



中投期货策略周报 (2019年第09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
wuqirui@tqfutures.com

周度投资视点

宏观策略: 国内基建和房地产对工业品走势影响较大, 需要密切注意相关数据走势。从政府工作报告和高频数据来看, 基建和房地产尚难有明显超预期表现, 由于经济短期内回升概率较小, 预计工业品将继续维持弱势。

股指期货: 预计短线沪指围绕2900点展开震荡的可能性比较大。由于蓝筹板块估值优势已经不明显, 加上经济下行的拖累更大, 可关注成长板块的机会, 中线建议继续关注中证500指数的溢价机会。整个市场而言, 指数有望逐渐转入震荡行情, 中期仍看好市场反弹空间。

黑色金属: 钢材需求逐步复苏, 库存拐点出现, 产业基本面利好, 但宏观数据下行担忧存在, 对于下周钢材走势我们偏谨慎, 若地产数据平稳, 钢材价格有望震荡上行, 一旦地产数据走弱明显, 钢材价格将转向下行。铁矿石偏震荡格局, 焦炭价格受高库存拖累, 原料走向仍取决于钢材走势。

甲醇: 天气逐渐转暖, 我国甲醇装置春季检修即将开始。3—4月我国内地涉及检修产能超千万吨, 其中80%左右集中在西北地区, 陕西、内蒙古居多。宏观方面, 资金略显充裕。操作上, 4月份甲醇可能形成底部, 盘面偏向震荡, 短期甲醇受到支撑, 关注远月合约的做多机会, 等待回调买入。但目前依然是消费淡季, 未来上涨横盘时间估计较长, 建议等待深度回调买入。

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, 不乏久跌必涨的阶段性反弹, 但橡胶缺乏基本面支撑, 难以构成趋势性上涨。现在正是橡胶品种最黑暗的时候, 未来价格重心或将逐步上移, 盘面宽幅波动为主。建议依托【12000,13000】区间高抛低吸, 当前市场形势下, 逢低做多获利机会可能高于逢高沽空。

纸浆: 目前全球木浆出运量平稳, 国内1月木浆进口量大幅飙升, 木浆供应充足。下游纸厂利润受到挤压, 3月各纸品涨价函依然不断, 但是下游成交情况依然不温不火。供应充足, 需求不旺的情况下, 库存压力继续累积。1月全球木浆港口库存同比上升62%, 国内2月主要港口地区木浆库存继续增加。国内环保要求日益严峻, 固废进口量大幅下降。价格方面国内外木浆现货价格维持稳定, 考虑进口成本和替代阔叶浆价格, 预计针叶浆现货价格下行空间有限。万得资讯显示截至3月6日, 铜版纸均价维持稳定, 双胶纸继续出现50-100元/吨左右的上涨, 白板纸价格走平, 白卡纸出现100-200元/吨的反弹。固废进口量的下降, 持续推升黄板纸价格反弹。期货盘面顶背离后出现了明显回调, 短期盘面维持弱势, 建议离场观望。

油脂油料: 操作上, 建议投资者关注中美贸易谈判的相关消息, 豆粕空单可适量减持并等待新空机会, 或持有买菜粕卖豆粕的套利头寸。油脂板块同样宜采取买强卖弱的套利操作, 菜油单边多单注意防范回调风险, 豆油和棕榈油可短线思路顺势参与。大豆期货反弹乏力, 维持低位震荡走势, 可继续保持观望思路。

白糖: 操作上, 因国内临储政策托底以及今年将严查原糖走私活动, 预计未来糖价呈现震荡上扬的态势, 国内目前处于压榨末期, 价格压力依然较大。而印度国内库存偏高, 全球糖价承压。在二三季度预期全球出现灾害性天气, 市场可能提前反应。因此, 一二季度选择低点入场较为合适, 若未来出现二次探底走势, 多单可以大胆介入。下半年维持多头操作思路。预计未来3月至12月份SR1909波动区间为(4800, 6200)。套利方面, 维持近弱远强的判断, 注意合约之间的反套机会。

目 录

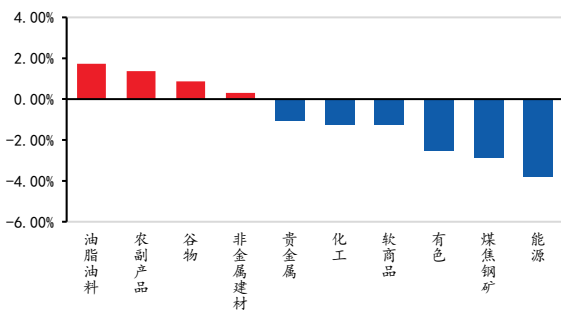
期货市场概况	- 3 -
周度策略：经济回落压力仍大 工业品逐渐转弱	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 5 -
2 政府工作报告解读：稳增长，稳就业，释放市场活力	- 5 -
3 流动性：逆回购连停五日 资金面边际收敛	- 6 -
4 商品市场策略	- 6 -
5 股指期货市场分析	- 6 -
黑色金属	- 8 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 8 -
2 供需端：周度产量减，需求释放加快，库存拐点出现	- 9 -
3 原料端：铁矿石偏震荡，焦炭弱势	- 10 -
4 总结与建议	- 11 -
甲醇	- 12 -
1 甲醇市场供求分析	- 12 -
2 综合分析	- 13 -
3 甲醇主要数据	- 14 -
天然橡胶	- 15 -
1 行情概要	- 15 -
2 基本分析	- 15 -
3 内在逻辑	- 19 -
4 总结建议	- 19 -
纸浆：下游成交不温不火，期货盘面弱势下探	- 20 -
1 行情回顾	- 20 -
2 基本面情况	- 20 -
3 总结与建议	- 24 -
油脂油料：美豆弱势回落，菜油强势攀升	- 25 -
1 外部豆类市场分析	- 25 -
2 国内油脂油料市场分析	- 25 -
3 油脂油料市场操作建议	- 25 -
4 油脂油料市场主要数据	- 26 -
白糖	- 27 -
1 白糖市场供求分析	- 27 -
2 综合分析	- 27 -
3 白糖市场主要数据	- 28 -
免责条款	- 29 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
纤维板	菜油	菜粕	苹果	PTA	锰硅	硅铁	玉米淀粉	PVC	鸡蛋
34.68	6.70	4.00	2.54	2.48	2.44	2.04	1.63	1.55	1.51

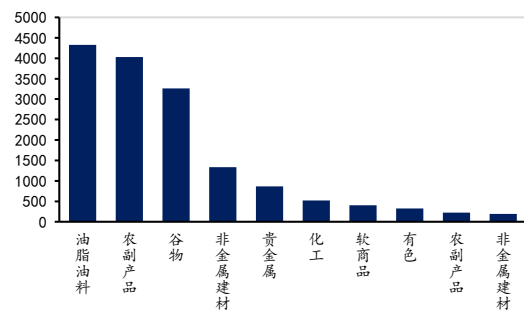
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
菜籽	焦炭	焦煤	橡胶	锌	纸浆	燃油	沥青	锡	铜
-8.40	-5.44	-4.99	-4.39	-3.51	-2.98	-2.73	-2.68	-2.48	-2.45

图表 1: 商品板块周涨跌幅



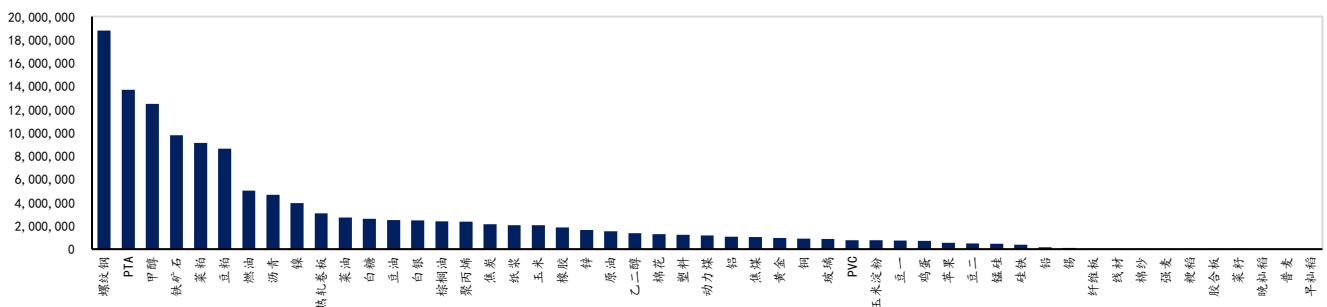
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



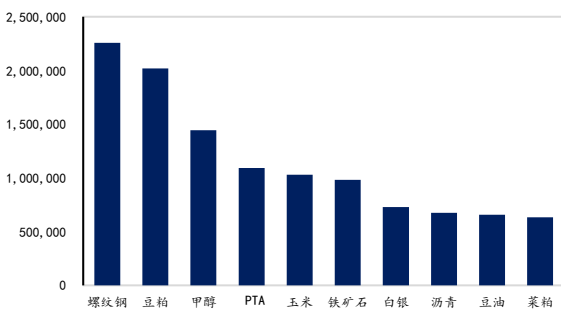
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



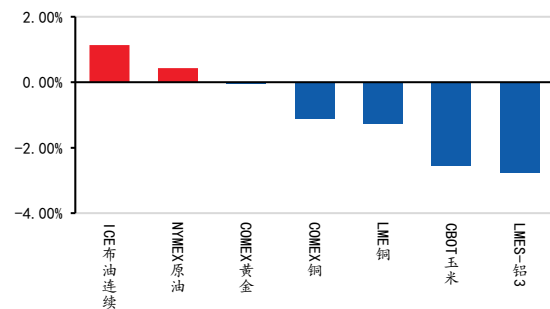
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：经济回落压力仍大 工业品逐渐转弱

本周市场逐渐转为弱势，大部分品种呈现出震荡下行的态势，其中焦炭跌幅最大，周跌幅超过6%，其他品种跌幅虽然相对较小，但是工业品板块全墨，几乎没有上涨的品种，显示这轮调整有共同的因素在起作用，我们认为这主要是是宏观面向下的压力造成。

2月份的进出口数据大跌眼镜。周五中国海关总署公布数据显示，按美元计，中国2月进口同比下滑5.2%，市场预期为下滑0.9%，前值为下滑1.5%；2月出口同比下滑20.7%，创2016年2月以来最大，大幅低于预期的下滑4%，前值为增长9.1%。2月出口数据单月下滑可以由一些非经济因素解释，如大部分制造业企业都集中在农历正月十五（2月19日）后开工，恢复生产时间有限，因此本月数据环比、同比都出现较大下滑。另外是考虑到3月中美的不确定性，一些企业二次抢出口，这点我们在之前的报告中分析过。从出口目的地看，对欧盟、一带一路国家出口均大幅回落，1-2月累计同比增速已经显著低于2018年均值。对美国出口增速进一步下滑，1月对美出口同比1.9%，1-2月对美出口-9.9%，这一方面有高基数的原因，但与关税不无关系。从贸易摩擦的角度看，美国2018年商品贸易逆差总额为8913亿美元，创下十年来新高。从目前趋势看，短期内难以期望美国逆差增长之势出现逆转，因此，中美的贸易摩擦并未划上最终的句号。3月4日周一，美国贸易代表办公室发布公告，宣布在美国总统特朗普的指示下，计划终止印度和土耳其的普惠制（GSP）关税待遇资格。特朗普认为印度未能对美国保证在多个领域的、公正合理的市场准入权利，而土耳其的经济已经充分发展，不应该继续享受关税优惠。印度和土耳其GSP关税待遇的终止将在至少60天后生效。由此可见，贸易摩擦对全球进出口的影响仍将继续，对全球经济的伤害也没有停止。

两会中对2019年经济的目标略低于预期。2019年GDP定调为增长6-6.5%，没有强刺激。总理既给出了“防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间”的稳增长基调，也同时继续强调“也不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患”、并指出“坚持结构性去杠杆”。2009年以来的三次稳增长（2009、2012和2016年），不仅政策刺激的效果逐次降低，还诱生出了产能过剩、地方隐性债务风险和金融体系风险。当前，中国经济没有走老路的意愿，增速定在6-6.5%体现出政府对经济下行的容忍度，无意再推高经济增速。

一年一度的政府工作报告是展望全年经济的风向标。从报告释放的信号来看，2019年中国经济温和下行，不会看到社融V型反转、基建大幅反弹、以及房地产调控全面放松，政策着力点将放在金融定向支持实体、减税降费和制造业高质量发展上来，而供给侧结构性改革将以巩固成果为主。

由于放水预期是导致这一轮市场反弹（尤其是股市）的最大推动因素，因此2月份的金融数据值得密切关注。1月货币信贷数据迎来开门红，但3.23万亿新增人民币贷款中票据融资达5160亿，4.64万亿新增社融中未贴现银票达3786亿。从票交所高频数据来看，2月贴现和未贴现银票余额较1月增速放缓甚至为负，票据规模回落。预计2月新增信贷或在1万亿左右，新增社融或在1.2万亿左右，社融存量同比增速与1月大致持平。央行去年四季度货币政策报告和今年两会重申货币政策不会大水漫灌，1月新增信贷社融大增或难持续。

3月8日，在十三届全国人大第二次会议上，全国人大常委会委员长栗战书表示2019年要落地房地产税法，预计今年房地产税法落地的概率较大，这将对房地产价格和投资产生影响。国内基建和房地产对工业品走势影响较大，需要密切注意相关数据走势。由于经济短期内回升概率较小，预计工业品将继续维持弱势。

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	3月8日	财政部：不允许发生新的地方政府隐性债务	财政部部长刘昆表示，目前我国地方政府债务风险总体是可控的，同时有个别地方政府仍然存在隐性债务。下一步，财政部将从四方面严堵违法违规举债的“后门”，不允许再发生新的地方政府隐性债务，同时稳妥化解存量	地方政府举债继续受到限制
	3月4日	深圳多家银行下调房贷利率，降低首套利率至基准上浮8%	深圳多家银行下调房贷利率，降低首套利率执行至基准上浮8%，二套利率至基准上浮12%	结合一线城市房地产增值税减半政策来看，一线城市房地产调控明显放松
数据	3月8日	中国2月外汇储备3.09万亿美元	中国2月外汇储备30901.8亿美元，超出市场预期此前预期，环比增加22.56亿美元	外汇储备持续回升，显示资金回流明显
	3月8日	中国2月出口同比跌20.7%创三年最大	按美元计，中国2月进口同比下滑5.2%，市场预期为下滑0.9%，前值为下滑1.5%；2月出口同比下滑20.7%，创2016年2月以来最大，大幅低于预期的下滑4%，前值为增长9.1%。	春节和贸易抢跑因素是主要原因，但是也显示中国经济下行趋势明显
事件	3月8日	2019年全国人大将落实制定房地产税法	全国人大常委会委员长栗战书表示2019年全国人大将落实制定房地产税法	房产税对房地产乃至中国经济都将产生明显影响

资料来源：中投期货研究所

2 政府工作报告解读：稳增长，稳就业，释放市场活力

今年经济增长目标不再是具体数字，而是改为区间目标并下调，为6%-6.5%，符合市场的预期。报告延续了去年下半年以来“六稳”的提法。今年首次将就业优先政策落于宏观政策层面，与货币、财政政策并列，政府对就业的重视程度无需多言。积极财政政策基调为加力提效，同时将今年的赤字率定为2.8%，较去年预算高0.2个百分点。此外，真正的增加在地方专项债，年内拟安排2.15万亿元，较去年目标大幅增加8000亿元。上述目标均符合预期。在房地产税问题上，今年报告提出要稳步推进房地产税立法，而去年的提法是稳妥推进，可见措辞上并未有明显变化，但需要密切关注房产税落地情况。货币政策方面，报告延续了去年7月国常会以来的提法，即“稳健的货币政策要松紧适度”，提出既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要保证流动性合理充裕，防范化解金融风险。特别地，报告提出有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，降低实际利率水平。我们认为政府对M2、信贷、社融的总量增速依然保有底线，后续将继续施行结构性数量和价格政策，以托底实体经济，同时利率仍有进一步下行的空间。具体的工作任务方面，与去年第一条为供给侧结构性改革不同，今年第一条工作任务是创新和完善宏观调控，确保经济运行在合理区间，7个要点中3个与减税降费有关，包括制造业等行业税率由16%降至13%，交通运输业、建筑业等行业税率由10%降至9%，全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元等等。最后给出了具体的稳就业政策。今年将激发市场主体活力单列为工作任务，优先级仅次于稳增长，强调意味不言而喻。第三条任务关键词是创新和新动能，提出支持企业加快技术改造和设备更新，将固定资产加速折旧优惠政策扩大至全部制造业领域。报告对房地产调控政策的措辞较去年缓和。在促内需部分，报告提到的扶植养老产业政策与我们前期研报观点相一致。扩大对外开放部分提到除现有的中美磋商有达成协议的目标之外，还将推进与其他国家甚至区域的经贸关系更进一步，叠加汇率稳定的要求再提，这对缓解今年经济、市场的外部压力具有重大意义。

3 流动性：逆回购连停五日 资金面边际收敛

人民银行 8 日公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，今日不开展逆回购操作。鉴于今日无逆回购到期，人民银行实现零投放、零回笼。人民币逆回购资金利率变动较为平稳，周五上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 隔夜下行 1.4 个基点，14 天 Shibor 下行 0.1 个基点，其他各期限资金利率均有不同程度上行，其中 7 天 Shibor 上行 2.9 个基点报 2.517%，略超 14 天 Shibor。

月初扰动因素相对较少，流动性有望保持合理充裕水平。不过 3 月是季末月，往前看，地方债发行、中旬税期高峰和季末监管考核等扰动仍不容忽视，时点性波动保持关注。

目前来看，央行公开市场资金到期压力已不大。Wind 数据显示，3 月有 2600 亿元逆回购和 4315 亿元 MLF 到期，1 日至 5 日已有 2000 亿元逆回购到期，6 日还有 600 亿元逆回购到期，3 月 7 日、16 日分别有 1045 亿元 MLF、3270 亿元 MLF 到期。

以 2 月末超储率基数水平，叠加月初预计还有 2000 亿元-4000 亿元左右现金回流，在 3 月上半月，即便考虑到公开市场工具到期规模，资金面也基本能够维持较为均衡。

4 商品市场策略

工业品近期在全球货币宽松以及春节后需求集中释放的情况下集中反弹，但是从 PMI 走势来看，需求不足的压力逐渐扩散到生产端，预计各项政策刺激下的宏观经济回升仍需要时日，而地产端大概率难以维持去年近 2 位数的高速增长。对于短期需求集中释放造成的上涨，需要注意季节性因素衰退后回落的风险，维持工业品短期强势，中期高位回落的判断。

5 股指期货市场分析

指数冲高回落

本周五沪深两市今日放量下挫，沪指放量大跌超 4%，失守 3000 点关口，回补周一跳空缺口，前期高位强势全线大跌，东方通信、中国人保、中信建投等个股均封跌停板，两市跌停个股超 240 只，跌幅超 9% 个股逼近 400 只，市场人气大幅降温。沪股通净流出 20 亿，深股通净流入 12 亿。

本轮反弹基本面支撑较弱，但是占据了一些有利的因素，如市场点位较低，政策上对资本市场重新定位等因素。次轮反弹主要由情绪与资金推动，但量价趋势成形，配合良好。此轮反弹中外资最先抄底，以美联储暂缓加息缩表为首的全球货币宽松转向、A 股性价比优势等因素共同促使外资先行入场；其次，是活跃型资金。外围事件缓解提升市场风险偏好，叠加流动性宽松，弹性大的中小盘题材股交投活跃，吸聚大量游资。紧接着是踏空机构，部分机构受熊市思维禁锢，反应滞后，踏空春季躁动行情后，被动追随加仓入场。最后是中小投资者，与踏空机构不分先后。股市赚钱效应激增，风险偏好与上涨行情互相强化形成良性循环，各类投资者开始跑步入场。

暴涨后急调，指数有望逐渐转入震荡行情

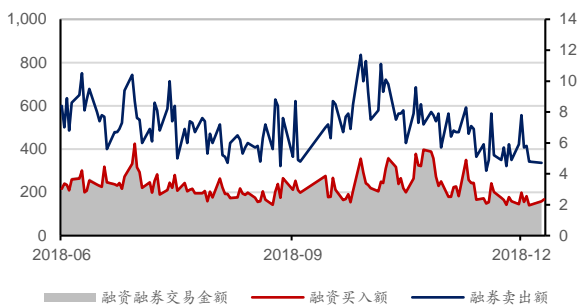
估值变化：各行业估值持续修复，创业板继续领涨。截至本周收盘，万得全 A 动态市盈率为 17.46 倍，剔除金融、石油石化后为 25.11 倍，延续回升态势。板块方面，本周各核心指数普涨，中小创相对沪深在周内涨势延续。行业方面，本周大部分行业估值回暖，无行业跌破历史低值。主力资金方面，过去一周申万 28 个一级行业均呈现净流出状态，其中电子、医药和化工流出居多。

情绪宣泄性上涨可能逐渐结束，市场大涨急调后有望走向理想。沪深两市在两份卖出研报显示这轮领涨的股票出现泡沫，周五本轮领涨的两只金融次新龙头中信建投和中国人保开盘即被大

单封住跌停。随后部分抄底资金强行撬板，创业板指一度涨超 1%；但午后券商股的一再砸盘迫使指数放弃抵抗，沪指迎来超百点调整。今日尽管仍有 73 股涨停，但同时跌停个股达到 271 只，近阶段首次高于涨停家数，盘内振幅超 10% 个股多达 500 家，近 2000 只个股跌幅超过 5%。今日市场分化较为明显，仅少数板块仍然保持强势。美股有见顶迹象，预计短期市场或将步入调整节奏，预计对国内市场有拖累，但是中期基于贸易环境改善，流动性环境边际宽松，政策面对于资本市场的重视仍然存在等条件，仍然认为 A 股存在机会。

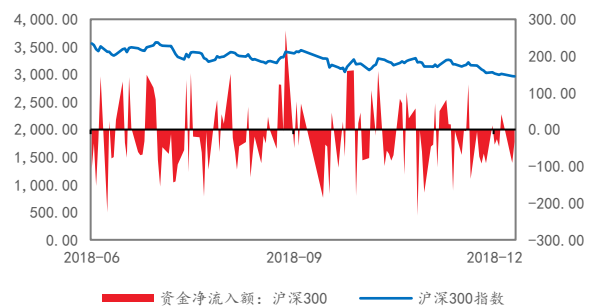
后市投资建议：预计短线沪指围绕 2900 点展开震荡的可能性比较大。由于蓝筹板块估值优势已经不明显，加上经济下行的拖累更大，可关注成长行业的机会，中线建议继续关注中证 500 指数的做多机会。整个市场而言，指数有望逐渐转入震荡行情，中期仍看好市场反弹空间。

图表 7：融资融券数据图



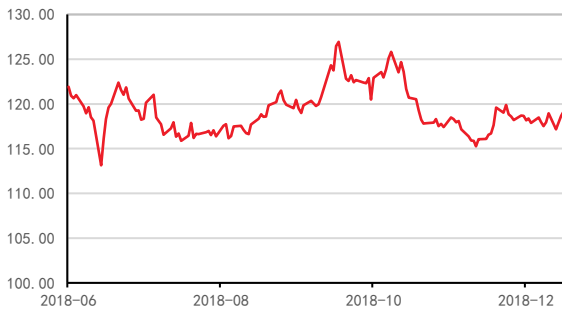
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



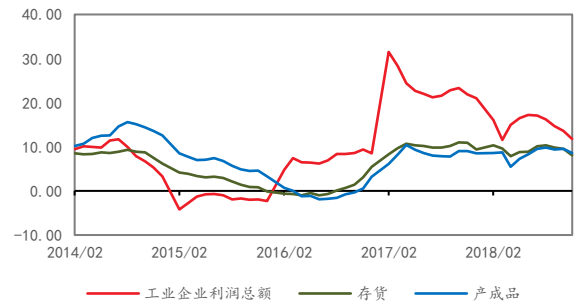
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周钢材市场在 3700 上下百点范围上反复震荡，需求的释放遇上宏观数据的走弱，价格走势很纠结。周度数据上看，产量下滑，主要在于近期两会，特别是河北地区公布了一系列环保限产措施，钢厂库存和社会库存均出现下降，反应下游需求释放较好。而宏观层面，2 月份进出口数据出现大幅下滑，加上两会房地产税立法提案，令钢材价格出现大幅回调。

原料端方面，焦炭第二轮价格上调 100 元/吨并未落地，盘面焦炭偏弱的主要原因还是高库存制约，特别是港口库存，焦炭维持供应宽松格局，成为空配标的。焦煤方面在限制进口消息消化后，近期煤矿复产也有所增加，供应紧张格局有所缓解。铁矿石方面，矿难影响供应预计在下半年有所体现，铁矿逐步回归黑色系产业链的上下游定价格局，在钢材走弱下，铁矿也随之回调。

在前期我们认为市场在走钢材需求预期的逻辑，本周或大概率转为宏观经济数据下行带来的中长期需求担忧。

宏观层面，本周公布了 2 月进出口数据，按人民币计出口增速下滑 16.6%，按美元计下滑 20.7%，低于市场预期，出口下滑主要与季节性的春节因素有关，加上对 3 月 1 号关税不确定性担忧，节前抢跑的行为也比较明显。进口增速按人民币计下滑 0.3%，按美元计下滑 5.2%，春节期间生产减弱等带来原材料需求下滑。在中美贸易谈判决定 3 月 1 日起不增加关税至 25%，出口数据有所回暖，3 月上旬进出口同比增长 24.7%。

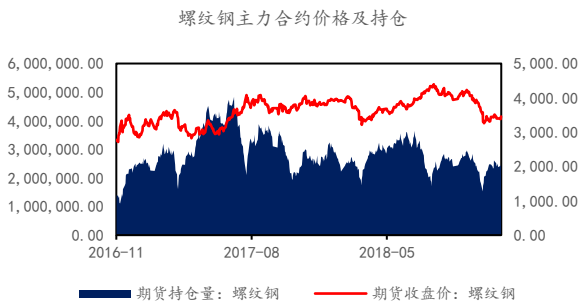
金融数据方面，2 月广义货币 (M2) 余额 186.74 万亿元，同比增长 8%，增速分别环比和同比降 0.4% 个和 0.8%；M1 余额 52.72 万亿元，同比增长 2%，增速比上月高 1.6%，比上年同期低 6.5%；2 月当月社会融资规模增量为 7030 亿元，比上年同期少 4847 亿元，较 1 月份大幅回落；2 月当月人民币贷款增加 8858 亿元，同比多增 465 亿元。在 1 月份天量社融数据，2 月份出现明显回落，票据融资以及表外融资下降明显。

市场更加担忧的点在于下周投资数据，1-2 月份房地产销售数据不理想，重点关注房地产新开工数据的情况，若出现快速下滑，将对黑色系商品产生明显的利空。

行业来看，两会期间环保限产措施增加。唐山关于印发《3 月份大气污染防治强化管控措施实施方案》的通知，自 2019 年 3 月 1 日至 31 日，钢铁企业通过超低排放改造验收且达到“唐山限值”烧结机机头或球团烘培颗粒物、二氧化硫、氮氧化物 95% 以上小时均值分别达到 5mg/m、20mg/m、30mg/m 的烧结机(竖炉)可以生产，其他烧结机(竖炉)停产，因保供暖、保安全、保民生等原因无法停产的，经市生态环境局认定后维持最低生产负荷。各县(市、区)[含开发区(管理区)，下同]要于 3 月 5 日 12 时前将 3 月份钢铁企业烧结机生产计划报市生态环境局审核备案，备案后严禁擅自调整。焦化行业在保安全的前提下出焦时间延长至 28 小时。

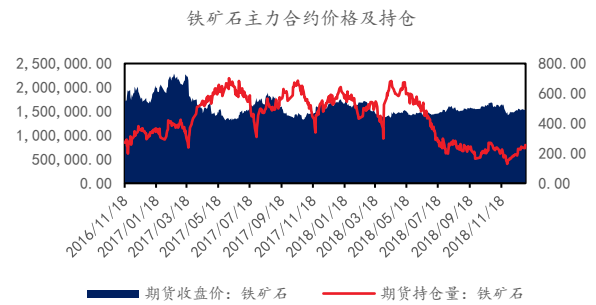
整体看，钢材需求逐步复苏，库存拐点出现，产业基本面利好，但宏观数据下行担忧存在，对于下周钢材走势我们偏谨慎，若地产数据平稳，钢材价格有望震荡上行，一旦地产数据走弱明显，钢材价格将震荡回落。

图表 11：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：铁矿石主力合约价格及持仓

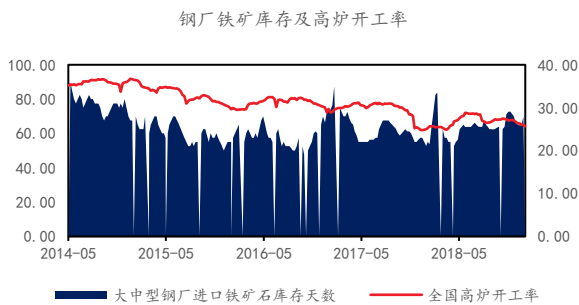


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：周度产量减，需求释放加快，库存拐点出现

据中钢协统计数据显示，2019年2月中旬，会员钢企粗钢日均产量194.74万吨，旬环比增加1.33%。从供应端看，本周高炉开工率62.98%，开工率大幅下滑2.77%，近期环保措施增加下，钢材产量本周出现下降。成本利润角度看，本周末生铁成本2511元/吨，钢坯成本3137元/吨，螺纹钢吨钢毛利润613元，热卷毛利润393元/吨，成本方面没有较大变化，虽然期货端价格有所回调，但现货端价格保持平稳，利润与上周基本持平。

图表 13：钢厂铁矿库存及高炉开工率



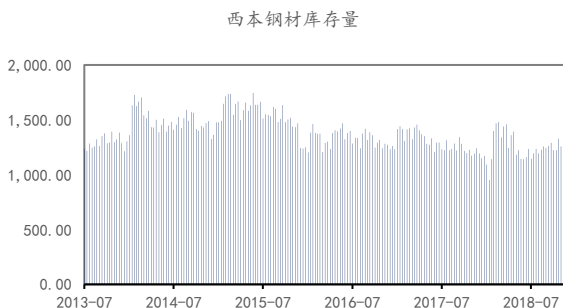
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

库存数据方面，本周库存数据拐点出现，厂库和社库均出现下降。从主要品种的社会库存看，截止3月8日，国内主要钢材品种库存总量为1858.02万吨，较3月1日下降18.06万吨，环比下降0.96%；国内螺纹钢社会库存量由1020.37万吨下降6.98万吨至1013.39万吨，环比下

降 0.68%，钢厂螺纹钢库存减少 25.16 万吨；热卷社会库存降 4.15 万吨至 273.47 万吨，环比减少 1.49%，钢厂库存减少 0.67 万吨。整体看，钢材库存拐点出现，预计 3 月份的需求整体较为平稳。

需求端看，钢市需求处于逐步释放阶段，虽然南方地区的降雨对市场有一定影响，但整体依然维持向好的趋势，从钢联日成交数据看，本周成交数据维持在 15 万吨以上，验证了近期需求的释放。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为 38463 吨，较上周增加 5971 吨，侧面印证需求释放。从需求的分化看，基建投资在发力，地方债发行也验证了这一现象，2 月份地方债发行规模达 3588.7 亿元，1 月-2 月累计，全国发行地方政府债券 7768.4 亿元，预计一季度发行规模可能超过 1 万亿元。地产投资成为我们担忧的地方，1-2 月各口径下地产销量增速均降，土地市场同步转弱。38 城地产销量增速回落至 1.1%，下滑明显，五大、百家龙头房企销量跌幅分别扩大至 26%、15%，各口径下地产销售普遍低迷。而 2 月十大城市地产库销比 12 个月，不仅因季节性因素走高，也依然处于历年同期高位。土地市场同样难言乐观，1-2 月百城土地成交量缩价涨，成交面积同比跌幅扩大至 16.9%，但溢价率略有回升。因此，下周公布的地产数据值得我们重点关注，一旦新开工数据出现下滑，将会对钢材需求产生较大影响，钢材市场有可能出现拐头向下。汽车销售方面，2 月乘用车乘用车批发、零售销量同比跌幅均超过 15%。2 月经销商库存预警指数继续上升至 63.6%，并处于历年同期高位，也反映终端需求难言改善，零售增速回升的持续性仍需观察，也反应当前热卷需求有所乏力，盘面较弱的原因之一。

整体看，周度产量减，需求释放，库存拐点出现，重点关注下周地产投资数据。

3 原料端：铁矿石偏震荡，焦炭弱勢

铁矿石方面，本周进口矿市场价格高位有所回落，截止 3 月 8 日普氏 62% 进口矿指数报 84.85 美元/吨，较上周跌 2.45 美元/吨。巴西矿难对矿石的供应影响预计到下半年有所体现，短期市场的核心矛盾仍在螺纹钢的走势。从需求角度看，高炉开工率出现明显下滑，国内钢厂并未进一步补库，进口铁矿石平均库存维持在 30 天，在环保限产趋严、开工率下滑的情况下，对矿石的需求有所放缓，钢厂采购也逐步转为观望。港口库存方面，截止本周五，全国主要港口铁矿石库存 14762 万吨，较上周五库存增加 58 万吨，港口库存延续累库状态。

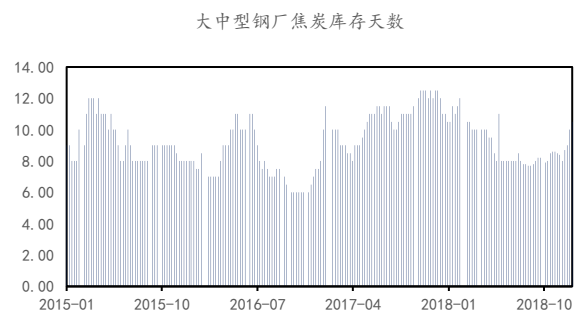
矿石多次受消息刺激后均是呈现快速回落走势，在产量影响不大的情况下，矿石的定价重新回到产业链上下游中，而决定这一走势的还是看钢材价格的走向，短期铁矿预计维持【580，620】区间震荡。

图表 17：国内铁矿石港口库存



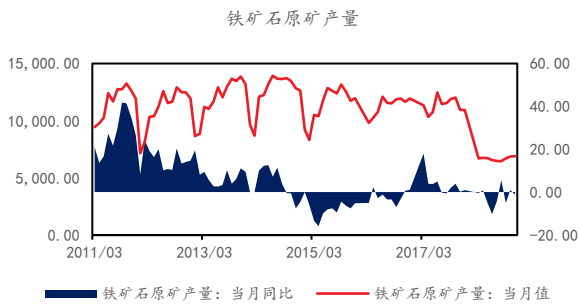
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：焦炭库存可用天数



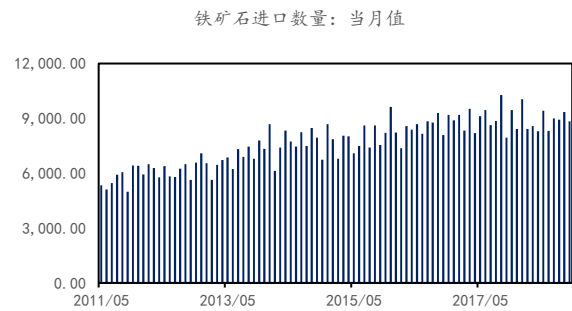
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: 铁矿石原矿产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 20: 铁矿石进口数量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

焦炭方面, 焦化企业的二次提价并未落地, 主要受制于港口高库存。从基本面看, 焦化企业开工率延续出现小幅回升, 根据 Mysteel 统计数据看, 全国 230 家独立焦企样本产能利用率 75.7%, 下降 1.18%, 日均产量 67.71 减少 1.05 万吨, 两会期间河北、山西地区焦企受限产影响, 但限产幅度弱于钢厂高炉开工率; 焦炭库存 108.98 万吨, 减 0.69 万吨, 焦化企业库存延续减少, 但减幅缩小; 炼焦煤总库存 1492.87 吨, 减少 10.48 万吨, 平均可用天数 16.58 天, 增加 0.14 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 453.6 万吨, 减少 0.63 万吨, 平均可用天数 15.16 天, 增加 0.53 天。港口焦炭库存总库存 374 万吨, 增加 2 万吨, 从港口、焦化厂、钢厂库存看, 钢厂不补库, 港口库存高位, 压制焦炭价格上行。从港口现货角度看, 目前港口准一级报价在 2150 元/吨, 但实际成交价在 2100 元/吨左右, 目前贸易商采购并无利润, 采购不积极。短期弱势或延续, 可作为空配标的。

焦煤方面, 主产地焦煤供应依旧受限, 待两会之后产量才可逐步恢复年前正常水平, 煤企订单普遍较为充足, 短期无销售压力, 另外长治地区近期由于预警天气, 发运受阻明显, 造成部分地方矿库存增加明显, 后期供应会逐步释放, 价格趋稳。

4 总结与建议

钢材需求逐步复苏, 库存拐点出现, 产业基本面利好, 但宏观数据下行担忧存在, 对于下周钢材走势我们偏谨慎, 若地产数据平稳, 钢材价格有望震荡上行, 一旦地产数据走弱明显, 钢材价格将转向下行。铁矿石偏震荡格局, 焦炭价格受高库存拖累, 原料走向仍取决于钢材走势。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格横盘，现货挺价

西北企业库存低位的支撑下，价格维持高位；但华北地区，因下游对高价有抵触情绪，工厂出货不畅，山西厂家价格回调；而华中等地市场观望情绪浓厚。而港口方面因库存高居不下，以及期货尾盘跳水，业者多谨慎观望，全天成交一般。短期国内甲醇市场呈区域性走势。预计短期国内甲醇市场或震荡整理。

原油价格偏强运行，本周需求疲软，化工品回落较大。目前供给充足，但3、4月份春检，而需求一般，现货慢于期货，期货盘面压力较大

开工率处于较高位置

国内甲醇整体装置开工负荷为71%，环比下跌1.45%；西北地区的开工负荷为81.09%，环比上涨0.51%。本周期内，西北地区个别甲醇装置负荷提升，导致开工率略有上涨，而西南、山东、河北地区部分甲醇装置停车检修，导致全国甲醇开工率下滑。开工率处于较高位置，盘面季度脆弱。

库存依然较高，供应增加

整体来看沿海地区甲醇库存增加3.7万吨至112万吨，整体沿海地区甲醇整体可流货源预估在27.8万吨附近。基于罐容紧张限制，目前华东仍有5万吨进口船货排队等待卸货中。据卓创不完全统计，从明日（3月1日）至3月17日中国进口船货到港量在38.38万-39万吨，其中江苏预估进口船货到货量在17.87万-19万吨（其中加上江苏连云港到港的进口船货），浙江预估在18.5万-19万吨，华南预估在2.01万-2.5万吨。

目前，库存累积打压甲醇价格。未来高库存下，需要较长时间筑底，因此价格呈现横向波动趋势。

春季检修导致供应缩减

供应会由于春季检修而大幅减少。国际方面，市场预期2—5月外盘会有大量装置检修，伊朗、文莱、马来西亚、卡塔尔等国相加约409万吨/年，约占全球产能的9%。市场也确实出现了捂盘惜售的心态，少数远月到港的伊朗船货报盘+2%左右，但实际成交情况不理想。而且从往年经验看，国外装置检修时会首先确保国内长约供货不断，因此影响可能没有市场预期的那么大。国内方面根据已经公布的检修计划，会有900万吨/年的产能在2—5月检修。但是国内检修计划和往年相比基本持平，并不显得特别突出。

MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

下游企业返市过程缓慢，甲醇需求尚未恢复，表现低迷。国内煤制烯烃装置平均开工率在82.55%，下跌0.59个百分点。虽然青海盐湖装置停车，但由于部分装置负荷提升，国内CTO/MTO装置开工跌幅收窄。传统需求依旧处于放假状态，采购有限。甲醛因春节期间部分装置停车开工率大幅下滑；因部分装置停车或者降负运行，二甲醚开工率下滑；醋酸因为扬子江乙酰开车，开工水平回升。内蒙古久泰MTO将于3月下旬投产，鲁西化工MTO将于4月投产，两者皆需逐步外采甲醇，而中安联合将于4月先开启甲醇装置，届时或有部分甲醇外销，而南京诚志以及吉林康乃尔的MTO装置也有希望在5月前投产。

因此整体来看，下游需求可能要到5月份好转，3、4月份需求预期偏淡。MTO需求后期较为乐观。

原油仍有上涨基础

美联储公布一月份的货币政策会议纪要释放出鸽派信号，使得油价全线上涨。全球货币政策偏向宽松。全球金融市场连续上涨，利多油价。

自 2018 年委内瑞拉大选后，美国一直不承认马杜罗政府，并采取多项制裁措施。委国内政局动荡将深刻影响区域政治生态，由此引起的国际影响着实不小。未来委内瑞拉局势支撑油价上涨。

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，传统需求偏淡，市场缺乏足够的利多因素，盘面偏向震荡。宏观面有一些利好的因素在发酵。注意港口库存的变化情况。

天气逐渐转暖，我国甲醇装置春季检修即将开始。3—4 月我国内地涉及检修产能超千万吨，其中 80%左右集中在西北地区，陕西、内蒙古居多。宏观方面，资金略显充裕。操作上，4 月份甲醇可能形成底部，盘面偏向震荡，短期甲醇受到支撑，关注远月合约的做多机会，等待回调买入。但目前依然是消费淡季，未来上涨横盘时间估计较长，建议等待深度回调买入。

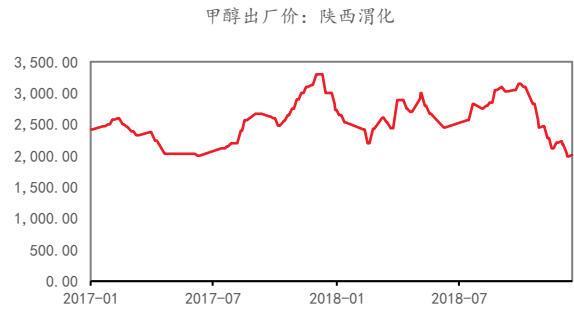
3 甲醇主要数据

图表 21：甲醇收盘价



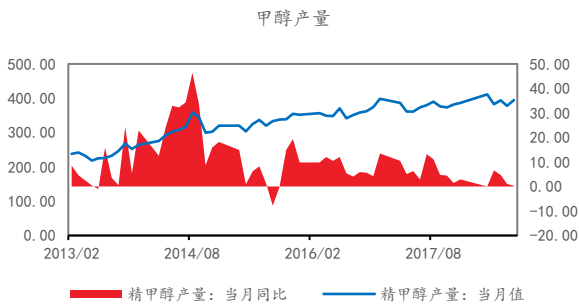
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：甲醇出厂价



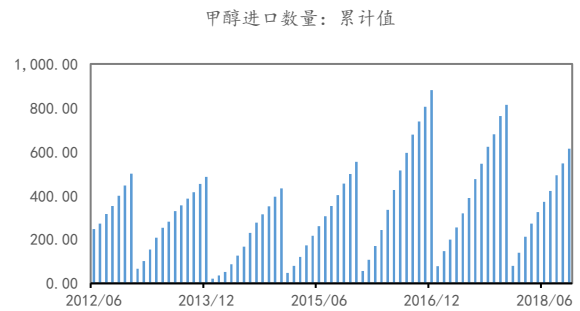
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：甲醇产量



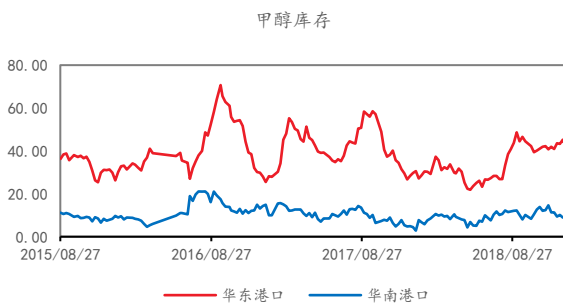
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：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 行情概要

东南亚天然橡胶主产区逐渐进入减产停割期，随着供应压力的减轻，橡胶盘面大幅拉涨。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，东南亚产区进入停割季，配合左侧抄底心态，引发行情大幅反弹。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。重压之下的橡胶价格处于低位，每隔一段时间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。由于前期利空因素已经反映在价格上，在停割的时点上迎合久跌盼涨的情绪，本次反弹冲高的幅度较大。

2 基本分析

供给侧

天然橡胶生产国协会（ANRPC）数据显示，2018年1—9月，全球天然橡胶产量同比增长1.5% 供给侧

天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新统计数据显示，2018年全球天然橡胶产量总计1396万吨，较2017年的1335万吨增加4.6%；2018年全球天然橡胶需求同比增长5.2%至1401.7万吨，供需缺口为5.7万吨。大部分ANRPC成员国橡胶产量出现正增长：泰国增长9.4%、印度尼西亚4.0%、越南0.5%、中国4.3%、柬埔寨13.9%、菲律宾8.7%。2018年ANRPC成员国天然橡胶出口量从上年的1042.8万吨减少到1028万吨，同比下降1.4%；橡胶进口量在上年770.6万吨的基础上增长了1.3%。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%。

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。

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。国际橡胶研究组织（IRSG）统计数据显示，全球产胶国橡胶树种植面积总计1331.14万公顷，其中亚洲地区为1222.51万公顷，约占全球总面积的90%。各主要产胶国产能概述如下：泰国生胶原料产量最大，橡胶种植面积为365.8万公顷，其中可割胶面积311.1万公顷，每公顷产量1493公斤。印度尼西亚橡胶种植面积居于首位，高达367.9万公顷，其中可割胶面积312.7万公顷，在总面积中占比85%，每公顷产量1207公斤。马来西亚橡胶种植面积为108.4万公顷，其中可割胶面积41.5万公顷，每公顷产量1450公斤。越南橡胶种植面积为96.1万公顷，其中可割胶面积67万公顷，每公顷产量高达1640公斤。中国117.7万公顷的橡胶种植面积排在第三位，可割胶面积77万公顷，但每公顷1097千

克的产量偏低。印度橡胶种植面积为 82.6 万公顷，其中可割胶面积 49.9 万公顷，小型种植园占比较多，每公顷产量 1241 千克。综上，全球天然橡胶产能基数十分庞大，胶价回升将刺激更多产量的释放。

按照目前 ANRPC 的可割胶面积，能形成的理论产量远高于现在的实际产量，说明价格低迷已经对割胶积极性产生较大影响。三大主要产胶国来看，泰国的补贴政策收效甚微，胶农割胶积极性有所下降；马来西亚推出杯胶最低收购价政策，对维系产量有一定帮助；印度尼西亚割胶活动较为刚性，和价格变动的关系并不明显。中国的海南产区实行收入保险全覆盖政策，云南产区实行精准扶贫政策，有效提振了民营橡胶园的割胶率。印度由于去年洪水造成橡胶减产，政府加强了对胶农供应链各环节的技术支持。综上，全球橡胶供应存在进一步增长的基础。随着市场价格的回升，主产区割胶积极性存在较大提升空间，造成供应过剩的现象加剧，形成负反馈抑制价格继续上涨。橡胶回暖之路应一波三折，难以就此进入牛市。

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。

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。

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 年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 年全年乘用车销量为 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。

国内橡胶终端消费市场滑坡，需求端难以提供支撑。中国汽车工业协会统计数据显示，2019 年 1 月全国汽车产销量分别为 236.5 万辆和 236.7 万辆，同比分别下降 12.1% 和 15.8%。其中，乘用车产销量分别为 199.5 万辆和 202.1 万辆，同比分别下降 14.4% 和 17.7%；商用车产销量分别为 37 万辆和 34.6 万辆，同比分别增长 3.2% 和下降 2.2%。重卡销量开始表现出增长乏力，2018 年全年国内重卡销量同比仅增长 3.24%，而 2017 年销量增速则高达 32.45%。

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。2018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。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年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。

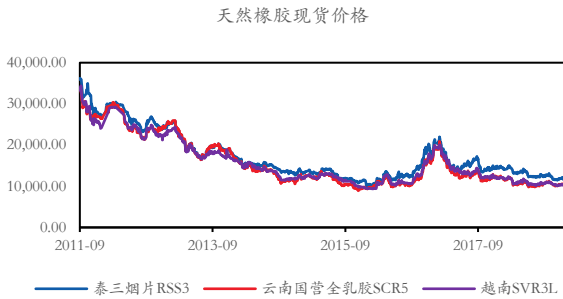
产业政策

路透社报道，泰国、印度尼西亚和马来西亚组成的国际三方橡胶理事会（ITRC）于2月21—22日在曼谷举行会议，讨论如何提振天然橡胶价格。会上三国宣布联合保价，正式名称为协定出口吨位计划（AETS）。泰国、印度尼西亚和马来西亚决定，每年减少橡胶出口量20—30万吨，在限制出口总量份额中，泰国占52%，印尼占38%，马来西亚占10%。作为全球主要橡胶生产和出口国，三国政府已签署协同行动原则性文件，并等待各自立法机构批准。据了解，除了削减出口，ITRC还拟通过种植环节供给侧管理、刺激内需等措施提振国际橡胶市场价格。据悉，出口吨位计划的细节尚在讨论中，没有具体说明实行措施的时间。

三大产胶国天然橡胶产量占世界总产量的70%左右，供应端具有较大发言权。2000年以来，世界主要产胶国一共七次达成保价协议，方式以削减供应为主，以及扩大自身橡胶使用量。最近的一次是在2017年底，ITRC同意在2018年1—3月期间执行AETS计划，限制出口天然橡胶规

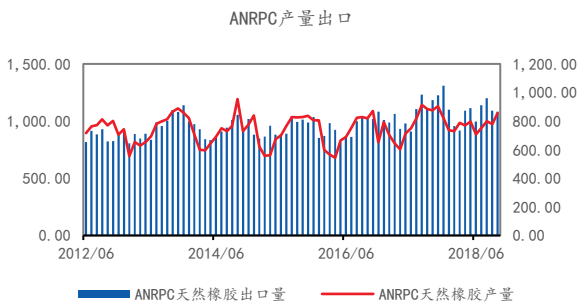
模为 35 万吨。然而彼时橡胶位于下降通道，市场情绪极度悲观，该计划的成效杯水车薪。在目前胶价回暖的市场环境下，顺应趋势的产胶国政策或成为炒作题材。由于全球供应高峰和中国需求放缓，国际橡胶价格长期低迷，但产胶国倾向于将价格波动归咎于投机者。产胶国的联合保价行为多在短期刺激行情的上涨，但无法彻底解决供需矛盾。

图表 27: 天然橡胶现货价格



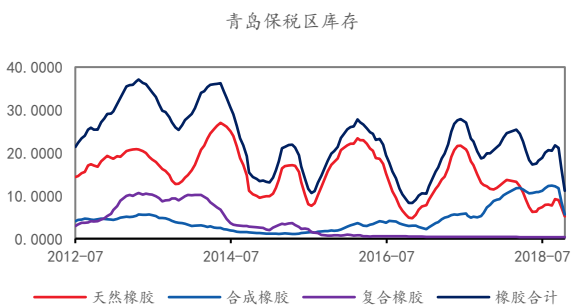
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29: ANRPC 产量出口



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31: 青岛保税区库存



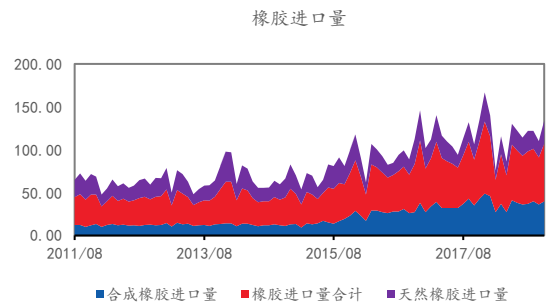
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28: 合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30: 橡胶进口量



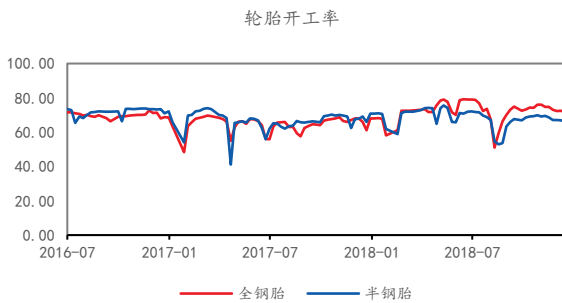
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32: 上期所注册仓单



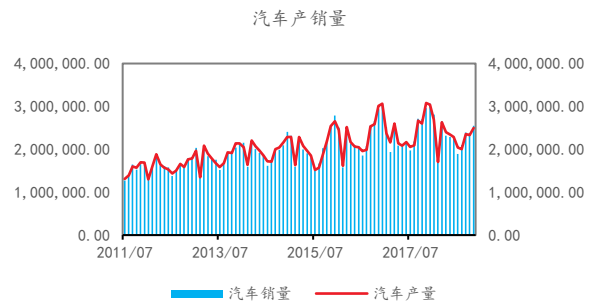
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：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

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。

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。题材炒作的本质是久跌盼涨的市场情绪作用。

在盘面大幅反弹的同时，需要对橡胶的供给弹性具有充分的认识。未来橡胶仍供过于求，库存不断累积，空头市场形态为主。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。橡胶运行在历史性底部，但处在绝对低位，向上空间多于向下。现在正是橡胶品种最黑暗的时候，未来价格重心或将逐步上移，盘面宽幅波动为主，建议依托【12000, 13000】区间高抛低吸。

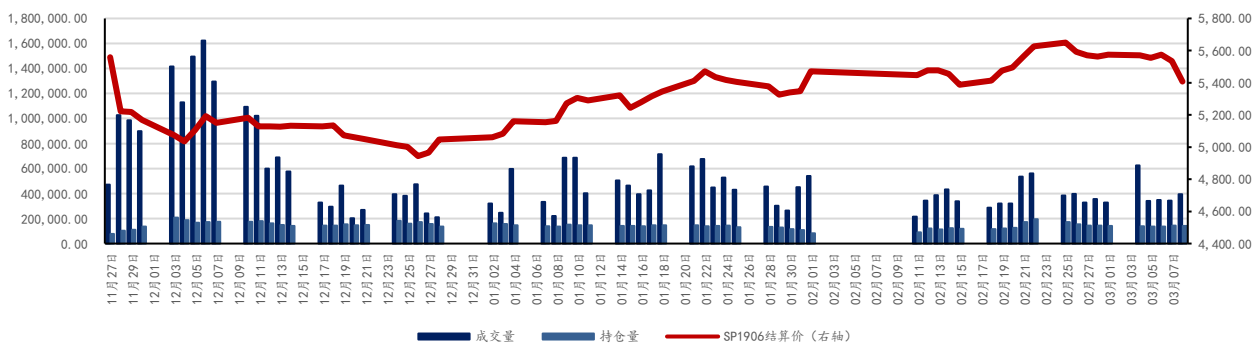
纸浆：下游成交不温不火，期货盘面弱势下探

1 行情回顾

主力合约经过连续震荡后，周四周五出现了连续大幅下探。SP1906 周度下跌 3.36%，SP1909 周度下跌 3.43%。虽然纸浆基本面没有出现大的变化，但是盘面出现顶背离后震荡维持约一周后开始下探。周一主力合约成交量飙升超过 60 万手，接下来几天成交量降温，维持在 30 万手左右。持仓量方面比较稳定，主力合约持仓大约维持在 14 万手左右。

短期内，下游成交不温不火，库存持续累积，盘面走出一波回调。但是，随着时间的推移，新品种的第一次交割存在比较大的不确定性，后期的价格盘面价格走势还是有很大的想象空间的。

图表 35：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 基本面情况

2.1 上游市场：木浆供应充足，现货价格维持平稳

2019 年 1 月，全球木浆发运量 387.74 万吨，环比减少 8.32%，同比减少 2.23%。总体来说，出运量比较平稳。2018 年全年，全球木浆出运量 5101.9 万吨，相比 2017 年的 5059.20 万吨保持平稳。

从品种来看，全球针叶浆和阔叶浆出运量数据出现分化。从 2018 年年中开始，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。2018 年 4 月全球木浆出运量当月同比出现了第一次回落，其中针叶浆的下降速度明显偏大，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%，其中针叶木浆当月出运量同比下降 9.57%，阔叶木浆当月出运量同比下降 8.40%。

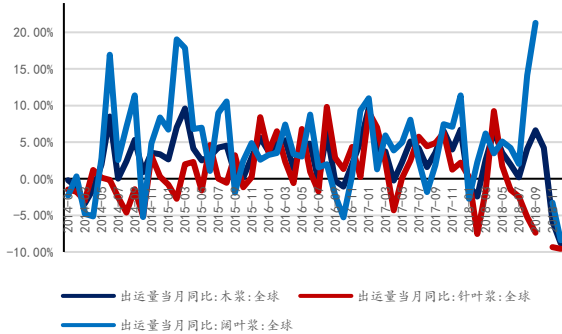
中国 2019 年 1 月木浆进口量 227.40 万吨，环比大幅上升 29%，同比上升 10.28%。1 月木浆进口量的超预期增加，主要来源于阔叶木浆进口量的增加：1 月中国进口阔叶木浆 108.33 万吨，环比上升 41%，同比上升 38.25%；进口针叶木浆 67.50 万吨，环比上升 27%，同比下降 18.92%。

2018 年全年，中国进口木浆共计 2480.40 万吨，相比 2017 年进口量 2372.70 万吨增加了 107.7 万吨。其中，进口阔叶木浆 1128.44 万吨，相比 2017 年增加 81.5 万吨；进口针叶木浆 794.75 万吨，相比 2017 年减少 17.94 万吨。

总体来说，2018 年全年全球木浆出运量保持平稳，国内木浆进口量略有上升，进口量增加主要来源于阔叶浆进口的增加，而针叶浆进口量有所下降。2019 年 1 月，国内木浆进口量大幅飙升

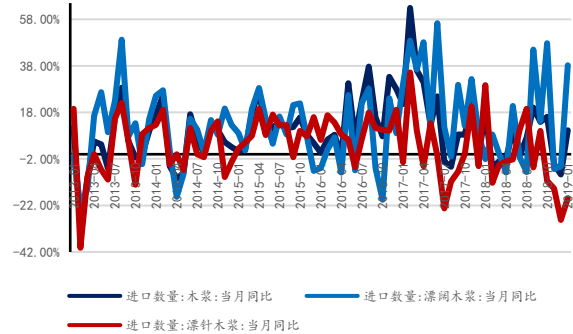
升，针叶和阔叶木浆的进口量环比都出现了明显回升，阔叶浆增幅同比超4成，而针叶浆进口量仍低于去年同期水平。

图表 36：全球木浆出运量当月同比下降，针叶木浆降幅最大



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：中国木浆进口数量当月同比回升



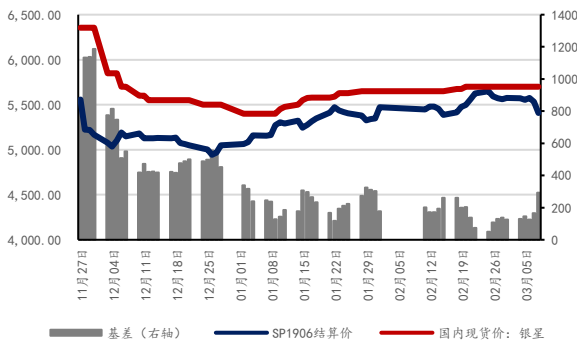
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

国际浆厂公布3月涨价函后，目前国内外木浆现货价格保持稳定。国际价格，加拿大北木 730 美元/吨，加拿大月亮 700 美元/吨，智利银星 710 美元/吨，俄罗斯乌针布针 695 美元/吨。由于各个品牌之间存在一定的价差，而交割时并没有相关的升贴水要求，我们重点关注市场比较便宜的银星和俄针价格走势，银星的海运进口成本接近 5600 元/吨。国内现货价格，加拿大北木 6100 元/吨，加拿大月亮 5800 元/吨，智利银星 5700 元/吨，俄罗斯乌针布针 6650 元/吨。进口利润窗口持续存在。

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/吨一下。上周，现货价格比较平稳，期货价格周四周五出现了较大幅的下探，目前基差在扩大至接近 300 左右。

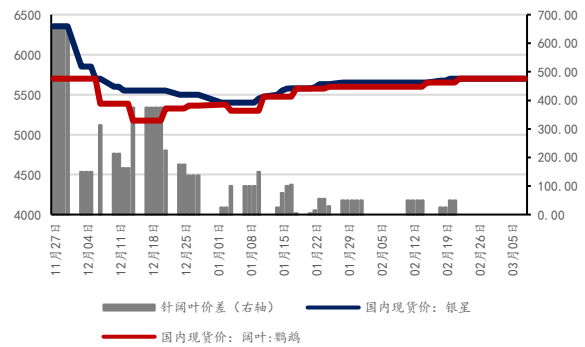
国内漂针浆现货价格的上涨来源于国际浆价的上涨、需求旺季的来临，以及替代浆品的下方支撑力量。用建筑的方式类比各个纸浆品种的作用的话，漂针浆类似于建筑中的钢筋结构，而漂阔浆类似于建筑中的混凝土，彼此间不可或缺但又有所替代。一般来说面巾纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是 3:7，当漂针浆价格过高时，这一比例有可能调整到 2:8。目前，市场上漂阔浆现货价格上涨至 5700 元/吨左右，与漂针浆中银星的价格一致，是支撑漂针浆价格止跌反弹的下方力量。国内针阔叶现货价差的变动情况。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，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，国内漂针浆现货价格继续走高。

图表 38：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

图表 39：国内针阔叶价差变化情况



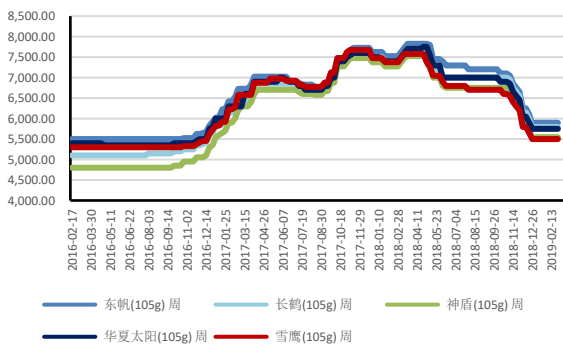
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2.2 下游市场：各类纸种维持涨价，终端消费不温不火

随着纸浆价格的上涨，下游纸厂生产利润不断受到挤压，涨价意愿强烈，叠加3月的消费旺季，各大纸厂涨价函不断，涨价品种覆盖各个纸品种类。2月底的纸厂的统一涨价函基本奠定了3月涨价200的主基调，纸厂成本居高不下，前期的大跌导致效益大幅下降成为涨价的内在动因，继续白卡、文化纸普遍3月提价背景下，静电复印纸接力涨价，亚太森博、华泰、晨鸣、江河发布3月1日起上涨200元/吨。但从市场需求情况看，终端消费仍表现不温不火，需求能否配合价格上扬的持续落实存在不确定性。

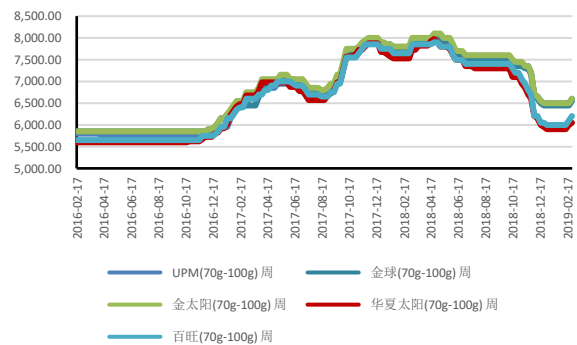
截止3月6日，万得资讯显示国内铜版纸均价维持稳定，双胶纸继续出现50-100元/吨左右的上涨，白板纸价格走平，白卡纸出现100-200元/吨的反弹。

图表 40：国内铜版纸均价走平



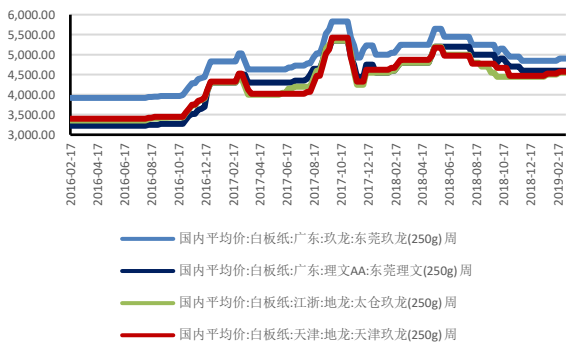
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：国内双胶纸均价出现反弹



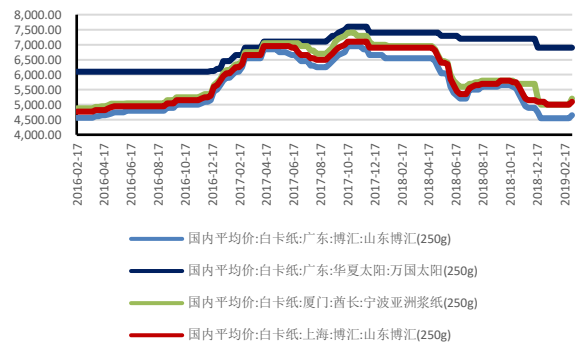
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：国内白板纸平均价平稳



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：国内白卡纸平均价反弹



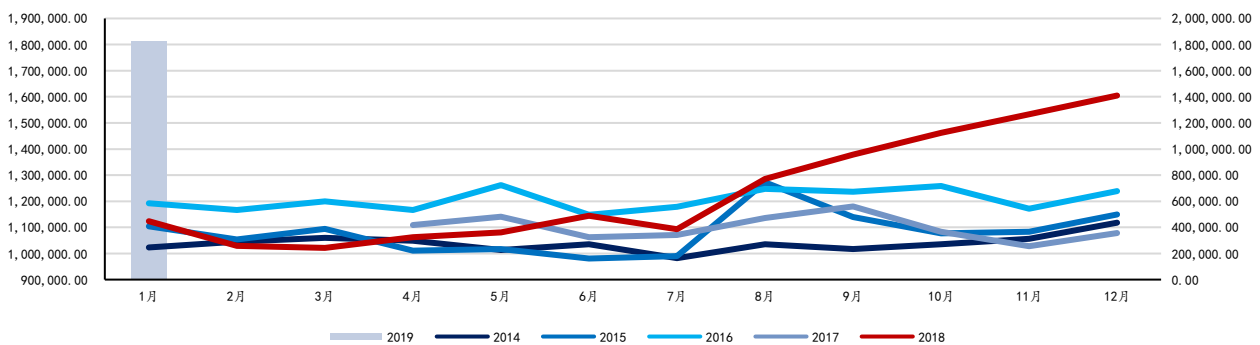
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2.3 库存情况：1月全球纸浆库存同比大幅飙升62.49%。

万得资讯数据显示，2019年1月全球木浆港口库存大幅上涨至182.55万吨，环比上涨13.75%，同比大幅飙升62.49%。截止1月末，全球木浆库存天数52天，较上月增加8天；其中针叶木浆库存天数41天，与上月持平；阔叶木浆库存天数47天，较上月增加16天。

2月末，国内主要港口和地区纸浆库存196.65万吨，环比上升17.75%。青岛港纸浆库存约115万吨环比上升13.86%，常熟港库存约69.7万吨环比增加0.16%，保定总库存950车环比减少0.15%。

图表 44：全球木浆港口库存大幅飙升



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

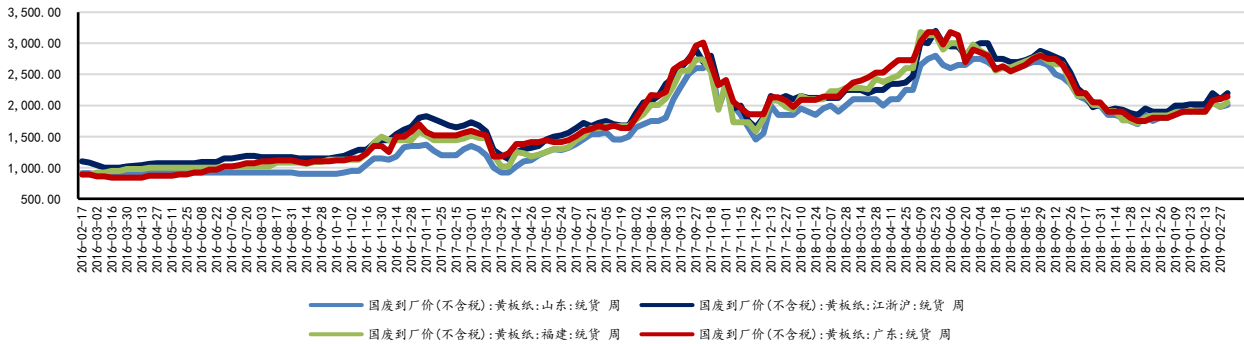
2.4 废纸市场：第四批外废审批数量公布，核定进口总量低于万吨

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。2018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。2018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。2月19日，中国固废管理网发布2019年度第四批次外废进口申请明细表。本批次仅江苏富星纸业有限公司1家纸企获批，核定进口总量为9720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。

2018年底，国废到厂价开始触底反弹。3月5日、6日，玖龙、山鹰、理文等全国40家纸厂上调废纸收购价20-120元/吨。近日国废黄板纸价格稳中有升，市场继续上调，国废近期迎涨价潮。迫于成本压力，预计原纸价格也将有几次小幅上涨，累计涨幅在200-300元之间。万得资讯显示截止3月6日，黄板纸价格较上周上涨30-100元/吨。国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 45：黄板纸价格反弹



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 总结与建议

目前全球木浆出运量平稳，国内1月木浆进口量大幅飙升，木浆供应充足。下游纸厂利润受到挤压，3月各纸品涨价函依然不断，但是下游成交情况依然不温不火。供应充足，需求不旺的情况下，库存压力继续累积。1月全球木浆港口库存同比上升62%，国内2月主要港口地区木浆库存继续增加。国内环保要求日益严峻，固废进口量大幅下降。价格方面国内外木浆现货价格维持稳定，考虑进口成本和替代阔叶浆价格，预计针叶浆现货价格下行空间有限。万得资讯显示截至3月6日，铜版纸均价维持稳定，双胶纸继续出现50-100元/吨左右的上涨，白板纸价格走平，白卡纸出现100-200元/吨的反弹。固废进口量的下降，持续推升黄板纸价格反弹。期货盘面顶背离后出现了明显回调，短期盘面维持弱势，建议离场观望。

油脂油料：美豆弱勢回落，菜油強勢攀升

1 外部豆类市场分析

美豆出口不及预期，市场看涨动力不足

本周，中美高层均表示中美贸易谈判已经取得实质性成果，市场对中美最终达成贸易协议的预期更趋乐观。美国农业部周四公布的美豆出口销售报告显示，截止2月28日，美豆出口销售净增38.34万吨，远低于此前市场预估的60-115万吨，其中向中国出口销售净增14.63万吨。从出口销售报告中可以看出，截至2月28日，2018/19年度美国累计销售大豆3927.03万吨，去年同期为4800.50万吨，同比降幅为18.2%；美国大豆累计装船量为2655.78万吨，去年同期为3876.71万吨，同比下降31.49%。截至2月28日，中国累计购买美国大豆948.6万吨，较去年同期减少1820.62万吨，降幅为65.747%；中国累计装船数量为369.05万吨，较去年同期减少2145.96万吨，降幅为85%。由此可见，中国对美国大豆进口的大幅减少是导致美豆出口下降的主要原因。

中方曾在2月份举行的中美高级别贸易谈判中承诺增加采购1000万吨美国大豆，中国何时采购以及采购数量将直接影响到美豆库存，因而备受各方关注，但本次报告中美豆对华出口数据并不理想，市场开始担心即使中美大豆贸易恢复正常，美豆库存过剩状态也难以缓解。市场对未来美豆看涨信心不足，900美分关口的支撑性受到考验。

2 国内油脂油料市场分析

进口加拿大菜籽受限，粕类市场止跌回升

本周，针对市场热议的中国限制加拿大菜籽进口的消息得到了中国外交部的证实。外交部发言人表示，近期中国海关多次在从加拿大进口的油菜籽中检出了危险性的有害生物。其中一家企业出口的油菜籽检验问题尤为严重，中国海关根据法律法规和国际惯例，做出了暂停进口的决定，这完全是合情合理合法的。中国对进口加拿大菜籽采取限制措施，国内菜籽类商品迅速止跌反弹，继上周菜粕强势大涨后，本周资金转向菜籽油，菜油5月合约周度涨幅超5%，并成功带动豆粕市场止跌回升。

据中国海关的发布的数据显示，2018年中国共进口油菜籽475.6万吨，其中加拿大菜籽占比为93%；2018年中国共进口菜籽粕130.28万吨，加拿大菜粕占比98%；2018年中国共进口菜籽油126.47万吨，其中进口加拿大菜油109.84万吨，占比86.85%。由此可见，加拿大生产的菜籽类商品在中国进口的同类商品中占有绝对地位，加拿大菜籽类商品无法对华出口，必然对国内相关商品的供需格局造成重要影响，就不难理解国内菜籽类商品逆势保障的原因。

油脂基本面分化，菜油强势大涨

受菜籽类商品大幅反弹影响，本周国内豆粕市场震荡回升弱势有所缓解。2018年中国菜粕总消费量大约470万吨，而2018年国内豆粕消费量约为7250万吨，菜粕在国内蛋白粕中的地位远不及豆粕，并且近些年豆粕对菜粕的替代效应明显增强。因此，在国内豆粕市场持续受需求拖累下，菜粕即使供应受限也不会影响国内蛋白粕供应宽松的大格局，无法扭转豆粕市场自身的弱势。此外，菜油市场本周大幅飙升，除了受到利多题材刺激外，也与菜油在国内三大油脂中库存压力最小有关。经过连续多年的去库存化操作，国内临储菜油已经全部抛出，企业的菜油库存业处于低位。而豆油和棕榈油则继续受到供应压力的严峻考验，在短暂被动跟涨后，很快冲高回落，重返基本面指引的方向中来。

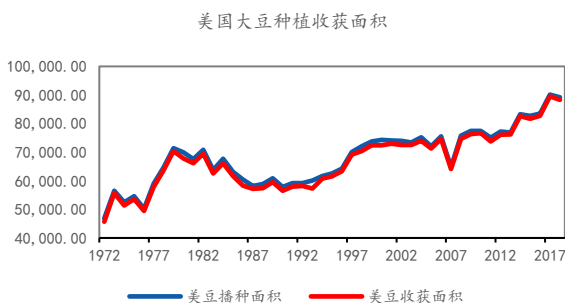
3 油脂油料市场操作建议

美豆出口不及预期，巨大的库存压力下 CBOT 大豆市场回落至 900 美分关口，接下来的中美贸易谈判结果及中方对美大豆贸易政策将是影响美豆走向的关键。巴西大豆收割进度过半，阿根廷丰产前景持续强化，南美大豆遭遇恶劣天气影响产量的可能性继续降低，新的供应压力逐渐由预期变成现实。美豆除了要面对自身库存压力外，还要同南美大豆展开更激烈的竞争。全球大豆市场处于供应宽松的大环境之中，豆类价格整体承受较大反弹阻力。中加关系紧绷，国内菜籽类商品继续消化进口加拿大菜籽受限的利好题材，政治与经济因素交织为资金炒作菜籽类商品提供机会，短期强势仍有望持续。豆粕市场虽在菜粕带动下止跌回升，但低迷的需求现状导致市场反弹力度有限。本周广西贵港报告发生非洲猪瘟疫情，疫情防控工作任重而道远，豆粕市场在供需双重压力打击下很难大幅度反弹，一旦菜粕炒作题材弱化，不排除豆粕价格重新走弱的可能。油脂板块走势分化，菜籽油短期涨幅过大需防范调整风险。豆油和棕榈油仍承受供应压力而保持震荡特征。

操作上，建议投资者关注中美贸易谈判的相关消息，豆粕空单可适量减持并等待新空机会，或持有买菜粕卖豆粕的套利头寸。油脂板块同样宜采取买强卖弱的套利操作，菜油单边多单注意防范回调风险，豆油和棕榈油可短线思路顺势参与。大豆期货反弹乏力，维持低位震荡走势，可继续保持观望思路。

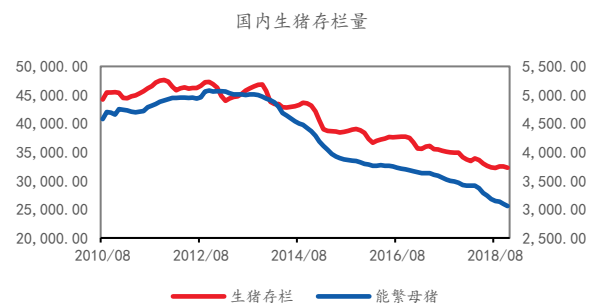
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



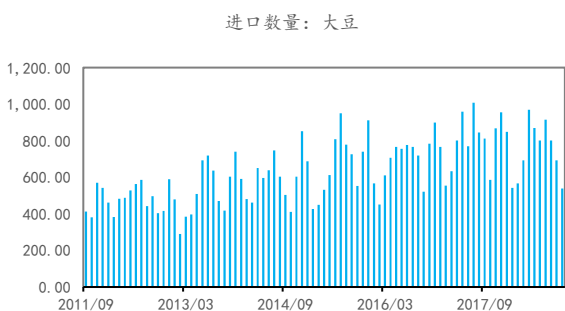
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



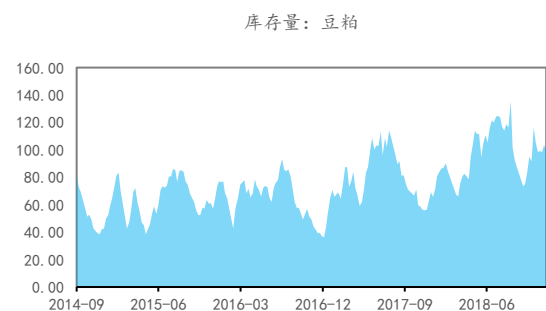
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：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

Green Pool 认为 2019/20 年度全球糖市料供应短缺 136 万吨

分析机构 Green Pool 在 2019/20 年度的首份预估中称，全球糖市有望出现供应短缺 136 万吨（原糖值）。其同样调降 2018/19 年度全球供应过剩预估，从之前的 360 万吨降至 264 万吨。该机构表示，2017/18 年度为供应过剩 1,960 万吨。Green Pool 表示，糖市在过剩仅持续两年后就转为短缺“很不寻常”，但指出去年糖价大幅挫跌至生产成本下方限制产量。2019/20 年度供应短缺的预估大体是由于泰国、巴基斯坦和印度产量预计减少。Green Pool 预计，印度 2019/20 年度糖产量为 2950 万吨。

ISO 预测 2018/19 年度全球糖市过剩量下调至 64.1 万吨

国际糖业组织 (ISO) 周四发布报告称，全球 2018/19 年度糖市供应过剩量预计为 64.10 万吨，低于之前预估的 217 万吨。该组织表示，过剩缩小主要是由于巴西和欧盟的糖产量被下调，盖过了泰国产量上调的影响。全球 2018/19 年度糖产量预计在 1.7868 亿吨，低于之前预估的 1.8049 亿吨。ISO 表示，将巴西糖产量预估下调 135 万吨，欧洲产量预估下修 80 万吨，泰国糖产量前景则被上调 80 万吨。印度糖产量预估维持在 3,200 万吨不变，但 ISO 表示，如果我们的预测被证明是过于乐观，那么印度实际产量下滑将对全球糖市格局产生严重影响。”

印度 18/19 榨季糖出口量达 220 万吨

印度一家贸易机构周四表示，自去年 10 月 1 日开始的当前销售年度以来，印度糖厂已签订 220 万吨糖出口合同，其中已发运量略高于 100 万吨。全印度糖业协会会长 Praful Vithalani 表示，到目前为止，印度出口的原糖和白糖数量几乎相当，其中孟加拉国、斯里兰卡和索马里是三个主要出口地。

印度下榨季糖产量或跌至 3 年低位

本榨季与巴西争夺全球最大糖产国地位的印度，糖产量或在下榨季降至 3 年来的最低水平，主要因西部一些主产区的干旱天气导致甘蔗种植缩减。全印度合作糖厂联合会常务董事 Prakash Naiknavare 表示，在今年 10 月 1 日开始的榨季，印度糖产量可能会从本榨季预估的 3,150 万吨下滑至不足 3,000 万吨。根据印度糖厂协会 (Indian Sugar Mills Association) 的数据，印度 2017-18 榨季的糖产量达到创纪录的 3,250 万吨。

中国 18/19 榨季糖产量为 1040 万吨

2 月广西继续是集中压榨期糖厂加快压榨的话预计甘蔗开花对产量影响不大。广西产量影响关键产糖率，数据统计 1 月底广西产糖率 11.10%，同比下降 0.29 个百分点，目前已经是甘蔗成熟稳定期糖分不会出现增加，产糖率下降，广西 18/19 榨季产量预计难以达到糖会上预计的 610 万，预计 580-600 万吨左右。甜菜糖方面，新疆、内蒙糖厂陆续收榨，18/19 榨季新疆糖产量可能达不到全国糖会预估的 54 万吨，估计在 51 万吨左右，内蒙产量预计 67 万吨左右。其余产区暂时按照糖会预计的产量，那么 18/19 榨季全国产量预计在 1026-1046 万吨左右，17/18 榨季全国产量 1031 万吨。

2 综合分析

本周外糖连续下跌，国内市场跟随下跌，后期依然处于震荡筑底过程之中。供应端，机构预期今年糖出现缺口。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。国储库存维持在 500 万吨高位。国内目前供应宽松，需求乏力。

操作上，因国内临储政策托底以及今年将严查原糖走私活动，预计未来糖价呈现震荡上扬的态势，国内目前处于压榨末期，价格压力依然较大。而印度国内库存偏高，全球糖价承压。在二三季度预期全球出现灾害性天气，市场可能提前反应。因此，一二季度选择低点入场较为合适，若未来出现二次探底走势，多单可以大胆介入。下半年维持多头操作思路。预计未来3月至12月份SR1909波动区间为（4800，6200）。套利方面，维持近弱远强的判断，注意合约之间的反套机会。

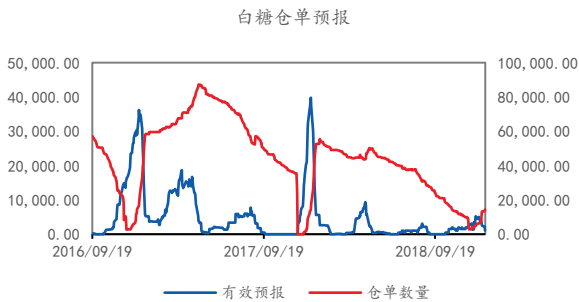
3 白糖市场主要数据

图表 50：白糖期货结算价格



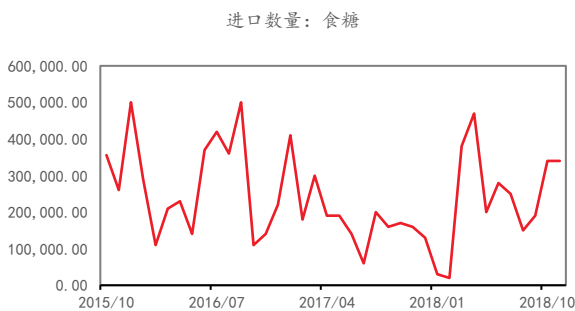
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：白糖仓单预报



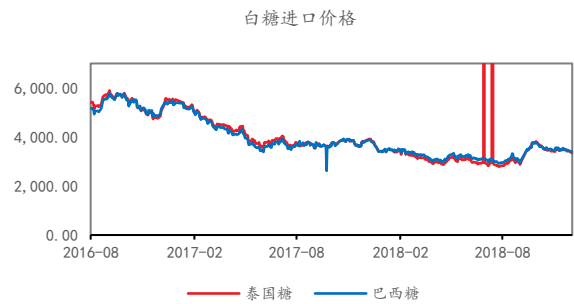
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54：白糖月度进口量



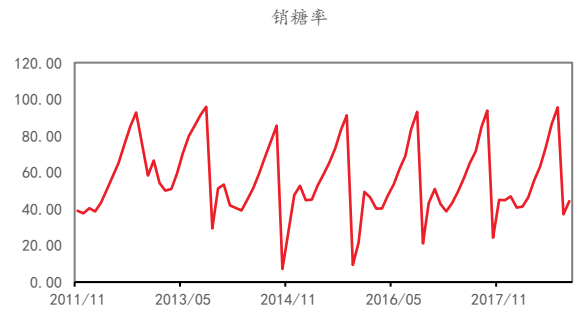
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：白糖进口价格



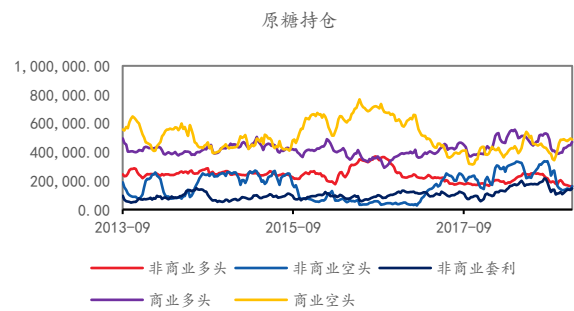
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53：白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：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