

## 中投期货策略周报 (2019年第13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:** 美国3月数据相对偏弱,但是欧股四连涨,泛欧股指创近八个月新高,意大利股指进入牛市;标普五连涨,携纳指均创六个月盘中新高。从北京和上海的房地产成交数据显示,3月份二手房成交量自冰点暴增。自美联储结束加息后的新一轮全球货币宽松以来,全球风险资产价格再度迎来大涨,期货市场中基本面较好的品种(如铁矿石),或者短期供需关系受到影响品种(如锌)率先出现走强迹象,考虑到以美股为代表的风险资产价格即将创出新高,目前不适合追寻市场的做空机会,而更应多关注做多机会,尤其是基本面相对平衡或偏好的品种,获得溢价的可能性更大。

**股指期货:** 沪指站稳3200点,两市成交量依然在万亿之上,市场情绪极度亢奋。考虑到市场自我强化上涨的过程已经形成,且从估值修复到泡沫化的阶段是上涨最为凌厉,空间最大的部分,建议继续持有多单或者寻求逢低做多的机会,建议淡化宏观以及企业盈利等基本面因素。在市场没有转向之前忌讳猜顶,风险偏好较低的投资者可等待调整后的买入机会。

**铜:** 因宏观氛围出现好转,中美贸易摩擦有所缓和,国外精炼铜产能的干扰,包括印度冶炼厂复产在最高法院受阻,加上印尼铜矿收缩,供应受到干扰,产量受到限制,且铜TC/RC费用下行,也预示铜矿供应的收紧。精炼铜供应收缩预期加剧,叠加全球铜显性库存仍处于历史相对低位,预计铜价将维持高位震荡,待消费端进一步明朗。

**锌:** 澳大利亚受飓风影响暂停锌矿开采及运输,近期国际国内锌市利好消息不断,虽不能根本性改变锌市供需关系,但仍加大了锌市后市上涨速度和势头。锌锭市场供给缺口仍存,锌冶炼瓶颈短期仍难以突破,以及由于全球库存增量有限,市场担忧有逼仓行情,预计锌价或有阶段性反弹可能,谨慎乐观。

**黑色金属:** 钢材供应延续回升,需求后期边际走弱,4月中下旬现货下行压力较大,可考虑高位抛空。铁矿石仍受矿难及飓风发酵影响,价格维持震荡偏强。焦炭基本面弱势难改,短期出现升水,存在套保盘抛压。套利方面可考虑远月多铁矿空螺纹。

**聚酯化纤:** 综合来看,成本端对于现货的支撑有逐步减弱的倾向,下游聚酯的开工率提升,长期对于PTA的需求有提振。在目前现货库存偏低的情况下,PTA装置对于现货价格的影响将会是近期核心因素。预计近期PTA价格以震荡偏强走势为主,远期贴水幅度预计尚存上升空间,但是空间不大。MEG价格短期内还是以震荡偏弱走势为主,操作上以逢高沽空为主。

**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。建议波段思路为主,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:** 在经历了连续阴跌后,上周期货盘面出现止跌反弹,目前基差已得到修复,短期或遇到一定的上行阻力。中长期看,需要考虑逼仓风险、阔叶木浆价格的支撑作用,以及中加关系可能存在的风险。纸浆仍存在继续反弹空间,反弹高度取决于需求改善情况。

**油脂油料:** 操作上,建议投资者继续关注中美贸易谈判的相关消息,豆粕市场仍未出现明显止跌条件,可短线适当参与,长线抄底做多仍需谨慎。大豆期货受主产区加大补贴力度和种植面积预增及进口大豆价格连续走低等因素影响仍未停止下跌,但下方空间将受限,交易机会并不明显,宜观望思路对待。油脂板块宜区别对待,豆油和棕榈油可等待机会再度进场抛空,菜籽油做空需谨慎。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 4 -
周度策略：美股逼近再度回升至历史高位 风险资产强势反弹 .....	- 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 短期经济企稳 但可能还有低点 .....	- 6 -
3 流动性：流动性充裕 逆回购连续 11 天缺席 .....	- 7 -
4 商品市场策略 .....	- 7 -
5 股指期货市场分析 .....	- 7 -
铜：铜矿供应受限，期铜有上行空间 .....	- 10 -
1 基本面分析 .....	- 10 -
2 结论：高位震荡 .....	- 11 -
3 铜期货现货数据 .....	- 11 -
锌：谨慎乐观 .....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 锌：谨慎乐观 .....	- 14 -
3 锌期货现货数据 .....	- 14 -
黑色金属 .....	- 15 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 15 -
2 供需端：供应延续回升，降税提振需求，去库存加速 .....	- 15 -
3 原料端：铁矿石延续强势，焦炭弱势基本面难改 .....	- 16 -
4 总结与建议 .....	- 18 -
聚酯化纤：检修消息频发 供应不确定带动价格波动 .....	- 19 -
1 走势回顾 .....	- 19 -
2 基本面分析 .....	- 19 -
3 综合分析 .....	- 20 -
天然橡胶 .....	- 21 -
1 行情回顾 .....	- 21 -
2 基本分析 .....	- 21 -
3 内在逻辑 .....	- 25 -
4 总结建议 .....	- 25 -
纸浆：盘面存在止跌企稳迹象，持续关注需求改善情况 .....	- 27 -
1 行情回顾 .....	- 27 -
2 基本面情况 .....	- 27 -
3 总结与建议 .....	- 31 -

---

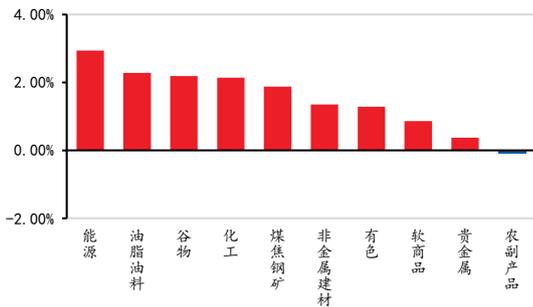
油脂油料：美豆止跌回升，连豆市场整体反弹 .....	- 34 -
1 外部豆类市场分析 .....	- 34 -
2 国内油脂油料市场分析 .....	- 34 -
3 油脂油料市场操作建议 .....	- 35 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 35 -
免责条款 .....	- 36 -

## 期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
鸡蛋	铁矿石	棉花	豆油	热轧卷板	强麦	原油	沥青	动力煤	线材
22.64	10.71	3.82	3.78	3.75	3.65	3.58	3.54	3.40	3.36

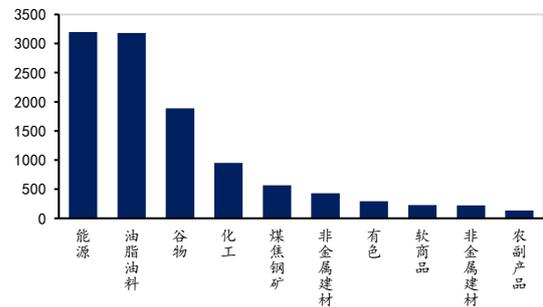
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
螺纹钢	晚籼稻	纤维板	胶合板	锰硅	黄金	粳稻	硅铁	玻璃	豆一
-3.57	-1.16	-1.05	-0.74	-0.73	-0.19	-0.11	-0.10	-0.08	0.09

图表 1: 商品板块周涨跌幅



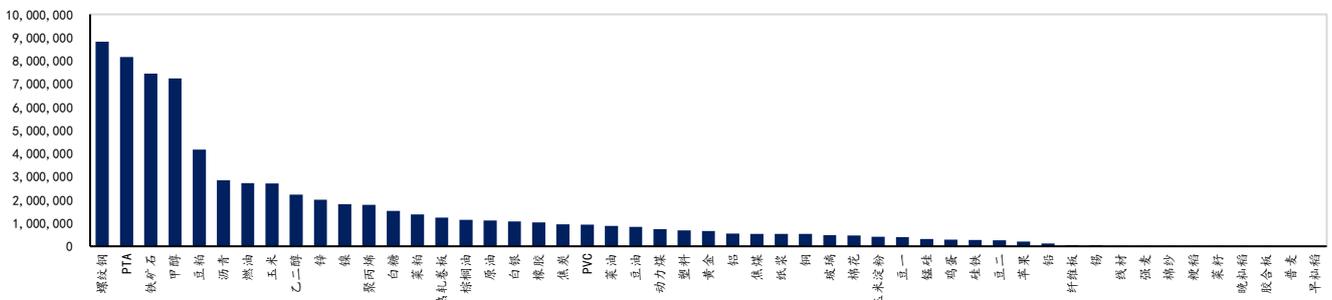
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



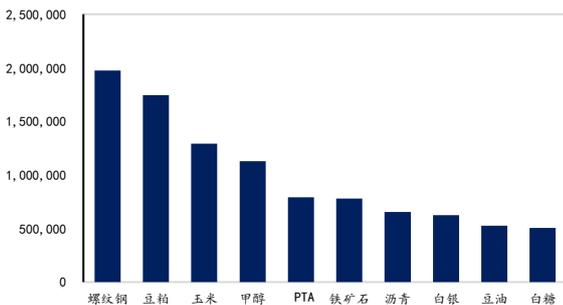
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



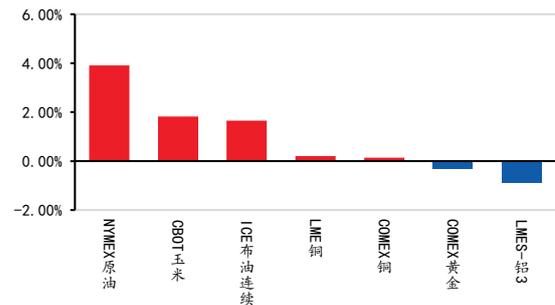
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：美股逼近再度回升至历史高位 风险资产强势反弹

本周市场走势强劲，基本面稍好的品种都出现了明显的大涨，铁矿石暴涨近9%，接近600元整数关口，基本面较好的锌、PVC等品种强势反弹，其他品种也普遍反弹。对于本周的上涨行情，主要原因是全球股市几乎联袂迈入技术性牛市，带来的市场风险偏好急剧回升。

特朗普一周三次炮轰鲍威尔，创造了美国历史记录，在上周的三场会议上，特朗普指责美联储和鲍威尔，称若不是因为美联储之前的加息，美国的经济产出和股市应该更高，预算赤字的升幅也不会这么大。他同时还指责美财政部长姆努钦向他推荐鲍威尔担任美联储主席。3月28日，美国商务部发布的数据显示美国四季度实际GDP年化季环比终值2.2%，较初值2.6%有所回落，略不及预期2.3%。就全年数据来看，美国2018年经济增速为2.9%，为2015年以来最高，但略低于特朗普政府设定的3%的年度目标，数据公布后，美白宫经济顾问库德洛称，美联储应该立刻降息50个基点。库德洛表示，很想看到美联储下调隔夜基金利率，美联储不应该将隔夜利率设定超过2%。

从鲍威尔的角度看，他仍然保持了相对独立的立场。鲍威尔表示当前美国经济增长面临全球经济增长放缓、英国“脱欧”、贸易局势等带来的风险，美联储有必要对加息采取耐心观望的态度，且多次提及“耐心”一词。鲍威尔上任后进行了一系列调整，周旋于国会和投资者之间，来保全美联储的独立性。法律规定美联储主席需每年两次分别在国会两院出席听证会，不过鲍威尔上任一年期间，他参加了四次国会听证会，比前任主席多了一倍。鲍威尔向国会议员示好没有党派之分，他需要说服议员，暂缓加息与白宫的压力无关。在3月10日播出的CBS节目中，鲍威尔还对“总统是否能解雇你”做出了回应，他表示，“法律明确我有四年的任期，而我也有意任满。”因此，我们暂时支持美联储有独立性的观点。

在特朗普亲自督导下，美股在今年一季度迎来暴涨。在刚刚过去的第一季度，美股不仅创下了近十年来的最大季度涨幅，还录得自1998年以来的最佳年度开局表现，一扫去年四季度的阴霾。标普500指数在一季度累计上涨了13.1%，对全球贸易较为敏感的道指上涨11.2%，纳指上涨16.5%，小盘股指数罗素2000上涨14.2%。

全球央行对于货币政策的宽松态度是股市牛气冲天的重要原因，贸易局势的缓和也起到了支撑作用。

3月以来，美联储和欧央行转为强鸽，美联储预计年内不会加息，并将提前结束缩表；欧央行同样预计年内不会加息，并推出了新一轮定向长期再融资操作。此外，美联储和欧央行双双下调各自经济预期。往后看，近期市场对于美联储降息和重新扩表的预期逐渐升温，中国则年内再降准和“降息”可期，轮紧缩周期大概率已告终结，全球流动性已经重回宽松。

我们一直认为，此轮全球宽松，创造了人类史5000年的新纪录，如此庞大的流动性，要么催生通胀，要么制造资产泡沫，从全球股市、地产和避险资产等品种走势，我们认为，风险资产仍是当前阶段最为受益的，不排除商品跟随美股出现溢价上的回升。

美国3月小非农ADP新增就业和ISM非制造业指数均创一年半新低，但是欧股四连涨，泛欧股指创近八个月新高，意大利股指进入牛市；标普五连涨，携纳指均创六个月盘中新高。从北京和上海的房地产成交数据显示，3月份二手房成交量自冰点暴增。自美联储结束加息后的新一轮全球货币宽松以来，全球风险资产价格再度迎来大涨，期货市场中基本面较好的品种（如铁矿石），或者短期供需关系受到影响品种（如锌）率先出现走强迹象，考虑到以美股为代表的风险资产价格即将创出新高，目前不适合追寻市场的做空机会，而更应多关注做多机会，尤其是基本面相对平衡或偏好的品种，获得溢价的可能性更大。

## 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	4月4日	北京：共有产权房入学政策与普通商品房一视同仁	京市教委明确，共有产权房住房的入学政策与其他商品房一致，不会出现“差别对待”。	整体看，房地产调控有松绑迹象
	4月1日	国务院对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税	为落实中美两国元首阿根廷会晤共识，继续为双方经贸磋商创造良好氛围，根据《中华人民共和国对外贸易法》、《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。	贸易谈判取得较大进展概率较大
数据	4月4日	美国3月小非农ADP新增就业和ISM非制造业指数均创一年半新低	美国3月ADP就业新增12.9万人创2017年9月以来新低。	牛市中，就业数据不好反而是利好
	4月3日	美国2月耐用品订单环比下跌1.6%，同比增速创16个月新低	美国2月耐用品订单增速4个月来第三次下滑，同比增速创2017年以来最低水平	美国近期经济数据相对较弱
事件	4月5日	股指期货限仓可能回归正常	证监会期货监管部处长焦增军在香港某会议上作了报告。其中提到，中国计划放松对股指期货的限制，计划包括：恢复股指期货的正常交易；向外国投资者开放现有的股指期货。证监会拟允许社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）参与期货市场	期指今年回归正常的可能性比较大

资料来源：中投期货研究所

### 2 短期经济企稳 但可能还有低点

在春节错位的影响下，3月经济数据呈现供需双双改善的格局。生产端，工业生产有望自1-2月的低位回升至6%左右；外需方面，尽管美欧日制造业PMI进入“比差”模式、韩国出口连续4个月负增长，显示外需的走弱仅仅只是“开场”，但春节错位的扰动下3月出口大概率转正；内需方面，以专项债为主的积极财政继续发力，基建增速有望进一步提速；制造业投资在基数走弱的支撑下也有望保持平稳；前期新开工高增和期房交付约束下，地产施工也有望延续高增。基本面的回升也得到了金融和价格数据的印证，预计3月表内信贷同比小幅改善达到1.3万亿左右；主要大宗价格边际改善，预计PPI同比小幅回升至0.4%左右。

3 月经济数据显著改善的背后，(1) 有季节性规律的作用——节后生产的自然修复、下游开工旺季的到来，而春节的错位显著夸大了经济动能超季节性回升的力度（去年春节对数据的拖累部分体现在 3 月，而今年主要体现在 2 月）；(2) 有积极财政发力下的基建企稳回升和地产施工的持续改善。尽管数据好转背后有扰动，但短期经济景气度环比边际回升确认，财政支出加快、减税降费等稳增长政策落地，4 月份微观数据也有望进一步改善。

展望后市，认为(1) 综合来看一季度工业生产累计增速预计在 5.5%-5.6%左右，经济仍在寻底，预计一季度实际 GDP 增速回落至 6.2%附近；(2) 2019 年财政节奏显著前倾，本轮防风险约束下的稳增长难以带动地方政府加杠杆的跟随效应，提示关注财政后劲不足和高基数下经济在年中的二次回落，从而触发市场在年中时点对于宏观动能的再审视；(3) 短期经济数据的好转并非经济趋势性反弹的信号，经济的企稳最快要到下半年才能看到。

对于后续经济企稳的追踪与观测，认为 M1 作为连接经济与资本市场的有效指标之一，其指征意义有较强参考性。作为企业真实活跃度修复的领先指标——M1 领先产成品库存、领先 PPI 同比 9-12 个月；作为资本市场对库存周期定价的约同步指标，M1 与上证综指、周期板块超额收益走势存在基本同步映射关系。

### 3 流动性：流动性充裕 逆回购连续 11 天缺席

4 月 3 日，中国人民银行发布公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，当日不开展逆回购操作。自 3 月 20 日以来，中国人民银行已连续 11 个工作日暂停逆回购操作。

就央行逆回购持续暂停的原因，一方面在于当前市场利率波动范围仍在央行政策目标之内，资金面总体上并未偏离合理充裕状态。另一方面，央行此举也有助于防范市场主体形成流动性幻觉。年后一段时期市场利率曾持续低于政策指导利率，一些金融机构有可能形成单边流动性宽松预期，放松流动性风险管理。

当前流动性极度宽裕，央行暂停逆回购，主要原因是前期宽松的货币政策，释放了大量流动性，通过暂停逆回购的方式回收流动性也是合理之策。另外，最近一段时间，央行公开市场到期资金规模不大，央行进行逆回购操作必要性也不大。当前，央行的货币政策将以稳为主，同时将密切跟踪当前经济形势的走势，既要保证流动性的合理充裕，又要防止“大水漫灌”。

利率方面，近期货币市场利率下行是央行逆回购暂停的主要原因，由于货币政策整体趋于宽松，市场短期流动性较为充沛，同时市场利率期限结构也较为合理，在不采取“大水漫灌”政策的总体原则下，央行暂停流动性投放是谨慎和合适的。

从目前看，排除逆回购和 MLF 到期对冲的因素，只要市场利率不出现较大幅度上升，央行会继续暂停逆回购。原因在于，从货币政策传导以及降低实体经济融资成本的目的考虑，公开市场操作的作用有限，央行降准降息的作用更为显著，公开市场操作在准备金率和基准利率的基础上才能发挥作用。

### 4 商品市场策略

美国 3 月数据相对偏弱，但是欧股四连涨，泛欧股指创近八个月新高，意大利股指进入牛市；标普五连涨，携纳指均创六个月盘中新高。从北京和上海的房地产成交数据显示，3 月份二手房成交量自冰点暴增。自美联储结束加息后的新一轮全球货币宽松以来，全球风险资产价格再度迎来大涨，期货市场中基本面较好的品种（如铁矿石），或者短期供需关系受到影响品种（如锌）率先出现走强迹象，考虑到以美股为代表的风险资产价格即将创出新高，目前不适合追寻市场的做空机会，而更应多关注做多机会，尤其是基本面相对平衡或偏好的品种，获得溢价的可能性更大。

### 5 股指期货市场分析

## 指数延续大涨态势

本周指数再度大涨，在蓝筹股的带领下，沪指大涨5%，中小板大涨4.46%，创业板大涨4.94%。中小板指数出现了夸张的12连阳的走势。

今年一季度以来指数的涨幅，已经超过去年全年的跌幅，大盘正式进入牛市

市场正式从估值修复行情迈入泡沫化阶段。年初两个半月的快速修复行情，已对货币政策宽松、资本市场改革、中美经贸关系等内外预期改善已作出较为充分反应，风险偏好已修复至历史均值上方。近期压制市场风险偏好两大因素，但是在流动性宽松和赚钱效应面前仍不值一提：一是全球经济下行担忧升温；二是欧弱美强下美元阶段走强，新兴市场一般与美元指数呈现强负相关性，但极度宽松的流动性抵消了这一不利因素的影响。

两融余额从1月1日的7564亿元持续回落，并于2月1日达到年内最低值7170亿元。然而春节过后，两融余额一改颓势，表现出明显的强势上涨态势，并从2月11日的7226亿元涨至3月28日的9200亿元，累计增长1974亿元。

与此同时，从融资净买入额来看，在春节假期后的34个交易日中(2月11日至3月28日)，融资净买入额累计达到2004.91亿元，其中，有29个交易日为融资净买入，仅有5个交易日为融资净偿还。

北向资金3月份成交额从2月份的6021亿骤增至1.15万亿元，但3月份净流入从2月份的600多亿骤降至43.56亿。在交易额几乎倍增的情况下，净流入断崖式下降不排除大涨后北向资金开始做短线的可能。

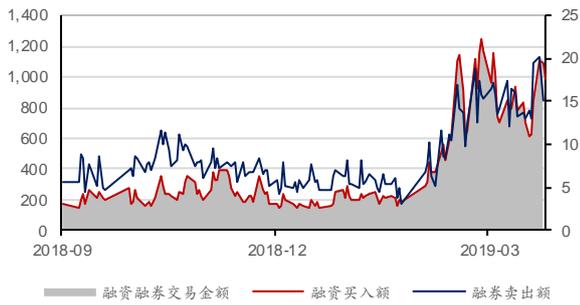
## 继续持有单多或者逢低做多

政策利好继续释放，目前监管层计划修改再融资政策：涉及减持要求、价格锁定、发行股本、投资者人数等。预计再融资政策可能会将定增价格由市价发现改回由公告日为基准，批文有效期从6个月放宽至12个月，定增投资者人数放宽至35人，可能会放宽定增股份的减持限制等。再融资政策的修订将会使得上市公司直接融资便利性大幅提高，投资者参与定增的动力也会随之提升。而且上市公司融资渠道更为通畅之后，业绩方面也能得到更强的支撑。结合前期证监会关于并购重组的松绑，预计后续上市公司资本运作以及外延式增长的空间将会增大，结构上利好券商以及成长型企业。

沪指站上3200点，达到年度策略所预期的点位。目前时点来看，市场后续依然具备较大的上行空间，与去年年底的预判相比，整体环境的增量改善出现在以下三个方面：1) 国家2万亿规模的减税降费政策快速落地，经济基本面有望逐渐摆脱前期的下滑趋势；2) 中美贸易谈判的进展顺利，据最新金融时报报道中美官员已经在贸易协议的主要问题上一致；3) 增量资金持续入市，市场资金流入虽在上周暂缓，但近期存量规模预计再创新高，整体上有利于行情表现。

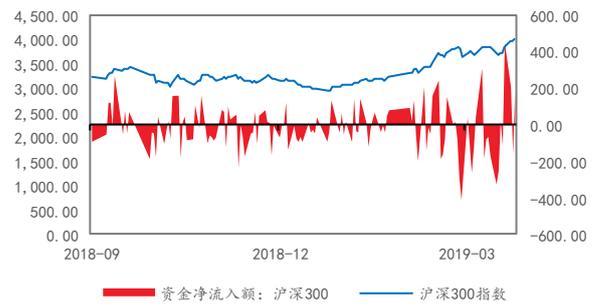
沪指站稳3200点，两市成交量依然在万亿之上，市场情绪极度亢奋。考虑到市场自我强化上涨的过程已经形成，且从估值修复到泡沫化的阶段是上涨最为凌厉，空间最大的部分，建议继续持有单多或者寻求逢低做多的机会，建议淡化宏观以及企业盈利等基本面因素。在市场没有转向之前忌讳猜顶，风险偏好较低的投资者可等待调整后的买入机会。

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



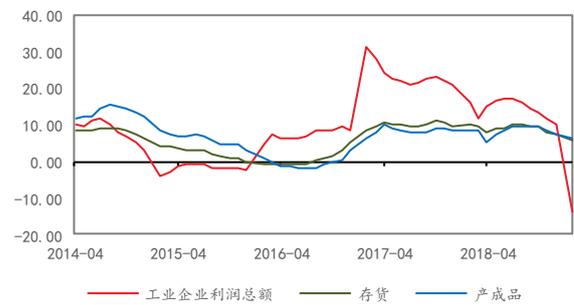
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：铜矿供应受限，期铜有上行空间

### 1 基本面分析

#### 矿山供给产能推进减速，增量相对有限

1 月发布的 ICSG 报告称，2018 年新铜矿开发和扩建发生延迟，这将导致新产能的推进减速。预计今年铜矿产能增速仍以平稳为主，根安泰科数据，预计 2018 年全球铜精矿产量在 1687 万吨，2019 年产量在 1739 万吨，同比增速 3.08%。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。智利国家铜业旗下 Chuiquicamata 铜矿，由于转入地下开采，铜精矿增量预计 8.9 万吨；南方铜业旗下的 Toquepala，预计增产 8.5 万吨；必和必拓旗下 Olympic Dam 铜矿，预计增产 5.4 万吨。国外铜矿供给有所下滑，铜矿供给担忧凸显。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。矿端的紧张比预期来得快，增加供应端不确定性。去年年末市场普遍预期今年上半年铜矿仍可以维持相对宽松的格局，主要考虑到冶炼端的高干扰及矿端的平稳。年初至今矿的干扰率比预期偏高一些，包括天气影响下主产区生产的中断、环保及地方税收政策影响下个别矿山的减产。

#### 废铜供量继续缩减

据海关数据统计显示，2 月中国共进口废铜实物量 7.11 万吨，环比减少 61%，同比减少 52%。平均含铜品位为 77.58%，折合金属量为 5.51 万吨，环比减少 60%，同比减少 27%。废七类铜政策落地，废六类铜转为限制进口，废铜供给将继续收。生态环境部、海关总署等于 2018 年底联合发布公告，将废钢铁、铜废杂料、铝废杂料等 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 日起被执行。此次调整意味着禁止进口七类废铜的政策正式落地，废六类铜也将于 2019 年下半年转为限制进口类。2018 年“六类”占比高达 84%，等 2019 年 7 月“六类”废铜也转为限制类进口固废，进口废铜总供给量将继续缩减。

#### 加工费持续走低

2018 年年底签订的 2019 年长单 TC 为 80.8 美元/吨，低于当时现货价格，冶炼厂也表示难以接受。较 2018 年长单的 82.25 美元/吨有 1.8% 左右的下滑，显示出市场对 2019 年铜精矿供应整体仍有一定趋紧的预期。TC 一直处于下降的趋势，成交重心刷新三个季度以来的新低，市场预期或有跌破 70 的可能，铜供给持续收紧逻辑，尽管短期受海外宏观低预期影响价格震荡，但中长期逻辑未改，铜价中枢有望稳步上移。

#### 精炼铜供应有限

2019 年 2 月 SMM 精铜产量 71.96 万吨，环比减少 2.25%，同比增长 2.19%，2 月月产量下滑主要受实际开工天数减少影响，预计 3 月会有较大提升，2019 年上半年新增产能需关注中铝宁德及梧州金升达产情况。2019 年国内新增冶炼产能较多，但投产主要集中于下半年，且从投料到最终产出时间较长，因此对 2019 年供应影响有限。另一方面来看，全球铜精矿供应未来 5 年刚性增量比较小，而弹性增量主要取决于价格，而精炼产能虽然投放较多，但是受限于铜精矿供应，精炼铜实际供应增量有限，因此铜价格筑底预期明显。

#### 消费进入平缓期

3 月中国制造业 PMI 为 50.5%，比上月上升 1.3 个百分点，重回临界点以上，表明供需两端有所回暖，经济正逐步好转，二季度有望企稳回升。铜作为兼具金融属性和工业属性的金属，市场经济预期有所好转的情况下，铜价会先于其他金属价格反应。

铜下游消费进入一个平缓期，汽车产销数据大幅下滑，房地产数据增速回落，但整体消费较为稳定，变动较小。据中国汽车工业协会统计分析，2019年2月，受春节长假因素影响，汽车产销环比呈较快下降。2月，汽车生产140.98万辆，环比下降40.40%，同比下降17.37%；销售148.16万辆，环比下降37.41%，同比下降13.77%；房地产开发投资完成额累计同比11.6%，相比上个月变动2.1个百分点。商品房销售面积累计同比-3.6%，相比上月变动-4.9个百分点。房屋新开工面积累计同比6.0%，相比上月变动个百分点-11.2。电网基本建设投资完成额累计值244亿元，相比上月变动-5129.0亿元。电网基本建设投资完成额累计同比-9.0%，相比上月变动-9.6个百分点。电网方面，2018年1-12月电网投资累计增速转正，结束了此前连续12个月萎缩的格局。调研显示，2019年电网招标情况良好，大部分电线电缆企业订单饱和，预示电网行业用铜量增速提高可能性较大，但保证铜的一定的消费量。乘用车产量114.0万辆，相比上月变动-85.5万辆。乘用车产量同比-20.8%，相比上月变动-6.4个百分点。乘用车库存81.2万辆，相比上月变动-8.4万辆。

## 2 结论：高位震荡

因宏观氛围出现好转，中美贸易摩擦有所缓和，国外精炼铜产能的干扰，包括印度冶炼厂复产在最高法院受阻，加上印尼铜矿收缩，供应受到干扰，产量受到限制，且铜TC/RC费用下行，也预示铜矿供应的收紧。精炼铜供应收缩预期加剧，叠加全球铜显性库存仍处于历史相对低位，预计铜价将维持高位震荡，待消费端进一步明朗。

## 3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



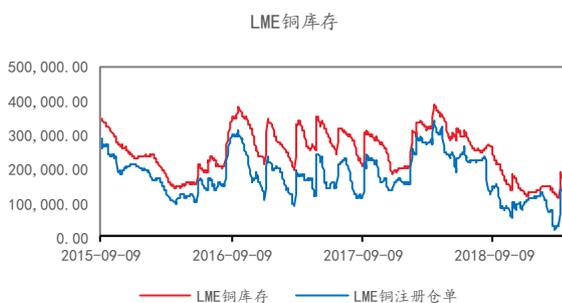
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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: 上海期货交易所铜库存



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：谨慎乐观

### 1 锌：影响因素

#### 接二连三事件发酵

澳大利亚 Dugald River、非洲 Gamsberg 以及嘉能可、H2L 旗下等矿山贡献主要增量，叠加世纪矿 8 月试生产开始，整体增加海外供给。2018 年国内锌精矿产量 416 万吨，同比微增 0.9%。主要环保及安全仍是限制各地矿山增量的主要因素。银漫爆炸事件将导致内蒙地区锌精矿产量减少，但市场担忧即将到来的安全检查将削减国内锌精矿产量，在冶炼端不受影响的前提下，国产锌精矿供给势必会受到压缩，从而增大对进口锌精矿的需求，预计供需格局偏宽松格局不会变。2019 年 1-2 月，进口锌精矿累计 59.1 万吨（实物吨），累计同比增加 7.7%。随着国外锌精矿产量进一步恢复性增长，预计 2019 年进口锌精矿量将继续录得增加，2019 年锌精矿进口量或超过 300 万吨（实物吨）。

嘉能可表示，已经暂停位于澳大利亚北部的 McArthur River 锌矿 (MRM) 采矿及发运作业，为即将到来的飓风做准备。飓风临近，导致澳大利亚地区矿场开工及运输受限，将影响未来一段时间的锌锭供给，锌市供给在短期内会出现不足，对后市锌价产生重大利好。

#### 锌锭短期供应进入瓶颈

锌价创 7 个月来新高，激发了上游矿产商生产的积极性，矿石供应逐渐增加，我国进口锌精矿加工费从 2018 年的 10—20 美元/干吨回升至 220—250 美元/干吨，国产精矿加工费从 3400—3600 元/金属吨升至 6000—6300 元/金属吨。高位加工费亦将刺激冶炼厂开工热情，锌市产量未能在利润刺激下录得增加，相反进一步明显减少。2019 年 1 月 SMM 中国精炼锌产量 43.36 万吨，环比减少 3.31%，同比减少 11.46%。主因，1 月份株洲冶炼集团老厂关停拆解，新厂产能释放缓慢，产量继续下降，且 1 月份新增河池南方因电力等因素减产检修，汉中锌业产量持稳上月暂未恢复，整体大厂上贡献较多减量。随着老厂关闭，虽新厂开始出产品，但仍需要过程，市场预计至 5 月份开始才能恢复正常生产，整体看 3 月份非利润因素导致锌冶炼瓶颈短期仍难以突破。现货延续强劲，中国市场继续呈现全面的现货升水格局，反映出现货市场依然具有稳定且较强的实际需求支撑。预计 2019 年上半年，环保、搬迁等影响炼厂产量释放进程，低产量仍将支撑锌价，但高利润刺激下，产能在下半年得到逐步释放。

#### 库存低位支撑锌价

当前 LME 锌库存 5.7 万多吨，较去年同期下降近 15 万吨附近，创 2000 年来新低；截止三月中旬，全球锌锭库存仅 36 万多吨，较同期下降 20 万吨左右。二季度，随着消费恢复，预计市场仍将进入消库过程。低库存水平下，届时将继续成为锌价有力支撑。

#### 锌需求有所回升

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。锌消费有所恢复，下游采购量有所增加。2019 年 1-3 月镀锌平均开工率预计在 60.6%，较去年同期增加约 13.8 个百分点。18 年下半年开始的基建补短板政策刺激带动，叠加环保力度上的明显缓和，开工率录得提升。

对于今年 3-5 月份的传统消费旺季，我们认为，消费将环比阶段性改善回升，但对于其实际启动情况，我们难持乐观预期。我们注意到开年以来，国内基建政策加码，多地楼市调控政策“松绑”，汽车补贴政策下乡等等。但在国内经济增速下行的背景下，政策托底仅能延缓经济增速放缓的趋势。房地产建筑方面，在商品房销售面积增速持续放缓下，市场对其分歧较大。我们预计房地产投资将保持稳中略缓的增速，整体需求仍相对稳定。汽车方面，在经济下行压力下，锌市场下游需求亦受到影响，其中，中汽协数据显示，2019 年 1—2 月，我国汽车产销 377.65 万辆和 385.15 万辆，同比下降 14.08% 和 14.94%，受春节长假因素影响，2 月份汽车产销环比

下降较快。2018 年汽车产销增速低于年初预期，原因一方面是购置税优惠政策的全面退出；另一方面则是受宏观经济增速回落、中美贸易战，以及消费信心等因素的影响，短期内仍面临较大的压力。需要关注下游镀锌、氧化锌、压铸锌合金企业复工情况。若 3、4 月复工情况好于预期，届时锌价也会获得阶段性支撑。

## 2 锌：谨慎乐观

澳大利亚受飓风影响暂停锌矿开采及运输，近期国际国内锌市利好消息不断，虽不能根本性改变锌市供需关系，但仍加大了锌市后市上涨速度和势头。锌锭市场供给缺口仍存，锌冶炼瓶颈短期仍难以突破。以及由于全球库存增量有限，市场担忧有逼仓行情，预计锌价或有阶段性反弹可能，谨慎乐观。

## 3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: 锌产销变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20: 终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周无论宏观和产业都对钢材市场产生提振，宏观层面官方 PMI 和财新 PMI 双双回升，前期市场对经济悲观预期发生变化，近期越来越多机构看好国内二季度经济的企稳。此外虽然央行对降准传闻进行辟谣，但多数券商认为 4 月份降准概率较大，对钢材利多提振得以在本周延续。产业层面，高炉开工率回升，供应增加，但市场更关注需求层面，受增值税税率下调利好影响，本周成交明显好于上周，去库存有所加速。原料层面，本周铁矿石表现抢眼，巴西矿难以及澳大利亚飓风影响，对矿石价格形成持续刺激。焦炭基本面未有改观，但黑色整体受益于宏观驱动，带动焦炭价格出现反弹，近月期货出现升水且存在交割利润，在基本面短期难以改善的情况下，价格再向上驱动力度较弱，在有交割利润情况下容易催生套保盘介入。

宏观层面，上周末官方 PMI 录得 50.5%，本周公布 3 月财新 PMI 50.8，预期 50，前值 49.9。官方 PMI 和财新 PMI 数据双双回升，从数据分析，更多属于春节后的季节性回升，并且我们看到回升更多来自于分项指标中的生产指数，经济企稳仍需进一步观察更多数据。本周中美贸易第九轮谈判，根据官方报道双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展，双方决定就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商，短期对商品市场偏中性。

行业来看，唐山市对前期发布的非采暖季限产的情况作了进一步补充规定，根据 Mysteel 统计整体影响铁水量约 1350 万吨：其中第二季度影响铁水量约为 795 万吨，产能利用率将维持在 77.28% 左右，较当前值上升 2.6%，同比下降 9.06%。第三季度影响铁水量约为 555 万吨，产能利用率将维持在 84.32% 左右，较当前值上升 9.64%，同比下降 6.79%。与前期测算值相差不多。整体来看，5、6、7 月份日均影响铁水量约 12 万吨，4、8、9 月份日均影响铁水量约 3 万吨。从当前市场看，后期供应回升的压力仍较大，至于环保限产执行情况，尚需进一步观察。

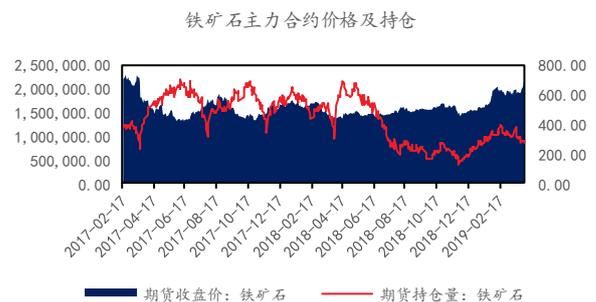
整体看，宏观层面当前情绪较好，但产业层面本周需求受降税刺激释放后，后期边际走弱将是大概率事件，在供应回升下，我们认为后期钢材现货端下行压力将增加，并且价格经过近期上涨后基差缩小明显，如果期货端价格出现快速脉冲，将是产业套保的较好机会。

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：供应延续回升，降税提振需求，去库存加速

本周是采暖季限产结束后的第一周，高炉复产明显，从河北地区看，截至到 4 月 3 日河北地区高炉开工率按个数计算为 80.08%，周环比涨 10.57%，按容积计算为 84.69%，周环比涨 8.42%。电弧炉开工率延续增长态势，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，截止 4 月 4 日平均开工率为 75.49%，较上周增 1.26%；产能利用率为 63.33%，较上周增 2.28%。据中钢协最新数据

显示，3月中旬重点钢铁企业粗钢日均产量190.23万吨，较上一旬增长0.95%。

成本利润角度看，最新生铁成本2455元/吨，较上周增加30元/吨，主要源于矿石价格的上涨，钢坯成本3073元/吨，螺纹钢吨钢毛利润767元，热卷毛利润527元/吨，钢材现货价格上行幅度高于成本增加，钢材利润本周有所回升，整体仍维持较好状态，后期进一步刺激高炉开工率的提升。

图表 23: 钢厂铁矿库存及高炉开工率



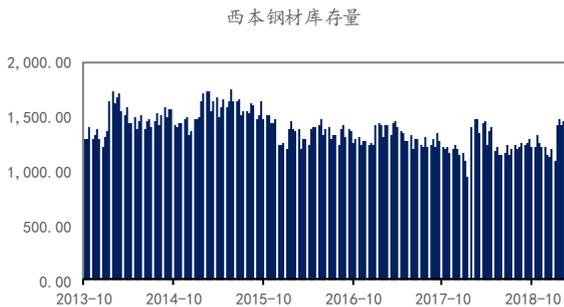
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，本周库存数据降幅有所增加，主要源于降税带来的需求体征。从主要品种的社会库存看，截止4月5日，国内主要钢材品种库存总量为1518.79万吨，较3月29日下降88.98万吨，环比下降5.53%；国内螺纹钢社会库存量由874.43万吨下降53.88万吨至820.55万吨，环比下降6.16%，钢厂螺纹钢库存减少18.61万吨；热卷社会库存降10.1万吨至236.06万吨，环比减少4.1%，钢厂库存减少1.3万吨。去库存速度较上周加快，但仍未超越3月第三周，单周去库高点已经过去，后期钢材供需关系大概率转差。

需求端看，4月份增值税从16%下调至13%，上个月惜售的厂家开始加快出货，市场心态迅速恢复，现货成交表现较好，从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为35750吨，较上周降3850吨。从钢联日均成交数据看，周一至周四分别为27.92、23.85、22.35、19.63万吨，成交明显好于上周的平均18.33万吨，但从成交走势看也是反应需求的逐步走弱，短期降税刺激兑现，后期需求边际走弱。

总体看，供应回升，需求边际走弱，4月中下旬现货价格下行压力增加

### 3 原料端：铁矿石延续强势，焦炭弱势基本面难改

铁矿石方面，本周进口矿市场价格大幅走高，截止4月5日普氏62%进口矿指数报92.9美元/吨，较上周涨5.85美元/吨。

本周铁矿石仍受消息刺激明显：1、新一轮飓风可能在本周末席卷澳大利亚北部。前期飓风 Veronica 之后，力拓正着力恢复其皮尔巴拉铁矿石发运。然而其兰伯特港 A 码头部分设施遭受损坏，上周五力拓向部分铁矿石长协客户宣布不可抗力，并且正与客户协商，希望将铁矿石发运中断时间缩短至最短。兰伯特港口受飓风和 1 月份火灾的综合影响，导致公司 2019 年铁矿石产量减少约 1400 万吨。因此，力拓将下调其 2019 年皮尔巴拉铁矿石预期发运量。此前，力拓 2018 年第四季度季报中披露其 2019 年皮尔巴拉铁矿石预期发运量为 3.38-3.5 亿吨，目前已经将此预期发运量调整为 3.38 亿吨，为此前预期发运量的下限值。2、巴西另外一座大坝发生事故，该大坝位于 Oriente Novo，归 Metalmig 公司所有，但该大坝不是铁矿，也被市场短期炒作。3、BHP 公司就飓风 Veronica 对其西澳铁矿石业务造成的影响作出官方回应。此前受飓风 Veronica 影响，BHP 在黑德兰港的港口和铁路业务暂停运作。初步检查显示，BHP 的作业没有受到重大损坏，但现场和通往港口的部分铁路被洪水淹没，限制了列车运行。目前其港口和铁路已恢复运营，但运作效率有限，预计要到本月晚些时候才能恢复满负荷运转。BHP 官方表示，飓风对生产造成的影响初步估计是 600-800 万吨(100%股权)，因此，BHP 正在重新评估其 2019 财年的指导产量及单位生产成本。4、Vale 卡拉加斯矿区近期因为大雨遭受较严重水灾，估计影响 600 万吨的卡粉发货量，且很难在未来补救。

从发货量看，上周(3.25-3.31)澳洲巴西发货总量为 1222.9 万吨，环比减少 380.2 万吨。澳洲发往全球的量为 756 万吨，环比减少 320.5 万吨。发往中国的量 615.5 万吨，环比减少 280 万吨。其中力拓发往中国的量为 162.3 万吨，环比减少 108.7 万吨，BHP 发货量 145.5 万吨，环比减少 172.9 万吨，FMG 发货量 267.5 万吨，环比增加 33.3 万吨。澳洲高品粉矿发往中国的量为 205.3 万吨，环比减少 139.6 万吨，中低品粉矿发货量 105.8 万吨，环比减少 29.9 万吨，主流块矿发货量 68.5 万吨，环比减少 107.1 万吨。巴西铁矿石发货总量为 466.9 万吨，环比减少 59.7 万吨。其中淡水河谷发货量为 320.0 万吨，减少 102.0 万吨，CSN 发货量为 79.5 万吨，增加 8.6 万吨。巴西的矿难以及澳洲飓风影响，导致发货双双回落，整体发运量再创历史低点。

从需求角度看，采暖季限产结束后高炉开工率出现了明显的回升，铁矿石仍有补库存预期，进口铁矿石平均库存目前维持在 30.6 天。全国主要港口铁矿石库存出现回落。

整体看，供应端仍存炒作预期，铁矿石作为黑色产业链基本面最好的品种，有望保持震荡偏强。

焦炭方面，受降税影响，焦炭本周河北、山东地区开启第三轮价格提降，幅度在 50 元/吨。从焦炭供需角度看，短期难看到改善迹象。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.41%，上升 0.56%，日均产量 68.34 万吨，增加 0.5 万吨；焦炭库存 158.08 万吨，增加 6.27 万吨，焦化企业库存延续增加；炼焦煤总库存 1438.83 万吨，减少 19.89 万吨，平均可用天数 15.83 天，减少 0.34 天，焦企利润压缩下，焦煤采购有所放缓。全国 110 家钢厂焦炭库存 472.85 万吨，减少 3.57 万吨，平均可用天数 15.11 天，减少 0.69 天。港口焦炭库存总库存 400 万吨，增加 25 万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，除钢厂库存略有下降外，焦企、特别是港口库存增幅明显。从港口现货角度看，目前港口准一级报价在 1900 元/吨。

环保层面，为加快推进市区空气质量持续改善，尽快摘掉污染第一的黑帽子，根据六部委《十三五挥发性有机物污染防治工作方案》和省、市《打赢蓝天保卫战三年行动计划》要求，结合临汾实际，经市政府研究。临汾市将对平川区域重点企业实施春夏季重点管控，时间拉长至 10 月末。从 2019 年 4 月 15 日起，到 2019 年 10 月 31 日止，对霍州市、洪洞县、尧都区、襄汾县、曲沃县、侯马市，临汾、侯马经济开发区相关企业实施重点管控。后期关注山西环保限产的执行力度，短期产业层面看不到向上驱动。

焦煤方面，焦炭价格的持续下行，焦化利润压缩下采购明显放缓。长治沁源火灾事件导致沁源北部地区部分重要电路已毁，为防止次生灾害发生，煤矿短期恢复生产难度较大。目前北部受灾区域沿线公路也已封锁，部分以北部为主要辐射区域的煤矿也难以发货，新订单受此影响无法执行，沁源地区多数煤矿精煤价格暂时持稳。长治沁源以外部分地区因焦企压价叠加税率影响，产地煤价陆续下调让利。根据汾渭能源统计，韩城地区部分气煤资源累计降幅已落实 120-

130元/吨左右，吕梁、晋中一带中高硫肥煤、主焦煤资源普遍落实50-80元/吨左右降幅，少数降幅达130元/吨左右，安泽、沁源、古交一带低硫主焦煤普遍落实100-120元/吨左右降幅，乡宁、河津一带低硫瘦焦煤落实70-80元/吨左右的降幅。进口焦煤方面，本周京唐港准一线焦煤报价下调至1580元/吨，较上周周初大幅下调70元/吨，年后从高点报价累计下调120元/吨左右。

焦煤目前主要处于焦企利润下行的传导阶段，预计弱势运行为主。

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



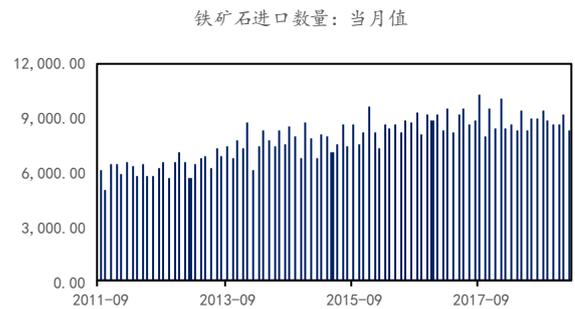
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

#### 4 总结与建议

钢材供应延续回升，需求后期边际走弱，4月中下旬现货下行压力较大，可考虑高位抛空。铁矿石仍受矿难及飓风发酵影响，价格维持震荡偏强。焦炭基本面弱势难改，短期出现升水，存在套保盘抛压。套利方面可考虑远月多铁矿空螺纹。

## 聚酯化纤：检修消息频发 供应不确定带动价格波动

### 1 走势回顾

本周，PTA 期货主力 1905 合约探底回升。最低价达到 6352 元/吨，周度涨幅达到 1.52%，区间振幅达到了 3.72%。本周合约成交量为 815 万手，与上周相比略有下降，持仓量净减少 123,046 手，主力合约预计下周一完成更换。乙二醇期货主力 1906 合约同样探底回升。最低价达到 4761 元/吨，为该品种上市以来的最低价，周度涨幅为 0.72%，区间振幅达到了 3.20%。本周合约成交量为 223 万手，与上周相比有大幅提升，持仓量净减少 1,928 手。

### 2 基本面分析

#### PTA 库存去化，供应短缺引起关注

近期，在下游聚酯的高开工率带动下，PTA 库存出现了快速去化。PTA 库存可用天数从 2 月份的平均五天，回落至 2.5 天。这样的库存规模即使与往年的旺季相比，依然偏低，接近于 2018 年聚酯大量投产时，PTA 的库存规模。在这样低库存的状态下，PTA 装置的检修计划以及装置的临时停车会对市场价格产生重要的冲击。本周，很多 PTA 装置对外宣布了检修计划，大型装置中，桐昆石化的 PTA 装置，福海创的 PTA 装置，恒力石化的 PTA 装置的检修，预期会对现货供给产生更大的压力。

图表 31：PTA 期货现货价格走势



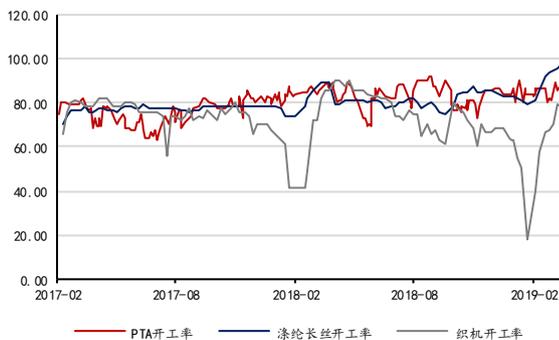
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：石脑油和 PX 价格走势



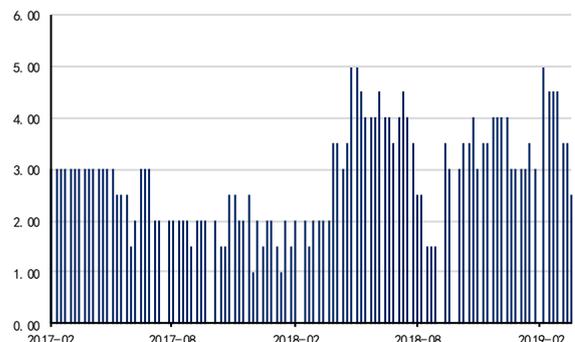
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：化纤行业上下游开工率



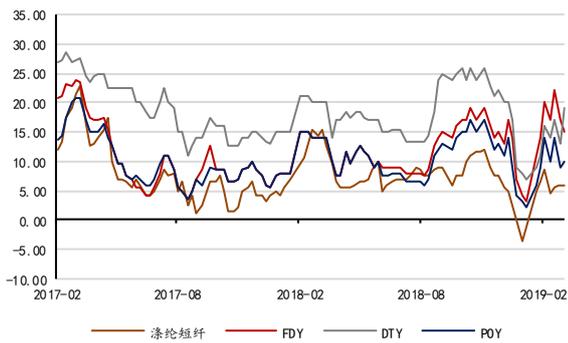
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：PTA 库存天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：聚酯涤纶库存天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：盛泽地区坯布库存天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 涤纶产销清淡，聚酯织机负荷提升

江浙地区涤纶长丝市场成交气氛偏淡。据统计，江浙地区主流厂家市场平均产销回落至 60-80% 附近，个别较好工厂在 100% 或偏上水平。库存方面，从中国绸都网统计数据来看，现如今涤丝市场整体库存围绕在 17-25 天；具体产品方面，其中 POY 库存集中在 9-14 天，FDY 库存至 13-20 天附近，而 DTY 库存则至 24-30 天左右。4 月 3 日盛泽地区喷水、喷气织机开机率在 9 成左右。现在下游采购气氛一般，厂家手头多有订单执行，生产积极性较好，市场交投气氛逐步上升。盛泽地区坯布织造库存为 35-36 天，厂家心态出现分化。据对 350 家被采价单位反馈的数据监测分析，4 月 3 日商务部中国·盛泽丝绸化纤指数稍有下跌。其中，化纤面料指数为 101.03 点，较前期下跌 0.06 点，跌幅为 0.06%。

### 3 综合分析

综合来看，成本端对于现货的支撑有逐步减弱的倾向，下游聚酯的开工率提升，长期对于 PTA 的需求有提振。在目前现货库存偏低的情况下，PTA 装置对于现货价格的影响将会是近期核心因素。预计近期 PTA 价格以震荡偏强走势为主，远期贴水幅度预计尚存上升空间，但是空间不大。MEG 价格短期内还是以震荡偏弱走势为主，操作上以逢高沽空为主。

## 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，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。

### 2 基本分析

#### 供给侧

3月下旬东南亚基本进入停割季，橡胶园产量显著走低，橡胶加工厂消耗原料储备为主，橡胶原料阶段性供应偏紧。从2018年11月开始，受降雨过多、台风过境、橡胶树落叶等自然因素影响，东南亚天胶主产区供应充裕程度不及往年。加之橡胶行情长期疲软，橡胶加工厂原料收购量少于往年同期，库存储备水平普遍不高。2019年1月以来，泰标理论加工利润多数时间不足50美元/吨，并有进一步走低的态势。考虑到实单存在一定议价空间，成交价格可能更低，橡胶加工厂加工利润徘徊在成本线附近。贸易环节，天然橡胶长期存在内外盘倒挂的现象。中国市场对美金船货报盘接受度较低，进口商采购情绪不高，国内流通的货源大多来自量大从优的长约订单。鉴于2018年天然橡胶市场震荡走跌，美金船货价格波动幅度相对较窄，业者蒙受亏损而多抱有谨慎态度。综上，近期东南亚天然橡胶供应商报盘低迷，诗董等行业巨头进入停割季以后几无报盘。待4月中旬泼水节过后，随着东南亚主产区陆续开割，供应商操盘意向将逐渐好转。

今年中国云南和海南橡胶产区物候条件适宜，橡胶树生长情况整体良好，3月开始进行第一批割胶工作，新胶开割范围将随时间推移而扩大。据悉，云南西双版纳地区已于3月中旬试割，将从3月下旬起陆续开割，预计月底前可正式出胶。部分胶园受白粉病影响发生橡胶树落叶现象，开割时间推迟到4月上旬以后。近期版纳地区气候轻度干旱，橡胶树出胶水平偏低，但即将到来的降雨天气将令情况得到缓解。当地标二胶原料参考价格为9.5元/公斤，全乳胶原料参考价格为10.5元/公斤。目前海南地区雨水较少，3月下旬少数胶林逐渐开割。清明节后海南将全面开割，计划在4月中旬前后，开割时间较往年提前7—15天。当地全乳胶原料价格约为11元/公斤，浓缩乳胶原料价格在12元/公斤左右。国内产区逐渐进入新一轮割胶期，但开割初期产量较为有限，预计二季度橡胶原料供应趋于平稳。

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。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。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%。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，从而终止价格上涨。

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。

## 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。

天然橡胶下游最主要的需求是轮胎制造业，而轮胎可分为替换胎和配套胎两个市场，汽车行业的发展直接关系到配套胎的需求。2018 年 5 月开始，受终端消费低迷影响，中国汽车行业数据全面转弱。2018 年四季度，国内乘用车市场发展速度大幅下滑 15.2%，销量、库存、价格三大指标均处于艰难的时期。从汽车经销商库存预警指数来看，2019 年一季度车企正在经历痛苦的去库存阶段。在库存去化周期，一般遵循产量跟随批发，批发跟随零售的规律，因而零售数据更能反映真实的需求变动情况。专业分析人士指出，1 月汽车零售数据出现复苏迹象，整车库存回归历史中位水平，终端优惠程度略有收窄，中国汽车行业最早或于年中迎来拐点。然而回顾历史数据，中汽协发布的汽车产销量仍为同比连续下滑，进入二季度国内汽车市场能否回暖有待进一步观察。就目前来看，汽车及配套胎终端消费表现欠佳，仍将持续拖累橡胶需求。

据中国化工报统计，自 2019 年以来，已经有超过 50 家国内外轮胎企业相继发布了涨价通知，上调幅度在 2%—5%，其中不乏米其林、普利司通、中策橡胶、双星轮胎、万力轮胎、佳通轮胎等大型轮胎企业。轮胎涨价潮的原因基本围绕上游供应短缺，原材料价格上涨推动生产成本的抬高。随着天然橡胶重心的上移，一些中小轮胎厂由于橡胶原料库存较少，成本传递导致轮胎价格上涨。然而，天然橡胶种植者对汽车轮胎制造商声称的橡胶供应短缺提出异议。印度橡胶主产区喀拉拉邦的科钦橡胶商会表示，轮胎行业以低于市场价格进行采购，使得个体胶农被迫持有橡胶库存，给市场造成橡胶短缺的印象，这是不真实的。和当前轮胎涨价潮形成对比的是，终端需求仍旧疲软，轮胎产品并不热销。事实上，无论轮胎经销商、零售商还是消费者都在等待轮胎降价。没有需求增长的坚实基础，轮胎价格调涨并不能为天然橡胶行情带来提振。

中国汽车工业协会发布了 2019 年 2 月中国汽车产销数据和汽车工业经济运行情况。由于市场低迷和节假日因素，2 月汽车产销量总体水平较低。2 月全国汽车产销量分别完成 141 万辆和 148.2 万辆，同比分别下降 17.4%和 13.8%，环比分别下降 40.4%和 37.4%。1-2 月国内汽车产销量分别完成 377.6 万辆和 385.2 万辆，比上年同期分别下降 14.1%和 14.9%。具体来看，乘用车产销量同比下降，但商用车销量同比增长，新能源汽车同比高速增长。汽车行业谨慎应对经济运行压力，生产企业降低产量减轻终端市场压力。

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。

## 进出口

中国海关公布的数据显示，2019年1月中国天然橡胶（包含乳胶、混合胶等）进口量共计50.89万吨，同比下降9.9%，环比降低9.38%。其中，混合胶进口量为32.63万吨，同比增加3%，环比大增21.7%；技术分类天然橡胶进口量为11.94万吨，同比减少18.17%，环比大降23.67%；乳胶进口量为3.99万吨，同比下降25.09%，环比减少27.44%。泰国海关公布的数据显示，2019年1月泰国天然橡胶（包括标胶、乳胶、烟片胶等）出口量合计30.26万吨，同比下跌6.51%，环比增加2.12%。其中，标胶出口量占出口总量的43%，乳胶出口量占33%，烟片胶占18%，其他胶种出口占比相对较少。2月中国橡胶进口量和泰国橡胶出口量大概率出现双双下跌的情况。泰国北部、中部全面停割，南部逐渐向低产期过渡，天然橡胶产出减少；时值中国春节，下游厂商停工放假缺乏需求；由于工作日较少，贸易商安排船货到港时间部分延长到3月。

自去年11月开始，泰国天然橡胶出口量连续走低。1月泰国标胶出口量为13.03万吨，同比增加8.1%，环比增长2.5%；其中出口至中国的标胶同比下滑16.9%，环比减少25.7%。1月泰国天然乳胶出口量为9.93万吨，以浓缩乳胶为主，同比下降2.4%，环比基本持平。此时正值泰国产区传统旺产季，然而在2018年底至2019年初，泰国南部降雨天数明显增多，1月还遭受台风“帕布”登陆，对天然橡胶产量造成影响。此外，为避免春节期间无价无市带来的不确定性，中国贸易商船期安排部分延后。1月泰国烟片胶出口量为5.43万吨，但出口至中国的数量同比大降58.5%，环比减少40.2%。橡胶制品企业使用烟片胶的成本较高，国内采购通常以套利为主，而套利窗口的长时间关闭导致进口商采购情绪低迷。泰国出口至中国的混合胶同比增长1.4%，环比下降23%。欧美对华轮胎双反和国内公转铁、公转水政策令下游轮胎厂商承压，市场备货情绪不及往年。随着产胶国协定出口吨位计划（AETS）的实施，2019年一季度东南亚天然橡胶出口量都将保持低迷。

## 替代品

合成橡胶与天然橡胶互为替代品，大中型轮胎厂通常保有数个配方，以根据市场价格变化调整轮胎生产中天然胶与合成胶的比例。年后随着沪胶大幅反弹，合成胶亦受到刺激，但业者报盘跟涨力度不足。3月天然橡胶市场转入震荡调整行情，丁苯和顺丁橡胶出厂价格随之下调，跌幅与市场预期基本相符。主要原料丁二烯货源供应充裕，报价连续走跌。国内丁苯和顺丁橡胶装置平均开工率均达到60%左右，库存有所累积。下游需求整体疲软，刚需采购为主。合成橡胶市场氛围低迷，部分业者倒挂出货，但现货流通速度欠佳。二季度国内外合成橡胶装置检修较为集中，扬子石化、兰州石化均将于5月停车检修，韩国锦湖亦有检修计划，届时合成胶货源供应将会减少，对行情起到一定止跌作用。但丁二烯供大于求短期难以改变，在成本端对丁苯和顺丁橡胶形成拖累。综上，合成橡胶缺乏实质性利好提振，难以对天然橡胶起到替代性支撑作用。

## 产业政策

产胶国提振政策落地，限制出口的同时扩大内需。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，会上三国宣布联合保价，正式名称为协定出口吨位计划（AETS）。ITRC决定，自2019年4月1日起，共削减天然橡胶出口量24万吨，实施期限为4个月。在限制出口总量份额中，泰国占52%，印尼占38%，马来西亚占10%。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。

泰国、印尼和马来西亚重申了国际三方橡胶理事会关于将协定出口吨位计划（AETS）作为解决全球橡胶市场暂时性失衡的有效手段的观点。AETS计划是指，政府在一定时期内限制天然橡胶出口，并替代性购买橡胶作为库存，待后期价格上涨再将其释放到国际市场中。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。泰国受大选影响推迟实施限制出口计划的时间，印尼和马来西亚从4月1日开始执行AETS，而泰国将从5月20日开始执行。

除限制橡胶出口外，ITRC 还提出另外两个战略，即关于扩大国内消费的需求促进计划（DPS）和关于重新种植橡胶的供应管理计划（SMS）。DPS 计划将天然橡胶应用于道路交通建设等基础设施项目中，如全国的省道和区道、铁路轨道减震器、道路分隔器、桥梁支座和轮胎翻新。SMS 计划对橡胶树进行重新翻种，泰国承诺将每年覆盖 6 万公顷橡胶种植园，印尼 5 万公顷，马来西亚 2.5 万公顷，通过加快天然橡胶的再植实现供需平衡。

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，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。纵观近年来产胶国政策的变化，呈现由单一向综合，由短期向长远的发展趋势。姑且不论对行情的实际影响几何，政策频出足以说明目前的橡胶价格位于产胶国能够接受的底线上，向下的空间十分有限。

图表 37: 天然橡胶现货价格



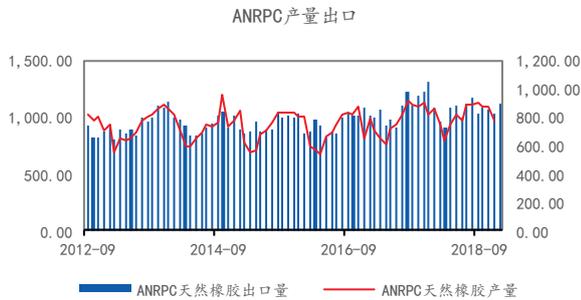
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



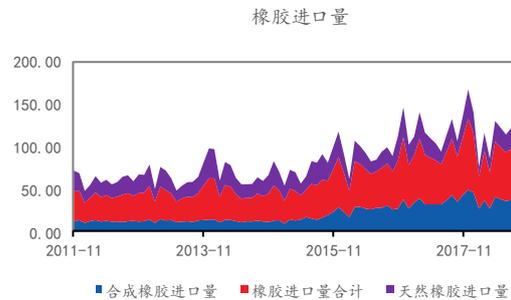
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



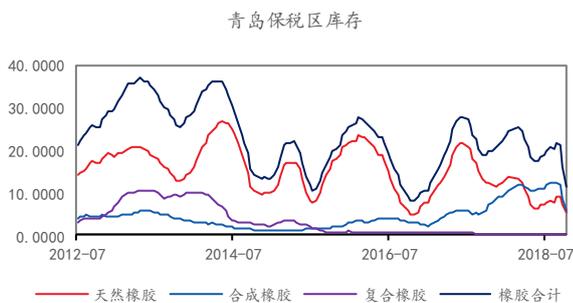
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



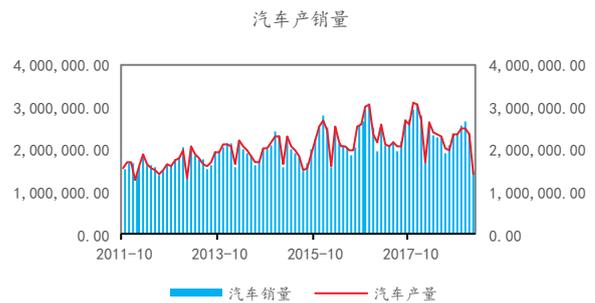
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：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

#### 内生周期漫长

尽管橡胶走出一轮有力反弹，较前期低位上涨 16%，但相比 2011 年历史高点，目前跌幅仍高达 70%。总体上，盘面围绕供需关系变化而波动，偶有题材炒作的偏离，但终究回归基本面。天然橡胶是比较特殊的品种，供应端具有农产品属性，需求端具有工业品属性，还同时具有很强的金融属性。不同于一般农作物，天然橡胶的生产周期十分漫长：橡胶树种植 5—7 年后方可割胶，10—15 年后到达高产期，25—35 年后需要砍伐翻种。业内人士指出，天然橡胶超长的周期导致产量和库存无法及时调整，暴涨时往往掀起种植热潮，急跌时产能难以迅速退出。有研究机构认为，如果橡胶供应商以 10 年为期限来预测未来的需求，并据此决定种植面积，将有利于平滑价格波动，避免出现当前的困境。橡胶熊市运行的过程仍然相当漫长，长期趋势将在震荡往复中逆转，而非一蹴而就开启牛市。

国际橡胶研究组织（IRSG）指出，全球 90%的天然橡胶产自东南亚，当地产区以小规模农场的经营方式为主，产能分布较为零散。2009—2011 年间，橡胶曾经历一轮暴涨，涨幅一度高达 240%。两年的牛市激发了种植热潮，也种下了供应严重过剩的恶果。割胶是胶农赖以维生的主要经济来源，替代种植或改换职业的选择有限，且胶园后期维护成本较低，因此大部分胶农不会轻易弃割或砍树。即便割胶利润微薄，胶农也会继续生产，从而进一步加剧供应过剩的情况。为调节橡胶的供需平衡，理论上产胶国应严格管控种植面积，但实际政策执行力度较弱，难以做到类似国内供给侧改革的强制性效果。彭博援引英国轮胎行业研究（TIR）称，预计到 2027—2028 年之前，全球天然橡胶产量增速都将超过轮胎需求增速，天然橡胶无法效仿原油进行大规模减产，产胶国深陷价格泥潭还将持续 10 年。等到低价倒逼产能出清，胶市才有反转上行的可能。

### 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

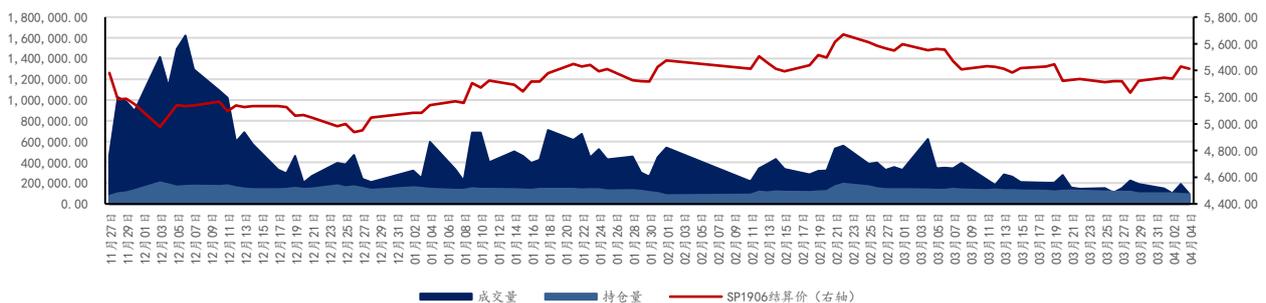
不断累积，空头市场形态为主。2019 年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶运行在历史性底部，但处在绝对低位，向上空间多于向下。现在正是橡胶品种最黑暗的时候，基本面尚不支持牛市，但重心震荡中逐渐上移，宽幅波段思路为主。下方依托（11000，12000）成本线，上方参考 13000 重要压力位。

## 纸浆：盘面存在止跌企稳迹象，持续关注需求改善情况

### 1 行情回顾

上周纸浆期货盘面如我们研报预测出现止跌企稳现象后走出了一波反弹行情。SP1906 周度最低价 5294 元/吨，最高价 5438 元/吨，收 5414 元/吨，周度上涨 2.65%。SP1909 周度最低价 5254 元/吨，最高价 5428 元/吨，收 5402 元/吨，周度上涨 3.21%。不过期货市场参与热情一般，主力合约日均成交量十几万手，持仓量减少 9160 至 93730 手。

图表 45：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

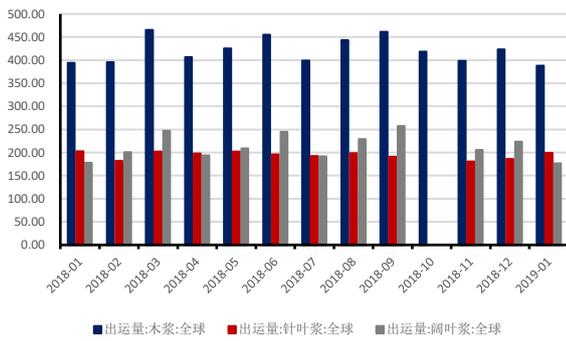
#### 2.1 上游市场：纸浆基差转负，内外浆价倒挂

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 1.61%。其中，全球针叶浆出运量 199.10 万吨，环比上升 7%，同比减少 1.82%；阔叶浆出运量 176.30 万吨，环比大幅减少 21%，同比微减 0.79%。总体来说，全球木浆的出运量比较平稳，阔叶木浆环比变动偏大，与近期全球港口库存高企，巴西浆厂减少出运量转而增加巴西本地库存量有关。但是，与去年同期的出运数量相比变化不大。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。

1 月中国木浆进口量的超预期增加，但是 2 月中国木浆进口量出现大幅回落。据统计，中国 2019 年 2 月木浆进口量减少 69 万吨至 158.9 万吨，为 2016 年 6 月以来最低值，环比下降 30%，同比下降 22%。其中，进口漂针木浆 48.83 万吨，环比减少 27%，同比减少 25%；进口漂阔木浆 71.07 万吨，环比减少 34%，同比减少 30%。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。

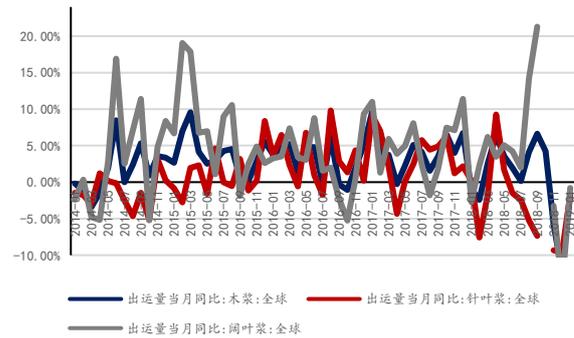
总体来说，2018 年全年全球木浆出运量保持平稳，国内 2 月木浆进口量开始下降。在上游浆厂纷纷表示将减少出运量的情况下，预计后期中国木浆进口量有可能维持低位。

图表 46：全球木浆 1 月出运量小幅减少



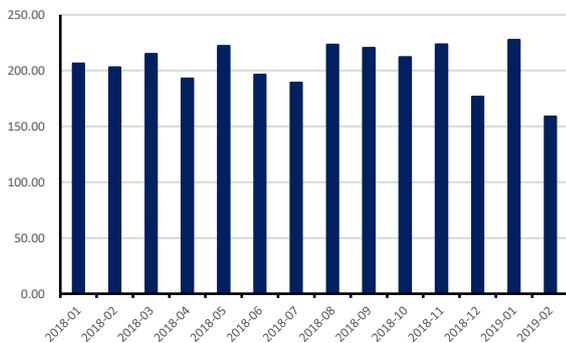
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：全球木浆出运量 1 月当月同比降幅减小



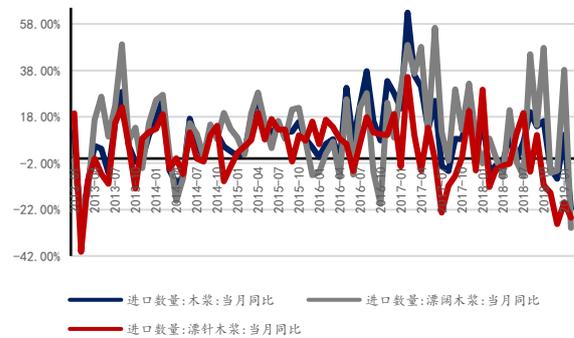
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：中国木浆 2 月进口数量大幅减少



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：中国木浆进口数量 2 月当月同比大幅下降



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

新的四月外盘价公布：加拿大针叶浆 CKHF1 雄狮、CKBC 金狮价格调涨 10 美元/吨，4 月雄狮面价净价 730 美元/吨，4 月金狮净价 740 美元/吨，船期为 5-6 月，供应减半。中加关系紧张，注意后续进口风险。除此之外，智利 Arauco 公司针叶浆银星涨 20 美元/吨至 730 美元/吨，本色浆金星持稳于 710 美元/吨，阔叶浆明星涨 40 美元/吨至 720 美元/吨；俄罗斯依利姆针叶浆调涨 20 美元/吨，阔叶浆调涨 30 美元/吨。由于外盘价的上涨，进口银星的成本大约会增加 170 元/吨左右。

目前山东地区市场参考价：银星 5,400 元/吨，凯利普、月亮 5,600 元/吨，北木 6000 元/吨，乌针 5,550 元/吨。价格坚挺的阔叶浆鸚鵡价额也由前期的 5600 下降至 5400 元/吨。现货价格继续承压下行。

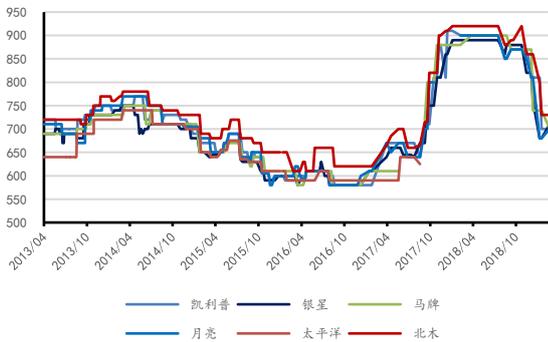
主力合约基差方面的情况。纸浆期货上市首周的断崖式下跌，导致基差大幅飙涨至超过 1000 元每吨的高位，充分体现了纸浆基本面弱勢的情况。随后，纸浆期货上市充分发挥价格发现的功能，国内迟迟不跌的纸浆现货价格开始走弱，基差问题开始修复，以智利银星计算的基差一度修复至 100 元/吨一下。目前，由于现货的持续走弱和期货盘面的止跌反弹，基差转负。

国内漂针浆现货价格的走势，主要受三方面因素影响：上游国际浆价走势、需求改善情况，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。

一般来说，针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是，阔叶木浆生产集中度更高，挺价议价能力较强。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。目前针阔叶现货价格连续阴跌，由于阔叶浆价格的坚挺，

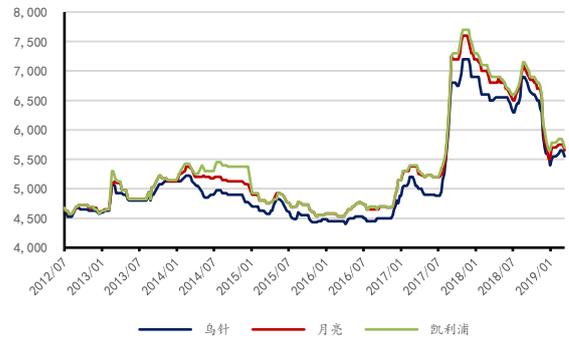
针阔叶之间已经持续了一段时间的零价差。预计后市下方空间有限，即使需求持续不振，大概率也会以缓慢下跌的走势为主。

图表 50：国际漂针木浆 CFR 现货价



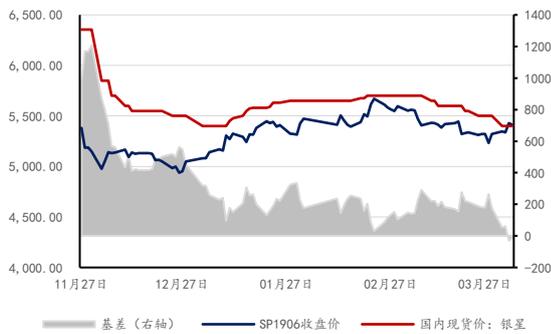
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：山东地区漂针木浆现货价



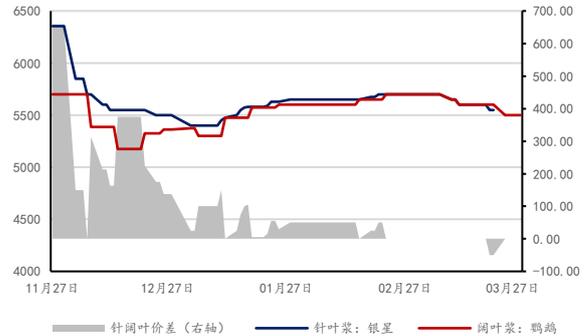
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：纸浆主力合约基差变化情况



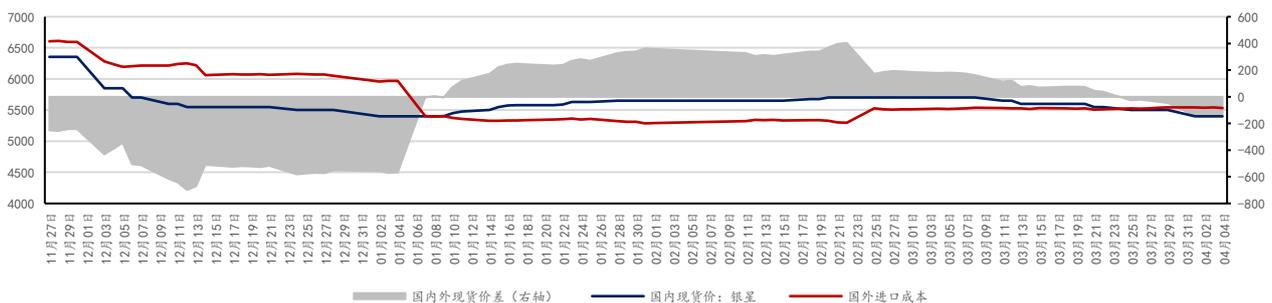
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53：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

图表 54：国内外纸浆现货价格小幅倒挂



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2.2 下游市场：玖龙发布第三波降价通知，包装用纸压力难改

进入三月以来，纸浆下游需求不及预期，成交仍以一单一谈为主，受此影响，期货盘面持续回调。下游市场纸张强弱态势出现分化：包装纸接连降价优惠，而文化用纸涨价热情不减。

3月8日晚，山东博汇纸业年产150万吨包装纸项目第一条生产线，BM6在桓台成功开机出纸，该机器幅宽9600MM，设计车速1600M/min。另一台PM5，主要将生产石膏板护面纸和挂面箱板纸，也将于近期投产，100万吨新产能呼之欲出。这是2019年国内包装纸市场，在重庆玖龙

PM40后，投产的第二台大型生产线。

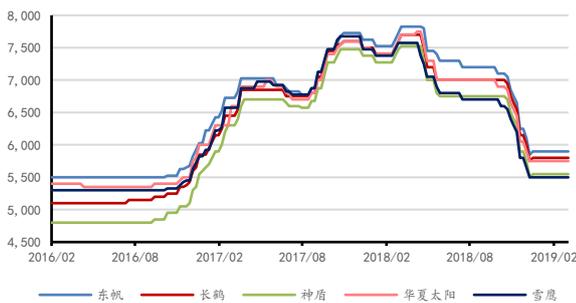
进入4月，玖龙发布第三波降价通知。从4月1日起，牛卡降100，瓦楞降200，芯纸暂时稳定。后续河北玖龙、泉州玖龙项目很快投产，博汇包装纸也开机在即。包装用纸压力增大。

与包装纸价格弱势形成鲜明对比的是，文化用纸密集发布的涨价函再次刷屏。岳纸、华泰、晨鸣、泉林、亚太等龙头纸厂宣布4月文化纸再涨200元/吨。教辅印刷需求向好的预期，持续支撑文化用纸价格走强。目前各种市场信息看来，3月的涨价基本可以落地。

由于文化用纸生产企业利润水平低迷，纸厂在需求弱势的情况下依然发布涨价函。据卓创资讯数据显示，2019年2月，国内铜版纸平均毛利率-2.59%，环比下降1.76%，同比下降17.27%；双胶纸平均毛利率1.8%，环比下降0.94%，同比下降11.36%。

截止3月20日，万得资讯显示，国内北京地区双胶纸（70-100g）价格6100-6650元/吨与上周持平；国内北京地区铜版纸（105g）价格5500-5900元/吨与上周持平；广东地区白板纸（250g）价格4600-4900元/吨基本与上周持平，江浙地区太仓玖龙继续出现周度100元/吨的下跌，天津地区玖龙周度下跌100元/吨；广东、上海、厦门地区白卡纸（250g）价格也与上周持平。整体来说，上周各个纸种的价格走势相对稳定，白板纸价格继续出现周度降价，降幅为100元/吨，显示出包装用纸的弱势。

图表 55：国内铜版纸均价走势



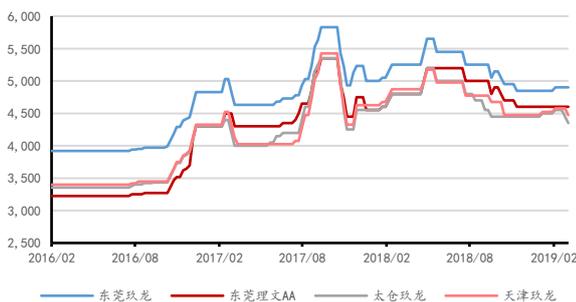
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：国内双胶纸均价走势



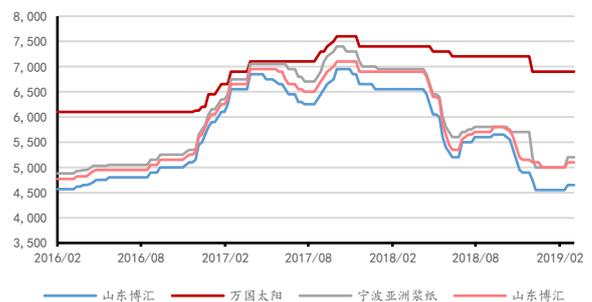
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57：国内白板纸均价继续下探



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：国内白卡纸均价走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 2.3 库存情况：国内3月末库存环比下降

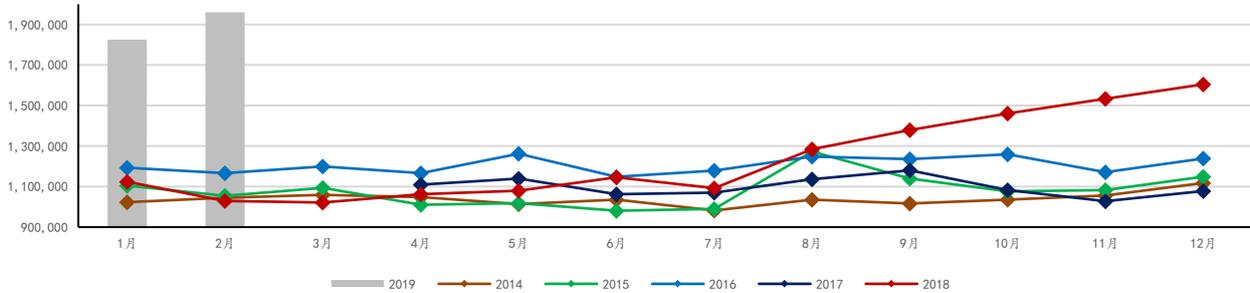
2019年2月全球木浆港口库存继续累积，增加13.5万吨至196.07万吨，环比上涨7.41%，同比大幅飙升90.56%。

3月末，国内主要港口和地区纸浆库存178.09万吨，环比下降9.4%。青岛港约112万吨，环比下降6%，同比上涨100%；保定库3.39万吨，环比下降43%，同比下降55%；常熟库62.7万吨，环比下降10%，同比增加40%。经历连续累库后，国内纸浆终于转入去库存阶段，不过目前

来看库存压力依旧。

目前来看，全球和中国主要港口和地区纸浆库存压力依然颇大，不过国内青岛和常熟港库存没有继续累积，环比略有下降。由于巴西浆厂表示将减少对亚太地区纸浆出运了，加上内外浆价再一次出现小幅倒挂，市场预计 3 月中国纸浆进口量可能继续下降。

图表 59：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

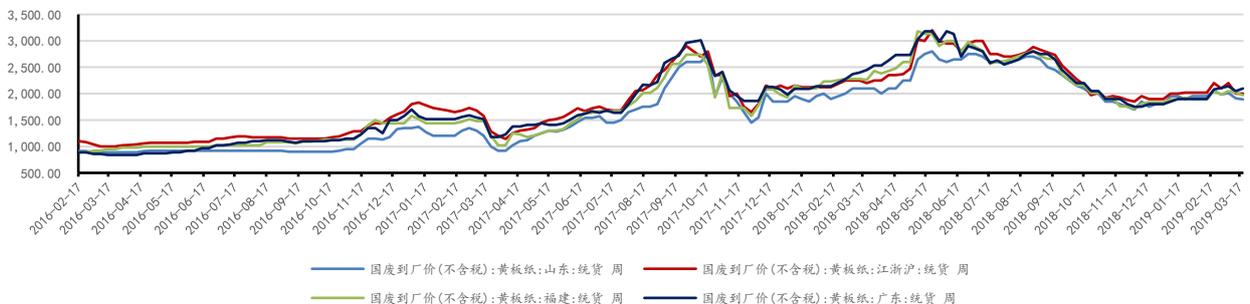
### 2.4 废纸市场：国废价格继续走弱，价格下跌速度有所减缓

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。

正是由于这一《意见》的提出，我国外废进口量接连下降。参考往年数据，我国年均外废进口量逾 2500 万吨，而 2018 年我国外废进口量骤降至 1703 万吨，2019 年已公布的四批废纸核定进口额度接连大幅下降，第四批次外废进口申请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。在此情况下，国内废纸价格一直处于小幅缓慢上行的过程。

不过，由于近期包装用纸价格的持续回落，废纸价格上涨受到抑制。国废到厂价出现了转头向下，上周黄板纸价格继续走弱，不过价格下跌速度有所减缓，截止 3 月 20 日，山东地区黄板纸均价 1890 元/吨，较上周下跌 20 元/吨；江浙沪地区黄板纸均价 2000 元/吨，与上周持平；福建地区黄板纸均价 1970 元/吨，较上周下跌 50 元/吨；广东地区黄板纸均价 2100 元/吨，较上周上涨 50 元/吨。

图表 60：黄板纸价格继续走弱



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 3 总结与建议

一直以来全球和国内主要港口和地区的高库存压力始终是压制纸浆价格运行方向的决定性力量。3月末库存数据公布，国内港口库存出现环比下降，叠加宏观超预期利好，给盘面带来了提振。同时，南美地区浆厂表示将要减少对亚太地区纸浆的出运量，内外浆价再一次倒挂，预计后期国内纸浆进口量可能继续减少，库存压力存在继续释放的可能性。接下来关注的重点，就是国内纸浆需求的改善情况。虽然包装用纸持续承压，龙头企业发布了第三波降价通知，但是文化用纸涨价函逐步落实，需求改善值得期待。

在经历了连续阴跌后，上周期货盘面出现止跌反弹，目前基差已得到修复，短期或遇到一定的上行阻力。中长期看，需要考虑逼仓风险、阔叶木浆价格的支撑作用，以及中加关系可能存在的风险。纸浆仍存在继续反弹空间，反弹高度取决于需求改善情况。



## 油脂油料：美豆止跌回升，连豆市场整体反弹

### 1 外部豆类市场分析

#### 美豆季度库存报告偏空，新季播种面积低于预期

美国农业部于 3 月底公布了美豆季度库存报告和 2019 年作物种植意向报告。美豆季度库存报告显示，截至 3 月 1 日，美国大豆库存为 7390 万吨，比 12 月份减少 27.5%，但比去年同期增加 29%，为历史同期最高值。每年 12 月至 3 月通常是美豆出口的高峰期，尽管中国自去年 12 月开始采购美豆，但美豆同期对华出口量仍大幅下降，这是导致美豆库存居高不下的主要原因。美国农业部在作物种植意向报告中预计，2019 年美国大豆播种面积为 8461.7 万英亩，同比下降 5.13%，而市场此前平均预估值为 8616.9 万英亩。2019 年美国农民种豆意愿下降早已是各方共识，中美贸易战导致美国农民种豆收益不及玉米，农民开始主动调整种植结构，缩减的大豆面积主要转增玉米种植。从 CBOT 大豆市场对上述报告的反应看，市场对美豆面积下降表现得相对冷淡，面积因素对市场的提振效果大打折扣，而如何消化美豆过剩库存才是当前市场关注的重点，也是使美豆反弹高度受限的主要原因。

#### 南美丰产预期更加明晰，全球远期大豆供应保持宽松格局

据农业咨询机构 AgRural 公司称，截止 3 月 29 日，巴西 2018/19 年度大豆收获完成 75%，该机构预计巴西大豆产量为 1.129 亿吨，在机构预测数据中处于偏低水平。分析机构 Safras 预计巴西大豆产量为 1.164 亿吨，较上月预测数据提高 100 万吨；农业咨询机构 Agroconsult 公司预计巴西大豆产量为 1.18 亿吨，高于上月预测的 1.164 亿吨。由此可见，随着巴西大豆收割接近尾声，基于实测的产量数据好于此前的预估数据。虽然巴西大豆产量较上年有所下降，但整体产量规模依然庞大。阿根廷大豆在 2018/19 年度生产周期内，天气条件整体处于正常范围，分析机构普遍评估阿根廷大豆产量有望恢复到 5300 万吨的常年水平，较上年增长幅度超过 50%。此外，地处南美的巴拉圭大豆总产量预计在 1000 万吨左右，也呈现增产状态。整体来看，2018/19 年度南美大豆总产量大幅提升，成为全球大豆供应的可靠保证。

### 2 国内油脂油料市场分析

#### 需求表现不佳，延长豆粕市场弱势周期

本周湖北报告一起非洲猪瘟疫情，国内非洲猪瘟疫情尚未得到有效控制，对生猪养殖的影响仍在持续。生猪存栏量和能繁母猪存栏量均在不断下降，农业农村部发布的数据显示，2 月份能繁母猪和生猪存栏环比数据均创下有统计数据以来最大降幅。根据业内机构对国内生猪养殖重点省份的调研数据看，多省生猪存栏量同比降幅超过 30%。多地养殖户补栏积极性不高，将导致二季度甚至第三季度的猪饲料需求继续保持下降态势。由于豆粕价格长时间处于低价区间，饲料企业从成本角度调整饲料配方，目前豆粕在饲料中的添加比例普遍在 18% 左右的上限水平，但对豆粕需求与价格的提振效果仍然非常有限，这也从另一个角度反映出国内豆粕需求受猪瘟疫情受冲击的程度之大。因此，在国内需求端未有明显改善以前，国内豆粕市场在面对外部整体宽松的供应形势下，很难彻底摆脱弱势周期。

#### 油脂弱势止跌，反弹阻力并未消除

本周国内油脂板块跟随外盘止跌回升，进入小幅反弹状态，其中菜油因有第三家加拿大企业对华出口菜籽受阻而反弹幅度大于豆油和棕榈油。中加菜籽类商品出现的贸易摩擦自上月发生以来就备受市场关注，近期陆续传出有更多加方企业对华出口的油菜籽里含有中方认定的有害成分，市场担忧中方可能切断所有加拿大菜籽类商品对华出口渠道。由于进口加拿大菜籽类商品在国内供应占有重要地位，加方菜籽类商品对华出口受阻将导致国内相关商品原有的供需平衡关系受到较大冲击，各方对菜油和菜粕的看涨热情持续高涨，进而导致菜油与豆油的价差持续

扩大，豆粕与菜粕的价差甚至缩小至历史低位。虽然菜籽油在国内三大油脂中供应压力相对最小，但油脂品种间的强替代性并不支持菜油价格持续反弹。4-5月份预期到港的进口大豆数量在1700万吨左右，国内大豆供应仍有充分保障。一旦中美贸易谈判达成协议，中方将会扩大美国大豆和豆油进口，届时国内大豆供应环境将更趋宽松。因此，在大豆市场缺乏持续反弹动力的大环境下，包括菜籽油在内的油脂板块也很难出现超预期行情。

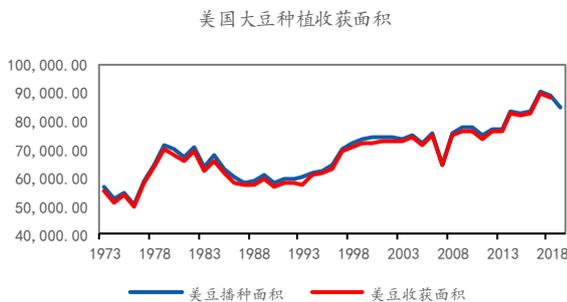
### 3 油脂油料市场操作建议

制约当前美豆价格反弹的关键在于美豆过剩的库存，即使中美达成贸易协议中方取消对美豆加征的额外关税，美豆库存压力在短期内也难得到实质缓解，CBOT大豆价格继续围绕900美分中轴震荡的可能性较大。巴西大豆收割接近尾声，南美天气因素很难再形成炒作热点，南美大豆产量规模庞大，对美豆出口形成较大竞争阻力。国内豆粕需求仍不见起色，缺少需求端拉动的豆粕市场反弹幅度受限。油脂品种基本面差异较大，菜籽油因中加贸易摩擦有望继续保持抗跌状态，豆油和棕榈油供应充裕，不支持价格过度跟涨。

操作上，建议投资者继续关注中美贸易谈判的相关消息，豆粕市场仍未出现明显止跌条件，可短线适当参与，长线抄底做多仍需谨慎。大豆期货受主产区加大补贴力度和种植面积预增及进口大豆价格连续走低等因素影响仍未停止下跌，但下方空间将受限，交易机会并不明显，宜观望思路对待。油脂板块宜区别对待，豆油和棕榈油可等待机会再度进场抛空，菜籽油做空需谨慎。

### 4 油脂油料市场主要数据

图表 61：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 62：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：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