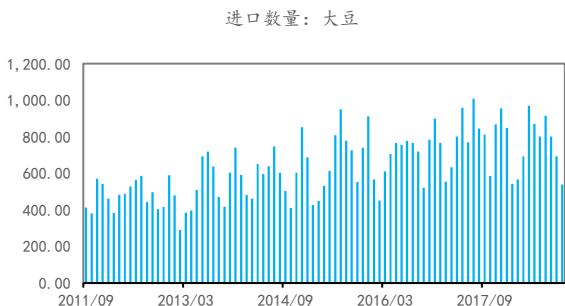
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64: 国内生猪存栏量



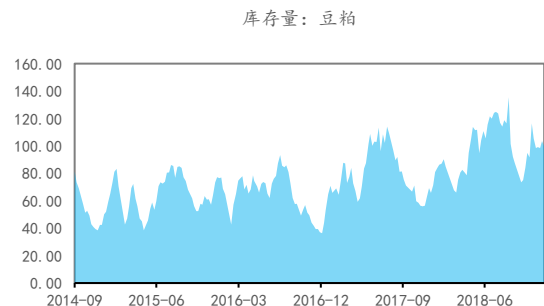
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66: 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的 3,600 万吨降至约 2,600 万吨, 加工厂将以生产乙醇为重。

福四通: 2019/20 榨季巴西中南部糖产量料增加 14%

分析机构福四通 (INTL FCStone) 周四在报告中称, 巴西 2019/20 榨季中南部地区将生产 3020 万吨糖, 较上一榨季增长大约 14%。福四通称, 在 4 月开始的新榨季, 糖厂将趋向于增加用于生产糖的甘蔗使用量, 减少乙醇生产, 因价格下跌降低乙醇相较于汽油的价格优势。福四通预期巴西新榨季乙醇产量将下滑至 268 亿公升, 上榨季为 300 亿公升。福四通的糖及乙醇分析师加 Jo'o Paulo Botelho 预期, 糖价前景乐观, 将受益于全球供需格局转为短缺。油价或无法收复近几个月录得的所有跌幅。Botelho 预期糖厂将使用 41% 的可用甘蔗来生产糖, 而上一榨季创下 35.3% 的历史低位。2018/19 榨季全球糖市场料供应短缺 700,000 吨, 上一榨季为过剩逾 900 万吨。

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。

印度马邦批准用糖库存抵付部分蔗款

印度马哈拉施特拉邦的糖业专员原则上已批准糖厂以糖库存抵付部分蔗款, 因马哈拉施特拉邦糖厂的甘蔗欠款已升至 457.6 亿卢比。若这一举措得以实施, 可能会造成大量糖库存分流至农民端, 从而打破糖贸易商垄断食糖交易的情况。除了未付蔗款外, 糖厂还抱怨市场需求低迷。马哈拉施特拉邦糖业专员 Shekhar Gaikwad 表示: “一些面临资金紧缩的糖厂, 已同意以实物抵付蔗款。” 今年在马哈拉施特拉邦已投产的 181 家糖厂中, 只有 10 家依法足额缴纳了公平报酬价格 (FRP), 25 家缴纳了超过 80% 的 FRP。到目前为止, 制糖厂只向农民支付了 39% 的 FRP 费用。而马邦已压榨 4970 万吨甘蔗, 产糖 520 万吨, 出糖率为 10.63%。印度糖业经营困难, 糖企债务较重, 无法销售较多的存货。

天气干旱, 巴西开始下调产量预估

2017/2018 榨季巴西食糖产量约 3887 万吨, 与 2018/2019 榨季的 3420 万吨相比, 2018/2019 榨季有 467 万吨的减产量, 减产幅度约 12%。同时, 随着榨季进程不断推进, 市场开始下调产量预估。总之, 巴西糖市的基本面整体偏多。一方面, 巴西中南部降雨量较少, 出现干旱情况是巴西食糖产量不断下调的主要原因。根据市场上对巴西中南部降雨的记录, 市场预估 2018/2019 榨季降雨量处于 10 年最低水平, 因而甘蔗产量对市场的影响会慢慢在中后期出现。另一方面, 糖醇比也是影响巴西食糖产量的主要原因。自 5 月开始, 生产乙醇与生产食糖的收益接近, 由于生产乙醇现金流回笼速度更快, 所以自今年夏季以来, 巴西生产乙醇的比例增加。

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 Controllers 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

本周郑糖价跟随外糖大涨，巴西受干旱影响。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，机构预期今年糖长线缺口。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。

操作上，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 67：白糖期货结算价格



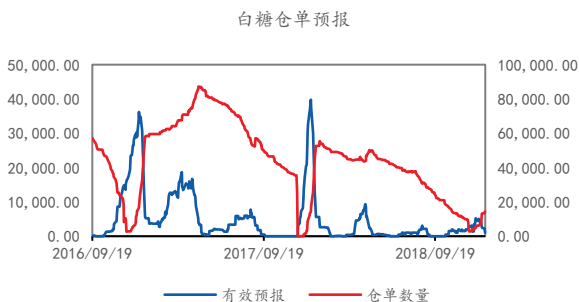
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68：白糖进口价格



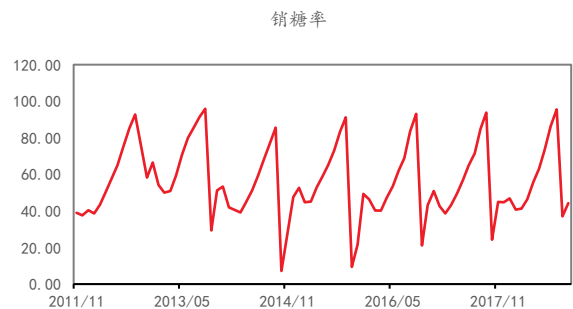
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 69：白糖仓单预报



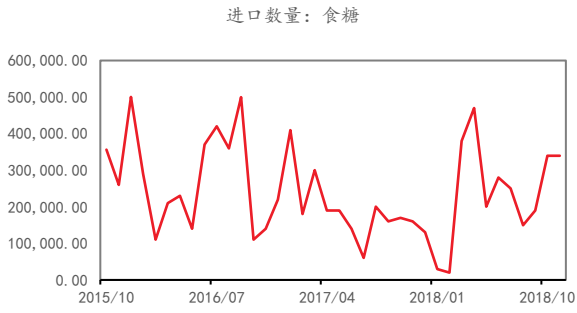
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 70：白糖销糖率



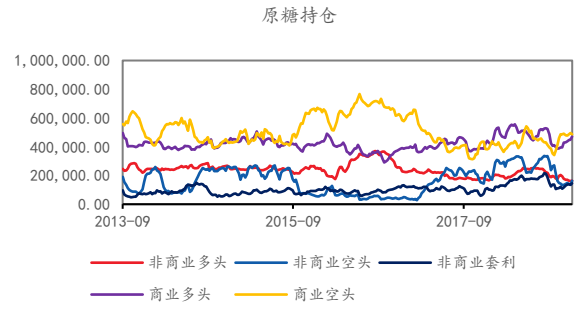
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 71：白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 72：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