

中投期货策略周报 (2019年第06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
wangwancho@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

周度投资观点

宏观策略: 当前市场在政策偏暖, 但是经济依然处在典型的下行周期情况中。当前央行天量的货币再度创下历史记录, 中国1月新增贷款32300亿元, 创历史新高, 前值10800亿元; 1月社会融资规模增量46400亿元, 预期33000亿元, 前值15898亿元。由此可见, 天量的货币投放仍如潮水般涌入, 这仍将对市场情绪造成明显影响。但是在预期回报率较低, 房地产对消费挤压, 以及全要素生产率难以提升的背景下, 天量货币要产生实际效果仍需要回报率的提升为基础, 因此工业品缺乏系统性上涨机会, 但是天量货币会充盈到资本市场各个角落, 因此, 建议获利的工业品空单适当减持。

股指期货: 本轮春季躁动有望持续至两会前后, 中美贸易谈判进展、两会政策预期、货币宽松力度(成为影响春季行情波动变化的重要因素。由于本轮春季躁动行情缺乏基本面的相关支撑, 3月份之后市场核心矛盾有望回归到经济向下和政策托底的持续博弈中去。从时点和空间看当前反弹仍有空间, 但是难以一蹴而就形成持续上涨走势。

铜: 全球经济前景或增速放缓, 打压投资情绪。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, 最大的风险来自于年中以后房地产可能崩塌带来的风险。全球铜市仍处于供需弱平衡状态, 铜价很难走出单边行情, 保持震荡思路为主, 围绕48000一线运行。

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。

黑色金属: 金融数据确认宽松格局延续, 宏观层面偏暖, 钢材后期逐步进入需求复苏阶段, 价格在库存影响回调下, 短期有望震荡企稳, 关注需求启动情况。铁矿石和焦煤价格在一定程度上都有事件性驱动, 整体维持震荡偏强。焦炭在现货价格开启新一轮上调, 以及后期钢企补库, 焦炭价格有望逐步企稳。

动力煤: 进入春季, 传统的煤炭需求淡季来临。虽然我国华东、华南工业企业陆续开工复产; 但民用电负荷偏低, 煤炭需求处于低位, 且北方基建开工也是淡季, 耗煤量增加有限。三月份, 煤炭市场供需仍较为宽松。南方雨水增多, 水电恢复, 火电负荷下降, 需求回落, 北方港口压船减少, 预计后续沿海煤市将保持平稳运行态势, 市场煤交易价出现下跌。

橡胶: 天然橡胶供需矛盾突出, 是基本面最差的品种之一。2017—2018年度, 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。投机性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。预计全年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。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。橡胶左侧交易难度较大, 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: 一直以来, 纸浆的高库存水平始终是压制其价格走势的主要力量。从供需两侧目前的情况来看, 供给端减少的空间有限, 而需求的改善才是真正缓解高库存压力的解决方向。一般来说, 每年的3-5月是教辅印刷旺季, 纸浆的需求将增加。不过, 节前盘面的上涨已经体现了市场对纸浆需求向好的预期, 目前需等待数据的确认。如果纸浆需求旺季不及预期, 那么中期盘面存在回调风险。与此同时需要注意的是, 新品种第一次交割存在比较大的不确定性, 目前纸浆注册仓单为0。随着交割时间的逐渐临近, 谨防逼仓风险。

油脂油料: 投资者可对豆粕和油脂市场保持震荡思路, 适量增加盘中短线操作, 待消息面明朗后再做趋势型投资打算。大豆期货市场在反弹受阻后重回弱势, 新年度面积增加以及补贴力度可能加大等因素仍不利于价格走高, 可短线参与或继续保持观望。

目 录

期货市场概况	- 4 -
周度策略：做空机会逐渐兑现 适当降低仓位	- 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 春节因素是进出口超预期的重要原因	- 6 -
3 流动性：央行释放天量货币	- 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：弱势震荡	- 13 -
3 锌期货现货数据	- 13 -
黑色金属	- 14 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 14 -
2 供需端：库存快增需求差	- 15 -
3 原料端：铁矿石偏强，焦炭震荡	- 16 -
4 总结与建议	- 17 -
动力煤	- 18 -
1 走势回顾	- 18 -
2 基本面分析	- 18 -
3 综合分析	- 19 -
天然橡胶	- 20 -
1 行情概要	- 20 -
2 基本分析	- 20 -
3 内在逻辑	- 24 -
4 总结建议	- 25 -
纸浆：需求向好仍处于预期阶段，短期存在回调风险	- 26 -
1 行情回顾：盘面先涨后跌，关注需求改善情况	- 26 -
2 基本面分析	- 26 -
3 总结与建议	- 31 -

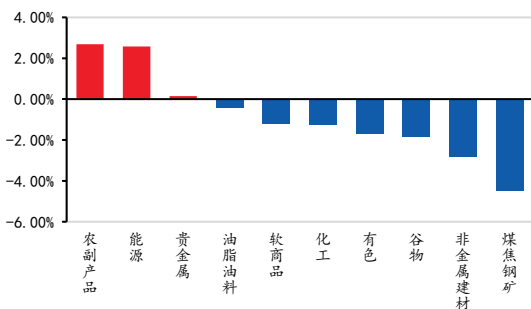
油脂油料：美豆上蹿下跳，连豆市场遇阻回落	- 32 -
1 外部豆类市场分析	- 32 -
2 国内油脂油料市场分析	- 32 -
3 油脂油料市场操作建议	- 33 -
4 油脂油料市场主要数据	- 33 -
免责条款	- 35 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
燃油	苹果	晚籼稻	铁矿石	原油	鸡蛋	橡胶	菜粕	锰硅	纤维板
6.61	3.69	3.40	3.31	3.11	2.65	2.02	1.12	0.81	0.64

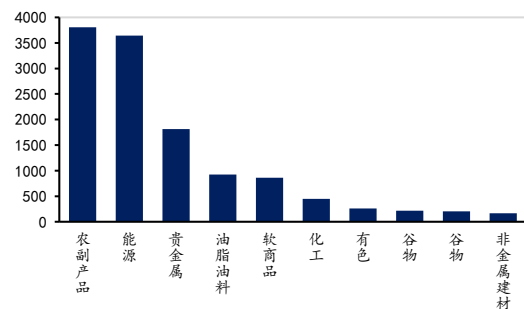
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
锌	线材	PTA	螺纹钢	玻璃	铅	塑料	聚丙烯	沥青	热轧卷板
-4.06	-3.90	-3.68	-3.64	-3.49	-3.19	-3.08	-2.89	-2.60	-2.54

图表 1: 商品板块周涨跌幅



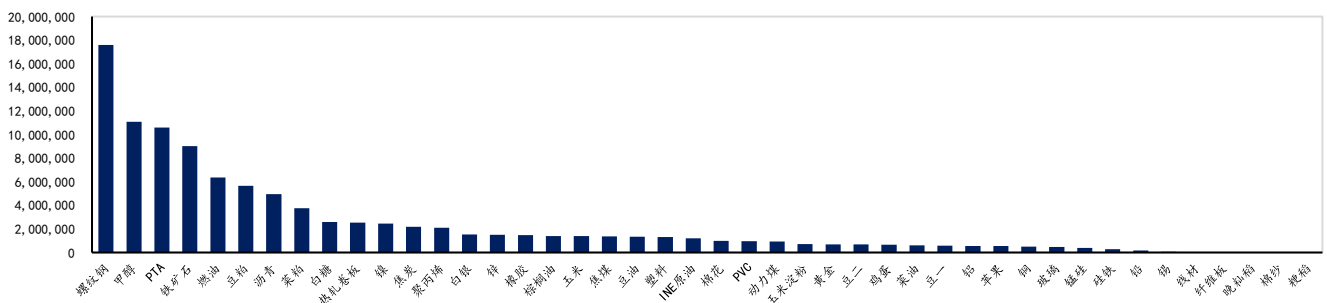
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



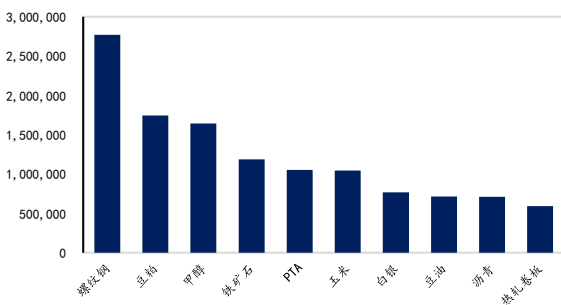
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



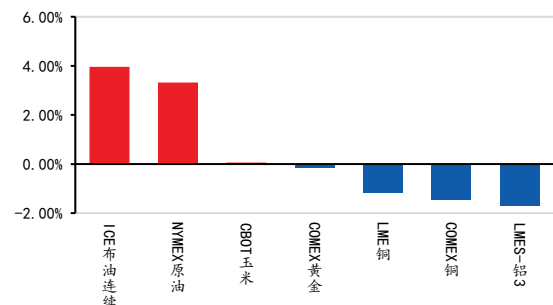
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：做空机会逐渐兑现 适当降低仓位

由于假日期间宏观面偏暖，且外围市场变化不大，因此节日期间外盘品种走势温和，但是节前最后一周大涨的工业品在本周大幅回落。如果从最高点算起，螺纹主力从本周最高点 3900 点重挫到 3600，跌幅接近 10%，这在周度行情中已经算是很大的行情，铁矿石从最高的 657 元大跌至 620 元，PTA 主力合约跌幅超过 6%，沪锌跌幅接近 5%，都是较大行情的下跌。

对于这轮反弹行情，我们在周度策略中明确表示，市场情绪是主要助推因素，但是不同于股票市场的是，期货市场做空机制较为顺畅，一旦出现基本面无法支撑的情况，做空将更顺理成章，本周的行情正是这种情况的体现。

从跟踪的数据看，全球宏观面的弱势并未出现改变。美国商务部周四公布的数据显示，整体零售销售环比下滑 1.2%，11 月下修为增长 0.1%。该数据由于美国政府停摆而推迟四周公布。这一表现不及彭博调查的所有经济学家的预期，经济学家预计将增长 0.1%。大部分商品类别的销售普遍疲软，进一步表明美国经济从之前的几个季度降温；由于消费占经济的大约 70%，因此经济降温的幅度可能大于先前预期。这可能会对美国经济造成较为不利的影响，由于美国是这轮经济反弹的火车头，如果美国经济转弱，对全球经济和贸易的打击将是显而易见的。2 月 14 日周四，欧洲统计局公布欧元区四季度 GDP 修正值等数据，欧元区四季度 GDP 季环比修正值为 0.2%，续创四年新低，持平预期和初值 0.2%；欧元区四季度 GDP 同比修正值 1.2%，持平预期和初值 1.2%。由于全球贸易摩擦以及英国脱欧的不确定性影响，欧洲央行此前承认，经济前景风险已走向下行。另有一同公布的数据显示，欧元区四季度就业人数季环比初值 0.3%，前值 0.2%；欧元区四季度就业人数同比初值 1.2%，前值 1.3%。

中国 1 月份进出口数据超出市场预期，但就此认为出口企稳为时尚早。1 月数据主要受春节影响，警惕 2 月数据下行压力。1 月出口同比增速 9.1%，大幅好于前值和预期，主要受春节因素扰动。根据经验，类比春节在 2 月初的年份，如 2000、2003、2008 和 2011 年，春节在 2 月初的年份，数据上呈现“1 月高 2 月低”的规律。由于春节在 2 月初，因此企业 1 月份存在抢出口现象，出口数据明显好于前值，但 2 月份随着抢出口效应淡化，数据或面临回落。内外需不振全年贸易数据或将弱于 2018 年在全球贸易环境恶化，主要需求国经济增速触顶的背景下，全球经济增速或将进一步走弱，国内经济下行属于被动补库存尾声，经济开启全面主动去库存尚待确认，经济下行压力仍大且待进一步兑现，全年外贸数据或弱于 2018 年。从各国的 PMI 指数来看，主要发达国家 PMI 指数均处下行通道。其它国家的出口情况来看，欧盟、日本、韩国等出口导向型经济体的出口增速在近期均明显下滑，反映出全球外需疲软、经济不景气。在此背景下，中国出口增速亦难以持续反弹。

政策方面，暖风依旧，2 月 14 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，要求银行、险资、交易所全面支持民企融资。主要包括：加大对民营企业的直接融资支持力度，积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资；支持金融机构通过资本市场补充资本，其中特别值得注意的是，研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制；实施差别化货币信贷支持政策，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。完善普惠金融定向降准政策。由于民营经济在这一次的经济结构调整中受到影响较大，此次支持民营经济的力度可谓空前。

从策略上看，当前市场在政策偏暖，但是经济依然处在典型的下行周期情况下。当前央行天量的货币再度创下历史记录，中国 1 月新增贷款 32300 亿元，创历史新高，前值 10800 亿元；1 月社会融资规模增量 46400 亿元，预期 33000 亿元，前值 15898 亿元。由此可见，天量的货币投放仍如潮水般涌入，这仍将对市场情绪造成明显影响。但是在预期回报率较低，房地产对消费挤压，以及全要素生产率难以提升的背景下，天量货币要产生实际效果仍需要回报率的提升为基础，因此工业品缺乏系统性上涨机会，但是天量货币会充盈到资本市场各个角落，因此，建议获利的工业品空单适当减持。

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	2月15日	鲍威尔：一点都没感到美国经济衰退风险高企	认为美国经济形势良好，失业率接近五十年低点，美联储具有政治独立性，并称“一点都没有感到”经济衰退的可能性高企	美联储难以如市场预期一样停止加息。
	2月14日	中办国办重磅发文：要求银行、险资、交易所全面支持民企融资	中办、国办在意见中指出，加快民营企业首发上市和再融资审核进度，抓紧推进在上交所设立科创板并试点注册制，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模，研究取消险资开展财务性股权投资行业范围限制	政策超预期支持民营经济
数据	2月15日	1月新增贷款创历史记录	中国1月新增贷款32300亿元，创历史新高，预期30000亿元，前值10800亿元。	货币政策转为全面大水漫灌
	2月15日	中国1月出口大幅回升 进口增速回暖	按美元计，中国1月进口同比-1.5%，预期-10.2%，前值-7.6%；中国1月出口同比9.1%，预期-3.3%，前值-4.4%	外贸走势需要综合2月份数据来看
事件	2月14日	中美进行新一轮贸易谈判	2月14日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦共同主持中美经贸高级别磋商开幕式	中美贸易谈判对全球影响很大

资料来源：中投期货研究所

2 春节因素是进出口超预期的重要原因

1月出口和进口双双超预期上升：1月出口同比9.1%，前值-4.4%；1月进口同比-1.5%，前值-7.6%，进出口均超预期上升；1月贸易差额为391.6亿美元，前值570.6亿美元。

出口超预期上升：出口超预期上升的原因：一方面，通常春节前两周会出现出口企业抢出口的情形，今年除夕为2月4日，因此“节前抢出口”部分发生在1月份，而2018年除夕为2月15日，“节前抢出口”基本发生在2月；另一方面，对美国出口负增速小幅收窄，贸易摩擦的影响并未进一步加剧。

从主要出口国来看，主要是对非美国国家出口增速上升拉动1月出口增速反弹。东盟、欧盟、澳大利亚、金砖国家增速较高，分别为11.5%、14.5%、18.3%、11%，对美国出口增速由-3.5%收窄至-2.8%。2019年1月美国ISM制造业PMI从54.3%上升至56.6%，欧元区和日本的制造业PMI均降至荣枯线附件，分别为50.5%、50.3%。从外需来看，出口增速再超预期上升的基础较弱。

从主要出口商品来看，机电产品、高新技术产品、传统大宗商品出口增速反弹幅度均超过12个百分点，农产品出口增速反弹约4个百分点。

进口增速反弹但仍为负：进口增速反弹主要原因：一方面，今年春节较早，企业集中在1月进行备货，例如煤、铜矿、钢材进口环比12月均有不同程度上升；另一方面随着中美贸易磋商不断推进，摩擦逐渐缓和，大豆、天然气进口量环比上升。然而由于去年1月进口基数较高，因此进口增速虽超预期反弹但仍为负。

从主要进口国来看，自大多数国家的进口增速有所反弹，自澳大利亚进口增速反弹幅度较大。但自美国进口增速从-36%扩大至-41%，连续5个月为负。另外，自东盟、日本、香港等进口增速虽反弹，但已经连续3个月为负。

1月大宗原材料进口增速从24%大幅下降至0增速附近，其中，铁矿砂、原油的进口增速降为负值，降幅分别为23个百分点和43个百分点；但受企业春节前备货的影响，煤、铜矿进口量环比上升，对拉动进口增速起到积极作用。

3 流动性：央行释放天量货币

中国央行公布金融数据显示，中国1月新增人民币贷款和社融规模增量双双超预期。其中，新增人民币贷款32300亿元，创单月历史新高；社融规模增量46400亿元，创新高。

具体数字如下：

中国1月新增人民币贷款32300亿人民币，预期30000亿人民币，前值10800亿人民币。

中国1月社会融资规模增量46400亿人民币，预期33070亿人民币，前值15898亿人民币。

中国1月M2货币供应同比8.4%，预期8.2%，前值8.1%。

中国1月M1货币供应同比0.4%，预期1.9%，前值1.5%。

中国1月M0货币供应同比17.2%，预期10%，前值3.6%。

人民币贷款方面，非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，其中，短期贷款增加5919亿元，中长期贷款增加1.4万亿元，票据融资增加5160亿元。

天量信贷背后可能三个原因。其一，去年底有关部门已经审批了很多投资项目，同时银行资金面较宽松、又面临资产荒，项目和资金在年初对接就会产生增量信贷。第二，年初银行会尽早投放信贷，出现“抢项目”和“抢时间”。第三个原因来自票据对冲。

票据融资方面，2018年5月以来票据融资规模大增，象征着新一轮宽信用周期的开启。18Q3开始政策转向宽松，随着政策逐步发挥效果，预计社融增速19年1月迎来拐点，名义GDP增速或年中企稳。

4 商品市场策略

当前市场在政策偏暖，但是经济依然处在典型的下行周期情况中。当前央行天量的货币再度创下历史记录，中国1月新增贷款32300亿元，创历史新高，前值10800亿元；1月社会融资规模增量46400亿元，预期33000亿元，前值15898亿元。由此可见，天量的货币投放仍如潮水般涌入，这仍将对市场情绪造成明显影响。但是在预期回报率较低，房地产对消费挤压，以及全要素生产率难以提升的背景下，天量货币要产生实际效果仍需要回报率的提升为基础，因此工业品缺乏系统性上涨机会，但是天量货币会充盈到资本市场各个角落，因此，建议获利的工业品空单适当减持。

5 股指期货市场分析

指数连续第六周反弹

本周指数第六周反弹，沪指周涨2.45%，创业板暴涨6.81%，中小板涨6.18%。

周五沪指在连续六周反弹后出现一定调整，午后跌幅进一步扩大，跌破2700点，创指冲高回落小幅下跌，经过多天的反弹之后，银行、保险、基建、超级品牌等权重股集体下跌，超级品牌领跌两市，上汽集团、美的、海尔领跌，银行也跌幅居前。

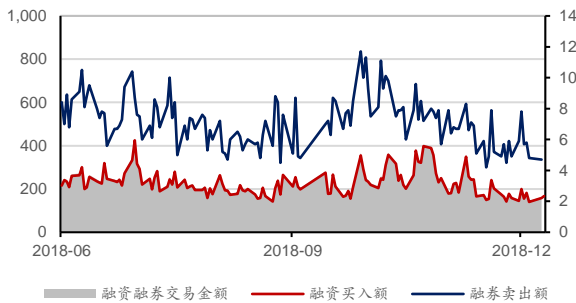
当前的行情主要是流动性和市场情绪驱动的，即主要由分母端的流动性和风险偏好所驱动。全球流动性边际宽松及国内政策红利释放是节前市场反弹的重要驱动因素，目前上述因素有所反应，但逻辑并未发生变化，2月市场仍面临较好的政策和外部环境。分子端的企业盈利并非本轮行情的决定因素，1月中小创业绩暴雷对相关板块和个股产生一定负面效应，短期业绩加速下滑预期已经逐渐被市场消化。当前盈利还未达到底部出清时刻，躁动行情过后，市场关注的焦点有望继续回到企业盈利中来。

市场仍有反弹空间

历史经验显示，2011年以来，春季行情持续时间至少一个月，最多三个月左右；期间上证综指涨幅最少6个点，最多44个点，平均涨幅约16个点。本轮春季躁动行情启动以来，已经持续一个多月，上证综指涨幅9个点，简单参考历史经验，后续仍存表现的空间和持续性。

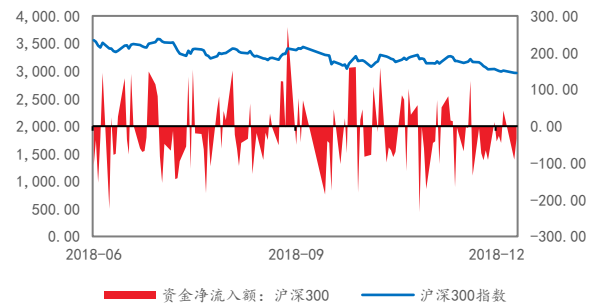
本轮春季躁动有望持续至两会前后，中美贸易谈判进展（关键窗口期的预期变化）、两会政策预期、政策宽松效果（信贷社融数据、春季开工情况）成为影响春季行情波动变化的重要因素。由于本轮春季躁动行情缺乏基本面的相关支撑，3月份之后市场核心矛盾有望回归到经济向下和政策托底的持续博弈中去。市场中长期筑底很难一蹴而就。

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



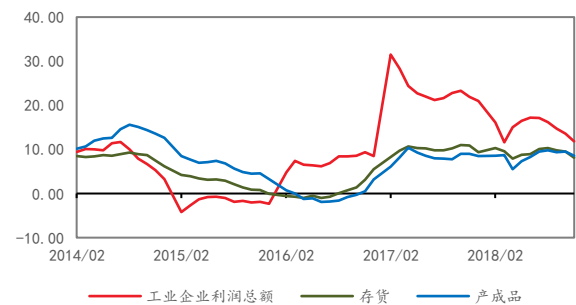
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。12 月份废铜进口 25 万吨，同比降 6.3%，年累计废铜进口 241 万吨，同比降 32.2%。2019 年废铜方面存在很大的不确定性，生态环境部、海关总署等联合发布公告，从今年 7 月 1 日起，将“六类”废铜由非限制进口类固废调整为限制进口类固废。这也就意味着，进口商需要批文才能进口六类废铜。目前市 还在观望态度，影响量也不确定，一方面部分六类废铜可能被免除批文，另外一方面，进口批文紧缩的程度也未知。上半年进口商可能会出现抢进口的现象，具体的影响量会在下半年体现。

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。根据国家统计局数据，2018 年 12 月电解铜产量为 83.9 万吨，同比增长 4.5%，1-10 月份电解铜总 产量为 902.9 万吨，同比增长 8%。根据 1 月各家炼厂排产看，新年伊始下部分大型冶炼厂放缓生产节奏，预计 2019 年 1 月份电解铜 产量在 81 万吨左右。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。2018 年下半年投产的冶炼厂，预计在 2019 年能带来 47 万吨的电解铜产量，上半年产量为 21.7 万吨。

中国 2018 年 12 月精铜进口量 32.86 万吨，与去年同期基本持平，环比增长 2.2%。2018 年全年中国进口精铜 375 万吨，同比增长 15.74%。12 月底进口盈利窗口基本上都是出于关闭的状态，不过年底融资需求比较强，所以进口量仍然维持在高位。

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%；房屋竣工面积累计值为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年全年电网投资完成额为5373亿元，同比上涨1%，下半年电网方面开始加速投资。而且我们观察到2018年铜导体的交货量比较大，尤其是四季度，铜线缆的交货量超出去年同期6%左右。2019年统计的数据来看，电网方面的消费仍然无忧。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。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，最大的风险来自于年中以后房地产可能崩塌带来的风险。全球铜市仍处于供需弱平衡状态，铜价很难走出单边行情，保持震荡思路为主，围绕48000一线运行。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



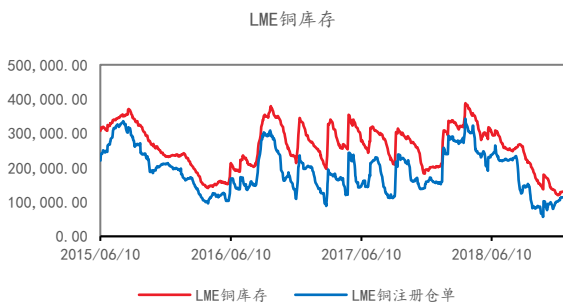
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



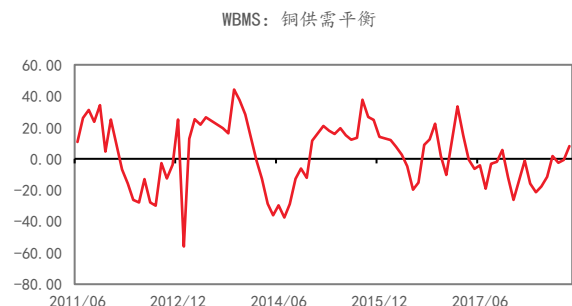
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



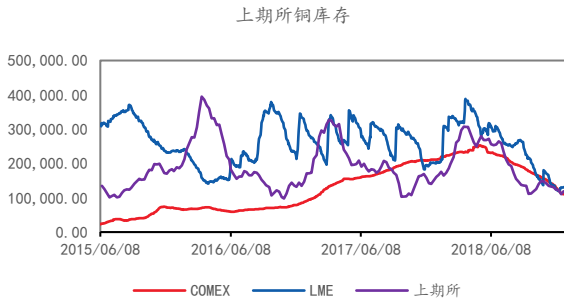
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



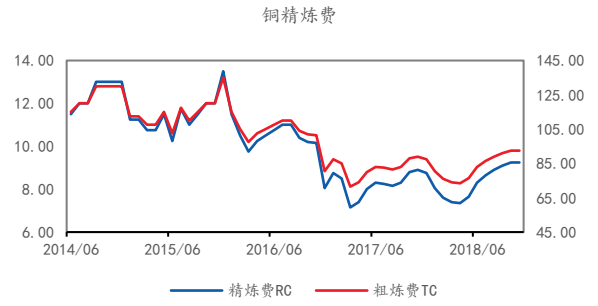
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。11 月全球锌精矿产量 117.7 万吨，同比减少 4.78%，环比继续回升；1-11 月全球锌矿产量合计 1176.1 万吨，同比小幅减少。从最新的数据来看，ILZSG 对之前的锌矿产量数据继续修正微增，而且产量环比稳步回升的趋势在延续；虽然国内锌矿产量不及预期，拖累了全球锌矿的供应增速，但整体原料供应增加的趋势依然维持。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。

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。

而从锌精矿的进口盈亏来看，由于海外矿加工费一般领先国内矿加工费先反弹，因此进口矿加工利润相对更可观。同时从锌矿的产量投放角度来看，也是海外矿投放项目居多，海外原矿供应更加充分；而国内受到环保因素、资源品位低下等因素影响，国内矿难有有效增量。进口矿将继续扮演重要角色，进口依存度有进一步走高可能。

精炼锌产量低速增长

矿锭紧局面仍持续，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。从国家统计局公布的产量来看，12 月份精炼锌产量为 50.9 万吨，同比下滑 1.7%，且环比 11 月份产量小幅减少 1.1 万吨。由于株冶在 12 月份开始搬迁，老厂区在 12 月底关停，因此产能产量会受到一定程度影响。从目前锌冶炼企业实际获得的加工利润来看，由于国内矿名义加工费的上涨，同时分成部分也较为可观，综合加工费处于历史较高水平，冶炼企业开工意愿较强。年末为了追赶产量，冶炼企业已经尽全力生产；随着 2018 自然年的结束，企业完成产量任务的需求减弱，在环保、搬迁等因素未好转之前，国内锌锭产量难再有明显增长，在不考虑国内春节假期因素的影响之下，供应缺口大概率将继续维持。

锌需求暂无亮点

锌下游初级消费以镀锌板及氧化锌为主，其中镀锌板占比高达 62%，氧化锌占比达 6%。2018 年，镀层板开工率较去年有大幅度下滑，目前开工率在 80%左右。氧化锌方面，2018 年开工率整体与去年相比有所下滑，但在个别月份有所增长。

2019 年 1 月份前三周国内主要镀锌企业产量分别为 78.77、80.54、81.3 万吨，明显的好于 2018 年同期，且在无假期影响的情况下周度产量稳定在 80 万吨上方。而且从镀锌板卷的社会库存来看，随着镀锌板卷产量的小幅减少，库存 12 月份以来也略有下降，意味着终端消费表现并没有很差。如果政策方面没有很大变动的情况下，在春节假期过去后将镀锌板卷产量将恢复，同比将继续保持正增长。

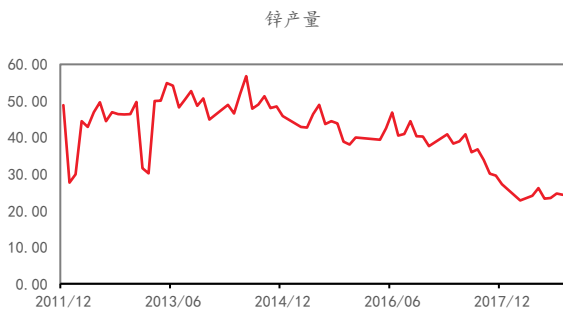
汽车方面，12月汽车产量2482174辆，同比大幅度减少18.39%，全年累计产量约2776.8万辆，同比减少近4.5%。汽车行业在今年迎来了首次负增长，而且产销皆出现了明显滑坡，车企利润也是大幅减少。虽然发改委强调2019年会推出相关的消费政策来拉动汽车消费，但目前政策未落实，考虑到2017-2018年的购置税优惠对于汽车消费的透支，我们认为汽车行业在2019年一季度或延续低迷表现，对锌的消费形成一定拖累。

2 锌：弱势震荡

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，预计锌价继续弱势震荡，20000-22000区间运行。

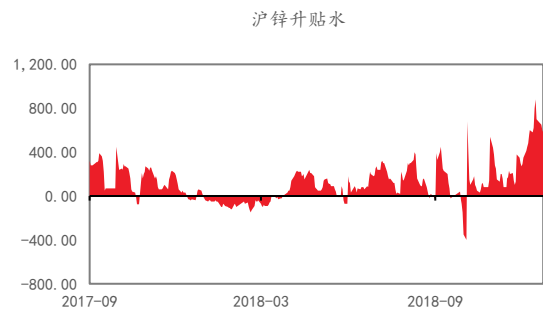
3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



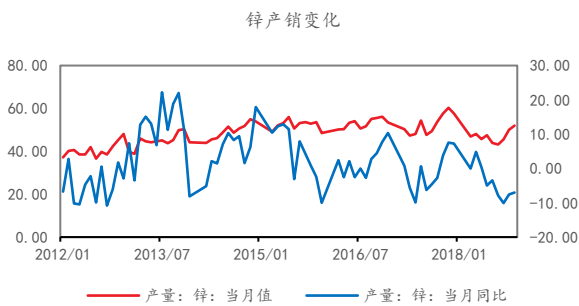
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 沪锌升贴水



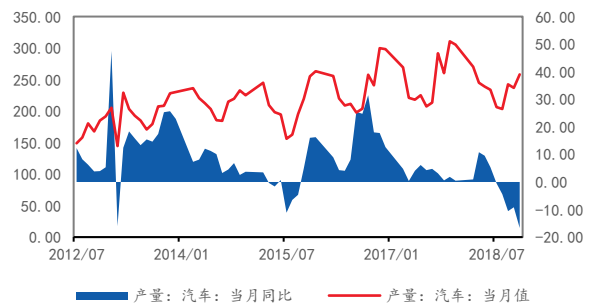
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

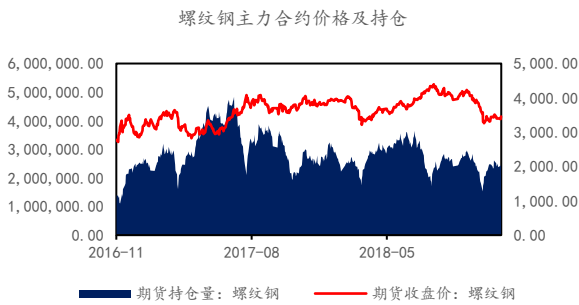
受春节期间铁矿石巴西矿难事件发酵以及新加坡掉期价格的快速上涨影响，节后开盘铁矿石封住涨停板，带动整个黑色系价格强势上涨，螺纹钢一度涨至3908元/吨价格，期现角度看基本处于平水状态，套保盘开始入场做基差扩大，价格冲高后快速回落，煤焦价格也出现回调。此后几个交易日钢材价格主要受库存快速累积而需求未启动的影响，现货价格疲弱，期货价格快速下行，最大跌幅超过300元/吨。

宏观数据方面，本周公布了进出口、通胀以及金融数据。进出口方面，1月出口1.5万亿元，增长13.9%；进口1.23万亿元，增长2.9%；贸易顺差2711.6亿元，扩大1.2倍。按美元出口2175.7亿美元，增长9.1%；进口1784.1亿美元，下降1.5%；贸易顺差391.6亿美元，扩大1.1倍。进出口数据好于市场预期，或与临近春节以及贸易战缓和预期有关。通胀方面，1月CPI同比增长1.7%，预期1.9%，前值1.9%；PPI同比增长0.1%，预期0.3%，前值0.9%。CPI回落，PPI延续回落态势，反应总需求偏弱。金融数据方面，中国1月新增人民币贷款32300亿人民币，创单月历史新高，预期30000亿人民币，前值10800亿人民币，同比多增3284亿元。分部门看，住户部门贷款增加9898亿元，其中，短期贷款增加2930亿元，中长期贷款增加6969亿元；非金融企业及机关团体贷款增加2.58万亿元，其中，短期贷款增加5919亿元，中长期贷款增加1.4万亿元，票据融资增加5160亿元；非银行业金融机构贷款减少3386亿元。社会融资规模增量46400亿人民币，预期33070亿人民币，前值15898亿人民币。M2货币供应同比8.4%，预期8.2%，前值8.1%。地方债发行早以及1月份降准等政策宽松影响，资金维持宽松态势，但从实际看，实体经济缺乏赚钱机会，资金在银行体系空转，一定程度上有资产荒迹象。

本周重要事件方面有中美贸易谈判，市场整体维持偏乐观预期。从新华社发言看，中美就主要问题达成原则共识，一系列积极信号向世界宣示了双方致力于解决中美经贸争端的决心，也表明在两国元首共识的引领下，中美继续相向而行、平等磋商，朝着解决经贸问题的方向又前进一步。距离3月1日中美经贸磋商期限只剩两周时间，接下来的每一步都至关重要。中美商定下周在华盛顿继续磋商。在美国经济数据近期走弱情况下，近期也有向下走的趋势，美联储鸽派言论偏多，货币政策取暖。考虑到目前全球经济下行走势，中美贸易和谈有利于经济稳定，后期谈判继续关注。

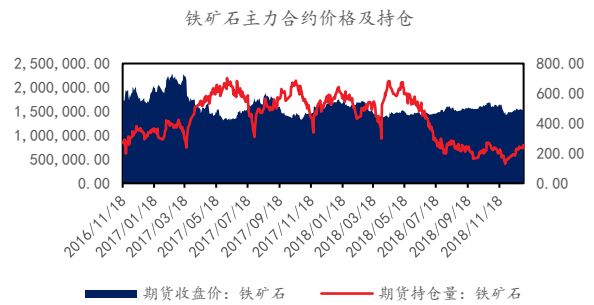
行业来看，节后京津冀、汾渭平原等多地出现污染，近期邢台、邯郸、郑州、临汾等29个城市发布重污染天气预警，部分钢企生产受限，焦企延长出焦时间。环保继续有动作，但市场对环保反应较为平淡，不再是影响行情的重要因素。决定钢材走势重要因素还是库存和需求，春节期间2周的累库速度创新高，也是价格下跌的主要驱动。后期需要重点关注的就是3月初需求启动情况以及库存消化速度。

图表 21：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 22：铁矿石主力合约价格及持仓



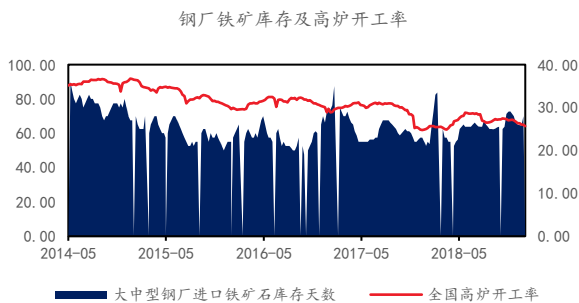
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：库存快增需求差

国家统计局最新数据显示，2018年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.7亿吨、9.3亿吨和11亿吨，分别同比增长3.0%、6.6%和8.5%。2018年12月全国生铁、粗钢和钢材产量分别为6320万吨、7612万吨和9365万吨，分别同比增长9.4%、8.2%和9.1%。中钢协数据显示，1月中旬重点钢企粗钢日均产量180.72万吨，旬环比减少3.72万吨，环比下降幅度为2.02%。钢材产量增加较多，在钢企高利润下刺激明显。

从供应端看，本周高炉开工率65.61%，略有回落。成本利润角度看，本周末生铁成本2493元/吨，钢坯成本3126元/吨，螺纹钢吨钢毛利润564元，热卷毛利润264元/吨，近期铁矿石价格上涨令成本端上行200元/吨左右，钢材利润受到一定程度挤压。

图表 23：钢厂铁矿库存及高炉开工率



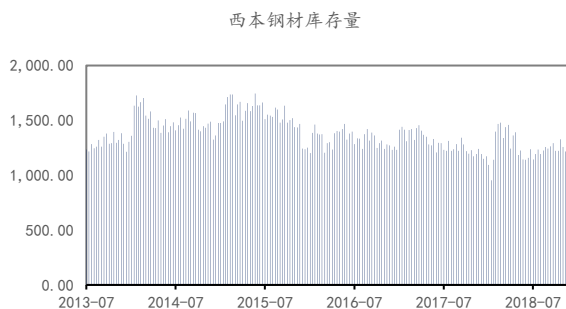
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



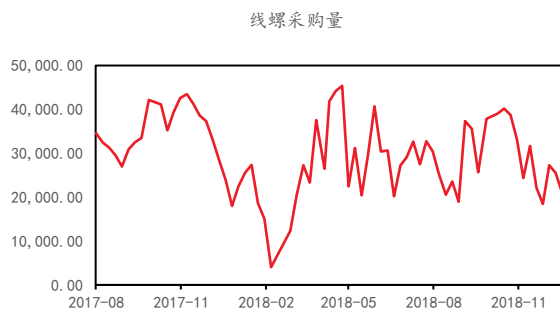
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：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 26：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，本周是春节后第 2 周，社会库存呈现加速累库态势，并创春节期间累库增速新高。从主要品种的社会库存看，截止 2 月 15 日，国内主要钢材品种库存总量为 1626.41 万吨，较 2 月 8 日上升 165.66 万吨，环比上升 11.43%，社库高于去年同期水平；国内螺纹钢社会库存量由 725.35 万吨上升 104.4 万吨至 829.75 万吨，环比上升 14.39%，钢厂螺纹钢库存增加 15.54 万吨；热卷社会库存增 22.35 万吨至 262.72 万吨，环比增加 9.3%，钢厂库存减少 2.84 万吨。整体看，钢材库存处于季节性累库阶段，并且是春节后需求未启动加速累库状态，也是近期价格下行的主要原因。

需求端看，钢市需求仍处于春节期间的停滞阶段，多数贸易商刚开始营业，下游工地需求复苏要到元宵节以后，短期看仍需 1 周左右的时间才能陆续启动。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为 1860 吨，基本验证当前无需求的状态。

整体看，库存将延续累积状态，需求停滞，后期需重点关注需求启动情况，预计下周价格有弱反弹。

3 原料端：铁矿石偏强，焦炭震荡

铁矿石方面，本周进口矿市场价格高位有所回落，但期货价格整体维持偏强，截止 2 月 15 日普氏 62% 进口矿指数报 87.35 美元/吨，较上周跌 6.85 美元/吨。铁矿石仍处于巴西矿难事件发酵影响当中，根据 Mysteel 评估，淡水河谷南部和东南部系统矿区影响的总量可达到 7100 万吨，但考虑到淡水河谷整体 4.5 亿吨的产能，尤其是北部 S11D 的扩产达成，待事故平息之后能弥补一些缺口。预估此次事件影响淡水河谷 2019 年度铁矿石的供应量约 4500 万吨。根据 Mysteel 此前预测，2018 年度淡水河谷产量约 3.89 亿吨，事故发生前 2019 年预估产量在 4 亿吨左右。鉴于此次事故影响，Mysteel 预测 2019 年淡水河谷供应量在 3.55 亿吨左右，因此按照淡水河谷发往中国 61% 的货量折算约 2000 万吨。铁矿石整体供需结构发生变化，由此前供应增加 2000 万吨左右到目前短缺 2000 万吨左右。

从库存角度看，钢企进口矿铁矿石平均库存回落至 29 天，节后钢厂尚未进行补库。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14430 万吨，较节前增加 440 万吨。

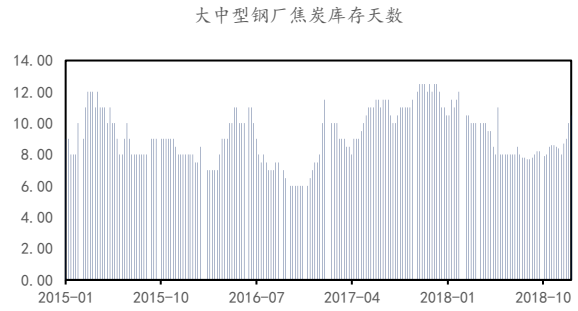
整体看，铁矿石价格受事件影响逐步减弱，后期需关注钢材需求变化对原料端价格产生的影响，但矿石供需结构变化下，有望维持偏强。

图表 27：国内铁矿石港口库存



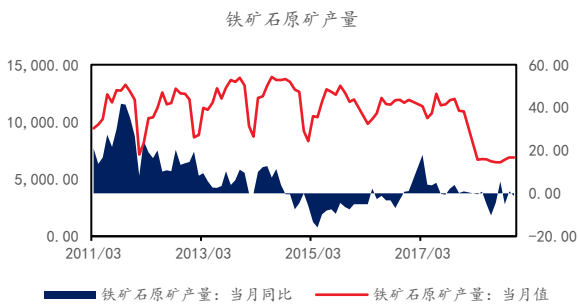
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：焦炭库存可用天数



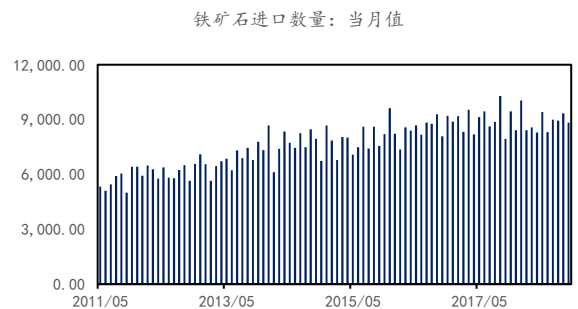
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：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，近期多地焦企普遍上调焦炭采购价格 100 元/吨，但在钢材利润压缩下，目前钢企尚未接受。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 77.21%，上升 0.84%，日均产量 69.4 万吨增加 0.75 万吨；焦炭库存 141.9 万吨，减 2.79 万吨；炼焦煤总库存 1568.89 吨，减少 97.7 万吨，平均可用天数 17 天，减少 1.26 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 438.17 万吨，减少 8.49 万吨，平均可用天数 13.99 天，减少 0.4 天。港口焦炭库存总库存 340 万吨，增加 18 万吨。焦企库存上升，钢厂焦炭库存降，港口库存增加，随着后期钢厂高炉开工率上行，焦炭库存将进入去库阶段。焦炭整体偏宽松，随着现货价格上调以及去库，焦炭有望企稳反弹。

4 总结与建议

金融数据确认宽松格局延续，宏观层面偏暖，钢材后期逐步进入需求复苏阶段，价格在库存影响回调下，短期有望震荡企稳，关注需求启动情况。铁矿石和焦煤价格在一定程度上都有事件性驱动，整体维持震荡偏强。焦炭在现货价格开启新一轮上调，以及后期钢企补库，焦炭价格有望逐步企稳。

动力煤

1 走势回顾

春节过后第一周，动力煤期货主力 1905 合约探底回升。最低价达到 575.6 元/吨，周度上涨 0.34%，区间振幅达到了 2.78%。本周合约成交量为 93.95 万手，与节前相比大幅下降，持仓量净增加 47,316 手。

2 基本面分析

春节过后国内煤炭市场预期走弱

春节之前，沿海煤炭市场呈供需双弱走势，环渤海港口煤炭进出保持平衡，港口库存保持稳定。春节期间，部分电厂增加船舶运力补库存，到港拉煤船舶保持一定数量，煤企和贸易商积极挺价，确保了港口市场煤交易价格保持稳定。在环渤海港口，发热量 5500 和 5000 大卡市场动力煤价格稳定在 585 和 510 元/吨左右。

春节期间，南方工业企业停产放假，电厂负荷下降，耗煤大幅回落至正常情况下的 1/2 甚至 1/3，煤炭需求出现下降，电厂拉运积极性减弱；受高位的生产和发运成本支撑，节日期间，环渤海煤炭价格没有出现继续下跌的现象，相对稳定，成交零星，港口发运主要以节前挂牌价格为主。春节期间，在下游补库需求支撑下，煤炭运输市场有条不紊，船货衔接顺畅，港口煤炭发运保持正常。受恶劣天气干扰及电厂补库影响，北方港口煤炭市场仍存在船舶在锚地排队待装的情况，尤其黄骅港下锚船增多。

矿方陆续停产放假，产量释放受到一定影响，铁路发运数量偏低。上游山西、内蒙等主产地放假煤矿继续较多，停产煤矿库存多数已销售完毕，产量和发运有所减少；在煤价倒挂的情况下，部分发运户春节前暂停向港口发煤，很多贸易商保持观望，市场煤交易量减少，港口煤炭进出保持平衡。需求方面，南方大量工业企业停产放假，工业用电不振，整个电厂负荷偏低；但由于沿海电厂库存水平和可用天数偏低，部分中小电厂还在积极补库。在春节假期效应的影响下，社会用电量逐步回落，直到正月十五过后。春节过后，进入春季，传统的煤炭需求淡季来临。虽然我国华东、华南工业企业陆续开工复产；但民用电负荷偏低，煤炭需求处于低位，且北方基建开工也是淡季，耗煤量增加有限。

图表 31：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 32：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

12 月份数据出炉，供给增加，需求趋稳

据国家统计局数据，12 月份全国原煤产量完成 32038 万吨，环比增加 496 万吨，同比增长 2.1%；2018 年全年全国原煤产量 354591 万吨，同比增长 5.2%。12 月份国有重点煤矿产量完成 15518

万吨，同比增加 338 万吨，增长 2.2%；2018 年全年国有重点煤矿产量累计完成 183707 万吨，同比增加 7807 万吨，增长 4.4%。

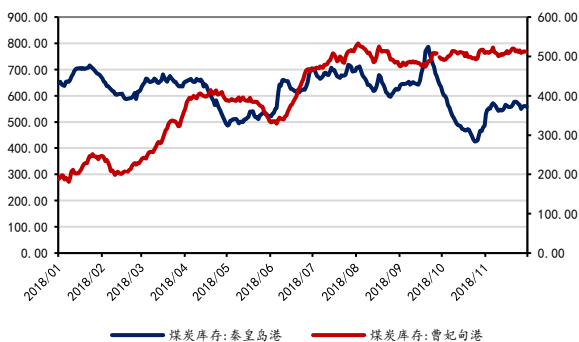
冬季供暖以来，为了保证国内用煤需求，原煤产量稳定增长，市场供给较为充足；纵观全年，随着完善煤炭产能置换、加快优质产能释放等政策的持续推进，原煤生产逐步恢复，2018 年原煤产量 35.5 亿吨，同比增长 5.2%，比上年加快 2.0 个百分点，已接近去产能前的全年煤炭生产水平。2019 年 1 月份，春节假期影响逐渐增多，此外陕西神木某煤矿发生重大安全生产事故，各主产区相继开展煤矿“体检”工作，且 1 月下旬，产地煤矿多开始放假，预计 1 月中下旬全国煤炭生产状况将受到较大影响，单月产量将出现大幅下降。

2018 年 1-12 月，中国经济运行保持了总体平稳、稳中有进，电力需求增加，全社会用电量累计增速同比提高，四大高载能行业合计用电增速较快增长；发电装机容量增速同比放缓，非化石能源发电装机容量比重提高，火电发电量较快增长；发电设备利用小时均同比增加；供电标准煤耗继续下降，重点电厂耗煤较快增长。预计 2019 年一季度前期电煤需求仍将受到一定气候因素的支撑，随着春节假期的到来及二季度气温回暖，电煤季节性需求环比将出现较大幅度回落。

2018 年 12 月份，全国水泥产量、平板玻璃产量同比增长。水泥在基建投资整体走平的情况下，房地产的新开工和施工继续支撑了整体水泥需求，北方环保政策与去年同期相比放松，“一刀切”的情况减少，企业的客观生产能力有所增长，在需求有支撑，且效益极好的背景下企业主动生产意愿有所提升。玻璃现货市场总体走势尚可，下游需求回暖，在年末赶工订单的作用下，大部分生产企业均能保持较好的产销率，库存上涨幅度低于预期，近两年来企业效益较好，临近年末资金情况尚可，没有出现大幅度降价促销的压力。

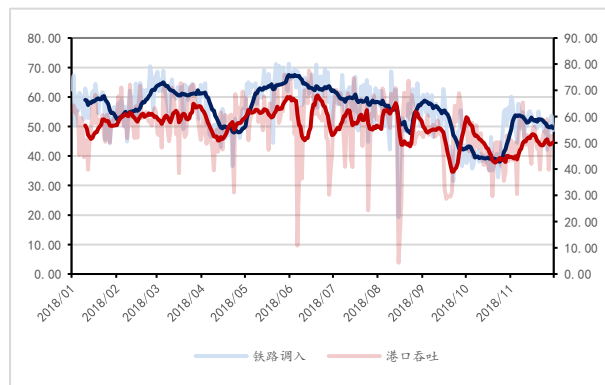
2018 年 12 月份，煤化工市场运行以稳为主，市场成交略显平淡，行业生产情况基本正常，产品产量环比增减不一，产品价格弱势调整。后期，由于化肥需求相对稳定、化肥行业开工率可能下降、环保和安全生产压力加大等因素影响，预计化肥市场价格可能窄幅波动。近期部分新型煤化工项目相继开工或进入规划阶段，预计今后几年化工行业煤炭需求将保持增长。

图表 33: 动力煤港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34: 动力煤港口调入量与吞吐量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

进入春季，传统的煤炭需求淡季来临。虽然我国华东、华南工业企业陆续开工复产；但民用负荷偏低，煤炭需求处于低位，且北方基建开工也是淡季，耗煤量增加有限。三月份，煤炭市场供需仍较为宽松。南方雨水增多，水电恢复，火电负荷下降，需求回落，北方港口压船减少，预计后续沿海煤市将保持平稳运行态势，市场煤交易价出现下跌。

天然橡胶

1 行情概要

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。

全球天然橡胶产区整体开始从高产期向低产期过渡，供应季节性减少的预期对橡胶行情产生提振。截至 1 月，国内云南和海南天然橡胶产区已经全面停割。由于原料胶水供应减少，胶厂收购价格略有回升，惜售情绪升温。随着气温的不断下降，泰国北部和中部产区率先向停割季过渡，1 月中旬听闻局部地区已经停割。2019 年初台风“帕布”登录泰国湾，泰国多地遭遇连续强降雨，导致割胶活动无法正常开展。但台风直接影响时间较为短暂，在天气好转后，泰国南部产区割胶逐渐恢复，而且产量十分充裕。据悉，1 月泰国南部橡胶产量环比增长大约一倍，料将顺利产出至 2 月底。印度尼西亚和马来西亚割胶相对顺畅，预计将于 2 月陆续进入减产期。印尼产区受病害影响，产量较上一年度下降 20% 左右。由于胶价低迷利润微薄，为节约支付工资，2 月越南多数橡胶园提前停割放假。综上所述，目前中国云南、海南尚未开割，泰国北部、中部和越南产区迎来全面停割，泰国南部、印尼、马来西亚开始向停割期过渡，全球天然橡胶供应将从高峰逐渐走向低谷。

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。

春节前后，由于轮胎开工率和出口预期的回落，厂商采购积极性不高，橡胶下游需求处于年内低谷。截至 1 月 25 日，国内全钢胎开工率为 56.92%，半钢胎为 57.49%。春节期间，国内轮胎企业基本处于停产放假状态。根据卓创调研显示，国内轮胎企业停工时间最早为 1 月 7 日，最晚至 2 月 3 日放假。多数轮胎企业的复工时间计划在 2 月 11—14 日左右，假期时长 7 到 38 天不等，个别轮胎企业不会停工。整体来看，今年多数轮胎厂放假时间相比去年同期更长，因而将会拉低轮胎开工率。今年厂商延长假期的原因主要是：宏观放缓和贸易争端造成内销和出口市场表现平淡，厂商出货情况相对不佳，临近年底需求疲弱以致提前放假。今年轮胎企业库存水平普遍偏高，部分厂家库存量累积接近两个月，希望通过停工缓解库存压力。此外，高库存降低了资金回笼速率，面临周转问题的厂家倾向于选择延长放假时间。

2018 年橡胶下游终端汽车市场表现不佳，长期持续拖累需求端。中国汽车工业协会公布的数据显示，2018 全年中国汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，同比分别下降 4.2%和 2.8%。其中，2018 全年乘用车销量为 2371.0 万辆，同比下降 4.1%；商用车销量为 437.1 万辆，同比增长 5.1%；新能源汽车销量为 125.6 万辆，大增 61.7%；2018 年汽车出口量为 104.1 万辆，增长 16.8%。当前中国汽车产销量占据全球汽车市场近三分之一的份额，仍连续第十年保有全球第一的位置。但中汽协官方数据证实，中国汽车产销量自 1990 年起 28 年来首次出现负增长。2018 年中国车市表现为前高后低，上半年除 2 月外其余月份销量均高于上年同期，但下半年市场形势转为连续负增长，拉低累计增长率持续下降。中国汽车工业面临较大压力，宏观经济增速放缓令消费者信心不足，购置税优惠政策全面退出打击购车积极性，汽车产销量增速不及预期。

未来中国汽车行业总体平稳运行，难以对橡胶需求形成有效提振。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，中汽协预计，平衡车辆进出口因素，2019 年中国汽车市场需求约为 2810 万辆，较 2018 年基本持平。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。

期现库存

国内天然橡胶高库存问题令市场长期承压，这一主要矛盾在现有合约规则下或难以解决。中国橡胶期现库存主要集中于山东青岛保税区和上海地区。青岛保税区一直充当橡胶进口贸易的蓄水池，库存变化具有明显的季节性规律。通常情况下，库存高点出现在 3—4 月，期间橡胶进口高峰期的船货集中到港，而厂商接货意愿不强。库存低点一般出现在 9—10 月，期间主产区割胶旺季尚未开始，而下游企业维持高开工率。2018 年二季度国内产区提前割胶，三季度新胶陆续进入市场，下半年终端需求受宏观压制表现平淡，导致橡胶社会库存累积。10 月以后由于保税区政策调整，库存由区内转移至区外，总体库存压力并未得到释放。中国海关公布数据显示，2018 年 12 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 66.7 万吨，同比大幅下降 20.6%，环比微降 1%。2018 全年中国进口天然及合成橡胶总计 700.8 万吨，同比下滑 2%。橡胶进口量的缩

减或对缓解库存压力起到一定作用。

近5年来上期所天然橡胶库存呈逐年递增的趋势，2018年橡胶期货库存最高触及59.2万吨。随着11月合约交割，大批全乳老胶仓单强制转现，但截至2019年1月，上期所橡胶库存仍有41万吨左右，仍处于历史高位。近期上期所库存继续回升，但增速环比明显放缓，注册仓单短期有所回落。受泰国暴雨和洪水影响，1月橡胶原料产量不及预期，后期交割品流入数量减少，对盘面或起到一定支撑。排除扰动因素客观来看，全球天然橡胶仍处在2018—2019年度割胶旺季，产能达到历史高峰期。不发生极端天气的情况下，主产区现货市场或出现阶段性供应过剩。同时，中国终端消费市场转入淡季，下游难以大量补库，橡胶需求将下滑至年内低点。上期所橡胶库存年前难以去化，供需矛盾仍将令市场承压。

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，以及国际市场价格下跌，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

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；将种植园橡胶年产量从原来的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。

有消息称，泰国农业部表示，为解决供应过剩问题将砍伐老橡胶树，以提振处于近三年以来最低水平的胶价。泰国计划在未来5年内削减三分之一的橡胶产能，将420万公顷的橡胶种植面积减少到240万公顷，将当前450万吨的天然橡胶产量下调至300万吨。消息未见多家媒体转载，无法辨明可信度。若该消息属实，业内人士估计橡胶价格将大幅反弹20%左右。然而，泰国的橡胶政策往往仅限于讨论或声称状态，多次发生未决定及未实施的情况。按照经验来看，这可能只是泰国政府的讨论议题，被媒体先行放出的可能性较大。2018年泰国曾宣布，令天然胶乳停产3个月以提振胶价，然而当年实际减产面积不足全国橡胶种植面积的1%。泰国是世界

首屈一指的产胶大国，大规模减产会造成市场份额的严重流失，动摇其在国际橡胶市场的地位。历史上，三大产胶国多次出台过限制出口措施，但对于实质性的减产措施则非常谨慎。综合研判，泰国破釜沉舟实施减产的可能性不大，很难引起市场波动。

图表 35：天然橡胶现货价格



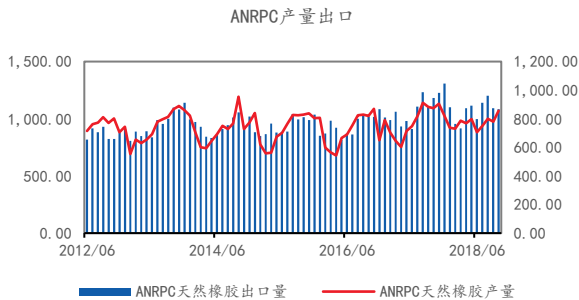
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：合成橡胶价格



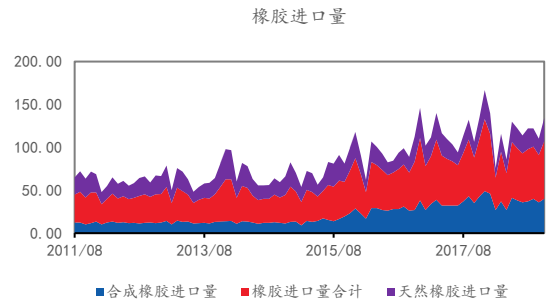
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：ANRPC 产量出口



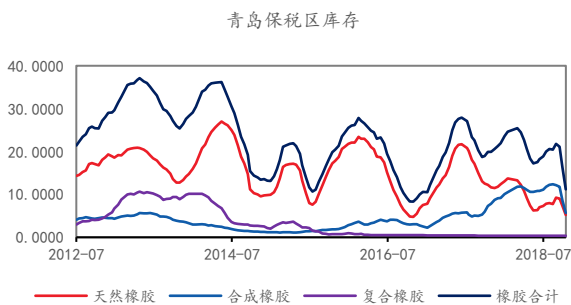
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：上期所注册仓单



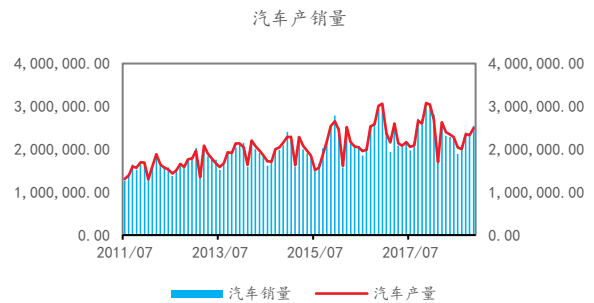
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：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

上期所天然橡胶期权于 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。

20 号胶期货

20 号胶期货的上市对现有橡胶期货品种无疑是最大的潜在利空。此前，上期所将 20 号胶作为特定期货品种的立项申请已获得了批复同意。20 号胶是天然橡胶中最重要、最具代表性的品种，是轮胎制造业使用的主要原材料，在橡胶原料中占比达到约 80%。中国作为世界轮胎产销大国，对 20 号胶的消费需求相当高，长期依赖从泰国、印尼等产胶国进口。20 号胶期货合约将复制

原油期货相关模式，采用“国际平台、人民币计价、净价交易、保税交割”的方案，增强中国在国际橡胶市场的定价权。上期所现有橡胶期货合约的交割品为全乳胶，主要应用于橡胶制品的生产，而轮胎制造商对全乳胶并无兴趣。业内人士表示，20号胶登陆中国期货市场，将吸引轮胎企业大量参与交易，有利于更好地获取原料和管控风险。一直以来，沪胶存在交割品和流通品不一致的本质矛盾，新品种的推出将从根源上解决这一问题。站在现有品种的角度，20号胶上市是难以规避的重大利空，导致盘面急跌的风险较高，建议空头思路对待。

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。

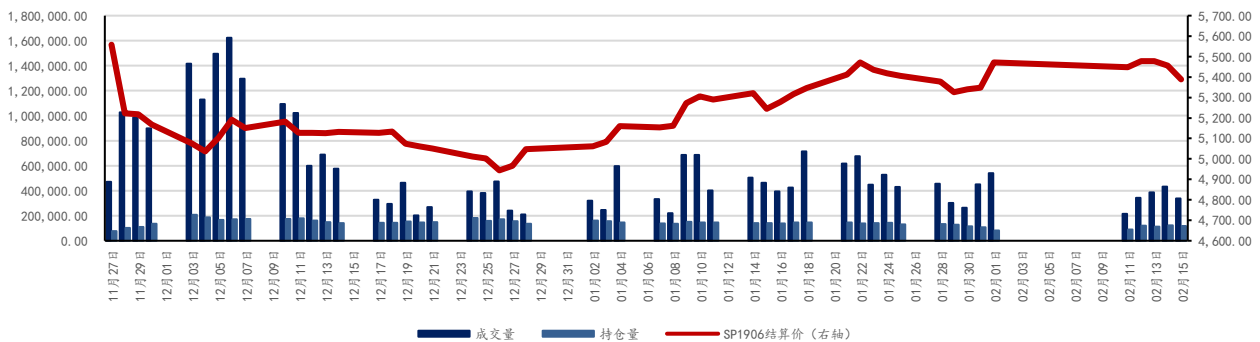
2019年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。橡胶长期坚持看空逻辑，但价格重心逐渐上移，短期或上冲12000大关，建议阻力位上反弹抛空。

纸浆：需求向好仍处于预期阶段，短期存在回调风险

1 行情回顾：盘面先涨后跌，关注需求改善情况

春节后第一周纸浆主力合约先涨后跌，下探20日均线支撑位。主力合约SP1906周度跌幅1.46%，次主力合约SP1909周度跌幅1.19%。纸浆基本面虽然一直受到高库存水平的压制，但市场对节后教辅印刷旺季需求改善的预期主导市场走势，主力合约从4900位置一路反弹至5500左右。目前继续上行压力较大，市场关注的重点是需求改善的实际程度，如果需求不及预期，盘面存在继续下调风险。从市场热度来看，节前主力合约持仓量大幅下降到10万手以下。节后第一周持仓量缓步回升至12万手左右，主力合约日成交量在30万手左右，交易热度一般。

图表 43：纸浆主力合约结算价成交持仓量变动情况



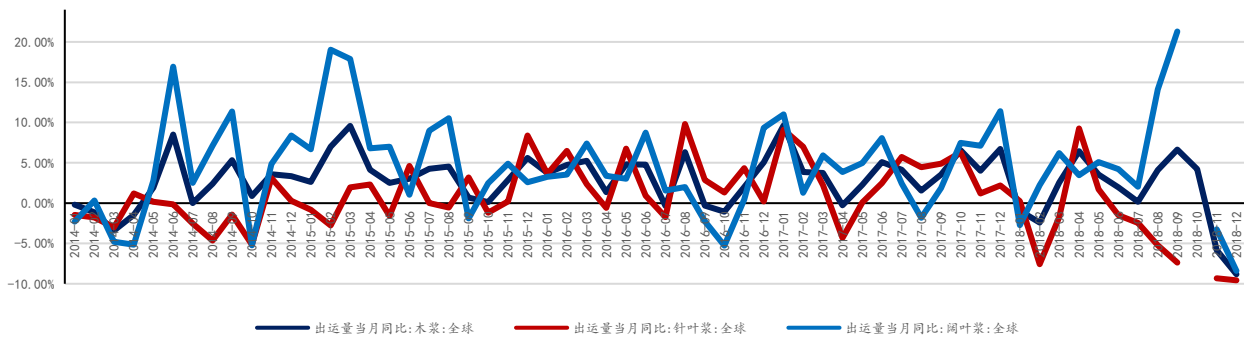
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 基本面分析

上游市场：全球木浆出运量下降，中国漂针木浆进口量当月同比大幅下滑

从2018年年中开始，全球针叶浆和阔叶浆出运量数据出现明显分化，阔叶浆出运量大幅冲高而针叶浆出运量持续回落，直至年底这一分化才又重回统一。具体来看，2018年4月全球木浆出运量出现了第一次回落，其中针叶浆的下降幅度明显偏大，7月在阔叶浆出运量冲高的带动下全球木浆出运总量同比转头向上，但是针叶浆出运量却持续下行。截止2018年12月，全球木浆出运量439.20万吨，环比上升10.21%，同比下降8.82%，其中针叶浆当月出运量同比下降9.57%，阔叶浆当月出运量同比下降8.40%。

图表 44：全球木浆出运量当月同比下降，针叶浆降幅最大



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

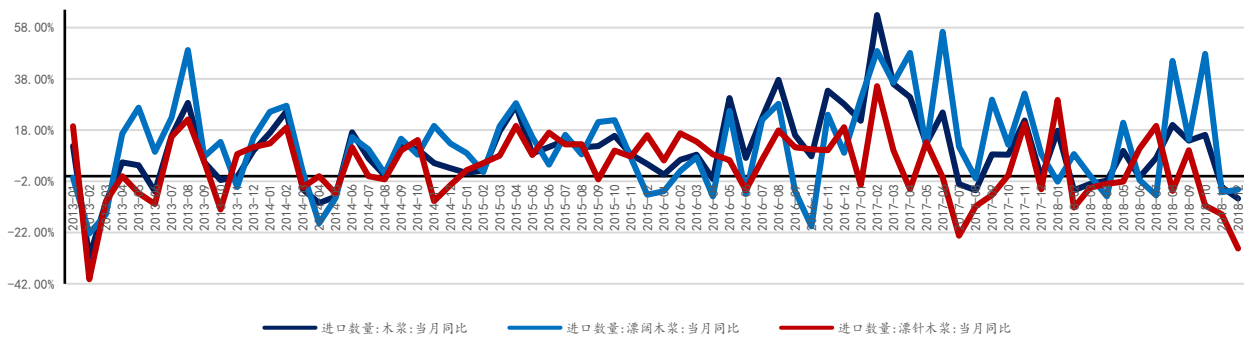
从纸浆的整个产业链来说，上游的浆厂拥有很强的议价权，特别是其中全球生产集中度较高的阔叶浆，浆厂拥有充分的挺价能力。Fastmarkets RISI 于 2019 年 1 月末采访了巴西纸浆企业 Suzano 的销售总监 Carlos An í bal。据悉，Suzano 已于 1 月 14 日与 Fibria 完成合并，成为全球最大的商品漂白阔叶浆生产厂商，是全球首个浆纸产能超千万吨的巨型企业。采访就近期国际纸浆价格变化以及未来公司纸浆出口计划进行了提问。Carlos An í bal 表示，近期国际纸浆价格的走弱未能反映基本面状况，未来依然有大量生活用纸的新增产能投产，纸浆需求强劲。同时，他也认同 12 月库存水平出现了暂时的增加，但是这种状况不会持续很久，因为公司年初的几个月有停机计划。Carlos An í bal 认为某些特定港口针阔叶木浆库存量高于历史水平是暂时和非结构性的，中国整个浆纸供应链的去库存化导致了对未来纸张价格下跌的预期，港口的纸浆库存较高，但是客户端的库存水平低于平常水平。他们将在未来 2-3 个月减少对亚洲的发运量，因为在亚洲已经有足够的库存。一般来说，巴西到中国的船期为 7 周左右，以到港时间计算，预计 5-6 月来自巴西的出口木浆数量将会减少。

2017 中国进口商品阔叶浆中，有 46%来自巴西，进口集中度高。针叶浆进口的前五大国家分别为加拿大、美国、智利、俄罗斯和芬兰，进口相对分散。从全球木浆出运数据和浆厂态度来看，全球针叶浆的库存压力小于阔叶浆，同时短期内国际进口浆价有可能继续坚挺。

跟随全球木浆出运量的下降，中国木浆进口量当月同比也出现了下降。截止 2018 年 12 月中国木浆进口量 176.70 万吨，环比下降 20.97%，同比下降 8.73%，其中漂针木浆进口量 53.30 万吨，当月同比下降 28.23%，漂阔木浆进口量 76.84 万吨，当月同比下降 5.3%。相较于漂阔木浆，漂针木浆的进口量大幅下降。

短期内木浆出运量的减少确实能在一定程度上缓解库存压力，但是其实质也只是库存的转移，无法从根本上解决库存积压的问题。木浆基本面的改善还需等待需求的增加。

图表 45：中国木浆进口数量当月同比下降，漂针木浆降幅最大



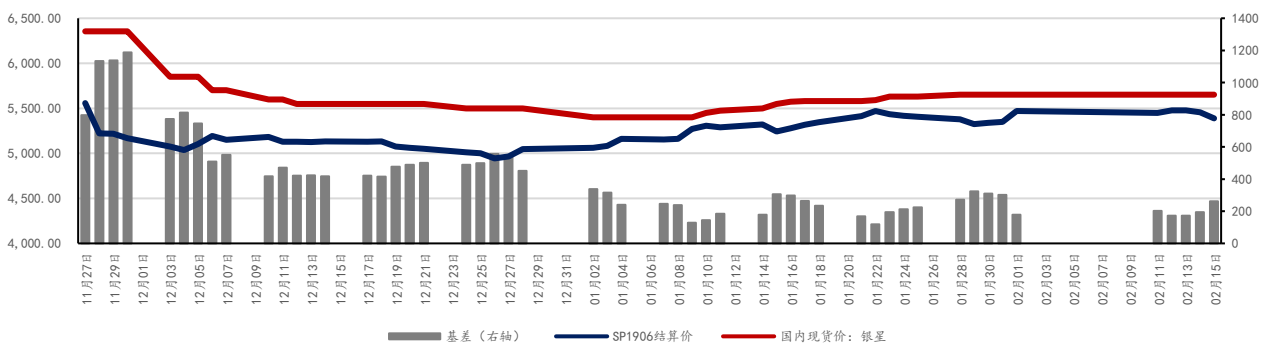
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

关注完有关数量方面的信息后，我们来关注一下纸浆价格变化方面的消息。节后一周，各个纸浆品种价格比较平稳。国际价格方面与节前持平（CFR 信用证 90 天），加拿大北木 730 美元每吨，加拿大月亮 700 美元每吨，智利银星 680 美元每吨，俄罗斯乌针、布针 650 美元每吨。国内报价方面也与节前持平，山东地区加拿大北木 6100 元每吨，加拿大月亮 5700 元每吨，智利银星 5650 元每吨，俄罗斯乌针、布针 5500 元每吨。

汇率方面，2 月 14-15 日中美举行新一轮高级别谈判，目前市场暂时没有消息流出。市场观望情绪浓烈，人民币兑美元汇率稳定，对进口商品成本变动影响不大。

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，导致基差大幅飙涨至超过 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。节后第一周，现货价格保持稳定，主力合约先涨后跌，基差收窄后又开始扩大，目前基差在 200 左右。

图表 46：纸浆主力合约基差变化情况

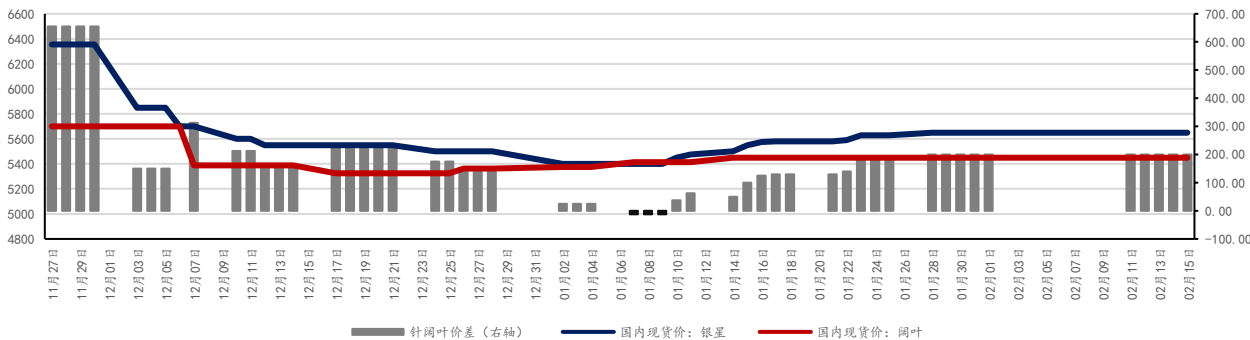


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

国内漂针浆现货价格的上涨主要来源于漂针浆库存的小幅改善和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。一般来说面中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，是支撑漂针浆价格止跌反弹的下方力量。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 47：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：节后第一波涨价函来袭，市场解读为对教辅印刷旺季来临的试探

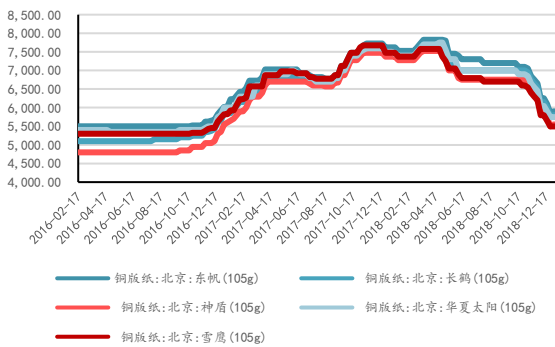
从纸浆的整个产业链来看，下游纸厂议价能力偏弱。市场需求不佳持续压缩纸厂造纸利润。一般来说，每年的3-5月是教辅资料印刷的旺季，纸浆需求也会相应复苏。从1月开始，各大纸厂已经对节后需求复苏，价格反转行情充满期待。目前，几家纸厂已经发布了节后的第一波涨价函：福建省联盛纸业自2019年2月11日起，各纸种在原价格基础上统一上调100元/吨；舞钢市环能科技自2019年2月12日起，在原执行价格基础上上调200元/吨；山鹰纸业自2月20日起，各基地的所有纸种统一上调50-100元/吨。这一波涨价被市场解读为对节后教辅印刷旺季来临的试探。

前面我们已经提到过，从供应端改善纸浆基本面弱势现状的空间有限，主要还是需要等待需求面的改善。

目前来看，节后第一周市场的交投还没有完全恢复，表现的较为清淡。无论是上游浆厂的挺价，中游贸易商的惜售，还是下游纸厂频发的涨价函，都只是对需求向好的预期，目前尚需等待节后数据的确认。

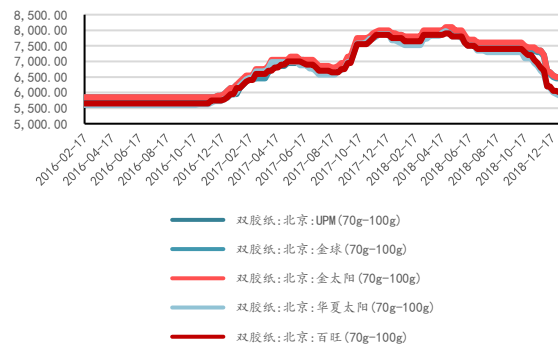
漂针浆主要用于生产生活用纸和文化用纸，其中文化用纸的比重更大，我们持续关注文化用纸中的大类铜板纸和双胶纸的价格走势情况。万得资讯的数据显示，两类纸品价格在今年四月达到高位后一路回落，10月末出现了新一轮的下跌，且跌势延续。节后第一周市场交投还没有完全恢复，铜版纸和双胶纸的价格走势保持稳定，建议投资者密切关注下游各个纸品价格变化。如果各纸品反弹乏力下游需求不及市场预期，那么盘面下探风险较大。

图表 48：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 49：国内双胶纸均价走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

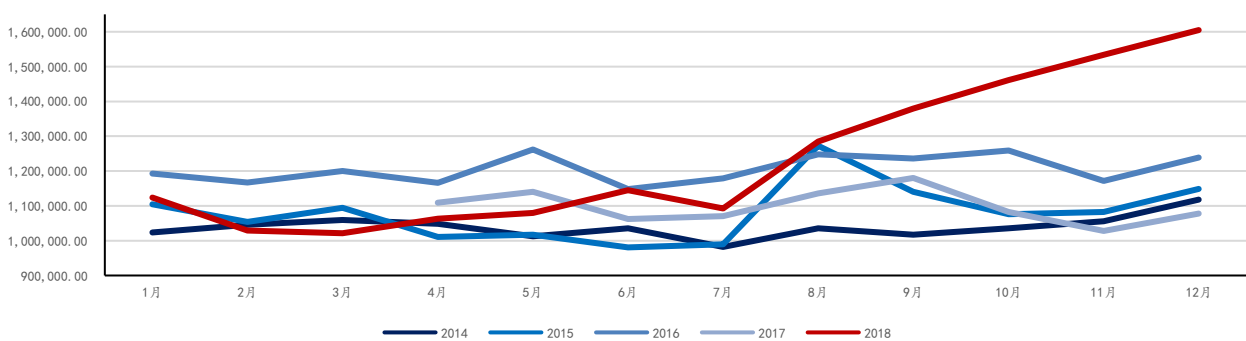
库存情况：供应增速下降但需求低迷，库存压力尚待缓解

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。前面我们提到过，目前全球木浆的出运量下滑，其中中国进口漂针木浆数量当月同比降幅最为明显。但是供应增速的下降对库存压力缓解效果并不明显，纸浆盘面仍在等待需求增加带来的自下而上的改善。

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，全球木浆港口库存水平持续攀升，截止 2018 年 12 月末全球港口库存累积至 160 万吨以上。欧洲地区 2018 年 12 月商品漂针木浆库存天数 19 天，较去年增加 3 天，较 11 月增加 2 天。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。2019 年 1 月底，中国青岛港港口库存为 101 万吨，常熟港纸浆港口库存为 59 万吨，保定地区纸浆库存为 7.01 万吨，三地库存之和为 167.01 万吨，较上年同期同比增幅为 105.48%。其中针叶木浆的库存压力小于阔叶木浆。

图表 50：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

废纸市场：外废审批数量接连大幅下降

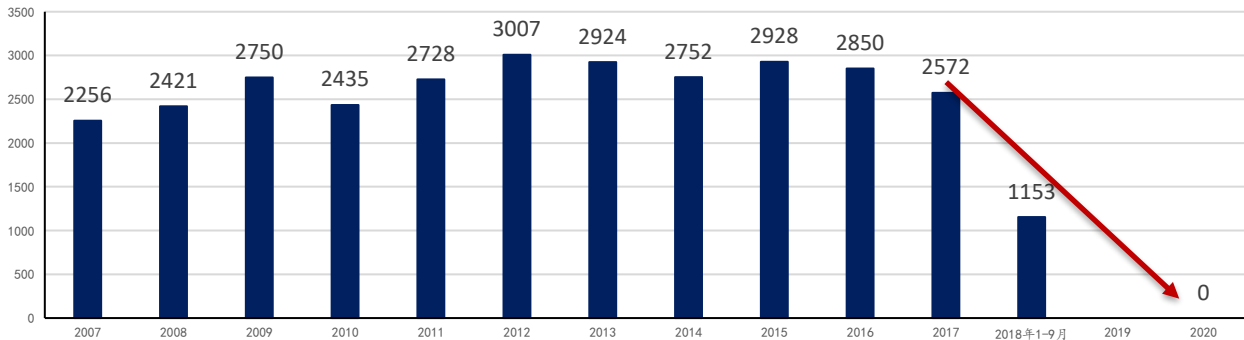
2018 年 6 月 24 日，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》（以下简称《意见》）在固体废物污染防治方面，《意见》提出，将全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口。

由于技术原因限制，固废质量一直不如欧美、日本进口的废纸，所以长期以来我国保持着大量

废纸进口量，2007-2017年年均进口量均超过2000万吨。今年由于受废纸进口环保许可和进口检验标准约束，使得废纸进口量骤减。今年1~9月累计进口各类废纸1153万吨，比上年同期减少1016万吨，下降46.8%。2019年第一批废纸核定进口额度503.52万吨，第二批43.15万吨，第三批大幅下降至6万吨。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。

固废质量的提升并非一蹴而就，在这之前国内对其他纸浆品种的需求将上升，从而拉高纸浆价格运行中枢。

图表 51：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

上周纸浆主力合约先涨后跌，继续上行压力较大。一直以来，纸浆的高库存水平始终是压制其价格走势的主要原因。从供需两侧目前的情况来看，供给端减少的空间有限，而需求的改善才是真正缓解高库存压力的解决方向。一般来说，每年的3-5月是教辅印刷旺季，纸浆的需求将增加。不过，节前盘面的上涨已经体现了市场对纸浆需求向好的预期，目前需等待数据的确认。如果纸浆需求旺季不及预期，那么中期盘面存在回调风险，短期以偏空思路参与为主。值得关注的是，新品种第一次交割存在比较的不确定性，目前纸浆注册仓单为0。随着交割时间的逐渐临近，谨防逼仓风险。

油脂油料：美豆上蹿下跳，连豆市场遇阻回落

1 外部豆类市场分析

南美天气好转，产量规模依然庞大

本周，巴西大豆收割率接近三成，较去年同期和五年均值水平高出近两倍，部分主产州大豆收割率达到一半，巴西大豆上市速度持续加快。尽管种植初期的天气条件较为有利，但12月起的高温少雨天气导致各机构纷纷调减巴西大豆产量预估。综合各分析机构数据看，目前评估的巴西大豆产量多在1.15亿吨左右，虽较最初预测的高于1.2亿吨有所调降，但总产量依然维持近年高位水平。美国农业部在2月8日发布的供需报告中预计巴西新赛季大豆产量为1.17亿吨，农业咨询机构AgRural本周发布的最新报告预计巴西大豆产量将降至1.125亿吨。虽然各机构对巴西大豆产量调降幅度差异较大，但由于阿根廷大豆产量前景持续乐观，南美地区总产量仍会较上年度增长。美国农业部2月供需报告预计2018/19年度主要出口国大豆产量将同比增加1374万吨。整体来看，南美大豆虽遭遇不利天气影响导致部分减产，但整体供应前景依然乐观，仍是全球大豆供应的重要保障基地。

美国大豆库存高企，寄望中国恢复进口

美国农业部在2月供需报告中对部门美豆数据做出了调整，其中2018年美豆单产由12月预估的52.1蒲式耳/英亩下调到51.6蒲式耳/英亩；美豆总产量则从1.2518亿吨下调到1.2366亿吨，较上年的1.2007亿吨高出359万吨；出口量预计为5103万吨，同比下降11.9%，显然是收到了中美贸易战对美豆出口的影响。美豆期末结转库存数据为2476万吨，虽较12月预测数据小幅下降，但仍较去年同期高出1倍多，库存压力未见明显缓解。从上述数据可以看出，中美贸易能否恢复正常对解决美豆库存压力至关重要。本周中美高级别贸易谈判在北京举行，各方都在密切关注谈判进展。从美国总统释放的可能延长中美谈判期限的消息看，双方都不希望谈判破裂，都在为达成协议做积极努力。从目前的公开数据看，中国自12月中旬后约采购1000万吨美国大豆，这些大豆将陆续运抵中国。美方正寄望中美双方早日达成新贸易协议，恢复美国大豆对华正常出口。但美国农业部本周四发布的出口销售报告为市场泼了一盆冷水，有80.7万吨原计划运往中国的美国大豆订单被取消，另有44.4万吨原计划运往未知目的地的美豆订单也被取消，市场认为这些目的地很可能是中国。因此，在当前错综复杂的市场环境下，单纯依靠中国市场可能很难解决美豆的库存过剩压力。

2 国内油脂油料市场分析

非洲猪瘟疫情致生猪存栏量持续下降，豆粕需求仍不乐观

春节后，国内仍有非洲猪瘟疫情发生报告，疫情的防控形势依然严峻。据国家农业农村部报告，自去年8月疫情出现以来，国内25个省份共发生106起非洲猪瘟疫情，累计扑杀91.6万头生猪，且有大型养殖场发生疫情。由于疫情持续未得到有效控制，生猪需求大幅下降，生猪养殖效益持续下滑，养殖户节前集中出栏而降低补栏量，导致国内生猪存栏量降速加快。统计数据显示，2018年12月国内生猪存栏同比下降3%，能繁母猪存栏量同比下降8.3%。其中能繁母猪存栏量大幅下降将导致下半年国内生猪整体存栏量继续偏低。市场分析人士预计2019年国内生猪存栏量降幅在20-30%，影响豆粕需求下降10-20%。目前国内豆粕市场保持弱势的主要驱动力仍来自需求端，而供应端也因宽松前景无法提振市场。因此，在生猪行业持续低迷、饲料需求未能进入上升通道以前，国内豆粕价格很难摆脱弱势周期。

1月中国大豆进口量超过预期，节后需求下降导致油脂反弹受阻

国家海关总署公布的最新数据显示，1月中国大豆进口量为738万吨，较去年12月的572万吨增长29%，但较去年同期的848万吨下降13%。1月大豆实际到港量超过此前市场预期，各方担

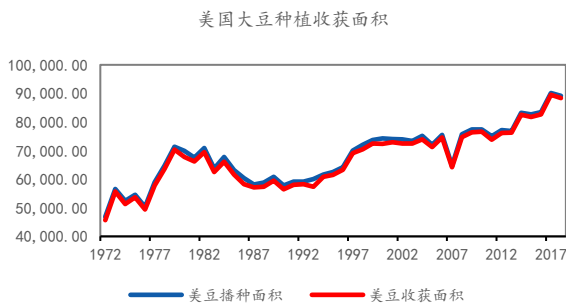
忧南美大豆供应不足的情况并未出现。截止1月29日当周，全国大豆库存为619万吨，高于往年同期水平，显示国内大豆供应持续处于充足状态。随着巴西新作大豆上市进程加快以及中美达成协议中方增加美豆进口，未来几个月中国大豆进口量将继续保持增加态势。海关数据还显示，1月中国进口植物油量为85.9万吨，较12月的74万吨增加16.1%，较去年同期的57万吨增加50.7%。国内植物油市场经历春节前的需求刺激价格反弹后，节后全面哑火，呈现反弹乏力震荡回落状态。除了节后需求下降导致各级库存增加外，大豆以及植物油进口大幅增长也对价格施压，油脂市场进入消化库存重新平衡压榨收益阶段，短期重启升势的难度较大。

3 油脂油料市场操作建议

美豆出口下降导致价格反弹持续性欠佳，各方密切关注中美贸易谈判结果能否为美豆出口带来转机。CBOT大豆3月合约回撤至900美分/蒲式耳关键位，短期有技术支撑，但能否守住这一平台仍需实质性利好消息配合。南美天气炒作情绪降温，巴西大豆收割进度加快，美豆与南美大豆竞争形势日益严峻。新季美豆播种面积即将登场，在当前市场环境下，美豆播种面积下降概率较大，但对美豆价格起到的提振作用将大不如以前。国内豆类市场也在等待中美贸易谈判进展，从近期消息面及豆类市场表现看，各方对中美最终解决彼此关切抱有较强预期。国内豆粕市场持续遭遇需求拖累，如果美豆大批量集中进口，国内豆粕市场将处于雪上加霜的境地，价格企稳反弹的难度将再度增加。油脂市场受节后需求下降、库存攀升和进口增加等因素影响，调整压力尚未完全释放，但不排除在豆类下跌压力向豆粕集中后豆油再度表现抗跌。因此，从操作上看，投资者可对豆粕和油脂市场保持震荡思路，适量增加盘中短线操作，待消息面明朗后再做趋势型投资打算。大豆期货市场在反弹受阻后重回弱势，新年度面积增加以及补贴力度可能加大等因素仍不利于价格走高，可短线参与或继续保持观望。

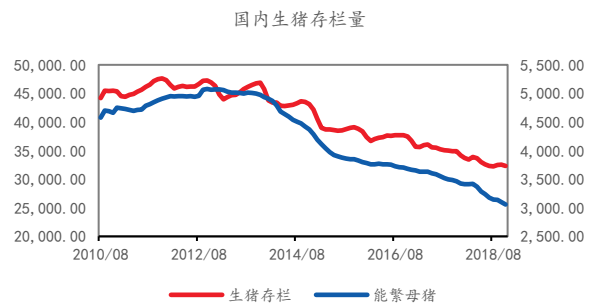
4 油脂油料市场主要数据

图表 52：美国大豆种植收获面积



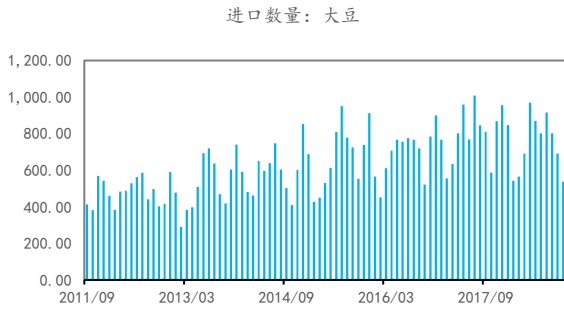
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53：国内生猪存栏量



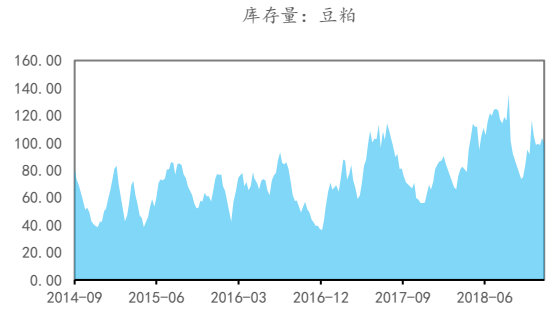
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：国内豆粕库存



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