

## 中投期货策略周报 (2019年第15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

#### 刘绅

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:** 近期国内经济数据表现较好, 考虑到货币投放效应的时滞, 以及政策的宽松, 预计4月份经济数据表现恒强, 需求的韧性表现将更加明显, 但当前并不存在供应短缺的品种, 市场并未趋势, 更多是跟随情绪上下波动。

**股指期货:** 两市在市场持续大涨后出现一定程度的回落, 北上资金持续流出, 对市场情绪有一定影响。以大消费类为代表的蓝筹板块持续新高, 成为指数走势的决定性力量, 其走势值得密切关注。考虑到当前指数处于相对高位, 且成交量无法进一步放大, 市场已经出现一定调整迹象, 建议多头继续谨慎, 因止盈或者止损离场的投资者可继续观望, 未入场投资者也可适当观望。中期策略中, 我们建议投资者关注调整结束后的买入机会。

**铜:** 国内“稳增长”效果逐步显现, 则将助力铜价向上, 趋势性行情仍有赖于宏观预期的实质性转暖。铜矿供给受阻、废六类进口受限、以及冶炼厂频繁停产检修, 供给端利多题材丰富, 加上库存低位为上行创造有利条件, 因此铜价将维持高位震荡, 待消费端进一步明朗。

**锌:** 在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势, 随着高利润刺激下, 供应逐步释放。LME库存逐步增加, 锌市转弱得到验证。引燃市场做空情绪, 空头携仓涌入。预计沪锌将继续弱势震荡。

**镍:** 中国商务部对不锈钢反倾销调查及镍低库存对盘面的支撑力量渐弱。在此形势下, 镍铁产能投放的临近, 叠加全球经济下行态势难改, 如果不锈钢需求无法好转的话, 那么中期镍价还有进一步下跌空间。

**黑色金属:** 钢材短期炒作下周一带一路周年庆带来的环保限产, 价格维持震荡偏强, 后期需重点关注需求端走弱。铁矿石方面短期进入消息平静期, 价格更多跟随螺纹走势。焦炭方面面临高开工、高库存与预期好转之间矛盾, 建议逢低多为主。

**甲醇:** 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, 观察2400-2500震荡区间, 耐心等待。

**橡胶:** 天然橡胶供需矛盾突出, 是基本面最差的品种之一。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:** 期货盘面上行受阻后弱势回调, 短期走势或以弱势震荡为主, 目前考验5300位置的支撑力量。从中期来看, 建议投资者关注纸浆注册仓单数量。后期如果注册仓单大幅增加, 则离场观望。如果注册仓单仍然为0, 多单可以考虑入场。

**油脂油料:** 非洲猪瘟疫情导致国内生猪和能繁母猪存栏量大幅下降, 尤其是仔猪供应减少将使未来3-6个月内国内生猪存栏量仍处下降周期, 无法扭转国内豆粕市场需求乏力状态。如果因中美达成贸易协议导致美豆库存集中向中国转移, 国内豆粕市场在供需双重压力下弱势周期可能会被进一步拉长。

**白糖:** 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)。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 4 -
周度策略：工业品普遍回落 短期或延续震荡行情 .....	- 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 房地产投资助力1季度宏观经济企稳 .....	- 6 -
3 流动性：央行续作MLF+逆回购 .....	- 7 -
4 宏观策略 .....	- 8 -
5 股指期货市场分析 .....	- 8 -
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：高位运行 .....	- 11 -
3 铜期货现货数据 .....	- 12 -
锌：基本面沦陷，引发做空热情 .....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 锌：基本面沦陷，引发做空热情 .....	- 14 -
3 锌期货现货数据 .....	- 15 -
镍：全球经济弱势难改 镍价后市还有下行空间 .....	- 16 -
1 行情回顾 .....	- 16 -
2 镍的现货价格信息 .....	- 17 -
3 基本面 .....	- 17 -
4 总结与建议 .....	- 20 -
黑色金属 .....	- 21 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 21 -
2 供需端：供应增加，需求平稳 .....	- 22 -
3 原料端：铁矿石V型调整，焦炭预期转好 .....	- 24 -
4 总结与建议 .....	- 25 -
甲醇 .....	- 26 -
1 甲醇市场供求分析 .....	- 26 -
2 综合分析 .....	- 27 -
3 甲醇期货现货数据 .....	- 27 -
天然橡胶 .....	- 29 -
1 行情回顾 .....	- 29 -
2 基本分析 .....	- 29 -
3 内在逻辑 .....	- 34 -

4 总结建议.....	- 35 -
纸浆：短期弱势调整 关注下方支撑力量 .....	- 36 -
1 行情回顾.....	- 36 -
2 上游市场：纸浆基差回正，内外浆价依旧倒挂 .....	- 36 -
3 下游市场：文化用纸延续发布涨价函.....	- 39 -
4 库存情况：国内 3 月末库存环比下降.....	- 40 -
5 废纸市场：第 5 批废纸进口许可证公示，核准数量回升.....	- 41 -
6 结论与建议 .....	- 41 -
油脂油料：需求乏力，豆粕市场不温不火 .....	- 43 -
1 基本面分析 .....	- 43 -
2 油脂油料市场主要数据 .....	- 44 -
白糖 .....	- 45 -
1 白糖市场供求分析 .....	- 45 -
2 综合分析.....	- 46 -
3 白糖市场主要数据 .....	- 47 -
免责条款.....	- 48 -

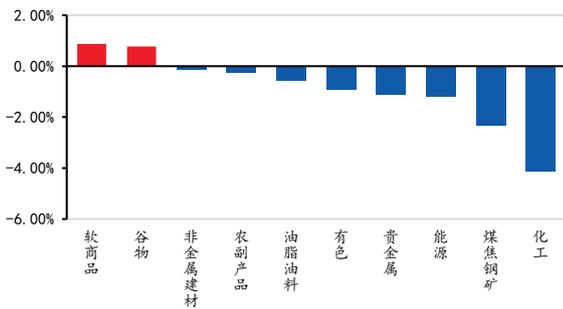
## 期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
强麦	玉米淀粉	棉纱	焦炭	白糖	焦煤	铝	鸡蛋	线材	莱柏
5.44	3.94	2.84	2.07	1.95	1.95	1.77	1.66	1.64	1.50

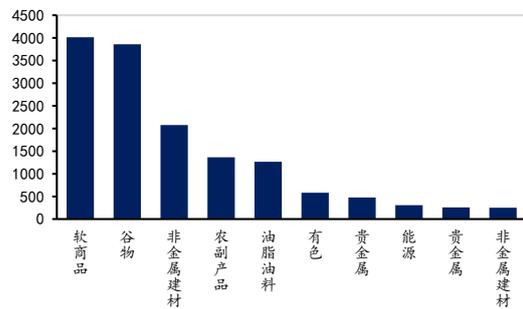
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
苹果	纤维板	动力煤	铁矿石	PTA	橡胶	甲醇	锌	锰硅	晚籼稻
-29.92	-7.93	-5.37	-4.68	-4.52	-3.49	-3.48	-3.20	-2.91	-2.82

图表 1: 商品板块周涨跌幅



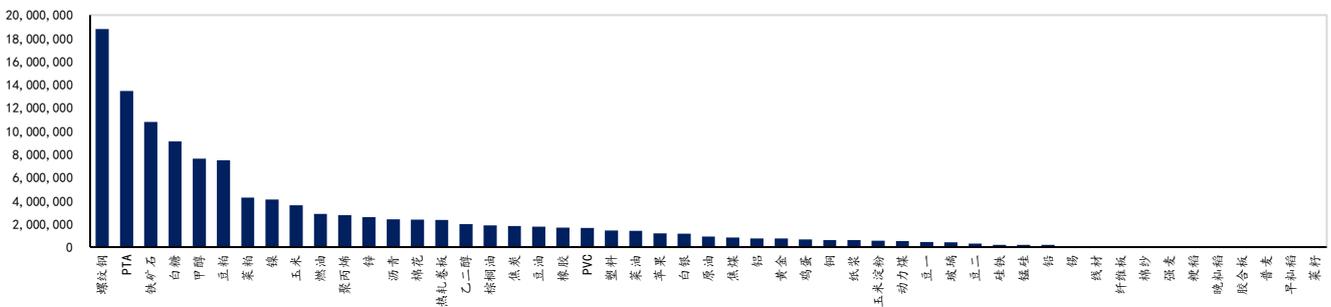
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



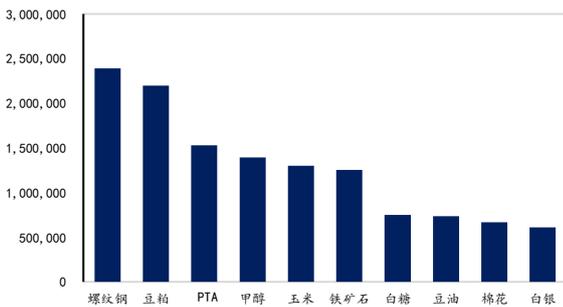
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



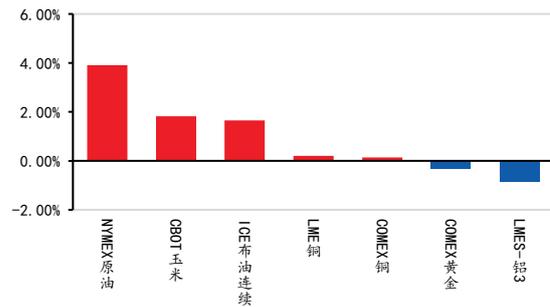
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：工业品普遍回落 短期或延续震荡行情

本周市场继续回落，前期较为强势的铁矿石和锌等品种跌幅较大，铁矿石周度跌幅接近5%，锌的周度跌幅达到4%，下跌最大的是PTA，周度跌幅接近6%，甚至在周三出现跌停行情，这在近期的行情中还是十分罕见的。

周三公布的三月份经济数据出现明显的企稳迹象，但是市场似乎并不买单，因为本周基本上市普跌的行情。我们认为这由两个因素造成的，一个是利好兑现，因为经济数据好转是在预期中的，也被price-in到前期的行情中；另外一个因素是，经济好转，更多的是近期强势政策的结果，总量好转，但是结构并没有明显改善。

1季度GDP同比增长6.4%，高于市场预期值6.3%，与去年4季度持平；分产业来看，1季度第一、二、三产业GDP分别增长2.7%、6.1%和7.0%；其中，第一、三产业增速较去年4季度分别回落0.8和0.4个百分点，第二产业较去年4季度回升0.3个百分点，是经济短期平稳主要支撑项。短期经济的韧性，更多来自于“财政前移”带来的支持。今年1季度，财政支出同比增长15.0%，支出节奏高出历史同期平均水平超过5个百分点，重点投向交通运输等基建类领域。财政加快发力下，基建投资配套资金明显上升，带动1季度社融超预期大增，对经济形成一定支持；但考虑到名义GDP回落、减税规模扩大等影响，上半年“财政前移”，可能对下半年财政发力空间产生影响。伴随CPI通胀压力的逐渐显现，还需密切关注未来政策空间可能受到的压制。

财政前移对基建投资形成支持，制造业投资增速仍在继续回落。1-3月基建投资同比增长2.9%，较1-2月继续回升0.4个百分点，较去年低点已回升2.6个百分点，主要与稳增长背景下，财政支出节奏加快、加大基建类投放有关。今年1季度，一般财政支出中，交通运输、城乡社区事务、农林水事务等基建类支出增速，分别高达47.4%、22.8%和14.6%，在主要财政支出项中位居前列。1-3月制造业投资同比增长4.6%，较1-2月回落1.3个百分点，较去年底已大幅回落4.9个百分点。

房地产市场继续一枝独秀，成为经济增长的决定性力量。3月地产新开工回升、推升地产施工面积和投资增速，或与近期热点一二线城市销售回暖提振等有关。1-3月，房地产开发投资增速抬升0.2个百分点至11.8%；其中，新开工面积增速抬升5.9个百分点至11.9%，带动施工面积增速改善1.4个百分点至8.2%。新开工增速的回升，一方面与3月新开工的季节性改善有关，另一方面，或与近期一线和部分二线城市销售回暖带动房企加快新开工有关。全国范围来看，三线及以下城市的拖累下，全国商品房销售和拿地等领先指标，改善幅度相对有限、当前仍为负增长，后续表现有待进一步跟踪观察。

1季度经济数据整体好于预期，但结构上仍然是地产及相关产业链偏强，制造业、消费等经济的核心部门偏弱，这一结构与政策的期望相去甚远。12月中央经济工作会议以来，政策的基调更倾向于“稳经济”，核心意图在于熨平经济短周期的大幅波动，无论是向上还是向下的大幅波动。在当前经济处于政策合理区间内，一方面，基本面的这一结构面临政策纠偏的概率上升，地产偏强的结构可能难以长期持续。另一方面，经济的新动能仍需要政策层面的推动与促进，即当前中长期结构转型的重要性在边际提升。短期来看，经济可能“没那么差”，但是如果经济仅仅依靠财政前移，房地产市场繁荣等因素，结构改善难以实现，下半年经济表现可能不如预期的那么好。

美股距离历史高位仅半步之遥，持续的上涨以及超低的波动率仍在延续，全球市场风险偏好依然高亢。但三月份经济数据之后，工业品走势普遍较为弱势，少部分连续下跌的工业品小幅回升。3月份高达11.8%的房地产投资增速是经济回暖的主要力量，但是民间投资增速从7.5%降至6.4%，消费也没有出现明显回升，房地产投资回升对制造业形成一定挤出效应。整体看经济回升，但是结构改善不明显。除非房地产再度超预期，否则经济难有超预期表现，因此，在经济数据改善的情况下，工业品维持震荡概率较大。但是按照目前的形势，下半年经济可能低于预期，因此需要关注这种可能性对市场的影响。

## 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 17 日	法国和比利时拒绝支持与美国的新贸易谈判	因担忧贸易问题影响 5 月选举，法国投票反对与美国展开贸易谈判，同时比利时政府因与法国看法接近而弃权。欧盟内部出现历史罕见的重大意见分歧	欧美贸易问题对全球贸易形势影响很大
	4 月 16 日	央行一季度例会增加“保持战略定力”描述，强调把好货币供给总闸门	不搞大水漫灌，提到 M2 和社融增速要与名义 GDP 增速匹配，新增“推进利率等关键领域改革”措辞，强调高水平双向开放。	4 月份的金融数据值得关注
数据	4 月 19 日	欧元区 4 月主要 PMI 均不及预期	欧元区 4 月综合和服务业 PMI 初值为 3 个月低点，制造业 PMI 九个月来首现反弹，但仍低于荣枯线。	全球经济弱势状况依然明显
	4 月 19 日	美国 3 月零售销售环比增长 1.6% 创一年半新高！	美国 3 月零售环比增长 1.6%，高于前值-0.2%和预期值 1%，创一年半来新高	美国劳动力市场繁荣，需求相对较好
事件	4 月 18 日	郭台铭参加 2020 年台湾地区领导人	台湾鸿海集团董事长郭台铭宣布参加国民党 2020 初选	郭台铭如果当选，将大举改善两岸关系

资料来源：中投期货研究所

### 2 房地产投资助力 1 季度宏观经济企稳

2019 年我国宏观经济开局平稳，1 季度 GDP 增速为 6.4%，高于市场预期 0.1 个百分点，较 2018 年同期下行 0.4 个百分点，较 2018 年全年下行 0.2 个百分点。综合以上信息，对 1 季度 GDP 增速的准确描述应该是“1 季度 GDP 增速下行幅度低于市场预期 0.1 个百分点”。这句话包含两个层面的信息：一是 1 季度 GDP 增速下行方向符合市场预期；二是 1 季度 GDP 增速下行幅度低于市场预期。首先，1 季度 GDP 增速下行方向符合市场预期。对 1 季度 GDP 增速形成拖累的主要是出口、消费与制造业投资。出口方面，1 季度出口金额累计同比为 1.40%，较 2018 年同期及全年分别下行 12.3、8.48 个百分点。1 季度进口金额累计同比为-4.8%，较 2018 年同期及全年分别下行 24.24、20.64 个百分点。从月度数据看，1 季度出口金额月度同比波动较大，主要受春节效应，以及中美贸易战导致的基数效应的影响。受全球宏观经济增速见顶，人民币汇率偏强震荡影响，叠加考虑 2018 年基数效应，预计 2019 年出口增速总体承压。进口方面，在中美年贸易战阶段性缓和的背景下，随着宽货币向宽信用传导进程的不断推进，内需会有一定程度好转，但是考虑到 2018 年基数较高，预计 2019 年进口增速不会太高。

消费方面，1 季度社会消费品零售总额累计同比为 8.3%，较 2018 年同期及 2018 年全年分别下行 1.50、0.68 个百分点。在居民收入稳定增长的背景下，1 季度社会消费品零售总额累计同比下行的原因可能是房价高企使得居民债务率维持在较高水平。从结构上看，受房地产销售回暖

的影响，家具类、家用电器类以及建筑装潢材料类增速较高；在政府逆周期调节政策的引导下；汽车类消费降幅收窄，在国际油价上行的影响下，石油及其制品消费保持较高增速。

与 2018 年相比，制造业投资上行乏力。1 季度制造业投资累计同比为 4.6%，虽然较 2018 年同期上行 0.8 个百分点，但是较 2018 年全年下行 4.9 个百分点，创 2018 年 4 月以来新低。制造业投资上行乏力的原因主要包括：工业企业利润总额累计同比下行；在外需疲软的背景下，出口面临较大压力；2018 年制造业投资增速较高，存在高基数效应。

1 季度房地产投资累计同比为 11.8%，较 2018 年同期上行 1.4 个百分点，较 2018 年全年上行 2.3 个百分点，创 2014 年 12 月以来新高。剔除价格因素的实际累计同比为 7.92%，较前值上行 4.03 个百分点，创 11 个季度新高。3 月商品房销售面积累计同比为 -0.9%，而 3 月商品房销售额累计同比为 5.6%，表明近期商品房的购买者主要是刚需，在“房住不炒”政策的严格调控下，投机行为大为下降，投机空间大为压缩，房地产调控政策取得良好效果。此外，值得一提的是，限额以上消费中，房地产系消费增速较高，表明房地产在助力稳投资的同时，还助力稳消费，是 1 季度宏观经济企稳的重要支撑力量。

### 3 流动性：央行续作 MLF+逆回购

4 月 17 日，央行发布公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，根据当前流动性需求的期限结构，当日，人民银行开展 1600 亿元 7 天期逆回购和 2000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为 2.55% 和 3.30%，与此前持平；当天有 3665 亿元 1 年期 MLF 到期，实现流动性净回笼 65 亿元。此前一天，4 月 16 日，央行在连续 18 天暂停公开市场操作后重启逆回购操作 400 亿元。4 月 16 日、17 日，公开市场实现净投放 335 亿元。

“MLF 减量续作+逆回购”组合背后，体现了央行货币政策操作的微调。考虑到宏观基本面、央行货币政策的倾向以及市场整体的流动性，可能不需要全额续作 MLF 进行对冲，而是长短结合，进行一部分的短期投放，在保证市场整体流动性的基础上，对其进行结构性的调整。

为对冲 1 年期 MLF 到期和后续的缴税压力，央行通过“部分续作 MLF+开展逆回购”的方式实现小额流动性净回笼，弥补资金缺口。在历经一年的货币政策稳健偏松后，融资条件和经济基本面情况都出现了企稳回升的迹象，3 月份社会融资数据超预期，一季度经济数据回暖，货币政策在稳健取向不变下从偏松的位置回摆，公开市场操作也相对谨慎，以对冲流动性缺口为主要目标。

近日召开的中国人民银行货币政策委员会 2019 年第一季度例会重新提及“把好货币供给总闸门”，强调“不搞大水漫灌”。“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’的政策思路在一季度的公开市场操作中已经有所体现。一季度以来，央行公开市场操作更偏谨慎。1 个月内连续两次降准后，央行又多次连续多日暂停逆回购操作，货币政策进入了观察阶段，前期大额长期资金释放后央行暂时关闭了中长期流动性投放的窗口。本次部分续作 MLF 体现了流动性投放结构调整的特征。中长期流动性投放更多对应着对信贷的支持，一季度，信贷和社会融资数据大幅提振后，货币政策委员会例会重提“把好货币供给总闸门、不搞‘大水漫灌’”和防风险，缩小中长期流动性投放来给信贷市场降温成为货币政策选择。

## 4 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。

## 5 股指期货市场分析

### 指数震荡偏强

本周沪指维持10天线上方的高位强势震荡，创业板延续调整态势，围绕20天线构筑平台，周线沪指下探5周线得到支撑，创业板回撤考验10周线，两市收出长下影。目前沪指处于箱体的上轨，连续震荡但没有向上突破，同时MACD仍未金叉，由于成交量没有放大，如果无法有效上冲，可以维持震荡思路。

统计数据年初以来两市总市值增加15.77万亿元，涨幅达36.27%，目前沪指市盈率14倍，沪深300只有市盈率13倍，分别处于历史以来的52.15%、61.72%分位，整体的估值水平处于中间位置。

中国结算最新数据显示，截止3月末，沪深两市投资者数目达1.51亿，历史上首次突破1.5亿，其中3月新增投资者数目环比增加103%，达到惊人的200万名以上。回顾历史可以发现，近三年以来有3次新增投资者数目超过200万人，这三次都发生在3月。这或许表明，3月份通常都是股民积极入市的重要时刻。总体来看，这三年分别是2016年3月的229万人，2017年3月的233万人和2019年3月的202万人。

截至4月15日，两融余额达到9684亿元，距离万亿大关越来越近。

### 继续紧盯美股走势

3月份经济数据超预期，以及超出市场预期的金融数据是市场上涨的主要推动力，但是不容置疑的是，外围市场走势对市场影响极大，尤其是美股的走向，基本上代表了市场的风险偏好程度。

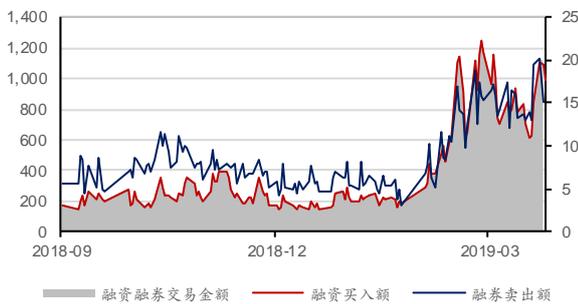
得益于美国经济数据和一系列企业财报向好，美股周四收涨。截至目前，纳指、标普和道指距离去年创下的历史高位近一步之遥。然而随着交易量持续低迷，市场怀疑股市的复苏究竟还能坚持多久。根据道琼斯市场数据，本周一包括纽约证券交易所和纳斯达克交易所在内的综合交易量只有57亿股，创下去年9月10日以来新低，还不及平安夜交易半天的水平；如果以10天平均值计算，则为9月12日以来新低。如果交易量在后半个月还未有起色，那么4月的平

均交易量可能会创下 2013 年以来最差的 4 月表现。

当前的美股走势与去年 12 月份极其相似，波动性和流动性之间的负相关性随着时间的推移变得更强烈，随着波动性上升，市场深度呈指数下降，加剧了价格走势。为什么 2018 年四季度的抛售以及随后的反弹如此剧烈？答案在于市场流动性。

中期而言，由于宏观经济仍在下行趋势中，微观层面企业盈利的底部 需要更长时间才能探明，而前期融资与信贷数据的回暖讯号能否构成趋势 也有待更进一步的确认，单纯靠情绪和资金推动、缺乏基本面支撑的行情 并不能长远。因此，我们认为中长期来看 A 股市场整体仍在震荡反复的区间中，并且不排除后续出现更大幅度调整的可能。

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



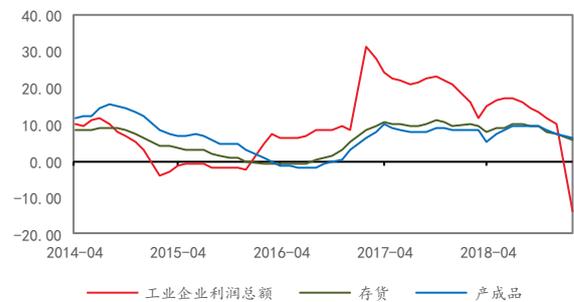
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

#### 矿山产能有限

2019 年新增的铜矿产能有限，预计新增铜矿 50 万吨，增幅 2.4%，增幅将下滑；其中海外的增量主要来自于 First Quantum 的 Cobre Panama (15 万吨)，而印尼 Grasberg 铜矿的作业方式将从露天开采转向地下开采，因此预计产量下滑 28 万吨。根据安泰科数据，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%。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，叠加智利，秘鲁等铜矿生产地强降雨即使不时出现的海外铜精矿生产干扰率上升，而引接市场全球铜矿市场供应偏紧预期，当前全球铜资源开发勘探遭遇瓶颈。总的来说，矿端的紧张比预期来得快，增加供应端不确定性。

中国 3 月进口铜精矿 177 万吨，同比增加 10.6%。中国 3 月进口未锻轧铜及铜材 39.1 万吨，环比增 25.7%，较上年同期的 43 万吨则增加 26.5%。

#### 废铜供应偏紧

据海关数据统计显示，2019 年 2 月，中国进口废铜实物量 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，废铜供给将继续收窄。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。2019 年上半年，“废六类”作为非限制类正常进口，因此可以弥补“废七类”的损失。但下半年，“废六类”转为限制类，预计进口量将回落。而且国内回收依然受环保、资金等诸多因素制约，因此下半年国内废铜供应总体仍将是偏紧的格局。

#### 精炼铜产量下降

国内电解铜产量为 75.11 万吨，预计 4 月产量为 68.78 万吨，环比下降超过 6 万吨，降幅达 8.41%，同比也有将近 5 万吨的下滑。4 月，国内多家冶炼厂集中检修，包括东营方圆、阳谷祥光、新疆五鑫铜业、赤峰金剑、金隆铜业、山东恒邦、豫光金铅，金昌铜业。总计影响产量约 6 万吨，持续时间多在 40 天左右。除此之外，二季度还有中原黄金和福建紫金检修，二季度总计影响产量约 12 万吨。因集中检修导致今年二季度电解铜产量减少明显，在消费复苏之际对铜价形成有力支撑。

另外，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，2019 年国内冶

炼产能继续扩张，加剧了对原料的争夺，今年境外矿山供应端干扰频出，加工费从高位 90 迅速滑落至 80 以下，成交重心刷新三个季度以来的新低，市场成交基本围绕 75 美元/吨左右，低位甚至有 70 美元/吨的报盘。冶炼厂利润收缩，生产积极性有所下降，这也是导致精铜产量下降的部分原因。

### 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，中汽协数据显示，3 月全国汽车销量为 252 万辆，同比下降 5.2%。其中，乘用车产销量分别完成 209 万辆和 201.9 万辆，环比分别增长 83.3%和 65.6%，同比分别下降 5%和 6.9%，观察到降幅明显收窄。2019 年一季度，全国乘用车产销量分别完成 522.7 万辆和 526.3 万辆，比去年同期分别下降 12.4%和 13.7%。新能源汽车方面，3 月产销量分别完成 12.8 万辆和 12.6 万辆，同比分别增长 88.6%和 85.4%；一季度新能源汽车产销量分别完成 30.4 万辆和 29.9 万辆，比上年同期分别大幅增长 102.7%和 109.7%，但基数仍十分有限，对铜需求拉动有限。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。房地产投资回落是大概率事件，但整体仍有韧性，而且如果放松房企融资政策和限价令，房企资金周转压力将有所缓解，竣工增速也有望回升，对铜消费有所支撑。电网基本建设投资完成额累计值 244 亿元，同比大幅下滑 9.0%，在基建政策提振预期下，国内铜消费出现大幅下降的概率不大。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。

## 2 结论：高位运行

国内“稳增长”效果逐步显现，则将助力铜价向上，趋势性行情仍有赖于宏观预期的实质性转暖。铜矿供给受阻、废六类进口受限、以及冶炼厂频繁停产检修，供给端利多题材丰富，加上库存低位为上行创造有利条件，因此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



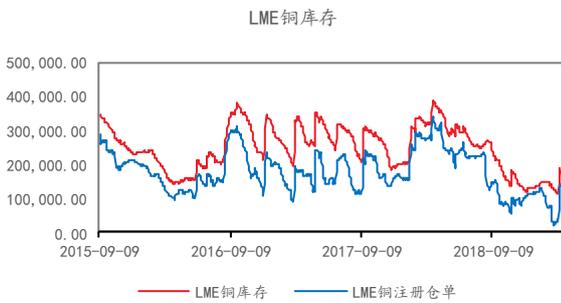
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 上海保税区铜库存



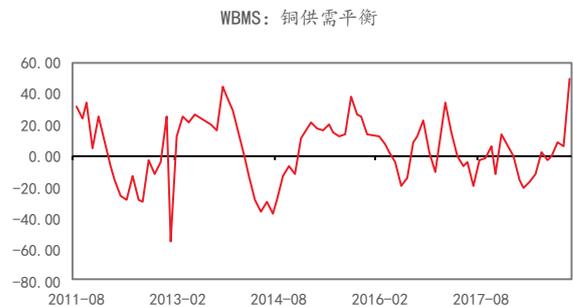
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



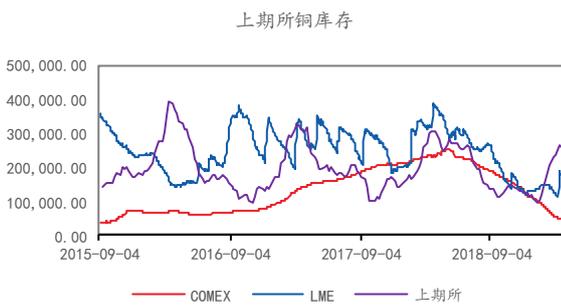
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：基本面沦陷，引发做空热情

### 1 锌：影响因素

#### 国内外锌矿资源充足

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，其中 New Century 2019 年第一季度锌产量较 2018 年第四季度增长 50.4%，达到 18170 吨。其他还有，Rmpura Agucha 的地下开采量将在 2019 年持续回升，此外印度斯坦锌旗下的 Sindesar Khurd 和 Zaward 项目也计划于 2018 年四季度和 2019 年一季度扩产。新星的 Myra Falls 于 2018 年 6 月公布复产计划后，2019 年有望达到稳定生产 3 万吨/年。2018 年投产以及恢复运行的矿山已正式投产，精矿产量持续稳定增加，预计二季度精矿的供应仍维持宽松的状态。增产主要来自澳大利亚昆士兰州的 Century 锌矿，自 2018 年 8 月开始，整体增加海外供给，国外锌矿山自 2017 年开始恢复性增长下，2019 年仍有较多新增扩建投产，旨在达到 1500 万吨/年的目标。New Century 目前正努力跻身全球十大锌生产商之列。随着海外矿山复产及新建项目进入稳定的生产阶段，海外锌精矿供应将稳步增加，这为锌矿进口提供了良好的基础，叠加国内精矿产量同比仍有下降趋势，预期一季度及未来二季度精矿进口量仍维持较高水平。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）。

国内锌精矿产量也在增加但仍将维持缓慢之势，环保及安全仍是限制各地矿山增量的主要因素。其中，湖南湘西花垣地区 2018 年基本整年处于整改阶段，此部分减量近 10 万金属吨，且内蒙等北方地区受矿山品味下滑等因素影响，产量亦有小幅减少。据 SMM 梳理下来，2019 年在不考虑减量情况下，预计增量 10 万吨以上。整体上来看，2019 年国内锌精矿增量仍有限。

#### 利润抬升，将刺激产量

中国海关及国家统计局数据显示，仅表观消费（产量+净进口），1-2 月国内整体精锌供应减少 8 万吨。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。3 月尽管国内精锌环比产出有一定回暖，但中下旬刚刚试运行的湖南三立及水口山第一条生产线通电所带来的合计 25 万吨/年产能却无法有效投放当月；国内锌冶炼龙头株冶集团于去年底关停了位于株洲市的产能为 30 万吨的旧厂。新冶炼厂位于衡阳市，试产已经完成，今年二季度开始达产，预计全年产能 25 万吨。届时冶炼产能瓶颈得到缓解，锌锭产量将有所回升。根据 CRU 报告显示，预测 2019 年一季度全球精炼锌缺口为 0.3 万吨左右，二季度则为过剩 1.1 万吨。

在锌精矿加工费开始拉涨至历史新高下，现货进口矿加工费主要报价已经上涨至 255 美元/干吨，较 2018 年底的 170 美元/干吨上涨幅度近 50%。国产矿平均加工费则从 5650 元/吨上涨至 3 月底的 6950 元/吨，为 2016 年 4 月以来的最高值。高利润水平在未来有较大概率向均值回归。加工费进一步上抬至历史高位，炼厂利润可观，刺激生产开工预计 3 月国内精炼

锌产量有所增加。短期冶炼厂产能仍受到环保、检修等各项因素的制约，但随着由于冶炼利润处于高位，冶炼厂开工积极性高，产量将增速放量。

### 库存突增，引燃做空

本周 LME 锌库存突增逾万吨击溃了长期以低库存为强支撑的外盘基本面，伦锌盘中暴跌超 3% 为敬。LME 锌库存呈现持续增加至 7.3 万多吨，周涨幅 68%。当前冶炼费维持高位，加大了开工力度，产量又增加的趋势；下游旺季处在旺季不旺，库存出现累计现象，引燃市场做空情绪，空头携仓涌入。

### 旺季不旺

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。市场成交量和开工率能够直观得反映出市场交投的冷热，一方面能为钢厂调整生产指明方向，另一方面也能为贸易商调节库存指点迷津。尽管一季度全国镀锌成交量在 3 月中旬达到最高点，月度日均成交量达到 19583 吨，当前处于正常的成交水平。

2019 年房地产投资继续回落是大概率事件，而且 7 月政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”，因此地产调控也难以大幅放松，但如果放松房企融资政策和限价令，房企资金周转压力将有所缓解，竣工增速也有望回升，对锌消费有所支撑。对于今年 3-5 月份的传统消费旺季，消费难持乐观预期。据中国汽车工业协会统计分析，中汽协数据显示，3 月全国汽车销量为 252 万辆，同比下降 5.2%，连续 10 个月下跌，呈现断崖式下跌状。总的来说，汽车市场 2019 年下半年可能出现一定程度的边际改善，但同比难以乐观。房地产短期看平，中长期看淡。下游消费弱将限制沪锌的上行空间。

## 2 锌：基本面沦陷，引发做空热情

在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势，随着高利润刺激下，供应逐步释放。LME 库存逐步增加，锌市转弱得到验证。引燃市场做空情绪，空头携仓涌入。预计沪锌将继续弱势震荡。

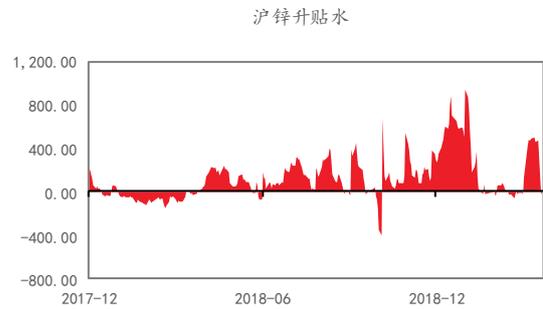
### 3 锌期货现货数据

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

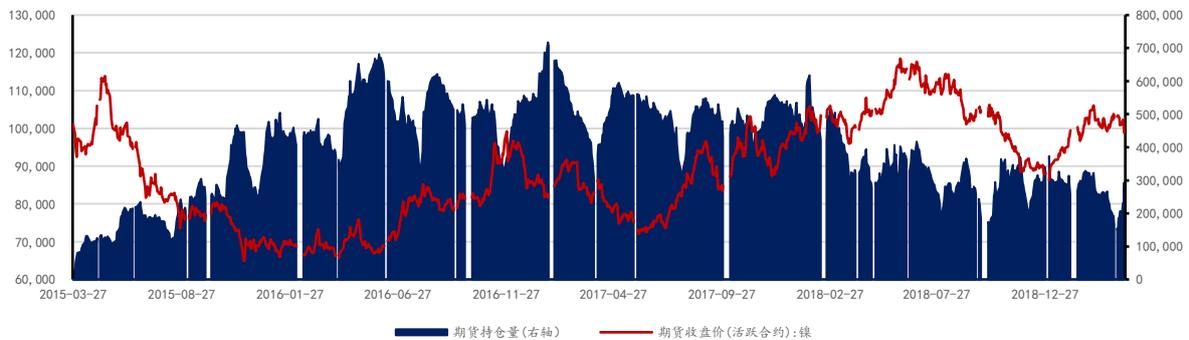
## 镍：全球经济弱势难改 镍价后市还有下行空间

### 1 行情回顾

上周周一至周三主力合约震荡后，周四盘面大幅下挫，单日内下跌 2.44%，击穿下方支撑位，周五跌势企稳。欧洲地区经济数据公布，领头羊德国 PMI 荣枯线以下，有色板块集体承压。镍作为基本面已经转弱的品种，在此情况下领跌有色板块。上周沪镍主力合约最高价 102540，最低价 98610，周度跌幅 1.9%；伦镍最高价 13160，最低价 12625，周度跌幅 2.78%。

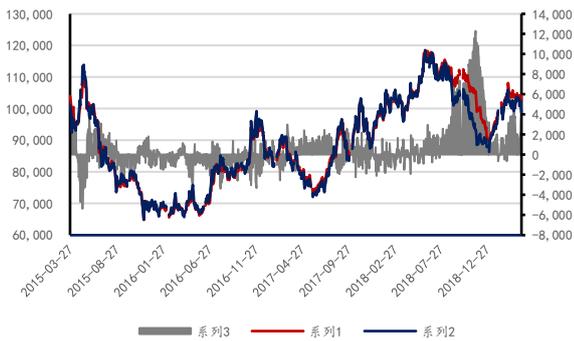
上周伴随着周尾盘面的大幅下探，镍基差向上扩大，总体处于前高的中部位置。电解镍进口盈利窗口打开，沪伦比偏低。

图表 21：沪镍主力合约量价变动



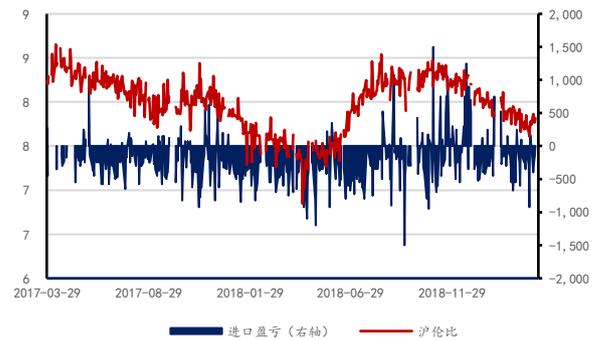
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：沪镍基差变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：镍期货沪伦比和进口盈亏



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2 镍的现货价格信息

图表 24：镍现货价格信息

	2019/4/18	2019/4/10	周度变动	变动幅度
电解镍	100750	103750	-3000	-2.89%
金川镍	101550	104050	-2500	-2.40%
俄镍	99950	103400	-3450	-3.34%
高镍铁	997.5	1020	-22.5	-2.21%
低镍铁	3300	3300	0	0.00%
硫酸镍	26500	26500	0	0.00%
LME 库存	176292	179442	-3150	-1.76%
SHFE 库存	8714	7678	1036	13.49%
沪伦比值	7.81	7.84	-0.03	-0.38%

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 3 基本面

世界金属统计局（WBMS）公布报告显示，2018 年全球镍市供应过剩 2.7 万吨。2017 年全年供应短缺 4.13 万吨。截至 2018 年 12 月底，LME 可报告镍库存较 2017 年底减少 16 万吨。2018 年，全球精炼镍产量为 227.2 万吨，需求量为 224.5 万吨。

### 3.1 上游：镍矿供应充足

2018 年全球镍矿产量 230 万吨（镍金属量），同比增长 6.48%。全球镍矿的供应在 2012 年以后出现了收缩迹象，2016 年镍矿产量筑底，目前进入缓慢回升通道。中国镍矿储备几乎全部都是硫化镍矿，红土镍矿主要依赖从印尼和菲律宾进口。2019 年 2 月，中国进口镍矿砂及精矿 2159066.88 吨（实物吨），环比减少 10%，同比增加 40%。菲律宾雨季结束镍矿供应逐渐恢复，将逐渐进入 4-11 月的供应充足期；印尼已经到期的镍矿出口配额陆续在重新获得批复。截至 3 月末，国内主要港口和地区镍矿库存 1063 万吨，环比下降 5.9%，同比上升 33.51%。国内镍矿供应无虞。

图表 25：全球镍矿供应增速缓慢回升



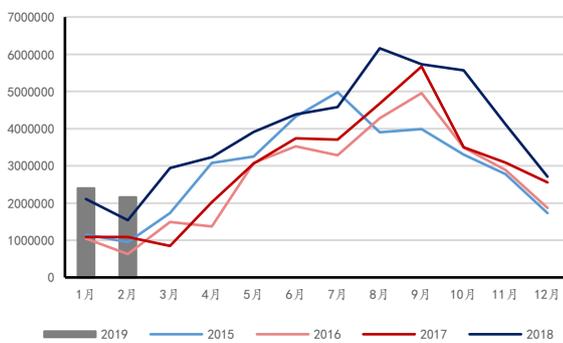
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



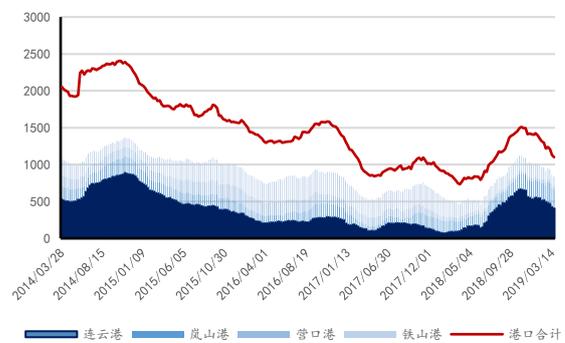
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：中国镍矿砂及精矿进口季节图表



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：中国主要港口镍矿库存下降



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3.2 中游：镍铁供应压力渐近 电解镍低位库存

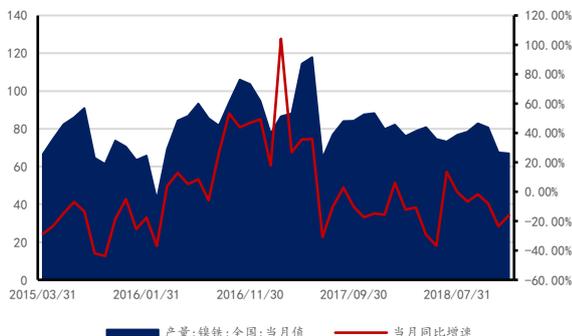
截止 2018 年 12 月末，我国镍铁产量 66.98 万吨，当月同比减少 16.02%，环比减少 0.7%。我国的进口镍铁主要来自于印尼，2019 年 1 月中国进口镍铁 154095.36 吨，同比增加 68.04%，环比增加 9.13%。其中有 110442.71 吨来自印尼，占比 71.67%。

自 2014 年印尼禁止原矿出口以后，大量国资企业赴印尼建立镍铁生产企业，但是由于镍价的持续低迷，镍铁产能投放受到抑制。直至 2016 年国际镍价筑底企稳，印尼镍铁产能开始逐渐释放。由于国内在镍矿成本和生产成本方面都高于印尼，国内镍铁产能利用率长期低位运行。以镍铁生产大省山东为例，近三年山东地区镍铁产能利用率均值为 31%。2019 年一季度，由于印尼镍铁产能投放延后，短期供应偏紧，镍铁冶炼企业利润可观，国内镍铁产能利用率有所回升。但是，预计印尼产能投放将集中在二季度，而国内山东鑫海新建 48000KVA 矿热炉前三台已经陆续 2019 年 1~2 月份陆续出铁，剩下 4 台预计 6 月投产。镍铁中期供应压力渐近。

2018 年 12 月中国电解镍产量 25335 吨，当月同比增加 11.93%，1-12 月累计产量 179972 吨，累积同比增加 6.41%。2019 年 2 月，中国进口精炼镍及合金 12191.02 吨，同比减少 17.12%。国内电解镍产量略有回升，进口量低位运行。截止 4 月 9 日，LME 镍库存 179442 吨，上期所镍期货库存 7713 吨，LME 注册仓单今年迄今下降 11%，为 2012 年以来最低，上期所库存自去年

11月以来下降一半。电解镍的低库存也成为镍价走势支撑力量之一，不过总体来说镍长期以来一直处于去库存状态，低库存的支撑力量有限。

图表 29：中国镍铁产量增速负增长



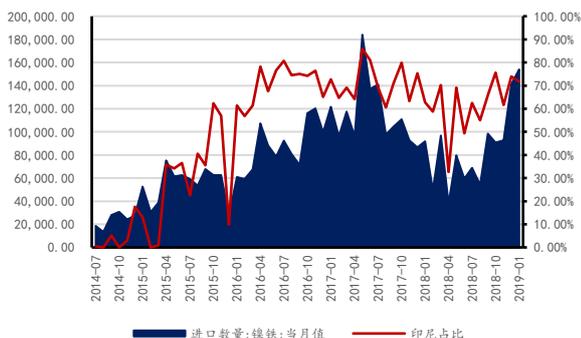
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁产量和产能利用率



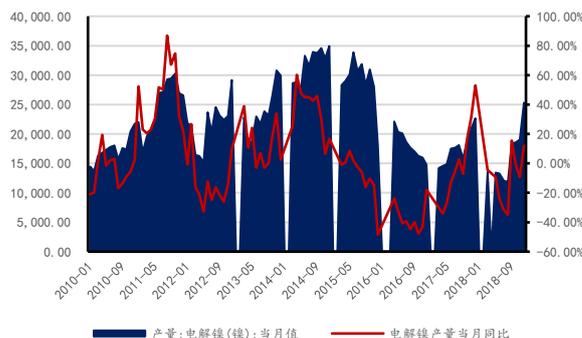
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国对印尼进口镍铁量维持高位



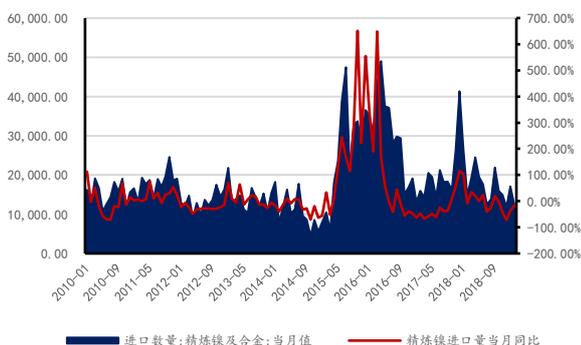
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：中国电解镍产量变化



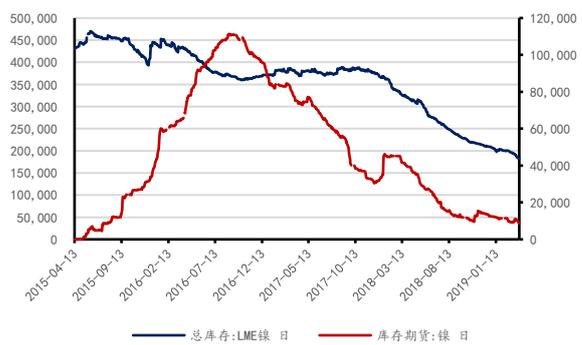
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：中国精炼镍进口量变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：电解镍库存



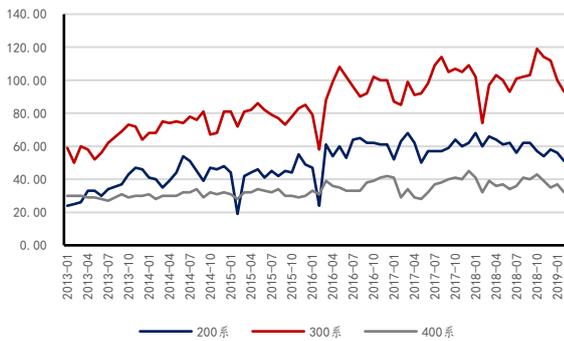
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3.3 下游：不锈钢需求不振库存累积

中国不锈钢产量占据全球不锈钢的半壁江山，其中 300 系不锈钢含镍量最高约 8-10%，200 系不锈钢含镍量中等 3.5-5.5%，400 系不锈钢几乎不含镍。国内 200 系和 400 系不锈钢产量从

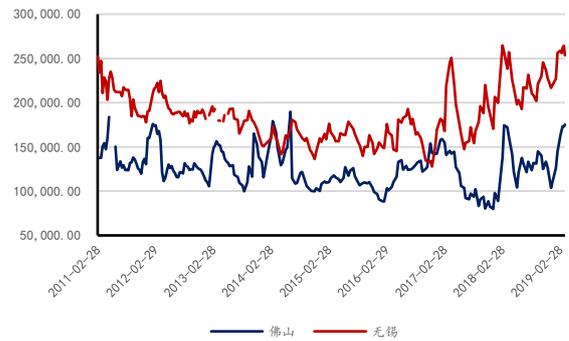
2018 年年初开始逐渐下降，而 300 系不锈钢产量在 2018 年底也冲高回落。2019 年 2 月中国 200 系不锈钢产量 51 万吨，300 系不锈钢产量 93 万吨，400 系不锈钢产量 32 万吨。在产量下降的同时，由于不锈钢需求不振，国内主要地区的不锈钢库存持续攀升，截止 2019 年 3 月 29 日，佛山不锈钢库存 175000 吨，环比增加 1.21%，同比增加 1.69%；无锡不锈钢库存 253300 吨，环比减少 4.13%，同比增加 6.34%。

图表 35：中国不锈钢产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：不锈钢库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 4 总结与建议

从镍的整个产业链来说，中国上游的红土镍矿来源于两个国家：印尼和菲律宾，印尼已经到期的镍矿出口配额陆续在重新获得批复，菲律宾雨季结束镍矿供应逐渐进入供应增加的 4-11 月份，国内镍矿总体供应充足。镍铁一季度供应偏紧，国内镍铁冶炼利润可观开工率上升，但是印尼镍铁产能将集中在 2 月份投放，供应压力增加。然而，下游的不锈钢需求在消费旺季表现不如预期，无锡、佛山两地库存节后持续增加。下游钢厂多在观望，不锈钢价格承压下跌。整个产业链供应增加需求不振的格局明显。

上周现货市场俄镍供应偏紧，俄镍升水出现上升现象，不过由于进口窗口的打开，预计供应偏紧不会持续。目前来看，国内镍铁产能加快投放，山东鑫海新增镍铁产能最后两台炉投产，投放进度快于之前预期的五至六月份，至此山东鑫海新增的 8 台镍铁产能已全部投产。内蒙古奈曼经安新增镍铁产能可能提前至 2019 年 7 月份投产。印尼方面，虽然 4 月 12 日印尼苏拉威西地区发生 6.8 级地震，地震爆发时电力系统自动断电保护装置启动，多个镍铁生产企业停电，但随后供电已经逐步恢复。铁镍生产企业生产没有受到影响，印度镍铁产能投放进度符合预期，集中投产时间或在二季度。市场预计，2019 年中国和印尼镍铁产能增幅可能高达 20 万镍吨/年。

中国商务部对不锈钢反倾销调查及镍低库存对盘面的支撑力量渐弱。在此形势下，镍铁产能投放的临近，叠加全球经济下行态势难改，如果不锈钢需求无法好转的话，那么中期镍价还有进一步下跌空间。

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周公布一季度经济数据，前期数据利好预期兑现，钢材价格高位盘整后出现回调，但下周一带一路周年庆活动，北方地区特别是邯郸、唐山地区开始环保限产活动，钢材价格回调后又快速拉升。在需求仍未明显走弱情况下，钢材价格表现韧性十足。铁矿石方面，Vale 3000万吨的Brucutu矿区复产，价格出现明显调整，但随着周五夜盘钢材市场价格回升，铁矿石也出现较大涨幅，价格弹性较高。焦炭方面本周随着焦企库存下降，以及市场对山西地区的环保预期，多数焦企提涨100元/吨，下游钢厂目前尚未接受。焦炭目前是高开工、高库存与远期预期好转的博弈。

本周一季度经济数据整体好于市场预期，与财政支出的大幅前移以及宽货币、宽信用的政策有关。具体数据方面，中国一季度GDP同比6.4%，预期6.3%，前值6.4%；1-3月规模以上工业增加值同比6.5%，预期5.6%，前值5.3%，3月规模以上工业增加值同比8.5%，预期5.9%，前值5.3%；1-3月城镇固定资产投资同比6.3%，预期6.3%，前值6.1%，其中制造业投资累计同比较1-2月下滑1.3%至4.6%，基建投资（不含电力）同比增速较1-2月回升0.1%至4.4%，地产投资同比增速较前值回升0.2%至11.8%，超出市场预期；1-3月社会消费品零售总额同比8.3%，预期8.3%，前值8.2%，3月社会消费品零售总额同比8.7%，预期8.4%，前值8.2%。宏观数据向好的可持续性，仍有待4月份数据进一步验证。

4月19号中央政治局会议不再提六个“稳”，三个季度来第一次，并且重申“房住不炒”，反危机状态告一段落，改革议题提上日程，需求还要稳，但有新提法，杠杆还要去，坚持结构性。整体看，释放的信号偏空一些，我们从近期央行公开市场操作也可以看出，有收紧的迹象。

行业来看，下周北京举行一带一路周年庆，本周出台环保政策文件较多。《徐州市大气污染防治条例》将于5月1日施行，《条例》规定了重污染行业秋冬季错峰生产制度。以能耗高、污染物排放量大的钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等行业为重点，制定错峰生产方案。同时要求在排污许可证副本中载明排污单位错峰生产要求，既让企业能够合理安排生产计划，也让错峰生产更具有可操作性。

山东省政府召开的大气污染重点整治专项行动会议消息，为尽快扭转山东城市环境空气质量在全国排名靠后的被动局面，从4月18日开始到5月17日，山东将出动8个检查组赴全省各市，开展为期30天的大气污染重点整治专项行动。检查组将重点突出2019年3月全国168个重点城市环境空气质量排名靠后的城市（济南、淄博、枣庄、东营、潍坊、泰安、临沂、聊城、滨州等9市）。

邯郸市自2019年4月20日8时至25日24时启动重污染天气Ⅱ级应急响应，期间：钢铁、焦化等重点行业企业：按照《邯郸市2019年重点行业二季度大气污染防治差别化管控方案》实行差异化管控，且钢铁企业烧结机产能及台数、竖炉和白灰窑工序停产比例均达到50%以上（单台烧结机停产），水泥、制砖、岩棉等建材行业（玻璃行业除外），铸造行业熔铸工序、所有行业喷涂工段（自动化汽车生产线除外）实施停产。

关于唐山启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知，全面落实应急响应减排措施，要求：钢铁行业：绩效评价为A类且厂址位于城市建成区外(包括县区)的停40%以上的烧结机装备，位于城市建成区内(包括县区)的停50%以上的烧结机装备；评价为B类的，停60%以上的烧结机装备；评价为C类的，停70%以上的烧结机装备；评价为D类的，停烧结机装备。所有钢铁企业停50%以上的竖炉和石灰窑装备。禁止将已经拆除、淘汰和长期停产的生产装备作为减排停产的基数。各企业于4月19日18时前将预警期间生产计划报属地政府和市环保指挥中心备案，备案后严禁擅自调整。焦化行业：绩效评价为A类的，出焦时间延长至28小时；评价为B、C类的，出焦时间延长至36小时。

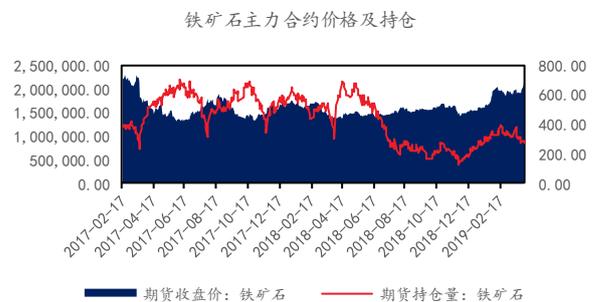
整体上，宏观数据落地，钢材重回产业逻辑，在供应增加需求没有明显弱化的情况下，价格高位震荡，等待需求拐点确认。

图表 37: 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 38: 铁矿石主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2 供需端：供应增加，需求平稳

国家统计局数据显示：2019年3月我国粗钢日均产量259.1万吨，生铁日均产量213.4万吨，钢材日均产量315.7万吨。3月我国粗钢产量8033万吨，同比增长10.0%，生铁产量6615万吨，同比增长7.6%，钢材产量9787万吨，同比增长11.4%。1-3月粗钢产量23107万吨，同比增长9.9%；生铁产量19490万吨，同比增长9.3%；钢材产量26907万吨，同比增长10.8%。从产量可见，2019年环保力度明显有所减弱，钢厂可以通过多种方式提高钢材产量，高利润下生产积极性高。

4月份以来高炉开工率延续回升，本周高炉开工率70.03%，较上周增加0.55%。截止4月18日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂，平均开工率为76.47%，较上周持平；产能利用率为65.54%，较上周增1.30%。

成本利润角度看，本周末生铁成本2437元/吨，较上周下降34元/吨，主要源于矿石价格的下行，钢坯成本3061元/吨，螺纹钢吨钢毛利润919元，热卷吨毛利润609元，成材价格上行以及成本下降，钢材利润本周延续增加态势。当前高利润下，无论长流程还是短流程炼钢，都有进一步增产的动力，后期供应压力会逐步显现。

图表 39：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 40：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 41：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 42：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，本周库存数据延续较快降幅，但有所分化，社会库存延续较快降幅，但钢厂降库放缓。从主要品种的社会库存看，截止4月19日，国内主要钢材品种库存总量为1339.3万吨，较4月12日下降92.74万吨，环比下降6.48%；国内螺纹钢社会库存量由769.93万吨下降58.27万吨至711.66万吨，环比下降7.57%，钢厂螺纹钢库存减少2.71万吨；热卷社会库存降11.3万吨至214.52万吨，环比减少5%，钢厂库存减少3.2万吨。

需求端看，钢市需求维持较好状态，从钢联日成交数据看，成交受期货市场影响较大，本周成交数据维持在20.78万吨附近。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为39260吨，较上周减少4410吨，依然维持高位。4月中下旬后，华东、华南梅雨天气增多，需求边际转弱概率增加，后期值得重点观察。

从投资数据看，2019年1-3月份全国房地产开发投资23803亿元，同比增长11.8%，增速比1-2月份提高0.2%。房地产开发企业房屋施工面积699444万平方米，同比增长8.2%，增速比1-2月份提高1.4%；房屋新开工面积38728万平方米，增长11.9%，增速提高5.9%；房地产开发企业土地购置面积2543万平方米，同比下降33.1%，降幅比1-2月份收窄1%；商品房销售面积29829万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-2月份收窄2.7%。地产投资数据依然维持强势，对钢材需求支撑较强。

板材消费方面，发改委公布《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020）（征求意见稿）》，后期势必会对汽车、家电、消费电子产品消费产生刺激作用，板材需求有转好预期。后期可考虑在螺纹钢需求边际走弱时做多卷螺差。

整体看，钢材市场供应增加延续，后期重点观察需求变化，短期价格高位震荡。

### 3 原料端：铁矿石V型调整，焦炭预期转好

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡走弱，截止4月19日普氏62%进口矿指数报1.8美元/吨，较上周降4美元/吨。

本周市场消息方面，主要是飓风影响消除后，巴西和澳洲发货量都有所增加。矿山消息方面，继4月16日法院批准VALE的Brucutu矿区（3000万吨）在72小时内复产决定后，截至目前Brucutu矿区已恢复生产，该矿区作业工人也已陆续重返工作岗位。本周价格也出现比较明显调整。

澳洲巴西的发货量增加，但因到港量持续下降且疏港维持在均值上方，港口库存延续下降，主要港口铁矿石库存13852万吨，较上周减少350万吨，较上周降幅收窄。

从需求角度看，高炉开工率延续回升，钢厂日耗有所增加，钢厂库存维持低位，后期需求仍有释放空间。

整体看，短期矿石消息转入平静期，价格更易受钢材价格影响。

焦炭方面，从供需角度看，高开工、高库存仍是现状，环保有望改变远月预期。

根据Mysteel统计数据，全国230家独立焦企样本产能利用率76.55%，下降0.03%，日均产量68.46减少0.03万吨；焦炭库存141.42万吨，减少14.04万吨，焦化企业库存延续减少；炼焦煤总库存1420.5万吨，减少4.7万吨，平均可用天数15.6天，增加0.06天。全国110家钢厂焦炭库存459.96万吨，减少5.28万吨，平均可用天数14.74天，减少0.48天。港口焦炭库存总库存441万吨，增加17万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦企、钢厂库存略有减少，焦企近期出库较好心态有所好转，本周多数焦企提涨100元/吨，但钢厂尚未接受，港口焦炭库存增幅明显，基本处于胀库状态，后期消化仍是难题。从港口现货角度看，目前港口准一级报价维持在1950元/吨。

焦炭的利好还是在于对于山西地区环保限产的趋严，包括临汾市市长由原山西省环保厅厅长主政，给市场一定的环保加强预期。

焦煤方面，山东地区近期安全检查频繁，且冲击地压煤矿今年在核定产能的基础上持续限产20%左右，部分井下条件较差的煤矿产量较去年同期产量下滑幅度达30%以上，造成优质1/3焦供应持续偏紧，部分煤矿在原有价格基础上上调20元/吨，1/3焦（S0.8 A8.5 G85）市场户承兑价格上调至1440元/吨，整体看山东煤企今年库存多维持低位运行，煤价相对坚挺。下游焦化企业维持高开工，焦煤需求维持平稳。焦煤价格目前没有明显驱动，后期仍看产业链下游传导。

图表 43：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 45：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：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 46：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

钢材短期炒作下周一带一路周年庆带来的环保限产，价格维持震荡偏强，后期需重点关注需求端走弱。铁矿石方面短期进入消息平静期，价格更多跟随螺纹走势。焦炭方面面临高开工、高库存与预期好转之间矛盾，建议逢低多为主。

## 甲醇

### 1 甲醇市场供求分析

#### 现货价格震荡下跌

甲醇下游市场表现依旧乏力，环保压力下甲醛等传统下游开工有限，需求面难以对市场形成支撑，部分甲醇企业出货受阻，价格承压下滑。虽西北部分装置仍在检修中，但随着春检接近尾声，后期部分检修装置将陆续重启，场内操作氛围偏淡，部分业者看空情绪仍存。

原油价格偏强运行，且港口库存依然很高，然西北开工率下降，市场消息多空交织，期货盘面压力较大。

#### 开工率 6 年来同期最高

截至 4 月 11 日，国内甲醇装置开工率为 63.62%，虽然较 3 月 18 日的峰值水平下降 8.76%，春检力度同往年相当，但开工率仍为近 6 年来同期最高水平，较过去 5 年同期均值水平高出 6.79%。本周期内，西北地区虽然部分甲醇装置停车，但由于部分装置恢复运行或者负荷提升，导致西北开工负荷跌幅收窄；另外西南地区部分装置临时停车，导致全国甲醇开工负荷下降。开工率处于较高位置，后期压力较大。

#### 港口库存很高，未来去库时间较长

甲醇港口库存从 2019 年开始持续回升，由年初的 74.56 万吨最高累积至 113 万吨，增加了 38.44 万吨，增幅达到 51.56%。甲醇港口库存创年内新高，接近 2016 年 9 月份的峰值 115.16 万吨。甲醇库存累积主要受到季节性因素和春节假期下游企业停工放假的影响。下游市场需求偏低迷，加之安全生产检查，传统需求开工受限，导致甲醇港口库存居高不下，压力较大。从 3 月中旬开始，甲醇港口库存出现窄幅回落。截至 3 月底，江苏甲醇库存在 65.12 万吨，浙江（嘉兴和宁波）地区甲醇库存在 23.14 万吨，华南（不加福建地区）地区甲醇库存在 16.6 万吨，福建地区甲醇库存 4.85 万吨附近。沿海地区甲醇总库存窄幅下降至 109.71 万吨，依旧处于偏高水平。但沿海市场整体可流通货源不多，预估在 28.15 万吨附近。

#### MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

国内煤制烯烃装置平均开工率在 83%，开工尚可。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。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。5 月之后 MTO 需求后期较为乐观。

#### 原油后期维持强势

彭博援引 Sevens Report 编辑 Tyler Richey 表示，如今愿意做空油价的人并不多，市场可能接近顶部，但现在评断还为时尚早。对于油价未来的走势，RBC Capital Markets 指出，由于 OPEC 减产、需求强劲等因素，预计 2019 年布油将达到 75 美元/桶，甚至有可能在今年夏天触及 80 美元；并将 WTI 原油价格预估从 61.30 美元/桶上调至 67 美元/桶。高盛也在上周的报告中将二季度布油价格预期上调 11.5%，从 65 美元增加至 72.5 美元，反映了 OPEC 减产预期强劲、伊朗和委内瑞拉受到美国制裁影响等因素。IEA 在 4 月 11 日发布的原油市场报告中认为，供给端来看，OPEC 和非 OPEC 国家的减产，以及利比亚产量存在的不确定性，让供应收紧，导致油价大幅上涨。同时，需求端也表现强劲，比如中国 PMI 反弹，出口订单恢复。

EIA 原油库存及美国产量齐降，利比亚发生内战，后期国家原油供应可能受影响，后期原油偏强趋势不变。

## 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。注意港口库存的变化情况。但原油目前依然处于强势，后期对化工品成本依然有所支撑。甲醇主要依赖煤炭生产，因此原油对甲醇的影响不如其他化工产品。目前甲醇生产成本为 1900 元/吨。

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，观察 2400-2500 震荡区间，耐心等待。

## 3 甲醇期货现货数据

图表 47: 甲醇收盘价



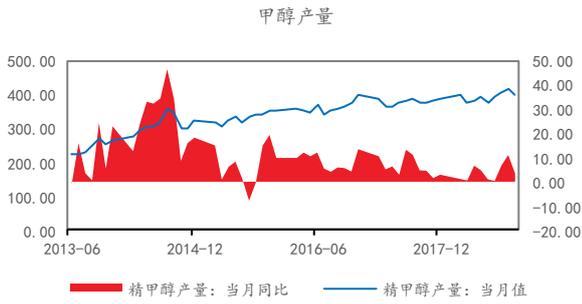
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 甲醇产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 51: 甲醇库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 50: 甲醇进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 52: 丙烯现货价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 天然橡胶

### 1 行情回顾

对于天然橡胶而言，供应端通常对行情起主导作用，需求端是判断反弹强度的依据，库存变化则反映了市场对供需关系的预期。橡胶之所以熊市难改，概因供应过剩，需求平淡和库存高企，形成基本面长期疲弱的局面。前期橡胶价格曾经触及相对乃至绝对低位，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

按照往年一般规律，二季度天然橡胶供需季节性收缩的趋势结束，料今年供应增速应略高于需求增速。清明节过后，中国云南西双版纳和海南产区大面积割胶，前期天气偏干旱及局部地区白粉病对割胶进程影响有限。宋干节后东南亚主产区陆续开割，天气正常的情况下，预计5—6月产量有望明显恢复。

2019年东南亚物候条件总体适宜，经过一个多月的停割期，橡胶树长势良好，如期开割的概率较大。应密切关注产区天气，受厄尔尼诺现象影响，目前局部地区气候相对往年干旱，但尚属正常范围。3月的低产季过后，泰国中北部将比泰国南部提早半个月左右进入割胶季。泰国南部是天然橡胶主产区，相比北部更为干旱，橡胶园处于等雨开割的状态。泰国部分地区橡胶树已抽新叶，有提前开割的条件，然而当地习俗是在宋干节后开始割胶。3月是马来西亚高温干旱的落叶期，近日降雨有所增加，预计4月中下旬进入开割季。据了解，现阶段马来西亚天然橡胶产量不能自给自足，不少货源需要依赖从泰国进口。印尼北部棉兰一带同样处于落叶期，原料供应偏少，橡胶加工厂库存普遍不高，目前出货意愿较差。越南产区仍处于停割季，近期气温偏高雨水不足，预计4月中下旬将陆续开割。其他ANRPC产胶国大多观望天气以决定割胶时间，部分具备开割条件的橡胶园产量有限。季节性规律上，4月开割初期橡胶产量处于年内偏低位置，5—6月产量将逐步恢复。

全面开割之前供应端尚存在不确定性，主产区原料收购价格对胶农割胶积极性具有较大影响，将关系到二季度橡胶产量的释放。泰国胶水和杯胶价格在去年11月见底后持续回暖，由于季节性低产及略干旱天气，目前海外原料价格坚挺。上游橡胶加工厂利润微薄，采购原料积极性有限，抑制当前价格继续下行的空间。随着三大产胶国开始限制出口，预计5月前产区原料供应都将偏紧，对盘面形成支撑。4月中下旬主产区将陆续开割，但开割初期产出较少，原料收购价格大概率保持强势，持续支撑美金胶市场，进而支撑国内进口胶报盘。但进入5月后，不

发生异常天气的情况下，橡胶供应将逐渐充裕，原料或难以维持坚挺，胶价下行的压力增强。综上，当前主产区原料价格水平有利于割胶，而供应回升将限制反弹空间，预计二季度天然橡胶走势以宽幅震荡为主。

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月下旬起陆续开割，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。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。4月中旬海南全面开割，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。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，全球橡胶供应存在进一步增长的空间。考虑到全球天然橡胶产能基数十分庞大，橡胶价格上涨或成为负反馈因素，将刺激更多产量的释放从而终止价格上涨。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。

3—4月是橡胶轮胎下游需求复苏的时期，轮胎企业开工率全面回升，汽车行业正在从不景气中恢复。截至4月12日，国内全钢胎开工率75.44%，半钢胎开工率72.02%，均处于往年同期相对高位。中汽协数据显示，3月全国汽车销量为252万辆，同比下降5.2%。其中，乘用车产销量分别完成209万辆和201.9万辆，环比分别增长83.3%和65.6%，同比分别下降5%和6.9%，观察到降幅明显收窄。2019年一季度，全国乘用车产销量分别完成522.7万辆和526.3万辆，比去年同期分别下降12.4%和13.7%。新能源汽车方面，3月产销量分别完成12.8万辆和12.6万辆，同比分别增长88.6%和85.4%；一季度新能源汽车产销量分别完成30.4万辆和29.9万辆，比上年同期分别大幅增长102.7%和109.7%，但基数仍十分有限。中长期看，需求仍难有效提振胶价，但已经开始逐步回暖。

尽管下游需求不被看好，今年重卡销量却意外表现的差强人意。2月全国重卡市场共计销售各类车型7.8万辆，环比下降20.9%，但同比增加4%。其中重型货车销量1.94万辆，重型货车非完整车辆销量2.36万辆，半挂牵引车销量3.39万辆。3月通常看作是重卡市场的风向标，重卡销售迎来传统旺季，对预测全年市场走向具有一定指导意义。3月国内重卡市场共约销售各类车型14.5万辆，环比大幅上涨93%，同比增长4%。2019年一季度，中国重卡市场销量累计32.17万辆，较去年同期的32.34万辆基本持平。重卡表现超预期的原因主要是需求的季节性拉动和市场营销的改观。一般在3—4月各地大批基建项目陆续开工，工程类重卡开始迎来需求高潮。随着企业生产经营的活跃，拉动物流行业的发展，刺激物流类重卡需求的复苏。经销商对重卡销量转向乐观态度，积极备货补充库存。主要重卡企业为争取开门红，开足马力生产和销售。多重因素推动了今年重卡销量的增长，让已经强弩之末的重卡市场再次回暖。

### 期现库存

国内天然橡胶库存和仓单数量保持增长态势，且增速有进一步放大迹象。中国天然橡胶社会库存仍然处于历史高点，据了解，国内橡胶显性库存高达160—180万吨。截至4月12日当周，上期所橡胶库存为44.11万吨，期货仓单量为42.45万吨。由于终端消费市场实际情况表现一般，在3月东南亚主产区处于停割季时，交易所库存及仓单并没有显著去化；随着国内外新一轮割胶季即将全面到来，5—6月橡胶将再次进入累库存阶段。近期港口陆续到货，保税区内外总体库存继续增加，盘面承压下行。前期需求预期略有好转，市场走货较为顺畅，反映出旺季需求尚可。各个贸易环节经销商均有不同程度的补库，导致全产业链库存水平偏高，然而终端需求放量跟进不足，去库存进度受阻抑制厂商后期补库意向。

### 进出口

进出口方面，中国天然橡胶进口量整体保持增长，而橡胶轮胎出口量开始出现下滑。2月中国天然橡胶进口总量为29.12万吨，同比略微增加0.95%，环比大幅下降42.78%。2019年2月中国天然橡胶进口量低于过去3年同期进口量均值水平。2月东南亚天然橡胶主产区向停割季过渡，天然橡胶处于传统进出口淡季。春节假期集中在2月，下游开工和物流运输停滞，船货到

港日期多规避该时段。彼时橡胶走势长期低迷，国内库存居高不下，美元汇率表现坚挺，造成工厂和进口商备货意向欠佳。

天然橡胶约有70%用于轮胎制造，而在轮胎生产中使用最广泛的胶种是标准胶和混合胶。混合胶是中国进口天然橡胶最主要的品种，随着近年来非标套利的流行，混合胶所占的进口份额扩大到62%，标胶进口占比约为21%。2月乳胶船货集中到港，进口量处于相对正常水平，同比大增73.91%系去年基数过低所致。烟片胶套利窗口长期关闭，进口量处于偏低水平，同比降幅达21.3%。

随着下游轮胎企业全面复工，进入3月刚需订单显著增多，贸易商有补货交单需求。此外，节后橡胶走出一轮大幅反弹行情，有效提振业者交投情绪。根据中商产业研究院统计，2018全年中国天然及合成橡胶进口量呈逐渐增长的态势。2019年3月，中国天然及合成橡胶进口量为58.1万吨，同比增长0.5%；橡胶进口总额为865.5百万美元，同比下降10.7%。3月中国天然橡胶进口量出现环比增长，但东南亚主产区尚处于停割期，天然橡胶货源偏紧，3月进口量应低于全年平均水平。

在贸易战和轮胎双反的影响下，中国轮胎出口市场遭到严重挤压。外媒数据显示，2019年一季度美国从中国进口轮胎数量同比大幅减少28.6%，同期美国进口韩国和越南的轮胎数量则分别同比增加11.1%和141.7%。美国轮胎进口来源已经发生明显改变，未来将从中国转向韩国、越南、墨西哥等国。进出口的不利形势加剧了天然橡胶供大于求的矛盾。中国轮胎出口受贸易环境恶化影响，外销市场表现不佳，多数厂商召开经销商订货会，以扩展国内替换胎市场销量，出口转内销一定程度上支撑轮胎企业的高开工率。

## 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 53：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 55：ANRPC 产量出口



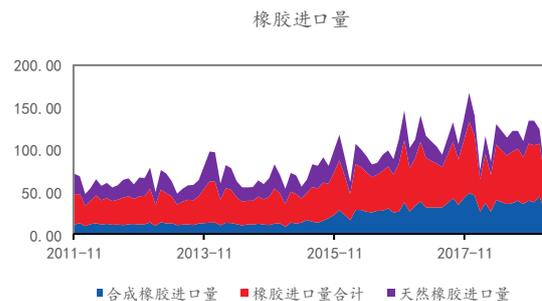
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54：合成橡胶价格



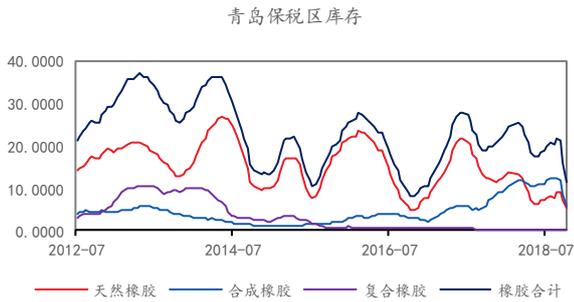
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：轮胎开工率



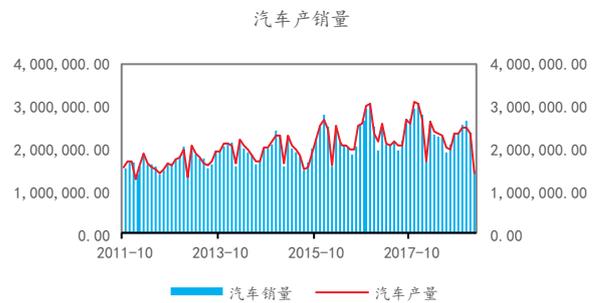
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：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。

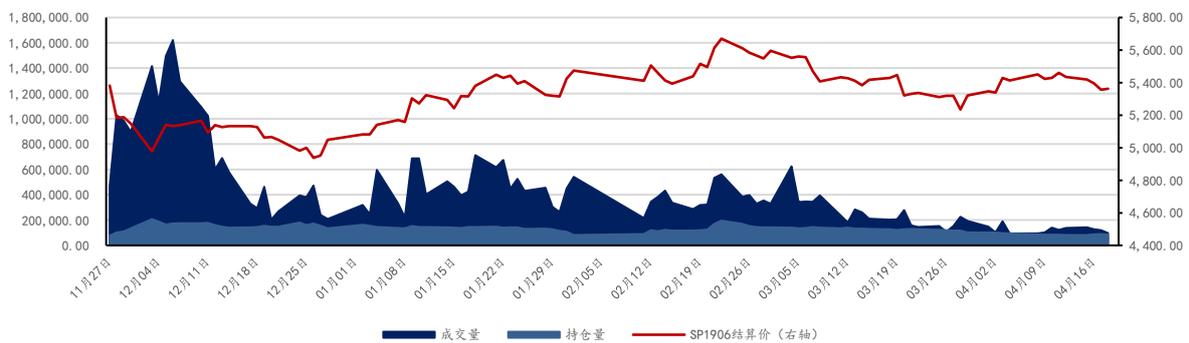
未来橡胶仍供过于求，库存不断累积，空头市场形态为主。2019年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶运行在历史性底部，但处在绝对低位，向上空间多于向下。在7—8月传统淡季来临前，天然橡胶将呈供需两旺的格局，价格在一定区间内宽幅波动为主。橡胶基本面不支持牛市，但重心震荡中逐渐上移，可逢低试多。下方依托（11000，12000）成本线，上方参考13000重要压力位。

## 纸浆：短期弱势调整 关注下方支撑力量

### 1 行情回顾

纸浆基差得以修复后上行受阻，上周纸浆期货盘面弱势下行。主力合约周一至周三连续下跌，周四周五止跌企稳。SP1906 周度最低价 5316 元/吨，最高价 5508 元/吨，周度下跌 1.03%。SP1909 周度最低价 5288 元/吨，最高价 5514 元/吨，周度下跌 0.81%。期货市场参与热情一般。SP1906 持仓量减少 4472 至 77130 手，SP1909 持仓量增加至 40938 手。

图表 61：主力合约量价数据



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

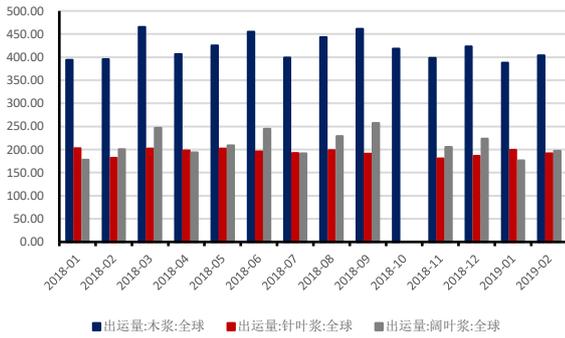
### 2 上游市场：纸浆基差回正，内外浆价依旧倒挂

2019年2月，全球木浆发运量404万吨，环比增加4.2%，同比增加2.1%。其中，全球针叶浆出运量191.90万吨，环比下降3.62%，同比增加5.38%；阔叶浆出运量197.50万吨，环比增加12.02%，同比减少1.50%。总体来说，全球木浆的出运量比较平稳，针叶木浆出运量稍微下降，阔叶木浆出运量小幅增加。在经历了出运量同比大幅下降后，目前木浆出运量当月同比回正。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。

3月中国木浆进口量170.60万吨，同比减少20.58%。国内3月进口量依然延续2月份的低位。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%。近期国内外浆价持续倒挂，进口利润受损，预计短期进口纸浆数量维持低位。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。

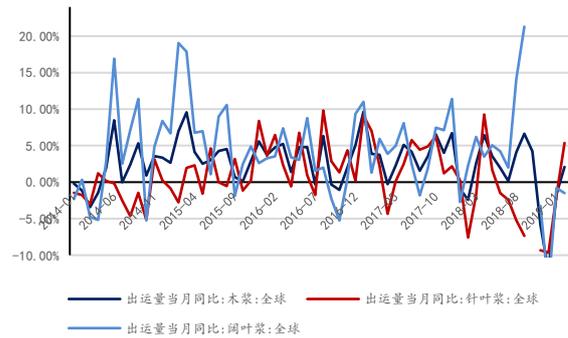
总体来说，2018年全年全球木浆出运量保持平稳，国内2月木浆进口量开始下降。在上游浆厂纷纷表示将减少出运量的情况下，预计后期中国木浆进口量有可能维持低位。

图表 2：全球木浆 2 月出运量稳定



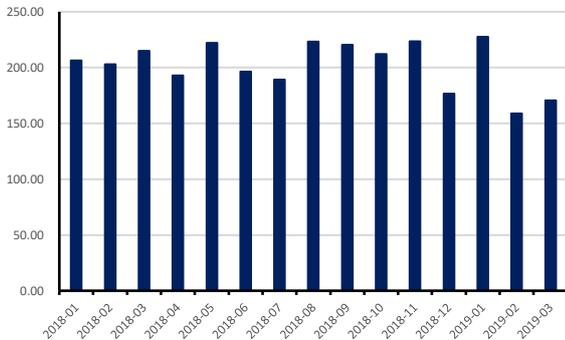
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：全球木浆出运量 2 月当月同比回正



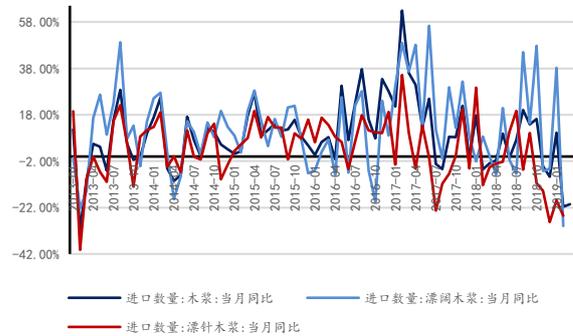
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：中国木浆 3 月进口数量小幅回升



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：中国木浆进口数量 3 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。

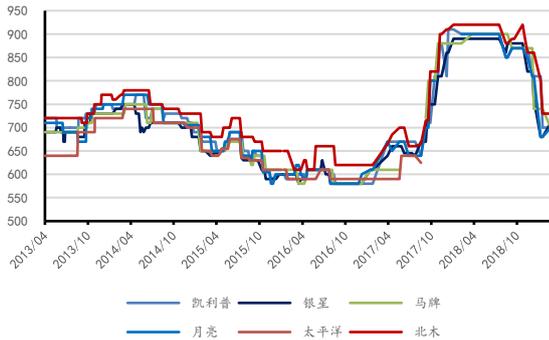
目前山东地区市场参考价：银星 5,450 元/吨 (+50)，凯利普、月亮 5,600 元/吨，北木 6000 元/吨，乌针 5,550 元/吨。由于高企的库存压力主要来源于阔叶浆，经过一段时间的价格坚挺后，近期阔叶浆价格出现了下跌，浆鸚鵡价格由前期的 5600 下降至 5350 元/吨。

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势的情况。前期随着纸浆现货价格的下跌和期货盘面的反弹，主力合约基差一度得到完全修复，盘面受到较大的上行阻力。在经过一周左右的震荡后，期货盘面走弱，目前基差又扩大至 100 元/吨左右。

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

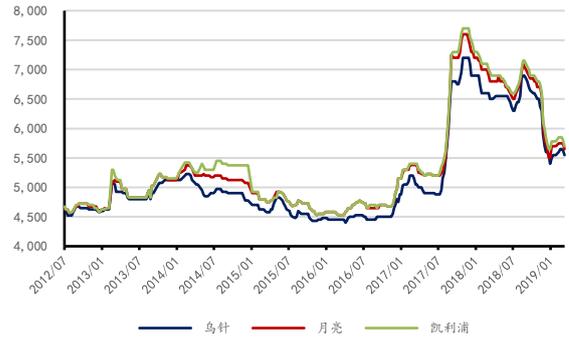
中纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是3:7,当漂针浆价格过高时,这一比例有可能调整到2:8。一般来说,针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是,阔叶木浆生产集中度更高,挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期,国内针阔叶价差超过600元每吨。随着期货盘面价格的下跌,国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度,价差不断收窄。年初针阔价差一度走负,不过这一情况很快就得到了改变。目前针阔叶现货价格止跌反弹,阔叶浆价格坚挺一段时间后近期开始走弱,目前鸚鵡报价5350左右,针阔叶价差100元/吨。

图表 6: 国际漂针木浆 CFR 现货价



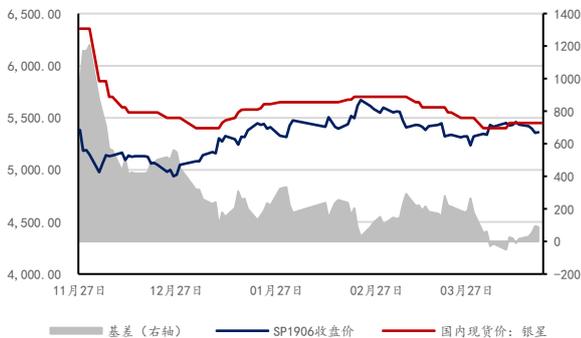
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 7: 山东地区漂针木浆现货价



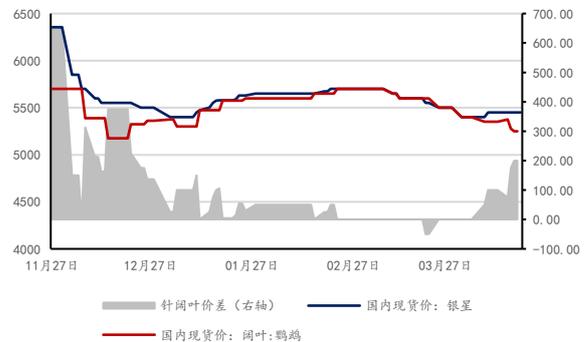
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 8: 纸浆主力合约基差变化情况



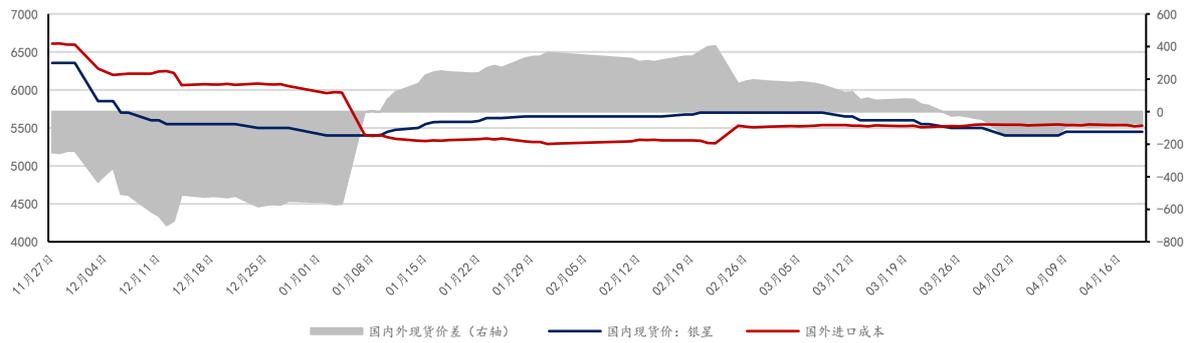
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 9: 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 62：国内外纸浆现货价格倒挂



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3 下游市场：文化用纸延续发布涨价函

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。

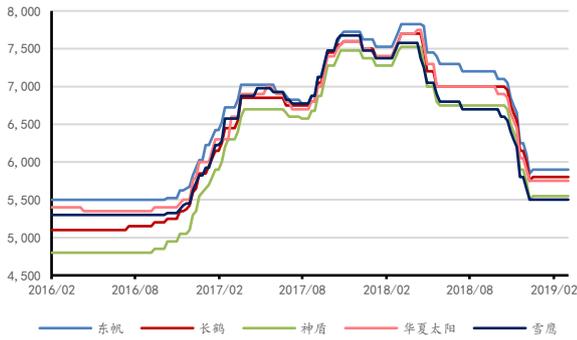
3月8日晚，山东博汇纸业年产150万吨包装纸项目第一条生产线，BM6在桓台成功开机出纸，该机器幅宽9600MM，设计车速1600M/min。另一台PM5，主要将生产石膏板护面纸和挂面箱板纸，也将于近期投产，100万吨新产能呼之欲出。这是2019年国内包装纸市场，在重庆玖龙PM40后，投产的第二台大型生产线。

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。进入4月，文化用纸延续发布涨价函：金华盛、太阳、华泰、晨鸣、亚太森博等整体价格再次上调200元/吨。近日，重庆玖龙4台纸机均停机15天、明星纸业PM6停机60天；华发纸业等15家纸厂原纸价格上涨50-200元/吨。

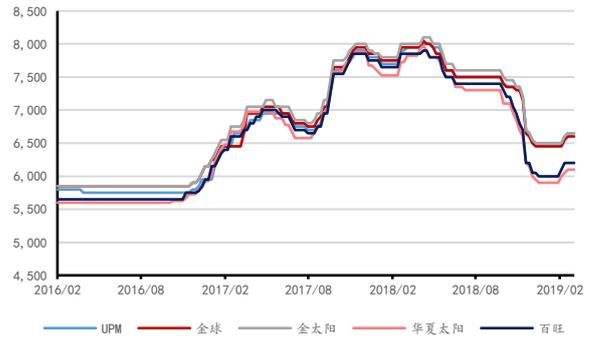
截止3月20日，万得资讯显示，国内北京地区双胶纸(70-100g)价格6100-6650元/吨与上周持平；国内北京地区铜版纸(105g)价格5500-5900元/吨与上周持平；广东地区白板纸(250g)价格4600-4900元/吨基本与上周持平，江浙地区太仓玖龙继续出现周度100元/吨的下跌，天津地区玖龙周度下跌100元/吨；广东、上海、厦门地区白卡纸(250g)价格也与上周持平。整体来说，上周各个纸种的价格走势相对稳定，白板纸价格继续出现周度降价，降幅为100元/吨，显示出包装用纸的弱势。

图表 11：国内铜版纸平均价走平



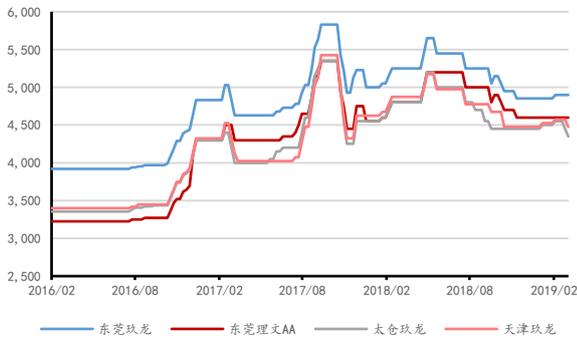
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：国内双胶纸平均价走平



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：国内白板纸平均价继续下探



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：国内白卡纸平均价走平



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

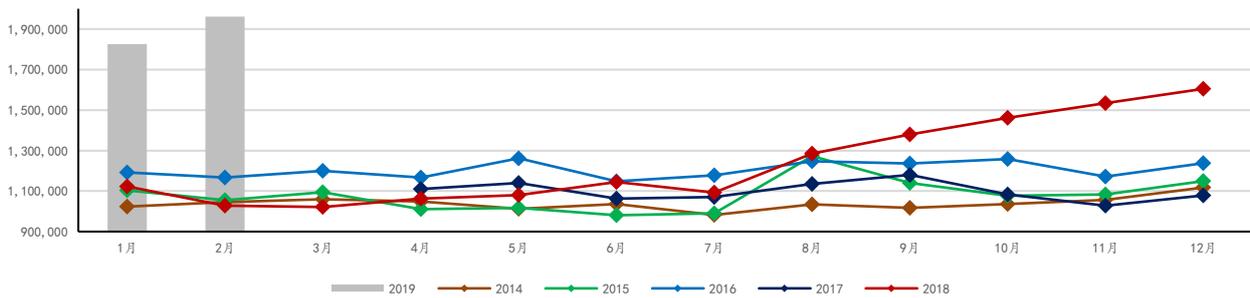
## 4 库存情况：国内 3 月末库存环比下降

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 15: 全球木浆 2 月港口库存继续攀升



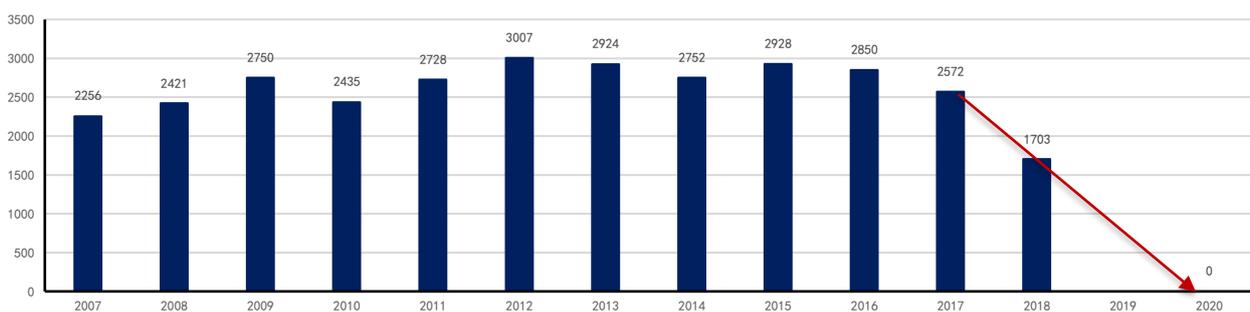
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 5 废纸市场: 第 5 批废纸进口许可证公示, 核准数量回升

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。4 月 4 日, 2019 年第 5 批废纸进口许可证公示, 获准进口企业数目 44 家, 核准数量 222.19 万吨。截至目前, 2019 年度废纸进口许可证获批总额度约为 775.87 万吨, 获准企业总数为 75 家。

图表 16: 废纸进口数量变动趋势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 6 结论与建议

从基本面来说, 目前纸浆市场没有出现太大的变化, 仍然需要密切关注下游需求的改善情况。近期根据市场贸易商反映, 3 月白卡纸的市场交投表现好转, 市场价格有所回升, 但是目前处于包装用纸需求冷淡时期, 市场对 4 月缺乏信心。与此形成对比的是, 文化用纸 3 月涨价基本落实, 进入 4 月, 文化用纸延续发布涨价函: 金华盛、太阳、华泰、晨鸣、亚太森博等整体价

格再次上调 200 元/吨。整体来说，下游需求缓慢改善。现货市场银星价格止跌企稳，价格小幅回升。但是，纸浆港口的高库存压力依旧，仍有去库存的路要走。

期货盘面上行受阻后弱势回调，短期走势或以震荡为主，目前考验 5300 位置的支撑力量。从中期来看，建议投资者关注纸浆注册仓单数量。后期如果注册仓单大幅增加，则离场观望。如果注册仓单仍然为 0，多单可以考虑入场。

## 油脂油料：需求乏力，豆粕市场不温不火

### 1 基本面分析

近期，CBOT 大豆市场整体处于震荡偏弱状态，继5月大豆合约跌破900美分/蒲式耳关口后，7月大豆合约作为新主力也开始向这一重要关口滑落。中美贸易谈判已取得重要进展，为美豆扫清对华出口障碍或许只差临门一脚。新季美豆播种面积明显下降，但对美豆价格的提振效果已大不如以前。美豆市场不为利好题材所动，其主要原因在于当前美豆正在承受着史无前例的库存压力。国内豆粕市场虽脱离了3月初的低点，但由于需求端始终无法发力，即使受到加拿大对华菜籽出口受限以及一季度大豆进口大幅下降等因素影响，豆粕市场也未能持续推进反弹行情，整体仍处低位震荡状态。展望后市，南美大豆庞大的产量规模正成为全球大豆供应的“压舱石”，非洲猪瘟疫情对国内生猪饲料消费的拖累效应还在持续，国内豆粕市场在供需双重阻力下尚难彻底摆脱弱势。

#### 南美大豆产量净增超过1000万吨，全球大豆供应充足

目前，巴西大豆收割率已经超过九成，虽然总产量不及去年，但仍是丰产年份。根据美国农业部4月全球大豆供需报告的数据，巴西2018/19年度大豆总产量为1.17亿吨，较上年度下降500万吨。阿根廷当前大豆收割率在20%左右，美国农业部预计该国产量为5500万吨，较上年增加1720万吨，同比增幅高达45.5%，可以说阿根廷大豆的恢复性增产为保证南美及全球大豆供应做出了重要贡献。基于中美贸易改善的预期，市场预估2019年巴西大豆对中国出口规模将由上年的6612万吨下降1000万吨左右。这也体现在近期巴西大豆出口贴水报价明显低于美豆之中，巴西豆农在中美贸易战下坐收渔翁之利的情景很难再现。随着南美大豆上市进程加快，产量前景正由预期变成现实，全球大豆供应更趋宽松。

#### 生猪存栏量持续下降，豆粕消费不足制约价格回暖

非洲猪瘟疫情自去年8月爆发以来，对国内生猪产业已造成严重打击。国家农业农村部公布的监测数据显示，3月份国内生猪和能繁母猪存栏量同比分别下降18.8%和21%，降幅呈扩大之势。4月初西藏和新疆接连报告三起非洲猪瘟疫情，全国已有31个省份发生122起非洲猪瘟疫情，显示春季非洲猪瘟疫情仍处高发阶段，疫情的防控任务仍然十分艰巨。非洲猪瘟疫情导致国内生猪存栏量大幅下降，并且制约养殖户补栏积极性，对豆粕消费的拖累周期可能超过各方预期。受当前豆粕价格处于多年低位以及豆粕与杂粕价差大幅收窄影响，多数饲企调整饲料配方，生猪和禽畜饲料中豆粕添加比例多达到上限水平，但还是无法拉动豆粕价格摆脱弱势，足见豆粕整体需求萎缩的严重程度。因此，未来豆粕需求端能否充分释放回暖信号，还要看非洲猪瘟疫情的控制程度以及国内生猪存栏量的变化情况。

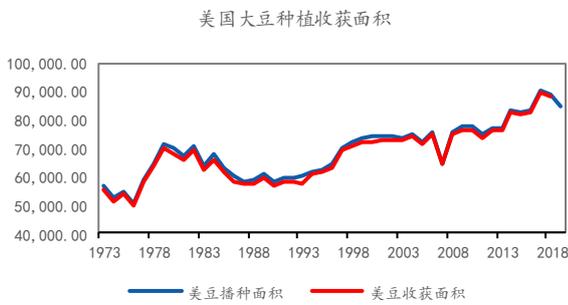
#### 美豆库存压力难化解，国内豆粕市场弱势周期延长

中美贸易谈判已进行数月，剩下的问题对双方来说都是难啃的硬骨头。中美大豆贸易渠道无法

恢复正常，中国商业买家因高关税而不会轻易采购美豆，来自南美大豆的竞争压力同样对美豆形成牵制，新季美国大豆陆续开始播种，5 个月后将形成新供应，显然“拖字诀”对美豆市场更为不利。美豆主力合约在 900 美分/蒲式耳附近反复震荡，有较大概率在等待中美贸易谈判提供方向性指引。从当前外部市场供应以及国内需求的新形势看，即使中国扩大美豆进口数量，短期内也很难实质性化解美豆库存过剩局面。国内豆粕市场在经历一季度较为低迷的行情后，还是无法积蓄足够的上涨动力。非洲猪瘟疫情导致国内生猪和能繁母猪存栏量大幅下降，尤其是仔猪供应减少将使未来 3-6 个月内国内生猪存栏量仍处下降周期，无法扭转国内豆粕市场需求乏力状态。如果因中美达成贸易协议导致美豆库存集中向中国转移，国内豆粕市场在供需双重压力下弱势周期可能会被进一步拉长。

## 2 油脂油料市场主要数据

图表 63: 美国大豆种植收获面积



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64: 国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66: 国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 白糖

### 1 白糖市场供求分析

#### 广西累计 75 家糖厂收榨

4月16日—17日南宁宾阳大桥制糖有限责任公司、广西田阳南华糖业有限责任公司顺利收榨。目前累计已有75家糖厂收榨，还有10家糖厂仍在压榨，预计4月下旬广西糖厂能全部收榨。

#### 全球糖市 2019/20 年度供应缺口扩大至 400 万吨

糖贸易商苏克顿金融预计全球 2019/20 年度糖供应缺口扩张至 400 万吨，因印度、泰国和欧盟产量预计下降。苏克顿金融在巴西的贸易商 Eduardo Sia 在会议上称，泰国 2019/20 年度糖产量预计减少 10% 至 1200 万吨；印度产量预计在 2600 或 2700 万吨，低于 2018/19 年度的预期产量 3170 万吨。

#### 2018/19 年度欧盟糖产量预计同比下滑 17.4%

欧盟委员会(European Commission) 4月17日预测，2019/20 年度欧盟白糖产量将达到 1830 万吨，较 2018 /19 年度的 1760 万吨增长 3.9%。欧盟委员会同时预测，2019/20 年度欧盟白糖出口量将为 170 万吨，与当前 2018/19 年度的预估量持平，但将较 2017/18 年度的 340 万吨大幅下降。

#### 19/20 年度巴西中南部糖产量预估调高 100-200 万吨

咨询机构 Job Economy 周三预期巴西中南部地区 2019/20 年度糖产量为 2,850 万吨，较上次预估调高 100-200 万吨。在 3 月份的预估中，该机构预期糖产量介于 2,650-2,750 万吨。甘蔗产量预计为 5.70 亿吨，大体持平于上一年度。糖产量的增加意味着乙醇产量减少，乙醇产量预计为 283 亿公升，低于 2018/19 年度创纪录的 309 亿公升。在上次预估中，该机构预期乙醇产量介于 280-290 亿公升之间。Job Economy 称，糖出口量将在 1,900 万吨左右，大体和上年水平相当。乙醇出口量将在 18 亿公升左右，也和去年相近。

#### 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。

#### 18/19 榨季截至 3 月底全国食糖产销

2018/19 年制糖期截至 3 月底，除广西、云南外，其他省（区）大部分糖厂已收榨。本制糖期全国已累计产糖 989.7 万吨（上制糖期同期产糖 953.54 万吨），其中，产甘蔗糖 858.16 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 838.57 万吨）；产甜菜糖 131.54 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 114.97 万吨）。截至 3 月底，本制糖期全国累计销售食糖 489 万吨（上制糖期同期销售食糖 393.8 万吨），累计销糖率 49.41%（上制糖期同期 41.3%），其中，销售甘蔗糖 401.83 万吨（上制糖期同期 321.65 万吨），销糖率 46.82%（上制糖期同期为 38.36%）；销售甜菜糖 87.17 万吨（上制糖期同期 72.15 万吨），销糖率 66.27%（上制糖期同期为 62.76%）

### 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

本周郑糖延续强势，移仓换月至 9 月合约，资金推动价格上涨。后期依然处于震荡筑底过程之中，等待新低出现之后买入。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。

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）。

### 3 白糖市场主要数据

图表 67: 白糖期货结算价格



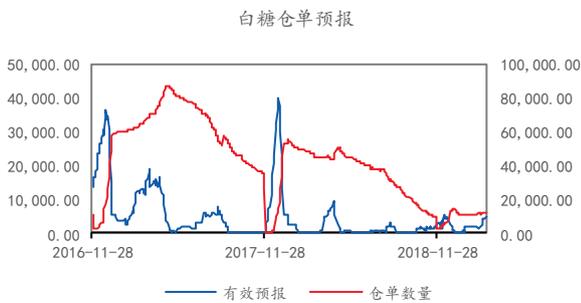
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68: 白糖进口价格



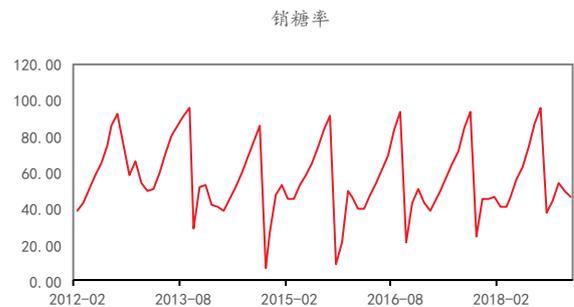
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 69: 白糖仓单预报



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 70: 白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 71: 白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 72: 原糖 CFTC 持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中投天琪期货有限公司

公司网站：<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900