

中投期货策略周报 (2019年第17期)

研究员:

张伟

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

于瑞光

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

李小薇

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

王万超

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

刘坤

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

姜云超

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

联系人:

卢时强

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

吴起睿

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

周度投资视点

宏观策略: 美国加征关税可能导致国内政策的变化, 因为CPI数据的掣肘, 政策可能会加大减税, 财政支出等财政政策的力度。而从商品市场上看, 大部分工业品价格区间合理, 短期则比较容易受市场情绪的影响, 因此短线操作需要密切注意重磅事件的影响。中期看工业品维持宽幅震荡概率较大。

股指期货: 考虑到短期跌幅较大, 关税问题落地之后, 短期内市场出现反弹, 但考虑到沪指离3000点较近, 且前期支撑市场走强的风险偏好这一因素已经减弱, 预计短期内指数维持震荡概率较大, 周五的反弹可看做典型的反弹行情。

铜: 铜价格受到供需关系和金融属性双重影响。市场上铜精矿减少, 冶炼产能大幅增加, 铜短缺状况在今年下半年将进一步加剧。铜消费旺季时节整体表现旺季不旺, 更加成为市场不愿博弈铜价上涨的因素, 铜依然处于宏观定价之中。目前铜市聚焦于中美贸易摩擦风险, 但此消息已经在市场中消化, 即使最终中美贸易摩擦加剧, 对铜价的打压力度也将有限。保持震荡偏弱思路对待, 铜的基本面不具备持续大幅下跌基础。

锌: 中美摩擦升级的方式, 受此影响, 基本金属亦难掩颓态, 而锌更是领跌基本金属。在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势, 供应瓶颈得以解决, 供应将明显回升, 并可能大于需求增速, 过剩的供求差异可能会使锌锭库存增加。同时精矿加工费有望明显回落。未来锌价将面临压力, 短期可能延续弱势震荡, 关注株冶和汉中冶炼产能进展。

镍: 国际经济形势又起风云, 国内宏观经济利好的支撑作用边际减弱, 有色板块集体承压。两大交易所电解镍库存继续下降, 但是由于电解镍与镍铁价格的分离, 低库存对期货盘面的支撑力量有限。而镍铁不锈钢产业链的矛盾不断积压, 不锈钢需求疲弱, 不锈钢厂尚未见减产现象, 佛山、无锡地区库存拐点在4月底出现, 然而最新数据显示两地库存没有继续下降。国内和印尼镍铁产能的持续释放, 将挤出对电解镍的需求。在6月底镍铁产能小高峰之前, 预计镍价将走入漫漫寻底路。

黑色金属: 钢材供需偏弱, 库存去化放缓, 目前制约价格下行主要在于基差, 但随着现货走弱基差缩小, 价格将承压下行。铁矿石高位震荡, 波段操作为主。焦炭受去产能及环保加强预期, 价格震荡偏强, 等待低吸做多机会。

聚酯化纤: 整体来看, PTA近月价格目前上涨动力依然不足, 将继续维持震荡偏弱走势, 向下依然存有余下跌空间。远月合约考虑到9月生产高峰的影响以及PTA成本端回暖的推测, 或有震荡偏强的走势出现。

甲醇: 目前需求并不很好, 未来上行动能减弱。操作上, 甲醇弱势局面不改, 关注2300的支撑和2500的压力, 短期将呈现震荡拉锯走势。

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: 纸浆期货盘面经过连续下跌, 目前主力合约价格已经接近前期低点。但是, 与前低相比, 目前纸浆的基本面相较而言有了明显的好转。首先, 压制纸浆价格最重要的因素库存水平, 在2月末达到峰值后已经迎来拐点, 虽然4月末库存水平依然较高, 但是整体已经出现了去库存的迹象。第二, 经过年后的多轮提价, 目前下游造纸厂的生产利润都有了一定程度的好转, 纸浆产业链积压的供需矛盾, 向着需求逐渐改善的方向前进。预计纸浆期货盘面的下跌空间有限, 关注前低的支撑力量, 空单投资者可考虑逐渐减仓。整体来说, 5月是纸浆消费的相对淡季, 预计浆价逐渐止跌震荡。

油脂油料: 建议投资者关注中美贸易谈判结果以及近期南美大豆贴水报价走势, 相比美豆, 国内豆类市场可能延续抗跌或阶段性反弹行情, 投资者可参考去年贸易战影响下的国内豆类市场表现, 谨慎参与豆类期货交易, 避免过度追涨杀跌。

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：关税问题扰动 工业品延续弱势	- 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 宏观经济：出口小幅走弱	- 6 -
3 流动性：央行对县域农商行降准	- 7 -
4 宏观策略	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜：金融属性尽显 弱势运行	- 10 -
1 基本面分析	- 10 -
2 结论：金融属性尽显 悲观情绪蔓延	- 11 -
3 铜期货现货数据	- 12 -
锌：宏观利空催化 弱势运行	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 锌：冶炼瓶颈消除带来的压力	- 14 -
3 锌期货现货数据	- 14 -
镍：不锈钢供需矛盾积压 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	- 21 -
黑色金属	- 22 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 22 -
2 供需端：螺纹产量再创新高，需求走弱，去库存延续放缓	- 23 -
3 原料端：铁矿高位震荡，环保提振焦炭	- 24 -
4 总结与建议	- 26 -
聚酯化纤：库存走高需求偏弱 价格难有提振	- 27 -
1 基本面分析	- 27 -
2 综合分析	- 28 -
甲醇	- 29 -
1 甲醇市场供求分析	- 29 -
2 综合分析	- 30 -
3 甲醇期货现货数据	- 30 -

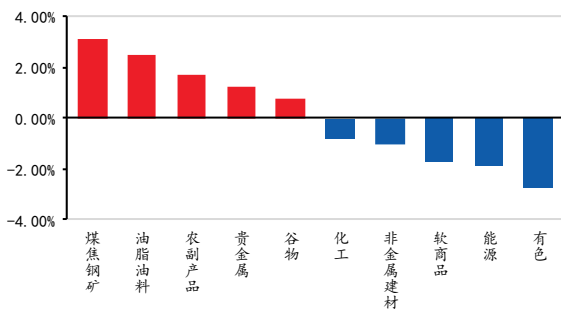
天然橡胶.....	- 32 -
1 行情概要.....	- 32 -
2 基本分析.....	- 32 -
3 内在逻辑.....	- 36 -
4 总结建议.....	- 37 -
纸浆：浆价接近前低 逐渐止跌企稳.....	- 38 -
1 行情回顾.....	- 38 -
2 上游市场：纸浆3月进口数量稳定，浆价内外倒挂依旧.....	- 38 -
3 下游市场：下游纸厂生产利润改善.....	- 41 -
4 库存情况：全球木浆库存继续累积，国内4月末库存小幅下降.....	- 42 -
5 废纸市场：第5批废纸进口许可证公示，核准数量回升.....	- 42 -
6 结论与建议.....	- 43 -
油脂油料：中美贸易关系趋紧，豆类市场外弱内强分化明显.....	- 44 -
1 外部豆类市场分析.....	- 44 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 44 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 45 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 45 -
白糖.....	- 47 -
1 白糖市场供求分析.....	- 47 -
2 综合分析.....	- 48 -
3 白糖市场主要数据.....	- 48 -
免责条款.....	- 50 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
线材	苹果	菜粕	豆粕	豆二	铁矿石	菜油	原油	玻璃	焦炭
7.91	3.29	2.17	2.03	1.92	1.79	1.74	1.73	1.72	1.69

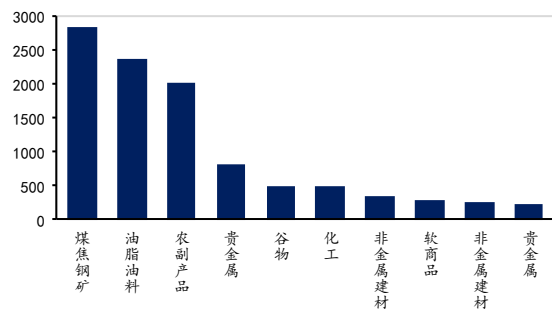
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
棉花	塑料	锌	PVC	聚丙烯	铅	棉纱	纸浆	橡胶	锡
-1.90	-1.77	-1.49	-1.34	-1.34	-1.13	-1.07	-0.70	-0.67	-0.66

图表 1: 商品板块周涨跌幅



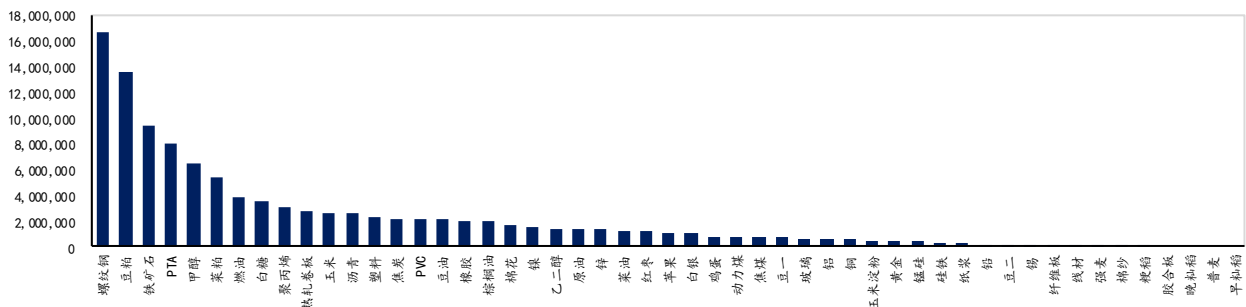
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



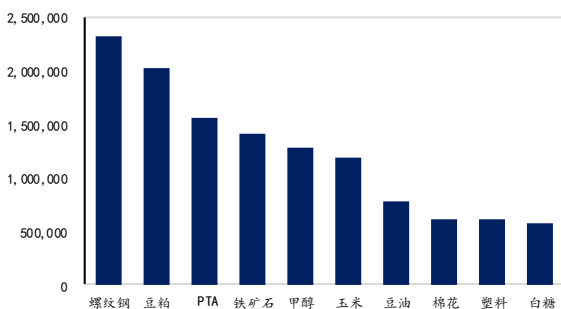
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



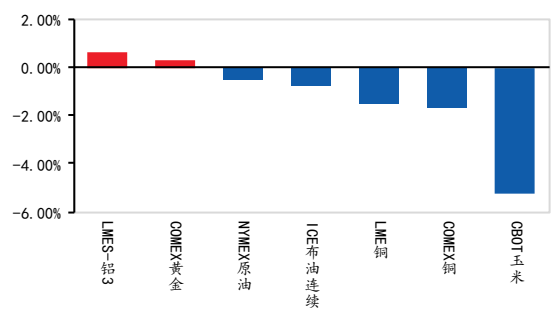
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：关税问题扰动 工业品延续弱势

本周市场走势较弱，大部分品种下跌趋势明显，其中没有政策和行业政策支持的有色跌幅最大，沪铜和沪锌一度跌幅超过3%，成为两市的领跌品种，原油和黑色走势则相对较缓，跌幅较小。本周波动最大的仍属贸易战相关板块，豆粕在美国加征关税的情况下低位反弹，周涨幅一度接近5%，A股则在特朗普加征关税的威胁下，周一大跌，IC一度跌停，但是在周五加征关税尘埃落定的情况下大幅反弹，IC主力一度涨幅接近4%，实现日内逆转。

首先来关注中美关税问题的走向。5月10日，美方已将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%，至此，特朗普威胁的对中国商品加征关税已经兑现。

加征关税的最后结果肯定是双输。IMF发布了4月全球经济展望，其中专门探讨了“双边贸易的驱动因素以及关税的溢出效应”。研究发现，自上世纪90年代中期以来，双边贸易平衡的演变主要反映了宏观经济力量，即决定一国贸易总平衡的力量。其次，在解释过去20年双边贸易差额的演变方面，双边关税的变化所起的作用要小于宏观经济条件，这反映出许多国家的关税水平已经很低，而且互惠关税对双边贸易差额产生了抵消作用。但是其他的政策扭曲，比如供给政策，可能也起到了一定的反作用。第三，关税的下降提高了生产效率，使各国能够进行更大的国际分工和进一步专业化，包括通过参与全球价值链。

从全球产业分工的角度看，中国制造业基础雄厚且煤类齐全，属于供应端，美国则属于需求端，由于这样的角色定位，特朗普的通过先征收关税、然后开始贸易谈判来降低美国对华贸易逆差的努力是必然不会成功的。另外一个角度看，美国储蓄率过低、政府财政赤字过高，是导致其整体贸易出现逆差的宏观经济原因。换言之，美国整体贸易逆差是由其内部经济结构问题造成的，无论其贸易伙伴中有没有中国，其整体贸易都必然是逆差。

中国的对美出口约占中国全部出口的16%。也就是说，美国全面加征关税后，在很糟的情况下可能有8%的中国出口产品需要转换渠道消化。其中的一半消化掉有很高概率可以实现。这样下来，中国会有4%的出口受到影响。由于出口对中国经济拉动的份额一直在下降，这种影响转化成GDP以后，肯定是很小的百分之零点几，关税对中国经济的影响很小。

近期工业品价格的下跌，与当前的经济数据也有一定关联。4月份金融数据回归正常，

4月份社融增量录得1.36万亿元，如市场预期回落，但降幅超过预期。一季度名义GDP增速为7.37%，而社融存量增速达到10.69%，偏离货币政策“国内生产总值名义增速相匹配”的目标，所以4月份社融增速回落为合理回归。4月新增人民币贷款为1.02万亿，低于市场预期的1.2万亿，同比少增1615亿元。一季度新增信贷较去年同期大幅增加，其中可能有商业银行为了完成对中小企业的放贷指标而进行的冲量，故4月份下降亦属意料之中。4月份M2同比增速回落0.1个百分点至8.5%，符合市场预期，比上年同期高0.2个百分点。M1同比增长2.9%，较上月低1.7个百分点，M1增速下降主要由于企业存款大幅下降，由于4月份是缴税大月，企业存款降低符合季节性变化；但在减税落地的背景下，存款降幅仍然过大，可能由于经济下行的背景下，企业贷款较低的缘故。4月份财政存款增加5347亿元，主要由于企业4月集中缴税，属于正常季节性变化。但增量较去年同期较低，反映出减税以及财政支出增加的影响。

4月份社融、信贷、货币供应量增速均有所下降，为一季度宽货币的回调。但认为货币政策并未转向，未来仍将保持宽松的主基调。

预计二季度经济数据仍有一定扰动，1季度净出口对GDP的贡献度大幅提升，资本形成降到了历史最低，行业上来看金融行业对GDP的贡献度达到9.9%，仅次于2017年资本市场大繁荣时期的贡献，这种GDP的结构并不稳定。预计2季度金融业贡献有所下降，经济增速小幅回落。但是整体看经济下行趋势已经扭转。值得注意的是，美国加征关税可能导致国内政策的变化，因为CPI数据的掣肘，政策可能会加大减税，财政支出等财政政策的力度。而从商品市场上看，大部分工业品价格区间合理，短期则比较容易受市场情绪的影响，因此短线操作需要密切关注重磅事件的影响。中期看工业品维持宽幅震荡概率较大。

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	5月9日	OPEC+承诺如有需要增加供应	OPEC+承诺保持市场稳定，如有实质性短缺将增加供应	由于富余产能较大，原油短缺可能性极小，但是也不大可能过剩
	5月8日	新西兰联储降息 25个基点	新西兰联储是首个降息的发达国家	发展中国家，印度、马来西亚等亚洲国家已率先降息，菲律宾和泰国有可能跟进。
数据	5月9日	4月CPI 同比上涨 2.5%，创下6个月新高	5月9日周四，统计局发布的数据显示，中国4月CPI 同比上涨 2.5%，创下6个月新高，环比上涨 0.1%。	食品价格是 CPI 主要推手，预计全年通胀压力不大
	5月9日	中国4月社融增量环比腰斩 M1 增速再度大幅回落	4月信贷数据显示，当月社融增量环比腰斩，新增人民币贷款亦大幅回落至仅过1万亿，二者均处于2018年以来较低水平	人民币贷款和非标融资缩量是社融缩量主因，新增企业中长期贷款较低且在信贷总量中占比不高。
事件	5月10日	美国宣布将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10%上调至 25%	新华社华盛顿 5 月 10 日电美方已将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10%上调至 25%。	中方将采取反击措施，并将出台政策降低关税问题对中国经济的影响

资料来源：中投期货研究所

2 宏观经济：出口小幅走弱

4月出口回落，进口回升：4月进出口总额 3731.4 亿美元，同比增速 0.4%，其中出口金额 1934.9 亿美元，增速 -2.7%，进口金额 1796.5 亿美元，增速 4.0%。

4月份出口增速虽然回落，出口金额仍然接近 2000 亿美元。春节影响已过，4月份出口恢复正常水平，但由于去年赶工抢出口导致 5 月份开始出口大幅上行，月平均出口额达到 2072 亿美元，今年出口金额很难达到去年水平。

进口方面小幅超出预期，原材料进口本月稍有加快，加之 4 月份铁矿石和原油价格上行，带动了进口金额的回升。这也与我国开年开工良好的态势相符合，开年的开工没有过多的波及到民用品，铜的进口仍然疲软。

对美进出口继续下跌，欧盟东盟平稳：从出口国家来看，对发达国家和新兴市场国家的出口均出现下滑。由于中美贸易摩擦的影响，我国对美进出口金额大幅回落，对美进出口在衰退中获得顺差。对欧盟和东盟出口增速仍然较为稳定。全球来看，4 月份台湾和韩国的出口增速虽然仍然是负增长，但是下跌幅度减缓。全球经济仍然在下行，各国制造业景气度也同样不振。我国对欧盟和东盟的出口也同样受此影响，对美出口受到贸易摩擦的影响更为不乐观。

机电产品出口小幅回落，进口依靠价格增长：从主要出口商品来看，4 月份 3 大主要产品的出口增速全线回落。我国最主要的出口产品机电产品的出口增速 4 月份录得 -3.68%，机电产品出口小幅回落，2019 年我国机电产品出口正常，取决于全球经济增长。

主要进口商品来看，产成品进口小幅回升，原材料进口上行。汽车及零配件进口意外回升，但国内整车出售仍然较为低迷，其持续性存疑。高新技术产品和机电产品的进口回落速度减缓，国内年初的经济形势对进口有拉升作用。

原材料类中农产品进口意外回升 16.1%，但大豆 4 月份进口只小幅上行 2.9%，农产品的增量来自于果品和植物油，分别上行了 64.5%和 39.6%。本月进口受到价格，铁矿石进口数量-2.59%，进口额增长 23.08%，原油数量增长 10.8%，进口额 15.08%，铁矿石和原油价格上行带动了进口额的增加。铁矿石和原油作为我国进口的两大产品，价格波动较大，4 月份价格的上行带动了进口金额的回升。4 月份塑料的进口增长迅速，良好的开工带动塑料的进口，铜的进口依然较弱，民用端的需求仍然需要等待 4、进出口年内负增长

4 月份春节效应结束，出口出现小幅回落，机电产品的出口较为平稳，4 月份的出口订单仍然回暖。但台湾和韩国的出口仍然录得负增长，IMF 调低了全球的经济增速预期，2018 年出口下半年基数较高，预计 2019 年出口增速较难录得正增长。

4 月份对大宗商品的进口稍有恢复，铁矿石、原油受到价格的影响回升，新开工带动下，对大宗商品需求仍然较为旺盛。但与民用联系更紧密的铜的需求一直较为疲弱，消费市场启动仍然需要时间。对着大宗商品价格 5 月份走低，预计进口可能回到负增长。

中美贸易摩擦再度带来不确定性，对美出口在 2018 年上行，可能与抢出口有关，但从美进口持续回落。2019 年 1~4 月份对美出口增长-9.7%，而从美进口回落更多，达到-30.4%，对美贸易顺差在衰退中扩大。中美贸易摩擦对进出口的改变是缓慢的，它影响全球的产业链布局，这种产业链布局的改变对我国出口带来负面影响。

3 流动性：央行对县域农商行降准

为贯彻落实国务院常务会议要求，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，促进降低小微企业融资成本，中国人民银行决定从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

央行本次下调县域农商行存款准备金率，延续了货币政策宽信用的一贯方针，是 4 月 17 日国务院常务会议以及 4 月 26 日降低小微企业融资成本政策吹风会精神的体现。本次针对县域农商行降准，主要意义在于完善当前存款准备金率制度，符合国务院常务会议提出对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架的要求。降准后金融机构实际存款准备金率大体归为三档，大型银行（主要是五大行）最高，中型银行（股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、民营银行和外资银行等）次之，小型银行（县域农商行以及农信社等）最低。

宽信用任重而道远，本次降准信号意义或更强。从国务院常务会议以及 26 日吹风会精神来看，实现小微企业贷款“量增价降”重点仍在于大型商业银行，大型商业银行具有资本金充足、不良率低、贷款拨备率高的优势，相较于小型银行，抵御小微企业贷款风险的能力更强；小型银行尽管具备地域优势，但抗风险能力较弱，降准能否有效促进小型银行大规模投放小微企业贷款仍有待观察。此外，本次降准边际触发因素来源于中美贸易谈判重新恶化，经济形势不确定

因素加大，客观上也不利于银行扩大对中小企业风险敞口。

4 宏观策略

美国加征关税可能导致国内政策的变化，因为CPI数据的掣肘，政策可能会加大减税，财政支出等财政政策的力度。而从商品市场上看，大部分工业品价格区间合理，短期则比较容易受市场情绪的影响，因此短线操作需要密切注意重磅事件的影响。中期看工业品维持宽幅震荡概率较大。

5 股指期货市场分析

关税问题落定 指数周五大幅反弹

今天开盘三大股指集体高开，早盘券商、氢能源板块走强，各大股指一路震荡上行，午后受利空消息影响，三大股指全线杀跌并翻绿，随后在芯片概念、国防军工板块强势拉升带动下，两市股指迅速反弹并翻红，尾盘各行业板块轮番拉升，三大股指再度走高，沪指暴涨逾3%收复2900点关口，创指暴涨逾4%站上1500点，市场人气集聚回升，赚钱效应显著，沪深两市合计成交额超6000亿元，截止收盘，沪指报2939.21点，涨3.10%，深成指报9235.39点，涨4.03%，创指报1533.87点，涨4.38%。

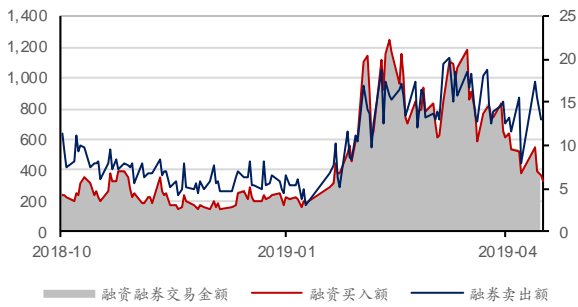
本周三和周四指数的连续冲高回落，已经暗示当下资金谨慎的态度，对于场内资金而言始终在等外围不可控风险的落地，同时叠加近一阶段经济预期较差论调的逐步验证，4月公布的金融以及经济数据多数不及市场预期，又再度加深了场内投资者的恐慌情绪。另外关税问题迟迟没有落地，市场恐慌情绪占据主导地位，随着指数大幅调整，以及关税问题落地，预计指数在目前位置将出现阶段性的震荡行情。

指数在目前位置可能出现阶段性的震荡行情

此前股市快速大涨之后，技术上也确实有调整需要，从幅度上看4月底到5月初的调整应该说已经比较充分。并且，货币政策存在收紧迹象，同时叠加一些外部事件冲击，对市场产生了不少的扰动影响。另外，陆续公布的经济数据及上市公司一季报显示，经济复苏与基本面拐点的渐行渐至，大概率上市公司业绩的拐点可能已经出现，届时指数可能再度走强，目前市场需要消化经济数据波动以及关税问题的影响

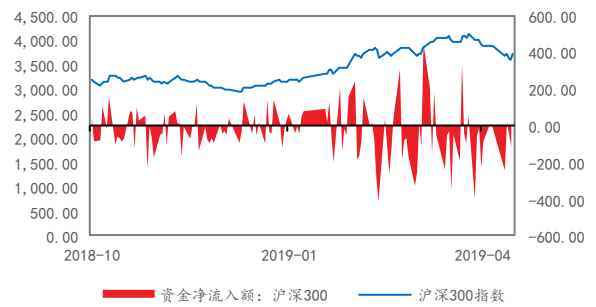
技术上看，沪指下周一将上摸缺口，实现概率70%。今天指数走势丰富，既回补了早盘的跳空缺口，又阳线反包成功，午后走势简直就是2016年6月24日走势的红盘版。最终收复5月6日阴线实体的半分位。预计下周一股指将高开并且惯性冲高后回落概率较大，上摸5月6日的跳空缺口，大阳线完全回补概率较低，缺口位置将会成为短期最大的压制。下周指数预计会在2月25日的缺口之上，以及5月6日缺口之下这个区间内运行。操作建议：短期维持偏震荡的思路。

图表 7：融资融券数据图



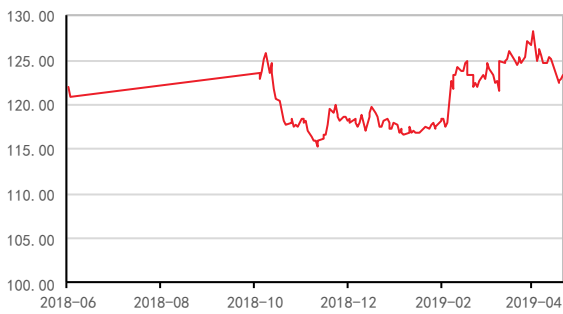
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



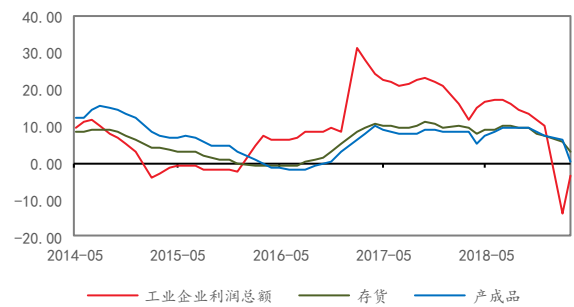
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：金融属性尽显 弱势运行

1 基本面分析

铜矿供应紧缺

2019 年投产的大型铜矿项目依然较少，除了国外第一量子公司的 Cobre Panama 大型铜矿项目外，全球基本没有超过 18 万吨的项目投产。据我们测算，全球铜精矿产量增速将由 2018 年的 3.4% 下降为 2019 年的 -1.5%。除矿山新投产大型产能较少、精矿供应增速下滑以外，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。预计国内今年约有 80 万吨以上的粗炼新建产能的投放，大规模的冶炼产能投产加剧了铜精矿的短缺。年初以来国内进口铜精矿零单 TC 持续下滑，目前已降至 65-69 美元/吨，显示出铜精矿较为紧缺，总的来说，矿端的紧张比预期来得快，增加供应端不确定性。

进口方面，据海关总署，中国 3 月进口铜精矿 176.7 万吨，环比下降 8.21%，同比增加 10.35%。其中，环比的下降主要是由于 2 月份进口量过于强劲。1-3 月累计同比增幅 19.95%。铜精矿进口同比增加主要由于中国冶炼产能的集中投放，目前广西南国和赤峰金剑新建产能顺利推进，导致对铜精矿的需求同比大幅增加。

废铜供应偏紧

废铜方面，废铜进口限制措施使国内铜资源供应进一步趋紧，截止至 2 月数据中国进口废铜数量同比大幅度减少 29.91%，另外，国内将于今年 7 月 1 日开始执行的“废六类”限制进口政策，届时废铜进口将面临真空期，预计影响量为 20 万吨

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

二季度以来，国内冶炼厂检修力度扩大，4 月 SMM 中国电解铜产量为 70.65 万吨，环比下降 5.94%，同比下降 4.24%；进入 5 月国内冶炼厂检修力度进一步扩大，电解铜产量环比大幅减少近 7 万吨，国内精铜产量进一步减少。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

中美贸易谈判再起波澜，特朗普可能是在采取极限施压的谈判策略，中方冷静应对，将继续派代表团到华盛顿谈判，依然有达成协议的可能。4月份政治局会议未提“六稳”，重提“坚持结构性去杠杆”，政策较一季度可能边际收紧，央行未采取全面降准，而是准备在5月15日调降中小银行存款准备金率，释放长期资金2800亿。4月经济数据呈现回落态势，4月PMI为50.1%，较3月回落0.3%。汽车产销量继续下降，空调和冰柜产销量维持增长。总体环境不利于工业金属走强。

2019年一季度，空调产量同比增长13.3%，家用电冰箱产量同比增长4.7%，冰柜产量同比增长10.6%，彩电产量同比增长5.6%。然而2019年一季度电网的累计投资增速下滑23.59%，压制铜需求的上涨。历年一季度的电网投资占全年比例较低及农村电网改造的需求，电力用铜需求下跌有望放缓。

交通运输约占我国铜消费的8%。乘用车市场信息联席会数据显示，3月我国广义乘用车零售销量为178万辆，同比减少12%。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。中汽协也表示，转折点可能出现在7—8月。

2 结论：金融属性尽显 悲观情绪蔓延

铜价格受到供需关系和金融属性双重影响。市场上铜精矿减少，冶炼产能大幅增加，铜短缺状况在今年下半年将进一步加剧。铜消费旺季时节整体表现旺季不旺，更加成为市场不愿博弈铜价上涨的因素，铜依然处于宏观定价之中。目前铜市聚焦于中美贸易摩擦风险，但此消息已经在市场中消化，即使最终中美贸易摩擦加剧，对铜价的打压力度也将有限。保持震荡偏弱思路对待，铜的基本面不具备持续大幅下跌基础。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



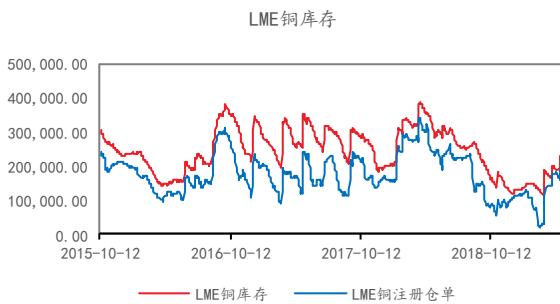
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



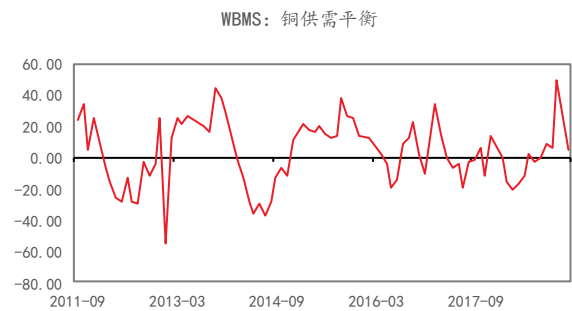
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



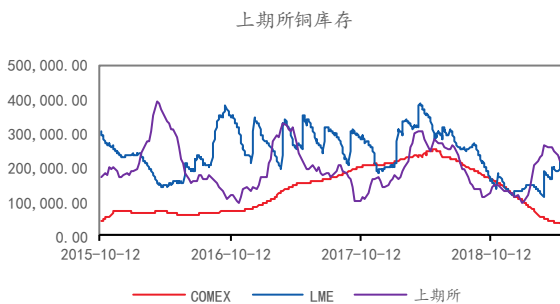
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



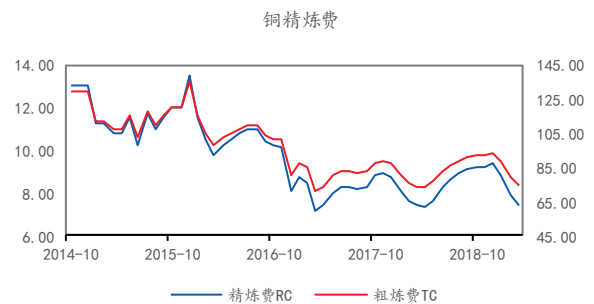
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：宏观利空催化 弱势运行

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。

冶炼瓶颈将被打破

锌锭冶炼产量占比高达 44%，冶炼瓶颈主要集中在湖南和陕西。据悉，株冶一号线 15 万吨产能目前已经实现满产，有消息称二号线 15 万吨近期也将投产，预计满产要到 5 月中下旬。湖南花垣地区三家中规模冶炼厂现已整改完毕，轩华已于去年年底投入生产，三立 3 月 21 日点火试运行，预计 3 月底能达产。太丰锌冶炼系统正在检修，预计 4 月底能投产。总体来看，湖南地区冶炼厂投产进度快于预期。除湖南地区外，去年因环保问题导致的其他冶炼厂投产进度也明显加快，陕西汉中 4 月初已部分复产，月底将复产所有闲置产能，预计满产要到 6 月。罗平锌电 3 月底检修结束，4 月产量已达 6000—7000 吨，5 月将把产量提高至 9300 吨。整体来看，冶炼厂投产进度远超预期，供应瓶颈最早可能在 5 月初就改善。

目前国内锌精矿加工费已达到 6950 元/吨，加上价格分享，已达到 7200 元/吨。如果未来冶炼瓶颈得以解决，精矿需求回升，历史高位的加工费将会明显回落，冶炼的高利润将也将缩窄。

旺季不旺

中国属于绝对的锌消费大国，此次美对华关税升级影响，但锌初级消费端及终端出口受影响在所难免，但直接出口美国产品相对较为分散且有限，实际影响较小。其中镀锌占锌消费总量

的 62%，3 月镀锌企业开工率为 91.05%，环比上升 43.08 个百分点，同比上升 23.21 个百分点。4 月镀锌消费并无降温预期，开工率仍将维持高位。2019 年基建投资反弹逐步升温，但资金是否充足依然是影响基建投资反弹幅度的主要约束。而且 3—4 月镀锌开工率的高位已经提前兑现了前期密集落地的基建利好。总体上对消费超预期不宜过分乐观。

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。4 月重点城市一手成交面积同比+33.70%，增幅扩大；环比 6.7%，增速收窄。其中一二三线同比均增长，一线增幅收窄，二三线增幅继续扩大；一线环比下降，二三线环比

增幅收窄。4 月二手房成交面积同比+12.89%，环比增速回落至+29.68%，其中一二线城市同比增速上涨，三线同比回落对于今年 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。

库存有所走高

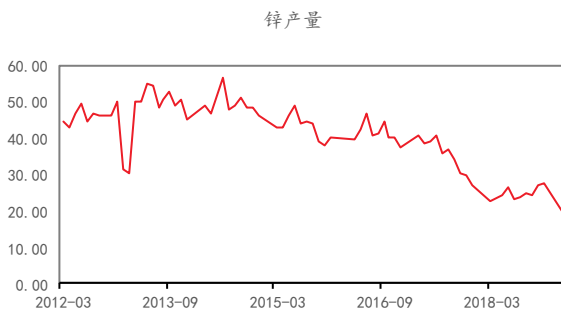
国内库存回升到 15 万吨上方，现货紧张程度较去年明显缓解，期货期限结构已明显趋缓。目前现货升水维持在 100 元左右，较年初的 200-500 元已明显缩。库存出现数次大幅增加现象，隐形库存量交仓导致的，但并未使得现货升水出现明显缩减。在目前冶炼瓶颈未消除的情况下，LME 高升水仍可能延续。与此同时市场对整体库存增加的悲观预期较为强烈。

2 锌：冶炼瓶颈消除带来的压力

中美摩擦升级的方式，受此影响，基本金属亦难掩颓态，而锌更是领跌基本金属。在国内外锌矿端整体仍呈宽松趋势，供应瓶颈得以解决，供应将明显回升，并可能大于需求增速，过剩的供求差异可能会使锌锭库存增加。同时精矿加工费有望明显回落。未来锌价将面临压力，短期可能延续弱势震荡，关注株冶和汉中冶炼产能进展。

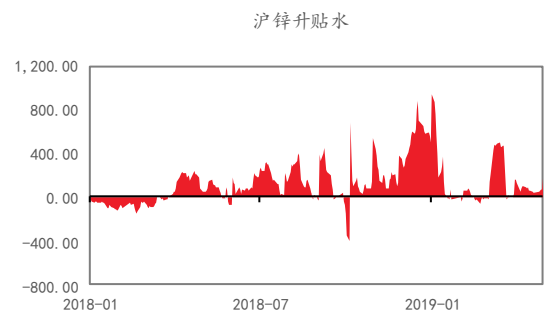
3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



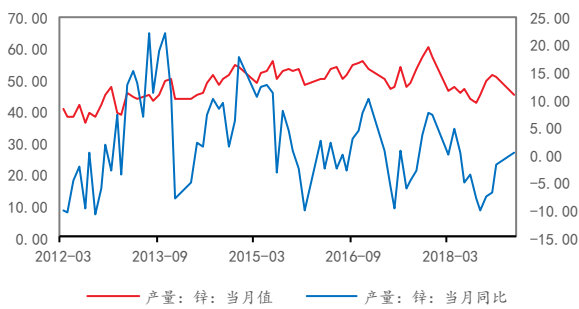
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



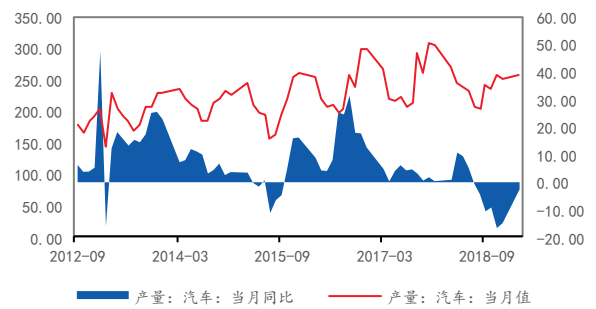
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：不锈钢供需矛盾积压 镍价盘整后将 继续寻底

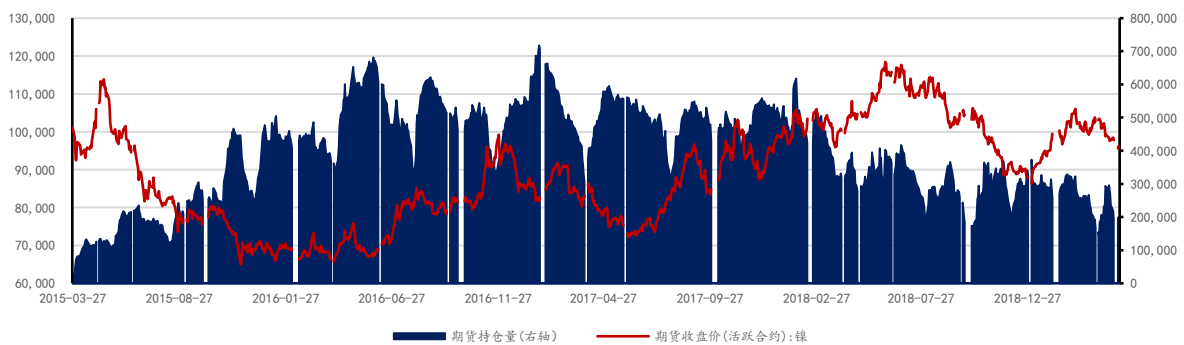
1 行情回顾

五一节后第一周，对全球经济和市场来说都颇不平静。美国贸易代表办公室（USTR）发布声明宣布，美方将于5月10日将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%。5月9日，人民日报、新华社公众号发文称《愿谈则谈 要打便打》，升级贸易摩擦不符合两国人民和世界人民的利益，中方对此深表遗憾，如果美方关税措施付诸实施，中方将不得不采取必要反制措施。

中美贸易摩擦局势紧张，今年一季度以来中国宏观经济利好的支撑力量边际减弱，有色板块集体下挫。

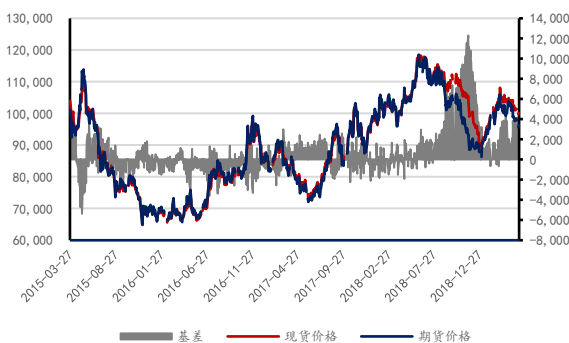
上周沪镍盘面窄幅震荡，周五小幅反弹。总体来说，镍基本面弱势未改，在连续下跌后盘面出现止跌企稳迹象。但是在不锈钢需求没有改善的前提下，盘整后难以出现反弹。上周沪镍主力合约最高价104020，最低价100220，周度跌幅2.27%；伦镍最高价12160，最低价12110，周度跌幅1.59%。

图表 21：沪镍主力合约量价变动



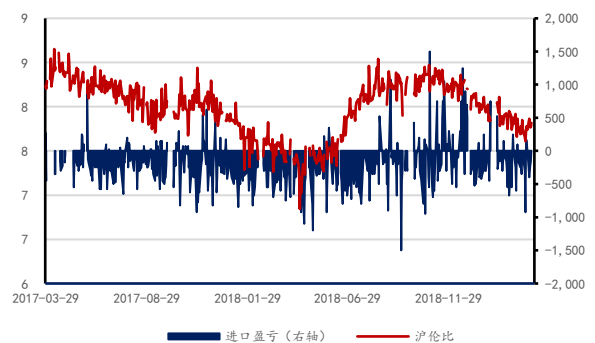
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

	2019/5/8	2019/4/24	周度变动	变动幅度
电解镍	98300	99675	-1375	-1.38%
金川镍	99900	100900	-1000	-0.99%
俄镍	96700	98450	-1750	-1.78%
高镍铁	955	977.5	-22.5	-2.30%
低镍铁	3300	3300	0	0.00%
硫酸镍	25500	26500	-1000	-3.77%
LME 库存	171108	174852	-3744	-2.14%
SHFE 库存	7572	8080	-508	-6.29%
沪伦比值	8.06	7.85	0.21	2.68%

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

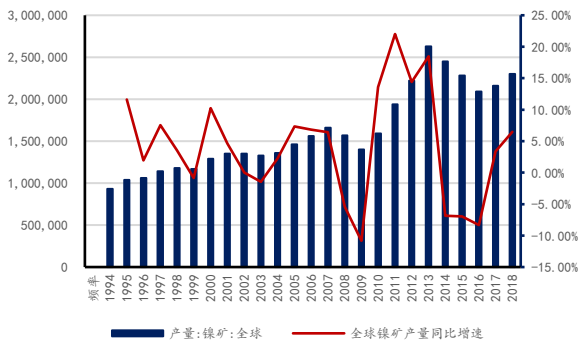
3 基本面

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

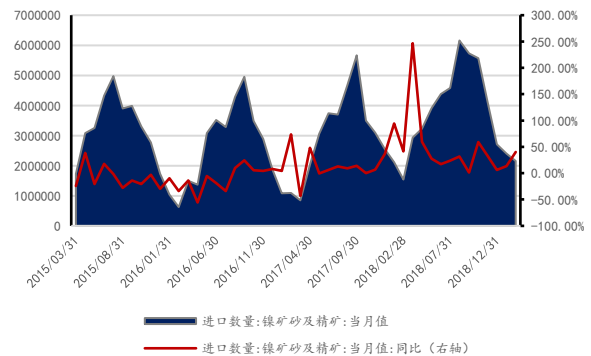
2018 年全球镍矿产量 230 万吨（镍金属量），同比增长 6.48%。全球镍矿的供应在 2012 年以后出现了收缩迹象，2016 年镍矿产量筑底，目前进入缓慢回升通道。中国镍矿储备几乎全部都是硫化镍矿，红土镍矿主要依赖从印尼和菲律宾进口。2019 年 2 月，中国进口镍矿砂及精矿 2159066.88 吨（实物吨），环比减少减少 10%，同比增加 40%。菲律宾雨季结束镍矿供应逐渐恢复，将逐渐进入 4-11 月的供应充足期；印尼已经到期的镍矿出口配额陆续在重新获得批复。截至 3 月末，国内主要港口和地区镍矿库存 1063 万吨，环比下降 5.9%，同比上升 33.51%。国内镍矿供应无虞。

图表 25：全球镍矿供应增速缓慢回升



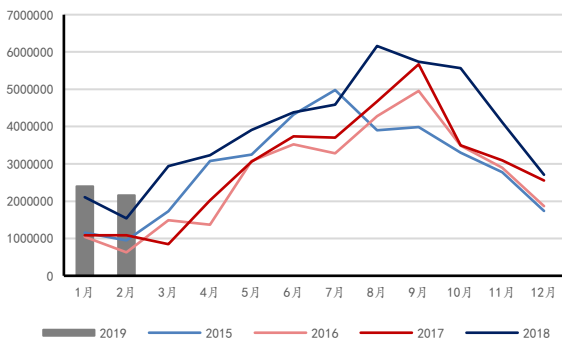
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



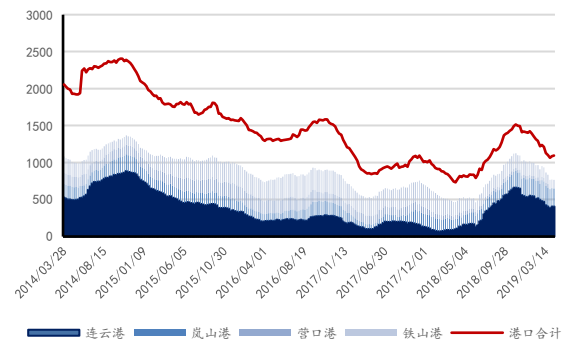
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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小幅回升



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3.2 中游：国内镍铁供需平衡表由紧缩转向宽松

在镍的整个产业链当中，电解镍扮演着中枢的角色。电解镍既能与镍铁共同作为生产不锈钢的原材料，也可以酸溶以后产成硫酸镍作为新能源汽车三元前驱体的重要原料。

新能源汽车虽然受到市场的看好，是未来发展风口上的新兴行业，但是目前体量仍然较小，市场预计新能源汽车对镍需求的提振将出现在 2021 年以后。目前中国镍需求的 80%来自于不锈钢，所以把握镍铁不锈钢的这一生产链条是主导沪镍盘面走势的关键因素。而由于印尼高镍铁产能的释放，反向挤出不锈钢厂对电解镍的需求，使电解镍价和镍铁价格出现分离。近期伦敦金属交易所和上海期货交易所电解镍库存的下降，对镍期货盘面的支撑效果有限。

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。扬州一川新增一条线即将投产，金海汇与光大各一条线即将复产。目前，市场统计 4 月国内镍铁产量约为 5 万金属吨，为近四年来的高位。而值得注意的变量是 5 月内蒙古地区的限电影响当地镍铁产量，预计减少镍铁产量月 1000 金属吨。但是，总体来看镍铁新增产量多于减少产量，供给压力增大。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。

总体来看，国内镍铁供需平衡表由前期的紧缩转向宽松。

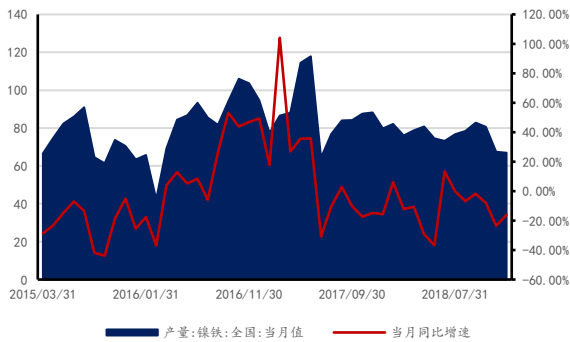
截止 2018 年 12 月末，我国镍铁产量 66.98 万吨，当月同比减少 16.02%，环比减少 0.7%。我国的进口镍铁主要来自于印尼，2019 年 1 月中国进口镍铁 154095.36 吨，同比增加 68.04%，环比增加 9.13%。其中有 110442.71 吨来自印尼，占比 71.67%。

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。

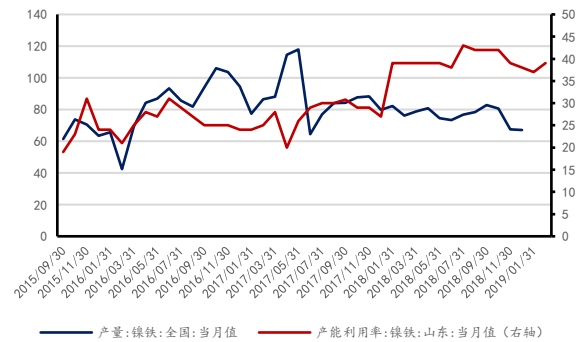
2018年12月中国电解镍产量25335吨，当月同比增加11.93%，1-12月累计产量179972吨，累积同比增加6.41%。2019年2月，中国进口精炼镍及合金12191.02吨，同比减少17.12%。国内电解镍产量略有回升，进口量低位运行。截止5月8日，LME镍库存171108吨，上期所镍期货库存7572吨，LME注册仓单今年迄今下降11%，为2012年以来最低，上期所库存自去年11月以来下降一半。

图表 29：中国镍铁产量增速负增长



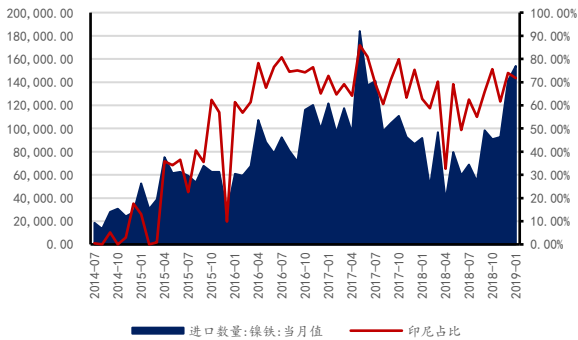
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁产量和产能利用率



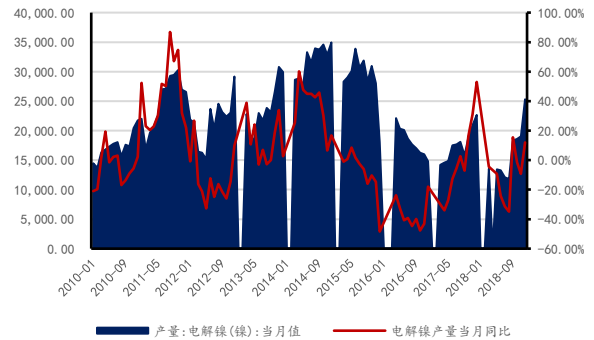
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国对印尼进口镍铁量维持高位



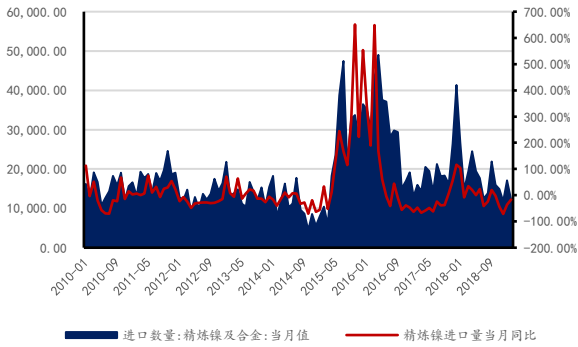
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：中国电解镍产量变化



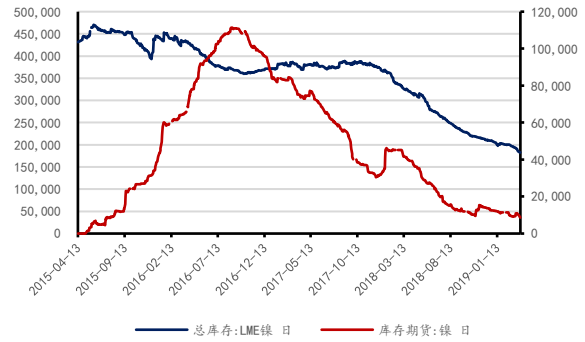
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：不锈钢厂维持产量不下降，供需矛盾积压

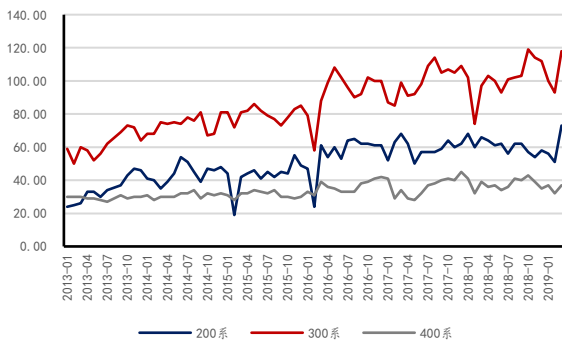
中国不锈钢产量占据全球不锈钢的半壁江山，其中 300 系不锈钢含镍量最高约 8-10%，200 系不锈钢含镍量中等 3.5-5.5%，400 系不锈钢几乎不含镍。国内 200 系和 400 系不锈钢产量从 2018 年年初开始逐渐下降，而 300 系不锈钢产量在 2018 年底也冲高回落。

目前来看，虽然不锈钢下游需求疲弱，但是国内不锈钢厂尚没有出现减产现象。2019 年 3 月中国 200 系不锈钢产量 73 万吨，300 系不锈钢产量 118 万吨，400 系不锈钢产量 37 万吨。3 月各系不锈钢产量不减反增，叠加下游弱势，国内不锈钢库存直至 4 月底才出现拐点。截至 5 月 5 日佛山地区不锈钢库存 176200 吨，同比增加 44.43%，环比增加 1.79%；无锡地区不锈钢库存 266300 吨，同比增加 31.31%，环比增加 1.45%。两地库存迎来在四月底迎来转向，但是总量仍然为近五年高位。

不锈钢需求弱势和不锈钢厂维持产量不下降的矛盾在逐步推进，虽然短期内下游逢低价补库和中国商务部对不锈钢的反倾销调查，在一定程度上缓解不锈钢的供需压力，但是效果有限。不锈钢的供需矛盾只能通过不锈钢厂减产或者下游需求回暖得以解决，但是我们认为不锈钢厂受利润挤压，最终减产的可能性更大。因为 4 月镍下游 PMI 综合指数 42.55，低于荣枯线水平，并且这一水平主要受不锈钢行业的拖累。叠加宏观利好支撑作用的边际减弱，不锈钢下游需求改善的难度较大。

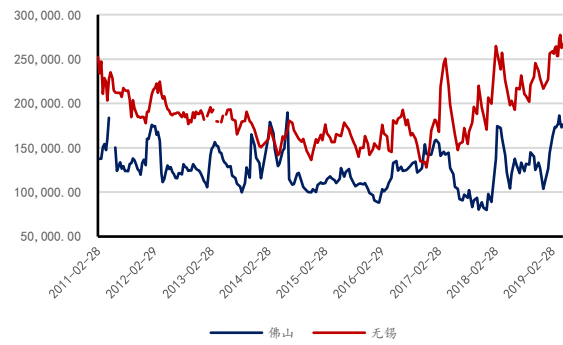
同时，不锈钢供需矛盾的积压，叠加印尼高镍铁的宽松供给，可能进一步挤出对电解镍的需求。

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

国际经济形势又起风云，国内宏观经济利好的支撑作用边际减弱，有色板块集体承压。两大交易所电解镍库存继续下降，但是由于电解镍与镍铁价格的分离，低库存对期货盘面的支撑力量有限。而镍铁不锈钢产业链的矛盾不断积压，不锈钢需求疲弱，不锈钢厂尚未见减产现象，佛山、无锡地区库存拐点在4月底出现，然而最新数据显示两地库存没有继续下降。国内和印尼镍铁产能的持续释放，将挤出对电解镍的需求。在6月底镍铁产能小高峰之前，预计镍价将走入漫漫寻底路。

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

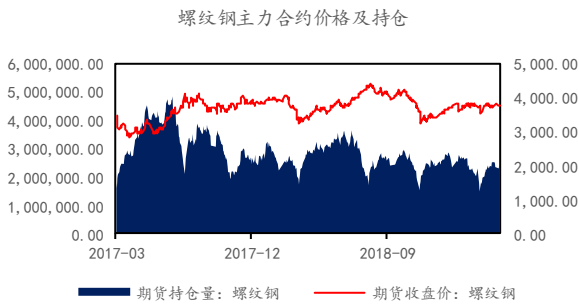
本周黑色系市场表现较为分化，成材端维持震荡，原料端表现强势，特别是焦炭价格走出突破形态。从基本面看，本周开盘前特朗普宣布对中国 2000 亿美元商品关税由 10%提高到 25%，短期对黑色市场产生冲击，但整体影响有限。央行随即进行定向降准，释放资金 2800 亿进行对冲。出口数据走弱，社融及新增贷款放缓，经济并未像市场期待的继续企稳。产业层面钢材供应延续增加态势，需求边际走弱，库存降幅放缓，现货价格拐点出现。而原料端焦炭价格表现最强，近期山西地区一系列政策令市场对环保预期加强，厂内库存的下降也给焦企提涨焦价带来信心，本周第二轮提涨也将落地。铁矿石方面 Brucutu 矿区复产被暂停，对价格产生提振，整体维持高位大幅波动。

宏观层面，贸易战成为本周市场关注焦点，从本周盘前特朗普宣布对中国 2000 亿美元商品关税由 10%提高到 25%，到周五中午加征关税落地，期间市场对特朗普推特以及中国是否参加第十一轮谈判关注度较高，但从市场反应看，贸易战对股票市场影响更大，而对商品市场影响较为有限。

数据方面，本周公布了 CPI、PPI、进出口以及金融数据。4 月 CPI 由 3 月的 2.3% 上升至 2.5%，低于市场预期的 2.6%，食品价格继续走高，猪周期推动明显；PPI 同比增速从 3 月的 0.4% 走高至 0.9%，高于市场预期的 0.6%，油价的推高作用明显。进出口方面，以美元计，中国 4 月出口同比增速为 -2.7%，低于预期的 3.0%，较前值 14.2% 回落；进口同比增速为 4.0%，高于预期的 -2.1%，较前值 -7.6% 回升，创 6 个月新高。出口数据不及预期，期抢出口效应拖累出口数据；进口数据表现较好，主要受大宗商品与农产品支撑，原油和农产品进口的增加与美国贸易谈判的关联可能较大。金融数据方面，中国 4 月末 M2 同比增长 8.5%，预期 8.5%，前值 8.6%；M1 同比增长 2.9%，预期 4.3%，前值 4.6%；新增人民币贷款 1.02 万亿元，市场预期 1.20 万亿元，前值 1.69 万亿元；社会融资规模增量 1.36 万亿元，市场预期 1.65 万亿元，前值 2.86 万亿元。在一季度金融数据大幅冲高后，整体表现为回落走势。整体从数据看，经济仍存下行压力，对商品偏利空。

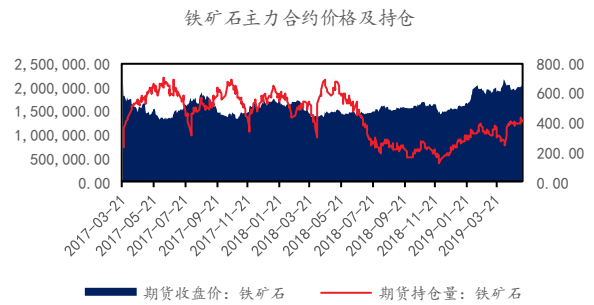
行业来看，本周行业重点信息主要在于山西地区环保问题。中央第二生态环境保护督察组曝光山西省焦化产业调整优化力度不够，焦化产能“越调越多”，污染治理避难就易，焦炉无组织排放、熄焦水超标等问题十分突出。督察还对发现的生态环境责任追究文艺进行了梳理，已移交山西省委、省政府处理，并要求山西省委、省政府抓紧制定整改方案，在 30 个工作日内报送国务院，整改方案及落实情况需向社会公开。叠加前期山西地区公布的《关于开展焦化行业专项检查整治行动》，市场对山西地区去产能及环保预期增强，对焦炭价格产生提振。

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



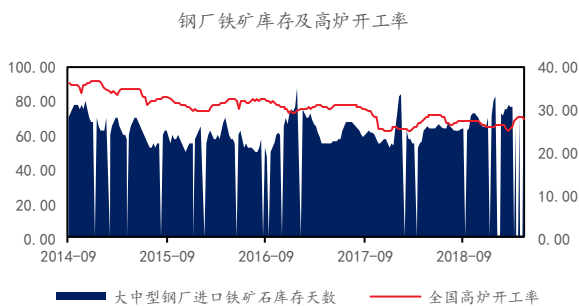
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：螺纹产量再创新高，需求走弱，去库存延续放缓

据中钢协数据，会员企业4月中旬粗钢日均产量200.57万吨，增产5.07万吨，增幅2.59%。进入5月份市场对唐山地区高炉限产预期较强，根据Mysteel此前预计，如果严格执行影响日均铁水产量10万吨以上，而当前实际减少量在3万吨左右。高炉开工率出现小幅下滑，本周为68.78%，较上周减少1.8%。电炉方面，开工依然维持高位，截止5月9日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂，平均开工率为78.15%，较上周降0.28%；产能利用率为67.95%，较上周降0.92%。

成本利润角度看，本周末生铁成本2495元/吨，较上周降23元/吨，钢坯成本3116元/吨，螺纹钢吨钢毛利润865元，热卷吨毛利润635元，成本端变化不大，随着焦炭价格的二轮提涨落地，成本端将有所上升。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



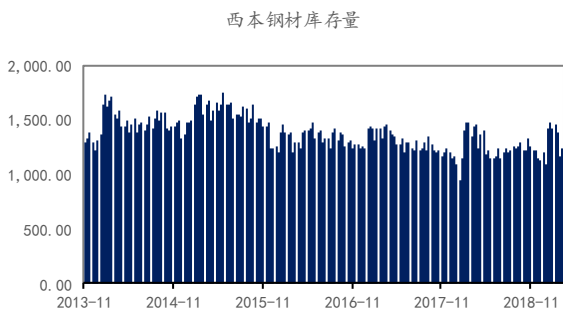
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: 全国主要钢材及螺纹钢库存总量



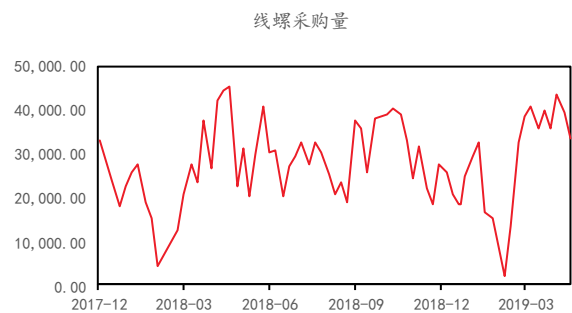
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，本周库存数据降速继续放缓，反应需求端的边际走弱。从主要品种的社会库存看，截止5月10日，国内主要钢材品种库存总量为1222.58万吨，较5月6日下降26.96万吨，环比下降2.16%；国内螺纹钢社会库存量由653.35万吨下降18.2万吨至635.15万吨，环比下降2.79%，钢厂螺纹钢库存减少1.09万吨；热卷社会库存增2.48万吨至215.27万吨，环比增加1.17%，钢厂库存减少3.77万吨。

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21万吨以上成交，本周日均成交仅有19.23万吨。从沪市终端线螺采购数据来看，最新数据为41500吨，较上周减增加26500吨。需求近期延续走弱，现货价格已经出现回调，拐点已现。

出口方面，2019年4月中国钢材出口量为632.6万吨，同比下降2.3%，维持相对平稳。

整体看，钢材市场供应回升，去库存速度放缓，需求边际走弱，后期价格继续承压。

3 原料端：铁矿高位震荡，环保提振焦炭

铁矿石方面，本周进口矿市场价格高位震荡，截止5月10日，普氏62%进口矿指数报95.45美元/吨，较上周涨0.8美元/吨。

本周矿山消息方面，周初淡水河谷公布消息称，由于法庭作出新裁决的缘故，Brucutu铁矿矿场暂停恢复运营的计划，Brucutu当地的Laranjeiras矿坝和其他基础设施被确认是稳定的，预计2019年公司铁矿石和铁矿物球团的销量将处于营收指引区间30700-33200万吨的中下段。发改委发布“2019年钢铁化解过剩产能工作要点”称，协调支持行业企业与国际铁矿石供应商的有效沟通，积极探索更加科学合理的进口铁矿石定价机制，鼓励企业采用铁矿石期货加基差的形式对现货进行定价。发现铁矿石供应商有价格违法和价格垄断行为时，要依法及时查处并公开曝光。积极研究促进国内铁矿山发展的相关政策，增加国内铁矿石有效供给。从消息层面看，利多消息对盘面刺激基本全部反应，在钢材后期大概率受淡季需求影响下行，矿石潜在复产以及非主流矿增产，铁矿石高位价格承压。

进口方面，4月我国进口铁矿砂及其精矿8077.2万吨，较上月减少565.2万吨，同比下降2.6%；1-4月我国累计进口铁矿砂及其精矿34020.8万吨，同比下降3.7%。随着近期发货量增加，预计二季度整体会有回升。

截止本周五，全国主要港口铁矿石库存约 13346 万吨，较上周末下降 107 万吨。从市场情况来看，节后钢厂库存可用天数减少，部分钢厂加大备库刚需，主要港口疏港量均有所提升，港口整体库存再次下降。

整体看，铁矿石预计继续高位震荡，需关注成材走弱影响。

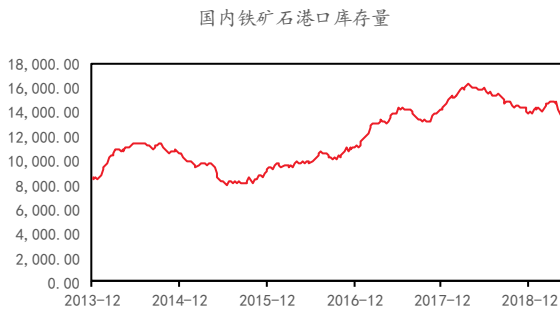
焦炭方面，山西去产能及环保预期增强提振焦炭价格。中央第二生态环境保护督察组曝光山西省焦化产业调整优化力度不够，焦化产能“越调越多”，污染治理避难就易，焦炉无组织排放、熄焦水超标等问题十分突出。督察组指出，山西省经济和信息化部门 2009 年核定全省焦化产能为 18794 万吨，截至 2018 年 9 月实际建成产能 14768 万吨；山西省将产能差额作为新、扩建焦化项目产能置换指标。在其他省份大力推动独立焦化企业淘汰转型的情况下，山西省这些预留产能指标正在被加速释放。经核实，山西省当前在建焦化项目 8 个，涉及新增产能 1070 万吨；拟建项目 10 个，涉及产能 1336 万吨。一方面是近几年全省焦化产能利用率不足 60%，另一方面又在大干快上，加速焦化行业产能扩张，产业结构调整陷入“越调越多”的怪圈。山西省在推进焦化行业全面达标治理过程中，对焦炉无组织排放、熄焦水超标等问题疏于管理，焦化行业污染问题十分突出。督察组抽取太原、晋中、临汾、吕梁、长治、运城等地 14 家焦化企业的熄焦水进行检测，有 12 家存在超标现象，其中 10 家挥发酚超标，平均超标 174.3 倍，大量污染物转化为气态排放。如山西银炭集团娄烦东升煤焦有限公司部分生产废水未经处理直接熄焦，氨氮浓度为 986 毫克/升，超标 38.4 倍，挥发酚浓度为 425 毫克/升，超标 849 倍。

基本面方面，根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.96%，上升 0.16%，日均产量 68.83 增加 0.14 吨；焦炭库存 110.27 万吨，减少 9.78 万吨，焦化企业库存延续减少，助振焦企提价信心；炼焦煤总库存 1419.54 万吨，减少 7.71 万吨，平均可用天数 15.51 天，减少 0.12 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 444.4 万吨，减少 7.77 万吨，平均可用天数 13.98 天，减少 0.28 天。港口焦炭库存总库存 457 万吨，增加 4 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，本周多数焦企第二轮提涨 100 元/吨，部分钢厂已接受，预计很快落地。目前焦炭供需维持两旺，库存处于消化状态。

去产能及环保预期加强，焦炭价格震荡偏强，等待低吸机会。

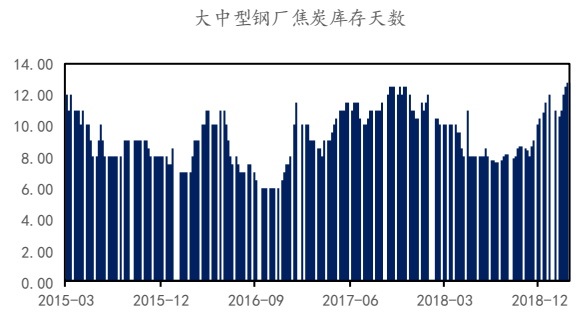
焦煤方面，焦炭价格第二轮提涨逐步落地，焦企利润增加至 200 元/吨以上，焦企对炼焦煤补库较为积极。考虑近期矿方订单充足及库存保持低位，多有探涨意愿。目前吕梁兴县地区部分气煤资源价格小幅提涨 25 元/吨左右，临汾安泽地区低硫主焦煤再次探涨，累计调整幅度为 40 元/吨左右，焦炭市场趋好或仍将带动炼焦煤市场向好运行。四部门《关于加强煤矿冲击地压源头治理的通知》指出，严格控制新建冲击地压矿井，分类处置存量冲击地压矿井。山东地区焦企表示，近期煤价有上涨趋势。整体看，焦煤资源维持偏紧态势，价格预计震荡偏强。

图表 43：国内铁矿石港口库存



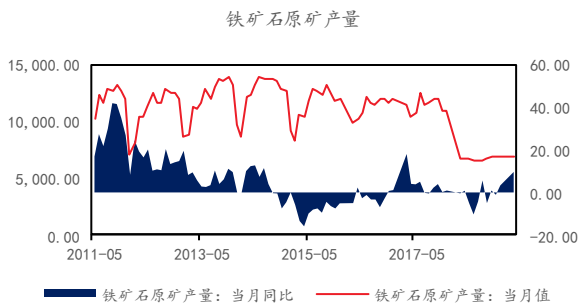
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：焦炭库存可用天数



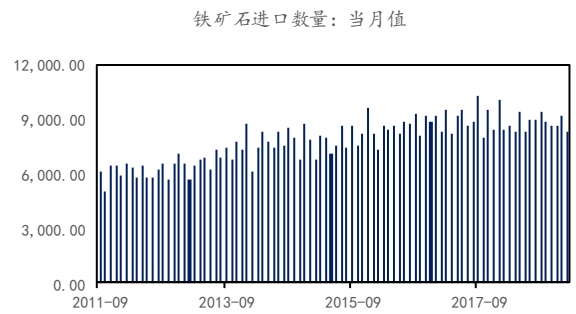
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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

钢材供增需弱，库存去化放缓，目前制约价格下行主要在于基差，但随着现货走弱基差缩小，价格将承压下行。铁矿石高位震荡，波段操作为主。焦炭受去产能及环保加强预期，价格震荡偏强，等待低吸做多机会。

聚酯化纤：库存走高需求偏弱 价格难有提振

1 基本面分析

PTA 装置高开工率叠加库存提升

最新一期的 PTA 装置开工率为 81.45，与前期数据持平，落入近 3 年的开工率区间之内，处于正常偏高的水平。5 月 8 日最新的统计资料显示，目前停车的装置有：逸盛宁波的 200 万吨/年装置，4 月 27 日开始检修；宁波台化 120 万吨/年装置，5 月 8 日开始检修 18 至 20 天；洛阳石化 32.5 万吨/年装置，4 月 22 日开始检修 45 天。相对总产能与历年同期相比，当前检修的装置产能损失属于正常水平。

最新一起的 PTA 库存天数为 4.5 天，较前期相比进一步提高，自 4 月初库存开始增长以来，持续走高，目前已经接近 2018 年同期水平，远高于 2016 年和 2017 年水平。考虑到目前 PTA 开工率偏高的状况，在只考虑供给的影响，库存还会继续提升，累库阶段结束尚需时日。

图表 47：PTA 期货现货价格走势



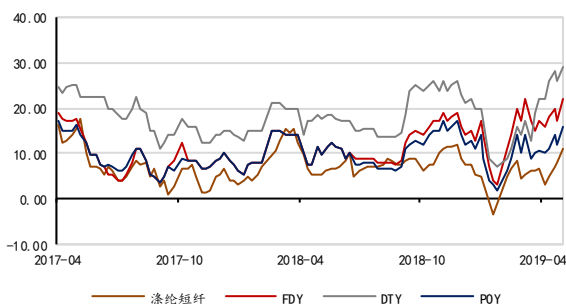
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：石脑油和 PX 价格走势



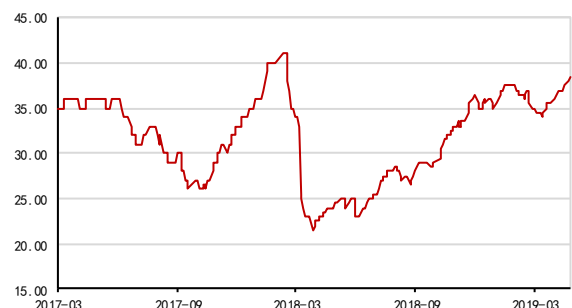
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：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 50：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

PTA 加工费持续走高

成本方面，目前 WTI 原油报价 61.7 美元/桶，石脑油价格 563.38 美元/吨，PX 中国价格 902.67 美元/吨。PX 目前价格走弱的态势比较明显，石脑油结束价格回落的趋势，目前价格比较平稳，

原油价格受到美伊关系影响，维持在 60 美元一线震荡。从价差角度来看，目前 WTI-NAP 利润为 62 美元/吨，NAP-PX 利润大概为 40 美元/吨，PTA 加工费约为 2730 元/吨。从走势上看，石脑油加工费一直较为稳定，PX 加工费受到 PX 价格走弱影响，处于绝对的地位，而 PTA 加工费则受益于成本的走低，持续走好。目前 PTA 加工费上方的压力较大，现货社会库存逐步增加的状况下，加工费后期回落是大概率事件。但是加工费回落并不意味着 PTA 价格的持续回落，PX 价格走强预计成为最重要的因素。PTA 在短期内从供给和利润两方面来看，影响并不会特别明显。短期内最为重要的影响因素会是 PTA 的需求端，也就是聚酯及其下游的状况。

终端不振迫使聚酯价格走弱

终端方面，坯布库存继续上升，最新一期坯布库存天数为 38.5 天，已经超过了今年春节停工时期的最高库存规模。库存压力继续增加，去化难度增加。织机开工率受此影响逐步下滑，目前江浙地区织机开工率为 73.5%，较节后生产旺季有所回落，但是幅度并不大，考虑到终端需求放缓，短期内织机的开工或继续受到影响，开工率有持续回落的可能。

终端需求偏弱以及生产淡季的综合影响下，聚酯和涤纶的价格均保持了偏弱的走势，自 4 月中旬以来，各品种价格持续回落。目前，聚酯切片 7500 元/吨，聚酯瓶片 7862.5 元/吨；涤纶短纤 8450 元/吨，涤纶 DTY9950 元/吨，涤纶 POY8250 元/吨。目前涤纶长丝的库存已经突破春节停工时段峰值，处于近两年的最高水平，静待下一个生产高峰的去化。

2 综合分析

目前 PTA 的现货供应正常，生产装置在经历了前期的集中检修之后，整体开工率处于同期偏高的水平，PTA 厂商加足马力享受高加工费用的状况。目前 PTA 库存逐步攀升，短期内影响还不是很明显，如果趋势持续到 6 月，高库存或将对现货价格有一定的压制。下游状况不甚乐观，目前在坯布和织机走弱的影响下，聚酯价格出现了回落，主要品种库存持续走高，价格压力十分显著。整体来看，PTA 近月价格目前上涨动力依然不足，将继续维持震荡偏弱走势，向下依然存有下跌空间。远月合约考虑到 9 月生产高峰的影响以及 PTA 成本端回暖的推测，或有震荡偏强的走势出现。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

现货价格在成本附近得到支撑

国内市场震荡运行为主，主产区出货顺畅，高端上调，上调后出货一般；华北地区下游节后补货，成交尚可，部分工厂检修，出厂报价继续调涨；华中地区交投一般，横盘整理为主；近期随着国内部分装置停车，局部供应减少，加之节后部分下游适当补货等利好因素支撑，企业出货明显好转，库存水平降低，因此心态坚挺上调售价。期货方面，期货走势上涨，提振场内操作心态，港口现货随之走高，但后期港口进口量仍有增加的可能。另外也需重点关注下游对原料的消化能力是否持续。

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

据金联创统计，全国甲醇开工率为 63.58%，环比上涨 0.93%，这是连续四周下跌后首次出现回升，其中西北地区开工率为 74%，环比上升 5%，主要是 4 月初检修的装置陆续复产，像久泰、华亭、金诚泰五一节前复产，而新奥二期、荣信检修装置也在重启中，预计节后西北地区开工率将继续上升。虽然仍有部分前期推迟检修的装置进入检修，但前期检修完成后重启的装置数量更多，开工率将呈现逐步向上的趋势，国内供应压力不断加大。

港口库存略有下降，但同比依然偏高

截至 5 月 9 日甲醇华东、华南港口总库存为 88.27 万吨，较 3 月中旬年度高点 113 万吨，下滑 24.73 万吨，降幅 21.88%，而相对于历史年度而言，目前仍处于近 5 年库存水平的相对高位区间。流通货源目前从已有的沿海地区库存数据来看，截至 5 月 9 日港口市场可流通货源为 22.5 万吨，低于近 5 年均值 26.11 万吨，本指标变化较大可用于长期跟踪，追踪市场可流通货源，自 4 月中旬以来整体处于逐步减少过程，市场流通量进一步减少。5 月沿海库存继续排库，市场心态由弱转强，当下排库进程持续良好，下游烯烃持续消化。库存逐步减少，但后期整体依然处于偏高位置。

新增装置投产，后期进口或增加

目前海外装置基本进入复产阶段，伊朗 ZPC 两套装置正常生产，Marjarn165 万吨装置为六成负荷，Keveh230 万吨装置或于 5 月上旬投产。加之美国制裁伊朗的挤出效应，预计后续伊朗甲醇到货量将有所增加。按照航期来算，因伊朗装置复产带来的中国进口增加将在 5 月中下旬开始体现。东南亚方面，目前马油满负荷运行，文莱 BMC85 万吨装置 4 月底复工，预计 5 月中下旬开始到港量将明显恢复。

MTO 利润很低

港口烯烃价格在 2018 年年底大幅下跌，导致 MTO 利润一直处在较低水平，对甲醇需求难有增量。去年四季度，原油价格大幅下跌，原油下游产品也不能幸免，港口 MTO 综合利润处在较低水平。以乙烯端产品乙二醇为例，随着产能大幅投放，供需面不断恶化，乙二醇价格从 2018 年 10 月初的 7500 元/吨到 2019 年 4 月底下降了近 40%。丙烯端产品 PP 价格下跌程度较轻，但也有 20%。综合看，港口 MTO 利润处在近五年来偏低水平，这将影响南京诚志二期 180 万吨新装置的投产进度。另外，久泰 MTO 装置预计 5 月上旬恢复，青海盐湖烯烃装置 4 月中旬再次停车，重启待定。目前来看，MTO 需求难有增量。

2 综合分析

目前甲醇内地开工负荷下降，港口库存回落，且后期去库为主。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，PP 价格下挫。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。

目前需求并不很好，未来上行动能减弱。操作上，甲醇弱势局面不改，关注 2300 的支撑和 2500 的压力，短期将呈现震荡拉锯走势。

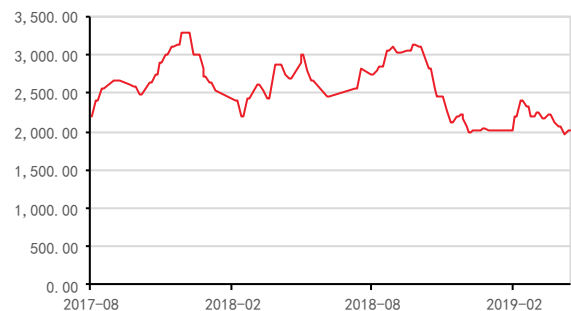
3 甲醇期货现货数据

图表 51：甲醇收盘价



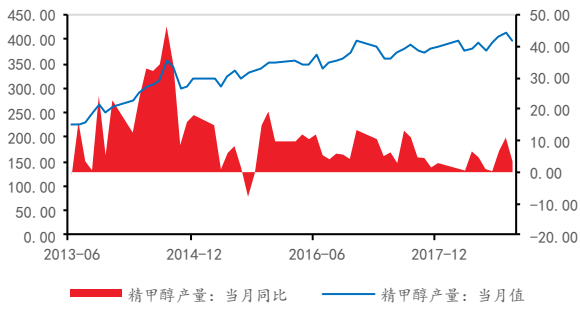
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：甲醇出厂价



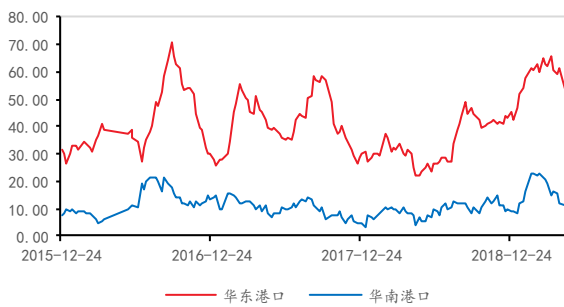
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53: 甲醇产量



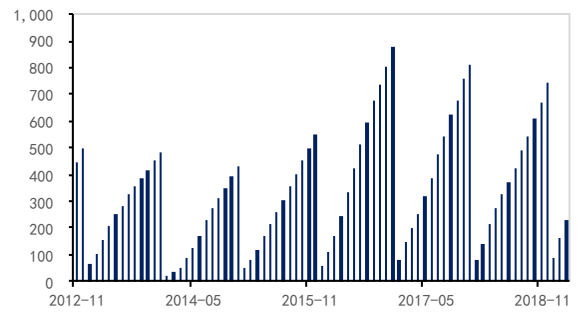
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55: 甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

天然橡胶

1 行情概要

全球范围来看,2019年天然橡胶供给和需求增速或出现双双下行。天然橡胶生产国协会(ANRPC)最新数据显示,2019年1—2月,世界天然橡胶总产量为214万吨,比去年同期的227万吨降低了5.8%。同期,世界天然橡胶需求量也略有下降至217万吨。ANRPC对供应端收窄的解释为,1月泰国遭遇热带风暴,三叶橡胶树早期越冬,印尼发生一种新的真菌落叶病,导致统计期内天然橡胶产量的下滑。在接下来的几个月,三大产胶国将通过限制出口的方式抑制天然橡胶供应水平,有望抵抗胶价进一步下跌。需求端面临全球经济复苏放缓和中国宏观经济下行,中美贸易战的白热化加重了看空情绪。未来橡胶供需矛盾仍将长期存在,但预期进一步恶化的空间有限。海关针对混合胶关税政策进行调整,盛行的非标套利将走向衰落,从进口成本端对橡胶产业造成深远影响。

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。

2019年4月，全国重卡市场共约销售各类车型12.1万辆，同比微幅减少1%，环比下降19%。在3月传统旺季重卡销量创纪录之后，4月重卡行业未能保持增长，旺季市场迎来拐点。2019年1—4月，国内重卡市场共计销售44.65万辆，与上年同期的44.62万辆基本持平。由于物流车终端需求表现不尽人意，重卡行业库存积累增加，对市场和经销商压力较大，二季度重卡销量难以保持继续增长的态势。此外，各整车厂家和供应商前期为抢占市场份额，促销活动一定程度上提前透支了4月的订单，尽管取得了3月旺季的开门红，也显现出年中淡季销量堪忧的征兆。后市预计，5月中国重卡销量大概率难以实现同比大幅增长，和2018年重卡市场走向类似，2019全年重卡市场或将呈前高后低的态势。

进出口

进出口方面，2019年3月中国进口天然橡胶（含混合胶）共计47.36万吨，同比上升7.57%，环比大增62.66%。泰国海关公布的数据显示，2019年3月泰国天然橡胶（包括烟片胶、标胶、乳胶、邹橡胶、复合橡胶及其他）出口量为30.30万吨，同比上涨8.18%，环比微增0.24%，和此前预期基本一致。分品种来看，泰国标胶出口量占橡胶出口总量的46%，乳胶出口量占总量的36%，烟片胶出口量占13%，其他胶种出口量占比相对较少。未来一段时间内，东南亚主产区仍将处于低产期，原料收购价格支撑美金胶报盘，但市场接受度较低。2018年一季度三大产胶国限制出口政策到期后，4月被推迟的船货陆续发出，造成橡胶出口量基数偏高。由此预计，4月泰国天然橡胶出口量将维持在30万吨左右，环比小幅下跌，同比显著回落。

具体品种来看，3月泰国标胶出口量为14.05万吨，同比激增98.2%，环比增加6.4%。2018年泰国执行限制出口计划，去年同期泰国标胶7.09万吨的出口量基数显著偏低。2019年一季度泰国标胶出口表现平稳，呈逐月小幅递增态势。3月泰国天然乳胶出口量为10.74万吨，同比大减22.1%，环比降低4.5%。泰国主产区在低产期胶水产出有限，收购价格相对较高，橡胶供应商库存不多，主动报盘稀少。由于内外盘倒挂幅度的扩大，中国市场接盘意愿低迷，现货采购积极性一直不高。3月泰国烟片胶出口量为4.04万吨，同比减少1.5%，环比降低5%。烟片

胶在市场占有率相对较低，套利窗口长期关闭，交易氛围极不活跃。泰国产区原料收购价格高企，且加工成本较高，泰三烟片供应商以维持长约客户为主。

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。

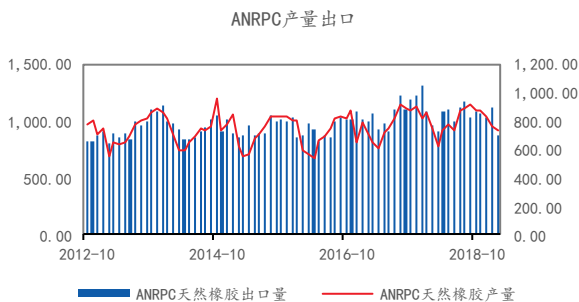
在贸易战和轮胎双反的影响下，中国轮胎出口市场遭到严重挤压。外媒数据显示，2019年一季度美国从中国进口轮胎数量同比大幅减少28.6%，同期美国进口韩国和越南的轮胎数量则分别同比增加11.1%和141.7%。美国轮胎进口来源已经发生明显改变，未来将从中国转向韩国、越南、墨西哥等国。进出口的不利形势加剧了天然橡胶供大于求的矛盾。中国轮胎出口受贸易环境恶化影响，外销市场表现不佳，多数厂商召开经销商订货会，以扩展国内替换胎市场销量，出口转内销一定程度上支撑轮胎企业的高开工率。

图表 57: 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 59: ANRPC 产量出口



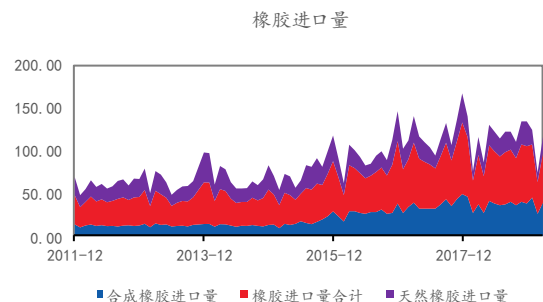
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58: 合成橡胶价格



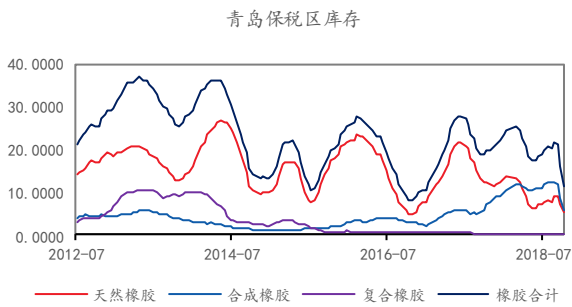
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60: 橡胶进口量



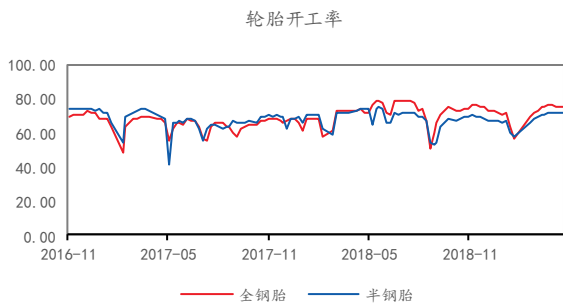
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：轮胎开工率



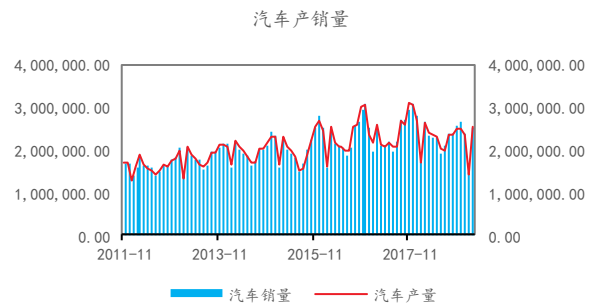
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：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

混合胶征收高关税

天然橡胶止跌反弹的主要原因是海关对于混合胶关税政策的调整。中国海关总署对混合胶分类做出定义：在天然橡胶中仅含有少量合成橡胶的产品应按天然橡胶归类，因而不能免税。海关无法确定的，企业可以提供相关资料及检测方法；对于无法证明的，将判定为天然橡胶。该规定于4月28日生效。混合胶是中国进口量最大的橡胶品种，在天然橡胶中掺杂约2%左右的合成橡胶，性状和天然橡胶基本相同但享有避税待遇，因此一直作为沪胶流行的非标套利的标的物。2016年7月的时候，海关一度严查混合胶甚至禁止通关，显示出税则委员会决定修改混合胶税率的迹象。

中国天然橡胶进口依赖度高达83%以上，2019年3月广义上中国天然橡胶进口量为47.36万吨，其中混合胶27.63万吨，占到一半以上。中国对进口天然橡胶征收高关税的做法在国际上比较少见（类似的还有印度），以技术分类的天然橡胶为例，税则号40012200的最惠国关税税率为20%，当前实际执行标准是按20%的从价税或1500元/吨的从量税从低计征。征收天然橡胶关税的两个主要原因是：天然橡胶作为四大战略物资之一，需要受国家管控；征税的初衷是提高进口天然橡胶价格，以保护国内橡胶种植业的利益。混合胶进口成本的刚性抬高将对胶价构成有效提振，该消息一出在市场引起强烈反应。粗略测算，关税政策的调整在成本传导机制上将给胶价带来5%-8%的上涨空间。

混合橡胶及复合橡胶全世界基本只有中国在使用，产生的根本原因是天然橡胶进口关税过高。所谓混合胶，是指在天然橡胶中添加极少量的合成胶等化学物质，主要目的是规避关税。据了解，东南亚橡胶加工企业常采用相对劣质甚至变质的天然橡胶作为原材料，加工成混合橡胶和复合橡胶。轮胎生产过程中，根据规格及用途所采用的配方不同，需要对原材料和工艺精确掌控。使用混合胶质量稳定难以保证，且混合胶再加工不是轮胎生产的必要工序，增加了轮胎企业的技术难度、制造成本和产品安全风险。轮胎企业反映，如果国家对混合胶视同天然橡胶征收进口关税，就不会再购买混合橡胶和复合橡胶，而选择购买优质天然橡胶用于生产高质量的轮胎。

厄尔尼诺气象研究

鉴于东南亚天然橡胶庞大的产能基数，在可预期的未来，橡胶基本面仍将是供应过剩的。异常的极端天气可能在一定时间内造成局部供应减少，炒作情绪导致橡胶价格回升。美国国家海洋和大气管理局（National Oceanic and Atmospheric Administration）出具了厄尔尼诺和拉尼娜气候系统讨论稿，称一个弱度的厄尔尼诺现象将在北半球有 80% 的概率继续展开，有 60% 的概率在夏季维持。NOAA 的主要判断依据是，太平洋赤道水温连续数月高于历史均值；西经 100 度到西经 180 度的太平洋浅层水温从 2017 年 12 月开始连续上升；东经 130 度到西经 80 度的 0-300 米深度太平洋赤道水温从 2018 年 10 月持续高于历史均值。超过历史均值 0.5℃ 是衡量厄尔尼诺气候的指标。据外媒报道，泰国发生局部干旱，严重程度或超出预期，东北部某地村民甚至基本生活用水得不到保障。相对洪涝灾害，橡胶树受干旱的影响更大，降水量偏少会阻碍胶水形成进而造成减产。

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。

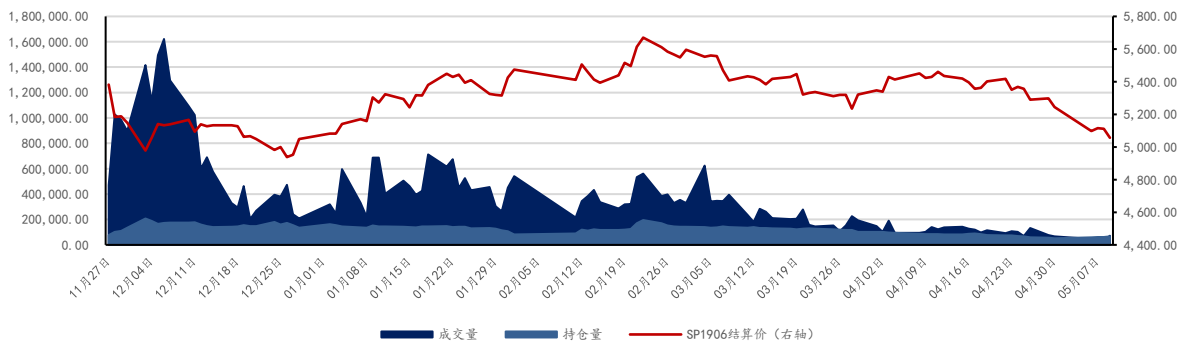
未来橡胶仍供过于求，库存不断累积，空头市场形态为主。2019 年橡胶仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶运行在历史性底部，但处在绝对低位，向上空间多于向下。在 7—8 月传统淡季来临前，天然橡胶将呈供需两旺的格局，价格在一定区间内宽幅波动为主。具体来讲，下方依托（11000，12000）成本线，上方参考 13000 重要压力位。在目前接近底部的位置上，继续做空风险收益比较差，倾向于逢低试多。

纸浆：浆价接近前低 逐渐止跌企稳

1 行情回顾

上周纸浆盘面继续弱势下跌，主力合约周一和周四有较大幅度的下跌。SP1909 周度最低价 5052 元/吨，最高价 5192 元/吨，周度下跌 2.53%。期货市场参与热情一般。

图表 65：主力合约量价数据



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

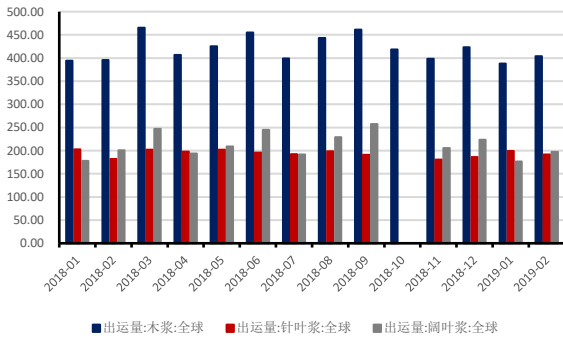
2 上游市场：纸浆 3 月进口数量稳定，浆价内外倒挂依旧

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。

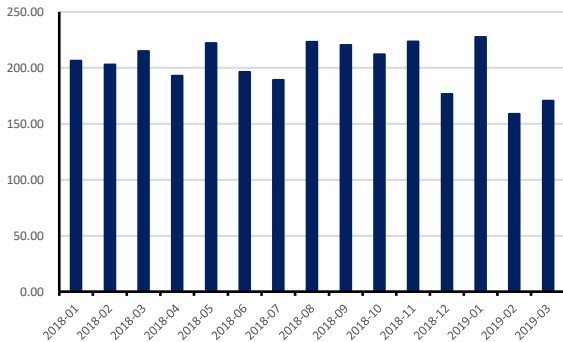
总体来说，2018 年全年全球木浆出运量保持平稳，国内 2 月木浆进口量开始下降。在上游浆厂纷纷表示将减少出运量的情况下，预计后期中国木浆进口量有可能维持低位。

图表 2：全球木浆 2 月出运量稳定



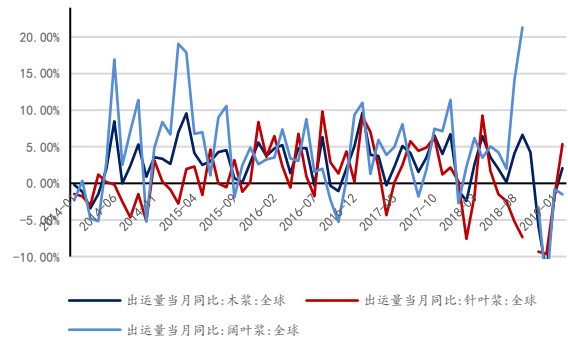
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：中国木浆 3 月进口数量小幅回升



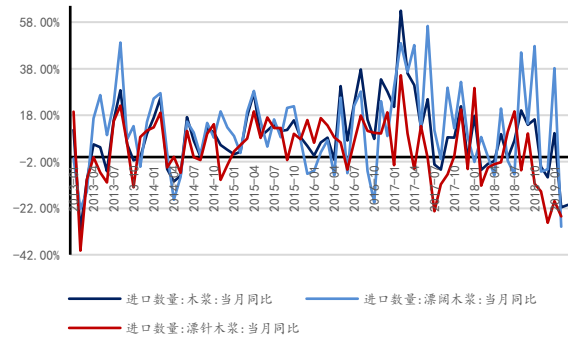
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。

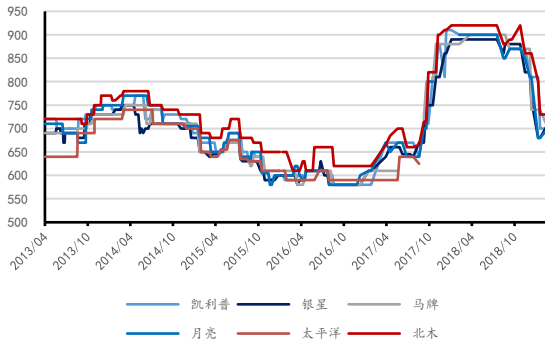
相比于国际浆价的坚挺，国内木浆现货价格下跌较快。目前山东地区市场参考价：银星 5,275 元/吨，凯利普、月亮 5,350 元/吨。由于高企的库存压力主要来源于阔叶浆，经过一段时间的价格坚挺后，近期阔叶浆价格出现了下跌，浆鸚鵡价格下跌至 5100 元/吨。

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。近期纸浆期货价格和现货价格共同走弱，不过现货下跌幅度更大，目前基差扩大至 200 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

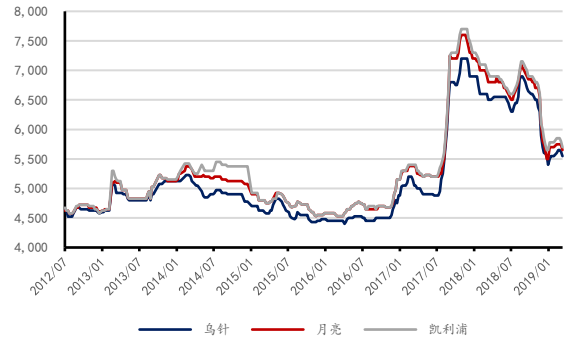
中纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是3:7,当漂针浆价格过高时,这一比例有可能调整到2:8。一般来说,针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是,阔叶木浆生产集中度更高,挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期,国内针阔叶价差超过600元每吨。随着期货盘面价格的下跌,国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度,价差不断收窄。年初针阔价差一度走负,不过这一情况很快就得到了改变。目前针阔叶现货价格止跌反弹,阔叶浆价格坚挺一段时间后近期开始走弱,目前鸚鵡报价5100左右,针阔叶价差200元/吨。

图表 6: 国际漂针木浆 CFR 现货价



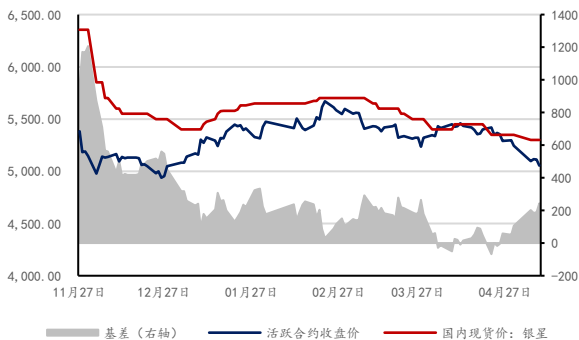
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 7: 山东地区漂针木浆现货价



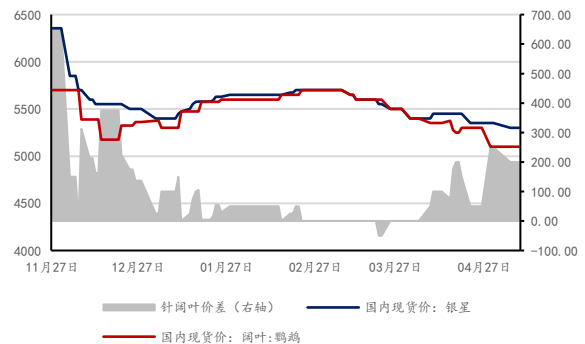
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 8: 纸浆主力合约基差变化情况



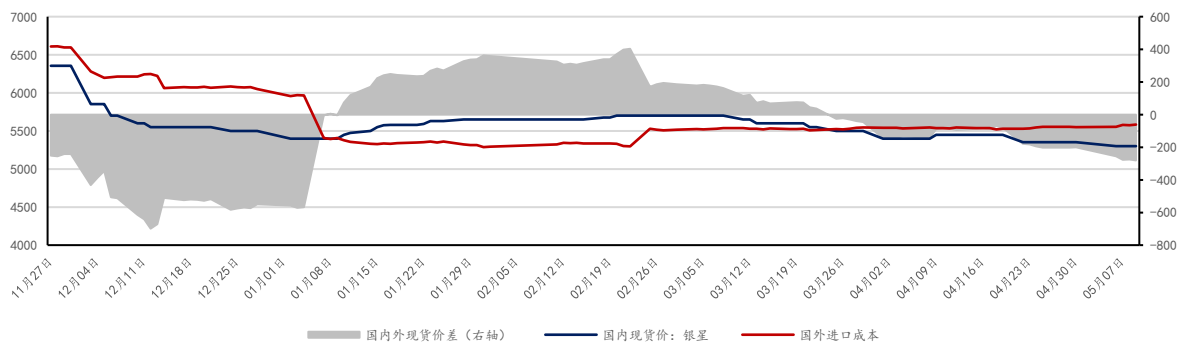
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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 66：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

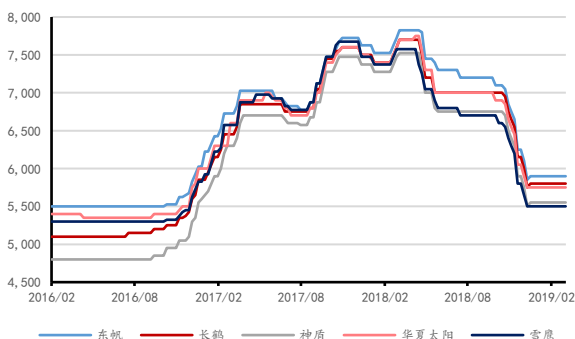
3 下游市场：下游纸厂生产利润改善

从4月1日起，玖龙发布第三波降价通知，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。但是，4月29日东莞玖龙发出涨价通知，从5月6日0时起对部分牛卡纸、所有瓦楞纸价格上调50元/吨。另外据市场统计，近期已有17家纸厂宣布涨价50-100元/吨，8省出现纸价异动。

经过年后的多轮涨价函的发布，目前下游纸厂的生产利润得到了一定程度的改善。但是，5月份是纸浆需求的相对淡季，预计下游需求不会出现明显的增加。

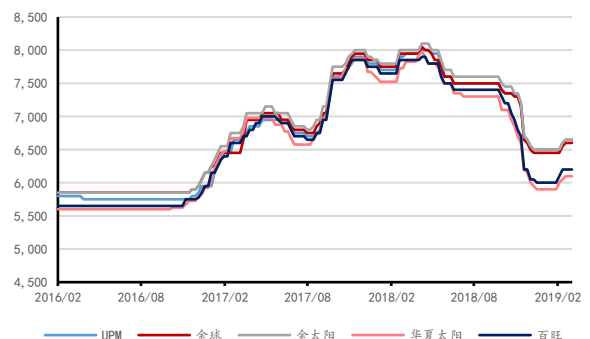
截止3月20日，万得资讯显示，国内北京地区双胶纸（70-100g）价格6100-6650元/吨与上周持平；国内北京地区铜版纸（105g）价格5500-5900元/吨与上周持平；广东地区白板纸（250g）价格4600-4900元/吨基本与上周持平，江浙地区太仓玖龙继续出现周度100元/吨的下跌，天津地区玖龙周度下跌100元/吨；广东、上海、厦门地区白卡纸（250g）价格也与上周持平。整体来说，上周各个纸种的价格走势相对稳定，白板纸价格继续出现周度降价，降幅为100元/吨，显示出包装用纸的弱势。

图表 11：国内铜版纸平均价走势



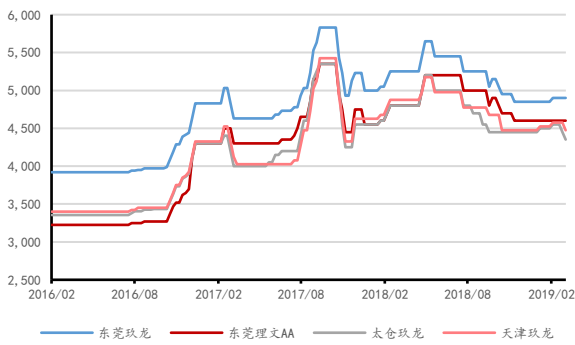
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：国内双胶纸平均价走势



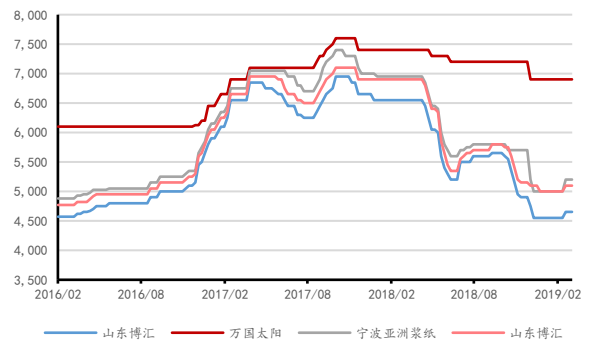
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：国内白板纸均价继续下探



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：国内白卡纸均价走平



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

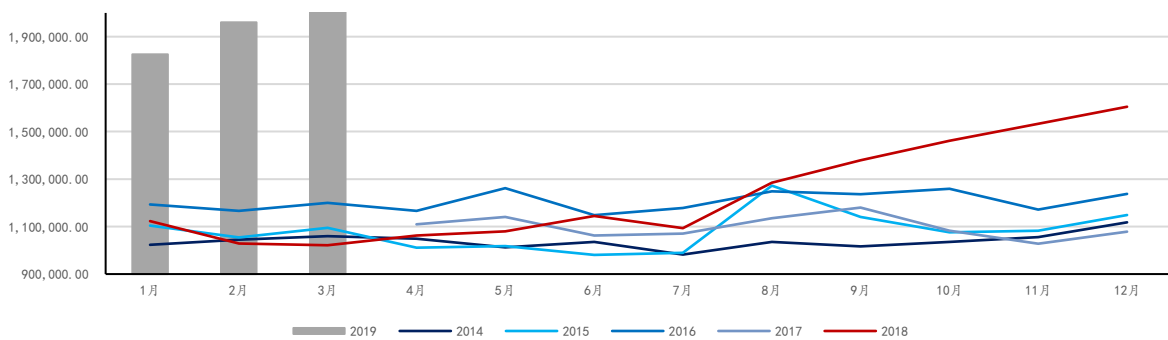
4 库存情况：全球木浆库存继续累积，国内 4 月末库存小幅下降

2019 年 3 月全球木浆港口库存继续累积，增加 4.9 万吨至 200.97 万吨，环比上涨 2.5%，同比大幅飙升 96.77%。

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。由于国内外木浆现货价格的持续倒挂，贸易商进口积极性受影响，国内木浆库存缓慢下降。不过需谨慎进口窗口重新打开后，国内库存再次累积的风险。

图表 15：全球木浆 3 月港口库存继续攀升



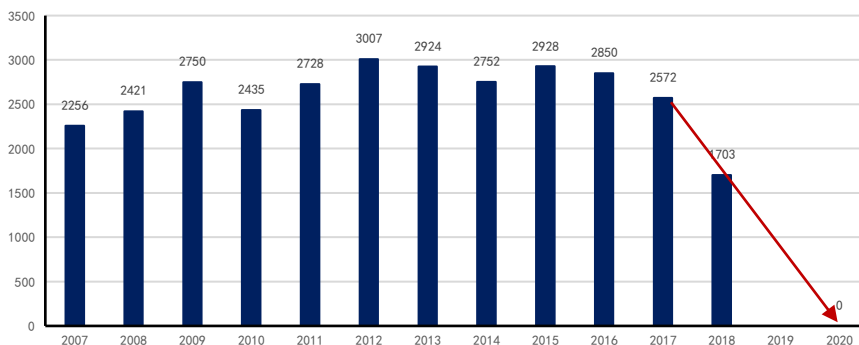
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

由于纸浆基本面的弱势，叠加宏观经济利好对价格支撑作用的边际减弱，纸浆期货盘面进入了长时间的下跌通道，目前主力合约价格已经接近前期低点。但是，与前低相比，目前纸浆的基本面相较而言有了明显的好转。首先，压制纸浆价格最重要的因素库存水平，在2月末达到峰值后已经迎来拐点，虽然4月末库存水平依然较高，但是整体已经出现了去库存的迹象。第二，经过年后的多轮提价，目前下游造纸厂的生产利润都有了一定程度的好转，纸浆产业链积压的供需矛盾，向着需求逐渐改善的方向前进。

但是也有值得警惕的地方，截止3月末，全球主要港口和地区的木浆库存继续攀升。由于国内木浆现货价格的连续下跌，国内外现货价格持续倒挂，影响贸易商进口积极性。后期，如果国内进口窗口重新打开，不排除国内木浆库存重新累积的风险。

预计纸浆期货盘面的下跌空间有限，关注前低的支撑力量，空单投资者可考虑逐渐减仓。整体来说，5月是纸浆消费的相对淡季，预计浆价逐渐止跌震荡。

油脂油料：中美贸易关系趋紧，豆类市场外弱内强分化明显

1 外部豆类市场分析

美方威胁升级贸易战，美豆应声大跌

4月30日，中美第十轮贸易谈判在北京展开，由于双方在一些关键问题上存有分歧，美国总统特朗普随即表示将在5月10日将价值2000亿美元的中国输美商品关税从10%上调至25%，并将制定对其余3250亿美元中国商品的加税计划。美国总统发出对中国商品加征关税威胁后，自去年12月启动的中美贸易谈判遭遇重大挫折，市场普遍预感中美贸易战将再度升级。虽然国务院副总理刘鹤率团赴美进行为期两天的谈判，中方也表示希望通过谈判协商解决存在的问题，但也为应对各种可能做好了准备。市场担心，一旦中美贸易关系恶化，作为对美国可能的报复手段之一，中国很可能取消美国农产品订单，让美国农民期待的中国取消对美豆加征的进口关税变得遥遥无期。自去年12月，中国共订购美豆1281万吨，其中发货量约为546万吨，目前尚有600-700万吨美豆尚未装运。如果中方取消这些大豆订单，对原本就过剩的美豆库存将形成巨大冲击。资金看空预期迅速升温，本周美豆市场加速下跌，7月大豆合约甚至跌至十年前低位后仍未止跌，弱势特征十分明显。

南美大豆实现丰产，全球大豆市场供应宽松

据布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的报告称，截止5月1日当周，阿根廷大豆收割进度已达到59.3%，较上周提高约10个百分点。分析机构普遍评估阿根廷大豆产量在5500万吨之上，较上年增加幅度高达45%左右。巴西大豆结束收割，多家分析机构连续上调巴西大豆产量，其中巴西私营分析机构Safra e Mercado预计巴西大豆产量为1.179亿吨，高于先前预测的1.164亿吨，与该机构评估的上年度巴西大豆产量相差不到400万吨。商品咨询机构AgRural公司发布的报告将巴西大豆产量预测值由上月的1.146亿吨调高到1.153亿吨。南美大豆整体实现丰产，成为保证全球大豆供应的定海神针。当前美国大豆和玉米播种进度明显滞后，可能导致部分玉米面积最后转种大豆。当前美豆库存处于历史最高水平，5个月后将与新豆形成叠加，如果美豆无法恢复对华出口，届时美豆库存压力将继续上升，对远期价格打压效应有增无减。

2 国内油脂油料市场分析

担忧大豆供应不足，国内豆类价格止跌反弹

中美贸易战可能升级的消息引发市场对美豆对华出口的担忧，甚至担心未来中国国内大豆供应能力不足，原本与美豆同步走势偏弱的国内豆类市场随即转入止跌反弹节奏。如果中美大豆贸易无法恢复正常，加征25%进口关税的美豆在到港完税成本上明显高出南美大豆，在中国市场毫无竞争力，中国进口商将像去年一样集中采购南美大豆。美方发起的贸易战已经一年了，在这一年里，包括中国政府采取的主动应对措施以及国内需求环境的变化，中国大豆市场对美豆的依赖度早已大幅下降。尤其是南美大豆整体实现高产，完全有能力满足中国市场需求。中美贸易关系紧张，南美大豆通过贴水报价上涨的方式坐享渔翁之利，并在一定程度上削弱了美豆

价格下跌对国内大豆进口成本下降的影响。海关总署公布的数据显示，4月份中国进口大豆764万吨，同比增加10.7%，1-4月大豆进口总量为2439万吨，同比下降7.9%，降幅较一季度收窄。4月份食用植物油进口量为51.9万吨，1-4月进口总量为248.2万吨，同比增长51.4%。由此可见，当前国内进口大豆和进口植物油大幅增长，有助于缓解中美贸易关系趋紧后市场对国内大豆及植物油供应不足的担忧。此外，本次市场出现利多题材后，豆类市场表现较去年更为理性，没有出现过度炒作情绪。

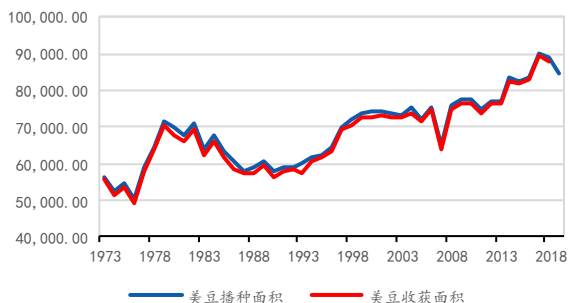
3 油脂油料市场操作建议

5月10日中午，美方宣布已将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%。中方随即表示对此深感遗憾，将不得不采取必要反制措施。第十一轮中美经贸高级别磋商正在进行中，希望美方与中方相向而行、共同努力，通过合作和协商办法解决存在的问题。美方加税如期启动，中方尚未公布具体反制措施，可能与中方在等待本轮贸易谈判结果有关。如果中方认为双方谈判无法取得积极成果，则中方反制措施将随即公布。

美豆7合约处于十年来低点位置，距离800美分关口仅一步之遥，均线系统发散向下排列，属于典型的空头形态。投机基金在美豆上的净空持仓量处于历史最高水平，且在持续增持空单，资金面看空意愿强烈。美方执意恶化中美经贸关系，将导致美豆无法恢复正常对华贸易，美豆库存过剩压力将进一步提升。美国玉米播种进度明显滞后，可能导致部分玉米面积转增大豆。美豆市场利多题材匮乏，将长期受到过剩库存打压。随着阿根廷大豆收割进程加快，本年度南美大豆丰产如期实现，并将为中国大豆供应提供有效保障。国内非洲猪瘟疫情发生率下降，生猪市场进入上升周期，国内豆粕需求最低迷时段可能已经结束，有望进入恢复增长阶段。建议投资者关注中美贸易谈判结果以及近期南美大豆贴水报价走势，相比美豆，国内豆类市场可能延续抗跌或阶段性反弹行情，投资者可参考去年贸易战影响下的国内豆类市场表现，谨慎参与豆类期货交易，避免过度追涨杀跌。

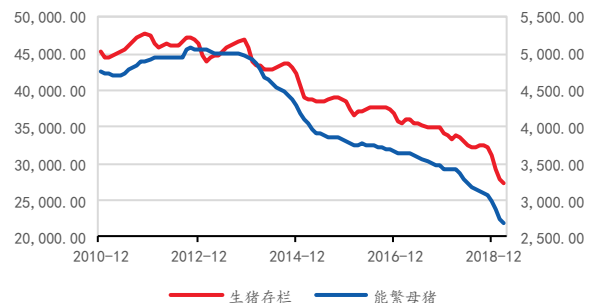
4 油脂油料市场主要数据

图表 67: 美国大豆种植收获面积



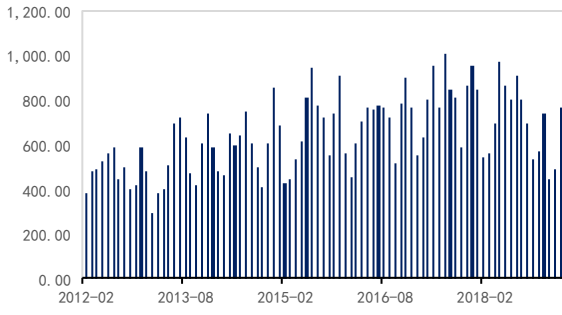
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68: 国内生猪存栏量



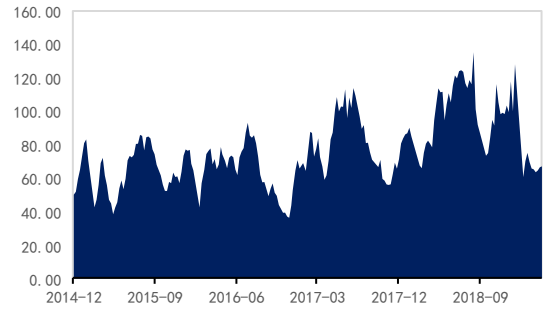
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 69: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 70: 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

四月下半月糖产量预计同比下降 55%

Global Platts 对分析师的调查显示，巴西 4 月下半月中南部主产区甘蔗压榨量料为 2,600 万吨，同比下滑 28%，但较之前两周增加 47%。4 月下半月甘蔗出糖率预估为每吨 112 千克，同比下滑 10.41 千克，但较上半月增长 5%。巴西甘蔗种植户协会 UNICA 将在周四公布中南部地区的官方产量数据。巴西 2017/18 榨季于 4 月 1 日开始，将持续到明年 3 月 31 日。降雨阻碍了 4 月下半月的甘蔗压榨，且糖厂开榨步伐迟缓。Platts 农业分析公司 Kingsman 称，去年糖厂提前开榨，受高于均值的干燥天气以及甘蔗供应量推动。

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。

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 4 月底全国食糖产销

中糖协简报消息，2018/19 年制糖期全国制糖生产已进入尾声，除广西、云南少数糖厂生产外，其他省(区)糖厂均已停榨。截至 4 月底，本制糖期全国已累计产糖 1068.15 万吨(上制糖期同期产糖 1021.14 万吨)，比上制糖期同期多产糖 47.01 万吨，其中，产甘蔗糖 936.61 万吨(上制糖期同期产甘蔗糖 906.17 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4月底，本制糖期全国累计销售食糖576.94万吨（上制糖期同期473.58万吨），累计销糖率54.01%（上制糖期同期46.38%），其中，销售甘蔗糖481.26万吨（上制糖期同期392.29万吨），销糖率51.38%（上制糖期同期43.29%）；销售甜菜糖95.68万吨（上制糖期同期81.29万吨），销糖率72.74%（上制糖期同期70.71%）

2 综合分析

宏观方面，股市大跌，数据偏差，中美贸易争端升级。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 71：白糖期货结算价格



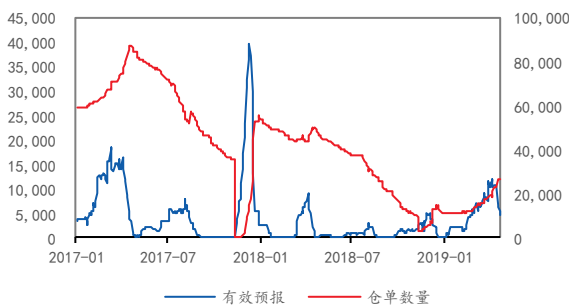
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 72：白糖进口价格



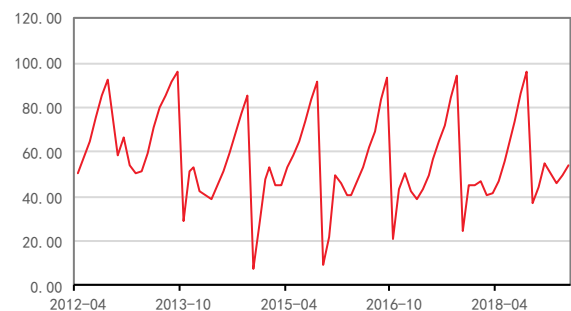
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 73：白糖仓单预报



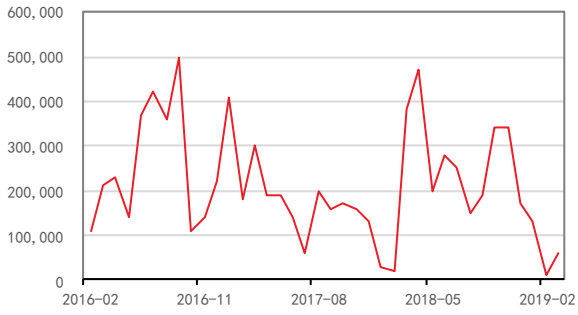
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 74：白糖销糖率



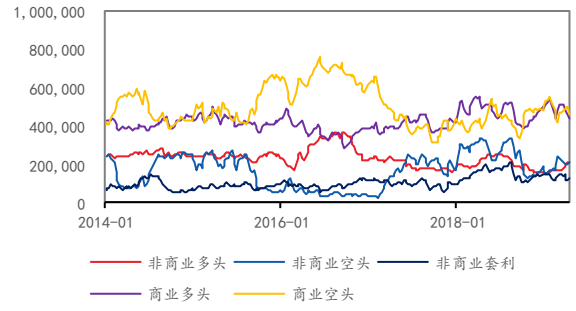
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 75: 白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 76: 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