

中投期货策略周报 (2019年第16期)

研究员:

张伟

从业资格编号: F0251993
投资咨询编号: Z0013973
zhangwei@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号: F0231832
投资咨询编号: Z0000756
yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号: F0270867
投资咨询编号: Z0012784
lixiaowei@tqfutures.com

王万超

从业资格编号: F0290005
投资咨询编号: Z0011089
wangwanhao@tqfutures.com

刘坤

从业资格编号: F3041660
投资咨询编号: TZ014346
liushen@tqfutures.com

姜云超

从业资格编号: F3043160
投资咨询编号: Z0013934
jiangyunchao@tqfutures.com

联系人:

卢时强

从业资格编号: F0282412
lushiqiang@tqfutures.com

吴起睿

从业资格编号: F3053694
wuqirui@tqfutures.com

周度投资观点

宏观策略: 货币政策明显定调, 央行表示以前没有放松, 现在也谈不上收紧; 下一步要实施稳健的货币政策, 坚持不搞“大水漫灌”。央行的回应一定程度上降低了市场对宽货币和强刺激的预期, 近期市场回落与政策的微调有明显的关系。美国大部分经济数据向好, 美元继续强势, 工业品回落维持小幅震荡走势。目前原油以及化工类处于相对高位, 继续关注 OPEC 的动向和油价的波动, 维持整个工业品宽幅震荡的判断。

股指期货: 香港监管风暴升级, “复杂交易结构”受到严肃处理, 对 A 股的走势产生一定的预期影响, 两市出现大跌走势。我们近期早评提示指数盘整结束后进入调整的概率更大, 而北上资金持续流出显示场外增量资金在目前位置入场意愿不足。考虑到此轮行情属于市场情绪、监管变化以及流动性为主要推升的行情, 因此基本面的因素值得重视。预计指数短期内继续调整概率较大, 看密切关注沪指 3000 点的支撑。

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。操作上, 单边以逢低布多为主, 逢重大宏观事项公布前, 酌情减仓避险。

锌: 在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势, 随着高利润刺激下, 国内供应瓶颈有望逐步释放。LME 库存逐步增加, 锌市转弱得到验证。从政策角度, 国内受制于环保政策炼厂难以实现大幅增产, 冶炼端与矿近强远弱态势形成供需矛盾, 产能的瓶颈间接推高加工费上行, 矿端宽松至金属端的传导或仍需时间, 中期保持对锌偏空预期, 预计沪锌将继续弱势震荡, 同时沪锌期货近强远弱态势将延续。

镍: 目前对于镍价格走势的把握, 主要就在于观测镍铁产能的投放和下游不锈钢需求的变化。从盘面上看, 前期镍价的连续下跌也印证了其基本面弱势的观点。短期内期货盘面跌势趋缓, 可能出现小幅震荡盘整。但是, 从中期来看镍价仍有下跌的空间, 二季度末可能出现镍铁供应的小高峰, 相对应的也是镍价不断寻底的过程。

黑色金属: 钢材从宏观、供需、基差、成本、利润几个角度看, 驱动转为利空, 短期价格或有反复, 中长期价格下行压力较大。铁矿石近期复产消息对其偏利空, 预计延续调整。焦炭高开工、高库存现状难改变, 震荡为主, 整体跟随钢材走势。

甲醇: 操作上, 目前依然是消费淡季, 供应端偏向宽松, 宏观数据偏差工业品承压, 短期保持空头思路, 下方看至 2300 左右, 空单不宜长期持仓。

聚酯化纤: 1909 合约预计还将维持低位宽幅震荡走势, 关注福佳大化的设备检修以及四川晟达的设备投产进度。乙二醇库存去化依然是主要的制约因素, 5 月将迎来国内设备的检修高峰。预期边际上的利好会使得价格有小幅回暖, 但是提振程度依然会受到库存压制, 走势上依然以低位震荡偏空为主。

橡胶: 天然橡胶供需矛盾突出, 是基本面最差的品种之一。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: 纸浆 4 月末库存数据公布, 库存小幅下降但仍高位运行, 纸浆盘面依然受到压制力。SP1906 短期走势震荡偏弱, 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。SP1909 弱势难改, 预计仍有下跌空间。

油脂油料: 在国内豆粕市场进入新一轮下跌周期后, 需方的采购节奏有望再度放缓。熊市不言底, 在市场明确给出止跌信号前, 顺势操作是较为安全的投资之道。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: 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), 等待回调至 5100 左右买入。

目 录

期货市场概况	- 4 -
周度策略：政策边际收紧 工业品普遍下跌.....	- 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 关注猪价和油价对 CPI 的影响.....	- 6 -
3 流动性：央行实现结构性调整.....	- 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：近强远弱格局将延续.....	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 锌：近强远弱态势将延续	- 14 -
3 锌期货现货数据.....	- 15 -
镍：国内镍铁产能投放提前 镍价盘整后将继续寻底.....	- 16 -
1 行情回顾.....	- 16 -
2 镍的现货价格信息.....	- 16 -
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：供应延续回升，需求边际走弱，去库存速度放缓.....	- 22 -
3 原料端：铁矿石、焦炭偏震荡.....	- 23 -
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 -
聚酯化纤：PTA 乙二醇走势分化，关注套利机会	- 29 -
1 基本面分析.....	- 29 -
2 综合分析.....	- 31 -

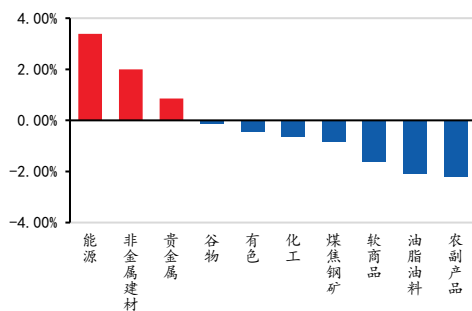
天然橡胶.....	- 32 -
1 行情概要.....	- 32 -
2 基本分析.....	- 32 -
3 内在逻辑.....	- 37 -
4 总结建议.....	- 38 -
纸浆：库存压力仍大 短期弱势难改.....	- 39 -
1 行情回顾.....	- 39 -
2 上游市场：内外浆价依旧倒挂.....	- 39 -
3 下游市场：文化用纸延续发布涨价函.....	- 42 -
4 库存情况：国内 4 月末库存小幅下降.....	- 43 -
5 废纸市场：第 5 批废纸进口许可证公示，核准数量回升.....	- 44 -
6 结论与建议.....	- 44 -
油脂油料：美豆破位下跌，大连豆粕承压回落.....	- 46 -
1 外部豆类市场分析.....	- 46 -
2 国内豆类市场分析.....	- 46 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 47 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 47 -
白糖.....	- 49 -
1 白糖市场供求分析.....	- 49 -
2 综合分析.....	- 50 -
3 白糖市场主要数据.....	- 51 -
免责条款.....	- 52 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
燃油	沥青	白银	锌	铅	线材	黄金	硅铁	动力煤	粳稻
2.35	1.57	1.43	1.40	1.10	1.06	0.99	0.91	0.70	0.35

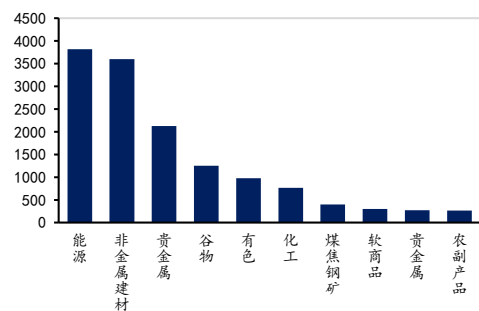
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
强麦	纤维板	乙二醇	白糖	甲醇	PTA	菜粕	苹果	橡胶	豆油
-9.54	-3.35	-3.03	-2.08	-1.97	-1.88	-1.85	-1.85	-1.83	-1.80

图表 1: 商品板块周涨跌幅



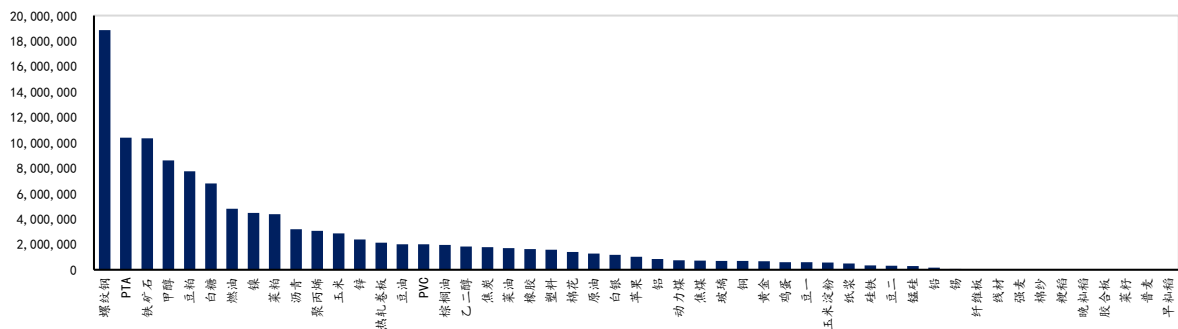
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



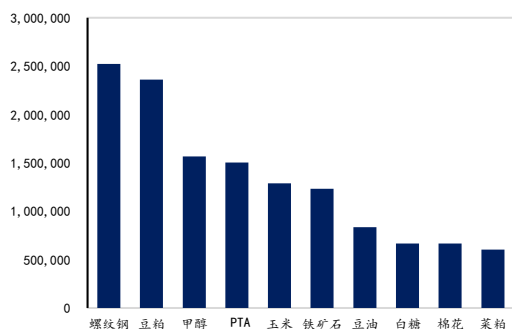
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



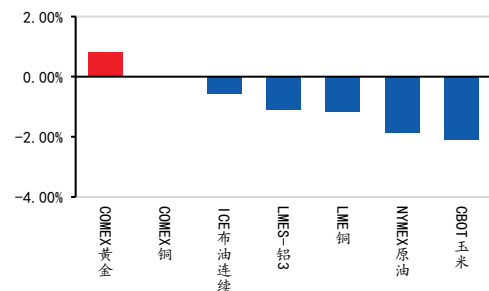
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：政策边际收紧 工业品普遍下跌

本周市场维持小幅回落的走势，大部分品种震荡偏弱，如黑色系没有涨跌幅超过1%的品种，但是在连续三周下跌的情况下，这种走势已经属于偏弱了，液体化工再度下跌，乙二醇大跌近4%，甲醇跌近2%。本周有一个现象比较重要，那就是前期较为强势的软商品大幅回落，白糖大跌，棉花回到前期低点，这背后的逻辑是交易通胀的预期迅速下降，而通胀预期之所以下降，核心是政策出现的边际变化。

此次政治局会议肯定了经济开局良好，但是也明确表达了政策边际收紧的态度，政治局认为今年以来：“主要宏观经济指标保持在合理区间，市场信心明显提升，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进，一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。”同时，政治局会议指出：“在充分肯定成绩的同时，要清醒看到，经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。”在政策态度上，政治局会议强调：“宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升，更加注重激发市场活力，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度。”

年初以来无论是股市的上涨，还是工业品价格的一轮修复，驱动因素中很重要的一点包括了流动性的改善，1月社融数据的大幅度超预期点燃了市场的乐观预期，一季度的宏观经济数据好转也验证了市场的观点。但要谨慎的看到，一季度的宏观杠杆率由于债务增速高于GDP增速，宏观杠杆率有所上升，与政府工作报告中提及的“广义货币M2和社会融资规模增速要和GDP名义增速相匹配”目标有所相悖。在去年下半年经济增长压力较大的背景下，保增长的政策目标站在了优先位置，因此货币政策放松是顺理成章的事情。但到了现在这个时点，经济增长有所企稳，同时在由于猪周期对于CPI上涨的压力的背景下，政策出现了边际变化，对于货币政策继续宽松的预期应当保持谨慎，货币宽松将延后。

总结来看，政策基调在“稳增长”和“防风险”之间重新平衡，在经济下行压力边际放缓的情况下，重新向结构优化和改革倾斜，不走“强刺激”的老路，需关注政策天平再平衡对后续经济企稳边际的影响。

如果从金融数据和政策上看，这一信号更为明显。广义信贷和社融进入控制增速、调整结构的阶段。央行表示“坚持不搞‘大水漫灌’”，“将坚持结构性去杠杆的取向，银行加大对小微企业的信贷支持力度不会提高整体的杠杆率，是在杠杆方面进行结构优化”，“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款”，“2019年要实现五家国有大型商业银行小微企业贷款余额同比增长30%以上”，意味着广义信贷和社融进入控制增速、调整结构的阶段，与开展TMLF操作的出发点一样。

一季度宏观经济杠杆率有抬升的势头。一季度名义GDP增速为7.84%，低于M2增速，更远低于社融存量增速。随着名义GDP增速的正常回落、社融增速的必然回升，从数学推导可以发现，2019年全社会杠杆率上升是必然的，但是杠杆率快速上升一定违背结构性去杠杆的基调，从“高质量发展”的要求讲，适度压缩广义信贷、控制社融增速在合理水平，避免无序加杠杆卷土重来，是2019年央行的重要任务。

当前宏观面已经从“经济弱+货币超预期宽松”扭转为“经济企稳+货币边际收紧”。从影响角度上看，很难说哪种组合对工业品价格更好，具体要看价格所处的位置。考虑到前期工业品价格大幅回升，因此政策边际收紧后，市场出现了回落，但是综合当前的宏观形势看，预计工业品维持宽幅震荡的概率更大。

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 26 日	中国央行：货币政策以前没有放松，现在也谈不上收紧	中国央行回应货币政策时称以前没有放松，现在也谈不上收紧；要抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架；判断货币政策要记住“松紧适度”，建议直接去看流动性，最简单指标是 DR007	货币政策维持稳定概率大，过松或者过紧概率都不大
	4 月 24 日	中国央行“定向降准”传闻不属实。	经济企稳，降准必要性下降	4 月份的金融数据值得关注
数据	4 月 25 日	德国 4 月商业景气指数再度恶化，欧洲经济复苏遥遥无期	德国 4 月商业景气指数为 99.2，低于 3 月份的 99.7，同时也是连续第四个月低于 100	该数据的意外恶化彻底打消了市场对欧洲经济反弹的乐观情绪。
	4 月 23 日	今年棚改计划 285 万套	4 月 23 日，财政部发布《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知财综〔2019〕14 号》文，就 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的有关事宜做出安排。	棚改大幅低于预期，预计对全年房地产投资有不利影响
事件	4 月 23 日	白宫宣布结束对伊朗原油的豁免	特朗普决定不会更新伊朗 5 月到期的原油豁免政策，目的是将伊朗的原油出口降至零。	油价持续上扬

资料来源：中投期货研究所

2 关注猪价和油价对 CPI 的影响

新一轮猪周期已经开启，猪周期对通胀影响是可能未来两年通胀预测的最重要因素。如果只有猪肉价格上行影响，CPI 虽然会受到冲击，但冲击时间不会很长，货币政策基调很难改变。如果加之其他食品和石油价格，尤其叠加石油价格大幅上行，那么对 CPI 的压力会加大，会给货币政策带来压力。根据猪价的走势，预计此轮 CPI 高点可能超过 3%。

猪肉是我国主要动物蛋白来源，猪肉价格对牛肉、羊肉和禽肉有引领作用，而我国猪肉的生产

方式决定了我国暂时很难摆脱猪周期。本轮猪周期已经开启，中途逆转和过早结束都不符合现实。2019 年我国生猪存栏和母猪存栏正在快速下降，而受到 2018 年非洲猪瘟和 2017、18 年环保的影响，一些家庭猪场的恢复并不顺畅。即使假定 2019 年生猪进口达到 200 万吨，仍然弥补不了我国猪肉消费的缺口，猪肉价格上涨已经成为定局。猪周期到现在为止可能没有走过半程，预计本轮猪周期的走势与 2016 年相近。那么从时间上来看，猪肉上涨周期可能仍然需要 60 周左右，猪肉价格上涨空间可能超过 36%。

统计局通胀调查下的猪肉包含全国大部分的菜场和超市，猪肉价格零售价格的波动比生猪价格和现有调研猪肉价格的波动要弱。而猪肉单一品种的涨价虽然会对 CPI 造成冲击，但是冲击幅度可能不用担心。但是如果其他肉类品种跟随上行，原油价格同时上涨，那么对 CPI 会造成较大影响，会较大的制约我国的货币政策。

从现有数据来看，牛肉和羊肉的涨价仍在合理范围内，并未出现大幅跟涨，但原油价格有不确定性。原油价格在 2019 年已经到达相对高位，继续上行空间可能有限，那么可以单一考虑猪肉和其带动的农产品价格上行对 CPI 带来的影响。

2019 年的猪肉价格打破了 3 月下跌的规律，春季仔猪腹泻也较为严重，预计 2019 年猪肉价格逐月走高，4 季度可能进入价格高点，预计 CPI 单月高点也在 4 季度出现。预计 2019 年食品价格高于 2018 年的 1.7%，大约上行 3.8%，劳动力价格稳定，能源价格随市场波动，预计上行 2.0%，全年 CPI 上行 2.4%左右，2020 年仍然受到猪周期一定的影响，但是猪肉价格涨幅低于 2019 年，2020 年 CPI 全年约上行 2.3%。

2019 年的 CPI 运行高于 2018 年，这不仅有猪肉价格上涨的因素，也有其他食品价格同时上行的影响。但如果原油价格出现震荡下行，那么 CPI 涨幅会随之拉低，如原油价格下行 10 美元/桶，预计 CPI 下行至 2.3%。

而从货币走势来看，CPI 同比会有小幅走高，但货币预测 CPI 的有效性仍然要看货币投放的持续性。

3 流动性：央行实现结构性调整

目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，今日不开展逆回购操作。鉴于今日有 800 亿元逆回购到期，人民银行实现净回笼 800 亿元。逆回购昨日人民银行开展 2674 亿元 TMLF，一方面对冲 1600 亿元逆回购到期量，另一方面缓解资金面边际紧张的状况，昨日隔夜资金利率明显下行。从上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 来看，隔夜 Shibor 下行 7.6 个基点，其他期限资金利率继续上行，隔夜和 7 天资金利率倒挂的状况缓解。存款类机构质押式回购 DR007 加权平均利率进一步上行，显著高于指导利率。

4 月 24 日，中国人民银行开展了 2019 年二季度定向中期借贷便利 (TMLF) 操作。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。操作金额根据有关金融机构 2019 年一季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为 2674 亿元。操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%，比中期借贷便利 (MLF) 利率优惠 15 个基点。

TMLF 重启是降准有顾虑下补充流动性的替代性选择。4 月以来，逆回购到期和投放完全对冲；4 月 17 日 MLF 投放 2000 亿，本次 TMLF 投放 2674 亿，对冲本月中旬 MLF 到期 3675 亿后实现小幅净投放。再结合考虑税期和财政支出加码等因素，4 月流动性可保持总体平稳。由于 TMLF 利率低于 MLF，可以降低银行资金成本，进而也有利于降低实体经济融资成本。

4 宏观策略

货币政策明显定调，央行表示以前没有放松，现在也谈不上收紧；下一步要实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”。央行的回应一定程度上降低了市场对宽货币和强刺激的预期，近期市场回落与政策的微调有明显的关系。美国大部分经济数据向好，美元继续强势，工业品回落维持小幅震荡走势。目前原油以及化工类处于相对高位，继续关注 OPEC 的动向和油价的波动，维持整个工业品宽幅震荡的判断。

5 股指期货市场分析

指数连续回落 4 月份指数收跌

自月线三连涨以来，4 月份指数冲高回落，月线收跌。4 月份沪指跌 0.14%，深成指跌 1.27%，中小板和创业板分别跌 4.35%和 2.11%。

对于当前市场而言，在一季度经济形势好于预期的背景下，本周初召开的中央财经委会议强调“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”，短期经济政策正进入到观望期。而结合政治局会议结构性去杠杆和保持战略定力等表述，政策正转向调结构。尽管资本市场的改革预期这一左右 A 股总体走向的核心因素并未发生变化，但在经济政策微调之时，市场进行一定幅度的回调也属正常现象。

截至 4 月 25 日，两融余额达到 9769.15，其中月内高点是 9800 亿元，逼近万余元大关

今年来 A 股或多或少看着北上资金的脸色，北上资金看着监管机构的脸色！这就是目前市场的真实写照。

24 日，香港监管层突发公告，称最近对一内地银行集团所属的一家在香港经营的银行及附属公司所拥有的持牌法团进行协调现场检查时发现，该集团通过私募基金及其他实体，进行了一连串“复杂交易”。

如果仅仅是涉及到证券市场，香港证监会出手即可，而此次是证监会和金管局两大监管机构联合出手，“说明事情可能比较大，复杂的交易机构不仅涉及到证券，更有可能涉及到利用证券市场‘洗钱’的行为。而从复杂交易结构来解读，涉及到配资行为的可能性也相当大。

指数继续调整寻底概率较大 关注 3000 点支撑

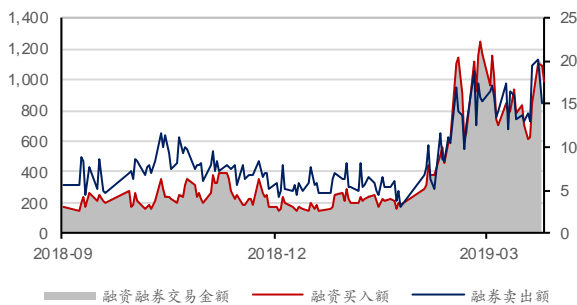
政策的收紧，是市场下跌的主要原因，政策变化主要在于两个方面，一是降准等宽松政策的落空，另外是对杠杆资金的高压政策。

国新办新闻发布会上，央行副行长刘国强指出：大家判断货币政策要记住四个字“松紧适度”。对于“松紧适度”，刘行长建议看银行间的回购利率像DR007等。利率是资金价格，资金价格能够反映资金的供求状况，央行没有收紧货币政策的意图，也没有放松货币政策的意图。在昨天的策略笔记中也提到，央行货币政策思路在预调、微调以及调结构方面着墨较多，对货币政策全面宽松或者收紧的预期可能都有偏差。政策微调的方向可以通过市场利率的变化以及央行公开市场操作等方面更为直观的分析。

香港联合内地对杠杆资金的查处是市场调整的因素之一，4月份以来，北上资金一直处于流出的状态，场外资金流入的暂缓，一定程度上限制了近期行情的热度，同时年初以来推动市场大幅上涨的因素都出现了不同程度的弱化：股市政策层面由主动激发市场活力转向抑制偏热情绪，在降准落空后市场对于流动性出现边际收紧的预期，经济层面的回暖可能需要5月初开始披露的数据来进行验证，目前偏弱市环境可能需要中美贸易谈判的后续进展来打破。结构上关注已经出清较为充分，具备较高的参与性价比的成长板块。

市场活跃度明显下降，首先是成交量的下降，近期成交量在8000亿以上的时候不多，其次建议使用全市场涨停个股的占比来观察市场走势的强度，而且历史上看涨停占比与指数的背离，即指数创新高但涨停占比未能创新高，往往预示着趋势的弱化以及阶段性调整的来临。本轮市场上涨过程中涨停个股占比的高点出现在3月中旬，后续指数创新高的过程中，涨停占比并未达到之前的峰值，在近期也回落较大，后续市场震荡的概率较大。

图表 7：融资融券数据图



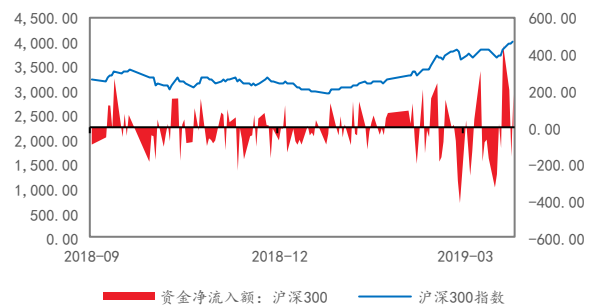
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



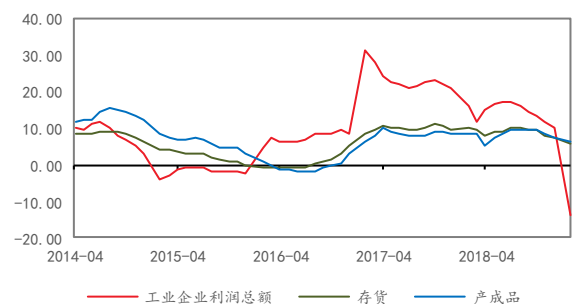
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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，而引按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 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。

废铜紧张预期升温，精废价差收窄。在 4 月 1 日降税后，废铜市场平均票点由 7.5% 下调到 6.5%，仅下调了 1%。但若想维持在降税前的精废价差水平，废铜票点应下调 1.5%。在降税后电解铜价格直降 515 元，由于废铜票点表现出相对的抗跌性，废铜含税价的降幅低于电解铜，导致精废价差收窄，废铜的消费优势有所下降。就目前废铜内外供应情况来看，仍未出现实际的短缺现象，但持货商强烈的挺价意愿仍可以造成废铜价格保持抗跌。

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。

进口方面，前期内盘相对强势，国际铜库存流入国内，中国 2 月末锻轧铜及铜材进口量累计 79 万吨，同比减少 0.6%，大约有 5 万吨为新增进口精铜。

消费进入平缓期

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%。商品房销售面积累计同比-3.6%，相比上月变动-4.9%。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 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。

2019 年开年以来，国家发改委先后批复了《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019—2025 年）》和《武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019—2024 年）》，涉及投资 3786 亿元。而在此之前，已有广西北部湾经济区、上海、重庆、杭州、济南等多个轨道交通规划获批复，另一方面 5G 板块对通信基建的拉动同样不可小觑，开年来股票市场上 5G 概念遭到投资者的追捧，进入暴涨节奏，反映了市场对 5G 建设的信息。总体 2019 年精铜需求或重点关注基建板块表现。

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。沪铜基本面因素多空交织，但预计未来的密集的冶炼产能干扰以及消费旺季的到来，将对铜价构成向上驱动，操作思路应该以逢低布多为主，宏观数据或重大事件公布前应酌情减仓。

3 铜期货现货数据

图表 11: 长江有色铜价



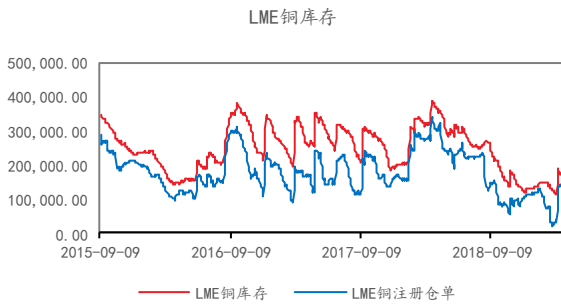
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 上海保税区铜库存



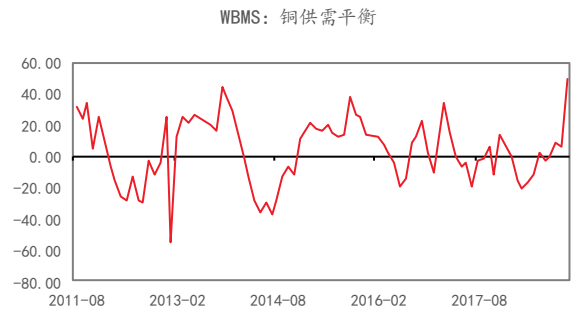
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



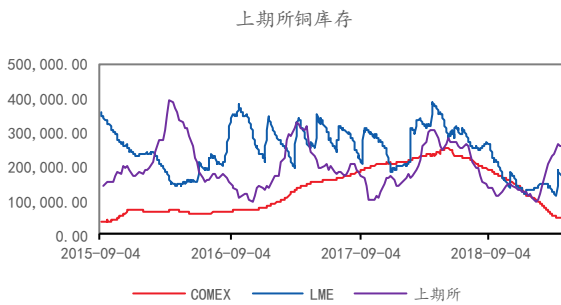
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



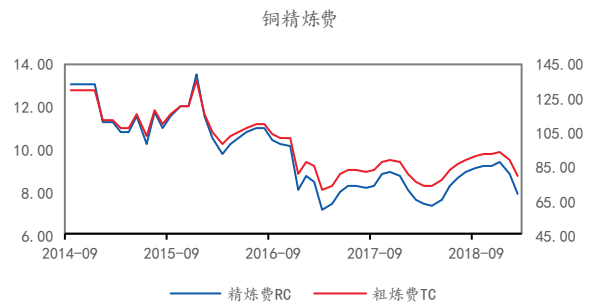
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：近强远弱格局将延续

1 锌：影响因素

国内外锌矿资源充足

海外锌矿供应主要集中在 MMG、New century、Vedanta、Antamina、Glencore 等公司。2019 年国外新增产能投产及爬产带来的产量增长约 50 万金属吨，其他未统计到的矿山可能还有增减产情况，预估这部分增量可能有 10 万吨，总体上，我们预估 2019 年国外锌矿增产或 50-60 万金属吨。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。增产主要来自澳大利亚昆士兰州的 Century 锌矿。第一季度锌精矿产量为 3.75 万吨，品位为 48.3%。相比之下，2018 年第四季度的锌精矿产量为 2.55 万吨，品位为 47%。不仅锌精矿品位有所提升，锌精矿的质量也得到改善。到 2019 年年底，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。公司的可行性报告预计，在 Century 锌矿的前 6.3 年内，锌精矿年产量将达到 50.7 万吨。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。

下半年精锌宽松的预期

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。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。新旧产能交替则需要到 6 月份才能完全释放。此外，4 月底驰宏曲靖也将进行检修，曲靖生产线将进行轮换检修，因此预计检修时间相对较长，或长达 3 个多月，但检修影响将相对平稳，月影响量估计为 5000 吨左右。总的来看，3 月底至 4 月初，由于冶炼企业集中性检修，叠加锌锭处于去库周期，供应偏紧预期再度升温。随着部分冶炼企业检修结束，其影响已弱化，短期供应偏紧预期缓解。

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。短期炼厂增产的可能性或遇瓶颈，精锌宽

松的预期或将在 2019 年下半年后才会逐步得到验证，因此对近月锌价仍然存在强支撑。

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。

库存低位，谨防逼仓

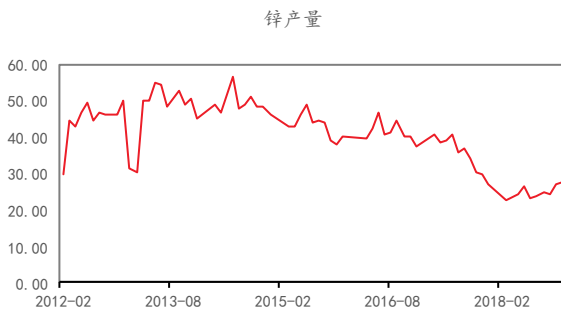
国内外库存依旧低位，LME 锌库存低位大幅跳涨，主要为 15 日、16 日和 18 日荷兰鹿特丹和弗利辛恩大幅交仓，明显增加了 21375 吨至 7.6 万吨，创下近两个月的高位。然而 LME 锌注销仓单量进一步下降至 3000 吨的低点，占库存比例仅为 4.08%。国内锌锭社会库存延续去化态势，主要地区的库存均呈现不同程度的下降，受锌价下调的推动，下游和贸易商补库拿货增加。短期继续关注传统旺季启动后锌锭的去库节奏。

2 锌：近强远弱态势将延续

在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势，随着高利润刺激下，国内供应瓶颈有望逐步释放。LME 库存逐步增加，锌市转弱得到验证。从政策角度，国内受制于环保政策炼厂难以实现大幅增产，冶炼端与矿近强远弱态势形成供需矛盾，产能的瓶颈间接推高加工费上行，矿端宽松至金属端的传导或仍需时间，中期保持对锌偏空预期，预计沪锌将继续弱势震荡，同时沪锌期货近强远弱态势将延续。

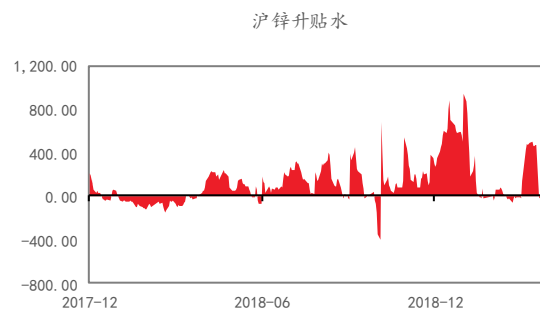
3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



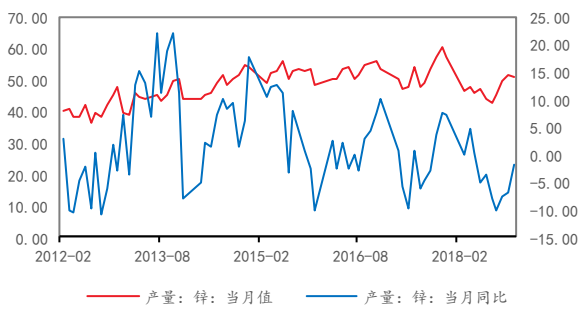
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



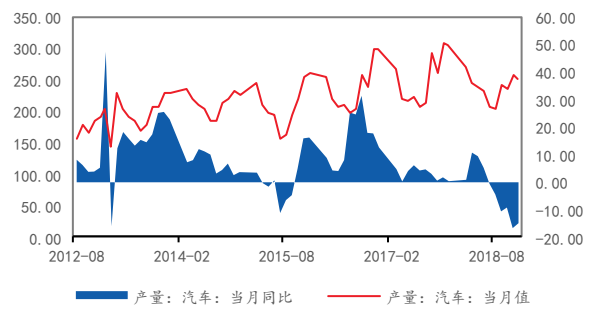
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：国内镍铁产能投放提前 镍价盘整后将继续寻底

1 行情回顾

上周沪镍盘面持续小幅阴跌，整体下跌幅度小于前期。总体来说，镍基本面弱势未改，在连续下跌后盘面出现止跌企稳迹象。但是在不锈钢需求没有改善的前提下，盘整后难以出现反弹。上周沪镍主力合约最高价 100540，最低价 97100，周度跌幅 1.24%；伦镍最高价 12660，最低价 12310，周度跌幅 2.11%。

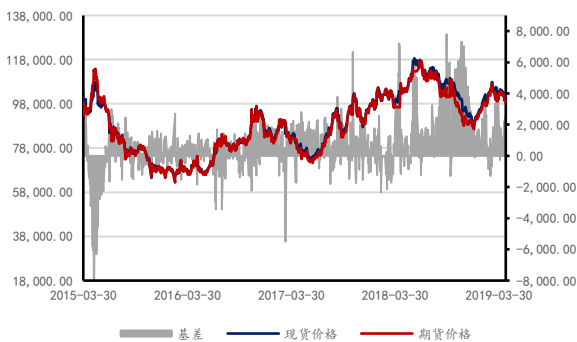
目前镍基差继续向上扩大，总体处于前高的中部位置。电解镍进口盈利窗口打开，沪伦比偏低。

图表 21：沪镍主力合约量价变动



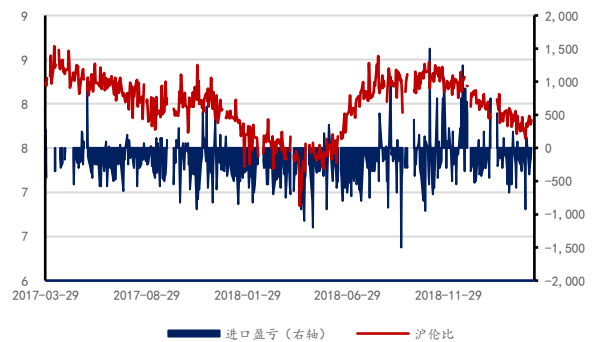
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

	2019/4/24	2019/4/17	周度变动	变动幅度
电解镍	99675	100750	-1075	-1.07%
金川镍	100900	101550	-650	-0.64%
俄镍	98450	99950	-1500	-1.50%
高镍铁	977.5	997.5	-20	-2.01%
低镍铁	3300	3300	0	0.00%
硫酸镍	26500	26500	0	0.00%
LME 库存	174852	176292	-1440	-0.82%
SHFE 库存	8080	8714	-634	-7.28%
沪伦比值	7.85	7.81	0.04	0.51%

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

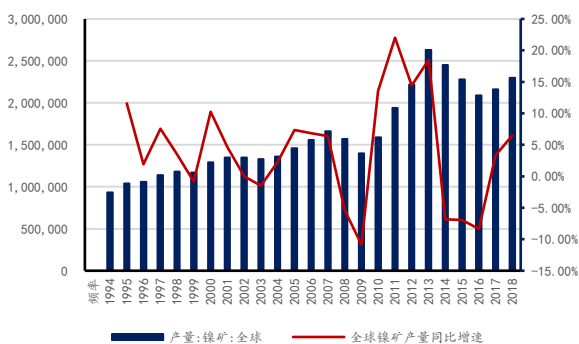
3 基本面

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

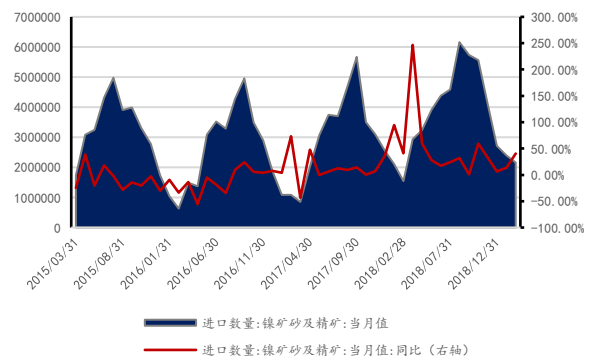
2018 年全球镍矿产量 230 万吨（镍金属量），同比增长 6.48%。全球镍矿的供应在 2012 年以后出现了收缩迹象，2016 年镍矿产量筑底，目前进入缓慢回升通道。中国镍矿储备几乎全部都是硫化镍矿，红土镍矿主要依赖从印尼和菲律宾进口。2019 年 2 月，中国进口镍矿砂及精矿 2159066.88 吨（实物吨），环比减少减少 10%，同比增加 40%。菲律宾雨季结束镍矿供应逐渐恢复，将逐渐进入 4-11 月的供应充足期；印尼已经到期的镍矿出口配额陆续在重新获得批复。截至 3 月末，国内主要港口和地区镍矿库存 1063 万吨，环比下降 5.9%，同比上升 33.51%。国内镍矿供应无虞。

图表 25：全球镍矿供应增速缓慢回升



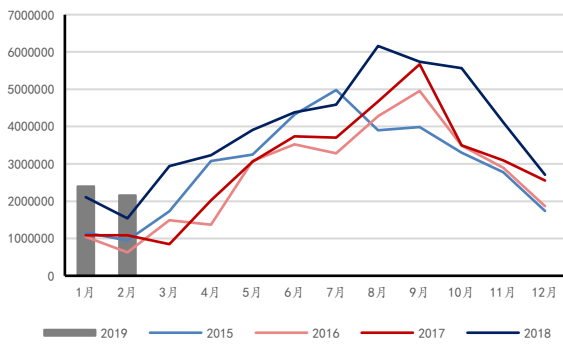
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



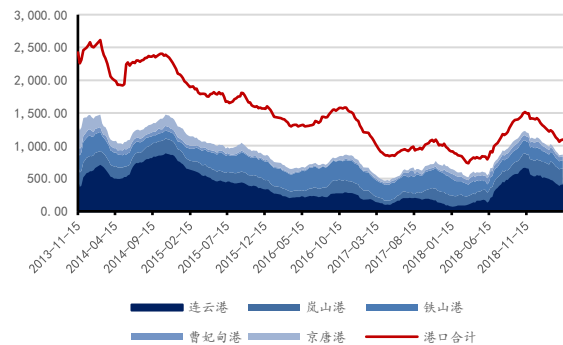
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：国内镍铁产能提前投放 印尼镍铁产能二季度集中投放

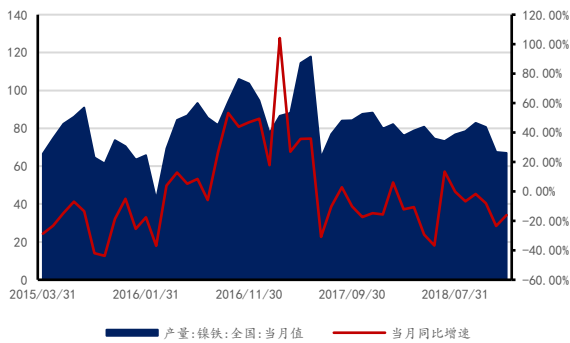
受镍铁生产利润刺激，国内镍铁产能投放提速。4 月 18、19 日山东鑫海新建 48000KVA 矿热炉最后两台成功投产，至此原计划于 6 月末投产的产能在提前一个多月的时间内已全部投产完毕，预计年产量 5000 金属吨。印尼方面镍铁产能目前没有受到地震影响，预计二季度按照计划集中投放，备受瞩目的印尼最大的镍铁冶炼工程-印尼瑞浦镍铬合金有限公司年产 60 万吨镍铁冶炼建设项目的电炉也于近期正式开工。镍铁供应压力已经对盘面形成压力。市场预计，中国和印尼 2019 年镍铁供应总增量 1 万金属吨。

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。

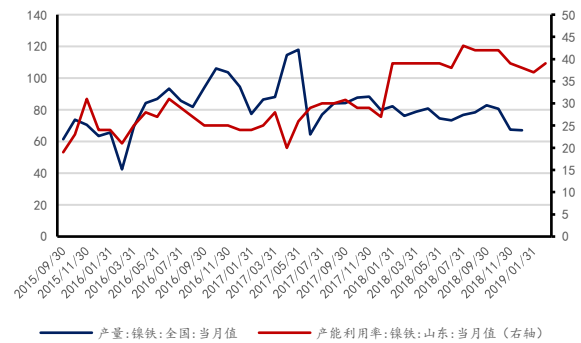
2018 年 12 月中国电解镍产量 25335 吨，当月同比增加 11.93%，1-12 月累计产量 179972 吨，累积同比增加 6.41%。2019 年 2 月，中国进口精炼镍及合金 12191.02 吨，同比减少 17.12%。国内电解镍产量略有回升，进口量低位运行。截止 4 月 9 日，LME 镍库存 179442 吨，上期所镍期货库存 7713 吨，LME 注册仓单今年迄今下降 11%，为 2012 年以来最低，上期所库存自去年 11 月以来下降一半。电解镍的低库存也成为镍价走势支撑力量之一，不过总体来说镍长期以来一直处于去库存状态，低库存的支撑力量有限。

图表 29：中国镍铁产量增速负增长



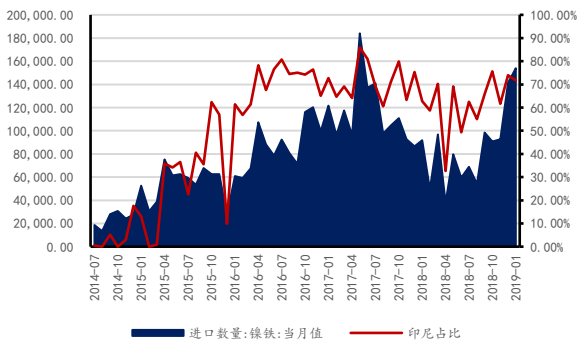
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁产量和产能利用率



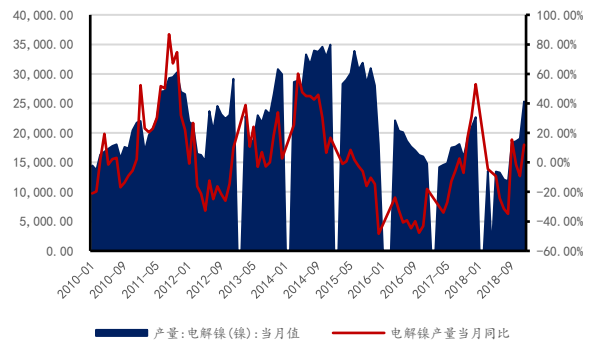
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国对印尼进口镍铁量维持高位



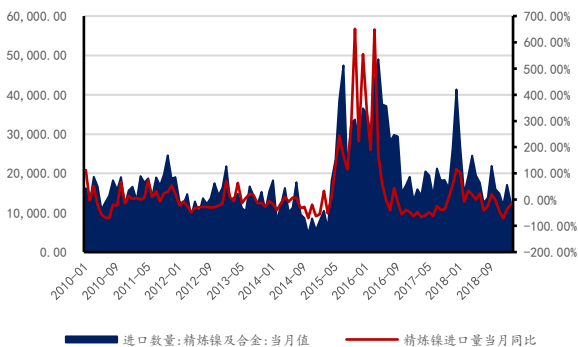
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：中国电解镍产量变化



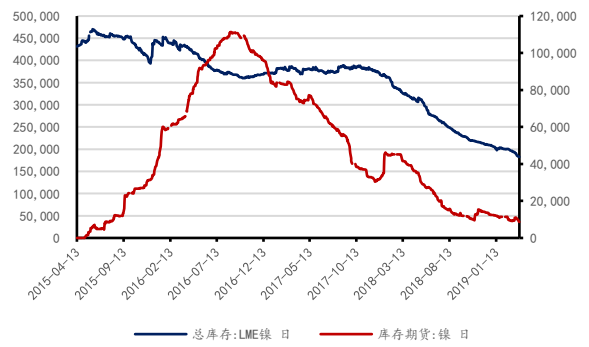
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



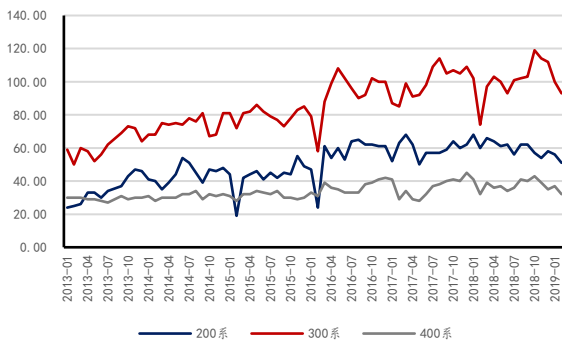
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，截至 4 月 23 日佛山、

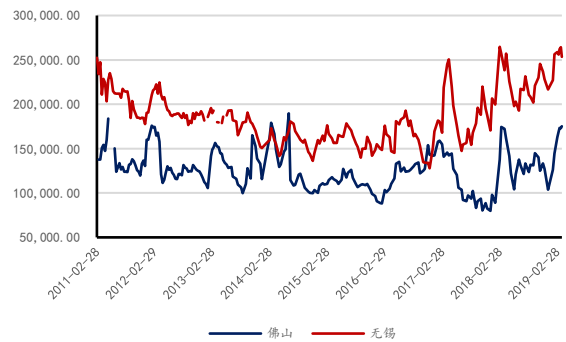
无锡两地不锈钢库存高达45万吨，为五年来高位。

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

目前对于镍价格走势的把握，主要就在于观测镍铁产能的投放和下游不锈钢需求的变化。

去年由于环保因素等原因，导致国内镍铁供应相对不足，镍铁行业利润良好。叠加今年一季度镍铁产能投放低于预期，刺激国内镍铁产能利用率的提升和近期镍铁产能投放的提速。目前，镍铁的供求逻辑已经从供应增速不及预期到供应加速释放转变。

不锈钢方面，佛山地区不锈钢库存继续增加，无锡地区库存小幅下降。截至4月23日佛山、无锡两地不锈钢库存高达45万吨，为五年来高位。一般来说，3-4月是不锈钢需求的小旺季，在今年春节靠前的情况下，不锈钢库存拐点尚未显现，表现出旺季不旺的特征。

而电解镍方面，主要受到两个方面的利空影响。首先是近期进口窗口的打开，电解镍供应充足。第二是来自镍铁制造不锈钢对电解镍的挤出作用，电解镍和镍铁在制造不锈钢方面互相存在替代效应，在镍铁供应集中的环境下，电解镍需求受到挤压。

从盘面上看，前期镍价的连续下跌也印证了其基本面弱势的观点。短期内跌势趋缓，盘面可能出现小幅震荡盘整。但是，从中期来看镍价仍有下跌的空间，二季度末可能出现镍铁供应的小高峰，相对应的也是镍价不断寻底的过程。

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周钢材期货表现震荡偏弱，供应延续增加，需求边际走弱，去库存速度放缓，价格中期调整临近。逻辑上看，3月底官方PMI数据好于预期叠加降准传闻，市场对宏观预期向好，产业方面供应虽延续增加，但需求维持高位，去库存速度较快，加上近月基差修复与成本推升，3月底以来钢材期货价格涨幅超13%。考虑到一季度较好的宏观数据落地，中央政治局会议又强调去杠杆及经济下行压力，货币在延续收紧，宽松政策难延续，产业端供应仍有增加空间，需求后期大概率走弱，近月基差修复至合理水平，高利润叠加成本端支撑趋弱，钢材价格下行拐点临近。铁矿在前期Vale宣布Brucutu矿区(3000万吨)恢复正常运营后，本周又有消息称Vale的Vargem Grande矿区(1300万吨)将在20天内恢复生产，铁矿延续调整。焦炭部分钢企接受了焦炭第一轮价格提涨，但基本面仍无新驱动，预计震荡为主，更多跟随螺纹走势。

宏观层面，4月19日中央政治局会议不再强调“稳”经济，并且重申“房住不炒”，国内经济存在下行压力，并且是结构性、体制性的，坚持结构性去杠杆，反应政府改革的决心，依靠传统刺激地产和基建难持久，前期宽松政策不再。从近期央行态度看，先是4月初对降准进行辟谣，前期连续18个交易日暂停公开市场操作，减量续作MLF，近期又暂停逆回购开启净回笼，反应货币收紧的态度。前期对钢材价格产生利好提振的宏观因素转为利空。

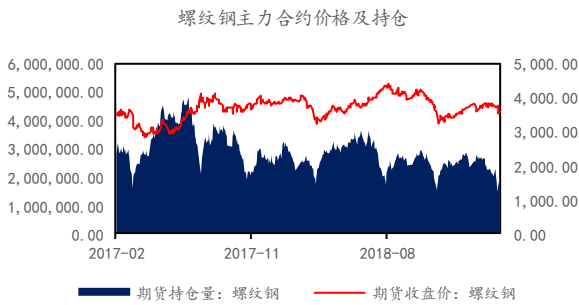
近期有官方数据显示，2019年我国各地棚户区改造任务约285万套。这远低于外界此前450万套的预期，与2018年的626万套相比，今年棚改开工计划目标已经腰斩。从投资上看，2018年我国棚改投资1.74万亿元，2013~2017年全国棚改完成投资约6万亿元。开工规模的大幅缩减，直接影响棚改投资总量下降，进而将对钢材市场需求产生影响。

行业来看，前期山东省政府召开的大气污染重点整治专项行动会议，据Mysteel调研了解，目前淄博、济南、临沂、德州等区域钢企已于21日起执行限产，限产比例在30-50%不等，个别钢企高炉限产10-50%。以目前限产比例来推算，预估此次限产影响铁矿石烧结用粉矿总需求15.6万吨左右，影响铁水产量合计1.8万吨左右。多数企业留有烧结矿库存，亦可通过调整入炉配比降低烧结矿短期用量，故高炉生产影响力度较为有限。若空气质量转好，橙色预警解除后即可逐步恢复满产，但因山东省同期开展为期30天大气污染重点整治专项行动，关于后续环保政策及限产力度，有待进一步观察。

河北地区环保延续，邯郸市推迟橙色预警解除时间，按照省大气办《关于推迟重污染天气橙色预警解除时间的通知》(冀气领办〔2019〕72号)要求，邯郸市《关于发布重污染天气橙色预警启动II级应急响应的通知》(〔2019〕6号)中应急响应解除时间进行推迟，由原定的4月25日24时推迟至4月30日24时。唐山市人民政府25日发布公告，将4月20日启动的全市重污染天气II级应急响应的解除时间，由4月25日24时推迟至4月30日24时。

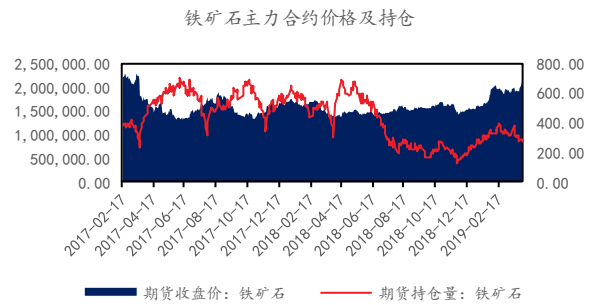
整体上，从宏观、供需、基差、利润、成本几个角度看，驱动正转空，短期或有反复，中长期价格承压下行。

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



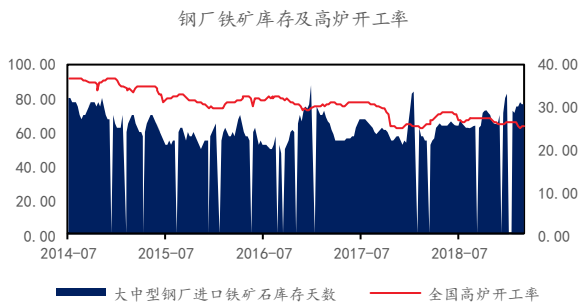
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：供应延续回升，需求边际走弱，去库存速度放缓

据中钢协最新数据显示，4月上旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量 195.50 万吨，较上一旬增 6.56%。高炉开工率延续回升，本周为 70.58%，较上周增加 0.55%，后期仍有进一步上行空间。截止 4 月 25 日，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 76.05%，较上周减 0.42%；产能利用率为 65.72%，较上周增 0.18%。

成本利润角度看，本周末生铁成本 2442 元/吨，较上周略增 5 元/吨，钢坯成本 3061 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 949 元，热卷吨毛利润 619 元，成本端变化不大，成材价格上行令毛利增加。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，后期供应上升压力仍在。

图表 39：钢厂铁矿库存及高炉开工率



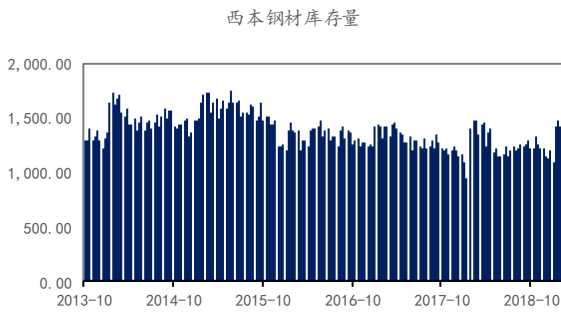
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



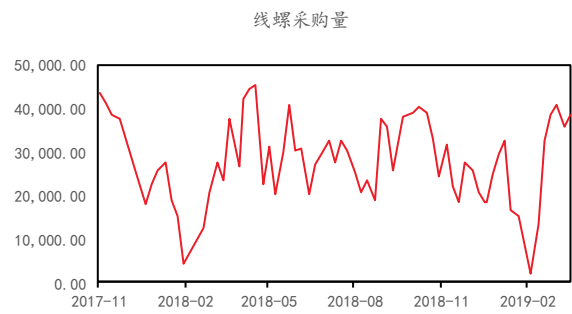
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，本周库存数据去化速度放缓，反应需求端的边际走弱。从主要品种的社会库存看，截止4月26日，国内主要钢材品种库存总量为1279.14万吨，较4月19日下降60.16万吨，环比下降4.49%；国内螺纹钢社会库存量由711.66万吨下降35.18万吨至676.48万吨，环比下降4.94%，钢厂螺纹钢库存减少5.83万吨；热卷社会库存降4.85万吨至209.67万吨，环比减少2.26%，钢厂库存增加1.15万吨。

需求端看，从钢联日成交数据看，本周成交有所下滑，相较于上周平均20.78万吨成交，本周日均成交19.99万吨。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为33600吨，较上周减少5660吨，呈现连续下滑。我们认为需求近期会走弱：首先，一般持续性的旺季强需求维持在2个月左右，1季度延续回升的地产投资数据以及基建投资数据，反应了3-4月份的较高需求，5月份难以持续。其次，短期看房地产销售下滑的影响未传导到新开工，3月份的新开工数据依然维持强劲，货币化棚改的退出以及三四线房地产销售下滑的压力，势必会通过销售-新开工-施工的逻辑链条传导，后期地产投资下滑依然是隐忧。此外，近期华东、华南地区进入梅雨季，连续降雨也将对需求造成影响。

整体看，钢材市场供应增加延续，去库存速度放缓，需求边际走弱，价格承压下行。

3 原料端：铁矿石、焦炭偏震荡

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡，截止4月25日普氏62%进口矿指数报92.6美元/吨，较上周涨0.6美元/吨。

本周矿山消息方面，4月26日市场有传闻称，巴西钢铁研究所主席Marco Polo de Mello在圣保罗举行的新闻发布会上表示，VALE的Vargem Grande矿区将在20天内恢复生产。Vargem Grande矿区年产量约为500万吨，属于VALE南部系统的项目，属于在此前VALE宣布关停10座尾矿坝周围矿区名单内，Vargem Grande综合矿区选厂于今年2月初暂停作业，该选厂年化产量为1300万吨（湿选），后续具体复产情况持续跟踪。此外，近期有消息称刚果开始出口铁矿石至中国，这一变量有待观察。

根据Mysteel数据，上周澳洲巴西发货总量为2123.5万吨，环比增加237.6万吨。澳洲发往全球的量为1761.8万吨，环比增加234.3万吨。发往中国的量1498.3万吨，环比增加241.2万吨。巴西铁矿石发货总量为361.7万吨，环比增加3.3万吨。澳洲巴西发运量连续三周上涨。

上周全国 26 港到港总量为 1586.5 万吨，环比增加 298.3 万吨；北方六港到港总量为 900.4 万吨，环比增加 237.0 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 390.3 万吨，环比增加 166.1 万吨，主流低品澳粉到港 227.3 万吨，环比增加 167.4 万吨，主流澳块到港 159.9 万吨，环比增加 30.6 万吨；上周到港量触底反弹，但是较上月到港均值仍有较大差距。分国别来看，澳矿到港量 1015.1 万吨，环比上周上涨 339.7 万吨，较上月周度下降 404.4 万吨，到港量已经处于恢复阶段，但是仍未达到正常到港水平；巴西矿前期尾矿坝影响的发运已经于本期体现至到港端，往后 3 周巴西矿到港量或持续维持低位 300 万吨附近。

因前期到港量下滑叠加疏港量增加，港口库存延续下降，主要港口铁矿石库存 13442 万吨，较上周减少 410 万吨。

从需求角度看，高炉开工率延续回升，钢厂库存维持低位，钢厂基本按需采购为主。

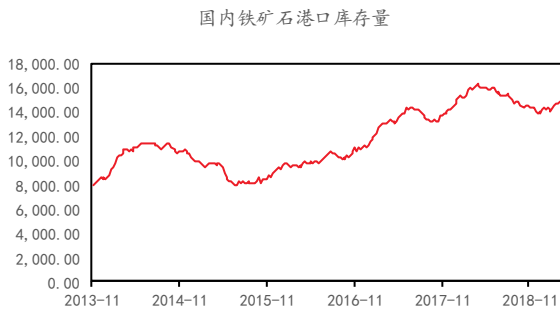
整体看，短期矿石利空消息较多，价格延续调整，整体逢高沽空思路，但短期呈现小周期大波动的特征。

焦炭方面，从供需角度看，高开工、高库存仍是现状，环保限产仍未趋严。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.35%，下降 0.2%，日均产量 68.29 减少 0.17 万吨；焦炭库存 136.35 万吨，减少 5.07 万吨，焦化企业库存延续减少；炼焦煤总库存 1431.86 万吨，增加 11.26 万吨，平均可用天数 15.77 天，增加 0.16 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 454.22 万吨，减少 5.74 万吨，平均可用天数 14.54 天，减少 0.2 天。港口焦炭库存总库存 450 万吨，增加 9 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，山东、河北地区部分钢厂已接受。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。

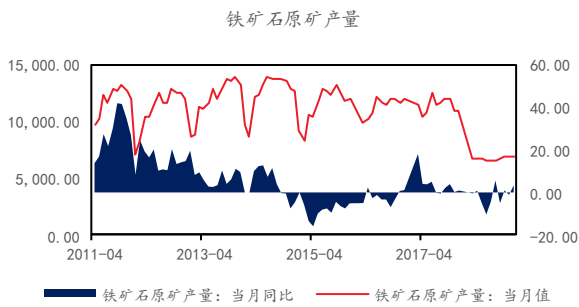
焦煤方面，随着焦炭价格第一轮提涨逐步落地，煤矿对焦煤看稳情绪日渐浓厚。煤矿生产基本正常，下游采购需求增加，精煤库存仍在下降中，洗煤厂及煤矿将继续挺价为主，短期焦煤价格多继续持稳。本周口岸蒙煤通关量平均维持在 768 车，较上周日均通关量下滑 93 车左右。因口岸拥堵严重，近期车辆按照配额通车，导致通关量降低。另外，部分无配套洗选加工的企业受巴彦淖尔政府要求原煤落地加工，暂处于停工状态。因口岸低硫资源相对偏紧，部分蒙 5 精煤报价小幅探涨 20 元/吨至 1220-1240 元/吨左右，原煤报价暂稳在 980-1000 元/吨左右。预计焦煤价格整体平稳为主。

图表 43：国内铁矿石港口库存



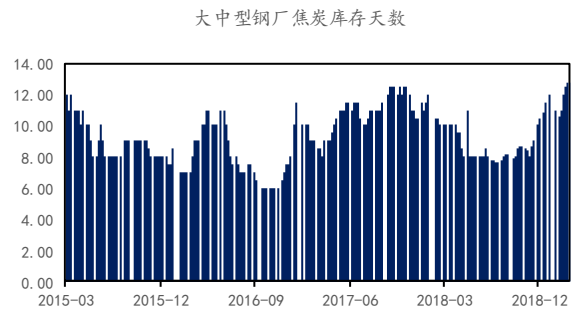
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45：铁矿石原矿产量



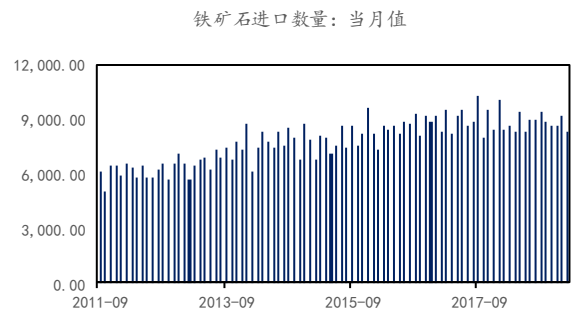
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

钢材从宏观、供需、基差、成本、利润几个角度看，驱动转为利空，短期价格或有反复，中长期价格下行压力较大。铁矿石近期复产消息对其偏利空，预计延续调整。焦炭高开工、高库存现状难改变，震荡为主，整体跟随钢材走势。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

现货价格延续下跌

五一假期前补货情绪并不浓厚，且当前环保和安全检查压力不减，下游需求依然清淡，业者心态松动，所选择随行就市持稳观望。而西北部分检修装置陆续开车，后期内地甲醇供应预期增加，需求短线并未有明显推升迹象，基本面利空市场心态。

原油价格偏强运行，但 pp 价格开始下跌，石化价格下调，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。

甲醇开工率处于偏高位置

国内甲醇整体装置开工负荷为 66.58%，环比上涨 0.11%；西北地区的开工负荷为 74.81%，环比下降 1.11%。本周期内，西北地区部分甲醇装置检修与复产皆有，但西北开工负荷仍然下滑；另外山东、辽宁等地区部分装置恢复运行，导致全国甲醇开工负荷略有上涨。

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。

新增装置投产，后期供应增加

新增装置情况，伊朗卡维 230 万吨新装置近期试车有开始装船发往国内，关注何时能够稳定运行发货；3 季度预计国内有两套 190 万吨甲醇装置投产，当然也有可能推迟；新增需求方面久泰 MT0180 万吨预计 5 月上会再度试车，南京诚志二期 180 万吨暂无消息，预计可能也是 3-4 季度。

MTP/MTO 开工处于高位

国内煤（甲醇）制烯烃装置平均开工负荷在 85.10%，较上周下跌 0.39 个百分点。本周期内，山东某烯烃负荷提升，青海盐湖 MTO 装置停车，所以带动整体开工负荷出现下滑。醋酸因为

部分装置停车，导致负荷降低。二甲醚因为部分装置恢复，导致负荷提升。

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，目前依然是消费淡季，供应端偏向宽松，宏观数据偏差工业品承压，短期保持空头思路，下方看至 2300 左右，空单不宜长期持仓。

3 甲醇期货现货数据

图表 47: 甲醇收盘价



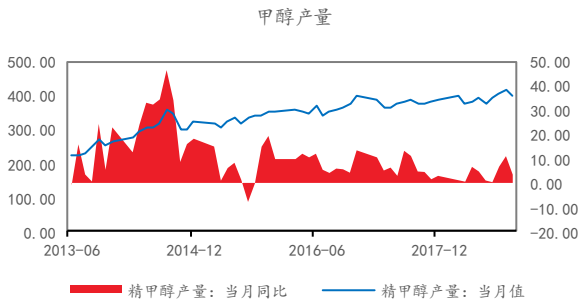
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 甲醇出厂价



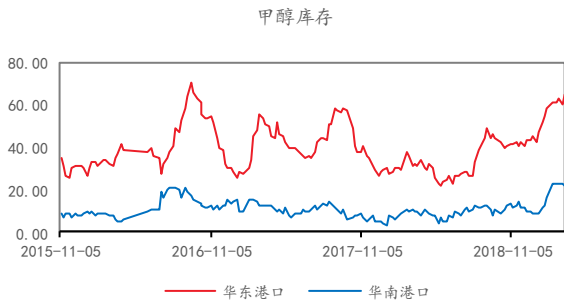
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 甲醇产量



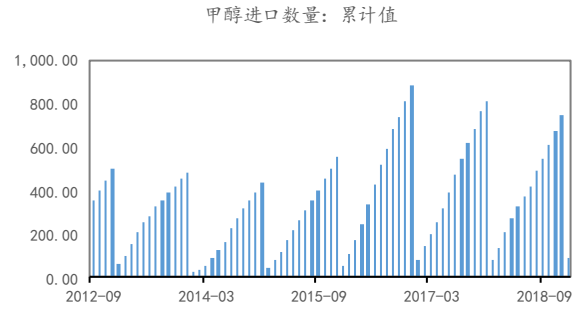
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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

聚酯化纤：PTA 乙二醇走势分化，关注套利机会

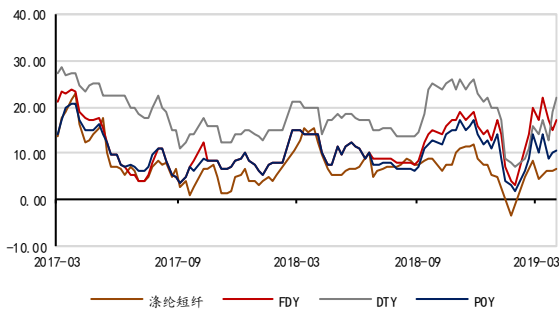
1 基本面分析

检修季基本结束 市场关注点转移

4 月份，聚酯化纤市场的关注重心在 PTA 装置检修带来的供给变化上，高产能设备的检修计划，检修执行，检修推迟甚至提前重启等消息，一度成为市场炒作的重心。4 月份，PTA 涉及检修产能接近 800 万吨/年，除了部分设备有提前重启外，基本上都能够按照检修计划进行。本周随着最后一批高产能设备：珠海 BP，嘉兴石化和逸盛的设备发布检修计划，本轮 PTA 装置检修季基本宣告结束。目前尚有两个设备的检修仍需关注，恒力大连的 220 万吨/年和福佳大化的 450 万吨/年，预期后期会为行情带来短暂小幅波动。四川晟达的 PTA 设备目前投产时间未定，在当下高加工费的状况下，预计投产时间有提前的动力。

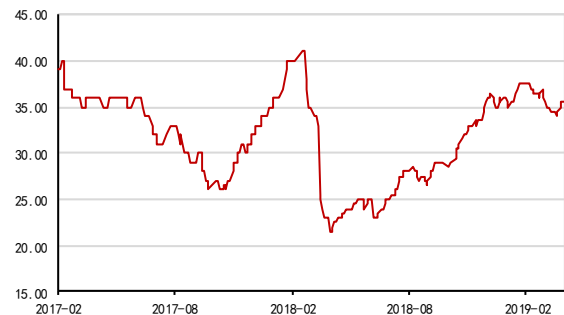
检修期结束后，现货供应将逐步趋于稳定，市场重点也将逐步转移到下游聚酯端的需求上。目前随着夏季需求高峰的临近，聚酯负荷已经提前达到高位，坯布和织造端的订单情况表现一般，江浙织机的开工率持续回落，坯布库存反季节提高。这种情绪预期还会不断向上游传导。整体来看，第二季度后两个月，聚酯负荷大概率会受到影响走弱，PTA 需求端的状况不容乐观。

图表 53：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 54：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

PX 价格走弱 加工费压制价格

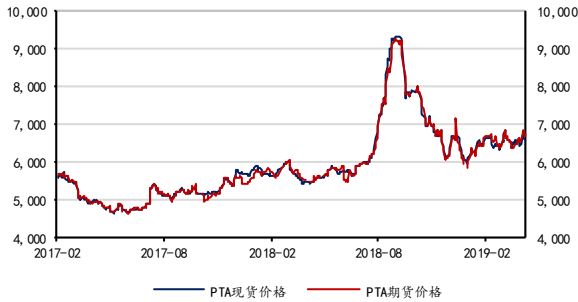
上周，PX 价格经历了近几年最快速的一轮下跌，3 天时间下跌了近 10%，虽然本周价格有所企稳，但是目前价格让然处于偏低的位置。成本端的弱势使得 PTA 下方支撑薄弱，价格震荡下行。导致 PX 价格下跌的两个因素：库存偏高预期以及恒力设备的提前投产，使得远期的 ACP 价格无法提振，买卖双方多空失衡。但是随着 PX 价格的下跌，目前 PX 加工费用大幅被压缩，年后至今下跌幅度接近 300 美元，加工费压缩严重。

短期来看，在恒力石化新装置投产之前，空头的预期已经提前达成，短期 PX 已经接近供需底部，进一步下跌的概率不大。预计二季度内，PTA 端如果需求没有太大程度的变化，PX 价格将会维持现有状况，整体以震荡为主。从上下游角度来看，PX 加工费的塌陷带来了聚酯产业链加工费的极端变化，下游加工费增加，上游加工费吃紧，按照当前价格计算，PTA 端加工费已经上升到 1500 元/吨以上，PTA 厂商基本上都会充分调整负荷，保证足量生产，预期后期的 PTA

装置存在提前开车的可能。

整体来看，远期的平衡表供给依然吃紧，但是目前PTA较高的加工茶也是难以为继，利润向上游补贴的概率较大。考虑到目前很多大型厂商逐步实现一体化生产，预期PTA价格受到加工费影响的幅度不会像前几年一样大。

图表 55: PTA 期货现货价格走势



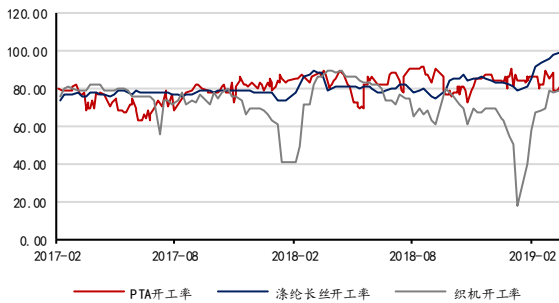
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 石脑油和PX价格走势



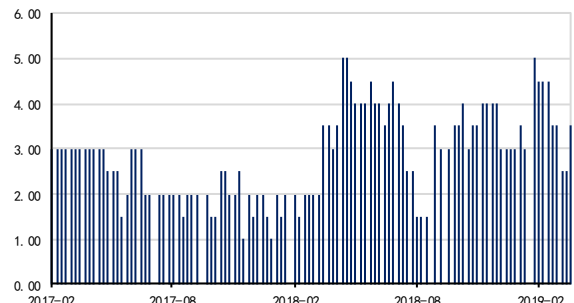
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57: 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 58: PTA 库存天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

PTA 巨头一体化设备接续投产 远期成本薄弱

自 2014 年国际原油价格大幅下滑，进入中低位震荡运行以来，石化产业迎来了一轮景气期。中国推动石化产业转型升级，布局七大石化产业基地建设；减少石化产业限制性措施，民营石化企业入局大型炼化一体化项目，以恒力、浙石化、盛虹、恒逸等为代表的民营大炼化项目正紧抓这一轮石化景气期尾声阶段，进入投建高峰期。

恒力 2000 万吨/年炼化一体化项目规划投资 562 亿元，是国内建设最早的民营大炼化项目之一。项目原油加工能力 2000 万吨/年，以 960 万吨/年连续重整、450 万吨 PX 装置为核心，配套 MTBE、异构化、烷基化装置，设计年产 992 万吨汽油、柴油、航空煤油，450 万吨 PX，同时年副产十分丰富。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目总投资 17308485 万元，分两期总规模为 4000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置。盛虹 1600 万吨/年炼化一体化项目总投资 776.49 亿元，利用进口原油建设 1600 万吨/年+280 万吨/年芳烃+110 万吨/年乙烯炼化一体化工程。恒逸文莱 PMB 石化项目一期装置配置体现了“小油头，大芳烃”的特点，原

油进料规模为 800 万吨/年,后端配置 150 万吨/年的 PX 单系列全球最大规模的芳烃联合装置。

民营大炼化项目投建抢跑争先见证着行业进入大炼化时代,这些项目的陆续投产将助推行业进入大洗牌时期,促进行业多元化竞争。这些民营石化企业上下游规模将基本匹配,规模均衡,构建起“原油炼化-PX / 乙二醇-PTA-聚酯-化纤-下游石化产品”的完整产业链,提高企业的竞争力和抗风险能力。PTA 和乙二醇作为中间产品的价格波动将会逐步收窄。

2 综合分析

进入 5 月,原油价格冲高回落或将成为大概率事件,然而回落幅度预期较小,整体将会呈现围绕 65-70 美元/桶震荡走势。PTA 成本端受到装置远期投产的影响将会继续在低位盘整,下游聚酯端受到印染企业高成本的衍生影响,预计难有太好的起色。1909 合约预计还将维持低位宽幅震荡走势,关注福佳大化的设备检修以及四川晟达的设备投产进度。乙二醇库存去化依然是主要的制约因素,5 月将迎来国内设备的检修高峰。预期边际上的利好会使得价格有小幅回暖,但是提振程度依然会受到库存压制,走势上依然以低位震荡偏空为主。

天然橡胶

1 行情概要

东南亚天然橡胶主产区刚开始新一轮割胶，一段时间内产量恢复有限，目前的胶价水平下，低产期难以产生更大的供应压力。二季度橡胶走势重点关注需求端的支撑力度，而在天然橡胶产业链上，需求可分为直接需求和终端需求。橡胶下游直接需求主要为轮胎制造业，3月至今山东轮胎厂商整体开工情况尚好。今年的主要问题是，汽车市场的销量数据很差，持续放缓并出现负增长。实际上天然橡胶的终端需求方面，重卡行业相对汽车市场更具影响力。由于二者所用轮胎类型和工作强度差别很大，无论是制造配套胎所消耗橡胶的质量，还是替换胎的更换频率，一辆重卡对橡胶的需求都数倍于普通汽车。一季度重卡市场表现良好，在去年的高基数下仍保持同比微幅增长，3月重卡销量甚至创下历史单月最高纪录。新能源汽车领域虽然高速增长，但本质上新能源车和传统汽油车是替代关系，而非形成绝对值的增长。未来下游需求对天然橡胶的影响偏中性，随着国三车的淘汰提上日程，将为需求注入新的增长潜力。

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。3月是马来西亚高温干旱的落叶期，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。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。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

2019 年一季度，国内轮胎市场呈现出昙花一现的繁荣。按照一般规律，年初轮胎行业基本处于产销停滞的传统淡季，贸易商拿货意向薄弱，轮胎成品库存高位累积。春节期间，轮胎企业停产放假在 7—18 天左右，轮胎开工率降至年内最低点。节后轮胎市场逐渐复苏，随着终端需求的向好，轮胎贸易环节走货加快。同时天然橡胶大幅炒涨，加上开会让利促销刺激，货源不断向下游转移，厂商库存得以释放。在经销商销量显著增加的推动下，轮胎企业全钢胎和半钢胎开工率迅速回升到同期正常水平。一季度全国重卡市场能够同比持平于去年，基建项目陆续动工是需求的支点，传统旺季预期令经销商积极备货，拉动配套胎的销量。然而在车市整体消费欠佳的拖累下，轮胎价格人为调涨难以实现，由于促销政策实际成交价格还会有所降低。预计二季度轮胎行业将以消耗前期库存为主，轮胎价格或将走低，不利于橡胶的需求端。

据了解，今年 3 月以来全国有 100 多家橡胶轮胎公司注销登记，其中以轮胎销售和生产企业为主。近期轮胎企业开工率保持在正常稳定水平。3 月部分轮胎厂商通过促销等方式刺激经销商囤货意愿，一定程度上减轻了工厂的成品库存压力，但在实际需求跟进不利的情况下，透支了后期市场消费。年后天然橡胶价格呈宽幅震荡走势，轮胎企业储备原料的积极性不高，部分工厂春节前采购的天胶远期船货库存仍未消耗完毕。预计 7—8 月销售淡季到来之前，国内轮胎行业整体平稳运行为主。中国轮胎企业正处于产业结构调整期，外因是环保检查压力和对华轮胎双反，内因是自身规模小、技术低、产能分散的不良格局。大型轮胎企业寻求在东南亚投资建厂，以利用当地廉价原料资源，及规避贸易纠纷的风险。小型轮胎厂多面临兼并重组，落后产能逐渐被淘汰出局。中国轮胎行业经历过去三十年的野蛮生长后，产业结构优化升级是必然

的发展趋势，大量中小企业的淘汰会造成一定产能损失，影响到橡胶产业链的直接下游，但需求最终取决于终端消费市场。

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，2019年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。

3—4月是橡胶轮胎下游需求复苏的时期，汽车行业正在从不景气中恢复。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

天然橡胶弱势的主要原因是基本面并未改善，供过于求造成的庞大库存压制盘面。国内天然橡胶库存和仓单数量保持增长态势，且有进一步放大迹象。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。上期所橡胶库存仓单不断刷新历史记录，青岛保税区库存结构性调整，由区内转移到区外，实际接近50万吨。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月橡胶去库存进展将更为艰难。近期港口陆续到货，保税区内总体库存继续增加，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年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。

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。

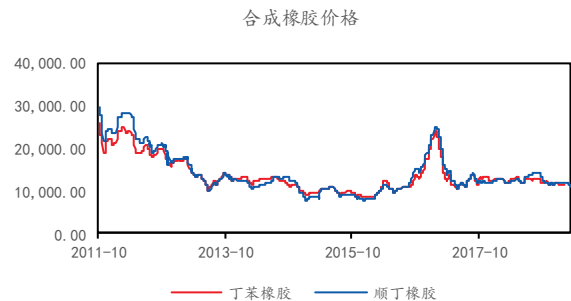
纵观近年来产胶国政策的变化，呈现由单一向综合，由短期向长远的发展趋势。姑且不论对行情的实际影响几何，政策频出足以说明目前的橡胶价格位于产胶国能够接受的底线上，向下的空间十分有限。

图表 59：天然橡胶现货价格



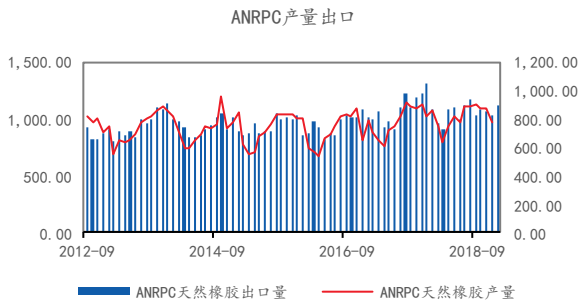
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：合成橡胶价格



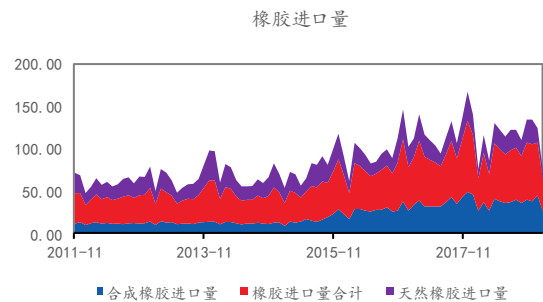
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：ANRPC 产量出口



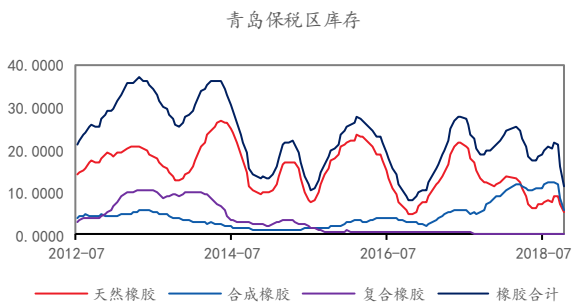
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：青岛保税区库存



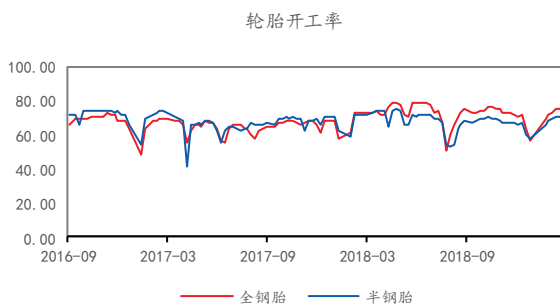
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：上期所注册仓单



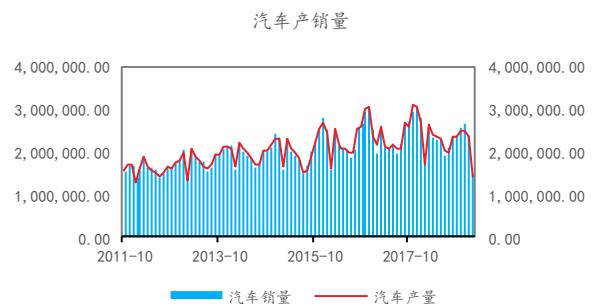
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66：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

从长周期上看，全球天然橡胶现在处于一轮大熊市的后期。随着时间的推移，新种植面积橡胶树长成为新开割面积，而可割胶面积老树被淘汰转化为翻种面积。东南亚主产区的现状是，发生大规模弃割和砍树的可能性较小，但利润微薄令很多胶园停止更新种植。相较一般农产品，橡胶树的生长周期要长的多，产胶国政策干预有限的情况下，产能需要漫长的时间来自然调整。资深业内人士认为，天然橡胶本轮熊市已经延续八年，未来三年内供需关系或发生明显变化。

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。

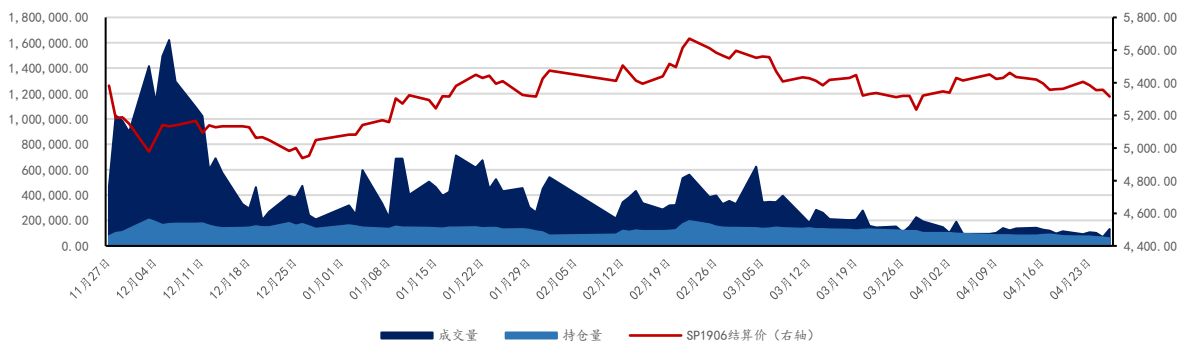
未来橡胶仍供过于求，库存不断累积，空头市场形态为主。2019年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶运行在历史性底部，但处在绝对低位，向上空间多于向下。在7—8月传统淡季来临前，天然橡胶将呈供需两旺的格局，价格在一定区间内宽幅波动为主。具体来讲，下方依托（11000，12000）成本线，上方参考13000重要压力位。在目前接近底部的位置上，继续做空风险收益比较差，倾向于逢低试多。

纸浆：库存压力仍大 短期弱势难改

1 行情回顾

上周纸浆盘面继续弱势调整，主力合约周二和周五有较大幅度的下跌，SP1906 周度最低价 5270 元/吨，最高价 5430 元/吨，周度下跌 1.34%。SP1909 周度最低价 5230 元/吨，最高价 5418 元/吨，周度下跌 2.06%。期货市场参与热情一般，市场持仓 SP1906 转移至 SP1909。

图表 67：主力合约量价数据



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

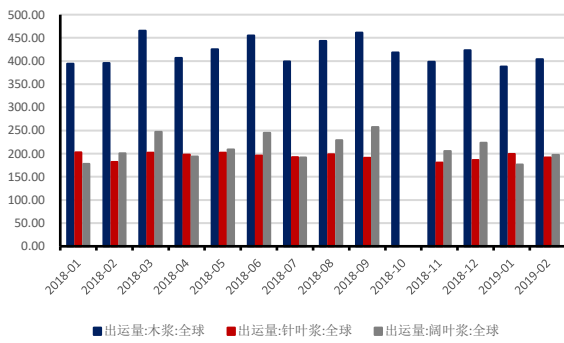
2 上游市场：内外浆价依旧倒挂

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。

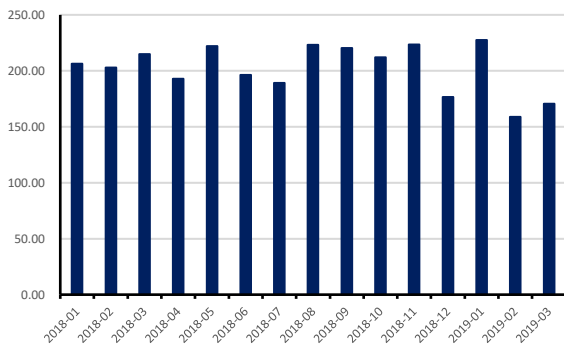
总体来说，2018年全年全球木浆出运量保持平稳，国内2月木浆进口量开始下降。在上游浆厂纷纷表示将减少出运量的情况下，预计后期中国木浆进口量有可能维持低位。

图表 2：全球木浆 2 月出运量稳定



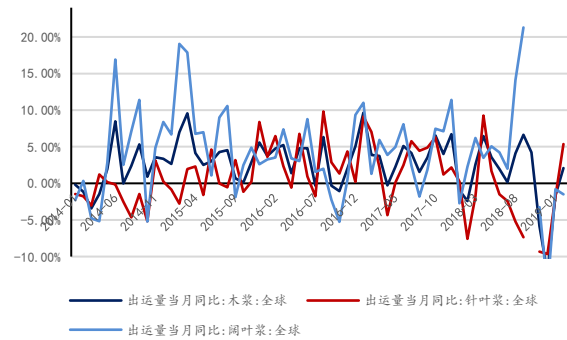
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：中国木浆 3 月进口数量小幅回升



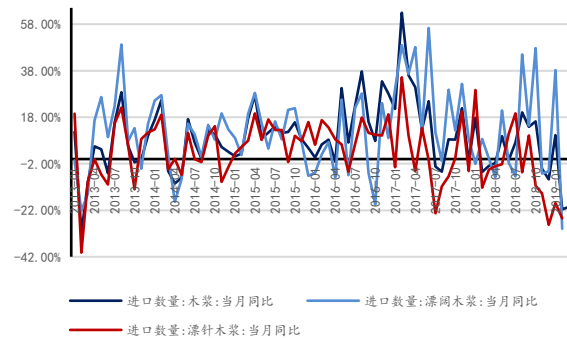
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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。

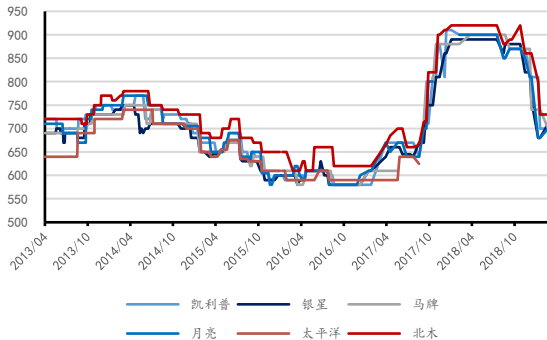
目前山东地区市场参考价：银星 5,450 元/吨 (+50)，凯利普、月亮 5,600 元/吨，北木 6000 元/吨，乌针 5,550 元/吨。由于高企的库存压力主要来源于阔叶浆，经过一段时间的价格坚挺后，近期阔叶浆价格出现了下跌，浆鸚鵡价格由前期的 5600 下降至 5350 元/吨。

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

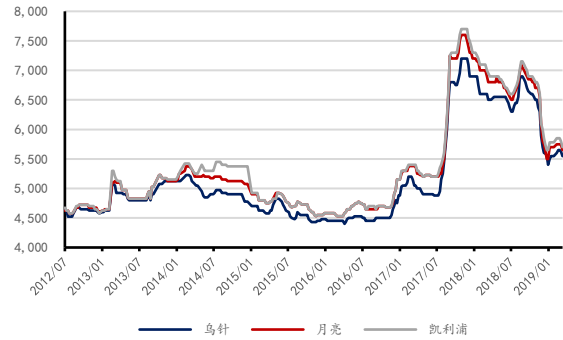
中纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是3:7,当漂针浆价格过高时,这一比例有可能调整到2:8。一般来说,针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是,阔叶木浆生产集中度更高,挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期,国内针阔叶价差超过600元每吨。随着期货盘面价格的下跌,国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度,价差不断收窄。年初针阔价差一度走负,不过这一情况很快就得到了改变。目前针阔叶现货价格止跌反弹,阔叶浆价格坚挺一段时间后近期开始走弱,目前鸚鵡报价5350左右,针阔叶价差100元/吨。

图表 6: 国际漂针木浆 CFR 现货价



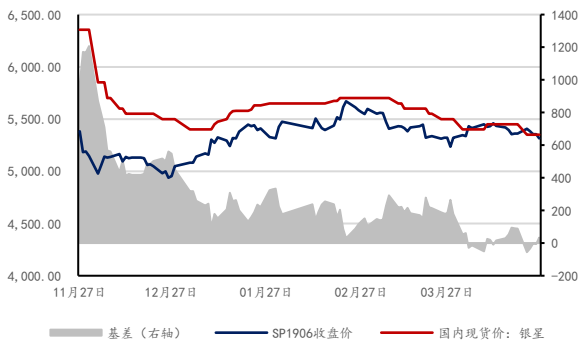
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 7: 山东地区漂针木浆现货价



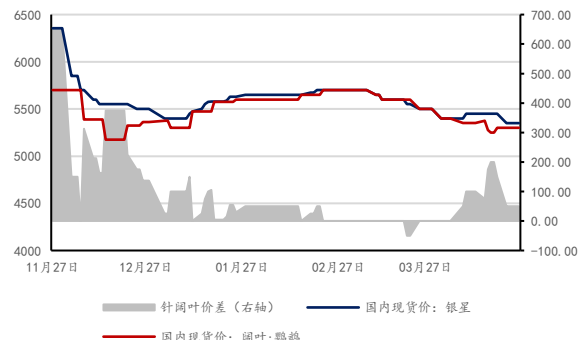
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 8: 纸浆主力合约基差变化情况



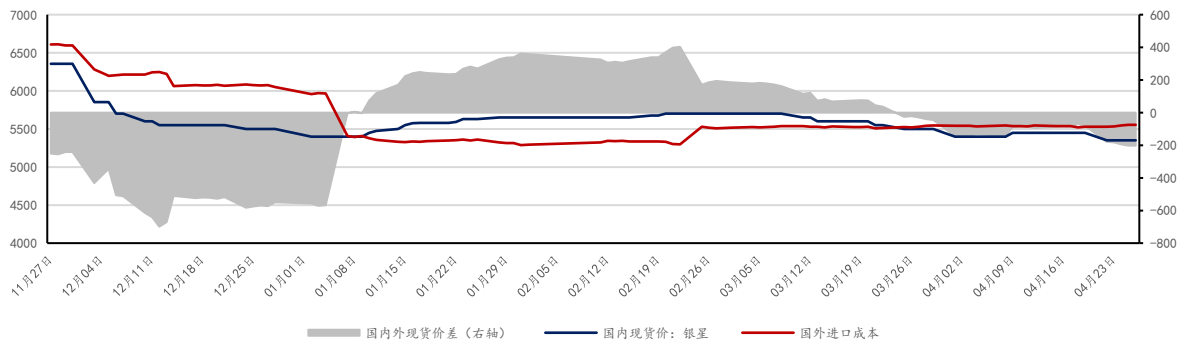
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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 68：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。

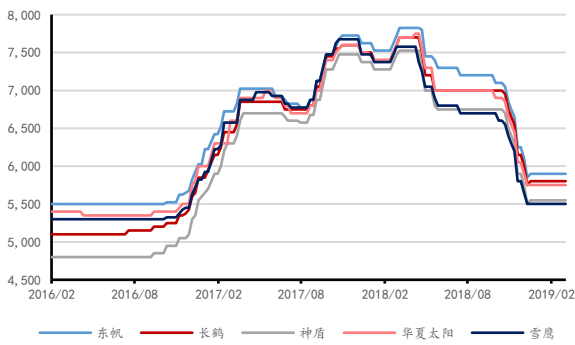
3月8日晚，山东博汇纸业年产150万吨包装纸项目第一条生产线，BM6在桓台成功开机出纸，该机器幅宽9600MM，设计车速1600M/min。另一台PM5，主要将生产石膏板护面纸和挂面箱板纸，也将于近期投产，100万吨新产能呼之欲出。这是2019年国内包装纸市场，在重庆玖龙PM40后，投产的第二台大型生产线。

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。

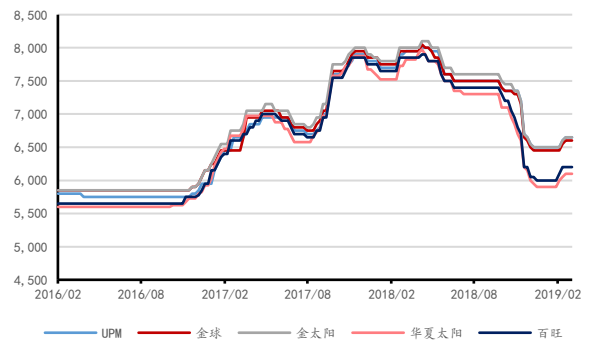
截止3月20日，万得资讯显示，国内北京地区双胶纸(70-100g)价格6100-6650元/吨与上周持平；国内北京地区铜版纸(105g)价格5500-5900元/吨与上周持平；广东地区白板纸(250g)价格4600-4900元/吨基本与上周持平，江浙地区太仓玖龙继续出现周度100元/吨的下跌，天津地区玖龙周度下跌100元/吨；广东、上海、厦门地区白卡纸(250g)价格也与上周持平。整体来说，上周各个纸种的价格走势相对稳定，白板纸价格继续出现周度降价，降幅为100元/吨，显示出包装用纸的弱势。

图表 11：国内铜版纸平均价走平



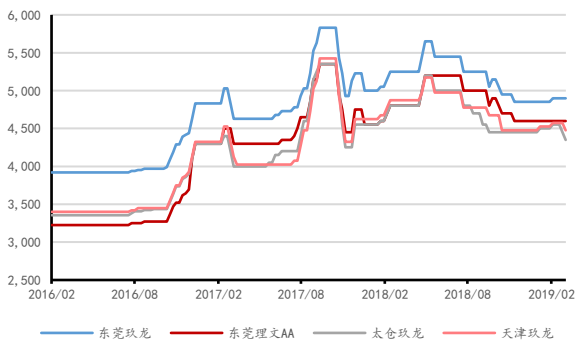
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：国内双胶纸平均价走平



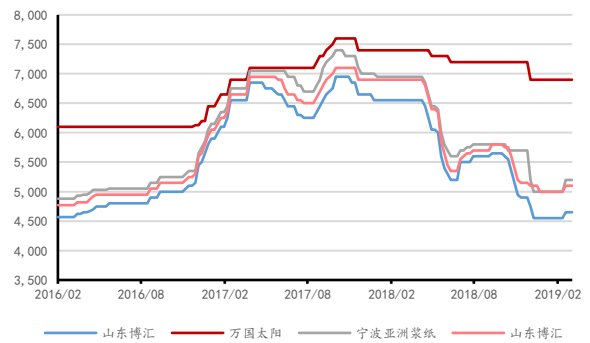
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 4 月末库存小幅下降

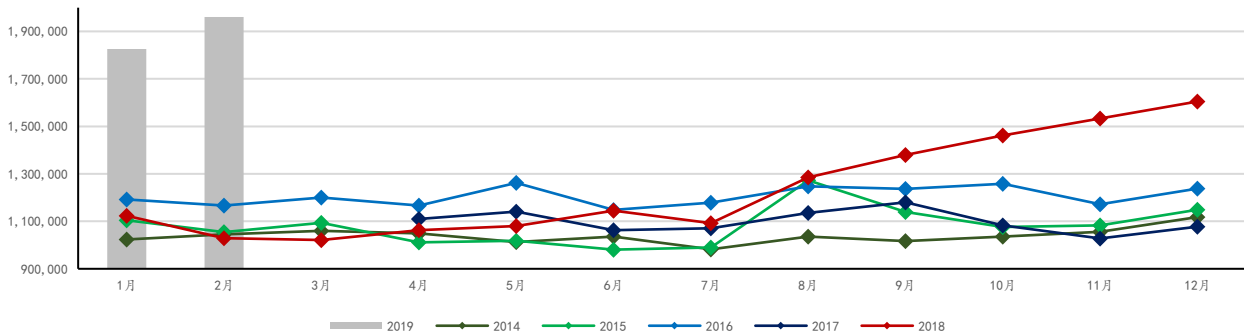
2019年2月全球木浆港口库存继续累积，增加13.5万吨至196.07万吨，环比上涨7.41%，同比大幅飙升90.56%。

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。

4月末最新港口库存数据，青岛港约114万吨，环比增加0.3%；保定库存460车，环比下降1.92%；常熟库存48万吨，环比下降2.2%。

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，市场预期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



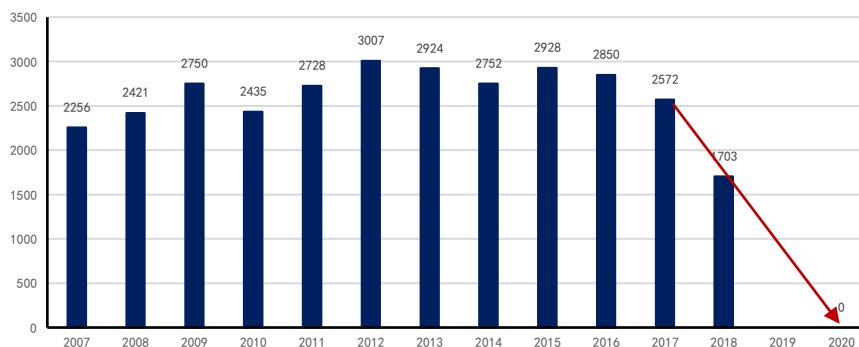
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，获批企业总数为 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

目前来看，纸浆的基本面还在等待需求改善的来临。5 月将进入包装用纸消费的小旺季，同时也是文化用纸印刷教辅资料的旺季，各大纸厂也确实发布了涨价函。银河纸业、太阳纸业、亚

太森博、晨鸣、华泰、APP、泉林、大河纸业等代表性厂家发布了 4-5 月份的最新涨价通知。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。晨鸣、博汇、APP、万国几大白卡纸厂再度集中提价，从 4 月 26 日起，白卡、铜板卡产品再度上调 200 元/吨。市场仍处于下游频发涨价函，库存压力依然压制浆价的格局。可以说，下游对于需求的改善预期度非常高，但是下游频发涨价函期货盘面岿然不动甚至下跌这一现象对于纸浆这个品种来说已经是司空见惯了。纸浆价格的反弹，主要需要关注库存数据的变化。

4 月末最新港口库存数据，青岛港约 114 万吨，环比增加 0.3%；保定库存 460 车，环比下降 1.92%；常熟库存 48 万吨，环比下降 2.2%。国内主要港口和地区纸浆库存拐点还未出现。虽然库存中主要是来自阔叶木浆的库存压力，但是库存高企的压力至今仍然压制纸浆价格走势。

SP1906 短期走势震荡偏弱，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。SP1909 弱势难改，预计仍有下跌空间。

油脂油料：美豆破位下跌，大连豆粕承压回落

1 外部豆类市场分析

中美贸易谈判久拖不决，美豆看涨信心大幅下降

尽管本周中美双方贸易主管部门相继表示中美贸易谈判取得重要进展，并将于下周继续推进谈判。由于双方均未公布彼此分歧和谈判难点，市场对迟迟没有结果的贸易谈判产生质疑，原本对中美尽快达成贸易协议以改善美豆库存过剩现状的期待很可能落空，各方对贸易谈判的耐心和信心受到较大冲击。目前美豆库存量处于历史最高位，按现在的谈判进程，即使后期中美达成贸易协议中方扩大美豆进口，未来数月美豆高库存的状况也不会实质性缓解。2019年美国春播大幕已经开启，5个月后，新季大豆将形成供应能力，一旦美国陈豆和新豆库存形成叠加，美豆的弱势周期将被动延长。如果再考虑中国需求下降以及南美丰产压力，那么全球大豆市场供过于求的程度将持续加重。因此，在当前高库存压力下，美豆市场对面积下降等因素反应迟钝，反而对利空因素尤为敏感。

基金大举增持空单，美豆市场看空情绪升温

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的数据显示，截止4月16日当周，投机基金在CBOT大豆期货和期权市场的净空单从一周前的71314手增至91400手，这是自2018年1月中旬以来的最高净空单规模。投机基金在豆粕和豆油期货及期权上的净空单也呈现快速增加态势。当前美豆供应创下历史最高纪录，中国对大豆需求在中美贸易战以及国内非洲猪瘟疫情夹击下降速超过预期。受大豆市场新的供需形势影响，投机基金在豆类品种上大举增持空单可能进一步加剧市场看空情绪，拖累市场继续走弱。

美豆出口销售数据无亮点，对华出口销售量同比降幅过半

美国农业部周度出口销售报告显示截止到2019年4月18日，2018/19年度美国累计销售大豆4488.73万吨，去年同期为5435.41万吨，同比降幅为17.41%；美国大豆累计装船量为3175.91万吨，去年同期为4279.4万吨，同比下降25.79%。对于中国进口美豆数据，美国农业部的统计情况如下：截至4月18日，中国累计购买美国大豆1319.67万吨，较去年同期的2886.67万吨减少1567万吨，降幅为54.28%；中国累计装船数量为552.82万吨，较去年同期的2628.49万吨减少2075.67万吨，降幅为78.97%。尽管美国对欧盟27国销售总量由去年的309.43万吨增加到681.55万吨，增幅虽大，但绝对量仍然有限，欧洲市场不足以消化中国市场需求的下降量。中美大豆贸易仍受高关税阻挡无法恢复正常，本年度美豆整体出口下降的局面基本成定局。

2 国内豆类市场分析

成本趋降以及较高盘面套保利润引发豆油和豆粕承压跟跌

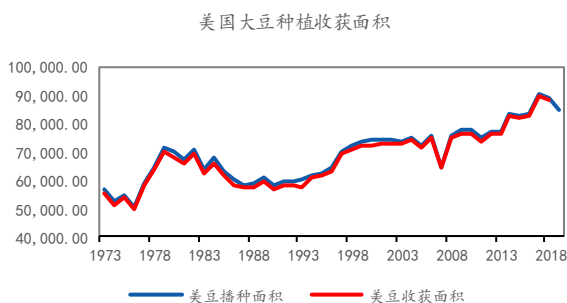
受 CBOT 大豆市场连续大幅下跌影响，本周跟踪的巴西 6 月船期大豆进口到中国港口的完税成本已跌至 2900 元/吨以下，达到近一年来低位水平。当前油厂现货压榨利润处于 200 元/吨的亏损状态，主要是由所用大豆进口成本高于 3100 元/吨所致。随着进口大豆成本价快速下降，按大连期货 9 月豆油和豆粕盘面价核算的压榨利润要明显好于当期。以巴西 6 月船期大豆对应盘面 9 月合约豆油和豆粕的利润在 120-150 元/吨，油厂在盘面套保意愿较强。尤其是在美豆市场开启新一轮跌势后，国内市场多头信心明显受挫，持续多日的盘整胶着局面逐渐被打破，技术上吸引做空资金关注。豆粕和豆油市场需求端始终无法发力，供需失衡状态得不到有效缓解，豆类品种接连创出调整新低，内外盘形成相互利空影响，均进入明显的下跌节奏。

3 油脂油料市场操作建议

美豆 7 合约击穿技术支撑后未见止跌迹象，与 900 关口渐行渐远，多条均线发散向下排列，空头形态较为明显。中美贸易谈判下周继续进行，关键问题久攻不下导致美豆对华出口节奏延后甚至可能受阻，市场耐心和信心备受煎熬，巨大的库存压力重获市场重视，并成为资金主要的做空动力。美豆技术破位打开新的下跌空间，何时止跌还有待各方对美国大豆市场供需平衡关系的理性评估。随着阿根廷大豆收割进度过半，本年度南美大豆已经基本不会再发动减产行情。机构接连上调南美大豆产量预估值，南美大豆产量好于预期无疑再为美豆增添利空成分。新季美豆刚刚进入播种季节，距离天气炒作时间尚远，美豆自身积累的利空压力需要时间消化。内外盘联动性趋强，国内豆类市场全线跟跌，除外盘传递的成本下降因素外，国内豆油豆粕需求乏力也是重要原因。在国内油粕市场进入新一轮下跌周期后，需方的采购节奏有望再度放缓。熊市不言底，在市场明确给出止跌信号前，顺势操作是较为安全的投资之道。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。

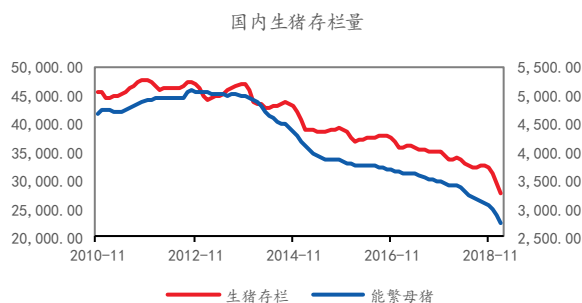
4 油脂油料市场主要数据

图表 69：美国大豆种植收获面积



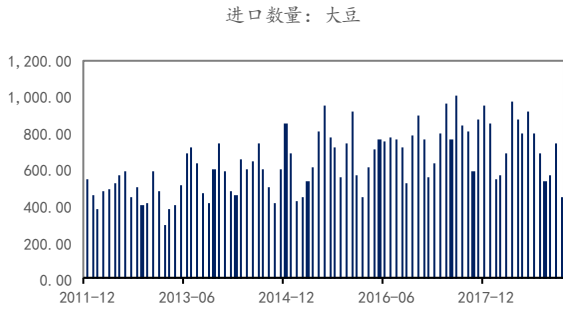
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 70：国内生猪存栏量



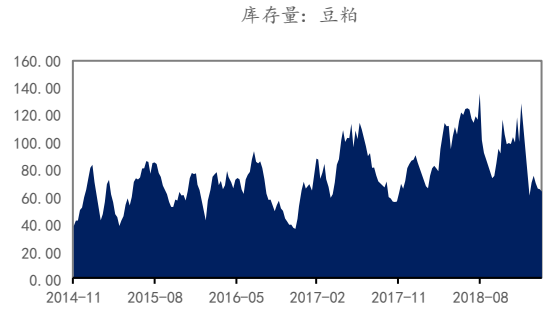
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 71：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 72：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5家糖厂未收榨

据悉，4月20日广西田林和平糖业有限公司顺利收榨。目前累计已有80家糖厂收榨，还有5家糖厂未收榨，未收榨糖厂主要集中在柳州、百色、南宁地区，预计4月底左右能完成收榨任务。

巴西中南部：4月上半月糖产量同比大降52%

据巴西糖业协会 UNICA 周四表示，今年4月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗1386.5万吨，同比下降37.99%。4月初的降雨影响收割以及糖厂开榨进度。原预计截至4月15日将有176家糖厂开榨，但最终仅150家开榨，去年同期为174家，64家糖厂计划于4月下旬开榨。

中南部糖厂4月上半月产糖34万吨，同比大降52.31%。产乙醇7.37亿公升，同比下降26.19%，其中含水乙醇6.62亿公升，无水乙醇7400万公升。

糖厂制糖比例触及23.55%的历史同期最低水平。UNICA 预计，随着天气恢复正常，压榨节奏将逐渐回归正轨。

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%）

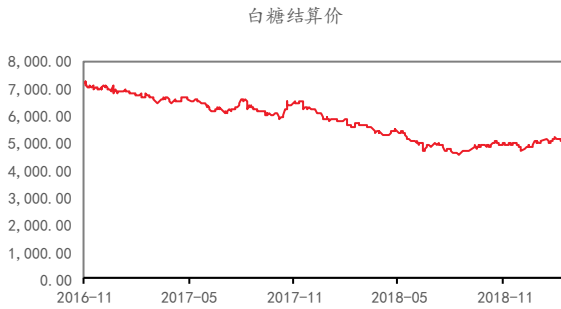
2 综合分析

本周郑糖持仓量大幅下降，价格下跌。宏观方面，股市大跌，数据偏差。其他农产品相距大跌，白糖多头不够坚决。但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。

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），等待回调至 5100 左右买入。

3 白糖市场主要数据

图表 73: 白糖期货结算价格



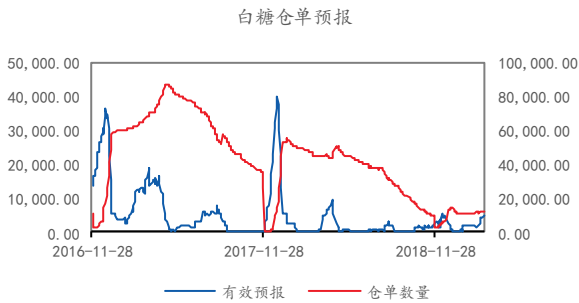
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 74: 白糖进口价格



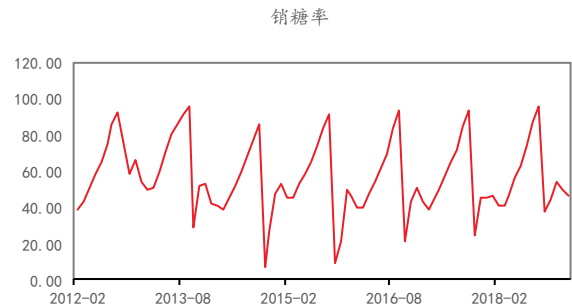
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 75: 白糖仓单预报



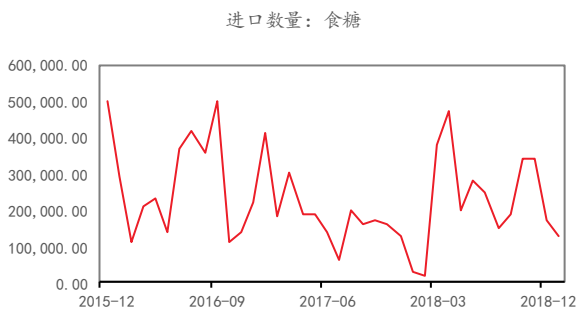
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 76: 白糖销糖率



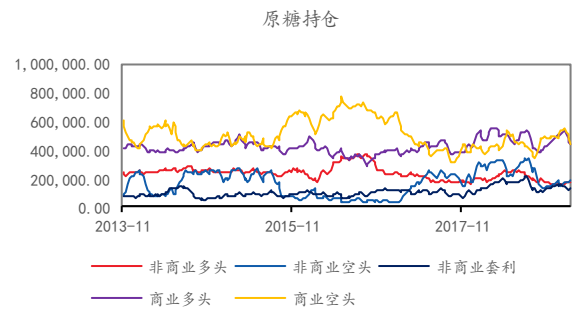
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 77: 白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 78: 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