



兴证期货研发部 2019 年理财年报 目录

股指期货	3
阳光总在风雨后，等待“彩虹”的出现	3
国债期货	23
利率中枢或继续下行	23
黄金	39
实物叠加配置需求，黄金备战年初攻势	39
有色金属·铜	53
铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升	53
有色金属·镍	73
精炼镍供应下滑，镍价不悲观	73
有色金属·铝	88
供需双弱，成本松动，空头氛围延续	88
有色金属·锌	106
锌供给宽松，消费疲软，锌价中期或下行	106
钢材	122
2019 钢市小幅回落，期货震荡	122
废钢	135
废钢供需偏紧，机会与风险并存	135
铁矿石	142
供应压力犹存，铁矿石偏弱震荡	142
铁合金	155
2019 年铁合金震荡为主，重心下移	155
焦煤&焦炭	164
优质煤需求再提升，焦煤供应紧张	164
供给侧改革加速，焦炭产能成关键	164
原油	182
减产利好短期油价，需求疲软涨势难存	182

动力煤	197
供需趋于平衡，煤价中枢或下移	197
PTA	215
雄关漫道真如铁，而今迈步从头越	215
豆类油脂	230
供求宽松，豆类油脂继续寻底	230
大豆：探底回升	231
豆粕：供求过剩，豆粕寻底	243
豆油：库存宽松，豆油低位震荡	253
棕榈油：供应恢复，基本面疲弱	258
白糖	269
郑糖仍处于下跌周期	269
鸡蛋	282
鸡龄结构年轻化，养殖利润或回落	282
玉米&玉米淀粉	289
供需压力增大，整体震荡偏弱运行	289
分析师承诺	313
免责声明	313

阳光总在风雨后，等待“彩虹”的出现

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号：Z0010856

尚芳

投资咨询号：Z0013058

高歆月

投资咨询号：Z0013780

联系人：高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

2018年股票市场整体走弱，市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌。期指市场成交持仓比延续回升，合约基差呈现V型走势，目前IH各合约基本维持小幅升水状态，IF各合约在平水状态附近震荡，IC合约期现价差继续收窄，年末迎来第三次松绑，未来空间可期。

展望2019年，宏观经济下行趋势较为确定，但减税改革及逆周期调节等政策对冲下行压力。货币政策边际宽松，国内公募及私募基金均有较大加仓空间，外部压力将有所减弱，随着A股国际化进程加快，未来增量资金可期。上市公司企业盈利增速大概率继续下滑，但目前估值已基本反映悲观预期，估值水平处于历史低位。未来全球权益类资产都将承压，全球避险情绪联动性更强，但A股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。总体来看，基本面超预期恶化的概率较小。

对于股市2019年的预期，我们认为市场前期大概率维持低位震荡，后续需要等待政策成效显现及企业盈利出现拐点。市场难有趋势性做多行情，但A股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。因此我们认为股票指数以震荡为主，波动主要由市场情绪主导，基本面大概率维持平稳，个股结构性行情将好于指数。三大期指品种中相对看好中证500股指期货，未来我们看好成长股的EPS及PE实现倍乘效益，中长期修复空间更大。

基于股票市场震荡为主及个股结构性行情好于指数表现的市场判断，我们较为看好阿尔法策略及股指期货套利策略。

风险提示：宏观经济超预期下行、中美贸易摩擦升级，海外股市大跌联动、股票质押风险。

1.2018 年股票及股指期货走势回顾

1.1 股票市场整体震荡走弱

2018 年股票市场整体走弱，主要分为单边冲高、震荡回调、低位震荡三个阶段。

第一阶段：年初单边上行，沪指冲高至 3500 点上方。

经历了 2017 年 12 月的横盘整理后，市场在 2018 年 1 月走出单边上行的走势，沪指盘中一度逼近 3600 点。年初市场延续对宏观经济韧性的乐观判断，加上临时准备金动用安排及定向降准释放流动性，资金面平稳偏松，风险偏好大幅走高，股市在金融地产及周期板块大幅拉升下，沪指从 2018 年 1 月 2 日（2018 年第一个交易日）开盘价 3314.03 点起单边走高，1 月 26 日收于 3558.13 点，创出熔断后指数新高。

第二阶段：内外部压力下，市场经历五轮阶段性下跌。

股市在 2018 年大多数时间处于震荡走弱的行情中，主要源于内外部共同压力，国内宏观经济数据下行，外部中美贸易摩擦升级，又加剧了对国内经济下行的担忧，沪指于 1 月 29 日盘中冲高至 3587.03 点后震荡走低。

1 月底的下行主要是由于中小创多股业绩变脸及资管信托窗口指导配资清理等利空打压，市场对于监管的担忧加重，加上美股暴跌压制风险偏好，获利资金高位出逃，大盘开启第一阶段下跌行情，至 2 月 9 日沪指盘中跌破 3100 点，收于 3129.85 点，为第一轮阶段性低点。直至春节前后流动性较为宽裕，沪指超跌反弹，股票注册制延迟及两会政策性利好引发中小创股反弹。

但好景不长，3 月中旬市场迎来美联储加息加速预期、美债收益率走高、中美贸易战升温等一系列海外消息冲击，市场开启第二轮下跌行情，沪指跌破 3100 点支撑。后在五月初中美贸易重新进入谈判、MSCI 指数正式公布纳入 A 股名单等因素的推动下市场超跌反弹。

第三轮下跌于五月下旬开启，美国加征贸易税，中美双方均强硬态度加码关税，市场避险情绪再度上升，叠加国内信用违约频发，股市再度下行，沪指从 3100 点上方一路向下破位，7 月初盘中一度跌破 2700 点。随后政策面释放积极信号，资管新规及财政政策边际放松，沪指反弹至 2900 点附近。

第四轮下跌从 7 月底开始，外部新兴市场货币危机、全球贸易摩擦及人民币汇率走弱的压力下，沪指再度震荡回落至 2700 点下方，指数再创新低。9 月下旬随着美国关税靴子落地、A 股成功纳入富时体系、MSCI 指数拟提升 A 股权重等消息提振市场信心，蓝筹板块领衔超跌反弹，十一休市前回到 2800 点上方。

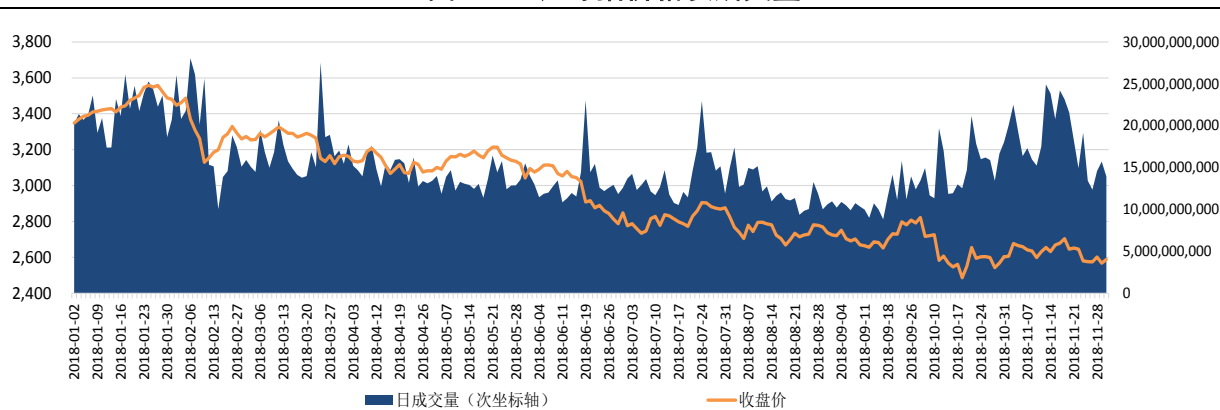
第五轮下跌从国庆节后开始，十一受到海外市场大跌干扰及国内对质押风险担忧升温，沪指再度向下破位，于 10 月 18 日跌破 2500 点。

第三阶段：指数创新低后，维持低位震荡。

10 月 19 日贸易战靴子落地，沪指低开后大幅拉升翻红，股市超跌反弹，国内陆续出台多项维稳政策，对冲经济下行预期，沪指在 2600 点附近低位震荡。

截至 2018 年 11 月 30 日，沪综指收于 2588.18 点，2018 年至今累计跌幅 21.74%；沪深 300 收于 3172.69 点，2018 年至今累计跌幅 21.29%。从市场风格来看，蓝筹板块跌幅较小，综合、有色金属、电子元器件及传媒领跌。

图 1：上证综指价格及成交量



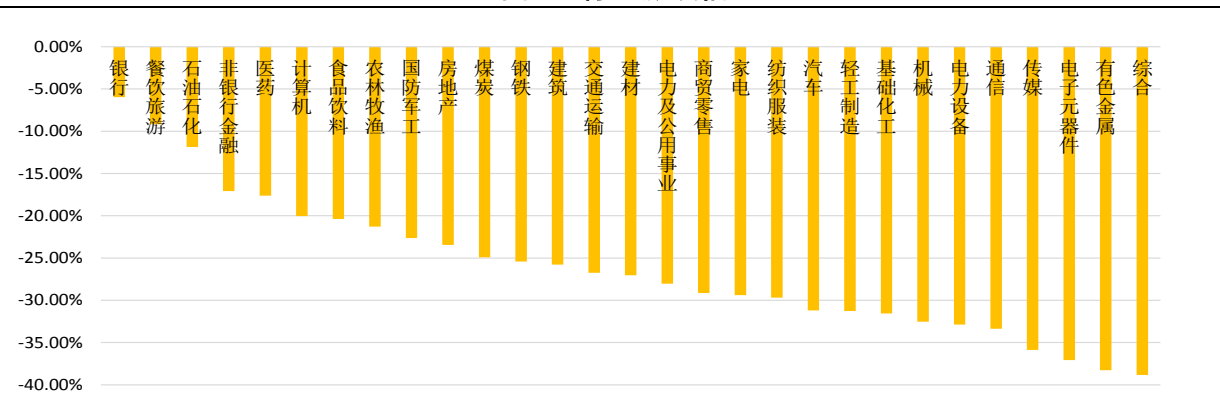
数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：2019 年至今股票指数走势

	上证综指	深证成指	中小板指	创业板指	沪深300	上证50	中证500
2018年1月	5.25	1.08	-1.78	-1.00	6.08	8.96	-0.98
2018年2月	-6.36	-2.97	0.76	1.07	-5.90	-7.64	-2.68
2018年3月	-2.78	0.37	-0.45	8.37	-3.11	-5.44	1.51
2018年4月	-2.73	-5.01	-5.98	-4.99	-3.63	-2.52	-4.15
2018年5月	0.43	-0.28	1.41	-3.43	1.21	0.18	-1.82
2018年6月	-8.01	-8.90	-8.73	-7.86	-7.66	-6.71	-9.33
2018年7月	1.02	-2.14	-1.93	-2.83	0.19	2.63	-0.56
2018年8月	-5.25	-7.77	-7.99	-8.07	-5.21	-2.78	-7.21
2018年9月	3.53	-0.76	-1.61	-1.66	3.13	5.34	-0.29
2018年10月	-7.75	-10.93	-13.06	-9.62	-8.29	-5.97	-11.00
2018年11月	-0.56	2.66	1.75	4.22	0.60	-0.94	2.44

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：行业涨跌幅



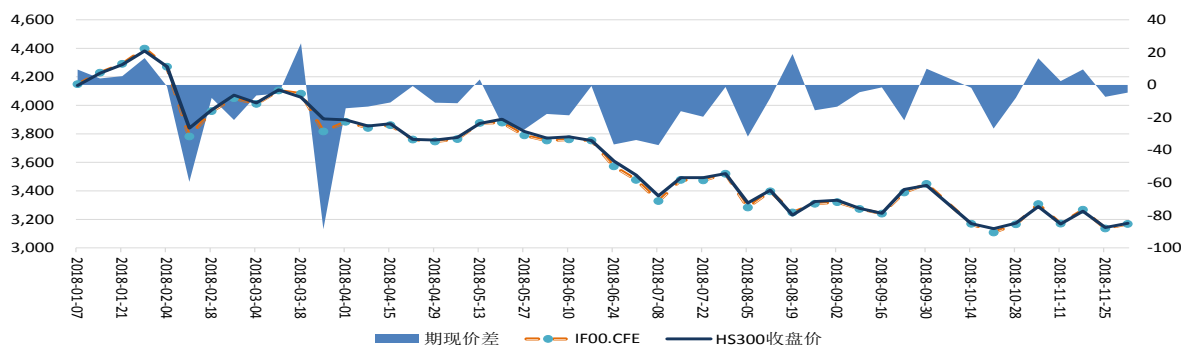
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 股指期货市场回顾

1.2.1 股指期货震荡走低

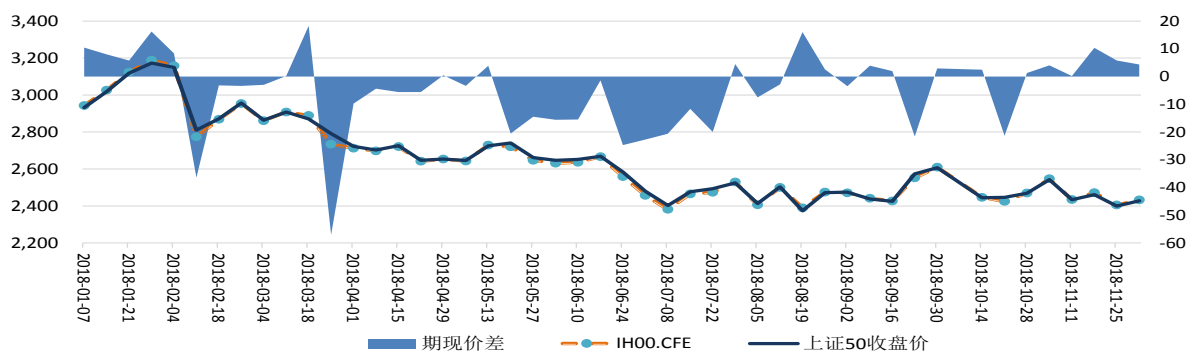
截至 2018 年 11 月 30 日，IF 当月连续合约收于 3168.0 点，2018 至今累计下跌 21.39%；IH 当月连续合约收于 2432.4 点，2018 至今累计下跌 15.24%；IC 当月连续合约收于 4328.2 点，2018 至今累计下跌 30.36%。

图 3：沪深 300 指数与主力合约价格走势



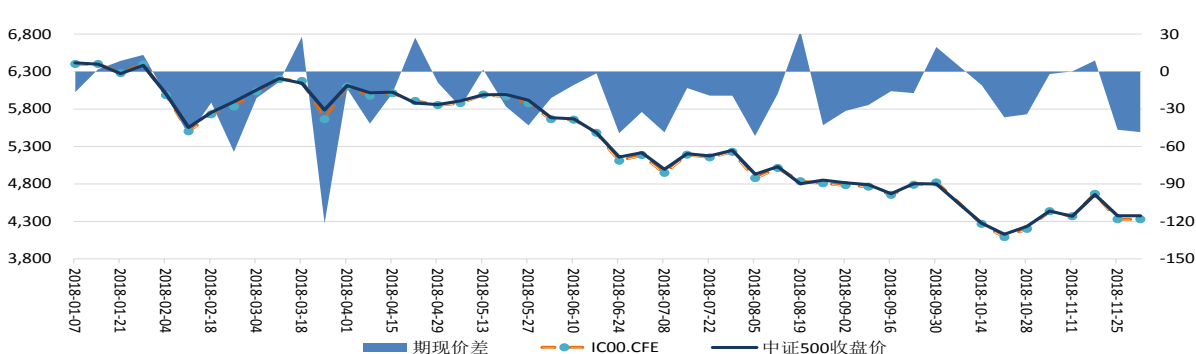
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：上证 50 指数与主力合约价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 指数与主力合约价格走势



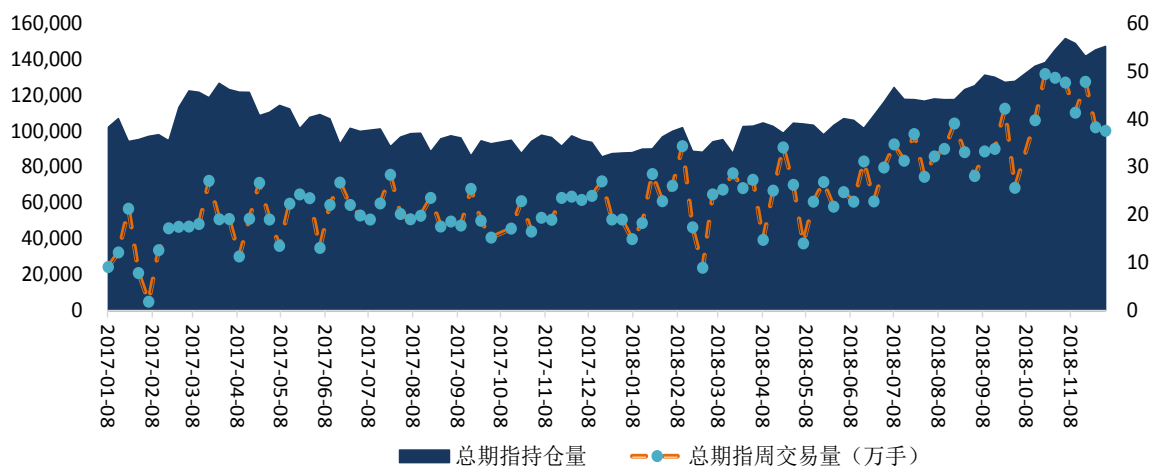
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2.2 成交及持仓

整体来看，由于 2018 年市场波动加剧，股指期货总成交量较 2017 年水平有明显上升，其中 IH 增幅较大。从持仓水平来看，IF 及 IC 持仓量有所增加，但 IH 持仓较 2017 年平均水平略有回落。整体来看，成交持仓比延续回升。

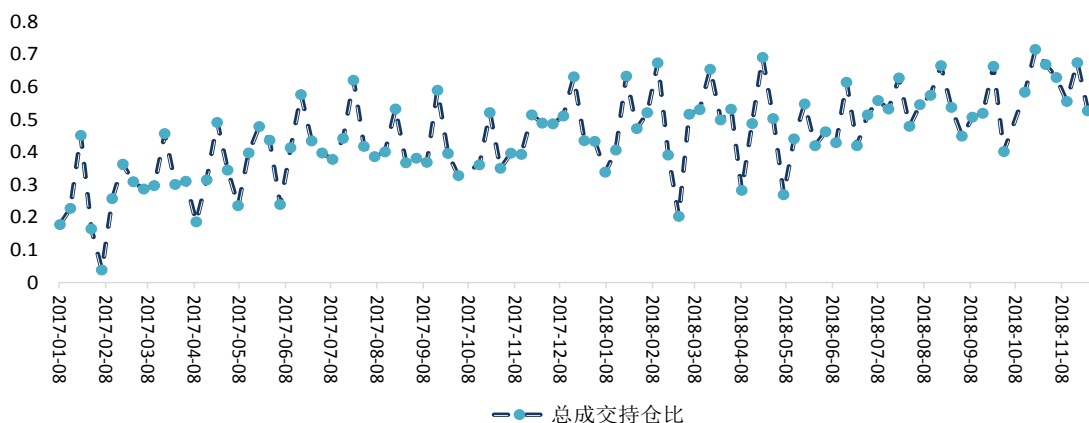
截止 2018 年 11 月 30 日，股指期货共成交 1399.82 万手，其中 IF、IH、IC 分别成交 634.58 万手、402.01 万手、363.24 万手；年内平均日成交 62772 手，其中 IF、IH、IC 日成交均值分别为 16814 手、9991 手、13512 手，较去年日均成交分别增加了 69.30%、80.01%、21.14%。2018 年 11 月 30 日，股指期货总持仓 14.70 万手，其中 IF、IH、IC 分别持仓 63394 手、26532 手、57155 手；全年平均日持仓量为 11.43 万手，其中 IF、IH、IC 日持仓均值分别为 48651.93 手、24523.33 手、41161.65 手，较去年日均持仓分别增加了 14.59%、-8.90%、11.76%。

图 6：总成交量与总持仓量走势



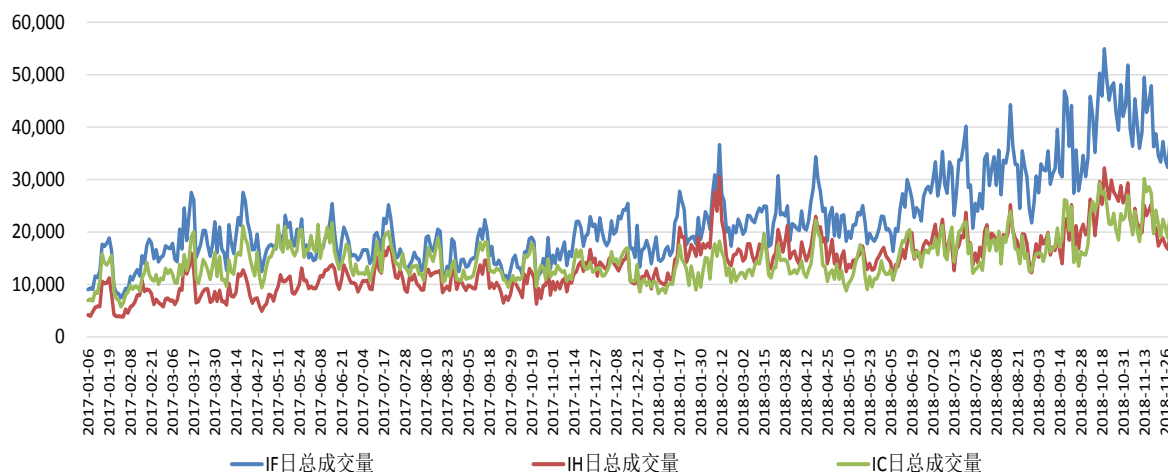
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：成交持仓比变化



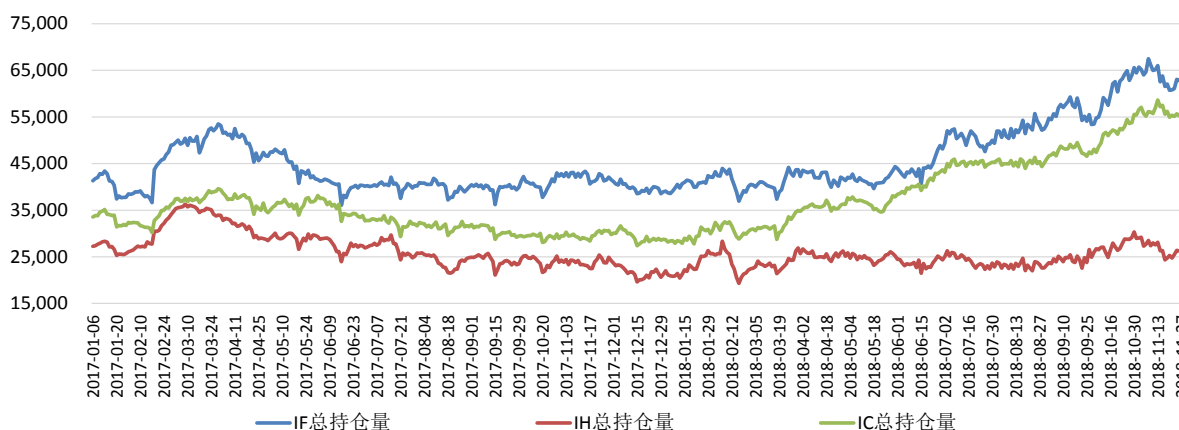
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：三大期指日成交量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：三大期指持仓量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

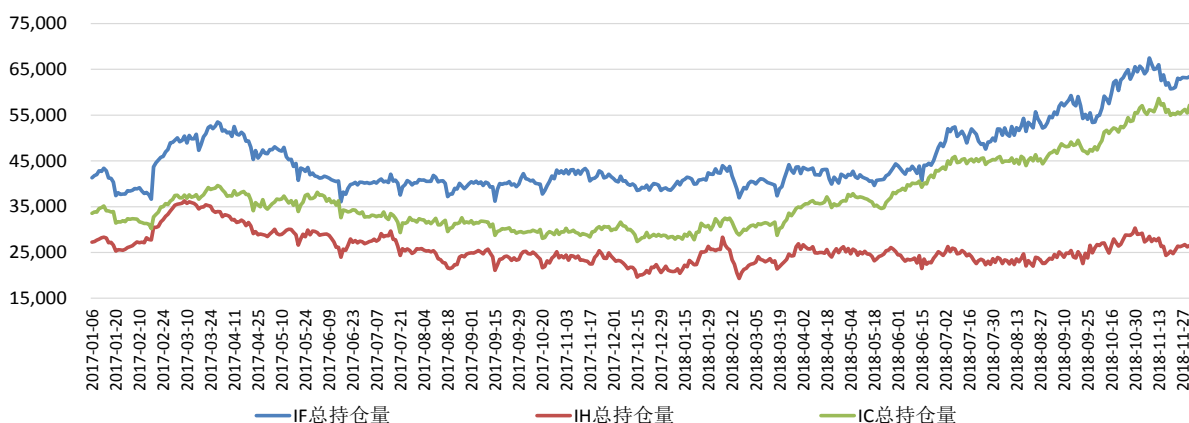
1.2.3 期指基差走势

从基差结构来看，期指合约基差在 2018 年呈现 V 型走势，年初由于市场冲高而走强，2 月起期指基差随着股市下行而走弱，之后受到指数成分股 5-8 月密集分红干扰而继续走弱，8 月市场分红基本结束后基差开始收敛，9 月底基本回到年初位置，11 月震荡偏弱。

从期现价差来看，IH 自 9 月起再度回归升水状态，目前各合约均处于升水且远月升水幅度较大。IF 各合约也从 9 月底起基本修复至平水状态，11 月略有走弱。IC 合约仍然维持贴水状态，但远月价差自 9 月下旬起也有明显收窄，11 月略有走弱。

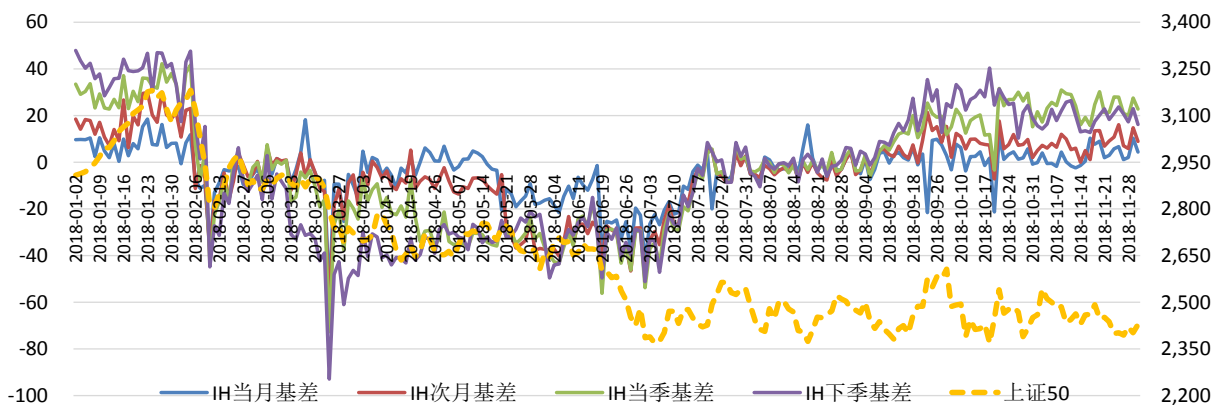
从期指跨期价差来看，目前 IH 远月合约价格高于近月，IF 近远月合约之间价差较小，IC 远月合约仍然偏弱，但差距有所缩小。

图 10: IF 各合约期现基差走势



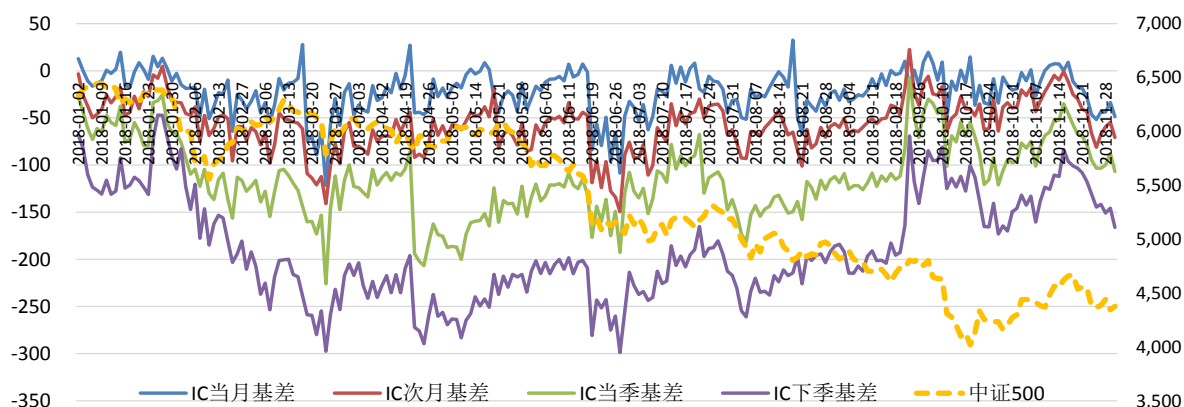
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IH 各合约期现基差走势



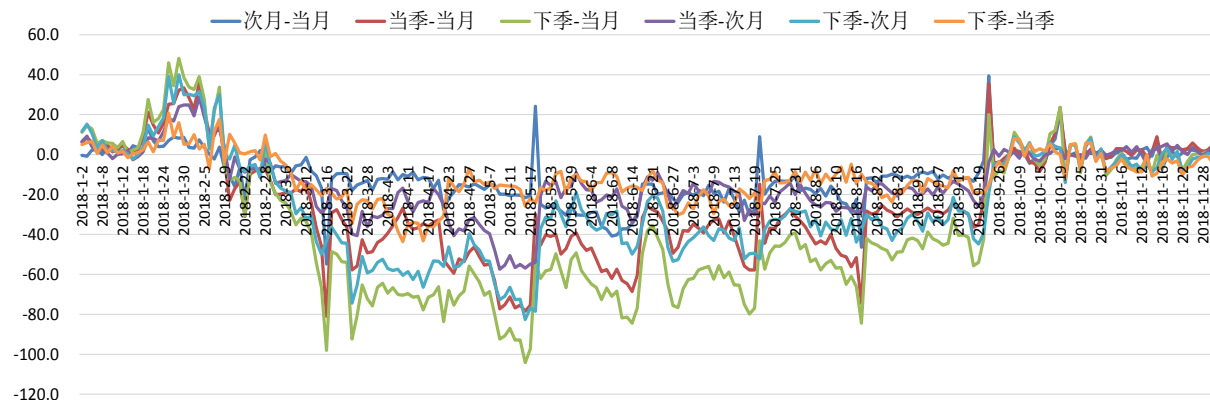
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: IC 各合约期现基差走势



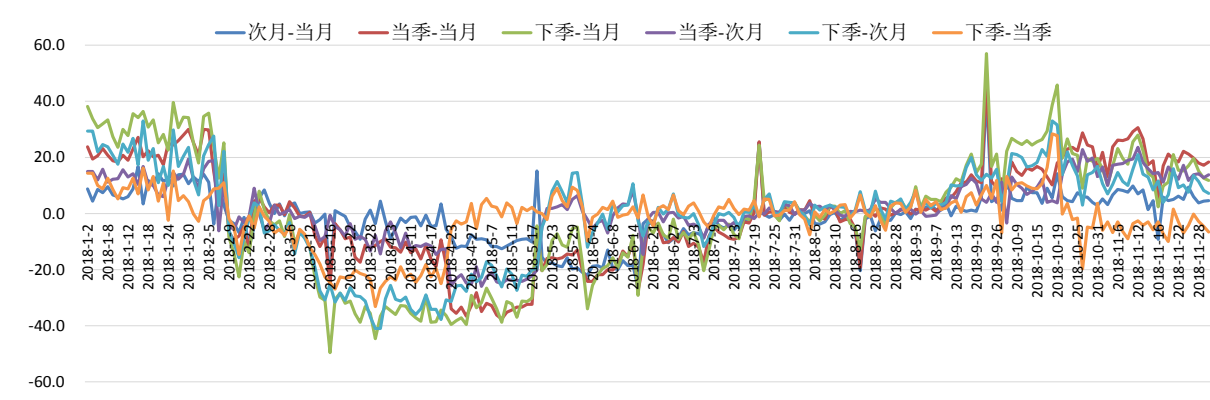
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IF 各合约跨期价差走势



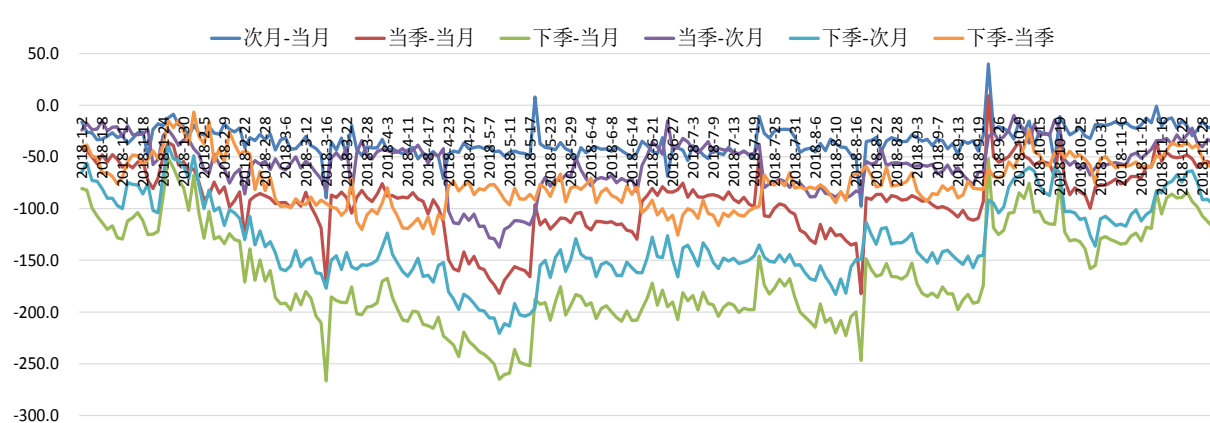
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: IH 各合约跨期价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: IC 各合约跨期价差走势

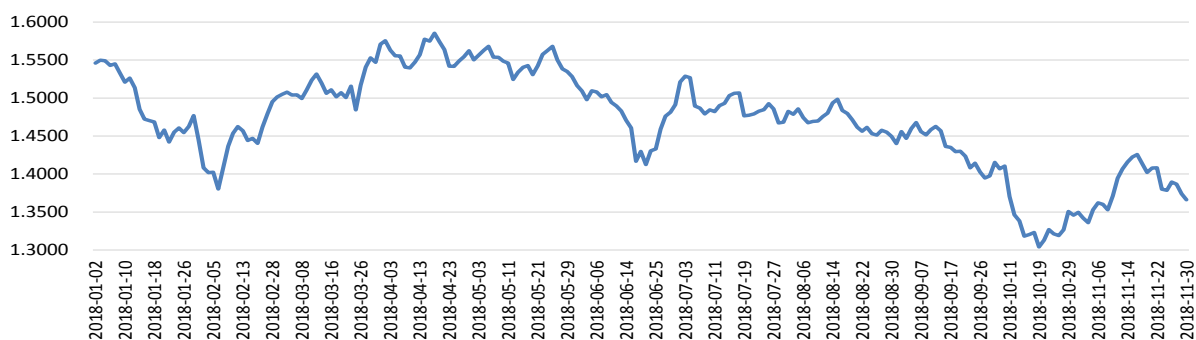


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2.4 跨品种套利回顾

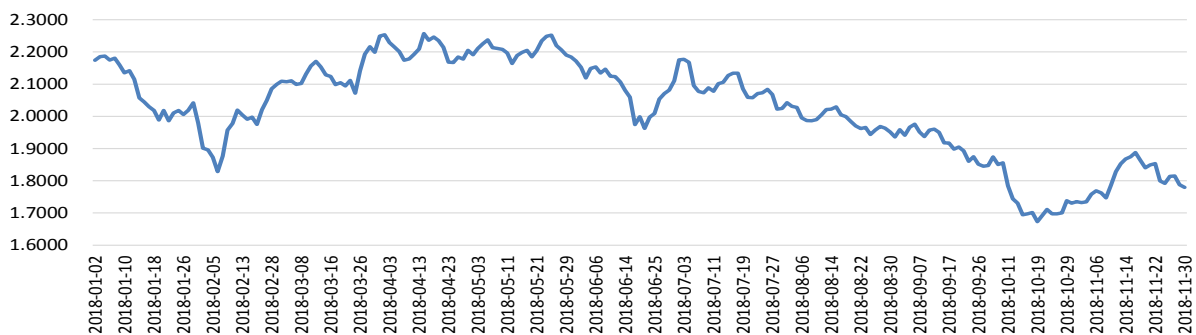
2018 年股票市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌，因此 IC/IF、IC/IH 及 IF/IH 比值整体呈现冲高回落走势。截止 11 月 30 日，IF/IH 主力合约点数比值为 1.3024，相较于上年末 1.4080 下行 7.50%；IC/IF 主力合约点数比值降至 1.3662，相较于上年末 1.5547 下行 12.12%；IC/IH 主力合约比值降至 1.7794，相较于上年末 2.1890 下行 18.71%。

图 16: IC/IF 主力合约比值走势



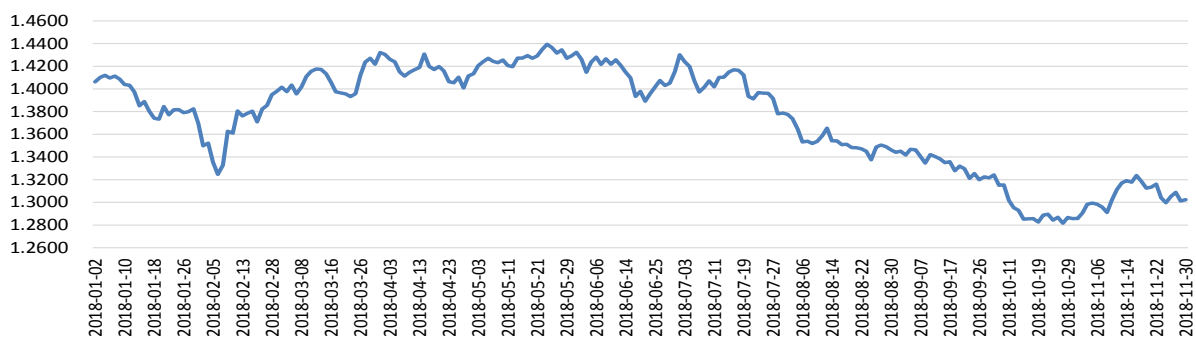
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: IC/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: IF/IH 主力合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 宏观经济延续承压，等待减税及逆周期调节成效兑现

从宏观层面来看，国内经济处于下行阶段且未来有持续一段时间持续承压，等待减税及逆周期调节的成效兑现，中长期来看未来并不悲观，扩大内需及产业结构转型仍有较大空间。

虽然 2017 年经济出现了超预期的韧性，但不可否认，2018 年国内经济已确认下行趋势，且暂未有企稳迹象。2018 年前三季度中国 GDP 同比增长 6.7%，分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度超预期下行，增速仅录得 6.5%，低于预期的 6.6%，且不及前值的 6.7%，创 2009 年一季度以来的低点。

而从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制。2018 年贡献最大的消费数据已形成高位回落趋势，消费升级边际减弱。固定资产投资中 2018 年超预期韧性的房地产随着三四线棚改高峰已过及本轮房价调控难松，近期已有高位回落迹象，基建投资从 2017 年大幅回落，未来存在回升空间，但仍然受制于去杠杆进程下信贷市场紧缩和地方政府债务约束。另外，2017 年超预期的进出口在 2018 年贡献转负，虽然三季度超预期反弹，但 2019 年将面临全球经济增速放缓及中美贸易摩擦反复两大压力。

从海外经济来看，目前美国制造业 PMI 高位震荡，市场认为美联储持续加息、减税效应边际减弱、贸易摩擦等影响将逐步显现，经济即将见顶，而英法德日制造业 PMI 均从年初高位明显回落，全球制造业周期开始走弱，贸易增长也可能随之有所放缓，全球经济景气度将有所下行。因此，对于我国而言，与美国方面的贸易摩擦将具有长期反复性，扩大内需成为稳增长关键，也需要新动力来推动经济中长期持续健康发展。

未来我们仍在等待减税及逆周期调节的成效兑现。内外压力下宏观政策虽然维持“去杠杆”及“稳增长”平衡的基调，但会逐步将重心向稳增长有所倾斜，目前已有多项逆周期调节政策发布，包括基建补短板、改革税法等积极的财政政策，未来也将继续通过减税降负等刺激手段尽快扩大内需，加上边际更为宽松的货币政策配合，改善信用扩张，助力经济平稳运行。

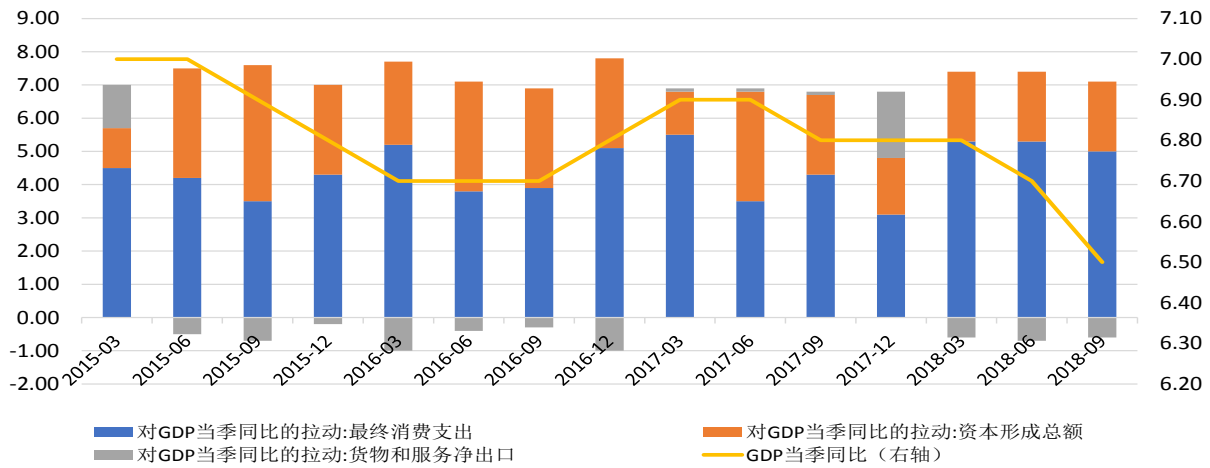
我们认为扩大内需及产业结构转型仍有较大空间，未来有三大突破点：

第一，减税红包下的消费升级。从城镇居民消费结构调整的角度来看，目前医疗保健支出占比从 2016 年一季度的 6.24% 上升至 2018 年第三季度的 8.03%，已有逐步上升的趋势，教育文化娱乐服务的支出占比也有上升，我们看好医疗保健及教育文化未来的增长潜力，尤其是 2018 年修改的个人所得税法将子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款等专项附加扣除，减税红包将进一步激发居民消费潜力。

第二，高技术制造等新兴动力。中国提出中国制造 2025，全面发展高科技产业，2018 年制造业投资稳中有升，且高技术制造业增速明显高于平均水平且保持上升势头。中美贸易争端倒逼国内推进结构转型，国家战略在高新制造业领域继续加大资本投入，同时减轻赋税，未来高技术制造业有望成为经济新动力，对冲传统制造业投资的下行压力。

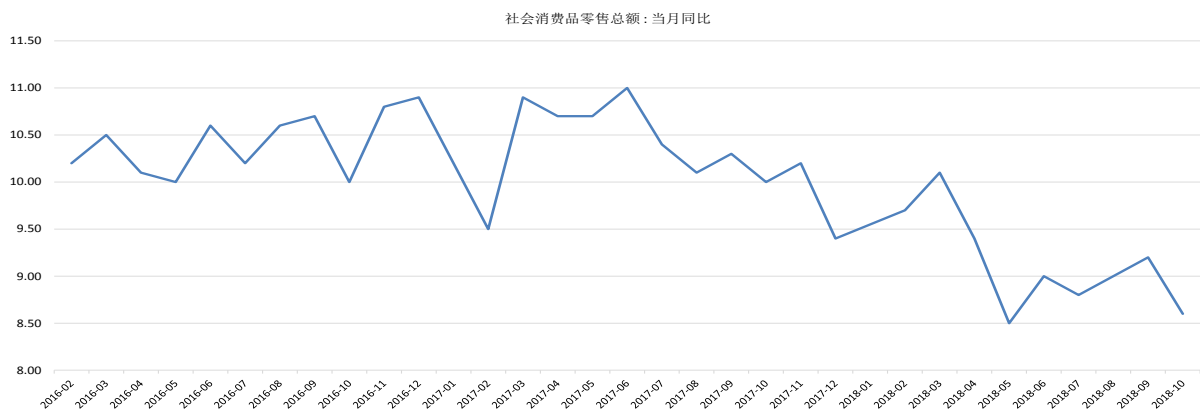
第三，改革开放加速推进。贸易争端背景下，出口退税、减税等政策有望进一步加大实施力度及范围。2019 年政策也将进一步加大投资领域对外开放，管制松绑，吸引外资来华投资，同时加强亚太地区、一带一路国家之间的贸易往来。

图 19：国民经济增速



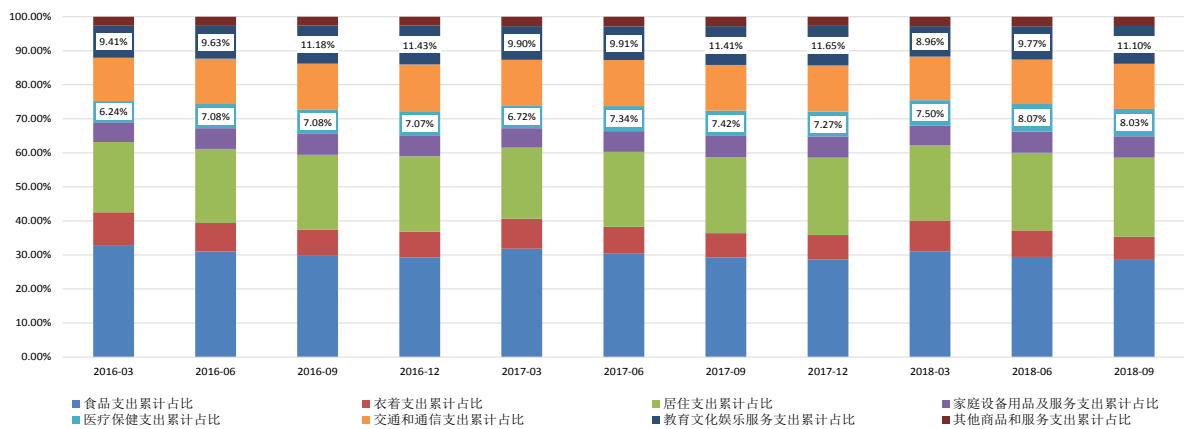
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：消费增速



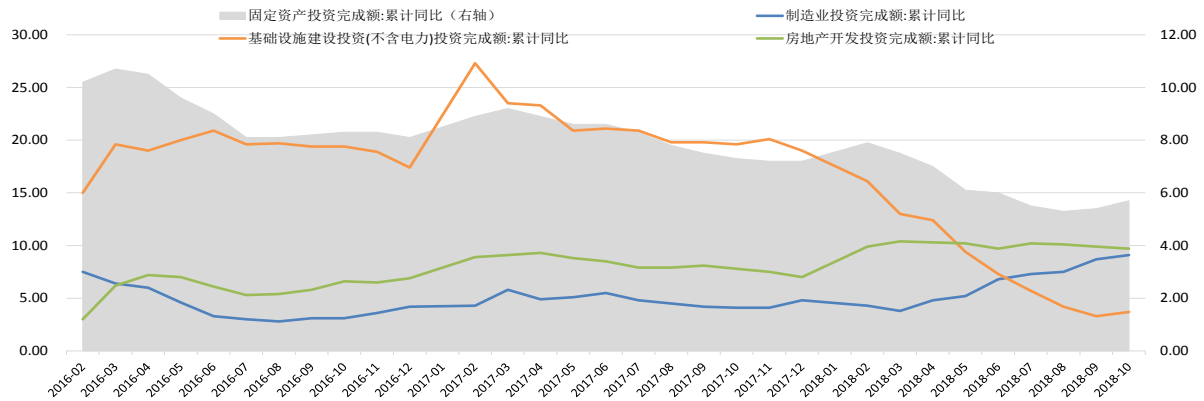
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：城镇居民人均消费结构



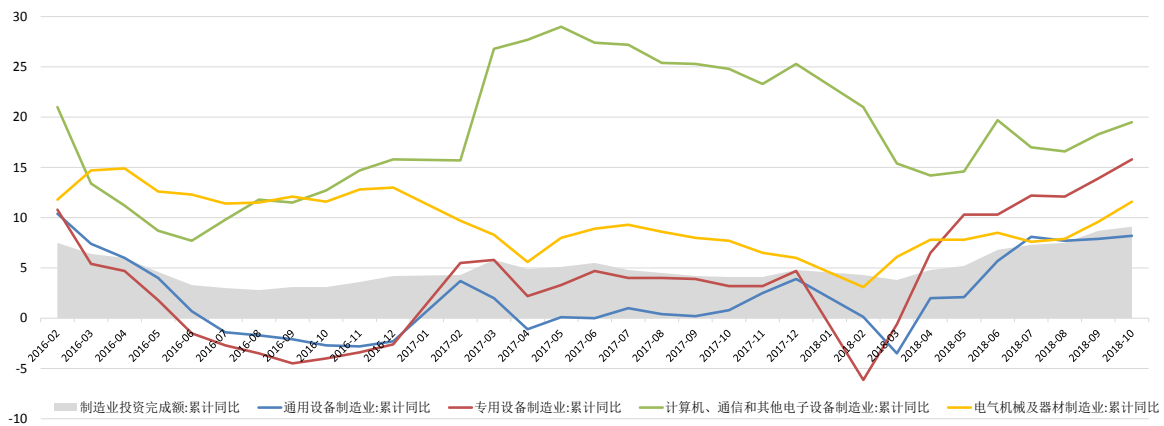
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22: 固定资产投资增速



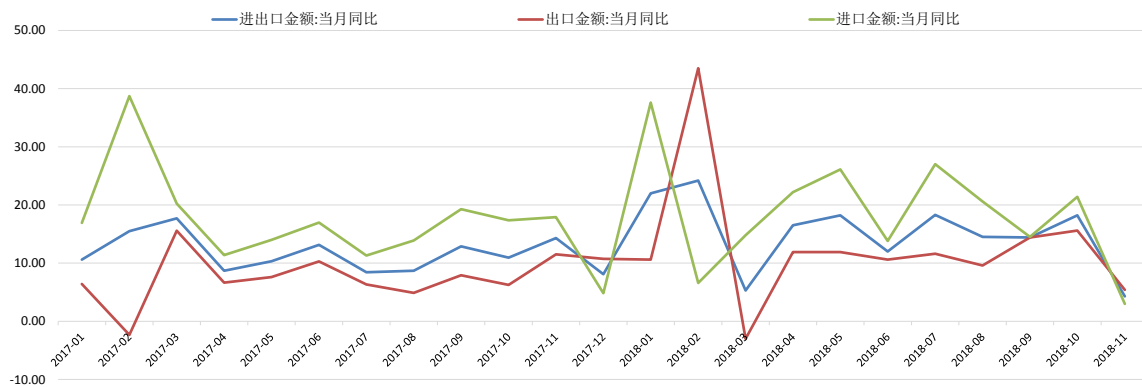
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 制造业投资增速



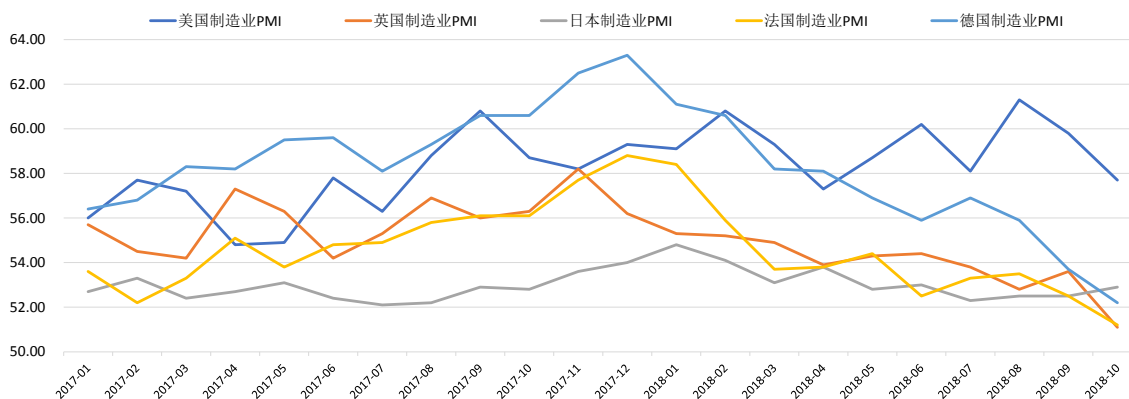
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25：全球制造业 PMI 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 货币政策边际宽松，未来增量资金可期

2016 年国内货币政策从宽松转向稳健中性，2017 年国内推进金融去杠杆，市场资金流动性整体呈现紧平衡状态。但从 2018 年以来，国内货币政策结构性宽松，央行四次定向降准释放流动性。同时，资管新规落地好于预期，新规按“新老划断”原则，过渡期超预期延后至 2020 年底，市场利率整体呈现高位回落走势，除月末稍有上升外，资金流动性整体边际偏松。另外，市场担忧的质押风险得到上层高度重视，监管层、国资机构、地方政府集体“排雷”，支撑民企融资的利好密集释放，央行再增加再贷款和再贴现额度支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放，各地政府纷纷通过专项资金救援、国资参股上市公司等多种形式，纾困当地上市公司的流动性危机，银保监会表示鼓励险资等长期资金参与化解质押流动性风险，证券业协会组织推动证券公司设立证券行业资管计划。未来市场仍有降准预期，货币政策持续边际宽松，2019 年国内金融市场环境将好于 2018 年。

从国内的资本市场来看，首先公募基金的股票仓位处于较低位置。截止 2018 年 11 月底，公募基金全部份额增至 13.21 万亿份，资产净值达到 13.41 万亿元，其中股票型基金份额为 7671 亿份，仅公募基金全部份额占 5.81%，基本处于近年来最低水平，混合型基金份额为 1.61 万亿份，仅占 12.15%，但货币市场型基金份额为 8.92 万亿份，占比高达 66.57%。我们认为，随着国内市场对股票市场悲观情绪的逐步释放及市场利率的继续走低，货币基金的优势减弱，预计有大量资金将逐步回流股市，从 9 月起可以看到股票型基金规模有加速流入的趋势。

同时，私募市场对于股票的配置也有增长空间。我国私募市场的规模在近年来增长较快，从 2014 年四季度到 2018 年三季度，全部私募基金资产净值从 1.49 万亿元增长至 12.80 万亿元，其中私募证券投资基金资产净值从 4639 万亿元增长至 2.39 万亿元，增速相对较慢，且今年三季度的市值占比仅为 18.64%，资金配置处于相对较低位置，未来亦有较大增长空间。

另外，银行理财资金进入股市的资金可期。9 月银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》提及，银行通过子公司开展理财业务后，允许子公司发行的公募理财产品直接投资或者通过其他方式间接投资股票。在 10 月 19 日发布的《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》当中重申了一点。截止 11 月底，多家银行成立理财子公司，增加了银行理财资金入市的便捷性，为股市带来增量资金。

外部资金方面，2018 年外资通过沪股通及深股通分别流入 1755 亿元及 1133 亿元，虽然人民币今年贬值幅度较大，A 股走势偏弱，但境外资金反而持续流入加仓。随着 5 月份陆股通扩

容、6月份 A 股正式纳入 MSCI 指数、9 月份 A 股纳入富时体系、12 月沪伦通即将落地、A 股 2019 年 9 月将被纳入标普道琼斯指数，中国股票市场国际化进程正持续推进，未来外部增量资金流入预期较强。根据我们的测算，目前 MSCI 新兴市场指数的市值规模为 4.8 万亿美元左右，A 股现有纳入比例为 0.75%，明年有望加大权重至 2.8%，迎来千亿美元增加资金；而 A 股同样有望纳入富时罗素新兴市场指数，初步权重为 0.57%，目前该指数市值规模为 8.5 万亿美元，明年亦有机会迎来 500 亿美元海外资金。

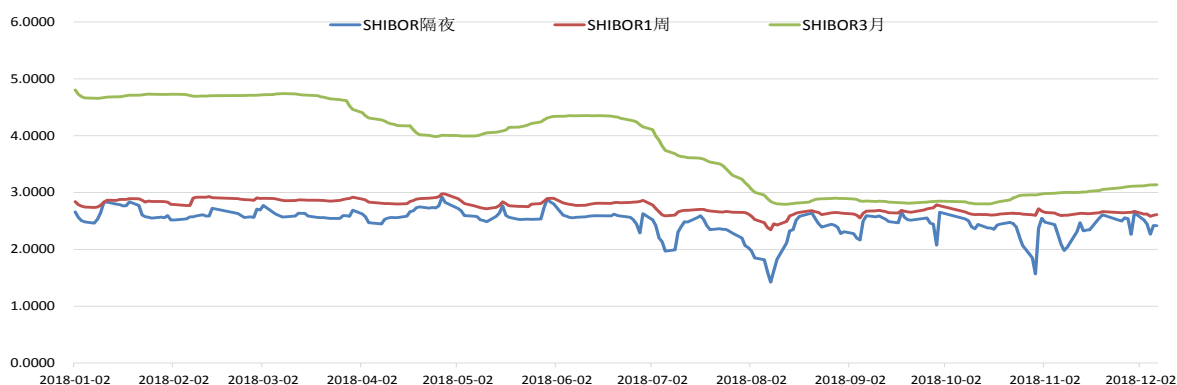
另外，虽然欧洲 QE 进入尾声，全球利率环境开始真正收紧，但后续执行仍需关注全球经济情况，从全球经济增速放缓，美国经济高位回落风险较大的环境来看，或好于市场预期，加上美联储加息已进入后半程，且从近期的经济数据来看，上行有所承压，所以未来提前结束加息周期的概率有所提升，外部压力对国内货币政策的压力将较预期有所减弱。

表 2：央行四次定向降准

定向降准	时间	目的	内容
第一次	2018年起	定向降准支持普惠金融	前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。
第二次	4月25日起	定向降准置换中期借贷便利	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日偿还 MLF 约 9000 亿元，同时释放增量资金约 4000 亿元。
第三次	7月5日起	定向降准支持债转股和小微企业融资	下调五家国有大型商业银行和十二家股份制商业银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 5000 亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目；下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 2000 亿元，主要用于支持相关银行开拓小微企业市场。
第四次	10月15日起	定向降准置换中期借贷便利	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，偿还当日到期的约 4500 亿元 MLF，同时可释放增量资金约 7500 亿元。

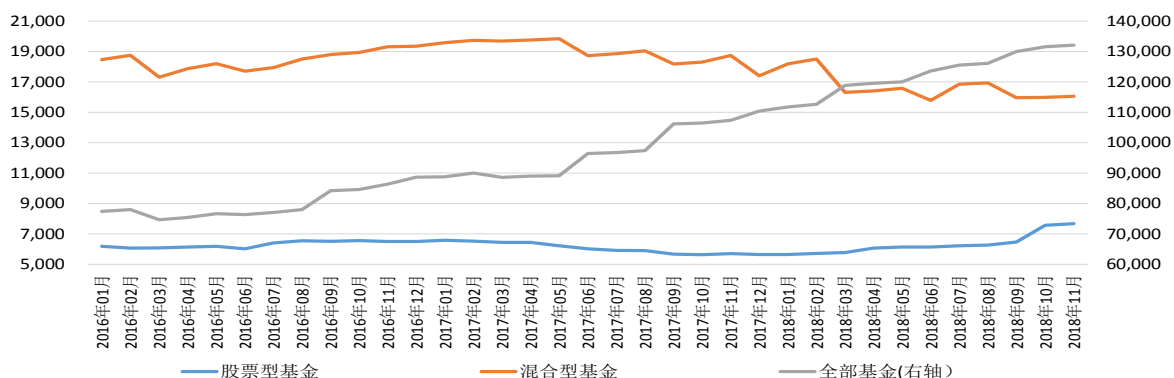
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：市场利率走势



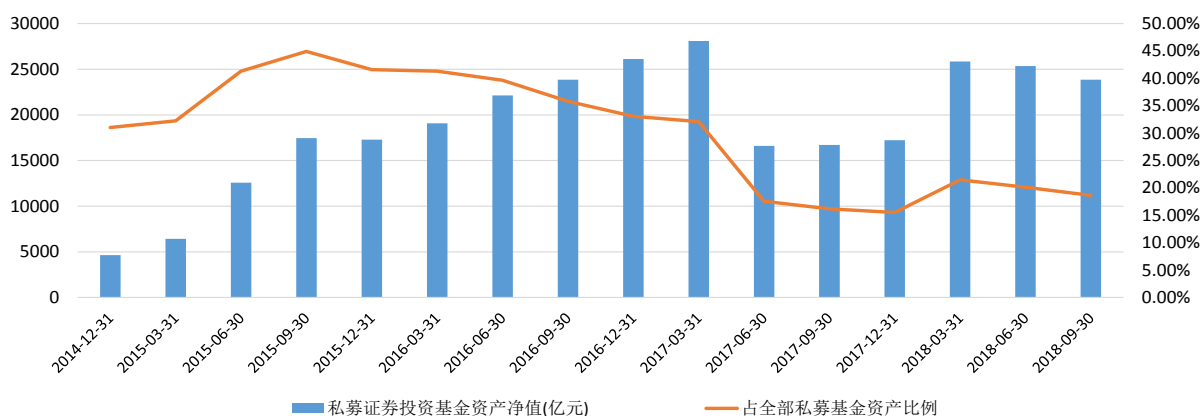
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27: 公募基金份额走势



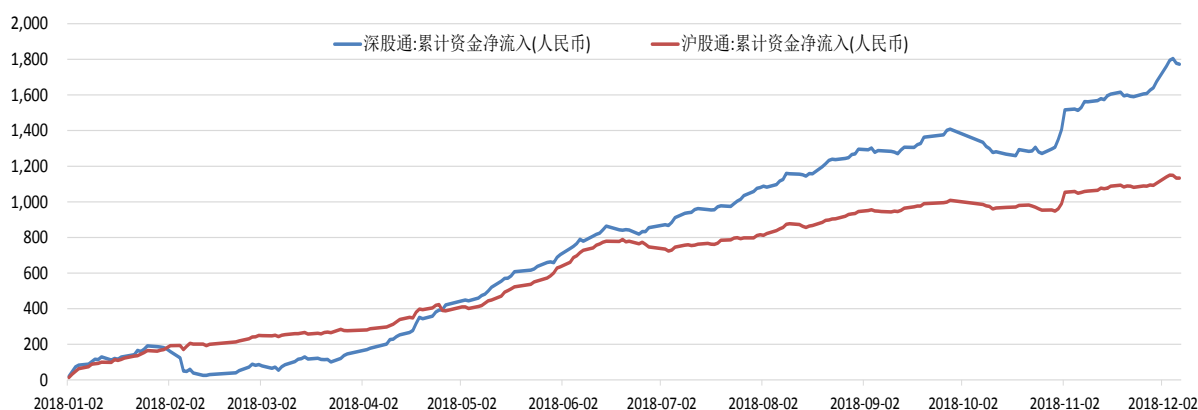
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 私募投资基金规模



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 境外资金流向



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 配置性价比有优势，等待企业盈利拐点

2017 年全年，价值型的蓝筹板块获得流动性溢价及业绩稳健的确定性溢价，股价走高甚至创出历史新高，而成长型的中小盘股遭遇戴维斯双杀，市场二八分化较为明显。但 2018 年股票市场风格切换节奏加快，并未出现明显的结构性行情，中小创股弹性较大，但在弱势行情下大盘股表现较为抗跌。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，估值基本处于历史低位，下行空间有限，尤其是对于中证 500 指数来说，目前压制估值处于低位而无法修复的压力，主要是市场对于未来企业盈利超预期下滑的担忧，需要等待企业盈利拐点。

从上市公司 2018 年三季报来看，截至 10 月 31 日，除 ST 长生无法在法定期限披露三季报之外，剩余的 3555 家 A 股上市公司已晒出了三季报“成绩单”。Wind 数据显示，超九成上市公司在今年前三季度实现盈利，逾六成净利处于同比增长状态，但整体来看，2018 年第三季度盈利增速加速下滑，同时净利润方面板块内部出现较大分化，上证 A 股和深证主板仍旧实现两位数以上的同比增幅，但中小企业板和创业板的同比增幅均为个位数，业绩出现加速回落且保持连续四个季度下滑，创业板的同比增幅仅在 2% 左右。ROE 中按照杜邦分解的三个维度均较中报有所下滑，主要原因是销售净利率下滑，未来企业盈利增速大概率继续下滑，期待国内逆周期调节及减税降负的成效显现。

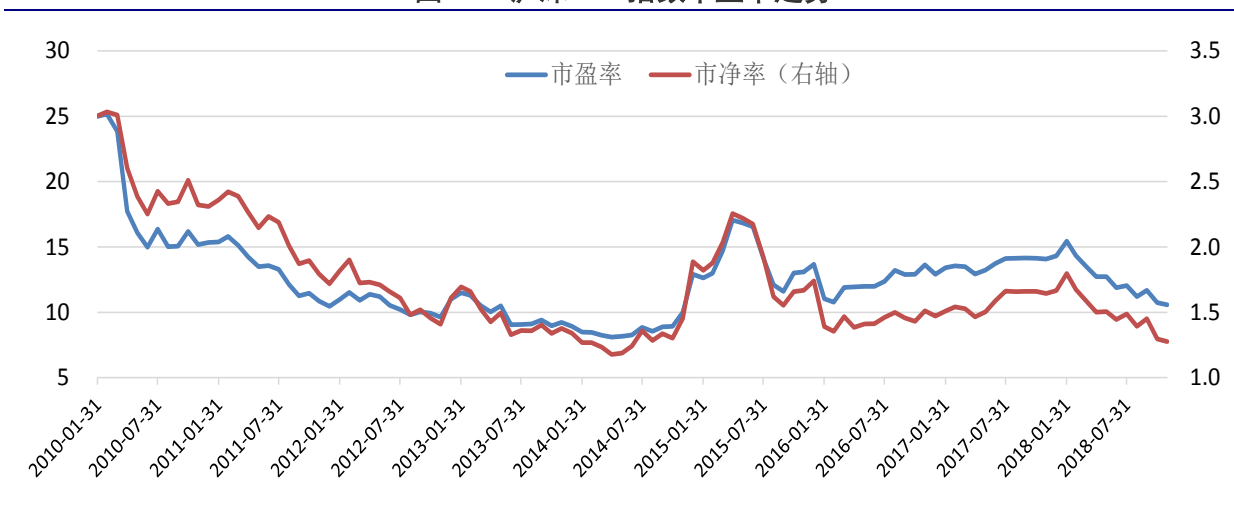
目前股票市场处于宏观基本面下行阶段，业绩的成长性预期被压制，但 2019 年资金面流动性将继续向好，市场利率有望继续下降，目前三大指数的估值水平在历史低位，股票的低估值提供安全边际，因此我们仍看好其估值的修复机会。因此在中长期配置思路下，2019 年股票的性价比较高。我们认为目前的低估值已经基本反映了市场对于未来经济及企业盈利下行的悲观预期，继续下行的空间有限。

表 3：三大指数估值数据一览

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	10.5827	9.1848	18.7870
平均市盈率	12.5556	10.4703	36.6912
标准差	3.1061	2.5225	11.8658
偏离标准差	-0.6352	-0.5096	-1.5089
百分比排序	0.2710	0.2710	0.0187
最新市净率率	1.2763	1.1233	1.6067
平均市净率	1.7199	1.5090	2.8290
标准差	0.4148	0.3989	0.7025
偏离标准差	-1.0694	-0.9668	-1.7400
百分比排序	0.0654	0.0467	0.0187

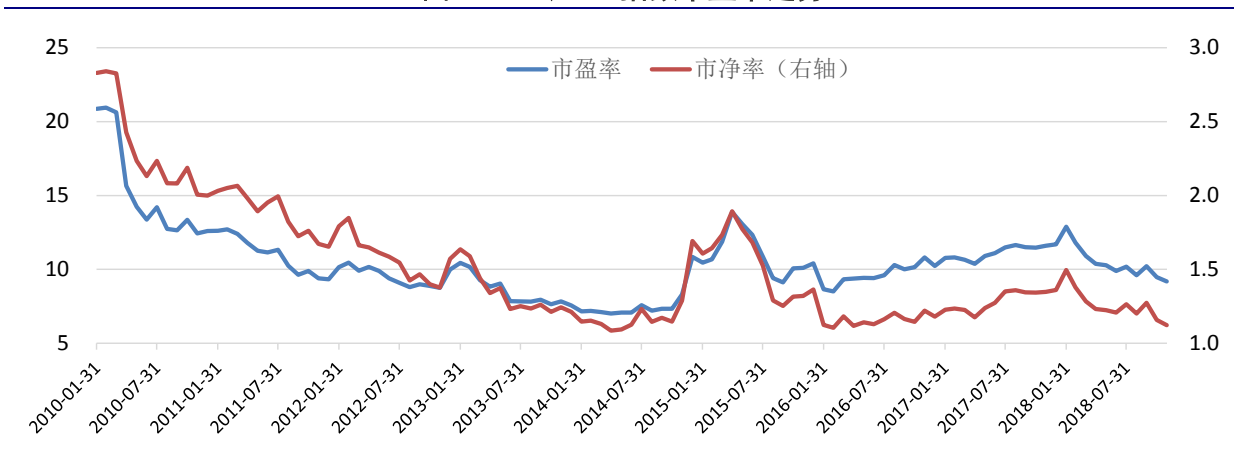
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30: 沪深 300 指数市盈率走势



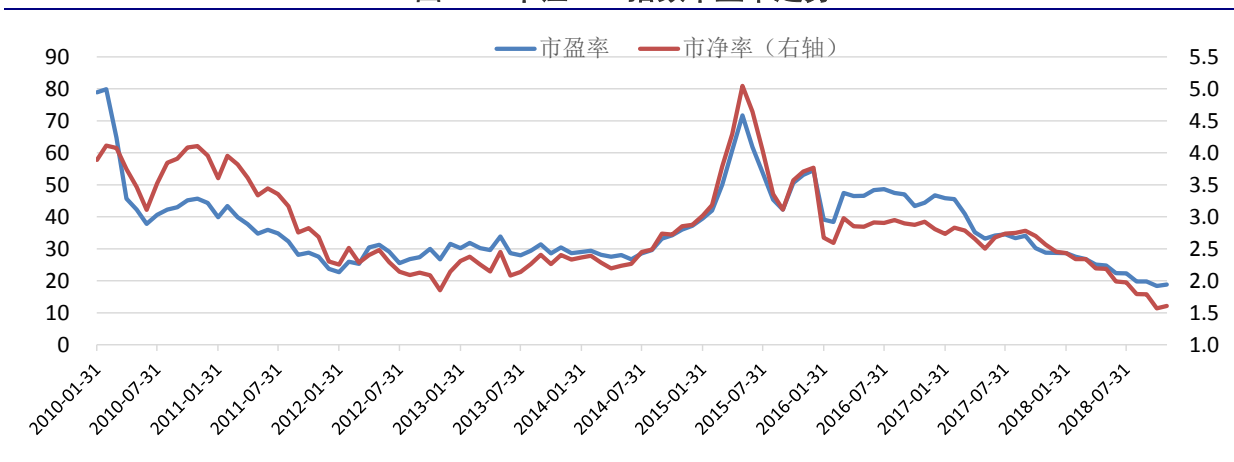
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 上证 50 指数市盈率走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: 中证 500 指数市盈率走势



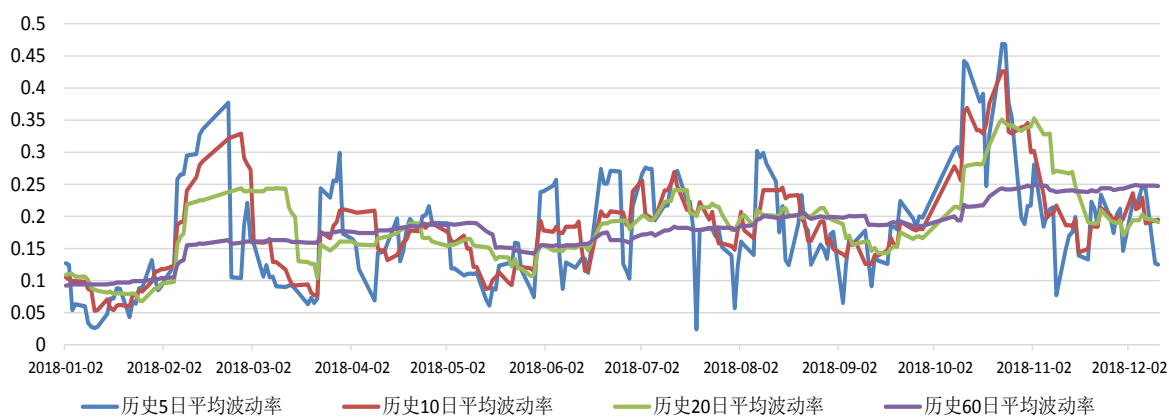
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 海外市场波动加剧，全球避险情绪联动

从全球宏观的角度来看，未来全球经济增速将有所放缓，再加上中美贸易摩擦、英国脱欧等一系列风险因素，宏观经济的不确定性上升，引发金融市场波动加剧，避险情绪有所上升。另外，2018 年上升势头较强的美国经济有高位回落的担忧，同时美联储仍处于加息的后半期，2019 年大概率继续加息，美元指数近期频频走高，全球权益类资产承压，新兴国家资金流出压力较大。

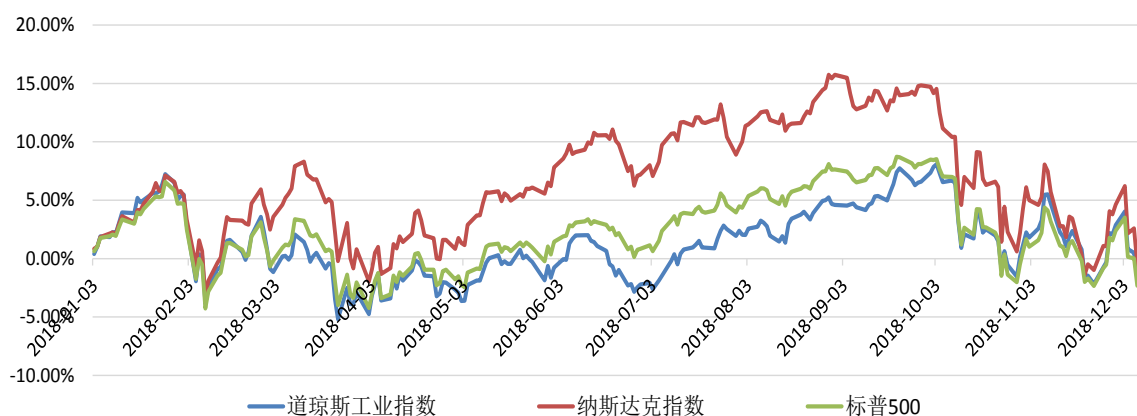
从股票市场的走势来看，美国三大指数 11 月大幅走弱，前三季度涨幅基本被吞噬，而其他国家的股市表现更差，未来随着美国高位筑顶后存在的下跌风险，全球避险情绪联动性更强，A 股也不能幸免，但我们认为 A 股经历去泡沫去杠杆后，估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。

图 33：上证综指波动率变化



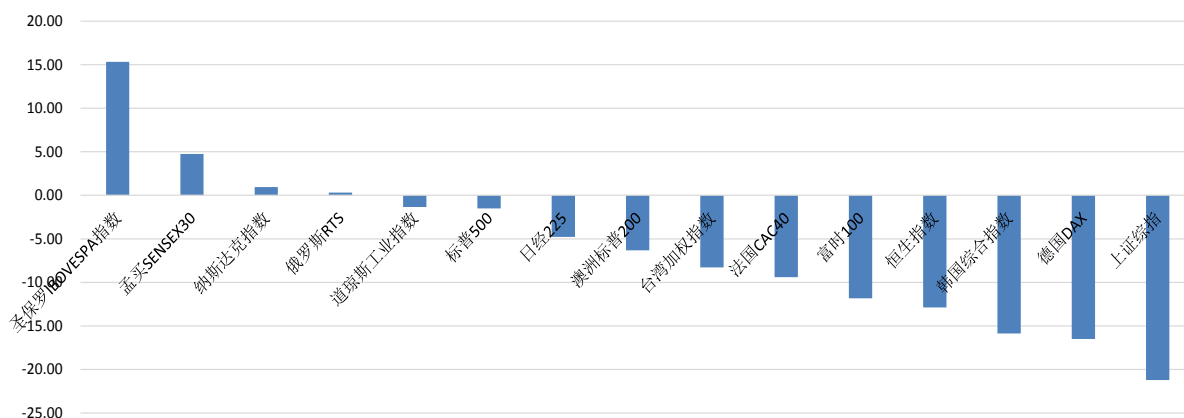
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 34：美三大指数 2018 年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：全球股市 2018 年至今累计涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2019 年期指走势预期

展望 2019 年，宏观经济下行趋势较为确定，但减税改革及逆周期调节等政策对冲下行压力，超预期下行的概率有限。货币政策边际宽松，国内公募及私募基金均有较大加仓空间，外部压力将有所减弱，随着 A 股国际化进程加快，未来增量资金可期。上市公司企业盈利增速大概率继续下滑，但目前估值已基本反映悲观预期，估值水平处于历史低位，提供中长期的安全边际，配置性价比较高。从市场情绪的角度来看，未来全球权益类资产都将承压，全球避险情绪联动性更强，但 A 股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。总体来看，目前股票市场已经基本反映了市场对于未来宏观经济及盈利下行的预期，基本面超预期恶化的概率较小，股市有望从利率下行及宽信用传导过程中开启估值修复。

对于股市 2019 年的预期，我们认为市场前期大概率维持低位震荡，国内宏观经济下行及需求偏弱暂时难以改善企业盈利回升，海外不确定因素较强压制市场风险偏好，整体来看，基本面改善的信心不足，后续需要等待政策成效显现及企业盈利出现拐点。至少上半年市场难有趋势性做多行情，但 A 股估值提供较好安全边际，下行幅度相对有限。因此我们认为股票指数以震荡为主，主要由市场情绪主导，基本面大概率维持平稳，个股结构性行情将好于指数。

三大期指品种中相对看好中证 500 股指期货，理由主要基于以下三点。第一，中证 500 指数的弹性较大，短期市场情绪修复下反弹幅度较大，同时由于中证 500 的估值相对更低，基本处于历史最低位置，对于中长期配置资金来说下行风险更小，收益性价比好于另外两大品种。第二，未来货币传导效果将逐步显现，看好市场利率有继续下行的空间，市场贴现率走低对中小创股的利好更大。第三，中证 500 成分股偏向于成长板块，企业盈利有望在 2019 年下半年出现拐点，未来我们看好成长股的 EPS 及 PE 实现倍乘效益，中长期修复空间更大。

基于股票市场震荡为主及个股结构性行情好于指数表现的市场判断，我们较为看好阿尔法策略及股指期货套利策略。

首先，阿尔法策略运用股指期货对冲市场系统性风险。因为我们认为国内外因素交织下，短期内波动加剧的概率较大，因此利用股指期货可以控制系统性波动带来的市场风险，同时保留个股结构性行情的相对收益，从而赚取整个组合的绝对收益。同时，目前沪深 300 股指期货及上证 50 股指期货基本处于平水甚至小幅升水状态，改善了阿尔法策略在期货端的收益水平，随着股指期货的第三次松绑，继续降低交易保证金，提高资金在股指期货的配置效率，同时在

日内交易限制方面做出了较大幅度松绑，促进市场交易的流动性回升，利好阿尔法策略。

第二，我们推荐股指期货套利策略。我们认为指数难有趋势性机会，且波动可能较大，我们看好风险相对较低的套利策略，获取较为稳健的绝对收益。随着股指期货的第三次松绑，继续改善股指期货市场的流动性，松绑后日内成交量明显提高且交易盘口有所收窄，尤其是对于远月合约的流动性改善幅度较大，有利于套利策略的实现。

风险因素：

第一，宏观经济大幅不及预期，中美贸易摩擦升级，加速打击国内经济，企业盈利超预期下滑。

第二，海外股市大跌，避险情绪高升，资金大幅涌入避险资产，A股市场杀跌；

第三，市场大幅杀跌后带来的质押风险。

利率中枢或继续下行

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号: Z0010856

尚芳

投资咨询号: Z0013058

高歆月

投资咨询号: Z0013780

联系人: 尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

2018年经济增速下行至6.5%，通胀中枢小幅上行；2年期、5年期和10年期国债期货在结构性宽松的货币政策、力度缓和的监管政策和偏宽松的资金面影响下从年初新低分别趋势性上行约0.81元、3.13元和5.19元；现券方面，10年期国债现券收益率从年初4%趋势性下行约67bp触及年内低点约3.33%，5年期国债收益率从年初趋势性下行约78bp至年内低点约3.13%，现券收益率曲线整体走陡；5年期国债期货和10年期国债期货日均成交和持仓先降后升；国债期货的交割率先下后上，新券交割量有所增加；国债期货价格合理有效，期现套利机会相对不多，且在利率趋势性下行时，国债期货较好地发挥了价格发现的功能。

从宏观基本面来看，2019年经济面临一定的下行压力，特别是房地产增速可能存在继续回落的风险，受中美贸易摩擦影响进出口增速可能存在下行压力，CPI中枢或继续小幅上移，但PPI中枢或进一步下移甚至转负；从政策面来看，货币政策维持稳健中性的基调，在国外美联储加息进程可能放缓的情况下，国内政策进一步宽松的概率较大，监管政策的重心可能将转向监督政策落实上；从资金面来看，央行主要通过MLF操作、定向降准和公开市场操作来投放流动性，资金面大概率维持偏宽松，但阶段性仍有趋紧压力；从供需面来看，受积极财政政策影响国债供给压力可能增加，而配置等需求也可能增加。10年期国债收益率可能在2.9%-3.5%区间运行，利率中枢或继续下行，但受到稳经济政策的出台和实施可能会导致预期变化而出现的阶段性回调。

2019年债券市场风险可能是“宽信用”政策效果好于预期或房地产政策有所放松带来国内经济下行幅度低于预期、货币政策进一步宽松受阻甚至边际收紧和美国经济继续向好令美联储加息进程加快。

1.2018 年国债期货行情回顾

1.1 国债期货走势

2018 年 2 年期国债期货、5 年期国债期货和 10 年期国债期货走势大致相同，共分为四个阶段：

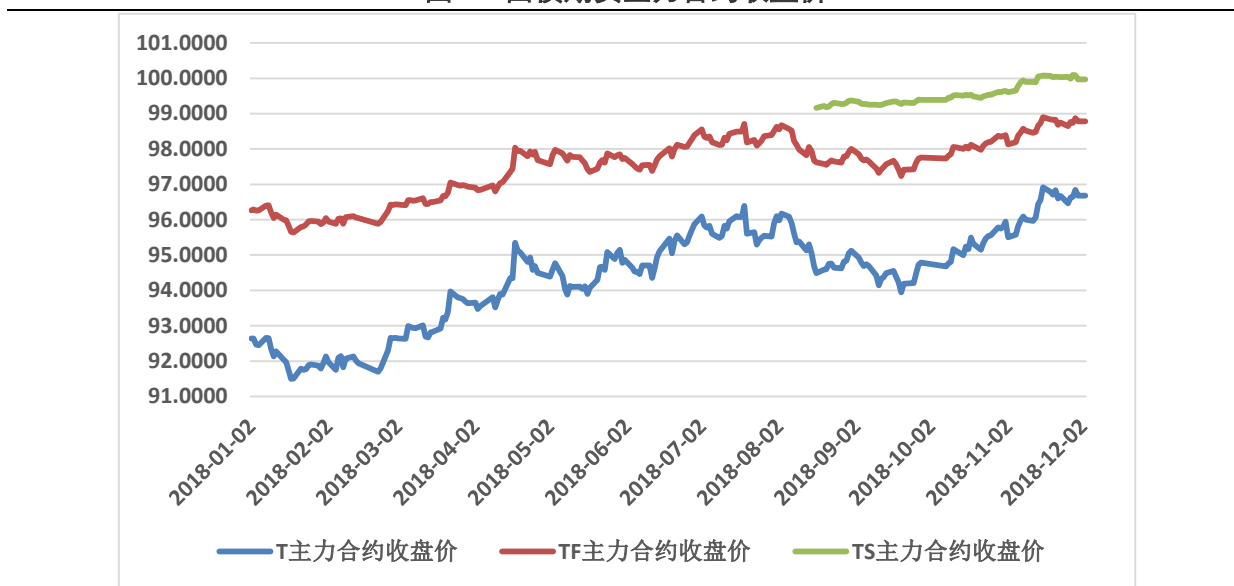
第一阶段是 2018 年 1 月，国债期货出现大幅下跌价格创新低，原因是央行和银监会等监管机构密集出台 302 号文和 89 号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空，其中 5 年期国债期货收盘价下跌约 0.7 元至 95.635 元，10 年期国债期货收盘价下跌约 1.3 元至 91.495；

第二阶段是 2018 年 2 月-7 月 19 日，国债期货筑底后大幅反弹达到阶段性高点，主要原因一是受到国内基建增速大幅下行和中美贸易摩擦，经济下行且市场对未来经济预期偏悲观，二是央行为了缓解国内经济下行压力，分别在 4 月 25 日和 7 月 5 日进行定向降准，并在二季度货币政策执行报告中表明要维持银行间市场流动性的合理充裕，且在 6 月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，三是监管方向转向“稳杠杆”，政策落地边际缓和，对市场利空影响边际减弱，四是资金面整体维持宽松，资金利率趋势下行，其中 5 年期国债期货收盘价上涨约 2.79 元至 98.705 元，10 年期国债期货收盘价上涨约 4.45 元至 96.39 元；

第三阶段是 2018 年 7 月 20 日-9 月 20 日，国债期货从高位回落，主要原因一是公布的资管新规中对非标投资有所放松，叠加政府为了对冲经济下行压力出台减税、基建补短板等政策，央行货币政策实施方向由“宽货币”转向“宽信用”，市场对未来经济悲观预期有所缓解，二是地方政府专项债发行加速，利率债供给压力短期快速增加，且其主要对接基建项目资金，对国债配置需求有挤出效应，其中 5 年期国债期货收盘价下行约 1.47 元至 97.235 元，10 年期国债期货收盘价下行约 2.45 元至 93.94 元，在 8 月 17 日 2 年期国债期货上市；

第四阶段是 2018 年 9 月 21 日-11 月 30 日，国债期货止跌上行，突破前高，主要原因一是“宽信用”政策效果并未明显显现，10 月社融数据较大幅下滑，经济下行压力依旧较大，二是央行 9 月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，且在 10 月 15 日再次进行定向降准投放流动性，央行实施“宽信用”货币政策前提仍需维持“宽货币”，三是地方政府专项债发行完毕，利率债供给压力骤减，国债配置需求好转，特别是超长期国债配置需求旺盛，四是美联储在 2019 年加息进程可能放缓，令国内货币政策进一步宽松预期增加。2 年期国债期货上行约 0.81 元至 99.965 元，5 年期国债期货上行 1.55 元至 98.785 元，10 年期国债期货上行 2.74 元至 96.68 元。

图 1：国债期货主力合约收盘价

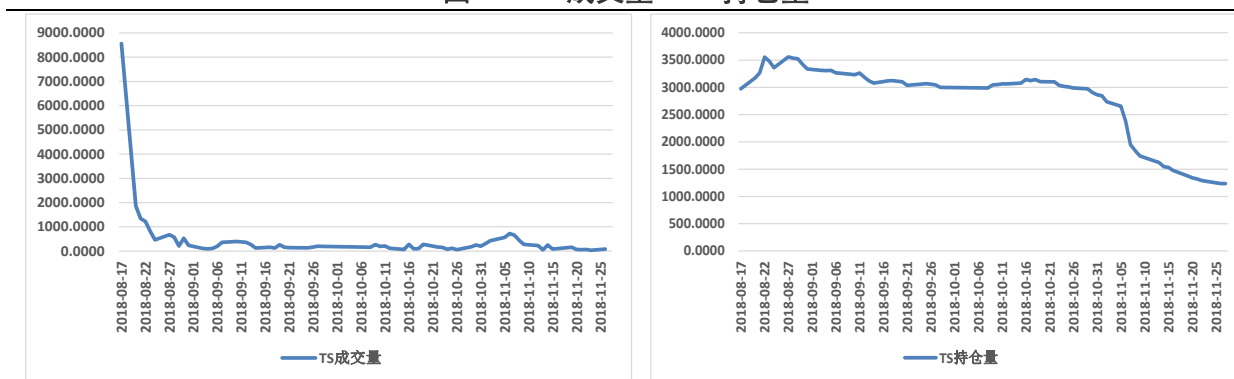


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债期货成交量和持仓量

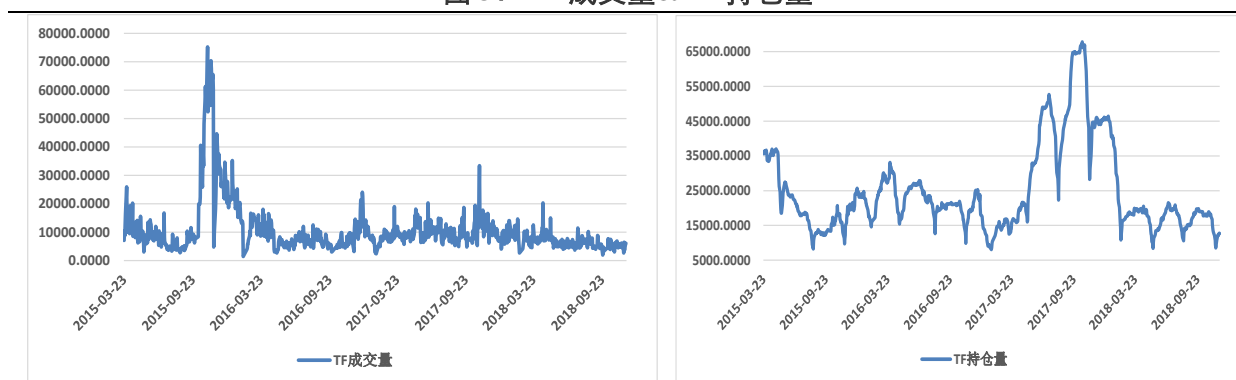
2018 年 5 年期国债期货日均成交约 6889 手，日均持仓约 19013 手，成交持仓比 0.36；10 年期国债期货日均成交约 32868 手，日均持仓约 50269 手，成交持仓比 0.65；2018 年 8 月 17 日新上市 2 年期国债期货，2 年期国债期货日均成交约 425 手，日均持仓约 2784 手，成交持仓比 0.15。在一季度的 2 月和 3 月期债持仓和成交量降幅相对较大，其中 5 年和 10 年期债日均持仓量约为 17919 手和 39104 手，较 1 月下降 53.5%和 29.2%，成交量约为 7872 手和 27579 手，较 1 月下降 18.3%和 11.7%，可能是套保盘和套利盘的减少，二季度和三季度国债期货成交量和持仓量稳步回升，特别是在 11 月 10 年期国债期货增仓幅度较大，接近历史高点。

图 2：TS 成交量&TS 持仓量



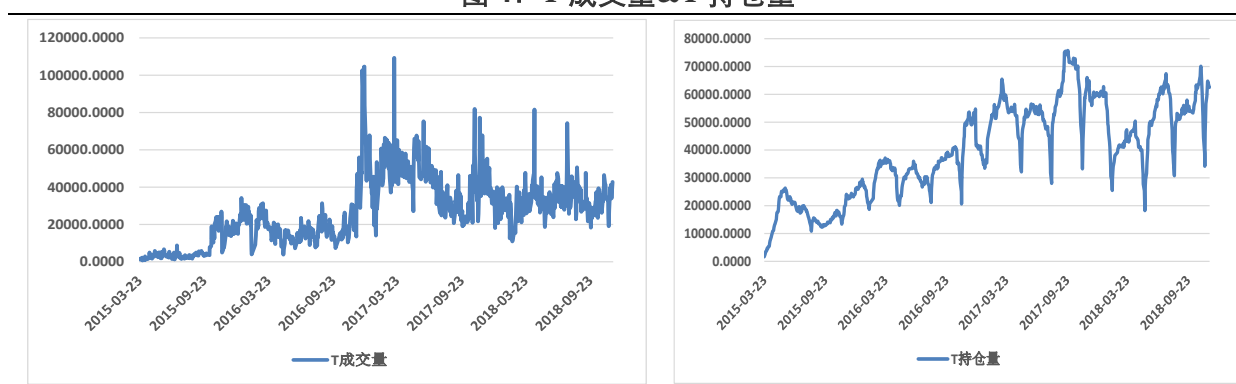
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: TF 成交量&TF 持仓量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: T 成交量&T 持仓量

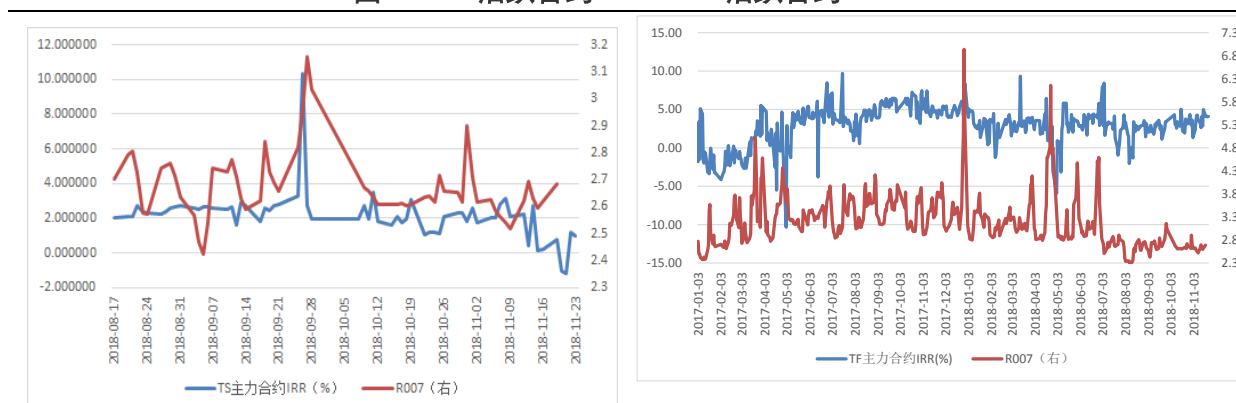


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.3 期价合理有效，期现套利机会相对不多

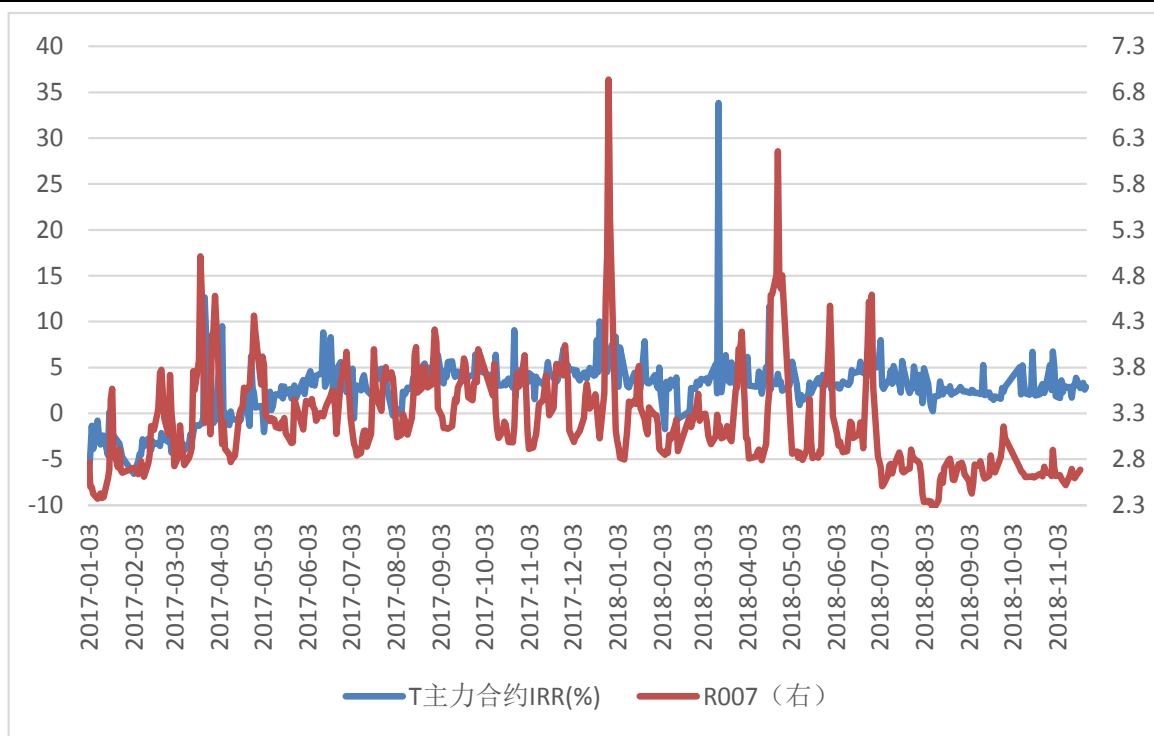
2018 年从 2 年期、5 年期和 10 年期国债期货活跃合约 IRR 走势与 R007 对比来看，在 4 月底和 5 月底资金面阶段性紧张，导致 R007 较大幅走高，其余时间资金面整体偏宽松；IRR 为正且走势相对较平稳，只在个别交易日冲高，存在一定的正向套利机会。整体上看，2018 年期债价格合理有效，正套和反套机会相对不多。

图 5: TS 活跃合约 IRR&TF 活跃合约 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: T 活跃合约 IRR



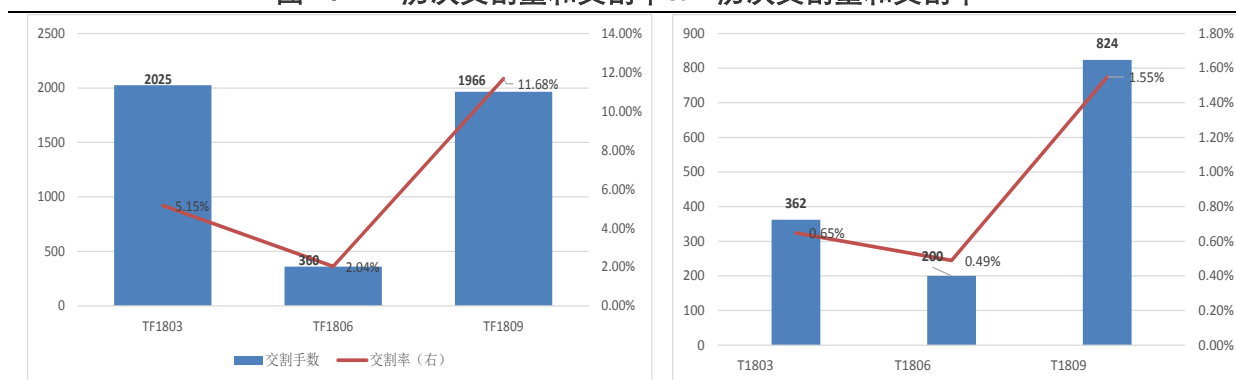
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.4 交割率先下后上，新券交割量增加

2018 年截止 12 月 5 年期国债期货共进行了 3 次交割，分别为 TF1803 合约、TF1806 合约和 TF1809 合约，每次交割手数分别为 2025 手、360 手和 1966 手，从交割时间上可以看出，TF1803 合约、TF1806 合约和 TF1809 合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量；10 年期国债期货共进行了 3 次交割，分别为 T1803 合约、T1806 合约和 T1809 合约，每次交割手数分别为 362 手、200 手和 824 手，从交割时间上可以看出，T1803 合约、T1806 合约和 T1809 合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量。

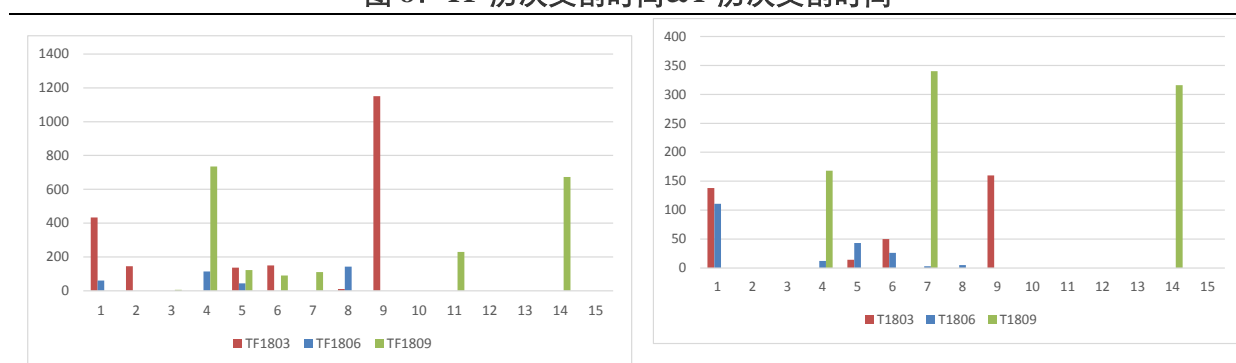
从进行交割的交割券种来看，五年期国债期货进行交割的可交割券分布范围较大，共计 14 只券，中金所在 2 月公布将发行期限较长的旧券从国债期货可交割国债范围中剔除，从 1812 合约开始实行。TF1803 合约交割量排名前三的可交割券分别为 150026.IB、130011.IB 和 120015.IB，交割量分别为 912、734 和 290 手，占比分别约为 45.04%、36.25% 和 14.32%，且这三只券均为老券，TF1806 合约交割券集中在 160006.IB 上，交割量为 326 手，占比约为 90.56%，TF1809 合约交割量排名前三的可交割券 180023.IB、160014.IB 和 160025.IB，交割量分别为 840 手、472 手和 360 手，占比分别约为 42.73%、24% 和 18.31%，占比相对较大的是新券 180023.IB；十年期国债期货进行交割的可交割券分布范围相对较小，共计 11 只券，其中 T1803 合约交割券集中在 160017.IB 上，交割量为 288 手，占比约为 79.56%，T1806 合约交割券集中在 160023.IB 上，交割量为 123 手，占比约为 61.5%，T1809 合约交割券集中在 170018.IB 和 180019.IB 上，占比约为 61.9% 和 27.9%。

图 7：TF 历次交割量和交割率&T 历次交割量和交割率



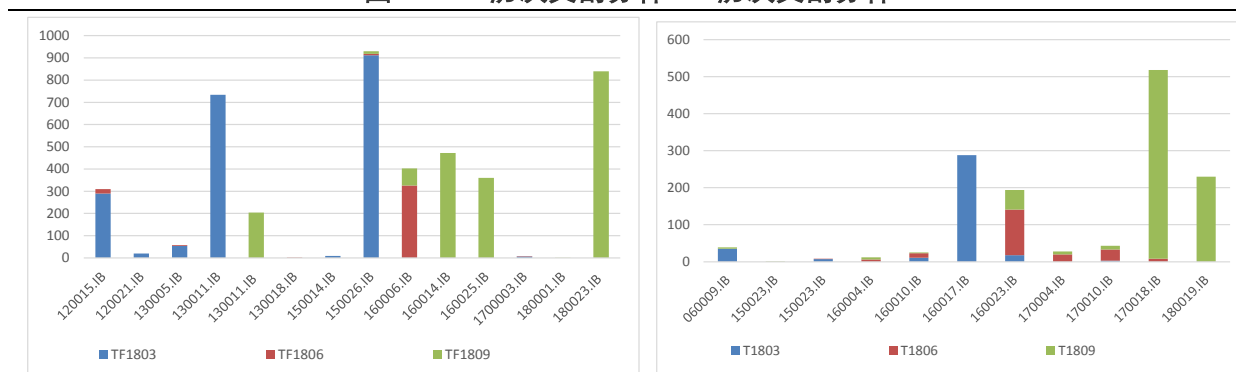
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：TF 历次交割时间&T 历次交割时间



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：TF 历次交割券种&T 历次交割券种



数据来源：Wind，兴证期货研发部

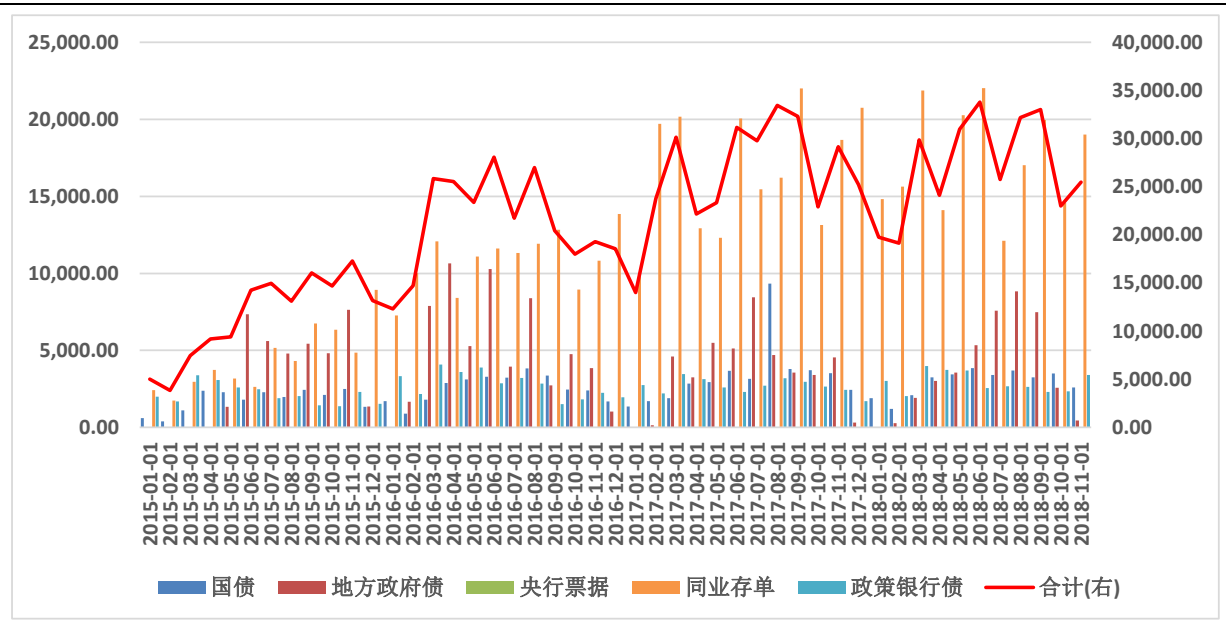
2.2018 年国债现券行情回顾

2.1 国债现券一级市场发行概况

2018 年上半年国债发行规模呈现逐渐增加的趋势，下半年受到地方政府专项债发行加速的挤出效应，国债发行规模下降；发行利率（票面利率）走势与国债现券二级市场收益率走势基本一致，记账式付息国债的发行利率大多数低于二级市场收益率，在一季度国债需求相对较好，

投标倍数接近 4 倍，二季度国债需求一般，投标倍数约为 2 倍，三季度受到地方政府专项债的挤出效应国债需求相对较差，四季度地方政府专项债发行完，国债需求转好，特别是超长期国债需求旺盛。截止 11 月 30 日，2018 年利率债总发行规模约 29.71 万亿元，国债、地方政府债、政策银行债和同业存单占比分别约为 10.84%、13.81%、10.91%和 64.45%，其中国债和地方政府债占比增加，政策银行债和同业存单占比减小。根据积极财政政策的基调，2019 年国债和地方政府专项债发行规模可能会继续增加，利率债整体供给压力较大。

图 10：利率债发行规模



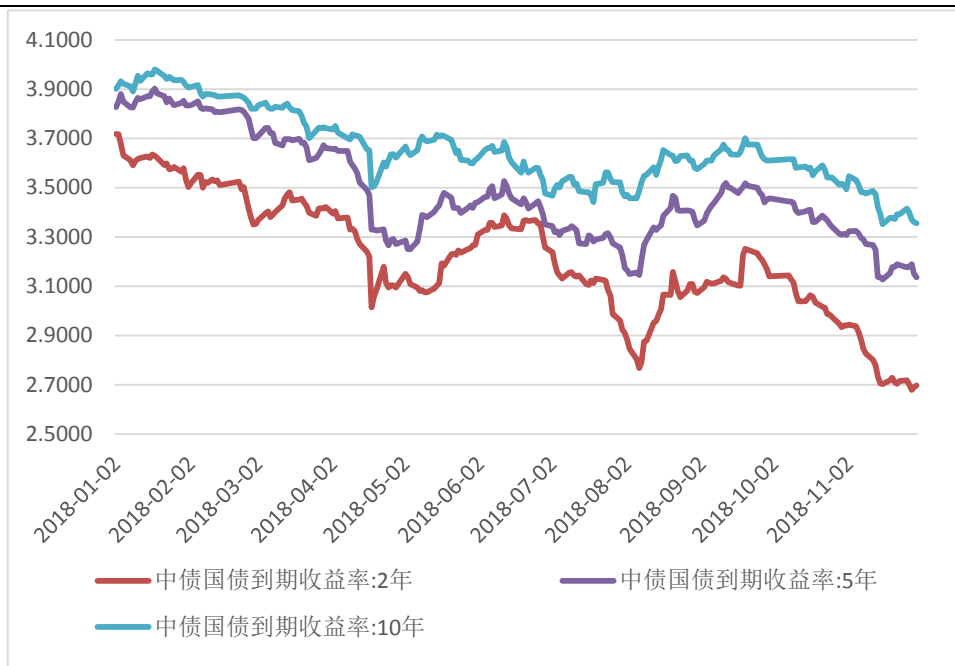
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国债现券二级市场收益率走势

2018 年 2 年期国债收益率、5 年期国债收益率和 10 年期国债收益率走势大致相同，以 10 年期国债收益率为例，其走势共分为四个阶段，第一阶段是 2018 年 1 月，10 年期国债收益率上行约 10bp 至 4% 附近，原因是央行和银监会等监管机构密集出台 302 号文和 89 号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空；第二阶段是 2018 年 2 月-7 月 19 日，10 年期国债收益率下行约 47.31bp 至 3.44%，主要原因一是受到国内基建增速大幅下行和中美贸易摩擦，经济下行且市场对未来经济预期偏悲观，二是央行为了缓解国内经济下行压力，分别在 4 月 25 日和 7 月 5 日进行定向降准，并在二季度货币政策执行报告中表明要维持银行间市场流动性的合理充裕，且在 6 月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，三是监管方向转向“稳杠杆”，政策落地边际缓和，对市场利空影响边际减弱，四是资金面整体维持宽松，资金利率趋势下行；第三阶段是 2018 年 7 月 20 日-9 月 20 日，10 年期国债收益率从低位回升约 25.94bp 至 3.7%，主要原因一是公布的资管新规中对非标投资有所放松，叠加政府为了对冲经济下行压力出台减税、基建补短板等政策，央行货币政策实施方向由“宽货币”转向“宽信用”，市场对未来经济悲观预期有所缓解，二是财政部 8 月 14 日发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，地方政府专项债发行加速，利率债供给压力短期快速增加，且其主要对接基建项目资金，对国债配置需求有挤出效应；第四阶段是 2018 年 9 月 21 日-11 月 30 日，10 年期国债收益率止升下行约 34.53bp 至 3.35%，突破前低，

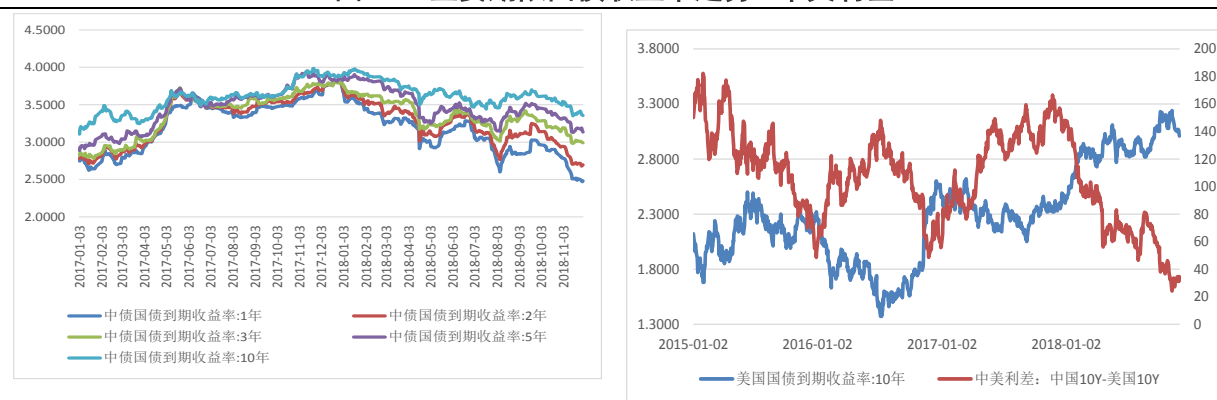
主要原因一是“宽信用”政策效果并未明显显现，10月社融数据较大幅下滑，经济下行压力依旧较大，二是央行9月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，且在10月15日再次进行定向降准投放流动性，央行实施“宽信用”货币政策前提仍需维持“宽货币”，三是地方政府专项债发行完毕，利率债供给压力骤减，国债配置需求好转，特别是超长期国债配置需求旺盛，四是美联储在2019年加息进程可能放缓，令国内货币政策进一步宽松预期增加。从国内期限利差来看，现券收益率曲线走陡，从国外中美利差来看，利差收窄，2年及以下短端利差出现倒挂。

图 11：2018 年国债期货对应期限国债收益率的走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：主要期限国债收益率走势&中美利差

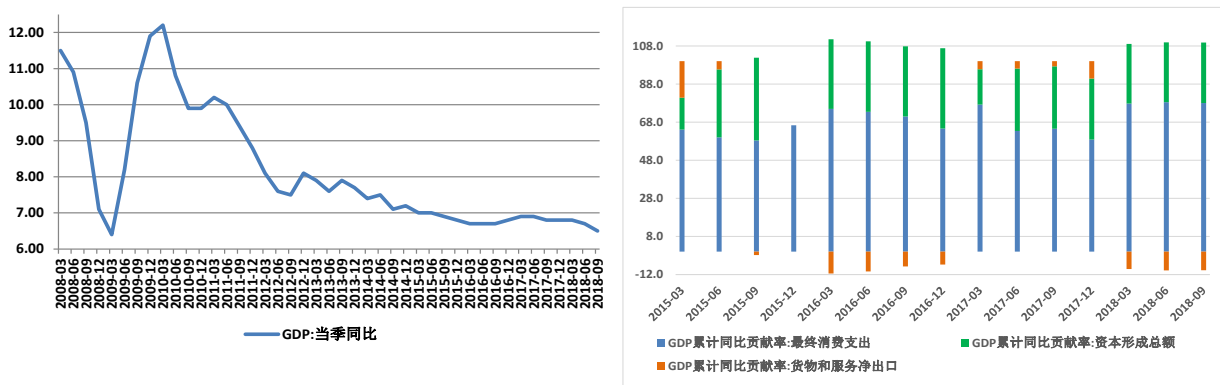


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 2018 年经济增速下行，通胀中枢小幅上升

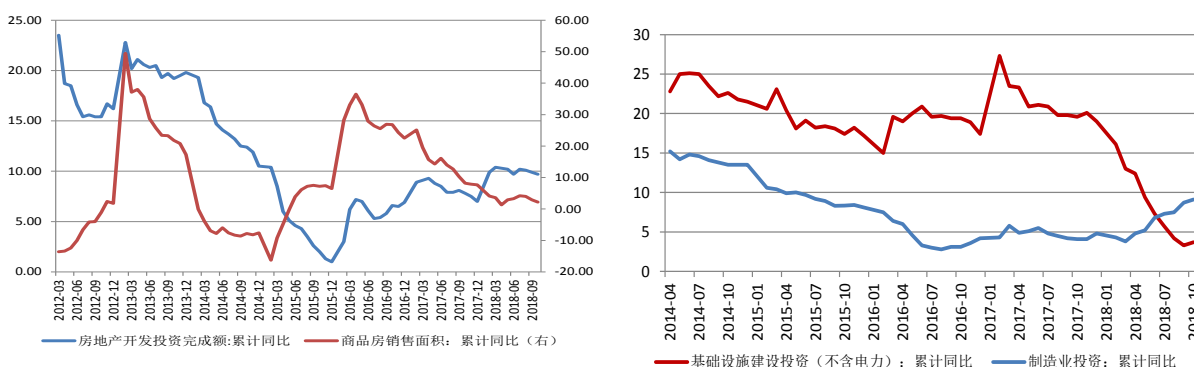
2018 年前三季度 GDP 同比增速分别为 6.8%、6.7%和 6.5%，经济逐步下行；从 GDP 的贡献率来看，一季度进出口贡献率由正值转为负值且在二、三季度负向幅度有所扩大，消费对经济的贡献率继续提高，上半年消费增速由约 10%下行至 5 月份的 8.5%，投资增速中基建增速在 1-9 月不断下行，主要受非标监管和地方政府隐性债务监管的影响，10 月触底小幅反弹，主要是因为稳增长，基建补短板，财政部要求加快发行地方政府专项债，而专项债主要投资于基建；制造业投资增速不断上行；房地产增速高位震荡，韧性较强，主要原因是土地购置费高增速的滞后影响。消费对 GDP 贡献率增加但消费增速出现震荡下行，可能的原因是高房价对消费从拉动作用转为挤出作用。进出口除了在今年春节期间的错位影响增速大幅走高外，大多数时间进出口增速维持高位，贸易摩擦对进出口增速的影响暂未显现。

图 13: GDP 增速&GDP 累计同比贡献率



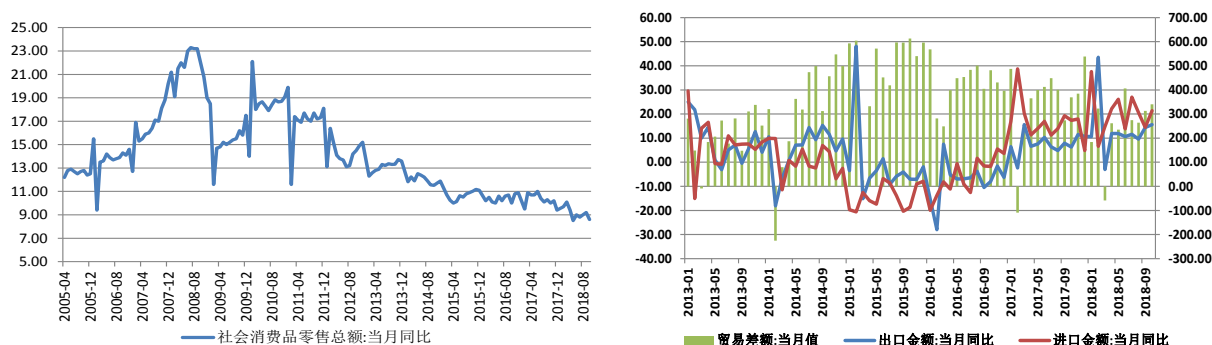
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 房地产投资增速&基建和制造业增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

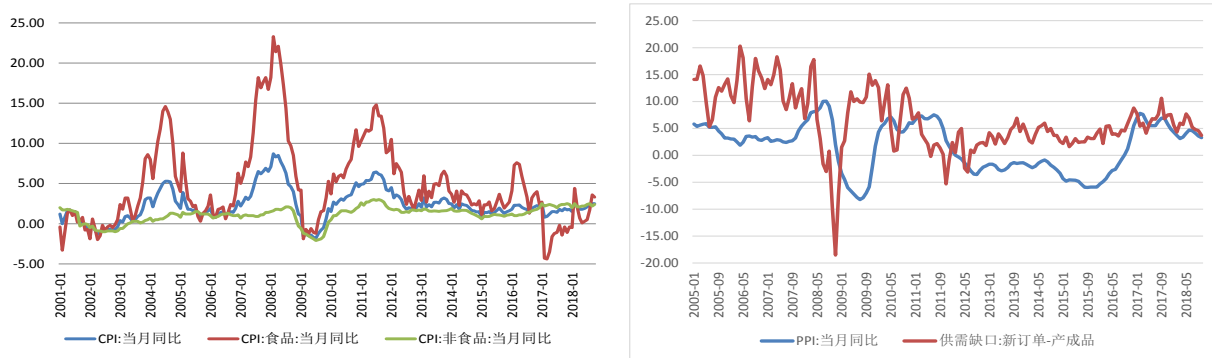
图 15: 消费增速&进出口增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018年1月-10月CPI同比增速均值在2.14%，较2017年上行约0.6%，主要是因为食品价格增速由负转正，带动CPI增速走高，猪瘟和低基数导致猪肉价格同比跌幅收窄，同时寿光水灾令蔬菜价格上涨，非食品增速上半年相对较平稳在2.2%左右，下半年受原油价格上涨，使得非食品价格整体维持在较高增速。PPI增速受高基数影响下行，但同时受到原油价格和部分大宗商品价格支撑而下行幅度相对较小。

图 16: CPI&PPI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 货币政策由“宽货币”转向“宽信用”，监管政策由“去杠杆”转向“稳杠杆”

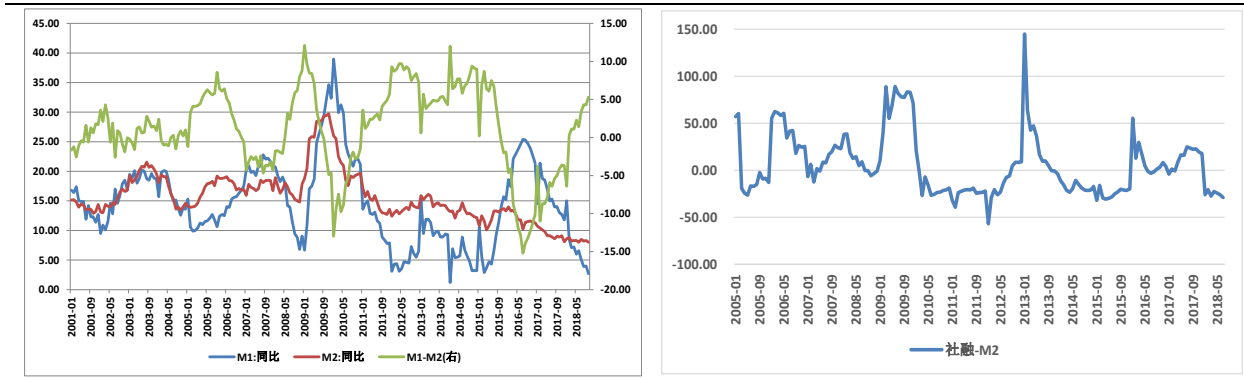
2018年央行分别在在1月25日、4月25日、7月5日和10月15日实施了定向降准，存款准备金率累计下行300bp，在美联储3月22日如期加息，央行跟随上调公开市场操作利率5bp，上调幅度低于市场预期，在随后的6月和9月美联储如期加息后，央行并未跟随上调公开市场操作利率；央行在6月1日公布扩大MLF担保品范围，新纳入的担保品主要包括符合普惠金融的小微企业、绿色和三农金融债及其贷款，另外还加入中低评级信用债。相较于2017年，2018年上半年货币政策呈现结构性宽松，且央行在二季度货币政策执行报告中指出保证流动性的合理充裕，市场对货币政策预期偏利好债市；央行在保证流动性合理充裕情况下，引导流动性进入民企和小微企业，缓解民企和小微企业融资问题。

2018 年年初监管政策较超预期的密集发布，其中包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的 302 号文和《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》的 89 号文，随后银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法》（征求意见稿）、《商业银行委托贷款管理办法》和《进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，突出监管姓“监”，并且多家银行收到罚单，市场对监管的担忧较重；3 月两会期间监管处于真空期，央行新行长和新党委书记上任，同时中国银监会和保监会合并为中国银保监会，同时将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行，银保监会会长任央行党委书记，金融监管机构的改革有利于金融监管政策的制定和协调，4 月 27 日市场等待已久的资管新规落地，相较于去年 11 月公布的征求意见稿，新规过渡期延长至 2020 年底且净值化管理标准放宽，整体看公布的新规略偏温和；央行在 5 月 25 日公布《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长，整体看公布的新规略偏温和，同时公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，其中对货基 T+0 赎回进行一定的约束，对货币基金延续监管，利于机构负债端成本的降低。从 3 月份后监管政策发布的频率和政策实施的力度来看，边际有所好转，对市场负面影响边际减弱。7 月 21 日银保监会公布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，意见稿较预期缓和，9 月 28 日《商业银行理财业务监督管理办法》正式落地，过渡期要求与“资管新规”保持一致，过渡期自本办法施行之日起至 2020 年 12 月 31 日，整体与征求意见稿变动不大，银行理财监管政策落地。监管方向已经从 2017 年的“去杠杆”向“稳杠杆”转变；10 月 19 日，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，12 月 2 日《商业银行理财子公司管理办法》落地，与前期征求意见稿差别不大。

2.5 资金利率逐步下行，中枢明显回落

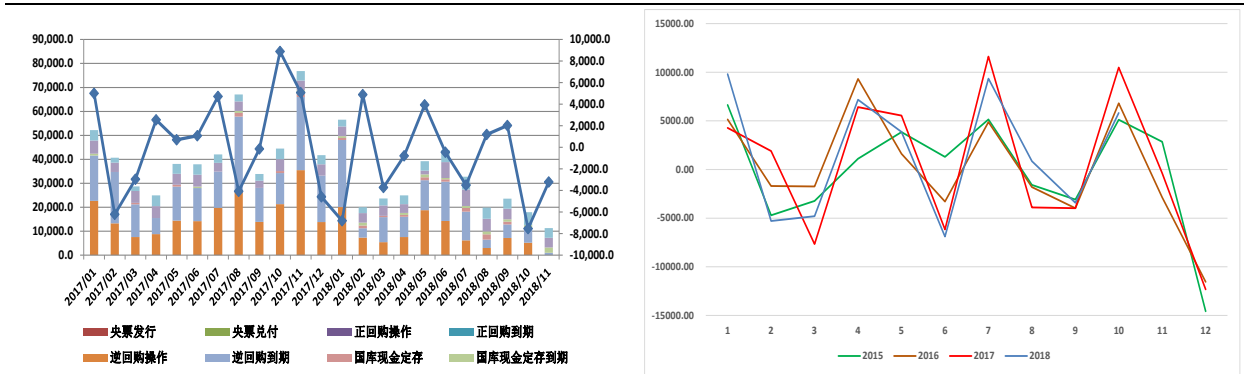
2018 年在金融去杠杆监管基调下，M2 增速中枢小幅下行，但受到前述监管政策控制非标（委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票）和资管新规公布的影响，社融增速较大幅下行，导致社融和 M2 缺口由正转负，央行分别在 7 月和 9 月调整社融口径，7 月将存款类金融机构 ABS 和贷款核销计入社融，已解决信贷资产证券化和贷款核销造成的信贷低估，9 月地方政府专项债纳入社融，“央行表示今年 8 月份以来，地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应，为将该接替效应返还到社会融资规模中，2018 年 9 月起，人民银行将‘地方政府专项债券’纳入社会融资规模统计”，口径调整后社融增速仍延续下行，且融资需求规模的收缩和增速的降幅大于 M2，同时外汇占款在 8 月份出现下降，可能受到人民币快速贬值的影响，央行年内四次定向降准向市场投放资金，其中 4 月 25 日定向降准 1% 置换到期的 MLF，年内 MLF 余额先上后下，截止 10 月较 2017 年末增加约 4100 亿元，导致资金面整体偏宽松，资金利率仅在月底和季末时点出现阶段性冲高，跨月后又快速大幅回落，下半年在跨月时点冲高幅度小于上半年，资金利率走势更趋平稳，DR007 在 2.25%-3.1% 区间内运行，均值为 2.7%，较 2017 年下行 20bp，市场分层现象在下半年明显改善，银行和非银机构的资金成本利差收窄且走势平稳，较 2017 年利差均值下行 24bp 约为 29bp，影响资金面的另一重要因素是财政存款，而财政存款的收支存在季节性因素，财政收入一般在在季度后一个月出现高峰，财政支出一般在季月较高，特别是在 12 月支出规模更大，即在季度月出现高峰，财政存款的支出会增加市场货币供应量，央行会在公开市场操作时考虑财政收支的季节效应。2018 年二季度货币政策执行报告表明要保持银行体系流动性的合理充裕，资金面整体维持偏宽松，较 2017 年资金利率下行幅度较明显，其中 shibor3M 从高位回落后走势平稳，中枢较 2017 年下行约 49.3bp，同业存单发行利率仅在季月冲高，跨月后发行利率大幅回落，中枢较 2017 年明显回落，其中 1 个月发行利率下行约 81.4bp，3 个月发行利率下行约 67.8bp，6 个月发行利率下行约 41.7bp。

图 17: M2 增速&社融与 M2 缺口



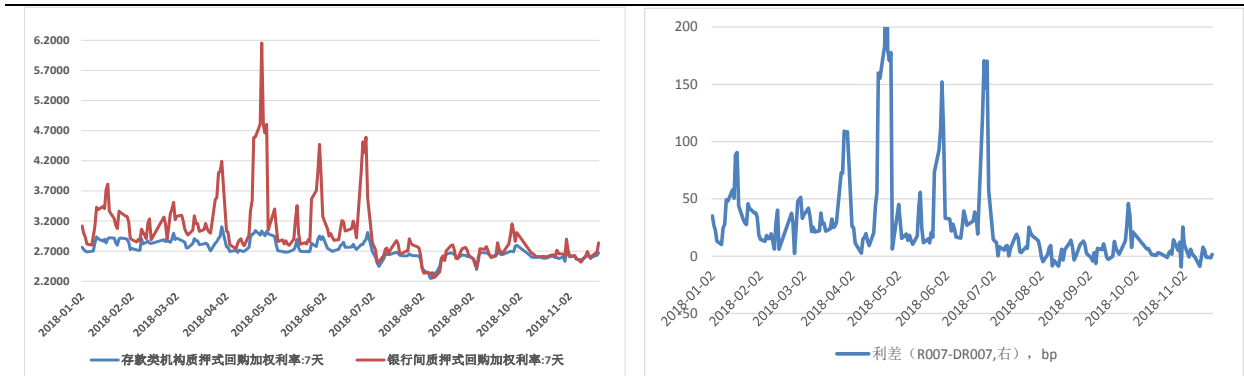
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 公开市场操作与 MLF&财政存款的收支



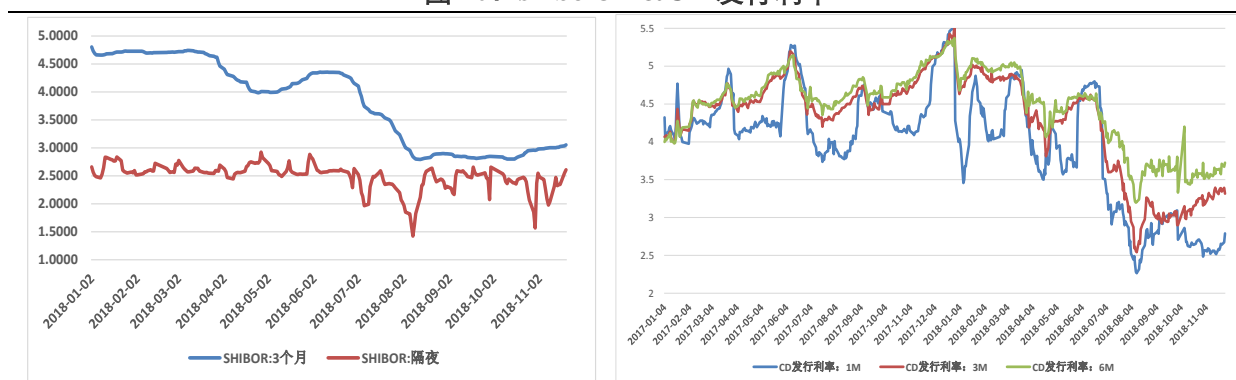
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: DR007 与 R007&利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: shibor3M&CD 发行利率

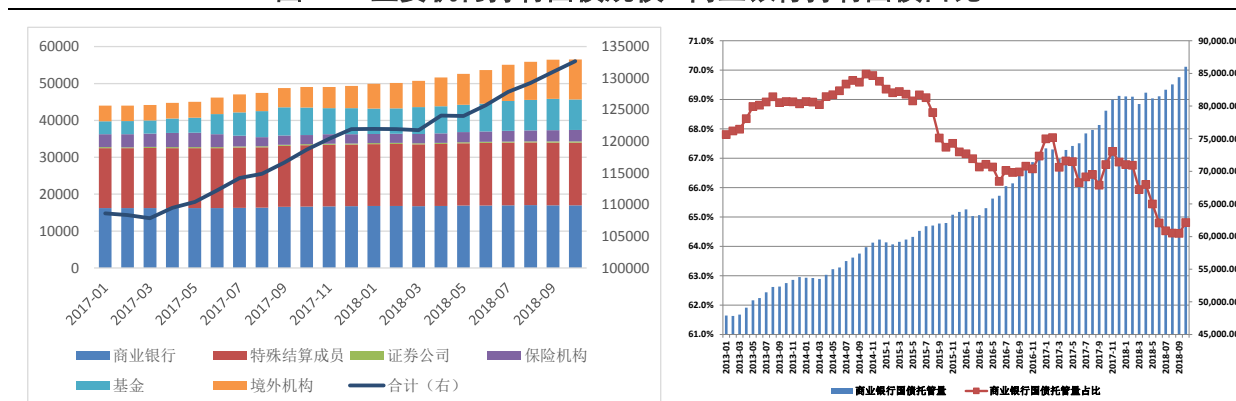


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 国债主要投资者结构与商业银行持有国债占比

2018 年前三季度国债主要投资者中, 外资机构占比不断增加, 10 月占比约为 8.13%, 基金占比不断增加, 10 月占比约为 6.26%, 保险机构占比先下后上, 10 月占比约为 2.35%, 商业银行占比略有下行, 10 月占比约为 64.81%, 证券公司占比先下后上, 10 月占比约为 0.77%, 特殊结算会员占比不断下行, 10 月占比约为 12.8%, 其他主要投资者占比变动不大。

图 21: 主要机构持有国债规模&商业银行持有国债占比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

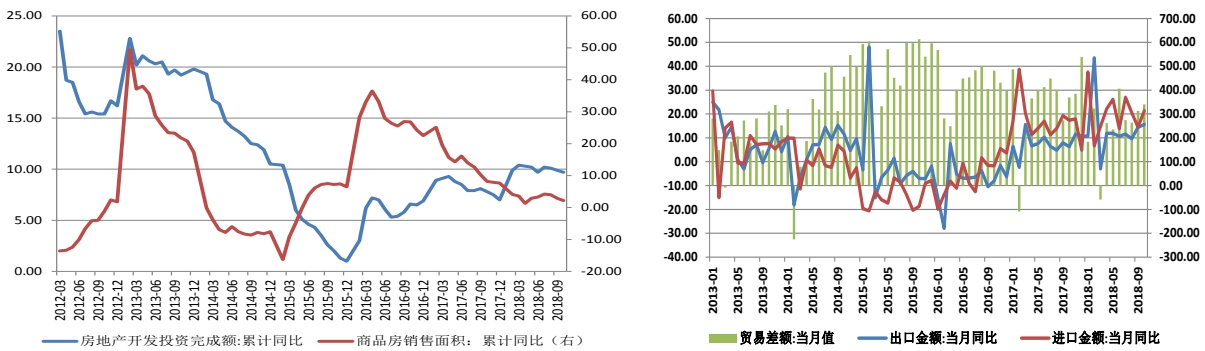
3.2019 年展望

3.1 基本面

2019 年宏观经济或面临一定的下行压力。投资方面, 制造业投资增速可能止升转而下行, 原因一是 2018 年的制造业投资增速上行幅度较大基数较高, 二是增速上行的主要行业是供给侧改革和环保受益的行业, 继续维持高增速的可持续性动能不足; 房地产投资增速大概率面临高位回落的风险, 一是因为房地产企业再融资压力依然较大, 2019 年房企信用债偿还压力较大, 但在房地产政策仍较严的情况下, 房企非标、信托等融资渠道受限, 房地产开发资金来源主要

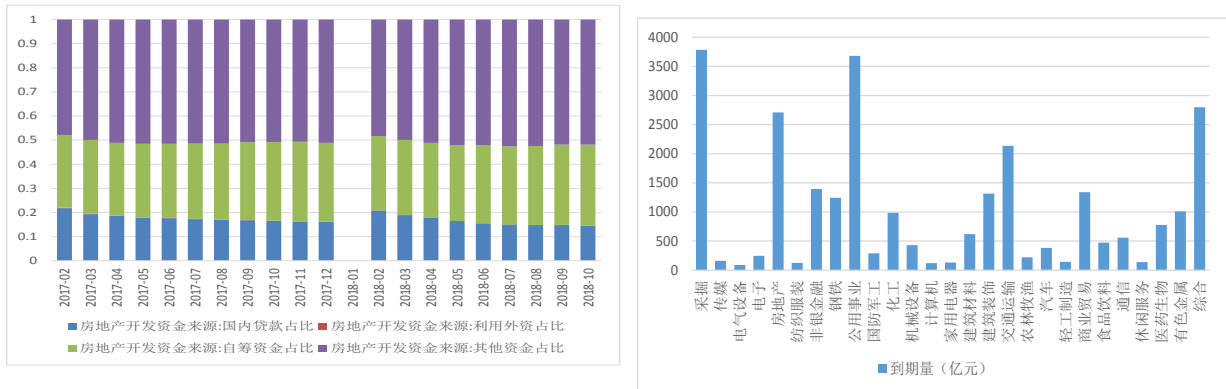
依赖于其他资金，而其他资金中占比一半以上的是定金及预收款，所以房企未来主要依靠销售回款补充流动性，二是国开行将棚改贷审批权限上收至总行后三四线城市房地产增速将受到较大不利影响，三是上半年房地产投资增速维持高位有前期土地购置费高增的滞后效应，11月土地市场有较明显的降温，2019年其对房地产增速的支撑力度将减弱；而基建增速大概率继续反弹，但幅度存在不确定性，虽然政策发力“基建补短板”，包括地方政府专项债的发行规模和速度在加快，但是非标融资的萎缩会导致地方政府融资平台的非标融资渠道受限叠加地方融资平台本身仍受到监管的限制而融资能力较弱，且在2018年8月下发《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》，需要衡量“开正门”导致资金的增加能否有效对冲“堵偏门”导致的资金的减少；消费方面，消费增速在目前来看仍有下行压力，需要关注个税改革的效果，但对GDP的贡献率可能继续提高；进出口方面，中美贸易摩擦在2018年对进出口增速影响不大，12月初中美贸易虽达成阶段性共识矛盾缓和，但从官方PMI新出口订单分项来看，从9月开始加速下滑，2019年进出口增速有下行压力。同时国内信用风险的继续暴露亦对经济有负面影响，整体来看，2019年经济有下行压力，需要积极的财政政策和货币政策继续发力来扩大内需稳定经济。

图 22： 房地产投资增速&进出口增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23： 房地产开发资金来源占比&房地产行业信用债到期量

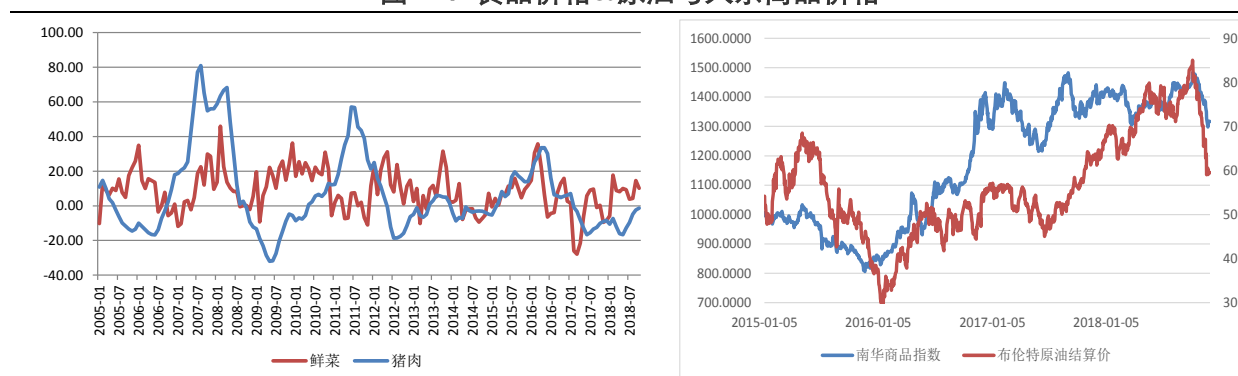


数据来源：Wind，兴证期货研发部

通胀方面，2019年前两个季度受到春节错位、低基数和食品价格上涨的影响，CPI有上行压力，其中枢水平可能继续上行，但预计对货币政策压力不大，不会因通胀持续走高而收紧货币政策；PPI可能受到2018年四季度以来原油价格大幅下跌和大宗商品价格下跌的影响而继续

下行，供给侧改革对价格拉升作用在高基数影响下已转弱，叠加国内外宏观经济的下行压力，PPI 将继续下行甚至可能进入负值区间。

图 24：食品价格&原油与大宗商品价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

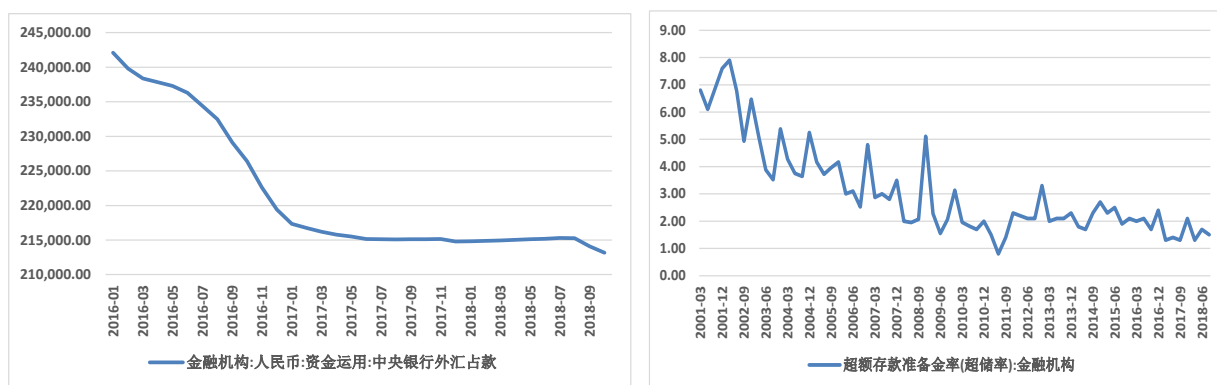
3.2 货币政策可能进一步宽松，监管将关注政策落实

2019 年央行可能延续结构性宽松货币政策，大概率继续定向降准置换 MLF 或定向降准，增加中长期流动性供应，央行继续健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控体系，实施稳健中性的货币政策，进一步疏通货币政策传导机制，加大金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度，如果国内外出现较大的风险事件，央行可能采取下调公开市场操作利率（公开市场降息）的进一步宽松货币政策来维稳经济；19 年监管政策将保持连续性，但主要集中在前期出台的政策实施上，包括资管新规、商业银行理财业务监督管理办法和商业银行理财子公司管理办法等。

3.3 资金面延续偏宽松，但仍会有阶段性趋紧压力

2019 年资金面可能延续偏宽松，社融增速相对 M2 来说下行压力更大，融资需求可能继续萎缩，外汇占款可能会继续小幅下行，金融机构超储率可能会呈现区间震荡，央行继续通过公开市场操作、MLF 和定向降准来投放资金量，维持银行体系流动性合理充裕，2019 年预计美联储加息进程可能放缓，或将加息 2 次，央行可能不跟随甚至下调公开市场操作利率，资金利率的均值仍有下行空间，但资金面季节性和阶段性也会有趋紧压力，但 2018 年央行操作来看，其维稳意图较明显，持续性的资金偏紧概率较小，资金利率波动也相对较平稳，在同业存单和银行理财监管较严的情况下，银行对会继续增加对存款的竞争。

图 25: 外汇占款&超储率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 利率可能在 2.9%-3.5% 区间运行

从宏观基本面来看, 2019 年经济面临一定的下行压力, 特别是房地产增速可能存在继续回落的风险, 受中美贸易摩擦影响进出口增速可能存在下行压力, CPI 中枢或继续小幅上移, 但 PPI 中枢或进一步下移甚至转负; 从政策面来看, 货币政策维持稳健中性的基调, 在国外美联储加息进程可能放缓的情况下, 国内政策进一步宽松的概率较大, 监管政策的重心可能将转向监督政策落实上; 从资金面来看, 央行主要通过 MLF 操作、定向降准和公开市场操作来投放流动性, 资金面大概率维持偏宽松, 但阶段性仍有趋紧压力; 从供需面来看, 受积极财政政策影响国债供给压力可能增加, 而配置等需求也可能增加。10 年期国债收益率可能在 2.9%-3.5% 区间运行, 利率中枢或继续下行, 但受到稳经济政策的出台和实施可能会导致预期变化而出现的阶段性回调。

2019 年债券市场风险可能是“宽信用”政策效果好于预期或房地产政策有所放松带来国内经济下行幅度低于预期、货币政策进一步宽松受阻甚至边际收紧和美国经济继续向好令美联储加息进程加快。

实物叠加配置需求，黄金备战年初攻势

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

贵金属研究团队

龙玲

投资咨询号：Z0000519

联系人：龙玲

021-68982737

longling@xzfutures.com

内容提要

我们整体看好2019年的金价。

尽管首饰需求增长乏力，但是投资需求有望崛起，加上稳固的央行购买需求，金价有望获得支撑。美国经济状况边际走弱、美国股市的持续回调也有利于机构资金选择在年初开始配置更多黄金资产，美元指数虽然在上半年大概率维持强势，但是更多是压制金价上涨空间，对于趋势无法改变。尤其是Q1，实物需求中的投资需求崛起，叠加机构资金的配置需求，会有一波年初攻势。预计上行幅度可能在10%左右，所以预计上方在1360美元/盎司一带。基于对人民币先抑后扬的看法，我们认为人民币金价有望在Q1获得更大幅度的上涨。

2019年下半年美国经济的边际走弱迹象可能扩展到更多数据上，美元指数可能走弱。如果这样的情况出现，则黄金可能在下半年还能维持上行；否则可能会因为首饰需求拖累整体需求而导致金价略有下行。悲观情况下，美国经济数据持续强劲，美联储加息加快，则黄金可能回落到1200美元/盎司一带，极端情况可能至1180美元/盎司一带。

预计全年国际金价运行区间在1180-1360美元/盎司。

黄金从来都不是一种简单的商品，几千年前开始人类就开始了黄金崇拜，可以说对于这种闪耀着珍贵光芒的金属，是有基因中的崇拜的。就在 40 年前黄金还在多数发达国家被定位于法定货币。

在证券分析中把黄金放在有色金属企业，是因为证券二级市场研究的标的是公司，而黄金会作为很多有色企业的主要产品或者副产品存在。然而大宗商品的分析目标是行业分析和产品定价，黄金必须放在大宏观的逻辑框架中。所以多数时候，这看起来更像一篇宏观报告，只是标的落在了黄金的价格上。

1.主要观点回顾及验证

1.1 2018 年度不具备上行基础

在 2018 年初，我们对金价的走势提出三个观点：年度不具备单边上涨行情基础；地缘动荡仅具备脉冲性行情；黄金回归到通胀与增长二者预期的纠缠，警惕对通胀超预期。

前面两点在黄金的走势中已经得以验证。截止 12 月 7 日，国际黄金现货价格为 1249.31 美元/盎司，相较 2017 年年底下跌 53.49 美元，跌幅 4.1%，在 8 月最低跌至 1174.16 美元/盎司；上海黄金交易所黄金 TD 价格为 275.4 元/克，较 2017 年年底上涨了 2.3 元/克，涨幅 0.08%，在 8 月最低跌至 261.39 元/克。

今年上半年的朝鲜问题、中美贸易摩擦等问题在当时并未对黄金产生直接的推动作用。我们在 7 月 6 日半年度中期策略报告《黄金因美国经济增长而下行，仅有避险式脉冲上涨》中认为，美国经济强势增长带来的美元和美股的内生性上涨，使得地缘政治问题对于资产的影响在一定程度上被对冲了。

图 1：2018 年黄金走势（黑色为国际金价，红色为国内金价）



数据来源：Wind

1.2 今年 10 月认为逻辑可能变化，黄金有中线上上涨潜力

在中期策略报告中，我们在仔细分析了黄金的走势后认为，黄金的避险属性是基于“因地缘政治等因素导致其他资产出现重大系统性风险时，黄金能够有较稳定的表现”。从 10 月开始美股的下跌，填补了黄金避险这一逻辑链条的后半部分，据此我们认为美国经济有中期转向的可能性，并且将观点写入了 10 月 15 日《避险价值王者归来，中期逻辑或能转变》报告中。

当时对于黄金的交易还处在左侧，需要等待数据验证。随着时间进入到 12 月份，美国经济数据已经开始体现边际走弱，并且黄金出现了突破上行，验证了彼时观点。

1.3 通胀预期不会推升金价

在 2018 年年初，我们认为黄金市场对于通胀有超预期的情况存在，市场价格已经反映了通胀。我们在中期策略报告中详细分析了历史状况，认为通胀升温和预期一致时，黄金的表现并不突出。从逻辑角度分析，如果通胀出现持续性上升，通胀升温和预期一致，则美联储通常会采取加息的方式来抑制通胀过快上升，这本身就会压制黄金。从走势看来，尽管美国通胀预期一度在 10 月 17 日到达高位，但是黄金在此期间并未有出色表现，表明通胀预期的确不是黄金市场的主要推动力量。

1.4 继续看多 2018 年下半年美元指数

在中期策略报告中，我们用美国和其他主要经济体的相对情况，判断未来半年内美国经济的相对其强势都会保持，因此得出下半年美元指数大概率将维持上升势头的结论。截止 12 月 5 日，美元指数报 97.07，较 6 月底的 94.47 上升了 2.75%。

图 2：美元指数在 2018 年下半年维持强势



数据来源：Wind

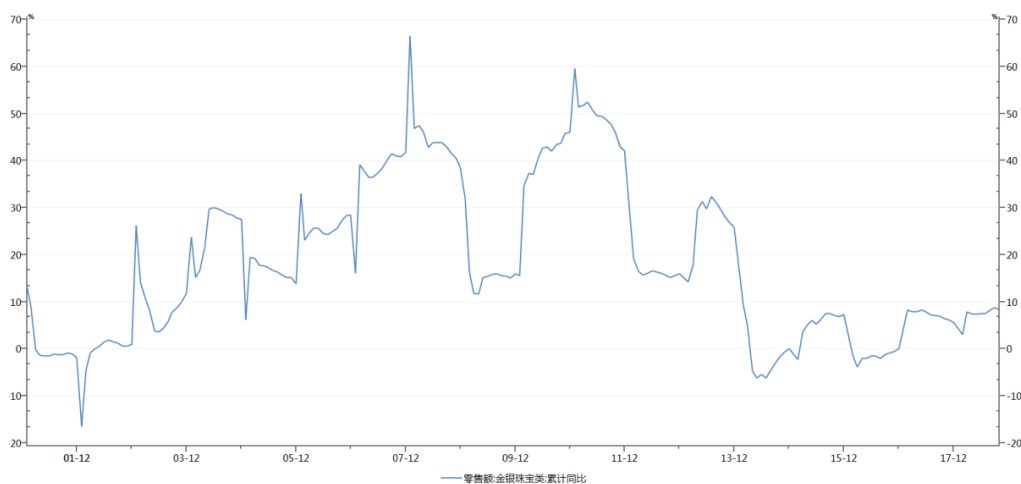
2. 预计 2019 年黄金需求略有提升

2.1 预计中国黄金首饰需求将前高后低

中国的黄金制品市场从 2003 年开始正式放开，从那时开始中国的需求就有了蓬勃增长的状态。从 2013 年开始，中国需求开始引领全球，其中超过一半来自于珠宝首饰消费。2013 年开始，因经济增速下行、八项规定等各方面的原因，中国珠宝首饰需求出现陡降，统计局公布的金银珠宝销售额累计同比增速一度跌至负值，而此前 2004-2013 年平均增幅都在 20% 以上。

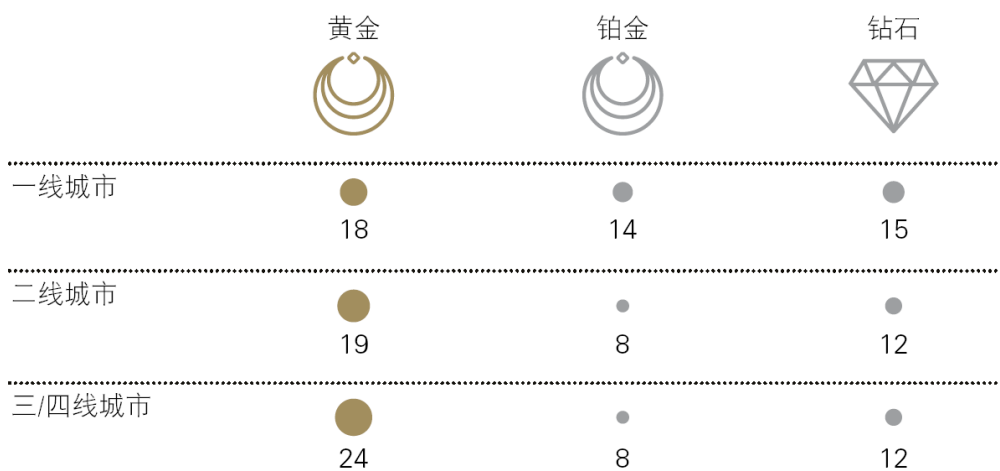
金银珠宝销售从 2015 年底开始出现缓慢回升，我们认为主要是因为棚改货币化的启动带来了可选消费品的提升，与同期中高档白酒、汽车等消费的增长属于同样原因。然而随着棚改货币化的落幕，汽车、建材、家电等已经出现销售疲软，珠宝首饰这样的高弹性可选消费依然有回落空间。而棚改的主战场三四线城市相较一二线城市而言，对于黄金的倾向性更高，棚改货币化的落幕对黄金的首饰存在不利影响。

图 3：中国金银珠宝销售累计同比增速



数据来源：国家统计局，Wind

图 4：三四线城市对于黄金的倾向性更高（愿意花 5,000 元购买特定首饰产品的女性比例）



数据来源：世界黄金协会

一二线城市由于缺乏棚改货币化的刺激，在缺乏财富效应的 2018 年更是难以有大量金银珠宝的购买。其低迷程度从港资上市珠宝企业公布的财报数据中，同店销售数据以单位数或者双位数的下跌，就可见一斑。

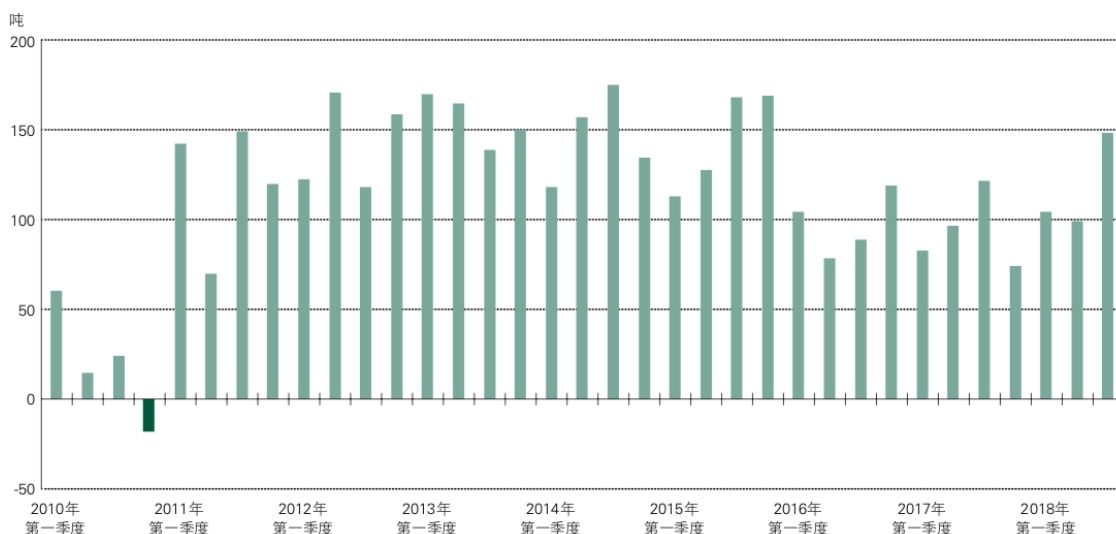
后期政府为拉动经济，虽然会有刺激消费政策出台，但是从出台的税收抵扣是在子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金，以及赡养老人等专项上，预计主要刺激消费政策也以鼓励服务类消费为主，所以高弹性可选消费难以因此受到大的刺激。

当然，棚改货币化的正式收紧从 10 月开始，传导到消费端仍需要一定时间，所以第四季度金银珠宝消费数据预计仍将保持高涨。较好的需求数据在 2019 年 Q1 公布时，对于欧美交易者而言可能存在心理支撑。但整体而言预计 2019 年中国黄金首饰需求可能前高后低。

2.2 预计官方购金将保持强劲

持有大量黄金的各国央行一度是黄金的主要供应方，不过在 2008 年金融危机爆发之后，主要央行开始停止出售黄金；从 2009 年开始，央行已经从黄金供应方变为黄金需求方。2011-2015 年，央行购金都持续保持在高位，尤其在 2013 年达到顶峰 623.8 吨，占到了当年黄金总需求的 14.5%。在 2016 年和 2017 年随着经济的企稳复苏，央行购金有所回落，2017 年 374.8 吨的央行购金，仅占总需求的 8.4%。不过这一趋势随着 2018 年全球经济陷入动荡和不确定的情况下，再加上美国的霸权主义开始引发各国担忧，央行购金又开始重新上升，仅在 2018 年前三个季度，央行购金达到了 351.5 吨，占总需求比为 10%，达到了 2015 年以来最高水平的净购买量。其中的重要买家俄罗斯已经出售了其持有的大部分美国国债并将其中一部分换为黄金，2018 年第三季度 92 吨的购买是其史上最大的季度净购买量，这使得俄罗斯的黄金储备首次超过 2,000 吨，占其总外汇储备的 17%。其他多家央行在第三季度也加入了俄罗斯、土耳其和哈萨克斯坦的购买行列，大幅增加黄金储备。预计随着美国经济的边际走弱、以及全面开花的贸易摩擦会加重各国对于美元资产的抛售，全年央行购金将继续增长。因为官方购金有较强的隐蔽性，更多是在事后公布，对于市场难以构成即时性的利好。但是官方购金的持续性使其成为黄金价格下方的重要支撑。

图 5：全球央行净购金量达到 2015 年以来的最高水平

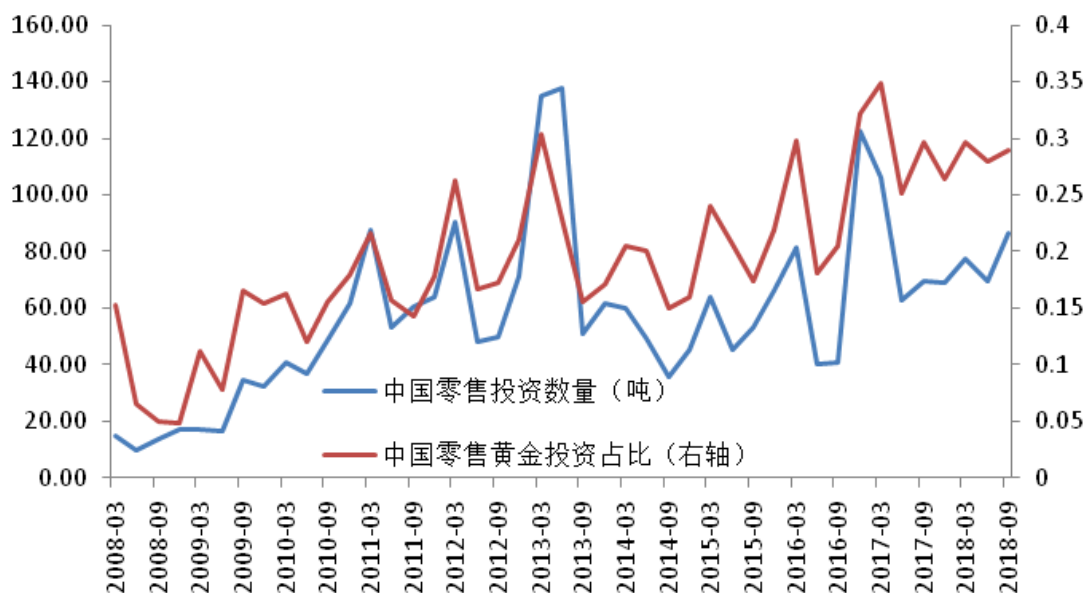


数据来源：IMF、世界黄金协会

2.3 预计投资需求继续增长，Q1 数据可能靓丽

黄金的投资需求分为零售黄金投资需求（金条、金币等），以及 ETF 和其他产品需求。目前黄金的零售投资需求中接近 30% 来自于中国。从中国零售黄金绝对和相对数量图中可以看到，中国的黄金零售投资和零售投资占全球比重高点都是对应的，不过相比全球而言，中国的黄金零售投资需求曲线还是向上，表明在进一步增长中。如果再进一步分析，可以看到这些高点和金价的高点也是对应的。可以这么理解，也就是当金价上涨时，中国的黄金零售投资也会上升，并且增速比中国以外的其他国家要高。这是因为相比其他市场的而言，中国民众投资黄金还有很大一部分选择的是实物黄金。这也就解释了为什么 2018 年 Q2 以来高端消费整体承压，但黄金珠宝相比汽车、白酒等高端消费而言相对较稳固。这是由于金银珠宝销售的统计会把首饰需求和投资需求放在一起，前者更多为刚需，一般较为平稳，但后者会面临较大波动。

图 6：中国零售黄金绝对和相对数量



数据来源：世界黄金协会、Wind、兴证期货研发部

中国投资者增加黄金投资的理由是多样的，2018 年由于股市失去财富效应、众多 P2P 产品暴雷、数字货币暴跌、人民币汇率有贬值预期等众多因素叠加，导致中国投资者风险回避情绪增加，购买实物金条、金币等作为理财方式。这样的情况在 2019 年 Q1 之前预计不会有好转，因此在 2019 年年初，预计中国的投资需求将继续增长。具体的分析会在后面人民币汇率环节展开。

黄金的 ETF 投资主要在欧美成熟市场，尤其是美国市场，这个投资会是一个更短期的因素，我们整体上认为，随着美国经济的回落，对其他资产的配置需求会带动黄金 ETF 等投资需求的上升。我们将会在后文中做详细分析。

整体而言预计黄金的投资需求会继续增长，尤其是 2019 年 Q1 可能会有靓丽的数据。

3. 预计黄金的供应将继续保持平稳

在上世纪 90 年代，由于外汇储备政策的调整，欧洲各国央行出售黄金的速度开始加快，在 1999 年 5 月，英国更是一度出售了其一半的黄金储备。为了防止过于打击市场，甚至还需要依靠售金协议以限制出售。这一度成为了主导黄金价格下跌的主要原因。在 2009 年之前，黄金的供应来源除了矿产金、再生金，还有央行售金，因为然而 2008 年的金融危机打破了央行的售金计划，从 2009 年开始，同样有部分国家的央行在出售，同时部分国家的央行在继续购买，但整体上而言，央行从净售金变成了净购金。而在平衡表上，黄金的供应也仅剩矿产金和再生金。

矿产金近几年都在持续的增加过程中，尽管主要产金大国南非和中国的产量都在下降，但是其他地区产量的大幅增长超过了这些跌幅。2018 年第三季度南非的产量同比下跌 10%；而在中国，环保政策的实施也使得第三季度全国黄金产量同比下跌 6%。但从生产成本角度来看，黄金生产商的成本差距非常大，统计口径差别也很大；第二，从平均上而言，大多数用户黄金生产商目前还有较大利润空间；第三，少数成本较高生产商的对于市场的影响力量非常有限，而且可以采取套期保值或者待价而沽的方式避免出现更多亏损。预计矿产金仍能保持小幅上升。

再生金则在一定程度上受到了黄金价格和经济环境的影响。再生金是指回收之后经过提炼的黄金和民间流动的黄金。回收后提炼的黄金是指在报废的含金物件中，对其进行提炼加工，生成不同纯度的金。其中回收提炼的黄金主要来自工业回收、黄金装饰品和金币熔化回收等。民间流动的黄金，就是指私人持有的黄金。世界黄金协会数据显示，对 1982 年至 2012 年间再生金数据的一项分析显示，约 75% 的再生金总量变化是由金价波动造成的，而经济冲击可以使再生金总量提升多达 20%。如果金价温和上涨，再生金的增量应该不会对市场产生重大影响。

整体上而言，黄金供应力量充沛，没有缺口，而黄金稳定的需求也将使得生产商没有抛货压力，并不存在明显过剩。

4. 预计增长的需求是金价的安全垫

以上我们分析认为，2019 年市场关注还是在黄金的需求问题上，受到首饰需求平稳但是投资需求强劲的影响，黄金需求可能前高后低。

但是黄金的供需对价格的影响并非立竿见影的，从供需平衡表上可以看到，供求关系的“盈余”或者“过剩”与黄金价格的变动并没有直接的关联关系。这是因为黄金作为一种商品的时间并不长，1978 年才正式明确国际货币体系的黄金非货币化，另外由于数据多为季度和年度数据的缘故，因此黄金的供需是在至少以年为单位的时间里影响到黄金的价格。

表 1：黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 年 Q3
供应量									
金矿产量	2,743. 3	2,844. 0	2,916. 6	3,071. 6	3,137. 8	3,208. 1	3,285. 1	3,312. 4	875.3
生产商净对冲额	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	32.7	-27.6	-20.0
再生金量	1,680. 3	1,655. 8	1,677. 2	1,256. 2	1,195. 1	1,130. 2	1,292. 4	1,168. 2	306.3
总供应量	4,314. 9	4,522. 3	4,548. 6	4,299. 8	4,437. 8	4,351. 2	4,610. 2	4,453. 1	1,161. 5
需求量									

加工品									
金饰 1	2,041.7	2,086.5	2,134.0	2,727.1	2,532.6	2,469.8	2,007.4	2,244.2	584.4
科技	460.5	428.6	381.3	355.9	348.7	332.0	323.4	333.1	85.3
加工量小计	2,502.2	2,515.1	2,515.3	3,083.0	2,881.3	2,801.8	2,330.8	2,577.3	669.7
金条和金币总需求量	1,204.2	1,502.1	1,311.1	1,729.6	1,065.2	1,090.1	1,071.3	1,043.3	298.1
黄金 ETFs 及类似产品	429.6	232.0	306.1	-912.3	-184.2	-125.1	547.0	206.4	-103.2
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.3	623.8	583.9	576.5	389.8	374.8	148.4
黄金需求（制造基础）	4,215.1	4,730.0	4,701.8	4,524.2	4,346.2	4,343.3	4,338.8	4,201.8	1,013.0
顺差/逆差	99.7	-207.7	-153.3	-224.4	91.6	7.9	271.4	251.3	148.5
总需求	4,314.9	4,522.3	4,548.6	4,299.8	4,437.8	4,351.2	4,610.2	4,453.1	1,161.5
LBMA 黄金价格（美元/盎司）	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1213.19

数据来源：Metals Focus、GFMS、汤森路透、洲际交易所基准管理机构、世界黄金协会

比如在 20 世纪 60 年代，由于美国深陷越南战争，各国央行对于黄金的需求增加，导致金价暴涨；再比如从 20 世纪 80 年代开始，由于央行大量售金，导致黄金价格持续下跌。而从 2001 年-2013 年，由于中国需求持续发力带动，短短数年时间一跃成为世界最大黄金需求国，中国需求引领了全球黄金需求上行，并且带动金价走出十年牛市。黄金的年度级别行情背后必然伴随着供需结构的变化乃至颠覆。

就近几年黄金市场的影响而言，因为供应层面上没有大的变动，所以依然还是需求层面主导。实物需求对于交易时点的影响在于，如果 2018 年 Q4 的需求数据好，可能会导致交易者预期 2019 年 Q1 数据好，对 2019 年年初的金价起到一定心理层面的推升作用。

5. 预计黄金的配置需求增加

5.1 预计美国经济增速回落，将令黄金具备配置价值

黄金作为一种本身不生息的资产，具备的金融属性使其对于投资机构而言更多是配置类的资产。提到资产配置，首先会想到美林证券在 2004 年发表的《The Investment Clock》一文，美林投资时钟模型基于对美国 1973 年到 2004 年的 30 年历史数据的研究，展示了经济从衰退逐步向复苏、过热方向循环时，债市、股市、大宗商品的收益依次领跑大类资产。但是实证也显示，在 2008 年金融危机之后，美国的情况与美林投资时钟预示的产生了一定偏差。

而黄金在 2008 年之后的逻辑也发生了变化。在此我们借鉴美林证券的投资时钟，根据 GDP 和 CPI 的不同状态，将 2007 年至今的美国划分为四种不同的状态，因为数据较短，为了和传统经济周期理论区分，不重新命名这四种状态而是直观描述，这四种状态分别是：低增长高通胀、低增长低通胀、高增长低通胀和高增长高通胀。统计可知，在这四个阶段中，黄金的平均收益

率表现分别为：6.07%、1.47%、-2.8%和 7.07%。可以看到，除了在高增长高通胀状态下黄金是负收益的资产，在经济处于周期的其他阶段时，黄金都能贡献正的收益，只是高增长低通胀状态下，提供的收益率非常有限，与其他资产相比缺乏吸引力。

表 2：美国不同经济状况下黄金的平均收益率

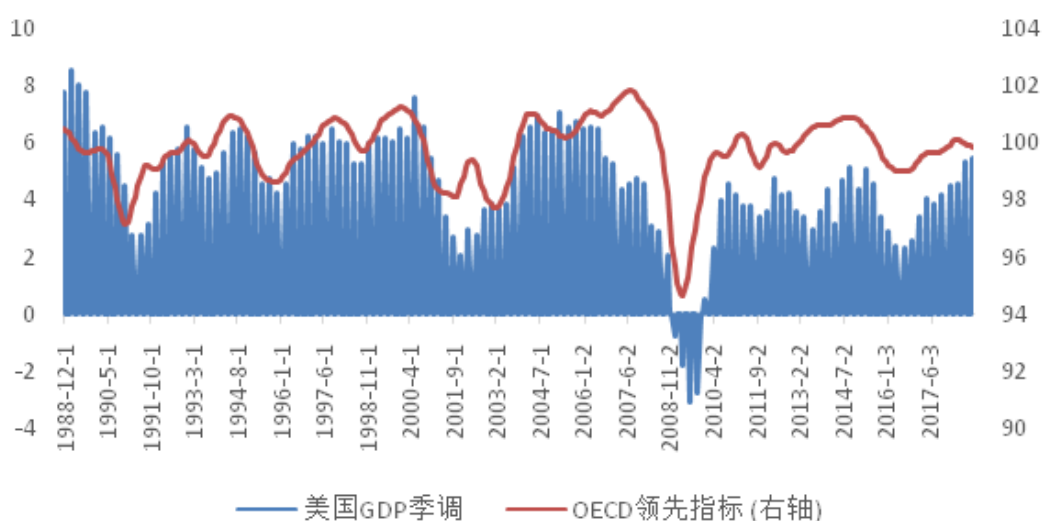
美国经济状况	黄金平均收益率
低增长高通胀	7.07%
低增长低通胀	6.07%
高增长低通胀	1.47%
高增长高通胀	-2.81%

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

因此，从 2007 年至今，平均而言，当美国经济处于低增长高通胀和低增长低通胀状态，黄金能够有较为有吸引力的收益率；也就是无论通胀状况如何，美国的经济能否保持高速增长，将会成为黄金是否有配置价值的重中之重。

对于预测未来美国经济的状态，OECD 领先指标一般会领先于 GDP 约 1-2 个季度，这一指标从今年 3 月开始掉头向下，预示着可能美国的经济数据很有可能在今年第四季度初现疲态。从近期公布的数据看来，美国经济已经边际放缓，领先指标的预判已经在逐步得到验证。美国 11 月非农就业人数增幅和平均时薪增幅均低于预期，即便这是由于美国已经接近充分就业，但也说明就业市场的边际放缓已经成为既定事实。时薪增幅放缓和美股的下行，将会影响到居民收入，最终传导到消费这一美国经济的主要拉动力量上。而在投资上，前期特朗普政府针对企业的减税政策主要在前面几年体现，叠加市场利率的走高，使得投资的进一步上行困难重重。而且在第四季度同样将面临中美贸易摩擦导致中国企业“抢出口”造成的贸易逆差进一步扩大。消费投资和进口都有边际走弱的迹象，从 10 月以来开始的美股下行，在一定程度上是对于这一现象的预判和呼应。

图 7：美国 OECD 领先指标与 GDP 走势



数据来源：Bloomberg、兴证期货研发部

美联储言论从 11 月中旬开始由“鹰”转“鸽”从另一个侧面印证了经济增长的中期放缓。11 月中旬，美联储副主席克拉里达表示，有“一些证据”显示全球经济正在放缓；11 月 28 日鲍威尔发表讲话表态当前联邦基准利率略低于中性利率，与其 10 月接受外媒采访时表示利率距离中性利率还有很长一段路形成鲜明反差；此外，还有其他联储官员同样发表“偏鸽”言论。如果美国经济数据的边际走弱只是基于短期扰动因素，那么美联储的言论不会发生如此步调一致的转向。

经济数据的边际走弱对于美股市场并不是唯一的扰动因素，近期的中美贸易问题带来的不确定性使得资本市场参与者对此担忧加剧。与经济数据的边际回落相比，贸易摩擦的成因是长期的，影响和解决也将是长期的，将会成为压制美国股市和投资信心的长期因素，并且因其不确定性不定期给予市场脉冲性打击。

但是整体而言，美国经济依然处于健康的自循环状态，如果美联储放缓加息节奏，市场信心企稳，依然有回升动能。所以预判 2019 年美国先抑后扬。对于黄金的影响则是先扬后抑。

5.2 预计美元强势抑制黄金上行空间，但来年年中或有变化

传统上而言，美元指数和黄金大体上呈现负相关关系。这是因为，从商品的角度上而言，因其以美元为计价单位，美元的上涨是会使得这些以美元计价的商品相对更贵，所以价格需要下跌回到实际价值水平。但是美元指数和黄金的负相关关系又是在不断变化的。

表中可以看到，黄金和美元的负相关强弱在各个年份差距甚大，在各个时点上相关性也有着迥异。整体而言，在经济金融环境稳定的时段，黄金和美元的负相关关系会得到增强。根据前文的分析，尽管我们认为美国经济已经在构筑顶部，但是这并不意味着美国就此走向衰落，预计黄金和美元指数的负相关关系不会到特别低的区间，也就是如果美元指数继续强势，对于黄金是存在压力的。

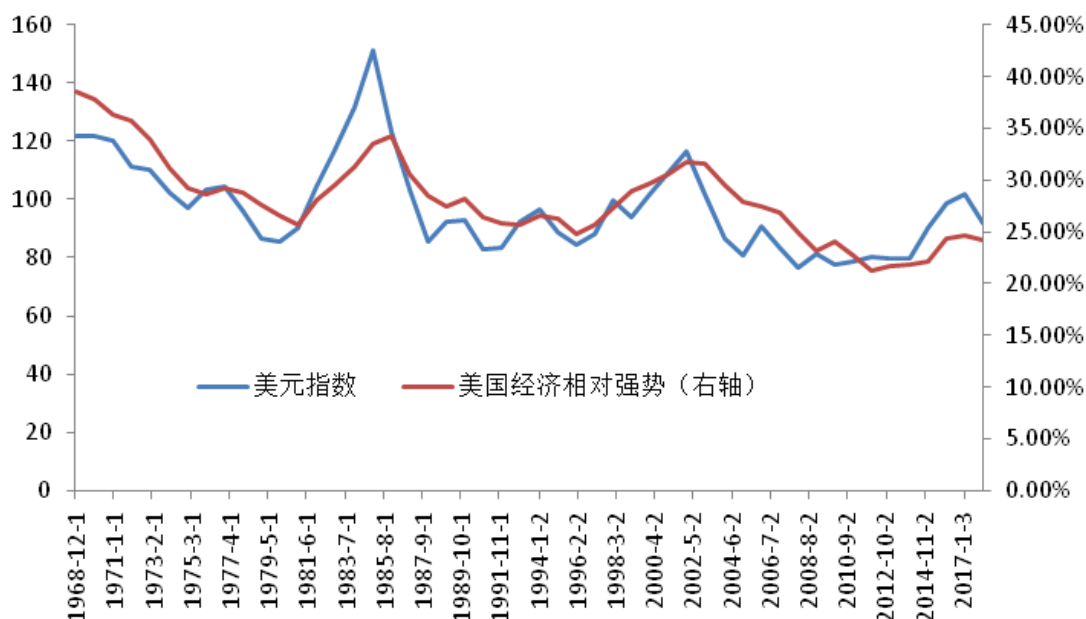
表 3：黄金和美元的负相关系数

时间	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
	-0.374	-0.386	-0.614	-0.768	-0.551	-0.442	-0.525	-0.559	-0.325
时间	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
	-0.222	-0.239	-0.483	-0.408	-0.435	-0.358	-0.376	-0.569	-0.608

数据来源：Bloomberg、兴证期货研发部

从美元指数的实际意义而言，美元指数理论上反应的是美国经济相对于其他经济体的经济状况，尽管在短期会受到其他因素的干扰，但是在中长期这样的思路不会发生变化。美元指数和美国 GDP 占全球比重显著的同向运行，在运行上步调较为一致。

图 8：长期美元指数和美国经济相对优势保持高度一致性



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

因此，对于美元指数本身的分析需要从经济数据入手。从 2012 年开始，美国经济就成为了带动全球经济的引擎，在这长达 6 年的引领过程中，尽管其本身的经济复苏也出现了反复，但其他主要经济体中，欧洲和日本经济依然处于低迷状态，无论内部还是外部都缺乏摆脱经济低迷泥潭的方式。更不用说英国脱欧问题还可能继续拖累经济。IMF 认为若出现无协议脱欧的情况，欧元区经济增速将下降 1.5 个百分点。因此，虽然我们认为美国经济边际放缓，加息步入后半程，增长力量有所衰竭，但比起虽然无济于事但还是在试图通过货币宽松自救的其他经济体，依然是属于“高帅富”。所以刨除掉经济数据和加息政策造成的短期影响，美元指数的中期强势会继续维持。

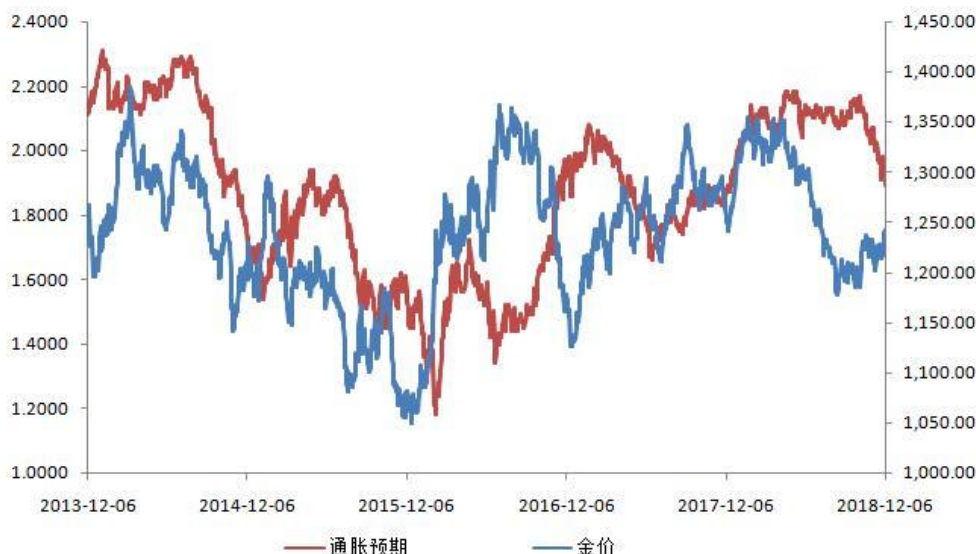
不过，如果按照前文分析，OECD 领先指标显示美国经济的边际走弱，并且如果指标持续下行，最早可能在 2019 年年中形成实质偏弱，那么届时美元指数的强势会面临一些变数。我们还将紧密观察这一指标的进展。

5.3 预计原油和通胀依然不是金市关注重点

回顾过去 50 年金价和通胀的情况可以看到，如果通胀升温和预期一致时，黄金的表现并不突出。黄金真正有效对冲通胀的时期寥寥无几，基本都是当通胀出现意外上升时，如上世纪 70 年代末石油危机时，黄金的确有超越其他资产的表现。因为如果通胀出现持续性上升，通胀升温和预期一致，则美联储通常会采取加息的方式来抑制通胀过快上升，这本身就会压制黄金。而如果此前大家对于通胀并无预期，当通胀出现意外上升时，加息的速度滞后于通胀的速度，则利好黄金。

图 9 中可以看到最近 5 年来，黄金和通胀预期的走势没有显著的关联性；最近 1 年来通胀预期持续上升，但并未影响到黄金价格。首先，市场前期已经预期有超过 2% 的通胀，这是超过美联储的调控水平的；第二，基于美国经济依然处于复苏状态，美联储仍有加息来控制通胀。

图 9：通胀预期和金价的关系并不如想象



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

所以这也就解释了从 2017 年以来，几个原油上涨的时段黄金并未跟涨，从二者相关性也可以看到，2017 年 6 月-2018 年 2 月，黄金和原油的相关性 0.038，今年 3 月到 6 月，和 8 月到 10 月，黄金和原油的相关性也分别只有 0.174 和 0.047。

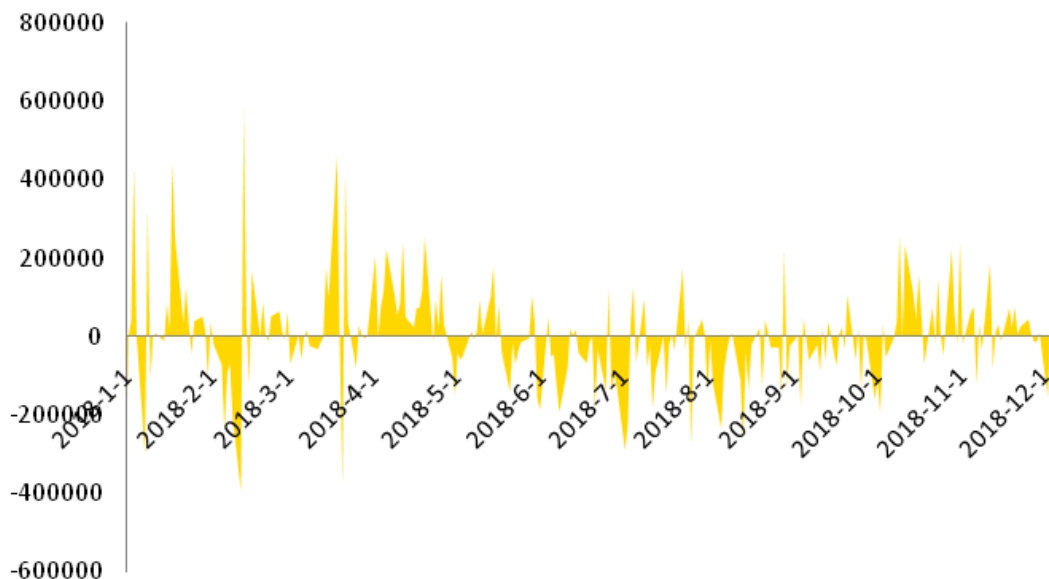
基于原油价格和通胀预期已经从高位回落，预计在 2019 年，原油和通胀依然不会是黄金市场的主线。

5.4 预计年初有批量资金流入黄金 ETF 投资

投资需求中的 ETF 基金及其他产品的黄金持有数据，是机构资金对于黄金中短期配置的最终体现。虽然在总需求中份额占比不大，但是变动极大，而且因其金融市场的敏感性，在某些时候会被市场当成一个前瞻风向标。

北美作为最大、流动性最好的以黄金 ETF 市场，占了第三季度流出量的 73% (75 吨左右)，以及年初至今流出量的近 90%。这种看空黄金的情绪也出现在美国期货市场，CFTC 持仓报告显示，纽约商品交易所报告了 2006 年以来最低水平的管理资产净做多仓。投机性净多仓位自 2001 年以来首次变成负值。低迷的投机资金流入的直接原因是今年以来美国其他风险资产强劲的表现，但其背后深层次的主要原因之一就是上文详细分析的美国经济强劲复苏。从 10 月开始，美股的大幅回调可能使得这一情况发生变化，这也是我们前期一直在强调的中线逻辑。不管这次是回调还是顶部的开始，从 Q4 开始，我们都看到了 ETF 资金在流入黄金市场。当然，数量非常有限，还不足以抵消前期的流出。

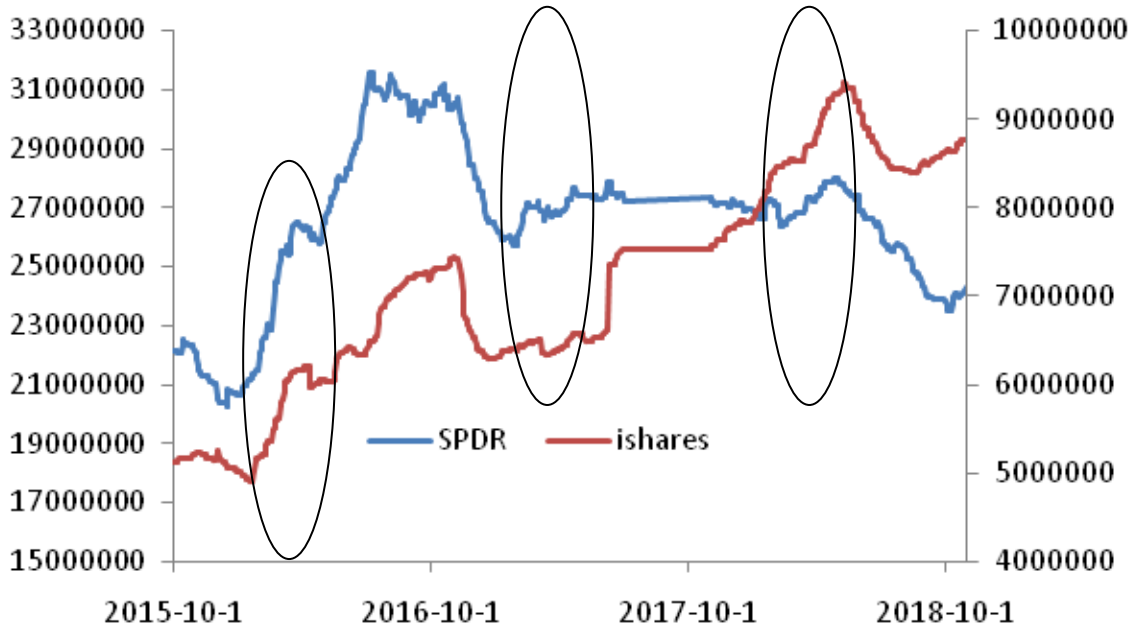
图 10: 全球黄金 ETF 持仓从 2018 年 10 月后开始回升



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

不过我们对资金没有大举进攻并不悲观，从全球最大的两个黄金 ETF-SPDR 和 ishares 的持仓可以看到，机构持仓如果需要增仓，在年初反应才更明显。所以目前资金有流入痕迹，但是暂时还没有大举进入，后期仍有继续入场潜能。预计随着年初资金的流入，黄金有望展开年初攻势

图 11: SPDR 和 ishares 的持仓量变化



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

6. 预计人民币先抑后扬，刺激年初黄金上涨幅度

当人民币存在贬值预期时，由于黄金的全球定价原理，买黄金相当于买美元，一方面可以获得美元相对升值的收益，另一方面可以获得黄金价格上涨的收益。因此，我们预判人民币的走势目的是为了掌握不同货币计价黄金的相对强弱。

2018年人民币走势跌宕起伏，尽管浮动机制反复调整，但回顾2018年，美元指数仍是人民币对美元汇率的最主要影响因素。根据上文的分析，美元指数可能在上半年保持强势，如果年中生变的话，则全年可能先扬后抑。那么对于人民币而言，则是先抑后扬的概率较大。

从中国自身的情况看来，中国经济的三驾马车可能集中在2019年Q1乏力。在消费方面，尽管从支出上看目前GDP贡献率消费占比超过70%，但是这样的占比对于一个发展中国家本来就是畸形的，目前已经难以找到消费增量了。一线城市消费被房产套牢，在贸易摩擦前景不明的情况下已经出现了“消费降级”；二线城市受制于中小制造业的低迷，就业出现问题，消费难以有大幅提升；三四线城市此前受益于棚改货币化，但现在红利也已经消失。投资方面，企业投资遭遇资金和信心的双重困境，大型基建投资也受制于资金来源。房地产目前去库存完毕，但是要鼓励供应可能还需要等待。在出口方面，“抢出口”现象导致了6-9月美国对外贸易逆差持续扩大，虽然中美贸易摩擦有所进展，抢出口可能维持到2月底，但是随着12月开始购买美国货物，出口难以成为拉动力量。

人民币兑美元汇率曾经一度接近7的水平，我们预计仍有进一步下行压力，尤其是春节后贸易谈判担忧再起，在2019年Q1将初步下行接近7。如果届时美国增长放缓的迹象更加明显，除非中美贸易摩擦失控，汇率的下行可能并不会太多。

7作为一个心理目标受到焦点关注，虽然基于经济基本面没有“死守”意义，但是为了防止“破7”后遭遇“空袭”，央行需要尽量延长在7上方的时间，以时间换空间等待中国经济重获回升动力。即便破7后，大概率至目前普遍心理预期位置7.2，也就是破7后再下探3%的水平。从年中开始，如果美元走软，叠加美国经济数据持续回落，则可能扭转颓势。

基于我们认为年初国际金价存在上涨空间，预计人民币计价的黄金或将在Q1迎来更大幅度上涨。

7. 结论

我们整体看好2019年的金价。尽管首饰需求增长乏力，但是投资需求有望崛起，加上稳固的央行购买需求，金价有望获得支撑。美国经济状况边际走弱、美国股市的持续回调也有利于机构资金选择在年初开始配置更多黄金资产，美元指数虽然在上半年大概率维持强势，但是更多是压制金价上涨空间，对于趋势无法改变。尤其是Q1，实物需求中的投资需求崛起，叠加机构资金的配置需求，会有一波年初攻势。预计上行幅度可能在10%左右，所以预计上方在1360美元/盎司一带。基于对人民币先抑后扬的看法，我们认为人民币金价有望在Q1获得更大幅度的上涨。

2019年下半年美国经济的边际走弱迹象可能扩展到更多数据上，美元指数可能走弱。如果这样的情况出现，则黄金可能在下半年还能维持上行；否则可能会因为首饰需求拖累整体需求而导致金价略有下行。悲观情况下，美国经济数据持续强劲，美联储加息加快，则黄金可能回落到1200美元/盎司一带，极端情况可能至1180美元/盎司一带。

预计全年国际金价运行区间在1180-1360美元/盎司。

铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升

2018 年 12 月 10 日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号：Z0012934

胡佳纯

从业资格号：F3048898

胡悦

从业资格号：F3050247

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

2018 年铜价表现疲软，截至 11 月 30 日，LME 铜跌幅达 14.67%，在六种基本金属中跌幅仅次于锌（23%），铅（22.82%）。

供应端，今年主要矿企铜矿产量恢复性增长，上半年全球前十大矿企铜矿产量增速达 9.41%，即使三季度产量增速下滑，但前三季度累计产量增速依然在 6.97% 高位，矿端产量释放传导到精炼铜产量增速维持高位，国内 1-10 月精炼铜产出增速达到 10.39%。需求端，国内铜消费大头 7 月份之前表现低迷，累计增速下滑至-16.60%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、传统汽车行业走弱，国内铜需求相对较弱。宏观层面，中美贸易摩擦此起彼伏，叠加国内金融去杠杆进程，打压铜金融属性，导致铜价年初至今表现相对低迷。

1. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018 年四季度铜矿供应增速大概率下滑至 2% 以下，预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价。

2. 2019 年国内精炼铜供应增速有限。国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 73 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

3. 海外精炼铜负面供应干扰加大，明年精炼铜供应增速难以提升。Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料（Mitsubishi Materials）在印尼 Gresik 的 30 万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

4. 国内电网投资支撑铜消费企稳，海外铜消费相对稳定。电力领域对铜消费占比在 50% 以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业变价转弱，

但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。

5.全球铜显性库存处于低位，可用天数不足 13 天。虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME 库存下滑至 2008 年下半年以来低位，目前不足 13 万吨，COMEX 库存自今年 5 月初的 23 万吨高位下滑至目前不足 12 万吨，下滑幅度达 50%。保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有 80 万吨，可用天数不足 13 天。低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

6.宏观层面风险因素对 2019 年铜金融属性压制力度有限。融资属性方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力出现降息，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性已经较弱，后期对铜融资属性压制力度有限。投机需求方面，从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。

综上，我们认为 2019 年铜供需将出现边际改善，叠加宏观层面对铜金融属性压制力度弱于 2018 年，铜价重心大概率会抬升。建议投资者等待宏观贸易战等风险因素释放阶段性做多铜价。仅供参考。

● 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家收货币进程超预期。

1.行情回顾：铜在有色金属中表现相对较差

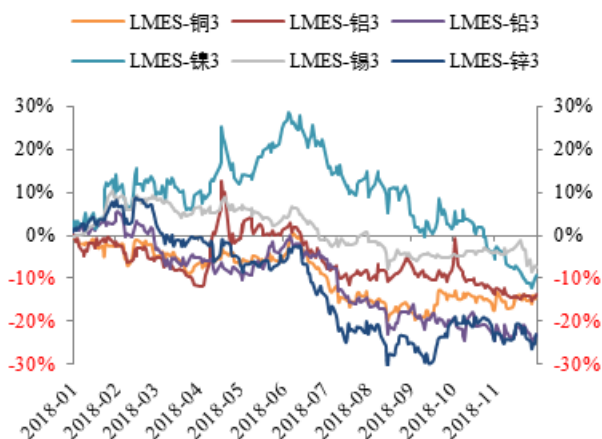
2018年铜价表现疲软，截至11月30日，LME铜跌幅达14.67%，在六种基本金属中跌幅仅次于锌（23%），铅（22.82%）。

供应端，今年主要矿企铜矿产量恢复性增长，上半年全球前十大矿企铜矿产量增速达9.41%，即使三季度产量增速下滑，但前三季度累计产量增速依然在6.97%高位，矿端产量释放传导到精炼铜产量增速维持高位，国内1-10月精炼铜产出增速达到10.39%。精炼铜供应压力明显高于去年。

需求端，国内铜消费大头7月份之前表现低迷，累计增速下滑至-16.60%，严重拖累铜消费，叠加本年空调、传统汽车行业走弱，国内铜需求相对较弱。

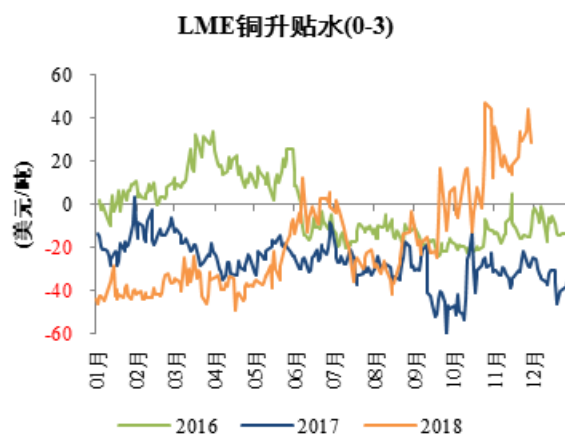
宏观层面，中美贸易摩擦此起彼伏，叠加国内金融去杠杆进程，打压铜金融属性，导致铜价年初至今表现相对低迷。

图 1：LME 各品种 2018 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：LME 铜升贴水季节性



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2.基本面：2019 年铜供需大概率边际改善

2.1 供应：铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解

根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018年四季度铜矿供应增速大概率下滑至2%以下，预期2019年全球铜矿产量增量41.3万吨，铜矿供应增速下滑至2%附近，远远低于2018年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

国内冶炼产能继续大规模投放，2019年预期有73万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

国外精炼铜冶炼干扰频发，明年精炼铜供应增速难以提升。Vedanta旗下40万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料（Mitsubishi Materials）在印尼Gresik的30万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，对海外精炼铜供应负面干扰有所加大。

我们认为受制于铜矿产量增速下滑，2019 年精炼铜供应压力将明显小于 2018 年，这将长期支撑铜价走强。

2.1.1 预计全球新增铜矿产量 41.3 万吨，增速下滑至 2%

A.三季度全球前十大矿企铜矿产量增速下滑至 2.33%，预期四季度产量增速下滑至 2%以下

上半年矿山释放速度较快，同比 2017 年上半年增 44.68 万吨（增速达 9.41%），主要是 Escondida(31 万吨)和 Grasberg(14 万吨)两个矿山产量增量，但这个增量并不是新增产能释放出来的量，而是对去年上半年这两个大矿山罢工导致的产量下滑的修复，剔除罢工的影响，铜矿基本没有新增的量释放。

三季度来看，矿企铜矿产量明显开始下滑至 2.33%，主要是对应去年下半年的高基数，还有就是今年三季度部分矿山生产受到意外因素的干扰。

Codelco 由于 Andina（安第那铜矿山）选矿厂工人罢工，以及检修、铜矿原矿品位下滑等原因，导致三季度产量大幅下滑 5.12 万吨（-10.85%）。

MMG 五矿资源由于 9 月份 LAS BAMBAS 矿区坑壁滑坡影响采矿，导致三季度产量环比大幅下滑 11.26%，2018 年全年产量也往下调了 3.5 万吨。

BHP 因火灾及硫酸泄露等意外因素影响，三季度铜产量环比大幅下滑 11.72%，同时调低 2019 财年铜产量 6 万吨（-3.48%）。

根据我们对 2018 年全球前十大矿企累计增量 56.42 万吨的预期，在前三季度增量已经有 51.67 万吨的情况下，预计四季度铜矿增量仅为 4.75 万吨，增速大概率下滑至 2%以下。

表 1：三季度主要矿企产量增速下滑至 2.33%

序号	公司名称	2018Q3 (万吨)	2017Q3 (万吨)	2018Q3 增量	2018Q3 同比	2018Q1-Q3 增 量	2018Q1-Q3 同 比	2018H1 同比
1	Codelco	42.08	47.20	-5.12	-10.85%	-2.69	-2.03%	2.86%
2	Freeport-McMoRan	45.63	45.18	0.45	1.00%	12.79	10.37%	15.78%
3	BHP	40.91	40.41	0.50	1.24%	31.09	30.53%	49.80%
4	Glencore	36.69	30.36	6.33	20.85%	11.66	12.32%	8.29%
5	Grupo Mexico	25.42	25.64	-0.22	-0.87%	-1.83	-2.44%	-3.25%
6	Antofagasta	18.83	18.02	0.81	4.50%	-2.12	-4.03%	-8.46%
7	Rio Tinto	23.05	19.58	3.47	17.72%	16.26	33.75%	44.72%
8	KGHM Polska	17.07	17.03	0.04	0.23%	-3.51	-7.01%	-10.75%
9	MMG	12.19	14.79	-2.60	-17.56%	-5.16	-11.76%	-8.81%
10	Anglo American	17.18	14.73	2.45	16.63%	5.45	12.67%	10.60%
	总计	268.66	262.54	6.11	2.33%	51.67	6.96%	9.41%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

表 2: 2018 年全球主要矿企产量增量 56.42 万吨

序号	公司名称	2016 产量 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2018E 增量	2018E 同比	2017 同比
1	Codelco	182.7	184.20	0.00	0.00%	0.82%
2	Freeport-McMoRan	191.51	169.51	5.90	3.48%	-11.49%
3	BHP	152.96	144.74	21.88	15.12%	-5.37%
4	Glencore	142.58	130.97	15.53	11.86%	-8.14%
5	Grupo Mexico	105.44	101.06	5.40	5.34%	-4.15%
6	Antofagasta	70.94	70.43	1.82	2.58%	-0.72%
7	Rio Tinto	77.35	67.53	13.02	19.28%	-12.70%
8	KGHM Polska	67.70	65.64	0.00	0.00%	-3.04%
9	MMG	50.35	59.82	-5.82	-3.88%	18.81%
10	Anglo American	57.71	57.93	6.57	11.34%	0.38%
11	First Quantum	53.95	57.40	56.42	5.54%	-3.96%
12	Vale	44.55	43.85	3.55	1.18%	4.88%
13	Norilsk	36.02	40.11	59.96	4.55%	-2.07%
14	Teck Resources	32.4	28.70	56.42	5.54%	-3.96%
15	Kazakhmys	14.35	25.85	3.55	1.18%	4.88%
16	洛阳钼业	24.88	24.88	59.96	4.55%	-2.07%
17	江西铜业	20.99	20.96	56.42	5.54%	-3.96%
18	紫金矿业	15.50	20.80	3.55	1.18%	4.88%
19	Lundin Mining Corp	25.70	20.30	59.96	4.55%	-2.07%
20	Barrick Gold Corp	18.82	18.73	0.21	1.11%	-0.48%
	前 10 大矿企	1059.56	1017.61	56.42	5.54%	-3.96%
	11-20 大矿企	287.15	301.57	3.55	1.18%	4.88%
	前 20 大矿企	1346.71	1319.18	59.96	4.55%	-2.07%
	全球-ICSG		2006.10			

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

B.预期 2019 年铜矿产量增量 41.3 万吨，增速下滑至 2%

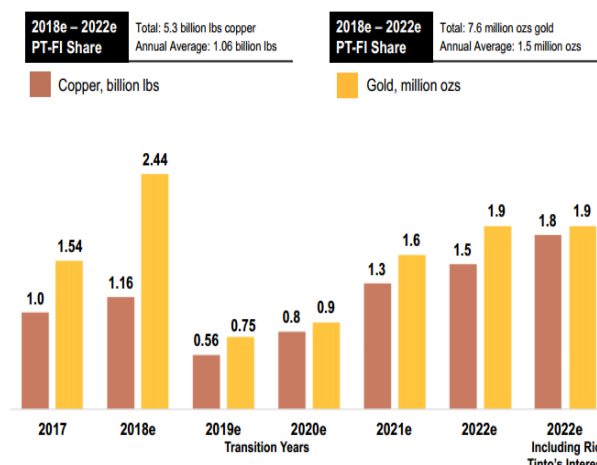
2019 年主要的矿山增量有两个，First Quantum 在巴拿马的 cobre Panama 项目，Glencore 在刚果金的 katanga 地区矿山产量继续释放 15 万吨。其它还有 Codelco 旗下的 Chuquicamata 释放大约 8.5 万吨，以及墨西哥集团子公司南方铜业在秘鲁的 Toquepala 释放 5 万吨的增量，我们预计 2019 年铜矿增量大约有 68.5 万吨。

但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。

结合 Grasberg 的减量，我们预计 2019 年铜矿产量只有 41.3 万吨，增速下滑至 2%附近，远远低于 2018 年铜矿产出增速。

表 3: 2019 年全球矿山产量或增量 41.3 万吨 图 3: Grasberg 露天开采转为地下开采销量规划 (10 亿磅)

公司名称	矿山名称	2019 增量: 万吨
增量:		
First Quantum	Cobre Panama	15
Glencore	katanga	15
Codelco	Chuquibambilla	8.5
Grupo Mexico	Toquepala	5
其它		25
小计		68.5
减量:		
Freeport-McMoRan	Grasberg	-27.2
合计		41.3

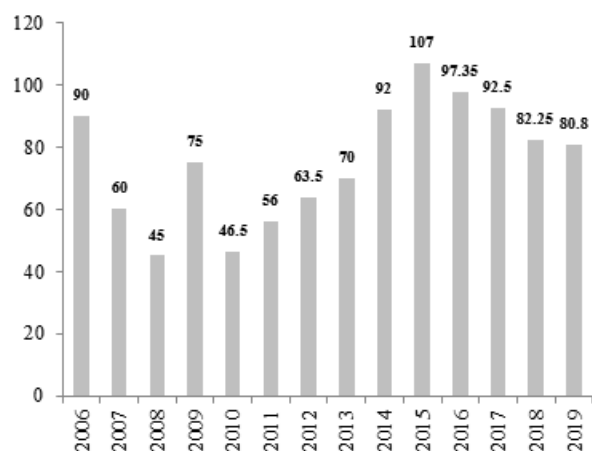


数据来源: 公司公告, SMM, 兴证期货研发部

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

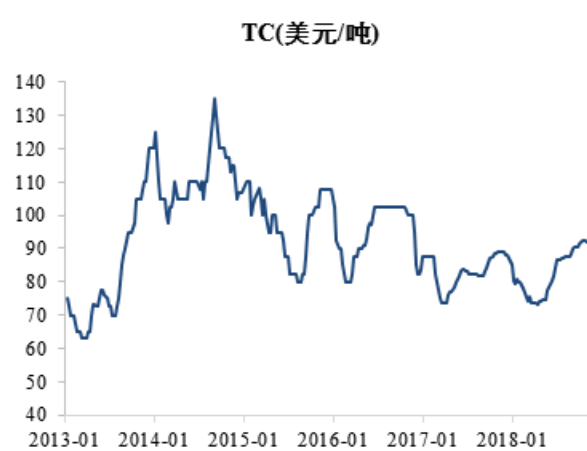
2018 年 11 月在上海 CESCO 会议期间, 江西铜业与智利 Antofagasta 谈定 2019 年铜精矿长单 TC 为 80.8 美元/吨, 环比 2018 年长单下滑 1.45 美元/吨, 显示市场对明年铜精矿产量增速下滑预期基本一致。

图 4: 2019 年铜精矿长单 TC 下滑 1.45 美元/吨



数据来源: 新闻整理, 兴证期货研发部

图 5: 短单加工费 TC 仍维持在 90 美元/吨上方

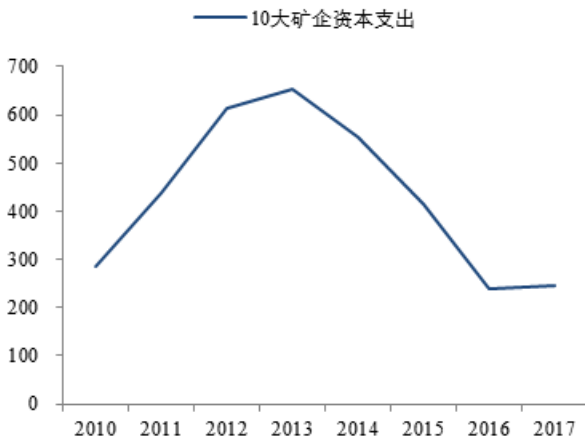


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

C. 2017 年矿企资本支出有所抬升, 但从供应周期看, 2018 年以后新增铜矿产能有限

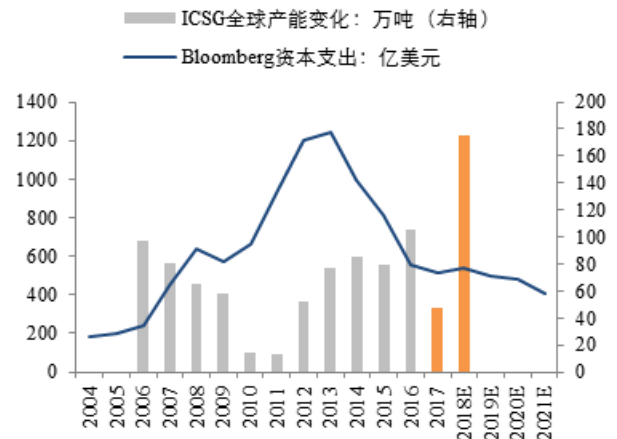
随着 2016 年铜价低位回升, 矿企盈利能力回暖, 经历 2013-2016 年矿企资本支出的大幅下滑后, 2017 年主要矿企资本支出小幅回升至 246.72 亿美元。但从铜矿的产出规律看, 一般资本支出 5-7 年才会有铜矿产出释放, 短期资本支出增加对未来 1-2 年铜矿产量提振有限。我们维持前期的判断, 由于矿企在 2012/2013 资本支出达到顶峰, 2018 年以后铜矿产能释放大概率逐步进入放缓周期, 铜矿端产出下滑将长期成为支撑矿价的关键因素。

图 6: 2017 年 10 大矿企资本支出小幅回升(亿美元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 矿企资本支出与矿山产能释放



数据来源: Bloomberg, Wind, 兴证期货研发部

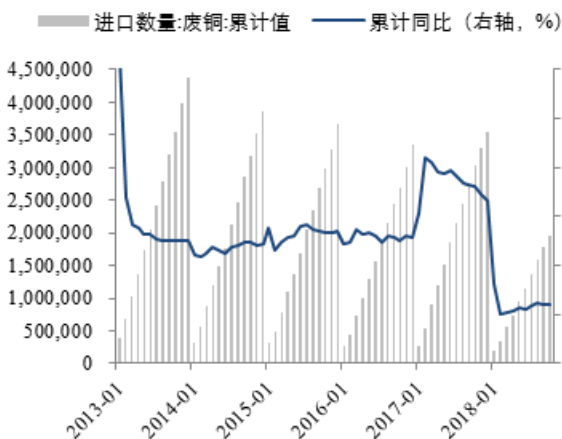
2.1.2 2019 年开始全面禁止七类废铜进口

A.2019 国内将全面禁止七类废铜进口，预计全年影响废铜进口量 15 万金属吨左右。

截至 2018 年 11 月 29 日，国内限制进口类固废第二十五批批文发布，前二十五批废铜进口批文数量为 99.97 万吨，较 2017 年全年 300.58 万吨，同比减少 66.74%。

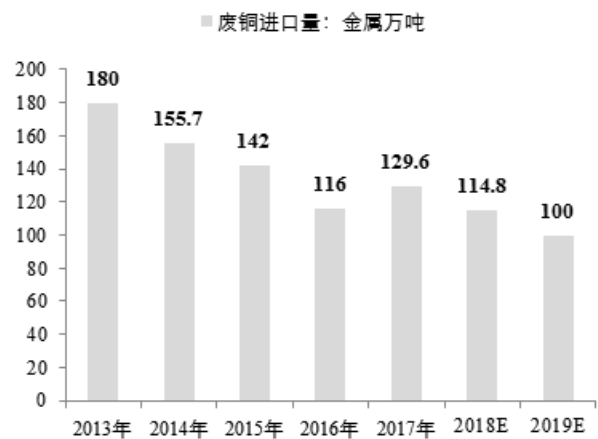
2018 年 1-10 月废铜进口数量仅为 194.68 万吨，同比减少 35.60%，但由于部分七类废铜通过转为六类进入国内，导致进口废铜含铜品位从 2017 年平均的 37%，上升至 56%左右，虽然进口实物大幅下滑，但进口的废铜金属吨减少量仅为 15 万吨左右。2019 年国内将全面禁止七类废铜进口，SMM 预估明年进口废铜减少影响的金属量大致在 15 万吨左右，基本与今年持平。

图 8: 2018 年前 10 月废铜进口同比减少 35.60%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: 预计 2019 年减少 15 万金属吨废铜进口



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

B.废铜供应减少，精铜有一定替代性需求增量

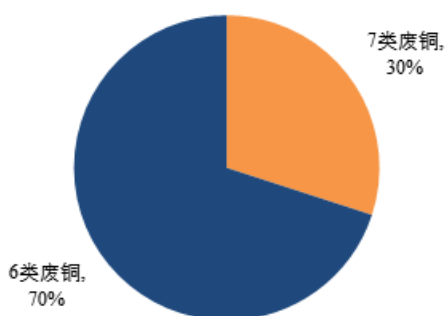
从我们年中对广东地区铜材市场调研的结果看，一方面，部分铜材产线，由于废铜紧缺，更多选择增加精铜作为原料，另一方面，目前铜材新增产线，基本以精铜作为原料，精铜替代废铜生产铜材的比例上升，精铜需求有一定的替代性增量。

国内废铜回收方面，一是国内废铜回收循环体系并未很好的建立起来，虽然国内已经进入家电汽车等用铜产品的淘汰周期，但实际进入废铜贸易循环的量并不多。二是废铜税票政策收紧，国内大规模废铜回收仍存在一定难度。

综合来看，明年由于废铜供应的减少，精铜需求仍有一定的替代性增量。

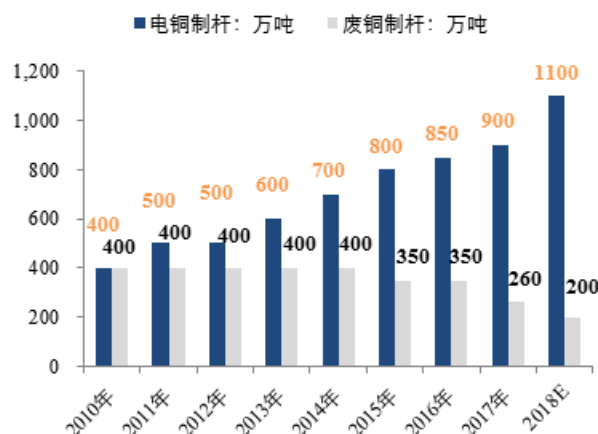
图 10：进口废铜分布

六类、七类废铜进口占比（金属吨）



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 11：废铜制杆产能下滑



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

2.1.3 国内冶炼产能继续扩张，但原料端限制精炼铜供应增速

由于近几年铜矿加工费处于高位，冶炼厂相对赚钱，国内冶炼产能近两年开始大规模投放，据 SMM 统计 2018 年国内投产粗炼产能 90 万吨，精炼产能 100 万吨。

2018 年前 10 月国内精铜产量增速达 10.39%，但从下半年开始，国内环保趋严，冶炼厂检修增多，8 月开始国内精铜产量增速开始掉头下滑，10 月单月精铜产量同比出现-0.26%的下滑。

预计 2019 年国内粗炼冶炼产能大约投放 73 万吨，精炼产能投放 93 万吨，但受制于原料端铜矿产量增速下滑以及废铜进口的减少，预计明年国内精炼铜产量增速会大幅下滑，国内精铜供应压力大概率会远远小于 2018 年。

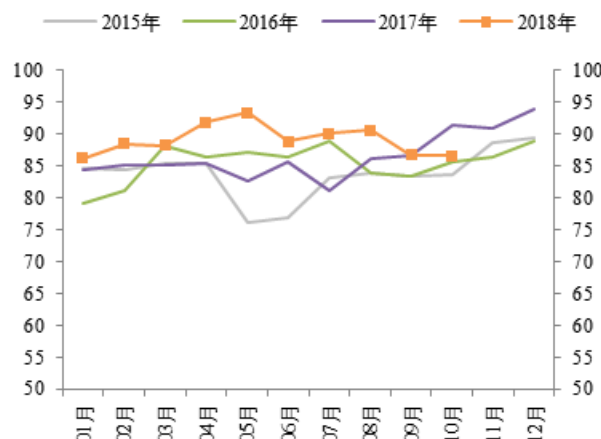
表 4：预计 2019 年国内冶炼产能投放量达 73 万吨

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019 年 5 月
广西南国铜业有限公司	20	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 1 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2019 年年底
紫金铜业有限公司	8	8	铜精矿	2019 年 Q4
黑龙江紫金铜业有限公司	10	10	铜精矿	2019 年
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2019 年 10 月
小计	73	93		

数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12: 1-10 月国内精炼铜产量同比增长 10.39%

图 13: 10 月国内冶炼企业开工率下滑至 86.66%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 5: 冶炼厂 2018 年下半年检修及限产力度加大

公司名称	产能	开始时间	结束时间	检修环节	产量影响 (万吨)	备注
湖南五矿	10	7 月 1 日	7 月 16 日	检修	0.48	正常检修
浙江富冶	36	7 月	7 月	限产	1.5	环保压力, 限产
金玺铜业	10	7 月	7 月	限产	0.09	环保压力, 限产
江西铜业	100	7 月	7 月	限产	0.5	环保压力, 限产
云南锡业	10	8 月	8 月	检修	*	计划是 6 月, 但推迟
吉林紫金	12	8 月	8 月	计划检修	*	不影响产量
赤峰云铜	20	8 月	8 月	粗炼检修	0.5	环保所致
山东恒邦	15	8 月	8 月	检修	0.47	9 月新增所致
侯马冶炼	10	8 月	8 月	粗炼和精炼	0.4	环保所致
山东方圆	55	9 月	9 月	粗炼	1.5	影响
中原黄金	35	9 月	9 月	粗炼	0.5	影响
大冶有色	55	10 月 1 日	15 日	粗炼	0.3	预计影响
总计	368				6.24	

数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

2.1.4 外生因素干扰海外冶炼厂生产

Vedantan 旗下位于印度 Tami Nada 邦的 40 万吨 Tuticorin 冶炼厂（印度第二大冶炼厂）自今年 3 月 26 日因为环保等原因关停以来，复产遥遥无期。虽然 Silvassa 精炼厂一直开启，但由于缺乏粗炼原料，2018 年二季度只生产 2.4 万吨精炼铜，三季度下滑至 1.6 万吨。印度 2017 年精炼铜产量仅为 84.5 万吨，Tuticorin 冶炼厂持续关停对印度本国精铜供应影响巨大。

表6: Vedanta阴极铜产量 (万吨)

年份-截至0331	矿铜产量 -赞比亚	阴极铜产量 -赞比亚	阴极铜产量 -印度
2013财年	15.9	21.6	35.3
2014财年	12.8	17.7	29.4
2015财年	11.6	16.9	36.2
2016财年	12.3	18.2	38.4
2017财年	9.4	18	40.2
2018财年	9.1	19.5	40.3
2019财年1季度	2.3	4.6	2.4
2019财年2季度	2.5	4.9	1.6

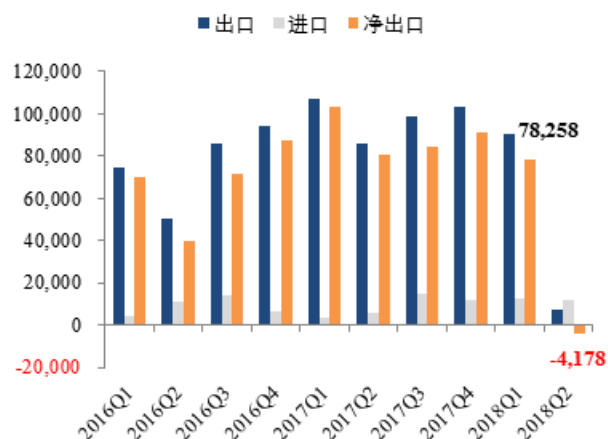
数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图 14: 2017 年印度精炼铜产量仅为 84.5 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 印度 2018 年二季度转为精炼铜净进口国 (吨)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

此外, 由于氧气供应商出现问题, 位于印度尼西亚年产能 30 万吨的 Gresik 冶炼厂检修时限延长一个月。Gresik 的原料基本来自 Freeport 旗下 Grasberg 铜矿, 本次意外导致的检修时间延长使得 Grasberg 铜矿大量流向现货市场, 短期助推铜精矿 TC 走高。随着 Gresik 冶炼厂检修持续, 对海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

2.1.5 供应端小结

通过以上分析, 我们认为, 明年全球铜矿产量增量仅为 41.3 万吨, 增速大概率下滑至 2% 左右。国内冶炼产能继续高速投放, 2019 年预计投放的粗炼产能达 73 万吨, 但由于新投放冶炼产能基本全部以铜精矿作为原料, 叠加 2019 年开始国内全面禁止七类废铜进口, 我们预计明年国内精铜供应增速将远远低于 2018 年。

海外意外因素干扰精炼铜产出。Vedantan 旗下 40 万吨冶炼厂复产遥遥无期, 叠加近期印度尼西亚年产能 30 万吨的 Gresik 冶炼厂检修意外延长, 对海外精铜供应干扰力度加大。

综上所述, 我们认为, 明年铜供应端压力将明显缓解, 这是我们对明年铜价相对乐观的主要逻辑支撑点。

2.2 需求：国内电网投资支撑铜消费企稳，海外相对稳定

国内电网投资在下半年逐步回升，支撑铜消费企稳。新能源汽车驱动的铜消费前景广阔，但由于目前基数相对较小，对铜消费拉动相对有限，其它消费领域如空调、传统汽车表现相对低迷，拖累铜需求。但整体看，因为电力领域对铜消费占比在 50%以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。

海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业边际转弱，但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

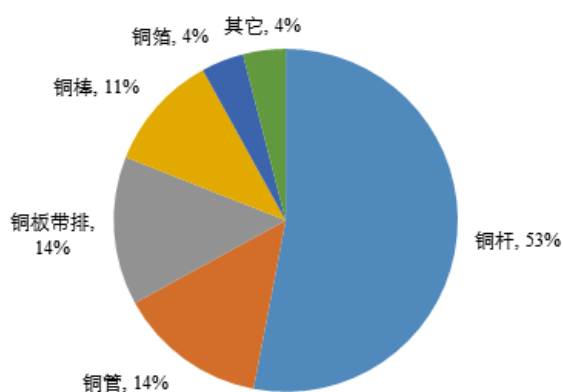
结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。

2.2.1 电网投资支撑国内铜消费企稳

A. 冬季消费旺季将推升铜管开工率逐步回升

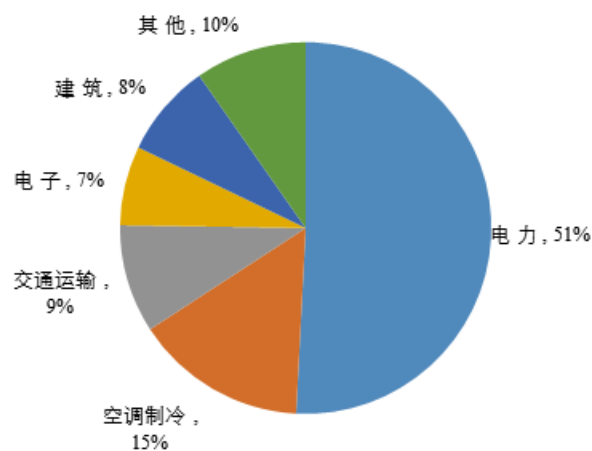
由于下游空调、传统汽车等领域表现低迷，下半年开始铜管与铜板带箔企业开工率明显下滑，尤其铜管开工率下降至 5 年来低位。往后看，11 月开始，随着冬季来临，空调行业即将步入消费旺季，铜管消费预计好转，开工率将明显回升。据 SMM 调研，预计 2018 年 11 月铜管企业开工率为 71.90%，环比增加 7.70%。

图 16：国内铜消费按品种分布



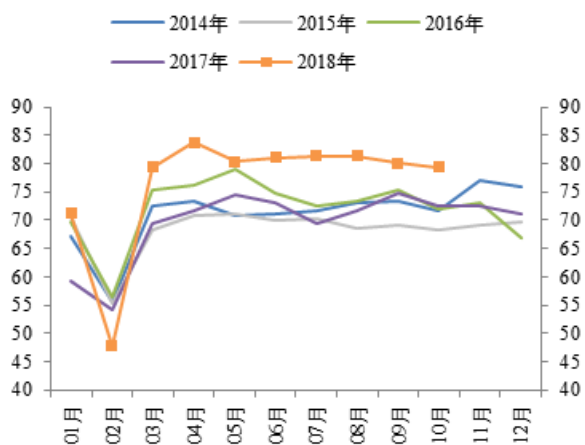
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图 17：国内铜终端消费行业分布



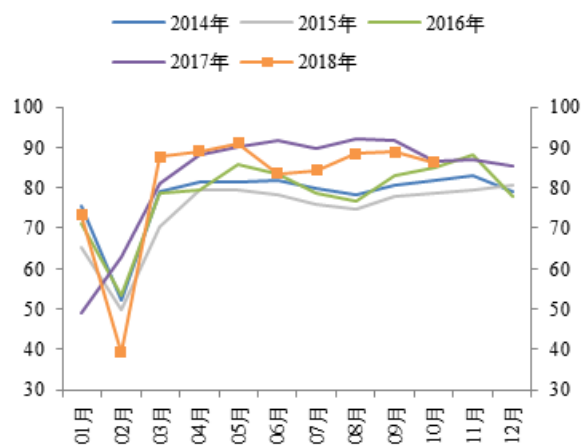
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 18: 铜杆企业开工率



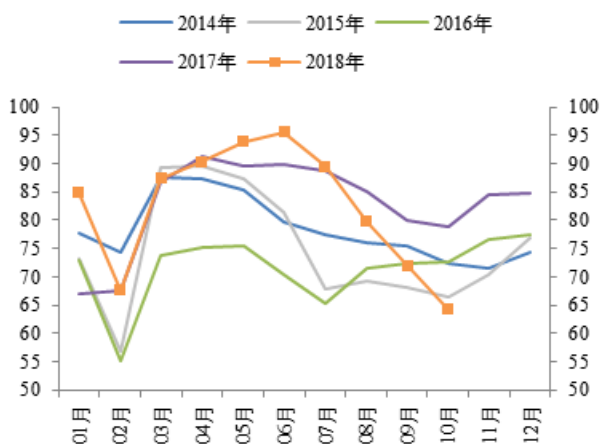
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 19: 电线电缆企业开工率



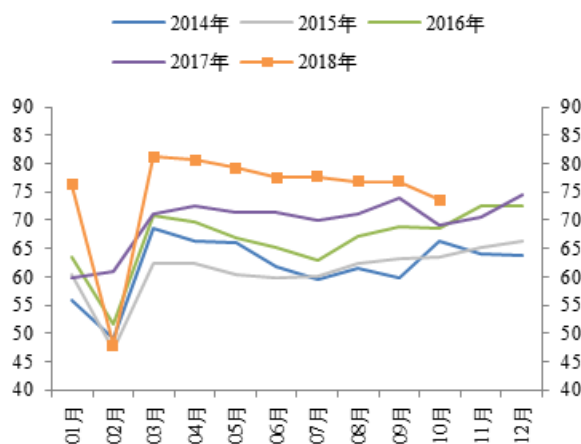
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 铜管企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: 铜板带箔企业开工率



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

B. 8 月份开始国内电网投资逐步回升, 支撑国内铜消费企稳

1-10 月全国电网基本建设投资完成额 3814 亿元, 同比下降 7.60%, 10 月单月 441 亿元, 同比大增 11.63%, 今年 8 月开始电网投资逐步回暖

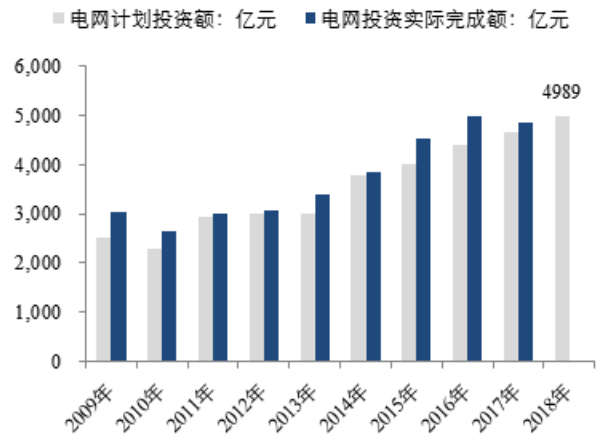
2018 年国家电网计划投资额 4989 亿元, 同比 2017 年计划额增 7.12%, 同比 2017 年实际完成额增 2.78%, 预计下半年电网投资力度将有所加大

图 22：8 月开始国内电网投资逐步回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：国家电网 2018 年计划投资额 4989 亿元

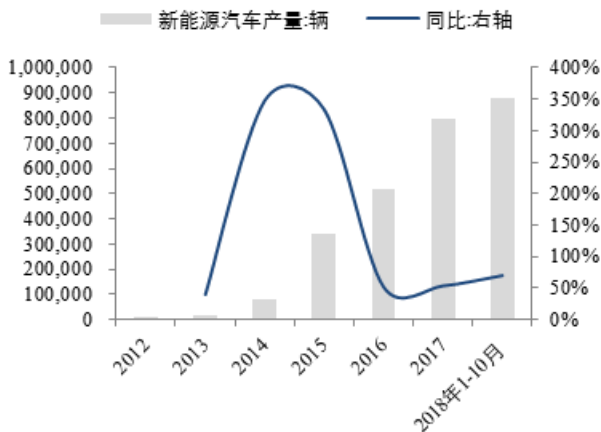


数据来源：国家电网，兴证期货研发部

C. 新能源汽车维持高增长，精铜消费前景广阔

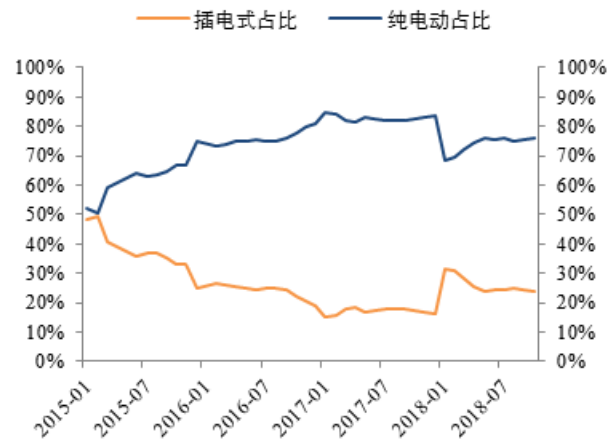
1-10 月新能源汽车产量达到 87.9 万辆，同比增长 70%。假定新能源汽车平均用铜量在 80KG 左右，2018 年新能源汽车产量同比 2017 年增 50%，达到 120 万辆左右，预计 2018 全年用铜 9.6 万吨左右，基数还是相对较小。但长期看，由于目前新能源汽车在各个国家得到大力推广，未来新能源汽车对铜消费前景广阔，Glencore 财报数据预测，到 2020 年新能源汽车领域将额外带动 39 万吨铜的消费量

图 24：1-10 月新能源汽车产量同比增长 70%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：新能源汽车产量结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

D. 空调表现低迷，冰箱、洗衣机等家电同样不乐观

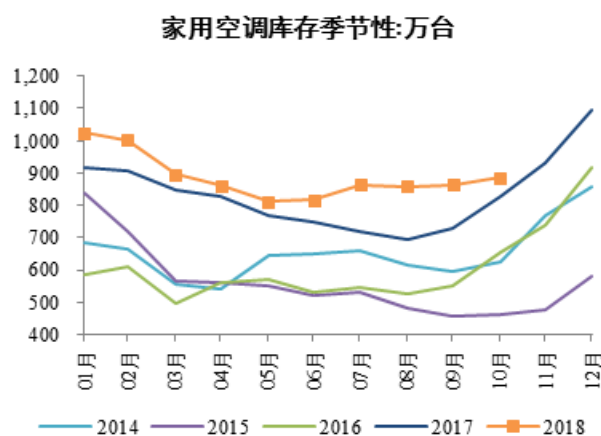
1-10 月份国内家用空调总产量 12874.5 万台，同比增幅收窄至 4.59%。10 月单月产量仅为 772.6 万台，同比大幅下滑 20.40%。但目前接近冬季，空调行业将进入消费旺季，空调企业需要提前准备生产，需求提前传导到铜管供给端，11 月份开始订单将逐渐有趋好趋势。从历史数据来看，每年的 11 月份空调产销量都会开始回升，而铜管开工率也会随之提升。据 SMM 调研，预计 11 月铜管企业开工率为 71.90%，环比增加 7.70%。

图 26: 1-10 月份国内家用空调产量同比 4.59%



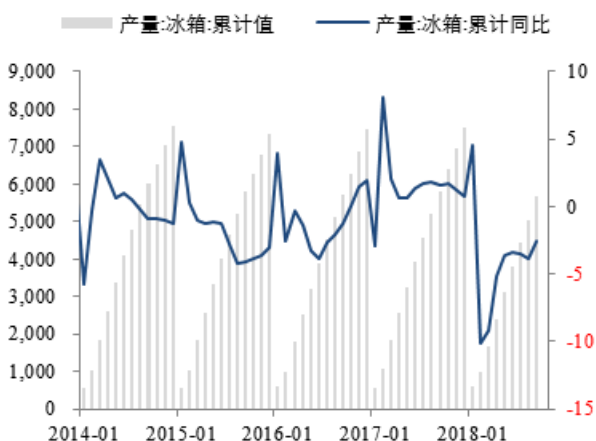
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 空调库存季节性高位



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 冰箱产量负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 洗衣机产量增速低位



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

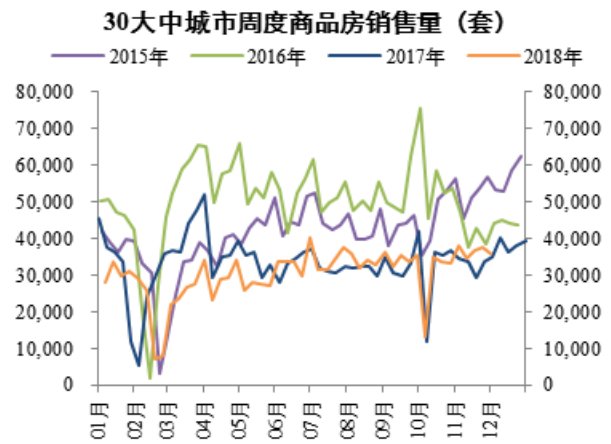
家电本年表现较差的一个主要原因是房地产销售下滑逐步传导到房屋装修对家电的购置。2017 年房地产销售面积增速从 2016 年 22.50% 高位下滑至 7.7%，2018 年房地产销售增速继续下滑，1-10 月累计增速下滑至 2.2% 低位。从高频数据看，全国 30 大中城市下半年以来有所好转，但截至 12 月初周均成交套数同比 2017 年仍然下滑 -9.32%。

图 30：2017 年初开始房地产销售高位下滑



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31：30 大中城市房地产周度销量同比去年低 9%



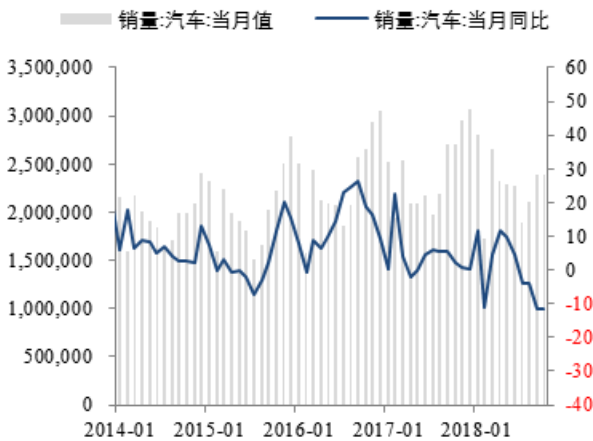
数据来源：Wind，兴证期货研发部

E.传统汽车 10 月单月产量出现-10%的负增长

下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑，据中国汽车工业协会数据显示，2018 年 5 月全国共生产汽车 233.45 万辆，同比大幅下滑-10.34%，1-10 月生产汽车 2282.6 万辆，同比出现-0.57%的负增长。

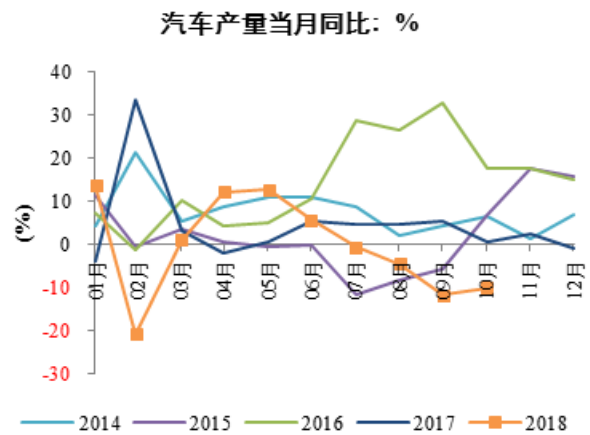
短期来看，11 月前三周乘联会统计的日均销量增速仍在-20%以上，传统汽车产业未见复苏迹象。

图 32：汽车销量低迷



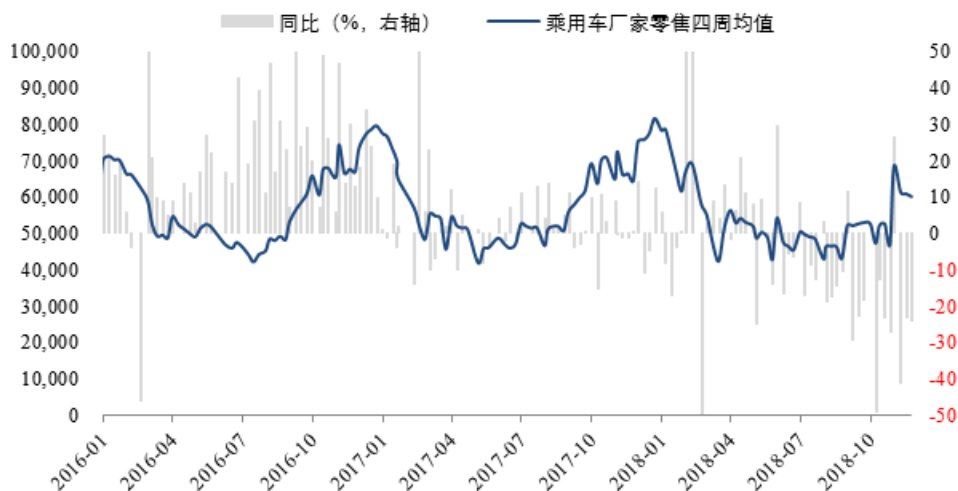
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 33：9/10 月汽车产量连续出现-10%以上负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 34: 乘联会 11 月汽车销量仍未见好转 (单位: 辆/日)

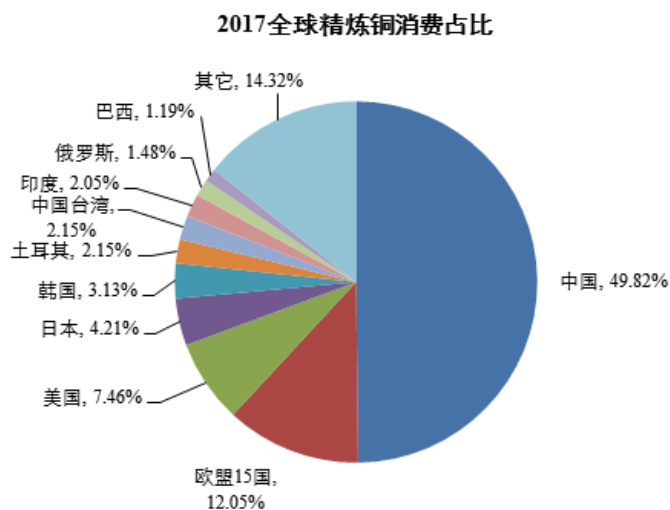


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.2 美国制造业一枝独秀, 预计海外铜消费整体平稳

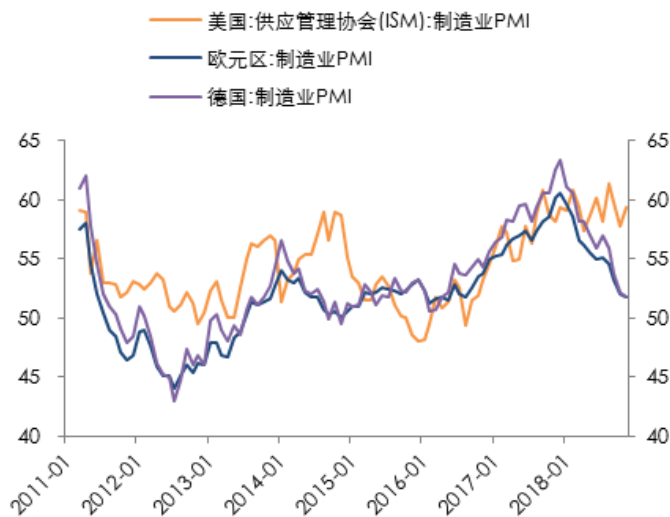
美国实体经济一枝独秀, 欧洲制造业边际转弱, 但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态, 尤其美国, ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

图 35: 欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 36: 美国制造业表现强劲



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 库存：三大交易所库存叠加保税区库存低位，可用天数不足

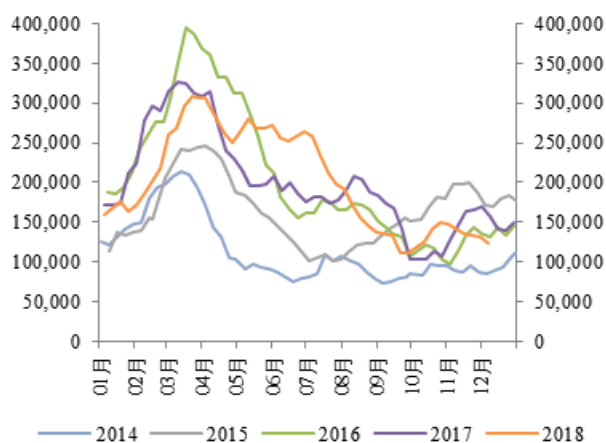
13天

由于今年废铜因素影响及海外冶炼厂意外因素干扰精铜生产，全球显性库存快速下滑。

虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME库存下滑至2008年下半年以来低位，目前不足13万吨，COMEX库存自今年5月初的23万吨高位下滑至目前不足12万吨，下滑幅度达50%。保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有80万吨，可用天数不足13天。

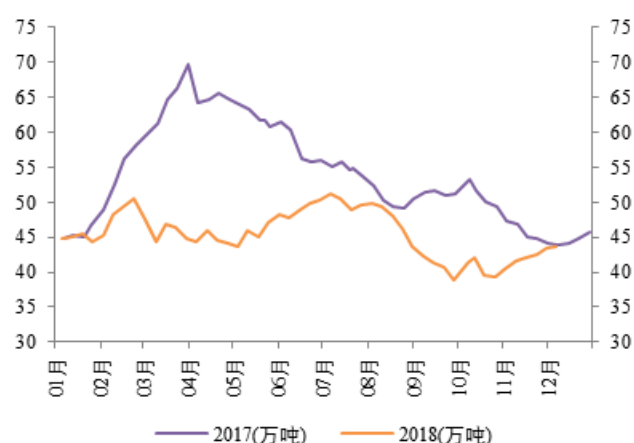
根据前文对精炼铜供需的分析，我们认为明年精炼铜显性库存很难出现累库现象，低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

图 37: SHFE 库存季节性 (吨)



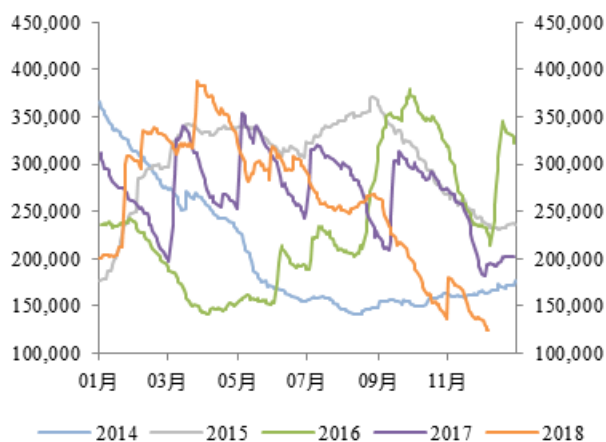
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38: 保税区库存季节性 (万吨)



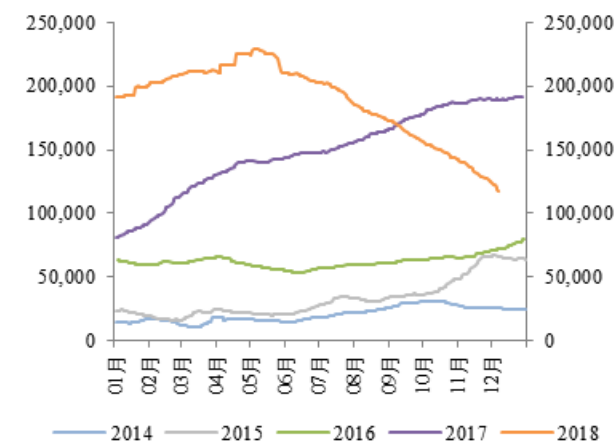
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 39: LME 库存季节性 (吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 40: COMEX 库存季节性 (吨)



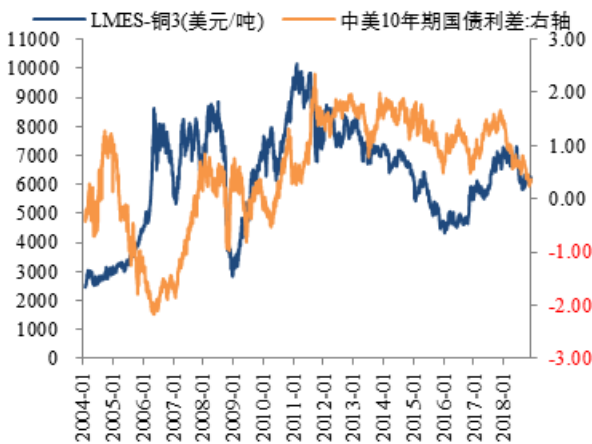
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.宏观：宏观层面风险因素对铜金属属性压制力度有限

A.铜的融资需求已经较差，明年对铜的压制力度有限。

铜的金融属性主要体现在融资、投资、投机三个方面。融资需求方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力降息降准，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性较弱，明年对铜的压制力度有限。

图 41：中美利差持续收窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 42：人民币汇率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

B.美国明年加息进程可能放缓，将一定程度缓解对铜的投机属性的抑制

年内美国已经加息三次，市场预期 12 月份大概率第四次加息至 2.50%，但从历史数据看，只要加息进程没有实质性损害实体经济，导致铜的商品需求下滑，铜价出现大跌的几率不大。从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。

图 43: 美联储加息与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.结论: 铜矿产量增速下滑至 2%，铜价重心抬升

1. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。根据我们对全球主要矿企产量预期来看，2018 年四季度铜矿供应增速大概率下滑至 2% 以下，预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价。

2. 2019 年国内精炼铜供应增速有限。国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 73 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿增速下滑，预计明年国内精炼铜供应增速有限。

3. 海外精炼铜负面供应干扰加大，明年精炼铜供应增速难以提升。Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能继续关停，叠加近期三菱材料 (Mitsubishi Materials) 在印尼 Gresik 的 30 万吨冶炼厂因氧气供应问题延长检修期限，海外精炼铜供应负面干扰逐步加大。

4. 国内电网投资支撑铜消费企稳，海外铜消费相对稳定。电力领域对铜消费占比在 50% 以上，随着国家通过稳基建刺激经济政策逐步推进，电网投资大概率会继续回升，我们对明年国内铜消费不悲观，预计维持低速增长状态。海外方面，美国实体经济一枝独秀，欧洲制造业变价转弱，但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态，尤其美国，ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。结合海内外来看，我们对明年铜消费不悲观，预计消费增速在 2.5-3% 之间。

5. 全球铜显性库存处于低位，可用天数不足 13 天。虽然今年国内铜产量增速较快，但由于废铜进口限制影响，存在一部分精炼铜替代性需求增量，即使国内铜终端行业不佳，国内铜库存并未出现明显的累库迹象。海外方面，LME 库存下滑至 2008 年下半年以来低位，目前不足 13 万吨，COMEX 库存自今年 5 月初的 23 万吨高位下滑至目前不足 12 万吨，下滑幅度达 50%。

保税区由于近期国内冶炼厂出口出现增加，但仍低于去年同期。目前三大交易所库存叠加保税区库存仅有 80 万吨，可用天数不足 13 天。低库存条件下，铜价出现大跌概率不大。

6.宏观层面风险因素对 2019 年铜金融属性压制力度有限。融资属性方面，随着美国加息，中美利差持续收窄，目前中美十年期国债收益率仅相差 0.37%，如果明年美联储延续加息进程，而国内为应对经济下行压力出现降息，中美利差很可能出现倒挂。叠加人民币升值动力不足，铜的融资需求属性已经较弱，后期对铜融资属性压制力度有限。投机需求方面，从 11 月美联储议息会议纪要来看，美国实体经济依旧较强，但考虑到 2019 年减税效应减弱，贸易摩擦对经济的负面冲击，2019 年加息次数可能会低于前期的预期，对铜投机属性压制力度将弱于 2018 年。

综上，我们认为 2019 年铜供需将出现边际改善，叠加宏观层面对铜金融属性压制力度弱于 2018 年，铜价重心大概率会抬升。建议投资者等待宏观贸易战等风险因素释放阶段性做多铜价。仅供参考。

5.风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；中国宏观经济超预期下滑；欧美国家收缩货币进程超预期。

精炼镍供应下滑，镍价不悲观

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2018年镍价波澜壮阔。6月份之前在新能源汽车三元材料乐观预期，环保抑制NPI生产等因素推动下，镍价表现强势，LME镍一度涨破16000美元/吨，但随着下半年宏观预期悲观，硫酸镍产量持续大幅不及预期，印尼NPI、不锈钢回流，国内NPI投产预期等因素冲击下，镍价一蹶不振，截至12月5日，LME镍价跌至11000美元/吨，距6月初高点跌幅超过30%。

● 后市展望及策略建议

1. 全球精炼镍产量下滑

海外主要上市企业精炼镍产量负增长。从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季原生镍产量同比减少近-6%，从已公布的2019年主要企业产量预期看，明年海外主要企业镍产量仍不乐观。更长周期看，由于2012年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿HPAL项目资本支出锐减，未来3-5年精炼镍供应很难出现回升。这是我们认为对2019年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

国内精炼镍产量连续4年负增长。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，国内部分企业逐步退出精炼镍冶炼市场，国内电解镍产量自2015年开始负增长，今年1-10月电解镍累计生产11.92万吨，同比下滑8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

2. 不锈钢产业链对精炼镍消耗预期下滑

NPI高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量。2019年预期国内NPI产量增加4万吨，至48万吨金属量。印尼大幅增加14万吨，至39万吨金属量。中国与印尼两国明年NPI整体的产量增速仍在26%左右。随着印尼NPI回流至国内，NPI对精炼镍在不锈钢生产中替代力度逐步加大，预

计 2019 年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近 6 万吨，至 20 万吨左右。

不锈钢自身供需偏弱，对精炼镍的需求难言好转。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放，进口到国内，国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有 110 万吨左右的产量增量，预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费疲软，导致不锈钢库存持续攀升。虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观，对精炼镍的需求难言好转。

3. 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓。

预计 2018 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为 2.4 万吨，2019 年虽然仍维持增长，但对镍的消耗增量有限，SMM 预计 2019 年国内硫酸镍消耗的金属镍大约 3.2 万吨，同比 2018 年增量不足 1 万吨。但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源电池产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。

4. 入库量急剧萎缩，驱动 LME 镍库存大幅下滑。

LME 库存下降的最主要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/11 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入库量的大幅下滑，与前文分析的精炼镍产量持续将吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

综上，虽然 2019 年不锈钢领域，以及硫酸镍消耗金属镍的增量不太乐观，但我们认为全球精炼镍已经发生实质性减产，且由于硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出从 2012 年开始大幅下滑，未来 3-5 年精炼镍供应大概率维持负增长，我们认为对 2019 年镍价不应太过悲观。仅供参考。

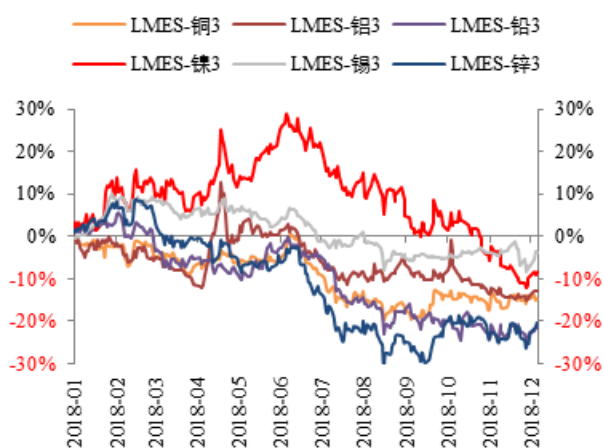
● 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；NPI 产量超预期释放；不锈钢基本面持续恶化。

1.行情回顾：镍在有色金属中波动最大

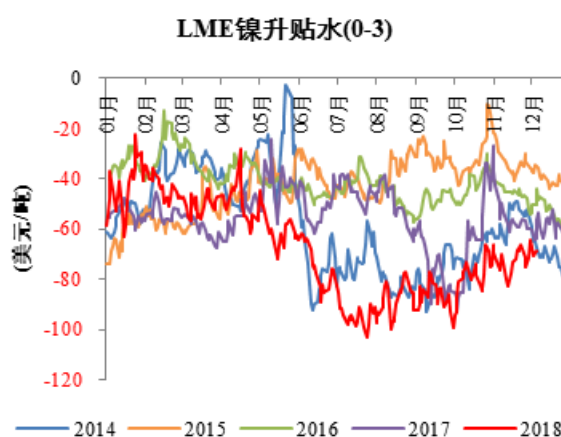
2018年镍价波澜壮阔。6月份之前在新能源汽车三元材料乐观预期，环保抑制NPI生产等因素推动下，镍价表现强势，LME镍一度涨破16000美元/吨，但随着下半年宏观预期悲观，硫酸镍产量持续大幅不及预期，印尼NPI、不锈钢回流，国内NPI投产预期等因素冲击下，镍价一蹶不振，截至12月5日，LME镍价跌至11000美元/吨，距6月初高点跌幅超过30%。

图 1: LME 各品种 2018 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

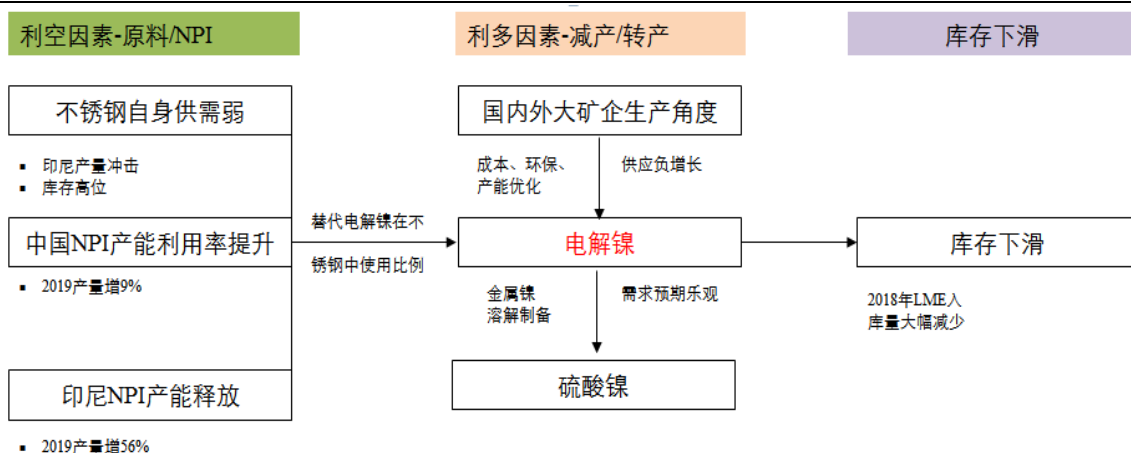
图 2: LME 镍升贴水季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.电解镍供需博弈焦点

图 3: 电解镍供需博弈焦点



数据来源：兴证期货研发部

3.基本面：精炼镍供应萎缩，驱动库存大幅下滑

3.1 海外主要上市企业精炼镍产量负增长

今年市场一直关注精炼镍需求端的变化，从三元电池正极材料对镍豆消耗预期的落空，不锈钢产业链 NPI 释放对精炼镍使用的替代，到不锈钢自身供需弱化对精炼镍需求的打压等等，但对精炼镍自身供应关注较少。

从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季度原生镍产量同比减少近-6%，从已公布的 2019 年主要企业产量预期看，明年海外企业镍产量难有大的改观。

更长周期看，由于 2012 年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出锐减，未来 3-5 年精炼镍供应很难出现回升。

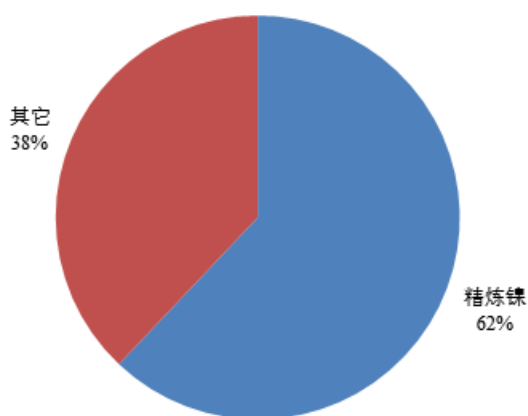
这是我们认为对 2019 年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

表 1：海外主要 11 家上市镍生产企业概况

公司	产量: 万吨	原料	工艺	产成品	地点	2017 产量分布
VALE	28.82	红土镍矿	HPAL	Nickel matte	印尼	Nickel matte: 7.31
		红土镍矿	HPAL	Nickel oxide Nickel hydroxide	新喀里多尼亚	4.03
		红土镍矿	RKEF	Ferronickel	巴西	Fe-Ni: 2.47
		硫化矿	火法冶金	镍板、镍精矿、 镍中间品等	加拿大	镍板等: 13.67
Norilsk	21.71	硫化矿	火法	电解镍 (板/块)	俄罗斯	15.74
		硫化矿	Sulphuric acid leaching (硫酸浸出)	镍 (板/块)、镍豆、镍粉 氢氧化镍、碳酸镍、硫酸镍	芬兰	5.97
Glenlore	10.91	硫化矿 (INO)		镍 (板/块) 镍精矿	加拿大 挪威	Ni: 5.7 Ni 精矿: 0.05
		红土镍矿 (murin murin)	HPAL	镍板/块	澳洲	Ni: 3.41
		红土镍矿 (Koniorbo)	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚	Ferronickel: 1.75
SMM	9.92	红土镍矿	HPAL	Ni Ferronickel NiSO4	菲律宾、印尼、 新喀里多尼亚	Ni: 6.22 Fe-Ni: 1.4 NiSO4: 2.3
BHP	8.51	硫化矿 (对比 FQ 红土镍矿)	火法	镍豆/粉 镍硫 镍精矿	澳洲	镍豆/粉: 7.09 镍硫: 1.35 镍精矿: 0.07
Sherritt	6.70	红土镍矿	HPAL→精炼	电解镍 (Briquettes)	古巴、马达加斯加	6.7 (权益量:3 万吨)
ERAMET	5.92	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚	Ferronickel: 5.68
		外采 matte	湿法冶金	高纯镍、NiCl2	法国	高纯镍: 0.2412
Anglo American	6.98	红土镍矿	RKEF	Ferronickel Ni	巴西 南非	Ferronickel: 4.38 Ni: 2.6
South32	3.65	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	哥伦比亚 (南美)	Ferronickel: 3.65
FQ	1.78	红土镍矿	PAL	MHP	澳洲	1.78
Antam	2.18	红土镍矿	RKEF	Ferronickel 镍矿	印尼	Ferronickel: 2.18 镍矿: 557.21 万湿吨
总计	107.08					
全球	204					

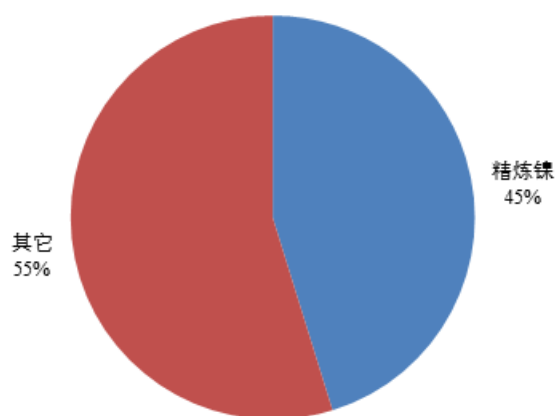
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 4：海外 11 家企业最终产品分布



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 5：全球精炼镍产量占原生镍比重 45%



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.1.1 三季度海外主要企业镍产量大幅下滑-11.37%，2019 年产量预期

仍不乐观

三季度海外主要生产企业镍产量延续负增长，分企业来看，除了 Sherritt 产量稍有恢复外，其它企业产量悉数走低。

表 2：2018 年三季度全球主要上市公司镍产量同比大幅下滑 11.37%

公司名称	2018Q3	2017Q3	Q3 增量	Q3 同比	Q1-Q3 增量	Q1-Q3 同比
VALE	5.57	7.27	-1.7	-23.38%	-2.96	-14.09%
Norilsk	5.3739	5.4175	-0.0436	-0.80%	0.0182	0.12%
Glencore	2.87	2.95	-0.08	-2.71%	1.02	12.64%
SMM	1.71	1.92	-0.21	-10.94%	-0.4	-7.07%
BHP	2.14	2.33	-0.19	-8.15%	-0.08	-1.19%
Sherritt	1.6531	1.6216	0.0315	1.94%	-0.4662	-9.41%
ERAMET	1.41	1.47	-0.06	-4.08%	-0.17	-3.78%
Anglo American	1.71	1.82	-0.11	-6.04%	-0.32	-6.34%
South32	1.07	1.17	-0.1	-8.55%	0.22	7.21%
FQ	0	0.6325	-0.6325	-100.00%	-1.7837	-100.00%
Antam	0.6453	0.6486	-0.0033	-0.51%	0.345	21.81%
总计	24.1523	27.2502	-3.0979	-11.37%	-4.5732	-5.86%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

VALE 受加拿大地区环保,以及调整自身产业布局等因素影响,三季度镍产量减少 1.7 万吨,减幅达到 23.38%。自今年二季度起 VALE 不断调低 2018 年产量预期,其最新投资者年会公布的 2018 年产量预期已经降至 24 万吨,相比年初的预期 26.3 万吨的预期,大幅下滑 2.3 万吨。虽然 2019 年产量预期稍有恢复,但增量仅为 0.4 万吨。

Glencore 三季度镍产量微幅下滑 2.71%。今年前三季度产量大幅增加 12.64%,主要是新喀里多尼亚地区 ferronickel 产量快速增长 (0.92 万吨),公司在澳大利亚、加拿大、挪威的精炼镍产量基本没有增量 (0.1 万吨)。其最新公告显示,由于 INO 业务板块原料处理问题,以及 Koniambo 工厂产能提升不及预期,2018 年产量预期相较前期调低 0.6 万吨。2019 年产量预期恢复至 13.8 万吨,但增量大头仍然是 ferronickel,精炼镍产量预期基本不变。

Sherritt 三季度产量稍有恢复,但由于上半年古巴地区极端暴雨天气影响原料供应,以及三季度硫化氢供应出现问题,前三季度产量仍大幅下滑 9.41%。2018 年产量预期调低 0.125 万吨(年内第二次调低产量目标),至 6.725 万吨。

Norilsk 作为全球最大精炼镍生产企业,受企业产能布局变化影响,Polar 地区镍冶炼厂 2016 年 8 月开始彻底关闭。2018 年前三季度镍产量基本与 2017 年同期持平,受制于硫化矿开采难度增加,后期公司精炼镍产量很难大幅提升。

BHP 前三季度产量变化不大,其最新公布的 2019 财年产量目标与上年持平于 9.06 万吨,但由于公司正在布局三元电池材料硫酸镍业务(第一阶段 10 万吨产能已经开始建设,第二阶段 10 万吨在研究阶段),未来可提供外部市场的精炼镍将逐步下滑。

FQ (第一量子) 因为亏损原因,2017 年 10 月开始就已经停止其在澳大利亚 Ravensthorpe 的镍钴中间品生产业务。从其最新公告来看,公司只有在镍价长期维持在 7 美元/磅 (15432 美元/吨),项目预期实际收益率在 10.5% 的情况下才会重启镍钴中间品的生产,在目前镍价只有 11000 美元的情况下,预计 2019 年公司镍产量仍然为 0。

其它企业方面,ERAMET, Anglo American, South32, Antam, 主要产品是 ferronickel。Anglo American 2.6 万吨精炼镍的产量主要是公司铂金业务的副产品,产量提升的概率不大。

整体看,已公布的 2019 年产量预期仍不乐观,在目前镍价相对低迷的情况下,基本不会有精炼镍新增产能的投放。

表3: 海外主要企业2019年产量预期情况 (万金属吨)

公司名称	镍地位	2017产量	2018年E	2019E
VALE	9.24%	28.82	24	24.4
Norilsk	25.19%	21.71	21.25	22
Glencore	0.93%	10.91	12.6	13.8
SMM	11.06%	9.92	9.92	-
BHP	2.50%	8.51	9.06	9.06
Anglo American	1.57%	6.98	6.9	-
Sherrit	43.02%	6.7	6.725	-

ERAMET	17.63%	5.92	5.92	-
South32	5.40%	3.65	4.38	4.05
Antam	36.30%	2.18	2.6	-
FQ	4.50%	1.78	0	0
小计	-	107.08	104.355	-

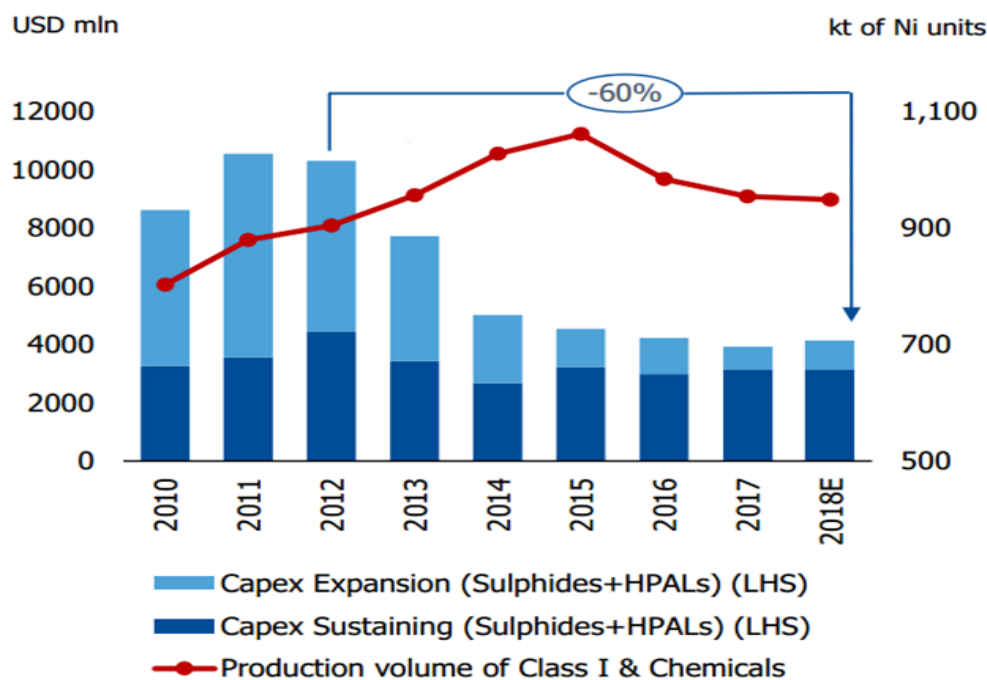
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.1.2 长周期看，硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸项目资本支出锐减，

制约未来 3-5 年电解镍产量释放

由于从 2012 年开始，全球硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸（HPAL）项目资本支出锐减，制约未来 3-5 年电解镍产量大规模释放。结合公司层面近 1-2 年的产量预期，我们认为电解镍的供应可能长期处于负增长状态，这也将是长期支撑镍价的关键驱动之一。

图 6：硫化矿开采冶炼及红土矿高压酸浸项目资本支出锐减 60%

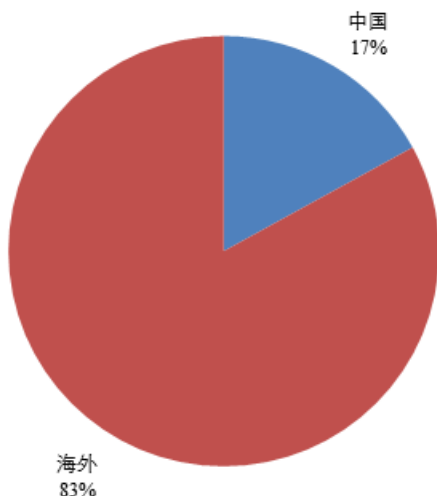


数据来源：Norilsk 公告，兴证期货研发部

3.2 国内精炼镍产量连续 4 年负增长

国内目前在产电解镍的仅 2-3 家企业，甘肃金川集团独大，2017 年生产 13.51 万吨，占全国产量 85%。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，部分企业逐步退出市场，国内电解镍产量自 2015 年开始负增长，今年 1-10 月电解镍累计生产 11.92 万吨，同比下滑 8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019 年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

图 7：中国精炼镍产量占全球 17%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：国内精炼镍产量连续 4 年负增长



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 4：金川集团未来产量预期 (万吨)

产品名称	2017 年	2018 年预计	2019 年预计
电解镍	13.5	13.5	14
镍生铁	0	0	2
硫酸镍	5	7	9.5

数据来源：金川集团，兴证期货研发部

3.3 NPI 高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量

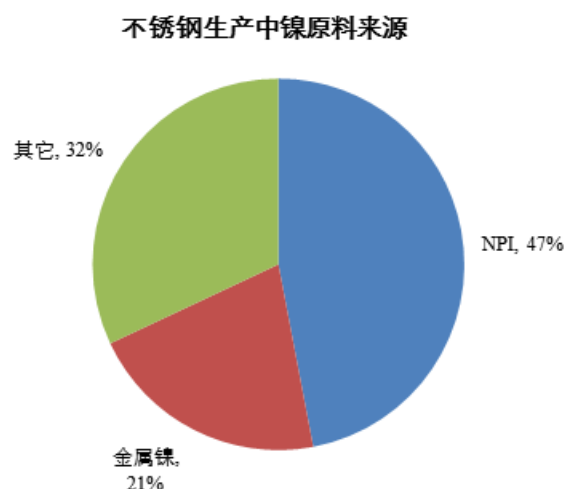
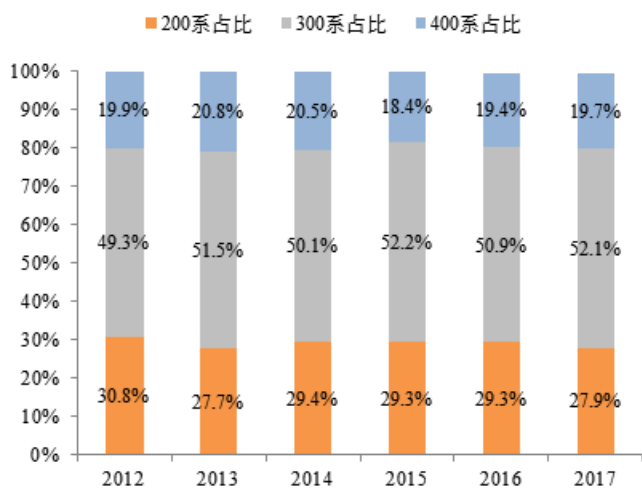
不锈钢是特钢的一种。不锈钢是指在空气、水、酸碱盐或其它腐蚀介质中具有一定化学稳定性的钢的总称。不锈钢具有良好的耐腐蚀性能是由于在钢基中加入铬（12%以上）所致，并通过加入镍、钼等进一步提高耐腐蚀性能和改善加工使用性能。

不锈钢一般分为 200 系，300 系，400 系。其中 400 系基本不含镍元素，200 系含镍量一般在 6%以下，300 系含镍量最高，一般在 8%左右，所以分析不锈钢对镍的需求一般主要分析 200 系与 300 系不锈钢生产状况。

不锈钢中镍原料主要来自 NPI, Ferronickel, 金属镍, 废不锈钢, 其它镍中间产品。据 SMM 数据，中国不锈钢生产中的镍原料有 21%来自金属镍，47%来自于 NPI。

图 9：中国各系不锈钢产量占比

图 10：不锈钢生产中镍原料来源



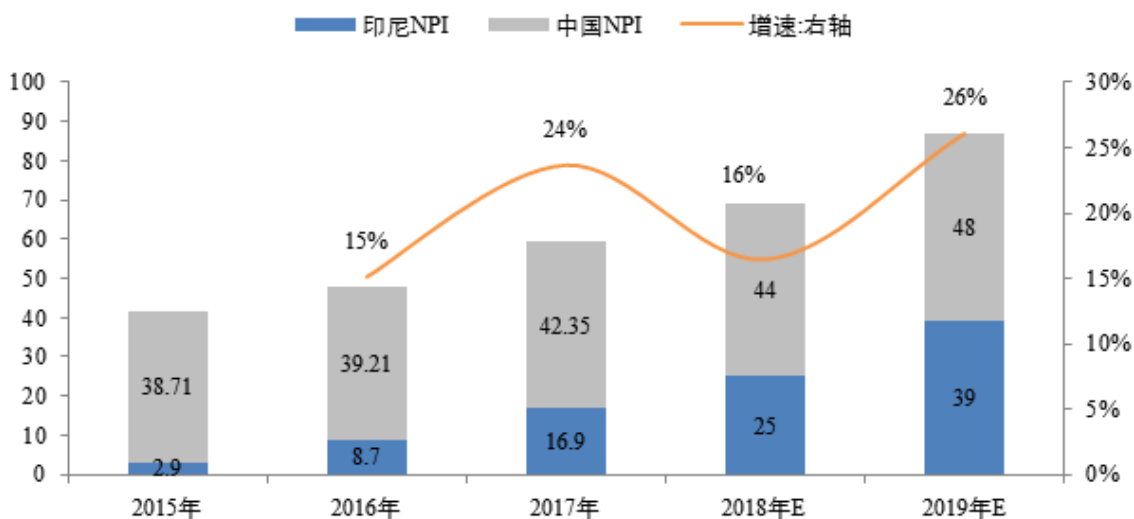
数据来源：中国特钢企业协会，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

随着印尼青山，德龙，金川等企业的 NPI 项目，以及国内鑫海 8 台 48000KVA 炉子在年末到明年地逐步投产，2019 年 NPI 产量释放仍维持较高增速。据 SMM 数据，2019 年预期国内 NPI 产量增加 4 万金属吨，印尼会大幅增加 14 万吨，至 39 万吨金属量。中国与印尼两国明年 NPI 整体的产量增速仍在 26%左右。

随着印尼 NPI 回流至国内,NPI 对精炼镍在不锈钢生产中替代力度预期逐步加大,预计 2019 年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近 6 万吨，至 20 万吨左右。

图 11：预期 2019 年 NPI 产量仍维持高速增长（万金属吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 5: 2019 年印尼主要 NPI 生产企业产能投放预期 (万金属吨)

企业名称	工艺	已有产能	设备	待投产产能	预计投产时间
青山集团	RKEF	17.82	20 台 33000KVA	Morawali;4 台 33000KVA; Weda Bay:12 台 42000KVA (与振石及 Eramet 集团合资)	Morawali: 2018 年年底; WedaBay:2020 年上半年
德龙镍业	RKEF	7.5	10 台 33000KVA	5 台 33000KVA; 远期规划: 15 台 33000KVA	5 台 33000KVA 2018 年年底投产
新兴铸管	RKEF	3	4 台 33000KVA	-	-
金川集团	RKEF	0	-	4 台 33000KVA	2019 年上半年

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

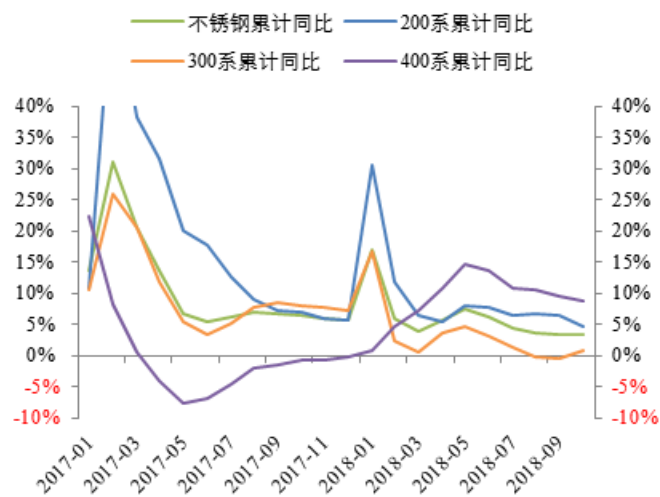
3.4 不锈钢自身供需偏弱, 社会库存季节性高位

不锈钢产销不乐观, 库存位于近几年高位。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放, 进口到国内, 国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有 110 万吨左右的产量增量, 预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端, 国内汽车, 家电表现弱势, 不锈钢消费疲软, 导致不锈钢库存持续攀升。

虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向, 但目前仍未发生实质性减产, 预计明年不锈钢供需难出现大的改观, 对精炼镍的需求难言好转。

图 12: 不锈钢现货价格弱势 (元/吨)

图 13: 1-10 月国内 300 系不锈钢产量累计同比 0.81%

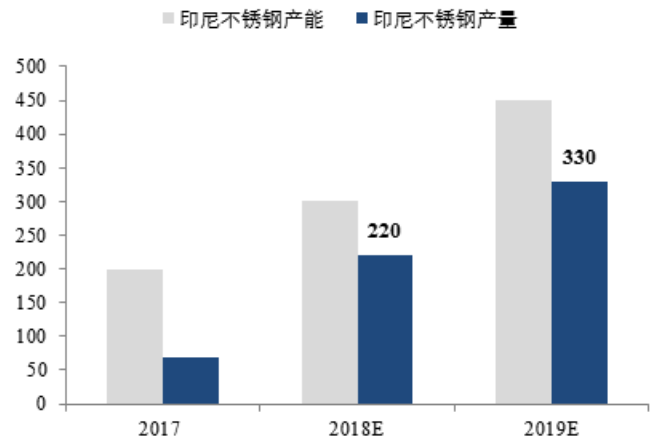
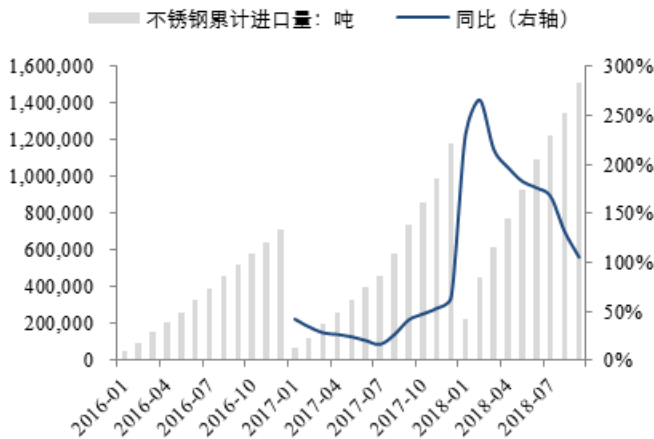


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 14: 国内进口不锈钢翻倍 (吨)

图 15: 印尼不锈钢产量高速增长 (万吨)

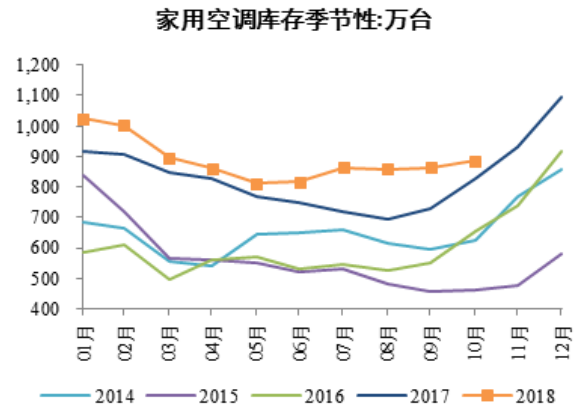


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 10 月单月产量同比大幅下滑 20.40%

图 17: 空调库存季节性高位

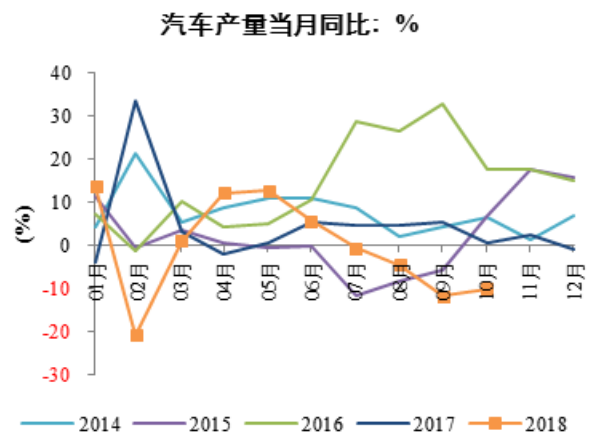
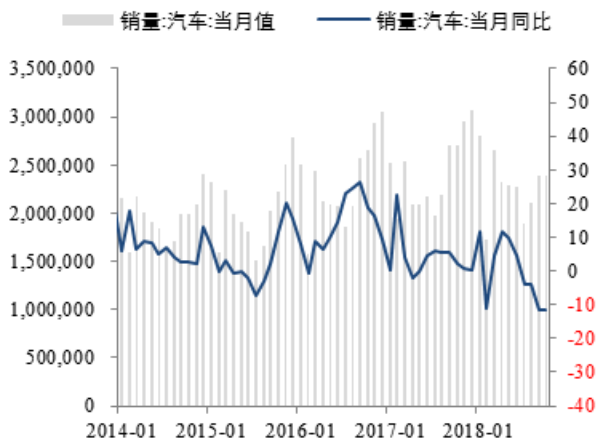


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 汽车销量低迷

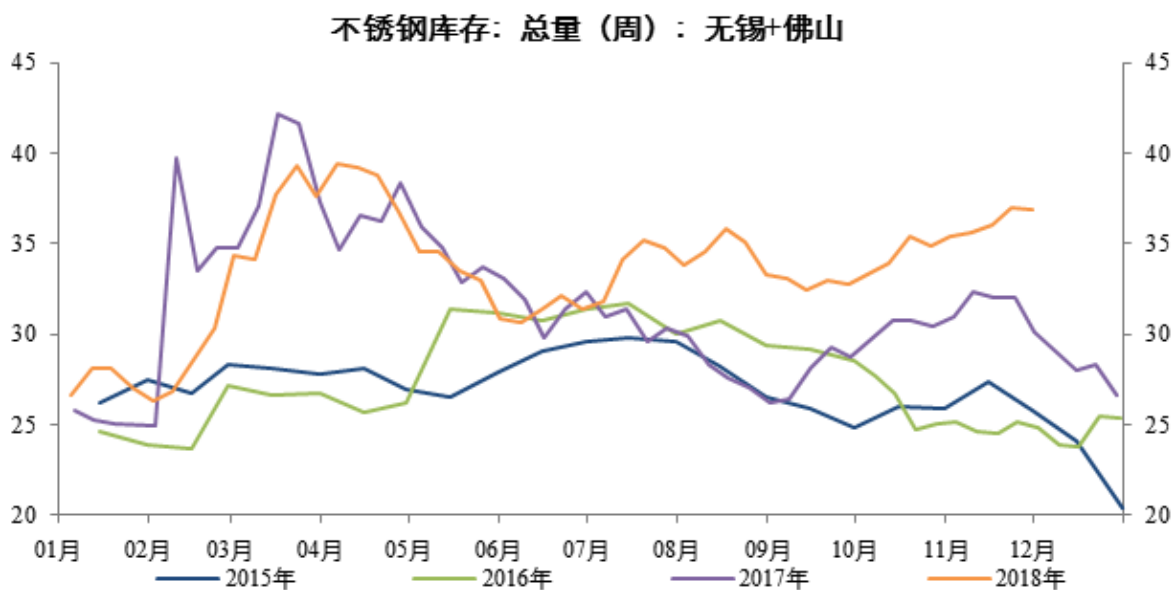
图 19: 9/10 月汽车产量连续两月出现-10%以上负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20：不锈钢社会库存季节性高位（万吨）



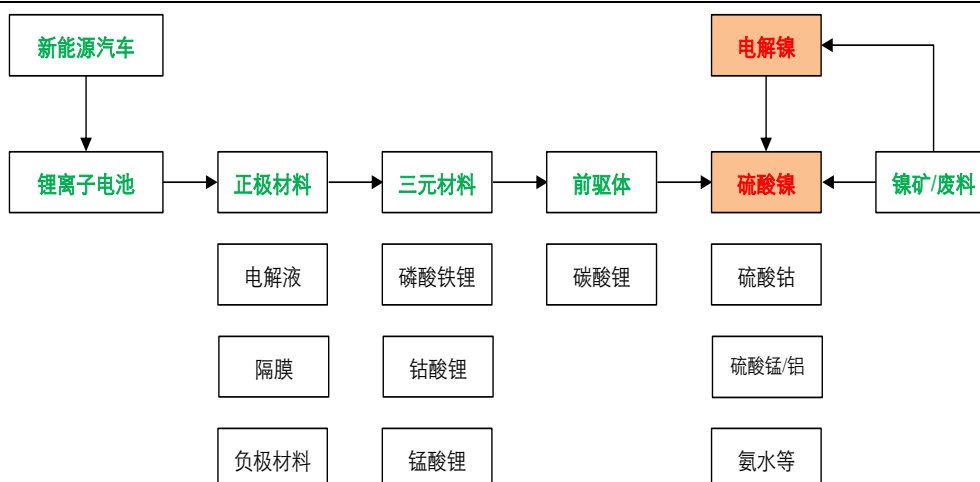
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.5 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓

受环保及下游新能源三元电池产业链发展放缓影响，1-10 月硫酸镍累计产量仅为 34.31 万吨，折合金属量 7.55 万吨，同比去年增 36%，远低于年初预计的接近翻倍的增速。预计 2018 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为 2.4 万吨，2019 年虽然仍维持高速增长，但对镍的消耗增量有限，SMM 预计 2019 年国内硫酸镍消耗的金属镍大约 3.2 万吨，同比 2018 年增量不足 1 万吨。

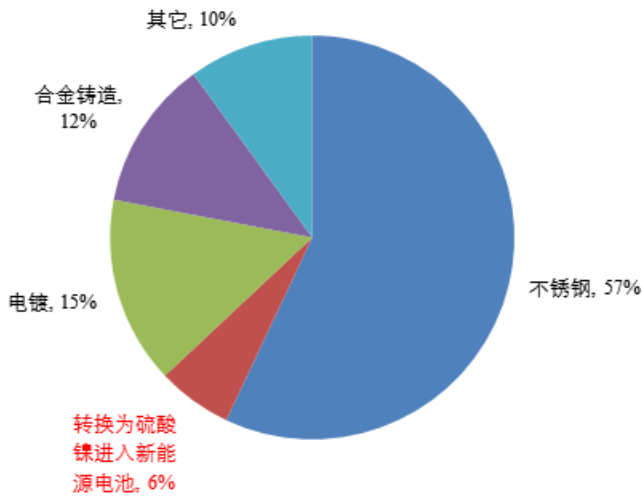
但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源电池产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。相对其它镍原料，利用电解镍溶解制备硫酸镍生产流程短，成本相对低廉。

图 21：新能源汽车-硫酸镍-电解镍逻辑路线



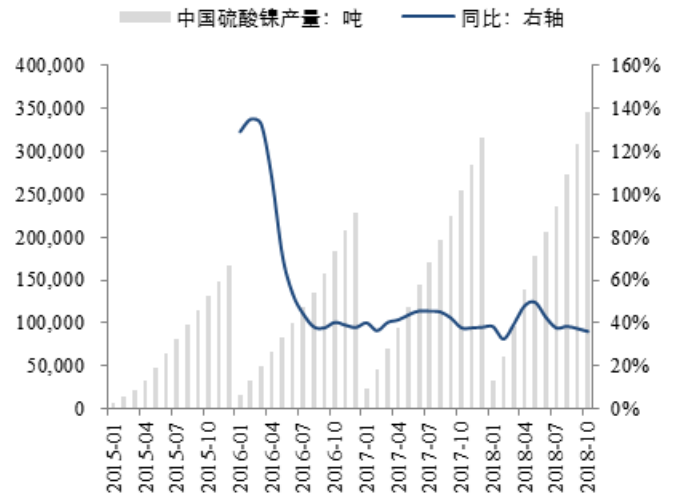
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 22：2018 年中国精炼镍使用分布



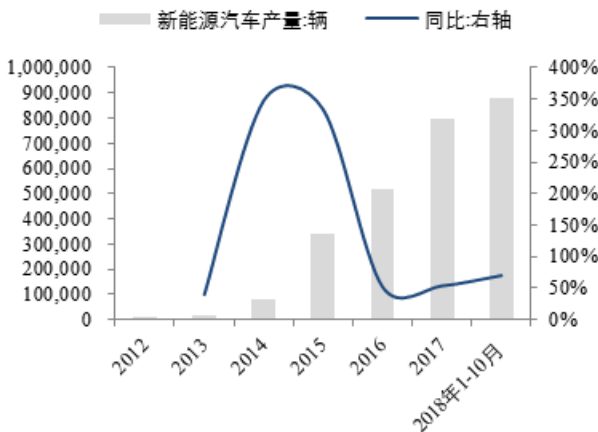
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：1-10 月硫酸镍产量 34.51 万吨，同比增长 36%，不及预期



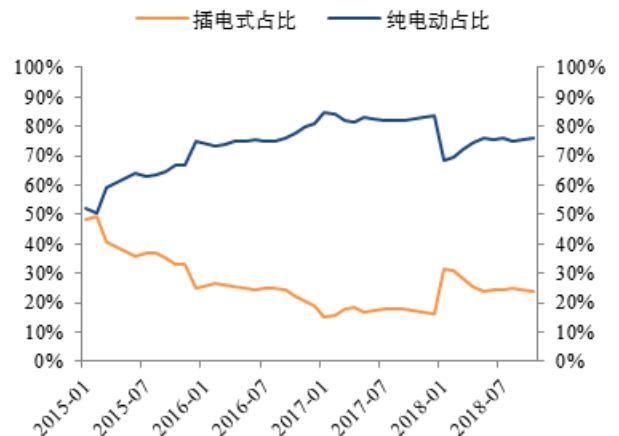
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：1-10 月新能源汽车产量同比增长 70%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：新能源汽车产量结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.6 库存下滑：入库量急剧萎缩

LME 镍库存从去年末的 36.78 万吨，下降至目前 21 万吨附近，下降幅度高达 42.66%。其中 6/7/8 三个月单月下降幅度都在 6% 以上。

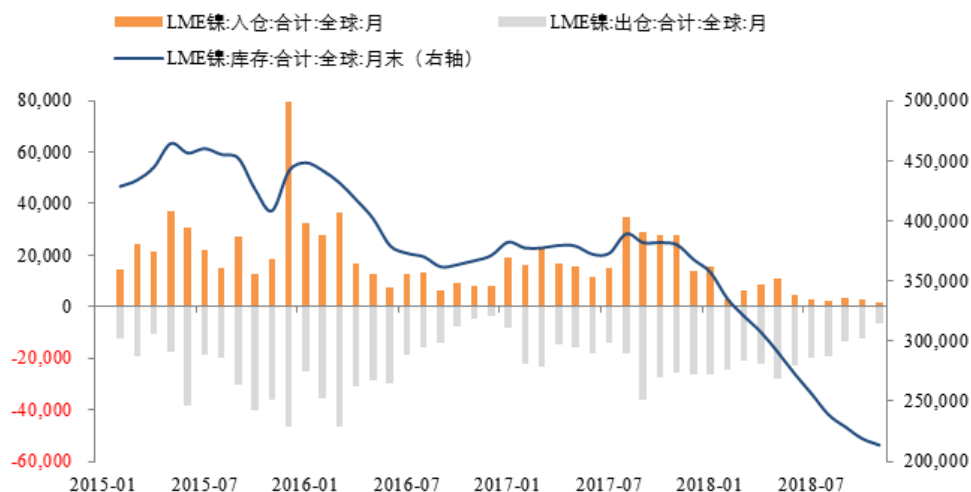
分解来看，LME 库存下降的最主要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/1 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入库量的大幅下滑，前文分析的精炼镍产量持续下滑吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

出库方面，今年 1-11 月每月出库平均 18936 吨，同比去年减少 12.13%。进入下半年，随着

NPI 对精炼镍需求替代，硫酸镍消耗镍增速下滑，以及在镍价下跌过程中投机备货需求的萎缩，精炼镍出库迅速下降，11 月出库量只有 6618 吨，比全年同期减少 76%。

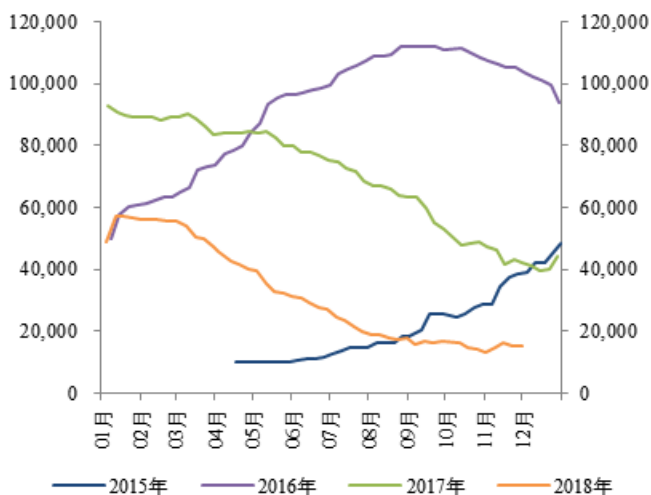
结合 LME 电解镍出入库来看，目前镍供需两弱，全球电解镍产量负增长是 LME 库存持续下滑的主要驱动力，这也是我们认为对未来镍价不必过度悲观的主要逻辑支撑点。

图 16: 入库量急剧萎缩主导 LME 库存大幅下滑 (吨)



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 27: 上期所库存低位 (吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 28: 保税区库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 结论：精炼镍供应下滑，镍价不悲观

1. 全球精炼镍产量下滑

海外主要上市企业精炼镍产量负增长。从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，受制于成本、环保、硫化矿短缺、企业产能优化等因素影响，今年前三季原生镍产量同比减少近-6%，

从已公布的 2019 年主要企业产量预期看，明年海外主要企业镍产量仍不乐观。更长周期看，由于 2012 年开始全球硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出锐减，未来 3-5 年精炼镍供应很难出现回升。这是我们认为对 2019 年镍价不必过度悲观的主要逻辑点。

国内精炼镍产量连续 4 年负增长。受制于硫化矿原料不足，冶炼亏损等因素，国内部分企业逐步退出精炼镍冶炼市场，国内电解镍产量自 2015 年开始负增长，今年 1-10 月电解镍累计生产 11.92 万吨，同比下滑 8.63%。往后看，在当前镍价低迷，硫化矿开采难度增加及冶炼成本高企的情况下，2019 年国内精炼镍产量大概率维持负增长。

2. 不锈钢产业链对精炼镍消耗预期下滑

NPI 高速释放抑制精炼镍在不锈钢中使用量。2019 年预期国内 NPI 产量增加 4 万吨，至 48 万吨金属量。印尼大幅增加 14 万吨，至 39 万吨金属量。中国与印尼两国明年 NPI 整体的产量增速仍在 26% 左右。随着印尼 NPI 回流至国内，NPI 对精炼镍在不锈钢生产中替代力度逐步加大，预计 2019 年金属镍在国内不锈钢领域的消费量会下降近 6 万吨，至 20 万吨左右。

不锈钢自身供需偏弱，对精炼镍的需求难言好转。随着印尼青山、德龙等企业不锈钢产量释放，进口到国内，国内不锈钢供给压力不断加大。明年印尼仍有 110 万吨左右的产量增量，预计对国内不锈钢基本面的冲击仍会继续加大。反观需求端，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费疲软，导致不锈钢库存持续攀升。虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有减产意向，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观，对精炼镍的需求难言好转。

3. 新能源汽车电池材料驱动的精炼镍消费预期放缓。

预计 2018 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属仅为 2.4 万吨，2019 年虽然仍维持增长，但对镍的消耗增量有限，SMM 预计 2019 年国内硫酸镍消耗的金属镍大约 3.2 万吨，同比 2018 年增量不足 1 万吨。但中长期看，随着高镍三元电池安全、成本、技术等瓶颈逐步解决，新能源汽车产业驱动的电解镍消耗增量将逐步得到体现。

4. 入库量急剧萎缩，驱动 LME 镍库存大幅下滑。

LME 库存下降的最主要原因是入库量的大幅下降，今年 1-11 月每月入库量平均只有 4592 吨，同比去年大幅下滑 78.70%，其中 10/11 月两个月每月的入库量锐减，11 月当月入库仅为 1326 吨，同比去年大幅减少 95%。入库量的大幅下滑，与前文分析的精炼镍产量持续将吻合，我们认为 LME 库存下滑的主要驱动是全球精炼镍供应出现实质性减产，根据我们对明年精炼镍产量仍不乐观的判断，预计 2019 年 LME 镍库存将延续下滑。

综上，虽然 2019 年不锈钢领域，以及硫酸镍消耗金属镍的增量不太乐观，但我们认为全球精炼镍已经发生实质性减产，且由于硫化矿开采冶炼及红土镍矿 HPAL 项目资本支出从 2012 年开始大幅下滑，未来 3-5 年精炼镍供应大概率维持负增长，我们认为对 2019 年镍价不应太过悲观。仅供参考。

5. 风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；NPI 产量超预期释放；不锈钢基本面持续恶化。

供需双弱，成本松动，空头氛围延续

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

1.国内铝基本面呈现供需双弱的格局。供应方面，电解铝累计产量同比下滑。由于铝价低迷，电解铝企业亏损严重，不少企业纷纷出现减产，2018年全年减产规模或超过250万吨。在此背景下，预计电解铝新增产能的投放脚步会进一步放慢。根据当前已出台的采暖季政策，预计采暖季对电解铝的限产产能约为82.7万吨，对电解铝供应的影响弱于去年。需求方面，国内铝材开工率整体不及去年同期，“金九银十”出现褪色。房地产、汽车、电网等终端需求疲软，对铝消费拉动有限；铝材出口强劲，外需相对较好，关税问题出现曙光。在此背景下，国内铝锭社会库存下降幅度缩小，预计年前库存会出现回升。

2.国外电解铝供应回升，主要铝企产量同比增加。2018年中国电解铝供应增速为负，但全球电解铝供应不降反增，表明国外电解铝供应回升。从海外主要电解铝企业来看，8家企业2018年前三季度累计产量同比增速为1.74%，并且给出预期的企业对2018年的自身产量预期总体要高于2017年。

3.成本端，采暖季限产力度不强，北方矿商有降价意愿，国内氧化铝价格或出现回调。新一轮的采暖季限产中，山西省吕梁市坐拥1415万吨的氧化铝产能，却不在限产企业名单内，远不及市场预期。2018年国内氧化铝新增产能逐渐投放，2019年预计还要新增760万吨产能，供应预期增强；下游电解铝产量下滑，对氧化铝的需求减弱。与此同时，山西、河南两地的环保压力有所缓解，矿山开工率和供应量逐渐增加，北方矿商有降价意愿，氧化铝有一定下行压力。

4.随着海外“黑天鹅”事件逐渐平息，国外氧化铝供应预期增强。海德鲁与巴西法院经过反复磋商，最终还是以50%的产能运行Alunorte氧化铝厂；俄铝被制裁时间推迟到2019年1月7日；美铝西澳罢工共持续53天，对产量影响不大。同时2018-2021年海外氧化铝预计新增产能约1120万吨，澳大利亚氧化铝FOB价格一路回调至400美元/吨，

国内外价差收窄，国内氧化铝出口利润不复存在，出口窗口关闭。

5.全球铝土矿供应增加，企业积极布局海外铝土矿业务。几内亚、澳大利亚铝土矿储量丰富，龙头铝企都在布局海外铝土矿业务。阿拉丁预计未来十年全球铝土矿新增产能 1.58 亿吨。短期因天气和运输整顿等因素的影响，国内铝土矿价格在高位盘整；随着北方环保压力缓解，矿山开工率和矿石供应出现回升，以及进口铝土矿的数量增加，中长期国内铝土矿价格或将出现回落。

综上所述，预计 2019 年铝价会呈现震荡下行，建议投资者逢高做空，仅供参考。

● 风险提示

宏观经济波动风险；中美贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

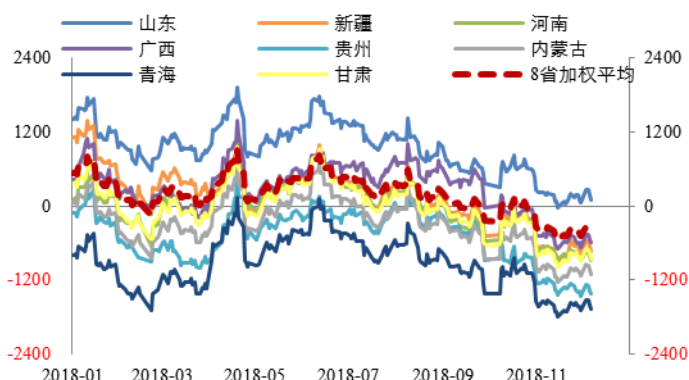
1.2018 年铝价震荡下行，行业普遍亏损

受基本面和宏观经济影响，国内外铝价震荡下行。2017 年市场对铝的供给侧改革预期炒作过度，而国内铝锭库存又持续增加，2018 年初库存最高达到 228 万吨，而采暖季限产不及预期，铝价步入下行通道。2018 年 4 月，美国财政部公布，对俄铝实施制裁；LME 表示，将不再接受俄铝的金属注册成新仓单。市场认为全球电解铝供需平衡被打破，推动 LME 铝价率先上涨，国内铝价跟涨。随着事件的平息，5-6 月国内外氧化铝价格均出现下跌，电解铝价格成本端失去一定支撑；叠加中美贸易摩擦升级，市场情绪脆弱，铝价出现大幅回落。下半年以来，国内对新一轮的采暖季限产有较强预期，三年“蓝天保卫战”新增汾渭平原地区，然而各地出台的政策证实远不及预期，国内电解铝基本面无明显亮点，铝价低迷导致行业普遍亏损。

截至 12 月 7 日，根据完全成本测算，山东利润为 100.8 元/吨，新疆利润-731.71 元/吨，河南利润为-879.6 元/吨，广西利润为-594.3 元/吨，贵州利润为-1426.8 元/吨，内蒙古利润为-1114.1 元/吨，青海利润为-1683.9 元/吨，甘肃利润为-865.6 元/吨，8 省加权平均利润为-459.5 元/吨。

图 1：2018 年国内外铝价走势

图 2：国内电解铝分地区利润测算（单位：元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2.国内铝基本面呈现供需双弱的格局，海外供应出现

回升

2.1 国内电解铝累计产量同比下滑，新增产能投放不及预期，减产

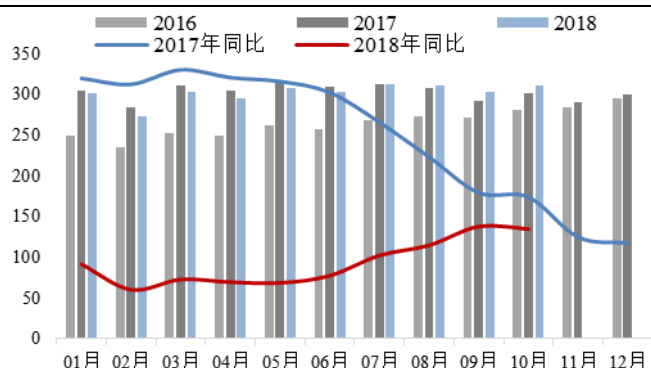
幅度扩大

2018 年 7 月份以来，国内电解铝产量同比有小幅回升，但 1-10 月份电解铝累计产量较去年同期增速为负。根据 SMM 数据，2018 年 10 月份中国电解铝产量为 311.4 万吨，同比增长 3.5%；2018 年 1-10 月，电解铝累计产量为 3019.2 万吨，累计同比为-0.7%。

从产能来看，截止到 10 月国内电解铝产能达到 4413.3 万吨，产能有小幅的上升，主要原因在于新增产能陆续投放。2018-2020 年新建及拟建年产能预计为 845 万吨，截至到目前 2018 年实际投产的产能仅 183.5 万吨，远不及预期。而当前铝价低迷，氧化铝处于高位导致铝企成

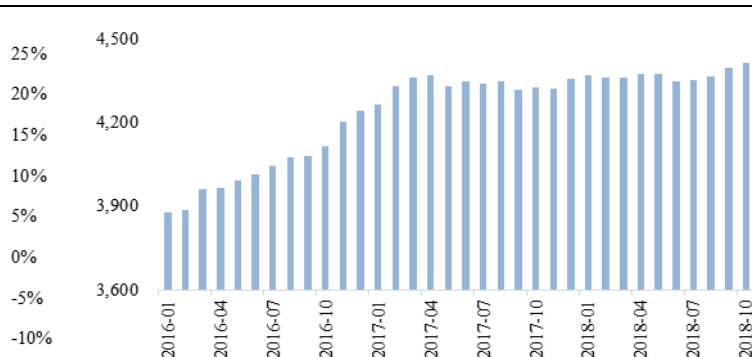
本居高不下，电解铝企业亏损严重，不少企业纷纷出现减产，2018 年全年减产规模或超过 250 万吨。在此背景下，预计电解铝新增产能的投放脚步会进一步放慢。

图 3：国内电解铝产量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：国内电解铝产能（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 1：电解铝新增产能及投放情况（单位：万吨）

企业名称	地区	运行年产能	2018-2020 新建及拟建年产能	开始投产时间	预计完成投产时间	2018 年已投产产能	2018 年待投产产能
内蒙古华云	内蒙古	70	10	2017 年 6 月	2018 年 10 月	10	0
广西华磊	广西	30	30	2017 年 9 月	2018 年 10 月	20	10
贵州华仁	贵州	45	40	2017 年 10 月	2018 年 10 月	35	5
来宾银海	广西	20	20	2017 年 12 月	2018 年 4 月	20	0
内蒙古创源	内蒙古	12	40	2018 年 1 月	2018 年 10 月	12	8
百矿苏源	广西	10	10	2018 年 2 月	2018 年 12 月	0	10
贵州登高	贵州	10	25	2018 年 2 月	2018 年 11 月	11.5	1
内蒙古蒙泰	内蒙古	18	8	2018 年 3 月	2018 年 8 月	18	0
百矿田林	广西	5	30	2018 年 5 月	2018 年 10 月	5	10
百矿德保	广西	8	30	2018 年 4 月	2018 年 10 月	8	22
云铝昭通	云南	11	35	2018 年 7 月	2018 年 10 月	11	6.5
甘肃中瑞	甘肃	10	10	2018 年 5 月	2018 年 7 月	10	0
山西中润	山西	6	43	2018 年 5 月	2018 年 12 月	6	5
内蒙古固阳	内蒙古	4	50	2018 年 8 月	2018 年 11 月	15	27
营口鑫泰	辽宁	40	46	2018 年 9 月	2019 年 3 月	2	18
美鑫铝业	陕西	0	30	2018 年 10 月	2018 年 12 月	0	15
云铝鹤庆	云南	0	30	2018 年 9 月	2018 年 12 月	0	15
百矿隆林	广西	0	20	2018 年 9 月	2018 年 12 月	0	10
包头华鑫隆	内蒙古	0	10	2019 年	2019 年		
云南其亚	云南	0	35	2019 年	2019 年		
云铝文山	云南	0	50	2019 年	2019 年		
霍煤鸿骏 2	内蒙古	86	43	2019 年	2019 年		
云南神火	云南	0	45	2019 年-2020			

				年			
云铝昭通 2	云南	0	35	2019 年-2020 年			
内蒙古白音华	内蒙古	0	40	2019 年-2020 年			
内蒙古华云 2	内蒙古	-	80	2019 年-2020 年			
合计	-	385	845	-	-	183.5	162.5

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 2：电解铝减产情况（单位：万吨）

企业名称	地区	2018 年减产产能	减产时间	备注
中国铝业贵州分公司	贵州	17	1-2 月	产能指标置换给贵州华仁
陕西铜川铝业	陕西	23	6-8 月	产能指标待定，剩余电力供给陕西美鑫
河南神火集团	河南	11	7 月，11 月	产能指标预期置换至云南
山东邹平铝业	山东	6	7 月	产能指标置换给内蒙古创源
新疆东方希望	新疆	20	7 月-8 月	完成前期遗留产能关停
中国铝业连城分公司	甘肃	36	7 月-8 月，11-12 月	成本原因关停
山西兆丰铝业	山西	4.5	9 月	成本原因关停
甘肃中瑞铝业	甘肃	10	9 月	成本原因关停
林州市林丰铝电	河南	20	10 月	产能转移
河南中孚实业	河南	13	10-11 月	成本原因关停
河南永登铝业	河南	3	10 月	成本原因关停
太原东铝铝材	山西	8	10 月-11 月	成本原因关停
青海西部水电	青海	15	11 月-12 月	成本原因关停，视市场价格逐步减产
青海鑫恒铝业	青海	10	11 月-12 月	成本原因关停，视市场价格逐步减产
曲靖云铝滇鑫铝业	云南	2	11 月-12 月	大修和成本原因，减产规模有扩大可能
山西华圣、山东华宇等	-	47	12 月	市场环境、环保限产等因素影响
	合计	245.5		

数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 采暖季电解铝企业限产产能约 82.7 万吨，山东省错峰限产发

力

2018 年 9 月底，环境部颁布《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，代表着秋冬季大气污染治理攻坚战打响。然而该文件中并未明确提出具体的限产比例，并且电解铝、铝用炭素企业稳定达到超低排放（颗粒物、二氧化硫排放浓度分别不高于 10、35 毫克/立方米）的，可不予限产。

从各个地区制定的政策来看，限产情况实际更为宽松：河南省郑州市要求电解铝企业限产30%，达到超低排放限值可以降到20%；洛阳市要求万基铝业和豫港龙泉的电解铝厂限产20%，而新安县的红头文件则允许万基铝业不进行限产。山西省吕梁市的错峰生产企业名单中未出现任何氧化铝、电解铝和炭素企业；太原市要求电解铝厂限产10%；山西阳泉市涉及兆丰铝业二分厂电解铝产能8.5万吨，部分电解槽已处关停状态，预计错峰限产后运行产能在10万吨，兆丰铝业闲置一条氧化铝生产线40万吨，目前看来错峰限产要求暂时不会影响到氧化铝。山东省临沂市要求电解铝企业限产30%；滨州市11月27日发布的秋冬季限产名单中，涉及电解槽391台，约50万吨产能，错峰限产时间不一，分为2018.11.15-2019.3.15和2018.12.1-2019.1.31。

根据当前已出台的采暖季政策，预计采暖季对电解铝的限产产能约为82.7万吨。总体而言，2018-2019年采暖季限产对电解铝供应的影响弱于去年。

表3：电解铝企业采暖季限产情况（单位：万吨）

省份	城市	企业	总产能	当前运行产能	2017年采暖季限产	2018年实际限产情况	备注
河南	洛阳	豫港龙泉	60	60	18	12	限产20%，2018/11/15-2019/3/15
		万基铝业	58	58	16	0	洛阳市文件要求其限产20%，但新安县允许其不限产
	三门峡	恒康铝业	24	12	0	0	-
	焦作	焦作万方	43	40	13	0	-
	郑州	永登铝业	10	9	4	2.7	限产30%，2018/11/15-2019/3/15
		中孚实业	50	30	10	9	限产30%，2018/11/15-2019/3/15
	安阳	林丰铝电	24	0	7.3	0	-
山东	临沂	华宇铝电	20	19	0	5.7	限产30%，2018/11/15-2019/3/15
	聊城	山东信发	158	158	14	0	-
	滨州	山东魏桥	646	646	0	50	涉及电解槽391台，错峰时间有：2018.11.15-2019.3.15和2018.12.1-2019.1.31
		齐星铝业	6	0	0	0	减产，指标转移
山西	运城	华泽铝电	42	42	0	0	-
		华圣铝业	22	22	0	0	-
	阳泉	兆丰铝业	21	12.5	7	2.5	此次涉及的二分厂电解铝产能8.5万吨，部分电解槽已处关停状态，预计错峰限产后运行产能在10万吨，2018/11/1-2019/3/31
		阳泉铝业	4.5	0	0	0	-
	太原	太原东铝	10	8	3	0.8	限产10%，2018/11/15-2019/3/15
	吕梁	中铝华润	5	5	0	0	不限产
		合计	1203.5	1121.5	92.3	82.7	

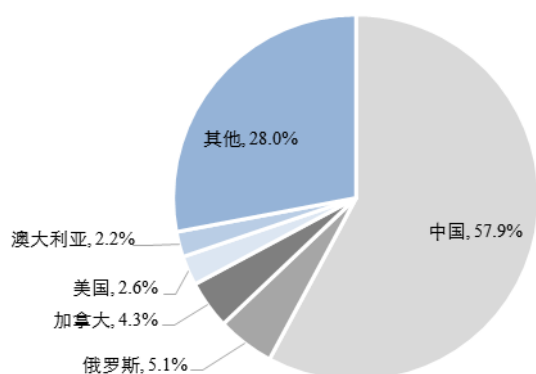
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

2.3 国外电解铝供应回升，主要铝企产量同比增加

国内外电解铝市场属于相对割裂的两个市场，原因在于 15% 的出口关税和 17%（2018 年 5 月 2 日起调整为 16%）的增值税的存在，电解铝的进出口受阻。全球电解铝产能分布，中国占比一半以上，约 58%。2018 年中国电解铝供应增速为负，但全球电解铝供应不降反增，表明国外电解铝供应回升。2018 年 1-9 月，全球电解铝累计产量为 4828 万吨，同比增长 0.9%；2018 年 9 月，全球电解铝产量为 530 万吨，同比增长 2.5%。

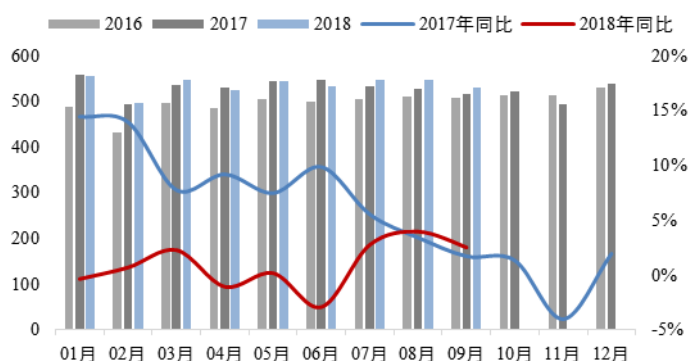
从海外主要电解铝企业来看，8 家企业 2018 年前三季度累计产量为 1229 万吨，累计同比增速为 1.74%，并且给出预期的企业，如力拓、美国铝业、韦丹塔、South 32，对 2018 年的自身产量预期总体要高于 2017 年。

图 5：全球电解铝产能分布



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：全球电解铝产量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 4：海外电解铝生产企业产量预期（单位：百万吨）

	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	累计同比	2017 年	2018E
俄罗斯铝业	2.81	2.76	1.81%	3.71	-
力拓	2.58	2.66	-3.00%	3.55	3.5-3.7
美国铝业	1.69	1.73	-2.31%	2.33	3.1-3.3(shipments)
挪威海德鲁	1.50	1.57	-4.46%	2.09	-
韦丹塔	1.45	1.11	30.63%	1.55	1.70
Hindalco	0.97	0.96	1.04%	1.29	-
South 32	0.74	0.74	0.00%	0.99	0.99
世纪铝业	0.55	0.55	0.00%	0.75	-
小计	12.29	12.08	1.74%	16.26	-

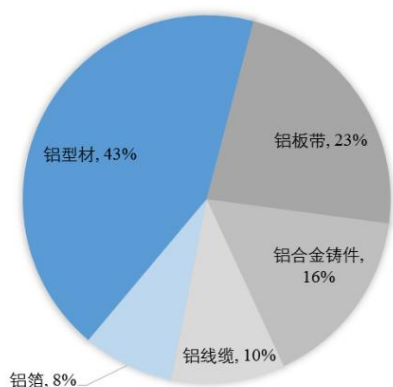
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

2.4 国内铝材开工率整体不及去年同期，“金九银十”褪色

通过不同的工艺，电解铝被加工成不同的铝材，如：铝型材、铝板带、铝合金、铝线缆和铝箔，占比分别为 43%、23%、16%、10%和 8%，其中铝型材又可以分为建筑型材和工业型材。

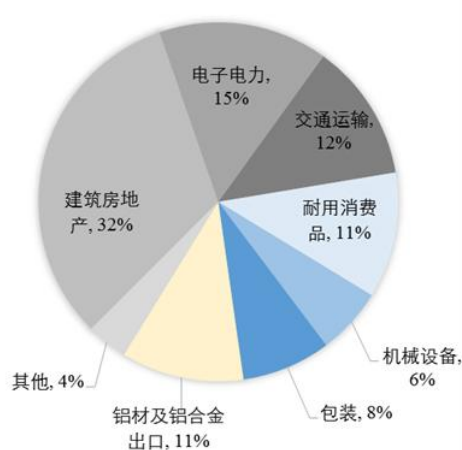
从铝材的开工率来看，建筑型材、铝板带和铝箔的开工率与去年同期基本持平，铝合金、工业型材和铝线缆远不及往年。整体开工率与 8 月份相比也没有明显回升，2018 年铝行业“金九银十”传统旺季出现褪色。

图 7：国内铝材产量占比



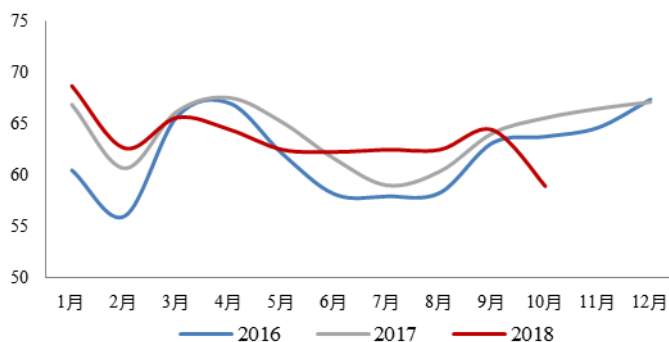
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



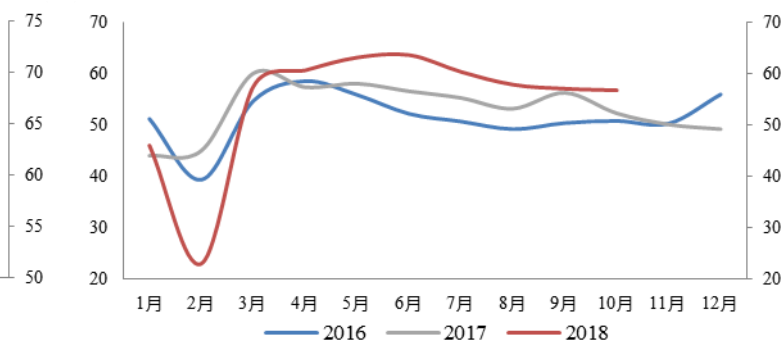
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



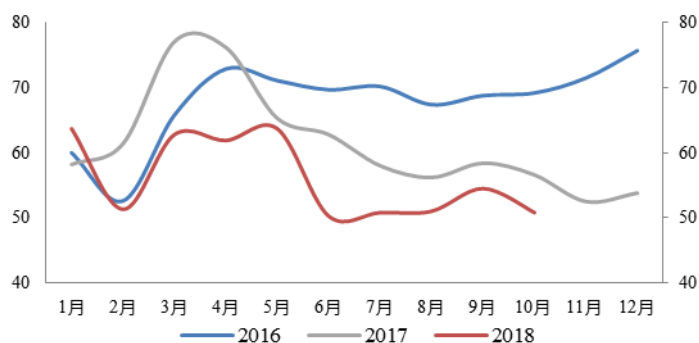
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



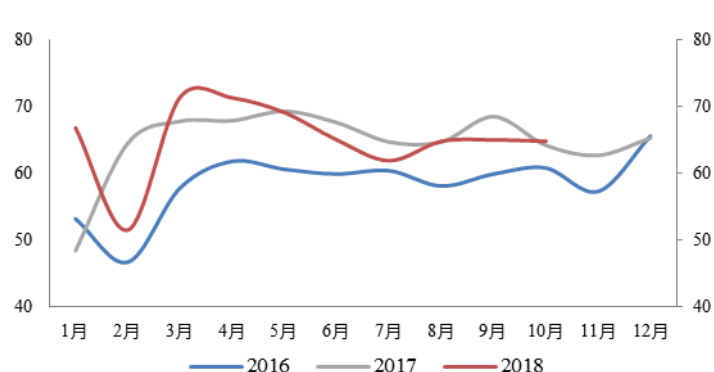
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11: 工业型材开工率: %



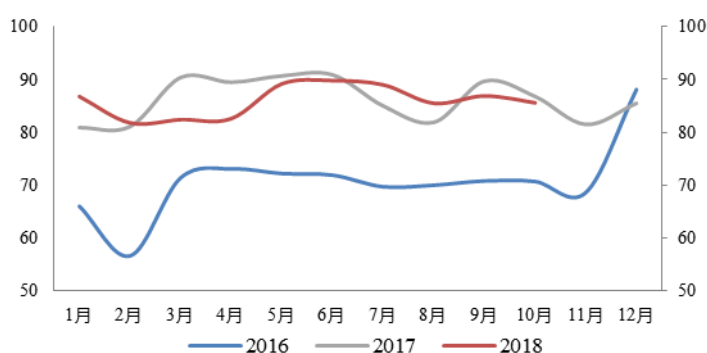
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 铝板带开工率: %



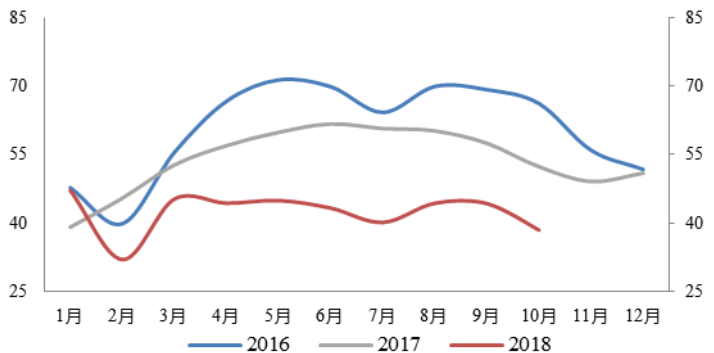
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 13: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

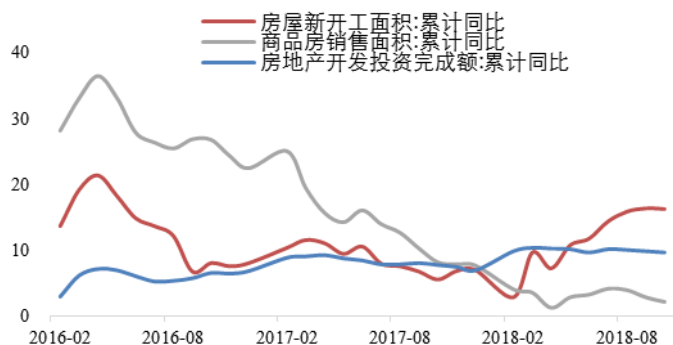
2.5 国内终端消费疲软，外需相对较好，关税问题出现曙光

终端需求方面，房地产投资前期首先增加对水泥、钢筋等材料的需求，后期对房屋装修如门窗、装饰材料，再传导至铝材的消费。10月房屋新开工面积累计同比增长9.7%，商品房销售面积累计同比增长16.3%，房地产开发投资完成额累计同比增长2.2%。房地产板块松动明显，进而放慢向下游采购幕墙板卷及型材等产品的速度，对铝消费拉动有限。

10月电网基本建设投资累计完成额为3814亿元，同比下降7.60%，降幅缩小。2018年国家电网计划投资额4989亿元，同比2017年计划额增7.12%，同比2017年实际完成额增2.78%。预计2018年实际完成情况不及计划投资额。

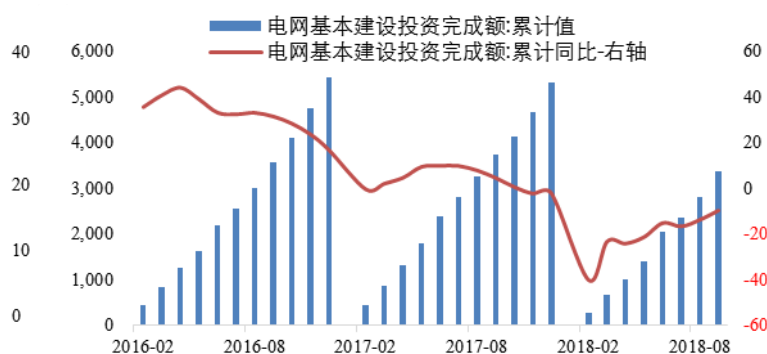
10月汽车累计产量2282.60万吨，累计销量2287万吨，累计同比分别为-0.40%、-0.10%，累计同比进一步下滑，甚至转负。工业型材有一部分应用于汽车车身及窗轨，汽车产销悲观不利于工业型材的消费。新能源汽车累计产量87.90万吨，累计销量86.01万吨，累计同比分别增长70.02%、75.54%，新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看，铝终端消费依旧疲软。

图 15: 建筑房地产情况 (单位: %)



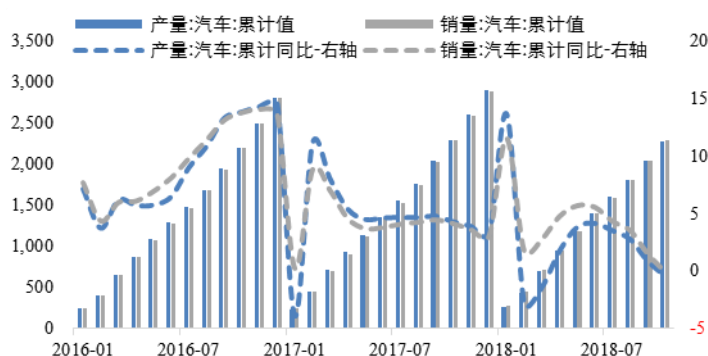
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况 (单位: 亿元, %)



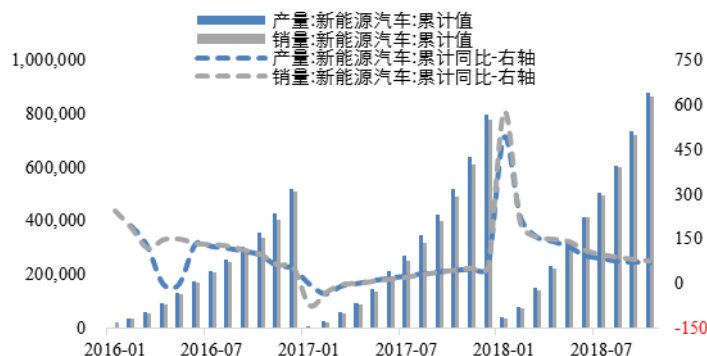
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 新能源汽车产销情况 (单位: 万辆, %)



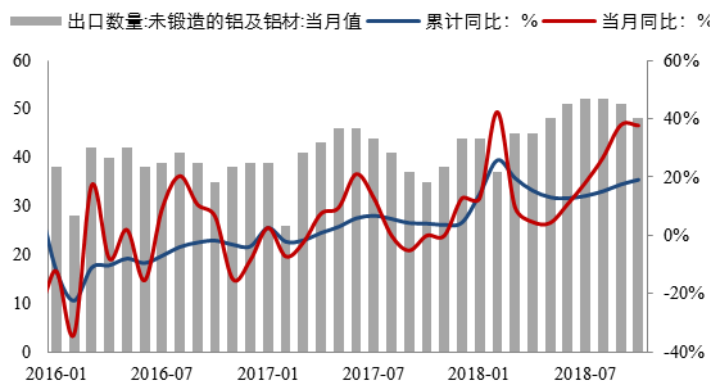
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

铝材出口强劲, 外需相对较好。10 月未锻造的铝及铝材当月出口数量为 48 万吨, 1-10 月累计出口 473 万吨, 累计同比为 19.1%。虽然沪伦比值出现回升, 但是人民币贬值且出口利润较高, 有利于铝材的出口。

2018 年, 中美贸易摩擦成为市场焦点, 美国对中国铝产品涉及贸易摩擦条款有: “232 条款”、铝箔双反、铝板带双反和 “301 条款” 等等。特朗普还宣称将对产自中国的 2000 亿产品加征 10% 关税, 2018 年 9 月 24 日生效, 这一税率实行到年底, 2019 年 1 月 1 日起税率将提高到 25%。从历史数据来看, 2017 年中国对外出口铝材产品总量约为 480 万吨, 出口至美国铝材量约为 67 万吨, 占出口总量 14% 左右。而我国铝材出口总量占总产量比重为 12% 左右, 可以推算出口美国的铝材占总产量的比重约为 1.68%, 影响有限。下游企业为了避开关税施行日期将出口前置, 同时国内大型铝加工企业开始寻求东南亚等出口方向, 新兴国家经济发展对型材等工业品需求量提升。

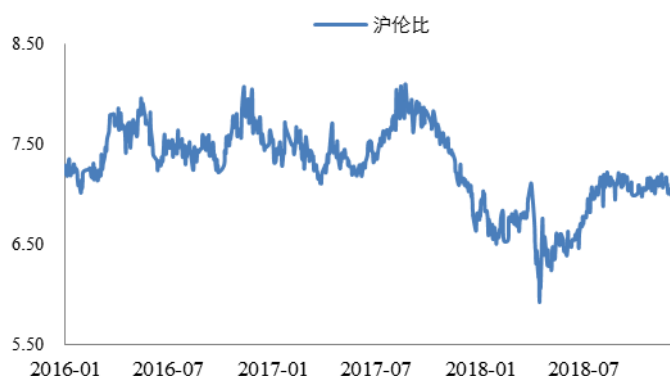
2018 年 12 月初, 中美元首达成共识停止加征新关税, 美方原先对 2000 亿美元中国商品加征的关税, 2019 年 1 月 1 日后仍维持在 10%, 而不是此前宣布的 25%。在未来 90 天谈判窗口中, 中美将在强制技术转让、非关税壁垒、网络入侵、服务和农业等结构性改革领域达成协议。中国将加大从美国的农产品、能源、工业产品的进口, 改善中美贸易逆差。

图 19: 铝材出口数量 (单位: 万吨, %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 沪伦比值

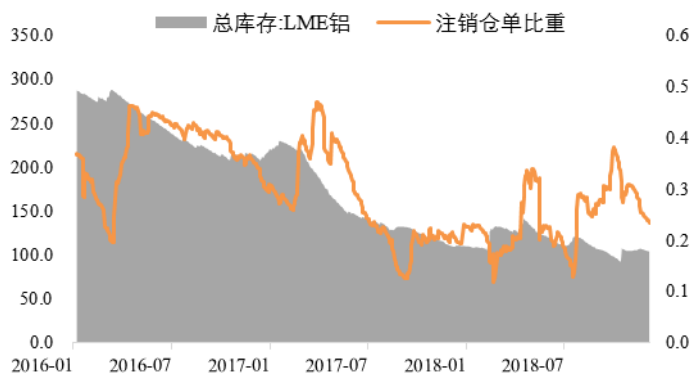


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.6 国内铝锭社会库存下降幅度缩小，预计年前库存会出现回升

LME 铝库存，近三年来一直处于下降通道，截至 12 月 7 日为 104.29 万吨。国内库存方面，上海有色网铝锭社会库存 2018 年 2 月份达到最高点 228 万吨，此后持续去化，12 月 7 日降至 135.2 万吨。10-11 月铝厂减产规模扩大，到货量减少，但是库存下降幅度收窄，也侧面反映出铝锭消费较差，预计年前库存会出现回升。铝棒库存呈“V”型变化，10 月份突破 15 万吨，截至 12 月 6 日为 11.79 万吨，仍处于较高水平。

图 21: LME 库存及注销仓单比重 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

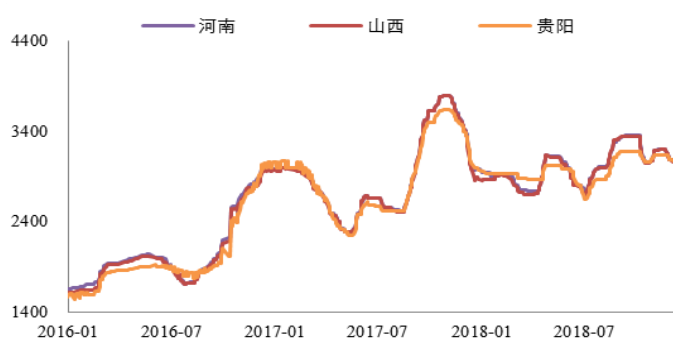
3.成本端有松动迹象，对铝价不利

3.1 采暖季限产力度不强，北方矿工有降价意愿，国内氧化铝价格

或出现回调

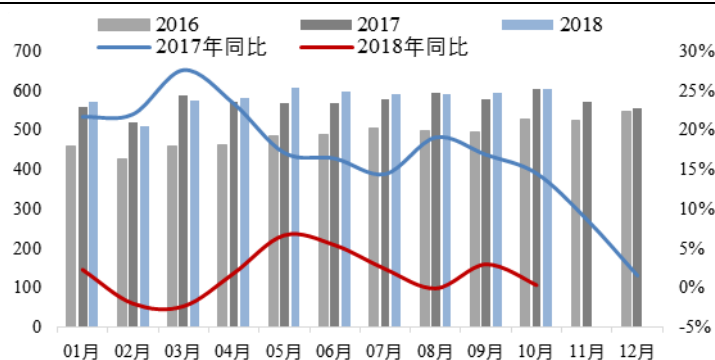
自 2018 年 3 月起，受矿山整顿和环保督查影响，国内铝土矿供应紧缺，推动氧化铝价格走高，氧化铝企业有较高的利润，供给也相应增加。2018 年 1-10 月累计产量为 5815.4 万吨，累计同比增加 1.7%。三年“蓝天保卫战”新增汾渭平原地区，即山西省和陕西省，然而新一轮的采暖季限产对氧化铝供应限制远不及市场预期，山西省吕梁市坐拥 1415 万吨的氧化铝产能，却不在限产企业名单内。2018 年氧化铝新增产能逐渐投放，2019 年预计还要新增 760 万吨产能，供应预期增强；下游电解铝产量下滑，对氧化铝的需求减弱。与此同时，山西、河南两地的环保压力有所缓解，矿山开工率和供应量逐渐增加，北方矿工有降价意愿，氧化铝有一定下行压力。

图 23：国内氧化铝价格（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：国内氧化铝产量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 5：2018 年-2020 年中国氧化铝新增产能（单位：万吨）

公司	地区	省份	城市	原有产能	新建产能	开始时间	当前进度
泰兴铝镁	华北	山西	吕梁	10	30	2018 年 1 月	投产结束
田园化工	华北	山西	吕梁	35	5	2018 年 2 月	投产结束
华庆铝业	华北	山西	吕梁	7	28	2018 年 5 月	投产
山西信发	华北	山西	吕梁	200	100	2018 年 9 月	延迟至 9 月投产
魏桥 2	华东	山东	滨州	1600	100	2018 年 9 月	预计 9 月份投产
靖西天桂	华南	广西	百色	0	80	2018 年 11 月	工程因 8 月雨季有所延迟
中电投金元	西南	贵州	遵义	0	100	2018 年 12 月	在建
山西同德	华北	山西	忻州	0	100	2018 年 12 月	-
内蒙古鑫旺	华北	内蒙古	鄂尔多斯	50	50	2018 年	建成待投
晋中化工	华北	山西	晋中	180	100	2019 年	延迟，因为矿石因素

兴安化工	华北	山西	吕梁	280	40	2019年	延迟
广铝	西南	贵州	贵阳	60	70	2019年	-
靖西天桂	华南	广西	百色	80	90	2019年	-
魏桥印尼项目	印尼			100	100	2019年	延迟至2019年
山西复晟	华北	山西	运城	80	80	2019年	停滞, 2018年恐难建成
博赛南川氧化铝	西南	重庆	重庆	0	80	2019年	租赁中铝设备
中铝防城港	华南	广西	防城港	0	200	2019年	目前停建
锦江龙州项目	华南	广西	崇左	0	100	2020年	目前停滞
靖西天桂	华南	广西	百色	170	80	2020年	-
山西其亚	华北	山西	临汾	0	100	2020年	延迟
贵州广铝铝业	西南	贵州	贵阳	130	120	2022年	-
				2018 新增总量	593		
				2019 新增总量	760		

数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.2 随着海外“黑天鹅”事件逐渐平息，国外氧化铝供应预期增强

2018年国外氧化铝市场发生三起“黑天鹅”事件，对氧化铝供需结构造成冲击：

A. 暴雨导致海德鲁旗下全球最大氧化铝厂停产一半产能

2018年2月，巴西的巴尔卡雷纳地区遭遇大暴雨，海德鲁旗下Alunorte氧化铝厂赤泥库泄露至附近河流并造成污染，当地法院命令该厂削减一半产能，并停止DRS2铝土矿渣处理作业。自2018年3月1日起，海德鲁旗下唯一的巴西Alunorte氧化铝厂停产50%产能，该厂2017年产量约640万吨。受此影响，海德鲁的巴西铝土矿Paragominas和其合资的电解铝厂Albras也暂停一半产能，Albras是LME的注册交割品牌。2018年10月3日，海德鲁公司宣布受赤泥堆场限制，Alunorte氧化铝厂将关停剩余50%产能，约320万吨年产能，海外铝价应声大涨。而在10月6日，海德鲁Alunorte氧化铝厂获批使用压滤器，将能够在安全条件下重启50%的产能，目前该厂还是以50%的产能运行。

表6：2017年海德鲁氧化铝厂产能、产量（单位：万吨）

氧化铝	位置	所有权	2017年产量
Alunorte	巴西	92.13%	639.7

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

B. 美国制裁俄铝

2018年4月，美国财政部宣布对俄铝制裁，伦敦金属交易所（LME）表示，从4月17日起任何俄铝品牌的原铝铝锭将不得获批准为注册仓单所列金属，除非金属拥有人能够证明LME信任及采纳其不会构成违反美国制裁的行为。美国宣布对俄铝制裁后，大部分船商都不愿意将他们的船只租给俄铝，而俄铝在海外的氧化铝厂2017年产量为495.1万吨，占其总产量的63.7%。这些氧化铝在国外生产，然后再运回俄罗斯生产原铝。目前，美国将制裁时间再次延后至2019年1月7日。

表 7：2017 年俄铝旗下电解铝厂产能、产量（单位：万吨）

电解铝加工厂	是否为 LME 注册品牌	位置	所有权	2017 年产能	产能利用率	2017 年产量
BOGOSLOVSKY	是	俄罗斯	100%	-	-	-
BRATSK	否	俄罗斯	100%	100.8	100%	100.8
KRASNOYARSK	是	俄罗斯	100%	101.9	100%	101.9
SAYANOGORSK*	是	俄罗斯	100%	54.2	98%	53.3
NOVOKUZNETSK*	是	俄罗斯	100%	21.5	100%	21.5
KHAKAS	否	俄罗斯	100%	29.7	98%	29.2
IRKUTSK	是	俄罗斯	100%	41.9	100%	41.9
KANDALAKSHA*	是	俄罗斯	100%	7.6	95%	7.2
URALS	是	俄罗斯	100%	7.5	0%	-
VOLGOGRAD	是	俄罗斯	100%	6.6	20%	1.3
NADVOITSY*	是	俄罗斯	100%	2.4	50%	1.2
KUBAL	否	瑞典	100%	12.8	96%	12.3
ALSCON	否	尼日利亚	85%	2.4	0%	-
合计	-	-	-	389.6	95%	370.7

数据来源：公司年报，兴证期货研发部

备注：标记为红色的品牌以后不能被注册成仓单。*表示俄铝被美国制裁，LME 不接受俄铝的原铝铝锭注册成仓单。

C.美铝西澳工人罢工

2018 年 8 月美国铝业在西澳洲的工人因劳动协议争端开始无期限罢工，其中涉及到的澳洲地区矿山 2017 年产量 3320 万吨，氧化铝产能 897.9 万吨。8 月 24 日，位于澳大利亚西部美铝氧化铝厂的氧化铝装船发货已经延迟。9 月底，据澳洲工人联合会消息，美铝澳大利亚氧化铝厂工人投票决定结束罢工。本次罢工共持续 53 天，对产量影响不大。

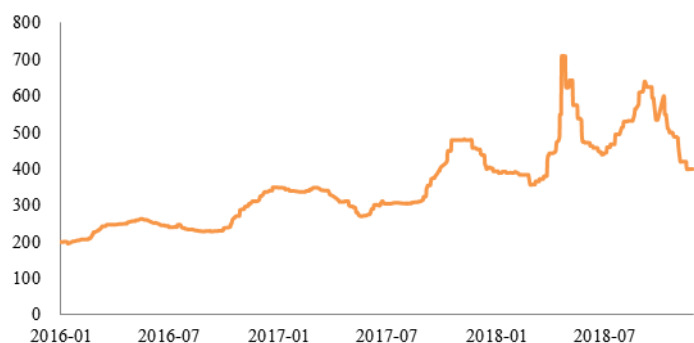
表 8：2017 年美国铝业氧化铝产能（单位：万吨）

氧化铝	国家	所有权	总产能	美铝所占产能
Kwinana	澳大利亚	ALCOA	219.0	219.0
Pinjarra	澳大利亚	ALCOA	423.4	423.4
Wagerup	澳大利亚	ALCOA	255.5	255.5
Poços de Caldas	巴西	ALCOA	39.0	39.0
Alumar	巴西	ALCOA(54%)、RIO TINTO(10%)、South32(36%)	350.0	189.0
San Ciprian	西班牙	ALCOA	150.0	150.0
Point Comfort,TX	美国	ALCOA	230.5	230.5
Ras Al Khair	沙特阿拉伯	ALCOA(25.1%)、Saudi Arabian Mining Company(74.9%)	180.0	45.18
全部氧化铝厂合计	-	-	1847.4	1551.58
澳大利亚氧化铝厂合计	-	-	897.9	897.9

数据来源：公司年报，兴证期货研发部

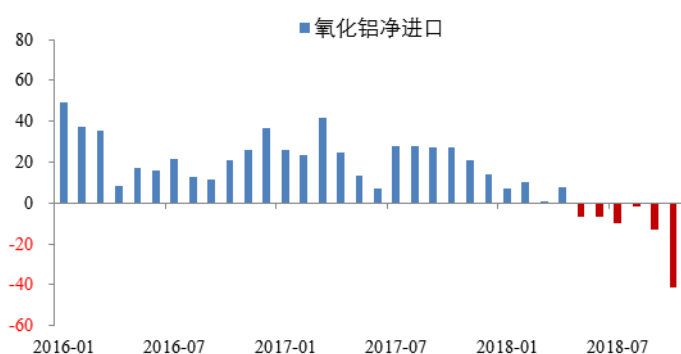
受这些突发事件影响，海外主要氧化铝企业 2018 年产量下滑，国外氧化铝供应出现紧缺，自 2018 年 5 月开始，国内氧化铝由净进口转变为净出口，5 月-10 月累计净出口 79.36 万吨。然而，随着海外黑天鹅事件逐渐平息，海外氧化铝供应预期增加，同时 2018-2021 年海外氧化铝预计新增产能约 1120 万吨，澳大利亚氧化铝 FOB 价格一路回调至 400 美元/吨，国内外价差收窄，国内氧化铝出口利润不复存在，出口窗口关闭。

图 25：澳大利亚氧化铝 FOB 价格（单位：美元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 26：氧化铝净进口数量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 9：海外氧化铝生产企业产量预期（单位：百万吨）

	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3	累计同比	2017 年	2018E
俄罗斯铝业	5.82	5.78	0.69%	7.77	-
力拓	5.96	6.08	-2.00%	8.13	8.0-8.2
美国铝业	9.56	9.77	-2.15%	13.10	13.6-13.8(shipments)
挪威海德鲁	2.16	3.70	-41.62%	6.40	3.00
韦丹塔	1.02	0.89	14.61%	1.17	1.20
Hindalco	2.11	2.15	-1.86%	2.88	-
South 32	3.69	3.89	-5.14%	5.15	5.05
合计	30.32	32.26	-6.02%	44.60	

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

表 10：2018 年-2021 年国外氧化铝新增产能情况（单位：万吨）

Refinery	地区	国家	集团	建成产能	新增产能	投产时间
Friguia(restart)	非洲	几内亚	俄铝	0	65	2018 年 6 月
Alunorte(restart)	南美洲	巴西	海德鲁	320	320	2019 年 Q1
Shaheen	亚洲	阿联酋	阿联酋铝业公司	0	200	2019 年 3-4 月
Alpart	非洲	牙买加	酒钢	100	65	2019 年
Kendawangan	亚洲	印尼	魏桥	100	100	2020
Utkal	亚洲	印度	印度铝业	150	150	2020
Sarab	亚洲	伊朗	IMIRO	0	20	2020

Damanjodi	亚洲	印度	印度国家铝业	127.5	100	2021
Mempawah	亚洲	印尼	PT Antam	0	100	2021
				合计	1120	

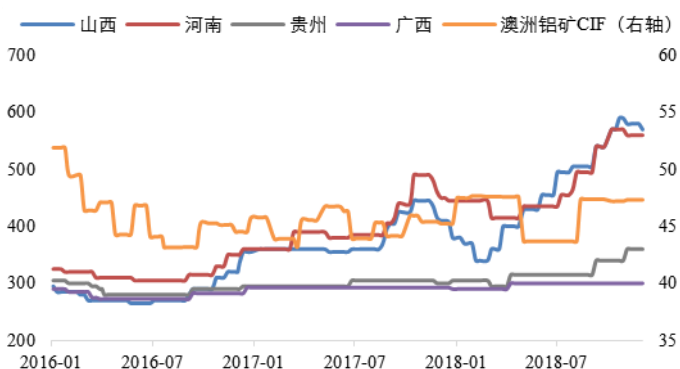
数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.3 全球铝土矿供应增加，企业积极布局海外铝土矿业务

我国铝土矿产量在全球占比约 20%，相较于不到 3% 的储量，我国铝土矿的开采量过大。前期国家环保政策趋严导致国内铝土矿价格逐渐攀升，企业积极寻求海外铝土矿。9 月份铝土矿累计进口 6168.0 万吨，累计同比增长 26.9%。国内企业愈发依赖铝土矿的进口，目前市场上约有 20% 的企业掺配进口铝土矿来维持生产。短期因天气和运输整顿等因素的影响，国内铝土矿价格在高位盘整；随着北方环保压力缓解，矿山开工率和矿石供应出现回升，以及进口铝土矿的数量增加，中长期国内铝土矿价格或将出现回落。

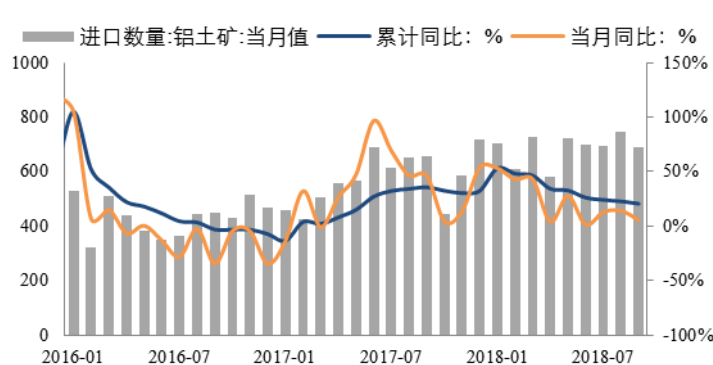
几内亚、澳大利亚铝土矿储量丰富，山东魏桥、中国铝业、美国铝业、力拓等龙头铝企都在积极布局海外铝土矿业务。阿拉丁预计未来十年全球铝土矿新增产能 1.58 亿吨，主要集中在几内亚、澳洲、印尼等国家，其中几内亚占比 70%，而且 80% 的产能释放预定时间集中在 2018-2022 年，以 2019 年最多，高达 4500 万吨。

图 27：国内外铝土矿价格（单位：元/吨，美元/吨）



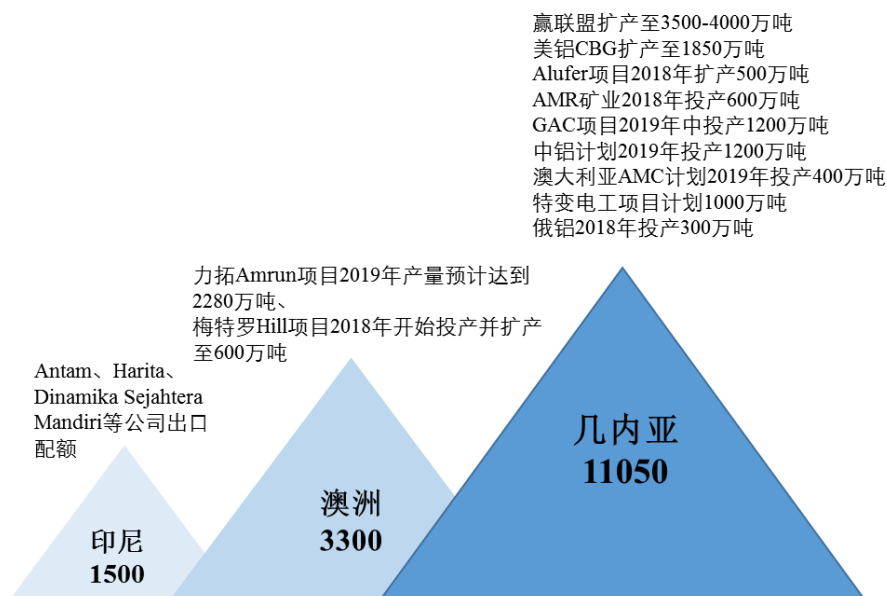
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 28：铝土矿进口数量（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 29：全球铝土矿供应预期（单位：万吨）



数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

表 11：几内亚主要铝土矿项目进展

主要项目	项目当前进展	项目一期计划	项目二期计划
赢联盟	2017年已出口3000万吨铝土矿至中国	2018年计划出口4000万吨	2019年开工建设100万吨氧化铝厂和相应铁路建设
法国AMR	2017年12月12日正式投产	计划2018年开采600万吨，并和赢联盟达成合作	2019年计划达到1000万吨
英国ALUFER	BEL AIR项目基建完成，准备铝土矿出口工作	2018年第三季度投产，预期年产量550万吨	2023年扩产至1000万吨
俄铝dian-dian	6月19日正式投产出矿	一期建设年产能300万吨	后期扩产至1200万吨
阿联酋铝业GAC	5月17日与几内亚政府签署《矿业协议》	2019年下半年计划投产，一期年产能1200万吨	二期2022年完成产能2500万吨，并建设200万吨氧化铝厂
中国铝业Boffa项目	项目计划投资7.06亿美元	计划2019年末投产，年产1200万吨铝土矿	-
美国铝业CBG	年产量1500万吨左右	2019年扩产至1850万吨	第二期计划2027年完成，将年产量提高到2850万吨
澳大利亚AMC	5月15日与几内亚政府签署《矿业协议》	计划2019年开始出矿，一期投资1.2亿美元，年产400万吨铝土矿	第二期计划修建一条126公里长的铁路，连接矿区到内河港口
特变电工集团	5月15日与几内亚政府签署《矿业协议》	2019年6月底完成一期1000万吨铝土矿开采及出口	2021年完成二期3000万吨铝土矿出口及100万吨氧化铝厂建设

数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

4.后市展望及策略建议

1. 国内铝基本面呈现供需双弱的格局。供应方面，电解铝累计产量同比下滑。由于铝价低迷，电解铝企业亏损严重，不少企业纷纷出现减产，2018年全年减产规模或超过250万吨。在此背景下，预计电解铝新增产能的投放脚步会进一步放慢。根据当前已出台的采暖季政策，预计采暖季对电解铝的限产产能约为82.7万吨，对电解铝供应的影响弱于去年。需求方面，国内铝材开工率整体不及去年同期，“金九银十”出现褪色。房地产、汽车、电网等终端需求疲软，对铝消费拉动有限；铝材出口强劲，外需相对较好，关税问题出现曙光。在此背景下，国内铝锭社会库存下降幅度缩小，预计年前库存会出现回升。

2. 国外电解铝供应回升，主要铝企产量同比增加。2018年中国电解铝供应增速为负，但全球电解铝供应不降反增，表明国外电解铝供应回升。从海外主要电解铝企业来看，8家企业2018年前三季度累计产量同比增速为1.74%，并且给出预期的企业对2018年的自身产量预期总体要高于2017年。

3. 成本端，采暖季限产力度不强，北方矿工有降价意愿，国内氧化铝价格或出现回调。新一轮的采暖季限产中，山西省吕梁市坐拥1415万吨的氧化铝产能，却不在限产企业名单内，远不及市场预期。2018年国内氧化铝新增产能逐渐投放，2019年预计还要新增760万吨产能，供应预期增强；下游电解铝产量下滑，对氧化铝的需求减弱。与此同时，山西、河南两地的环保压力有所缓解，矿山开工率和供应量逐渐增加，北方矿工有降价意愿，氧化铝有一定下行压力。

4. 随着海外“黑天鹅”事件逐渐平息，国外氧化铝供应预期增强。海德鲁与巴西法院经过反复磋商，最终还是以50%的产能运行Alunorte氧化铝厂；俄铝被制裁时间推迟到2019年1月7日；美铝西澳罢工共持续53天，对产量影响不大。同时2018-2021年海外氧化铝预计新增产能约1120万吨，澳大利亚氧化铝FOB价格一路回调至400美元/吨，国内外价差收窄，国内氧化铝出口利润不复存在，出口窗口关闭。

5. 全球铝土矿供应增加，企业积极布局海外铝土矿业务。几内亚、澳大利亚铝土矿储量丰富，龙头铝企都在布局海外铝土矿业务。阿拉丁预计未来十年全球铝土矿新增产能1.58亿吨。短期因天气和运输整顿等因素的影响，国内铝土矿价格在高位盘整；随着北方环保压力缓解，矿山开工率和矿石供应出现回升，以及进口铝土矿的数量增加，中长期国内铝土矿价格或将出现回落。

综上所述，预计2019年铝价会呈现震荡下行，建议投资者逢高做空，仅供参考。

5.风险提示

宏观经济波动风险；中美贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

锌供给宽松，消费疲软，锌价中期或下行

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号：Z0012934

胡佳纯

从业资格号：F3048898

胡悦

从业资格号：F3050247

联系人：胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

内容提要

2018年锌行情主要以下跌为主，锌价在18年7月之前持续走低，7月沪锌跌至20000元/吨附近，伦锌跌破2500美元/吨。2018年7月至今，锌价呈现横盘整理，10月，沪锌小幅走高至23000元/吨，伦锌则升破2500美元/吨。其后，锌价仍持续走低。

对2019年，我们有以下主要结论：

1. 锌精矿：在锌矿开采的高利润推动下，大型矿企资本支出逐渐增长，开采项目逐步实施，预计明年锌精矿产量将逐步释放产量，增速在4%左右。

2. 锌锭：随着加工费逐步走高，冶炼厂利润恢复，在高利润以及锌矿供给增长的双重影响下，锌锭产量恢复增长

3. 受环保政策影响，镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率均处于低位，锌锭下游初级消费疲软，预计明年增长有限。

4. 中国及全球宏观消费面临下滑，建筑行业作为锌终端消费占比大头，其未来增速空间面临下滑的趋势，终端消费恐难有支撑

5. 结合供需端，中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价面临下行风险。而短期来说，目前库存处于低位，不适宜立即看空。

风险提示：

锌矿供应不达预期；环保政策进一步收紧影响锌锭产量；中国宏观经济超预期下滑。

1.行情回顾：上半年锌价持续走低，三季度震荡整理

沪锌及伦锌从 2017 下半年至 2018 年年初一直居于高位，在 2018 年 2 月份，达到近五年的最高点，沪锌价格超过 26000 元/吨，而伦锌则超过 3500 美元/吨。2018 年 2 月，沪锌价较 2017 年年初上涨 25.92%，伦锌价格则较 2017 年年初上涨 40.94%。

2018 年锌行情可分为两个阶段，第一阶段为 2 月初至主要以下跌为主，锌价在 18 年 7 月之前持续走低，7 月左右沪锌跌至 20000 元/吨附近，伦锌跌破 2500 美元/吨。

2018 年 7 月至今，锌价呈现横盘整理的状态，10 月，沪锌小幅走高至 23000 元/吨，伦锌则升破 2500 美元/吨。其后，仍呈现下跌态势。

图 1：沪锌及伦锌 2018 年价格走势（右轴：沪锌：元/吨；伦锌：美元/吨）



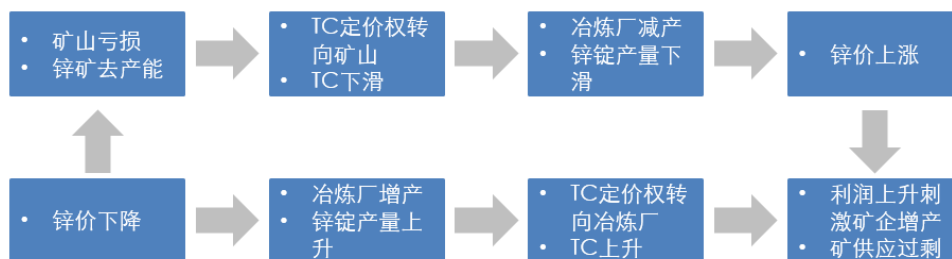
数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.锌市场主要逻辑链

锌价走势主要受锌锭供需影响，锌矿与锌锭的供需关系受 TC 影响，锌价的走势会进一步影响锌矿的供给，由此形成从矿到锭到锌价再到矿的整个逻辑闭环。

锌矿供应过剩，则对于 TC 定价的主动权转向冶炼厂，导致 TC 上升，冶炼厂的产量所增加，反之，若锌矿供给减少，则 TC 定价的主动权转向矿山，TC 下降。TC 上涨会导致冶炼厂主动生产锌锭，从而增加锌锭的供给，促使锌价上升，提振矿山的产量，反之亦然。目前，我们处于锌矿与锌锭供给关系处于锌矿供应过剩的阶段，TC 不断上涨，锌锭供给开始恢复。

图 2：锌市场供给逻辑链



数据来源：兴证期货研发部

3. 锌行情展望

3.1 供应端：锌矿产能释放、锌锭产量上行

3.1.1 锌矿产量四季度及 2019 年将逐步增加

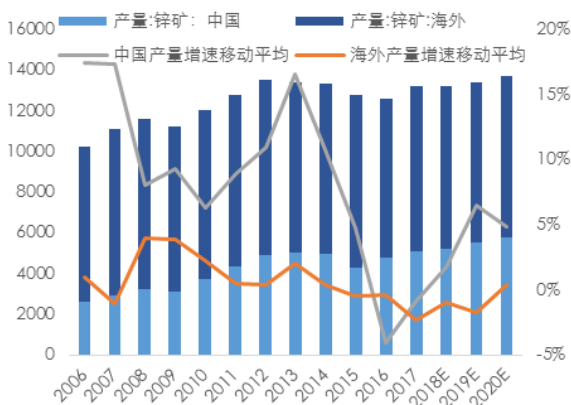
2018 年前三季度，全球锌矿产量同比下滑 3.83%，主要系一季度的产量下滑所致。全球锌矿供给不足主要是由于中国锌矿供给量减少所致，而海外地区矿产量较去年同比上升 2.78%。全年锌矿供应前紧后松。

中国方面，18 年 1-10 月锌精矿产量达 239.81 万吨，同比下滑 13% 左右。矿供给紧张主要是由于 2015 年国家对于环保督查力度的加大，以及锌矿品位下滑。随着矿山的关停、整合、搬迁、检修等进入尾声，锌矿产量正逐步恢复。

根据锌市场的传导逻辑，锌价的上涨会推动锌矿的生产，同样锌矿的供应增加，传导至锌锭的供给增加，锌价下行。锌矿供给变化传导至锌锭，最后对锌价产生影响的周期在一年之内，而锌矿从开采到产能全部释放的周期据统计一般在 2-3 年左右。

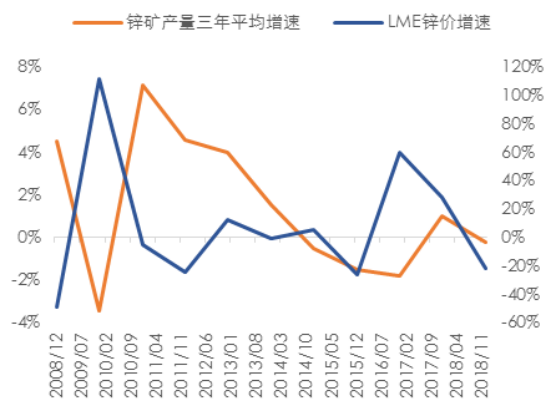
2015 年及 2016 年锌矿供给下滑，推动 16 年年初到 17 年锌价上行，17 年锌矿供给逐步恢复，18 年上半年锌价持续下行，但仍居于高位，锌价高位及锌矿的紧缺，促使各大矿山宣布增产计划，逐步释放产能，因此我们预计今年四季度至 2019 年矿山将逐步达产，2019 年中国锌矿产量增速较大，2020 年全球产量增速将达到近两年的峰值。锌矿产能未来两年的逐渐释放，增速的上涨，可能供应过剩，对未来锌价施压，根据锌价传导周期，我们推测中长期内，锌价将继续下行。

图 3：全球锌矿产量及同比增速（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：全球锌矿产量增速及 LME 锌价增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

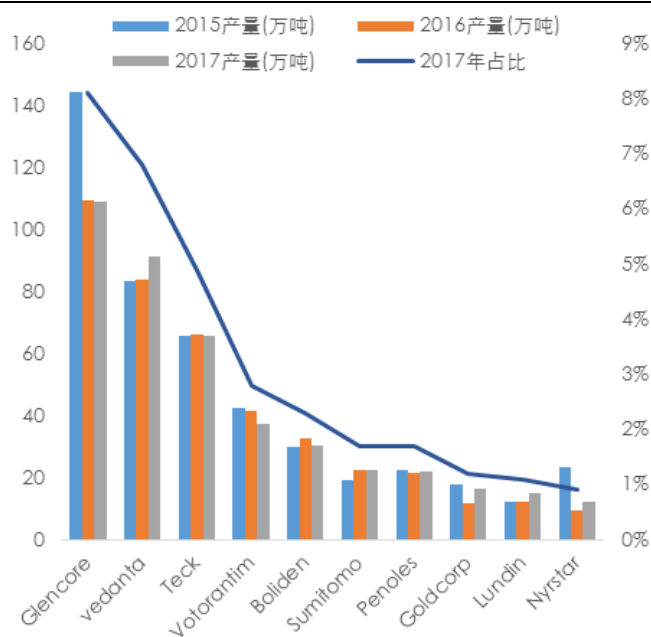
截至 2018 年三季度，全球前十大矿业集团产量较 2017 年前三季度下滑 0.18%，占全球 38.66%，占除中国以外地区产量达 58.18%，行业集中度较高。其中 Trevali Mining 在 2018 年收购了嘉能可两座矿山，我们将其产量合并计入前十的矿业公司产量中。2017 年锌矿产量较 2016 年增速达 2.7%，2016 年产量下滑 11%，锌矿产量自 2016 年的大幅下滑后，目前正逐步恢复。

前十大矿业集团中，六家相较于去年同期产量下滑，下滑的主要原因为品位下滑、部分矿区关闭等。

嘉能可产量主要是其将两座矿山卖给 Trevali，两座矿山合计产量达 9.21 万吨，剔除固定资产处置，嘉能可今年前三季度产量增速达 7%。

增速较大的是 Teck、Lundin 及 Nystar。Teck 的产量大幅提升主要是由于其旗下的 Red Dog 矿区矿石品位以及回收率的提高，以及提高了 2018 年 Red Dog 的锌矿产量计划，增量在 1 万吨左右。Lundin 锌矿的产量增加主要是由于其实行了锌扩产计划，但该项目目前进展有所拖延，预计 2019 年下半年将会完成。新星的产量提升主要是由于重启了美国田纳西中部矿山。

图 5：大型矿业公司近三年锌矿产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 1：大型矿业集团 Q3 锌矿产量（万吨）

公司	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3	2018Q3 增速	2018Q3 占比
Glencore	82.74	78.6	-5.00%	8.37%
Trevali	5.46	13.8	152.75%	1.47%
Vedanta	80.6	72.7	-9.80%	7.75%
Votorantim	41.83	40.68	-2.75%	4.33%
Teck	27.72	32.4	16.88%	3.45%
Goldcorp	26.32	22.96	-12.77%	2.45%
Boliden	22.72	21.9	-3.61%	2.33%
Penoles	21.25	21.21	-0.19%	2.26%
Sumitomo	16.3	14.9	-8.59%	1.59%
Lundin	9.35	11.01	17.75%	1.17%
Nyrstar	8.8	10.7	21.59%	1.14%
合计	363.45	362.8	-0.18%	38.66%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.1.2 若产能全部达产，明年锌矿产量由紧转松

根据全球前十大矿企公开发布的产能计划看，2018 年增量总计达 47.9 万吨，2019 年达 49.2 万吨，我们测算了 2018 年及 2019 年增速，分别为 3.58%、3.88%。

Vedanta 旗下 Gamsberg 锌矿一期精矿含锌产量 25 万吨/年。二期产能扩至 40-45 万锌金属吨/年，三期计划最终实现 60 万金属吨/年。公司预计 19 财年的锌精矿产量达 10 万吨，2020 财年锌精矿产量达 25 万吨。

New Century Resources 已重启位于昆士兰的 Century 锌矿。公司表示，第三季度的初期产量预计将为 800 万吨/年，目标在 19 年四季度锌精矿产能达 26.4 万吨/年。目前首批锌精矿已于 9 月初正式产出，11 月初首批锌精矿已成功运往中国，且比预期的多 10%。

MMG 旗下 Dugald River 于今年 5 月份正式运行，并在三季度报告中公布了 2018 年产能增量将达 12 万吨，计划在 2019 年继续提高生产能力，将产能提高至额定标准，预计 2019 年产量达到 17 万吨/年。

表 2：大型矿区近两年产能释放增量及占比（万吨）

矿山名称	公司	国家	2017 产量	2018E	2019E	2018 增速 E	2019 增速 E
Lady Loretta 等	Glencore	澳大利亚	109.02	9	7	0.67%	0.50%
Cerro Lindo 等	Votorantim	秘鲁	37.54	1.5	-	0.11%	0.00%
Gamsberg	Vedanta	南非	-	5.5	16.7	0.41%	1.20%
Rampura Agucha	Vedanta	印度	48.3	0.4	3.3	0.03%	0.24%
Skorpion	Vedanta	纳米比亚	7	4.5	1.6	0.34%	0.11%
Dugald River	MMG	澳大利亚	-	12	5	0.90%	0.36%
Antamina	Teck	秘鲁	37.21	3	2	0.22%	0.14%
Red Dog	Teck	阿拉斯加	54.2	1	-2	0.08%	-0.14%
Middle Tennessee	Nyrstar	美国	2.2	2.5	0	0.19%	0.00%
Myra Falls	Nyrstar	加拿大	0	1.5	1.5	0.11%	0.11%
Naica/Rey de Plata	Penoles	墨西哥	21.25	2	2	0.15%	0.14%
Peñasquito	Goldcorp	墨西哥	16.32	-1.1	5.6	-0.08%	0.40%
Century	New Century	澳大利亚	-	6	5	0.45%	0.36%
Halfmile Lake	Trevali	加拿大	-	0	4	0.13%	0.29%
Zinkgruvan	Lundin	瑞典	7.8	0.7	0.7	0.05%	0.05%
Neves-Corve	Lundin	瑞典	7.14	0.1	1.5-1.8	0.01%	0.12%
合计			347.98	47.9	52.4	3.58%	3.88%

数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

2019 年，中国锌矿新增产能预计在 16 万吨左右，占中国 18 年全年预计产量的 4%左右，几乎是 18 年新增产能的一倍。从新增的各地区新增处理能力看，内蒙古地区新增处理能力达 1069 万吨/年，占比超 50%，西北地区达 530 万吨/年，其他地区则达 260 万吨/年。

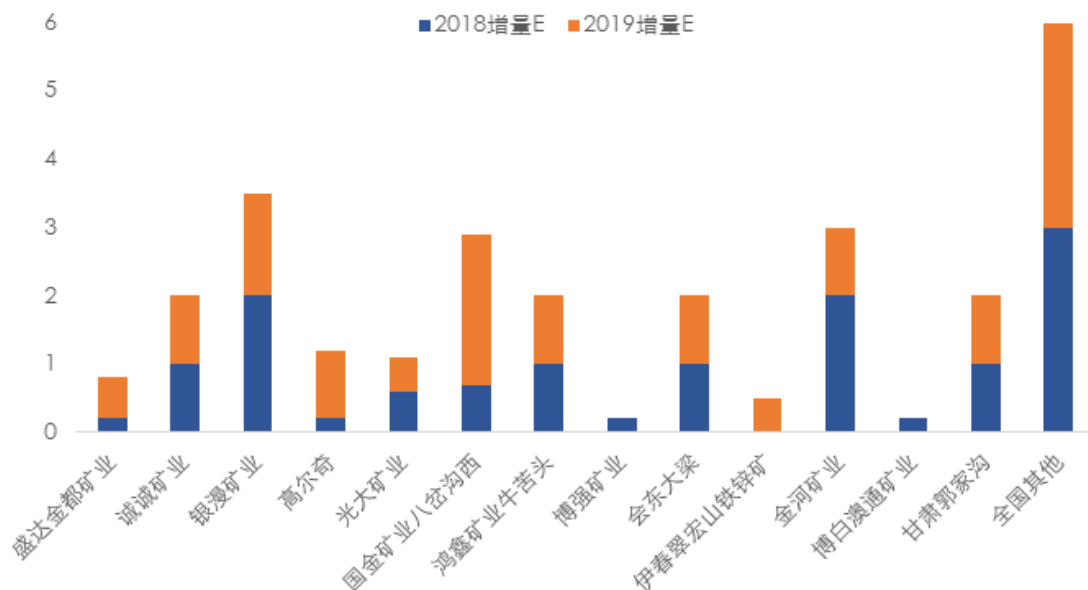
目前，除中国以外地区产量增速达 2.78%，几乎已达预期，而中国前三季度产量有所下滑，若前十大矿企以及中国计划产能全部释放，共 65 万吨，我们预计 2019 年全球锌精矿的产量增速将超过 4%左右。

表 3：2017-2019 年国内锌精矿新增产能（万吨金属）

地区	新增处理能力（万吨/年）	2017	2018	2019
内蒙古地区	1069	9.1	4.8	7.3
西北地区	530	1	2.9	6.5
其他地区（黑龙江、四川）	260	2	0.5	2
合计	1859	12.1	8.2	15.8

数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

图 6：中国矿山新增产能



数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

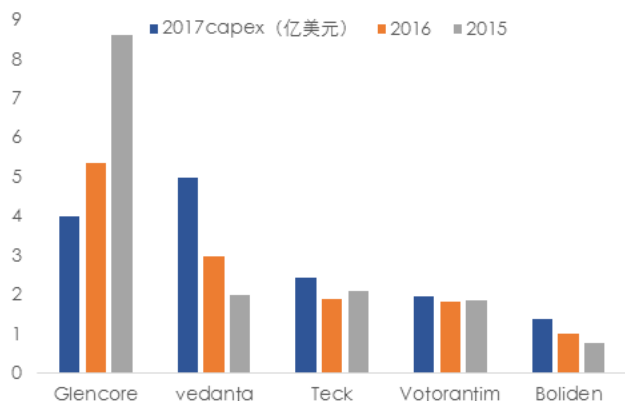
3.1.3 锌矿的高利润推动产量增长

2016，全球前五大矿企在锌矿项目新建及维系的资本支出上，较 2015 年减少 2.3 亿美元，2017 年资本支出有所上升，增加 1.8 亿美元。预计未来资本支出的增长，将进一步推动锌矿产量的增加。

大型矿企的现金成本差异较大，嘉能可现金成本仅 400 美金/吨左右，而现金成本最高的 Boliden 需 1700 美金/吨。伦锌 2017 平均价达 3000 美金，近年大型矿企开采利润较高，促使他们新增产能，释放产量。

目前锌矿企业采矿的毛利较高，矿企加大对于锌矿项目的资本支出，明年应重点关注大型矿企的现金成本走势，锌矿开采的高利润推动锌矿产量，而资本支出的增长会进一步提升锌矿产能。

图 7：五大矿企资本支出 (亿美元)



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

表 4：全球大型矿企现金成本

公司	2017 年 (美元/吨)	2017 年 LME 锌平 均价(美元/吨)
Glencore	462.9	3057
Vedanta	1155.2	
Teck	1146.4	
Votorantim	500.4	
Boliden	1741.6	
Lundin	992.1	
MMG	1499.1-1719.6	

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

近年内，国内固定资产的投资完成额同比增速持续下滑，2017年，575个采选项目投资下降24.6%。尽管今年前三季度有色金属采选同比增速仍处于下滑，但铅锌采选项目投资增长12.6%。锌矿的开采投资投入的增长，同样显示明年锌矿开采新项目将会逐步实施。

图 8：中国有色金属矿采选同比 (%)



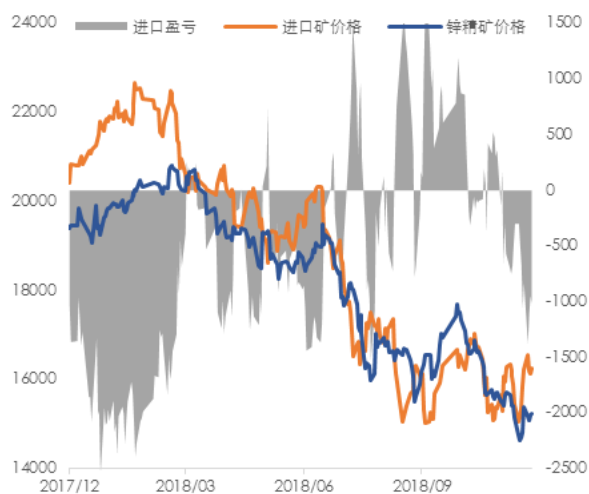
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.1.4 进口矿价格趋稳，进口量变化预计不大

18年前三季度总体中国锌精矿进口量较前两年有所增长，而锌精矿的价格持续下滑。截至9月份，中国累计锌精矿进口量达221.4万吨，同比增速达17.75%。今年国内锌矿供应紧张，以及进口矿的价格持续下行，是导致进口量有所增长的原因。

未来国产矿供给增加，进口矿的价格在年底有所回升，进口矿亏损增大，冶炼厂及贸易商的利润受到影响，若进口矿TC增长较小，亏损未能改善，则预计未来一年进口矿进口量的增速较小，或维持在年末水平。

图 9：进口锌矿价格 (元/吨)



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

图 10：中国锌精矿进口量及同比增速



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

3.1.5 锌锭产量随锌精矿释放将逐步增长

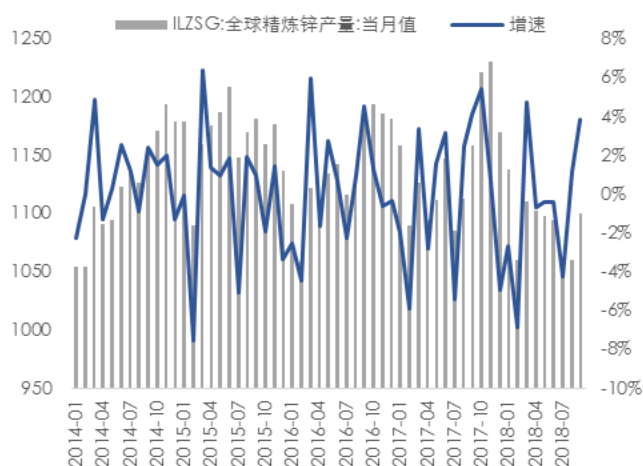
中国方面，国内锌锭的产量将缓慢增长。另一方面，受到进口盈利窗口再次关闭的影响，预计未来进口量有所下滑。目前进口量占国内锌锭供给的 10% 左右，假定锌精矿增量将全部用于冶炼锌锭，则锌锭的供给增速将不到 4%。

2018 年前三季度，全球锌锭产量不及 2017 年同期，前三季度锌锭产量共达 981.29 万吨，较去年同比下滑 2.71%，中国同比下降 3.17% 左右。相较于锌精矿产量下滑幅度，锌锭产量表现略好。

中国前三季度总体锌锭供给在年中时较为紧张，一是由于国内锌锭产量低迷，二是锌锭进口量大幅滑落。进入下半年之后，锌锭产量及进口量均有所恢复。

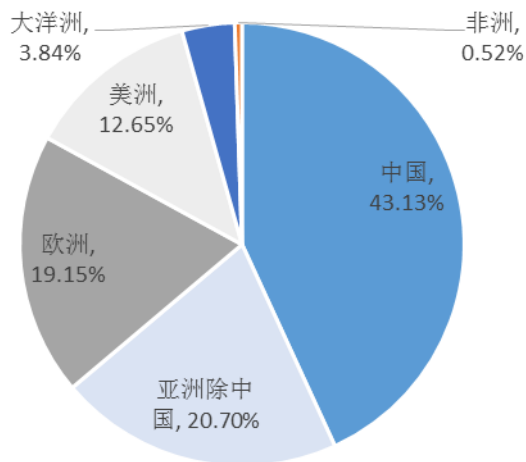
中国精锌产量占比超 40%，亚洲地区精锌的产量占比超 63%，亚洲地区对于精锌的供给较大。而大洋洲作为锌矿资源最为丰富的国家，其精锌产量占比只达 3.84%，澳大利亚的锌精矿出口量较大。

图 11: 全球精炼锌产量及同比增速 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 各地区精炼锌产量占比

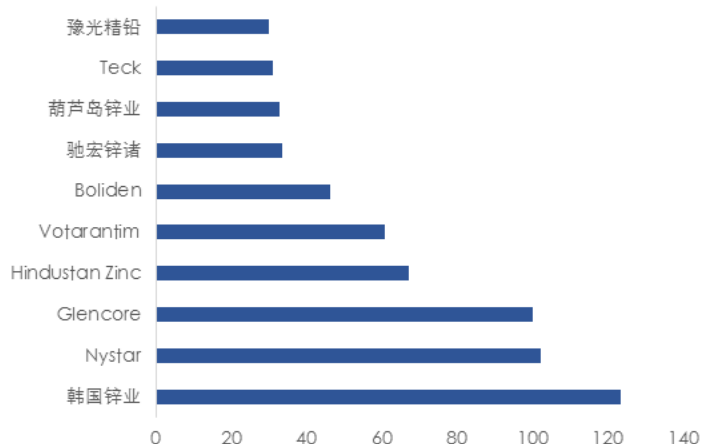


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2017 年，全球前十冶炼厂锌锭产量占比达 43.6%，行业集中度较高。对比 2018 年前三季度及 2017 年前三季度，大型冶炼厂锌锭产量下滑 5.95%。产量下滑最大的是 Vedenta，其下滑原因主要是锌精矿供给与锌锭需求不能匹配，尽管下半年锌矿供给增速较大，但仍无法弥补缺口。而国内大型冶炼厂葫芦岛的生产几乎与去年持平。Nystar 产量的增长是由于锌矿供给的增速较大。

锌锭产量受锌矿供给影响较大，若锌矿供给紧缺，则锌锭产量下滑。未来全球锌矿供给逐渐增长，预计锌锭产量也将逐步恢复。

图 13: 2017 年全球前十冶炼厂产量 (万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图 12: 各冶炼厂精炼锌产量占比

公司	2017 前三季度	2018 前三季度	2018 增速
Nyrstar	76.7	79.7	3.91%
Glencore	59.18	59.41	0.39%
Hindustan Zinc	60.1	59	-1.83%
Boliden	34.51	36.53	5.85%
Votorantim	41.83	40.68	-2.75%
葫芦岛	22	22	0.00%
Teck	23	22.8	-0.87%
合计	224.22	218.12	-2.72%

数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

3.1.6 锌锭产能释放不及锌矿

根据海外大型冶炼厂公布的产能扩张计划来看, 2019 年的增速达 1.39%, 产能增速不及锌精矿。

中国方面, 相较于海外地区, 及锌精矿的产量增速, 冶炼厂新增产能较多, 但 2019 年不一定完全达产, 新增产能合计 58 万吨, 占比达 5%。其中, 15 万吨在建, 建成时间未定, 25 万吨在计划中, 具体达产时间未定。因此, 明年确切可增加的产能为 18 万吨, 占比 1.32%。

中国及海外地区确切 2019 年新增产能为 37 万吨, 增速达 2.71%, 因此我们判断未来锌锭产量增速将在 3% 左右, 但不及锌矿产量增速, 锌矿将供大于求。

表 6: 全球锌锭产量变化 (万吨)

	2017	2018	2019	2019 增速占比
Hindustan Zinc	18.3	-6	6	0.44%
Korea Zinc	-5	-1	3	0.22%
CEZ	-9.7	8	0	0.00%
Nexa	-1.8	2	0	0.00%
Mooresboro	0	0	5	0.37%
Penoles	0	3	5	0.37%
Nystar	3	2	0	0.00%
合计	4.8	8	19	1.39%

数据来源: 公开资料整理, 兴证期货研发部

表 7: 中国锌锭产量变化 (万吨)

企业名称	原产能 (万吨/年)	新产能 (万吨/年)	新产能占比	实际投产时间	目前投产情况
白银有色	29	10	0.7%	2016Q3	达产中
安阳岷山	0	1	0.1%	2016Q2	已达产
四环锌锗	17	3	0.2%	2018Q3	试生产
会理铅锌	0	10	0.7%	2019 年初	在建

云锡集团	2	8	0.6%	2018.11	试生产
汉源俊磊锌业	5	4	0.3%	2018.6	达产中
汉源源富锌业	2	2	0.1%	2018	达产中
凉山索玛	5	5	0.4%	2019	在建
葫芦岛	39	10	0.7%	2019	规划
祥云飞龙	18	15	1.1%	2019	规划
合计	117	58	5%		

数据来源：公开资料整理，兴证期货研发部

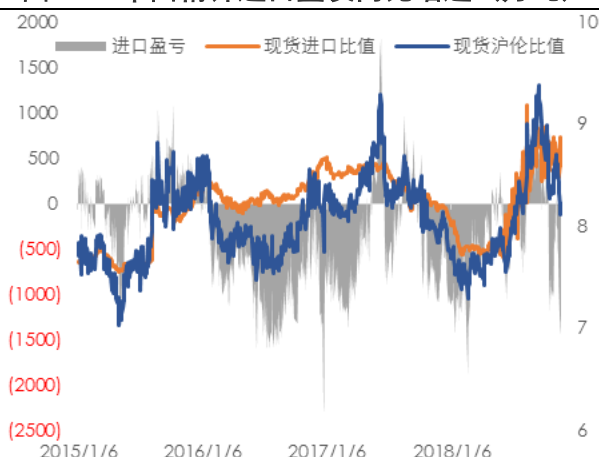
3.1.7 锌锭进口量关注汇率及内外市场强弱

2018 年前三季度，中国精锌进口量达 42.75 万吨较去年上涨 9.25%。若假定我国对于锌锭需求量变化较小，前三季度进口量大幅增长可能是由于锌锭产量的下滑所致。

目前，精锌进口仍处于亏损状态，11 月底，精锌进口亏损超过 1000 元/吨。从锌现货沪伦比值来看，今年下半年，沪伦比值居于高位，在 9 月达到这两年的顶峰，超过 9.2，沪伦比值的高位促进了国内对于精锌进口的热度，同时也使得进口盈利窗口有所打开。但好景不长，进入 10 月底，沪伦比值有所下滑，导致进口盈亏从盈转亏，进口盈利窗口再次关闭。预计年内，精锌进口盈利打开可能性不大。

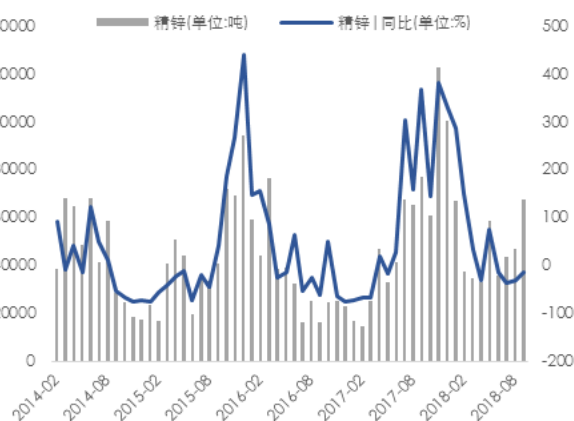
长期来看，进口窗口的打开主要关注内外比值的变化以及人民币汇率的变动。2019 年，海外锌锭产量的释放与国内几乎持平，而在人民币贬值的预期之下，进口盈利窗口明年有望打开。

图 14：中国精锌进口量及同比增速（万吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

图 15：精锌进口盈亏及沪伦比值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.1.8 加工费上行，冶炼厂恢复盈利支撑锌锭产量增长

冶炼厂利润受锌价及加工费共同影响，2018 年上半年，受到锌价走低及加工费持续低迷影响，冶炼厂盈利能力恶化，逐渐亏损。从 7 月开始，加工费走高，冶炼厂利润从 9 月底开始恢复。

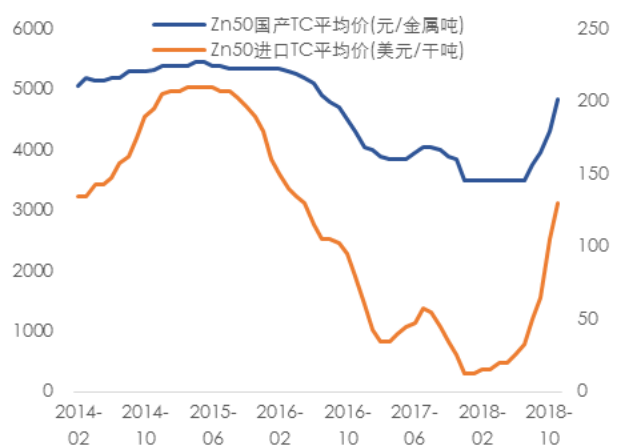
预计，随着锌矿供应的增加，冶炼厂的盈利能力持续改善，锌锭产量将持续上升，加工费上涨趋势会逐渐趋缓，明年开工率在不受刚性限制下，将持续上行。

图 16: 冶炼厂加工利润



数据来源: SMM, Wind, 兴证期货研发部

图 17: 国产及进口矿加工费



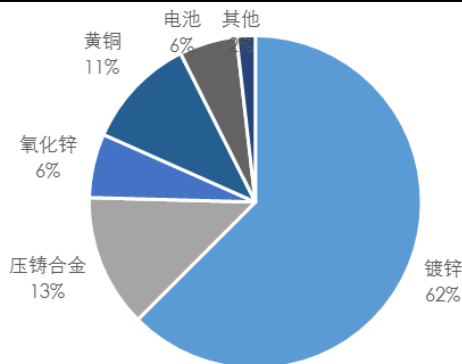
数据来源: SMM, Wind, 兴证期货研发部

3.2 需求端：锌消费需求不乐观，或面临下滑

3.2.1 初级消费疲软

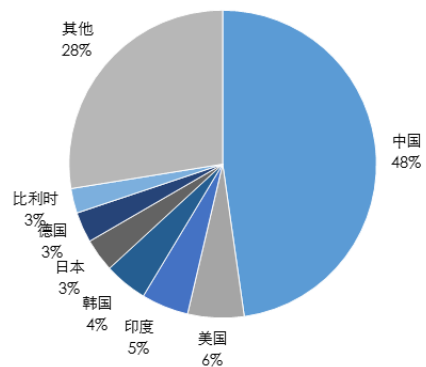
中国是锌消费的主力，占比接近 50%。全球及中国锌下游初级消费主要为镀锌板，占比均超过 50%，其次是压铸合金和黄铜。受到国内环保政策影响，镀锌板开工率持续下滑，未来中国锌消费增速将下滑。

图 18: 中国锌初级消费占比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 全球精锌消费占比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

受环保限产影响，镀锌板开工率近两年持续下降，尤其是在冬季空气质量较差的情况下，国家对于镀锌板冶炼限产严格。2018 年 1-10 月镀锌板产量下滑 1.34%，库存下滑 6.86%。一吨 1mm 镀锌板大概消耗 30-40 千克锌锭。目前镀锌板的原料成本在 740 元/吨左右，镀锌板价格在 4200 元/吨，剔除其余生产成本及用钢成本后，镀锌板处于亏损状态。镀锌生产前景并不乐观，对于锌锭需求难增长。

图 20: 镀锌板开工率及预计开工率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 中国镀锌板产量及库存 (万吨)



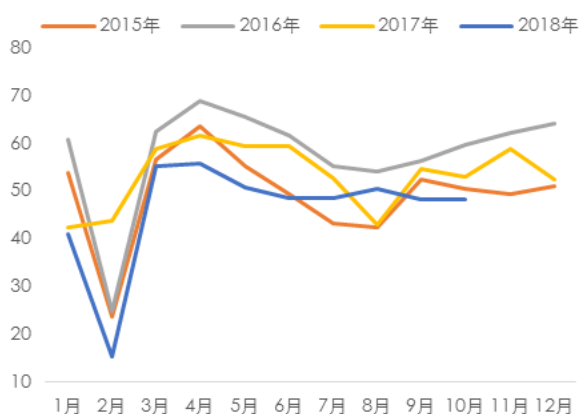
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年 1-10 月, 氧化锌企业平均开工率 52.37%, 同比减少 9.4 个百分点, 今年河北、山东、江浙等一带环保局势严峻, 影响氧化锌企业开工率, 同时, 宏观需求偏弱, 导致整体终端需求较弱, 生产受限。

压铸合金平均开工率 44.2%, 同比减少 12.6 个百分点。主因前期广东、江浙一带环保以及中美贸易战等影响压铸订单出口。

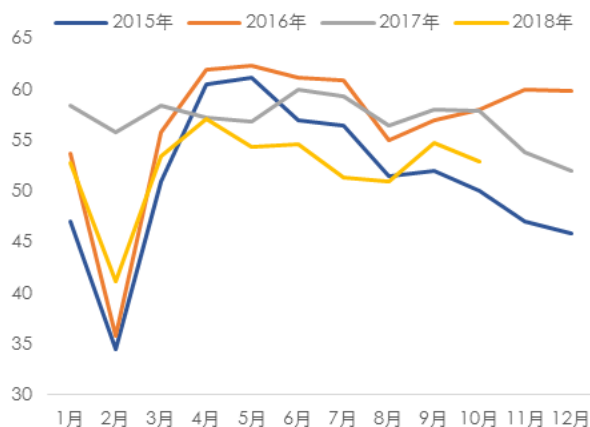
明年锌锭初级消费整体偏弱, 一是冶炼厂处于亏损状态, 开工率难提, 二是受环保政策影响, 生产受限, 三是全球消费偏弱, 影响对于锌初级消费品的需求。我们判断, 明年锌锭初级需求维持目前水平或小幅走弱。

图 22: 氧化锌企业开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 压铸合金企业开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.2 中国房地产及汽车消费持续走低

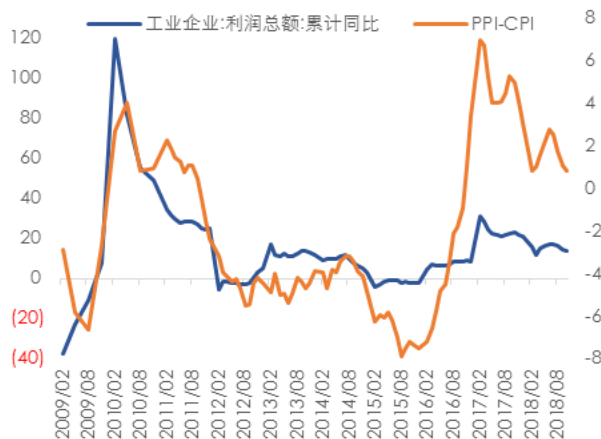
PPI-CPI 剪刀差与工业企业的利润增速走势相似, 2017 年至 2018 年年初, 该指标显示工业企业利润表现有所缓和, 但进入下半年工业利润增速再次下滑。

目前 CPI 指数虽然略有上升, 但 M2-M1 剪刀差尾部下行, 未来居民消费持续上行的动力不

足。

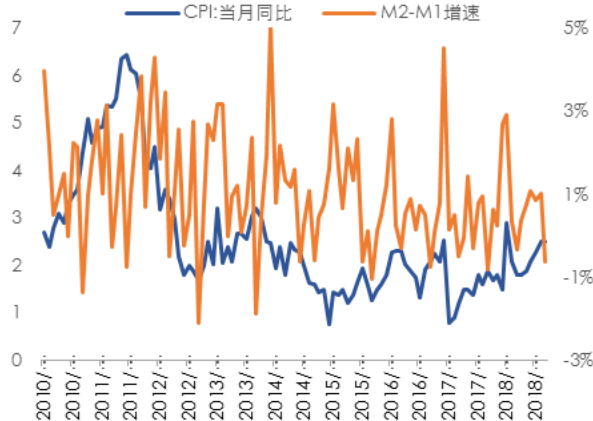
工业企业利润下滑，以及 CPI 持续上行承压，未来宏观消费面较弱。

图 24: PPI-CPI 剪刀差及工业企业利润增速 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

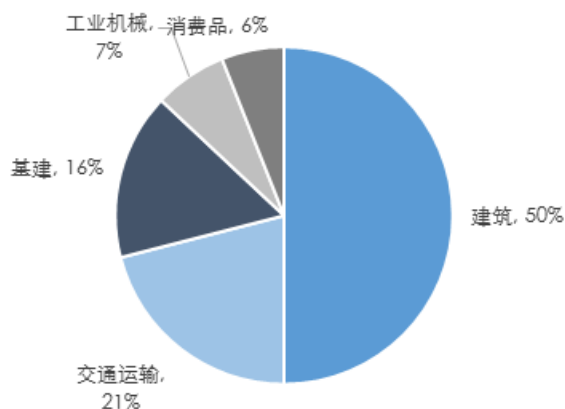
图 25: CPI 及 M2-M1 剪刀差 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

国内锌消费终端需求主要用于建筑、交运及基建行业，其中建筑业占比高达 50%，主要用于房地产后期消费，其次为交运 21%及基建 16%。

图 26: 中国锌终端消费占比



数据来源: ILZSG, 兴证期货研发部

建筑行业对锌需求占比最大，受到国内限购以及房地产去库存影响，房地产开发投资完成额增速平稳，而销售面积同比增速持续下行，锌锭作为房地产行业后期消费品，受销售面积疲弱影响，预计未来消费较弱。

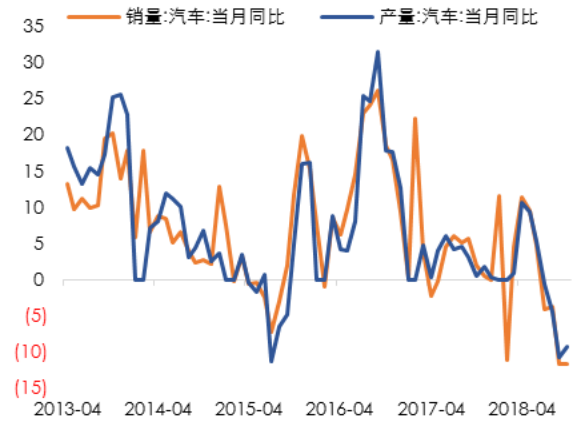
汽车产销量均呈现负增长，新能源汽车得到政策支持，需求量占比有所增长，但新能源汽车生产相较于传统汽车用锌量较少，汽车行业对于锌的需求将持续下行。

图 27: 房地产销售及开发持续走低 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 汽车产销量呈负增长 (%)



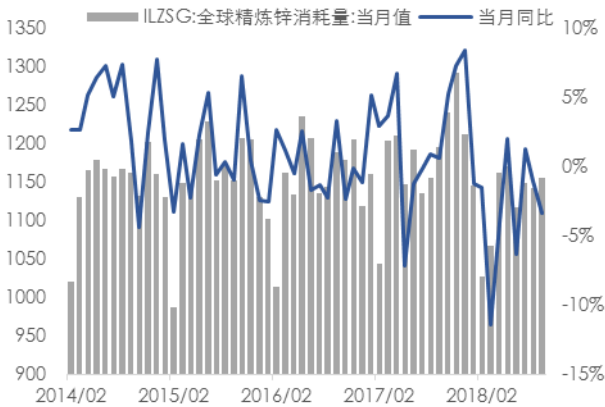
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.3 全球终端消费不乐观

美国、印度、日本及韩国锌消费量仅次于中国, 占比合计 18%。除日本 CPI 指数在年末小幅回升外, 其余 CPI 指数均大幅下滑, 未来宏观消费面并不乐观。

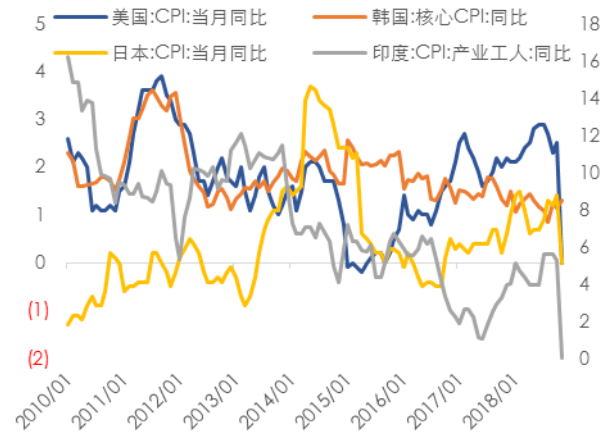
2018 年, 全球对于精锌消费量较疲弱, 下半年持续下行。我们预判明年锌消费走强可能性较小。

图 29: 全球精炼锌消费量及同比 (千吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 各国 CPI 大幅下滑 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

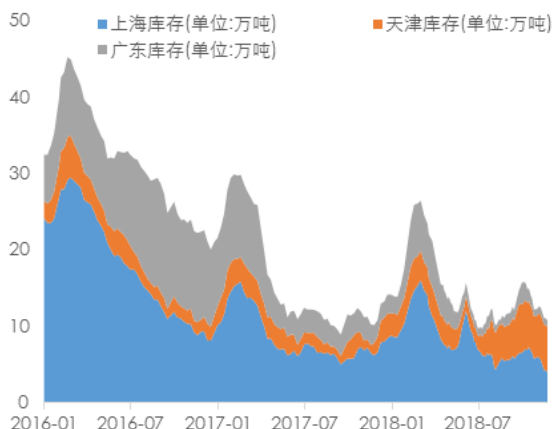
3.3 库存: 中长期将逐渐累库

在锌市场供需两淡的行情下, 库存是目前应是关注的重点。LME 锌库存目前位于近十年的低位, 截至目前仅 11.31 万吨, 而亚洲地区仅 25 吨, 欧洲地区仅 9.99 万吨。

目前, 尽管国内三地库存及保税区库存均处于低位, 但 11 月初开始有小幅回升趋势。保税区库存不到 5 万吨, 三地库存仅 10 万吨左右。

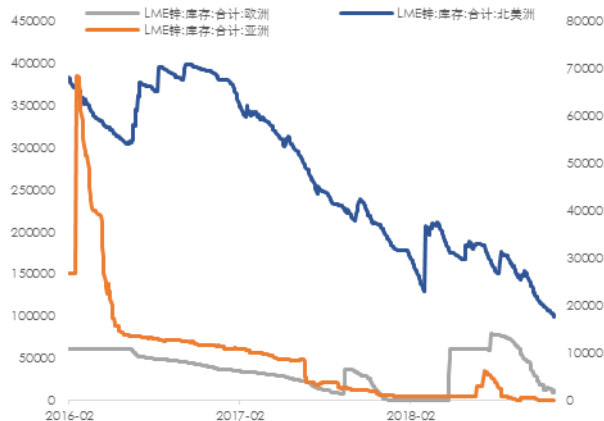
库存的低位是支撑目前锌价的主要原因, 但未来随着锌矿及锌锭供给的增长, 以及消费面的疲软, 我们预判中长期累库可能性很大。

图 31: LME 锌库存及注销仓单 (吨)



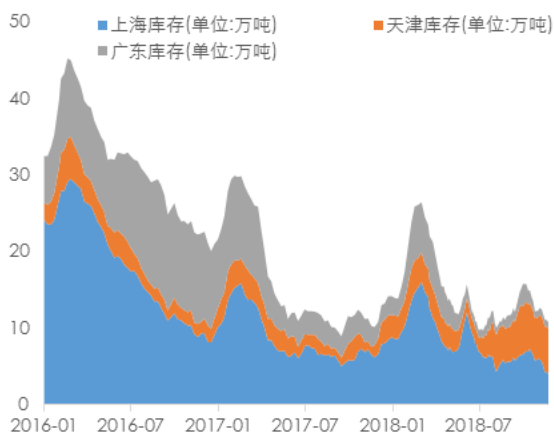
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: LME 锌库存分洲情况 (吨)



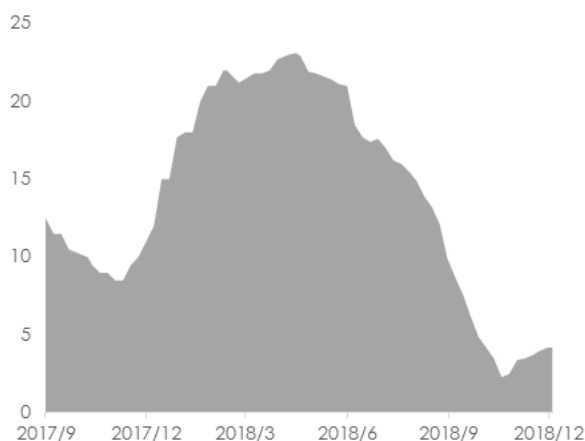
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 33: SMM 三地库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 34: 上海保税区库存 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.4 供需平衡

中国及海外锌精矿供需将转向宽松, 预计明年供给略有过剩。而精炼锌方面, 随着锌锭产量供给的增长, 以及需求端的疲软, 预计未来全球精锌将供大于求。

表 8: 中国锌精矿供需平衡表 (万吨)

	锌精矿产量	锌精矿进口量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	430.00	99.92	574.93	-45.0
2017 年	410.67	121.77	585.64	-53.2
2018 年 Q1	80.30	42.64	146.83	-23.9
2018 年 Q2	108.44	35.15	136.61	7.0
2018 年 Q3	116.61	32.92	134.08	15.4
2018E	427.1	148.4	566.9	8.6
2019E	444.2	150.0	574.2	20

数据来源: SMM, 兴证期货研发部

表 9：全球锌精矿供需平衡表（万吨）

	锌精矿产量	锌精矿需求量	供需平衡
2016 年	1202	1291.3	-89.3
2017 年	1256	1287.1	-31.1
2018E	1303.7	1303.8	-0.1
2019E	1355.9	1320.8	35.1

数据来源：SMM，兴证期货研发部

表 10：全球精锌供需平衡表（万吨）

	精炼锌产量	精炼锌需求量	精炼锌供需平衡
2016 年	1365.4	1370.7	-5.3
2017 年	1370.0	1386.5	-16.5
2018E	1387.8	1402.5	-14.7
2019E	1415.6	1404.6	10.9

数据来源：SMM，兴证期货研发部

4. 总结

1. 锌精矿：在锌矿开采的高利润推动下，大型矿企资本支出逐渐增长，开采项目逐步实施，预计明年锌精矿产量将逐步释放产量，增速在 4% 左右。

2. 锌锭：随着加工费逐步走高，冶炼厂利润恢复，在高利润以及锌矿供给增长的双重影响下，锌锭产量恢复增长

3. 受环保政策影响，镀锌板、压铸合金及氧化锌的开工率均处于低位，锌锭下游初级消费疲软，预计明年增长有限。

4. 中国及全球宏观消费面临下滑，建筑行业作为锌终端消费占比大头，其未来增速空面临下滑的趋势，终端消费恐难有支撑

5. 结合供需端，中长期来看，全球锌矿供大于求，锌锭供需逐渐从紧平衡转宽松，锌价面临下行风险。而短期来说，目前库存处于低位，不适宜立即看空。

5. 风险提示

锌矿供应不达预期；环保政策进一步收紧影响锌锭产量；中国宏观经济超预期下滑。

2019 钢市小幅回落，期货震荡

2018 年 12 月 10 日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：李文婧

021-20370977

liwj@xzfutures.com

内容提要

对 2019 年的钢材市场价格我们没有盘面贴水 20% 那么悲观。我们认为 2019 年看得见的手会继续起到作用。环保、去产能对生产的影响；需求面货币及财政的影响会直接导致钢市的走势变化。

2019 年高炉企业利润会略有回落，但有一定保持，电炉利润会在价格低位时频繁击穿再出现反弹。

钢材市场的波动性会比 2018 年小一些。由于利润略回落，则电炉成本会成为成本支撑。

钢材市场会有成本支撑的出现。原料供应会阶段性不足，尤其看好焦炭、废钢，造成钢材价格的底部。

19 年钢材现货价格会比 2018 年略低，上海年度均价从 4000 元/吨下降至 3800 元/吨。期货市场价格由于目前价格体现了悲观预期，或许震荡为其主基调，螺纹钢指数合约区间在 3200-4000 之间波动。2019 年初或许因为电炉开工不多库存积累不多，开春后基建地产支持需求，1-4 月以震荡小涨为主，5-6 月由于供应回升价格回落。

也非常需要关注政府出台的各种政策及其实施，但如果宏观风险加大，美元指数飙升，国内 GDP 断崖式下降，不排除钢价大幅回落的可能。

目前钢材市场仍然中国一家独大，但也需要关注印度美国的增幅较快可能导致后期和中国争夺钢铁的原料。

1.2018 年走势回顾

1.1 钢材现货市场走势回顾

2018 年螺纹钢现货总体走出高位震荡的格局，划出一个反 N 字型走势。在年初由于高利润下钢材增产量高于市场预期，库存出现大量积累，导致了 3 月价格的暴跌。但随后需求复苏，价格回暖，到了 8 月市场环保限产加剧，现货价格继续攀升至 10 月底见顶。11 月随着期货率先回落，现货价格也一落千里。

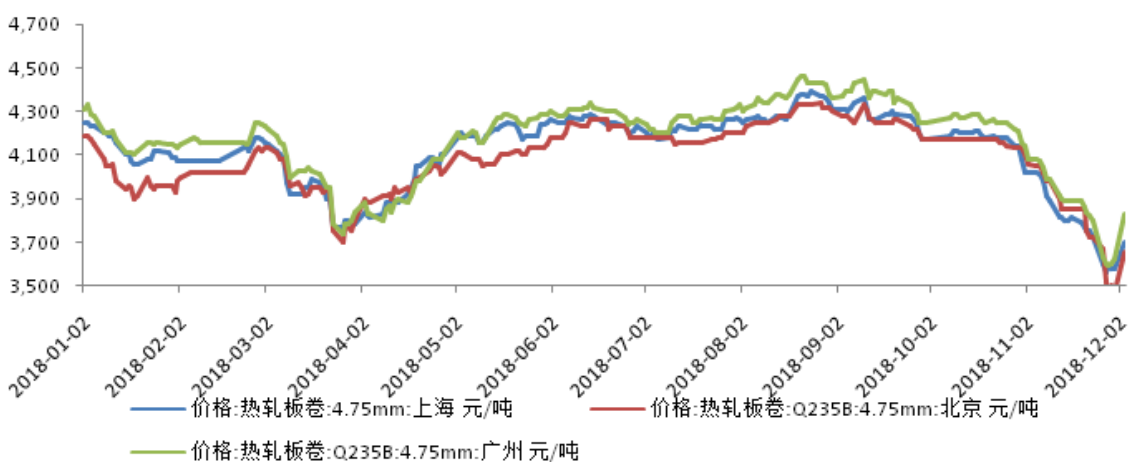
图 1：螺纹钢现货价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

热卷走势节奏与螺纹类似，但下半年开始热卷走势明显偏弱。在 8 月见顶后连续回落，并在 11 月出现加速。

图 2：热轧卷板现货价格走势



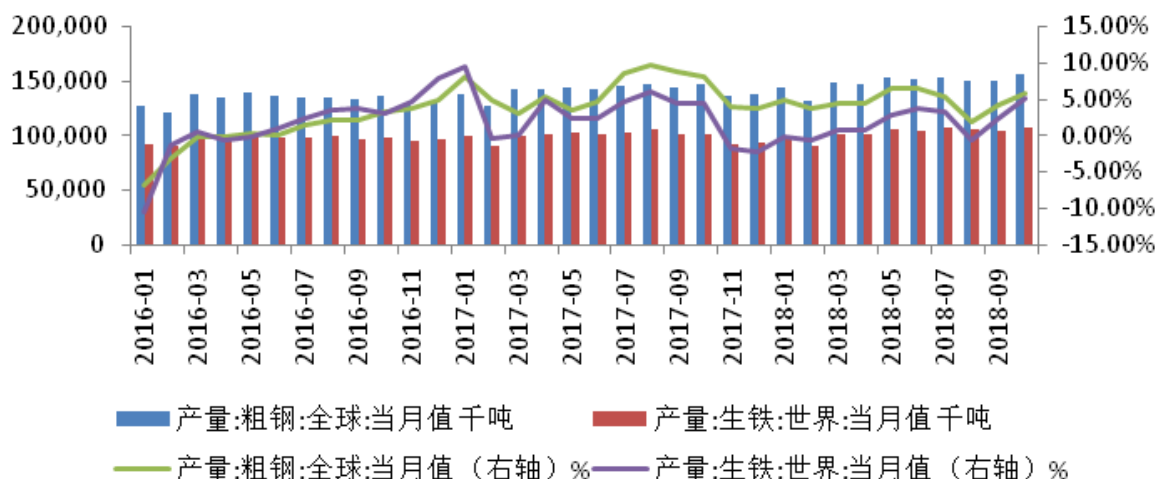
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.行业供给面分析

2.1 全球视野下的钢材供给

2018 年全球钢材供应增幅不错。1-10 月粗钢产量为 14.9 亿吨，增幅 4.7%；1-10 月生铁产量 10.3 亿吨，增幅 1.7%。中国产量略超过世界一半为 7.7 亿吨，其次为印度。

图 3：全球粗钢、生铁的产量变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

印度 2018 年产量首次超过日本跃升全球第二。2018 年 1-10 月印度粗钢产量 8843 万吨，虽然仍然只有中国的 11.4%，但由于其国内经济发展势头较好，目前增速达到 5.5%，预计向上势头不变。印度同期生铁产量 5906 万吨，增幅 7.1%，增速快过粗钢增幅，导致印度对原料的需求增加较多。虽然印度本身是铁矿的生产大国，但其需求未来的增长可能导致与中国在原料方面形成竞争关系。

除了需要关注印度的变化之外，美国经济复苏状态良好使得美国钢铁业出现复苏。2018 年 1-10 月美国粗钢产量 7174 万吨，增幅 5.1%，这个表现在发达国家中十分亮眼。

目前来说中国在全球领域内的钢铁行业仍然是一家独大的格局，但仍需要关注未来其他国家的表现。由于中国国内普遍实行的环保以及去产能的政策，所以一些钢铁产能往一带一路沿岸国家转移，有望在未来形成供应增量，削弱中国出口钢材的优势。

全球钢铁业内直接还原铁的产量不多，2018 年 1-10 月产量 687 万吨，但增速较快为 11.8%。由于焦炭和废钢资源的稀缺，我们预计直接还原铁的市场未来仍然有较快的增长空间。

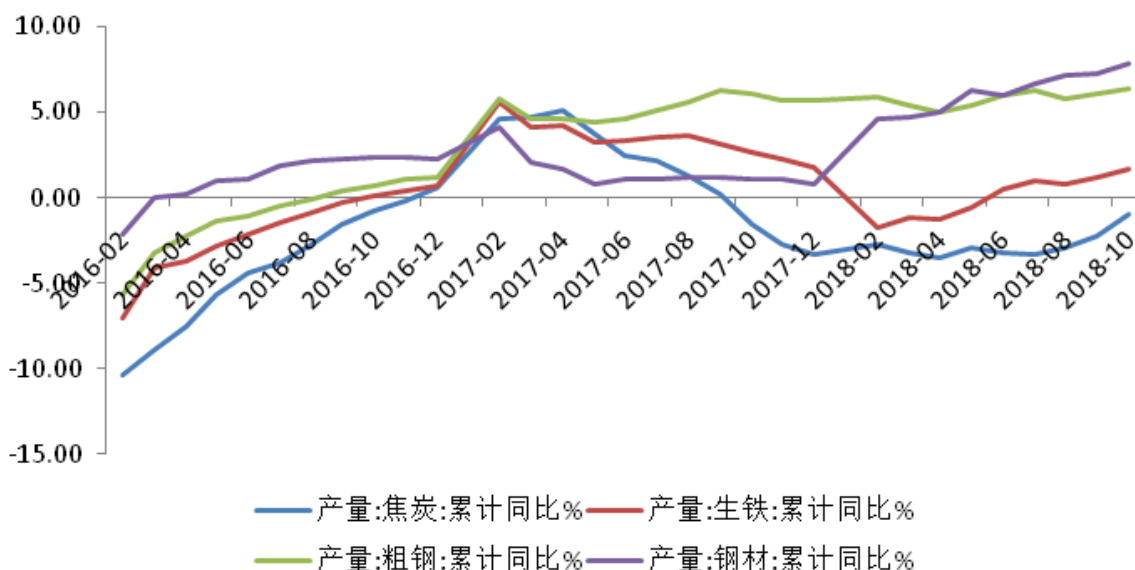
2.2 国内产能变化

为了严禁钢铁行业新增产能，推进布局优化、结构调整和转型升级，自 2018 年 1 月 1 日起，《钢铁行业产能置换实施办法》正式实施。数据显示，“十三五”的前两年，钢铁完成去产能已超过 1.15 亿吨，距离“十三五”1.5 亿吨的上限目标，还剩几千万吨的规模，预计 2018 去产能任务 2500 万吨。根据 2018 年钢厂合规高炉产能约 9.5 亿吨，电炉产能约 1.5 亿吨，其中 2018 年增加 2300-2400 万吨。年初的产能置换方法实施预计投产的高炉多数集中在 2020 年以后，对目前的钢材产能影响不大。

2.3 国内产量的变化

今年生铁、粗钢和钢材的产量出现了明显的分化，而且再从焦炭、铁矿的产量来推生铁的产量其中的差异也比较大。我们认为这是由于去年去地条钢造成的产量扰动，以及高炉对应增加对废钢的使用造成的。由于统计局口径的变化，2018年1-10月生铁产量64506.4万吨，增长7.0%；粗钢产量78245.0万吨，数据增长10.3%；钢材产量91843.9万吨，数据增长1.74%。

图4：各品种累计同比增速变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

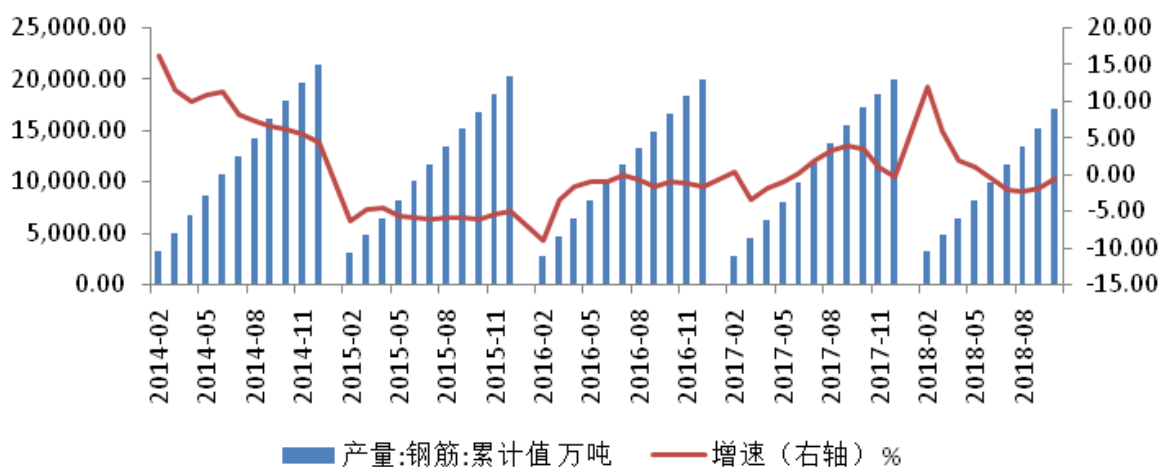
可以看到产业链上各品种的产量增幅是差异较大的，剔除库存、进出口、铁矿入炉品味的变化，预计钢铁产业链增加了5000万吨废钢的用量，是产业链增速最大的部分。

一般来说，我们分析钢铁行业的供给总体看粗钢的产量增速。但2017年之前中频炉生产的粗钢并不计入统计局的数据，但是该粗钢会加工成钢材重新纳入统计口径。在2017年之后，中频炉关停对粗钢、钢材的统计数据造成了扰动。因此我们认为2017、2018年可能需要看钢材的增量来分析其中供给的变化。

再分析钢材产量的口径，由于统计局公布两个数据，一个是钢材的产量，另一个是钢材产量的增速，如果用当期产量数据除以去年同期产量数据会和统计局公布的产量增速的数据差异较大，这往往是由于统计口径发生了变化。我们认为由于环保以及去产能造成了企业数量的减少，在产企业的产量增加并不代表整体市场的产量增长，因此我们用产量数据相除来获得真实产量增长的同比数据。这样2018年1-10月钢材供给的增速从数据的7.8%下降至1.74%。表明2018年中国钢材的供给实际增长比较小。

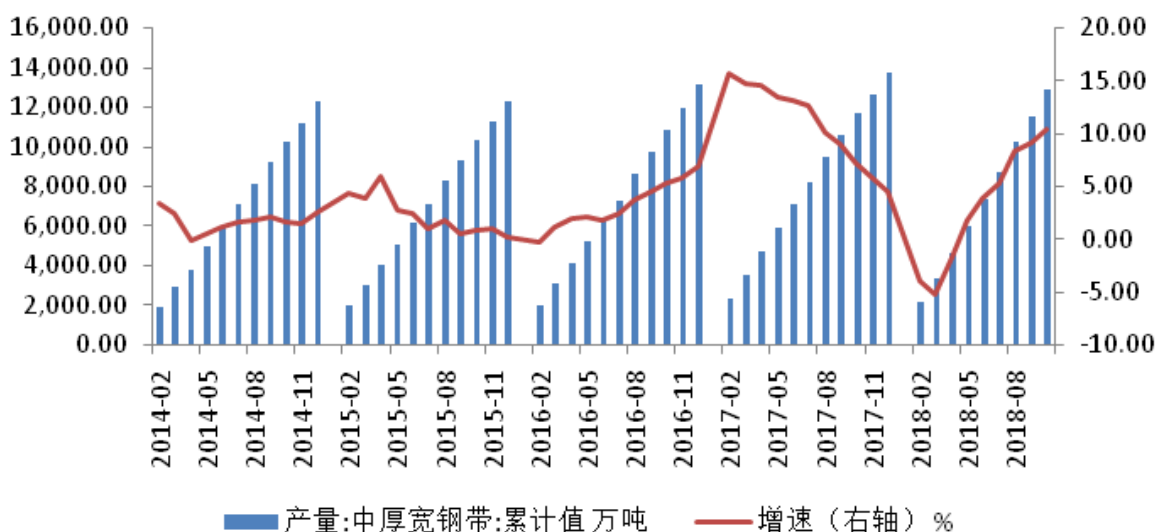
再从品种上来看，2018年三月由于长材带领的一波下跌力度较大，加之环保限产的地域范围扩大对长材影响更大。2018年从品种上来说，出现长减板增的情况。1-10月钢筋产量为17211.4万吨，累计减少了0.6%，但1-10月中厚宽钢带产量增长10.4%达到12933.2万吨。

图 5：钢筋产量及变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：中厚宽钢带产量及变化



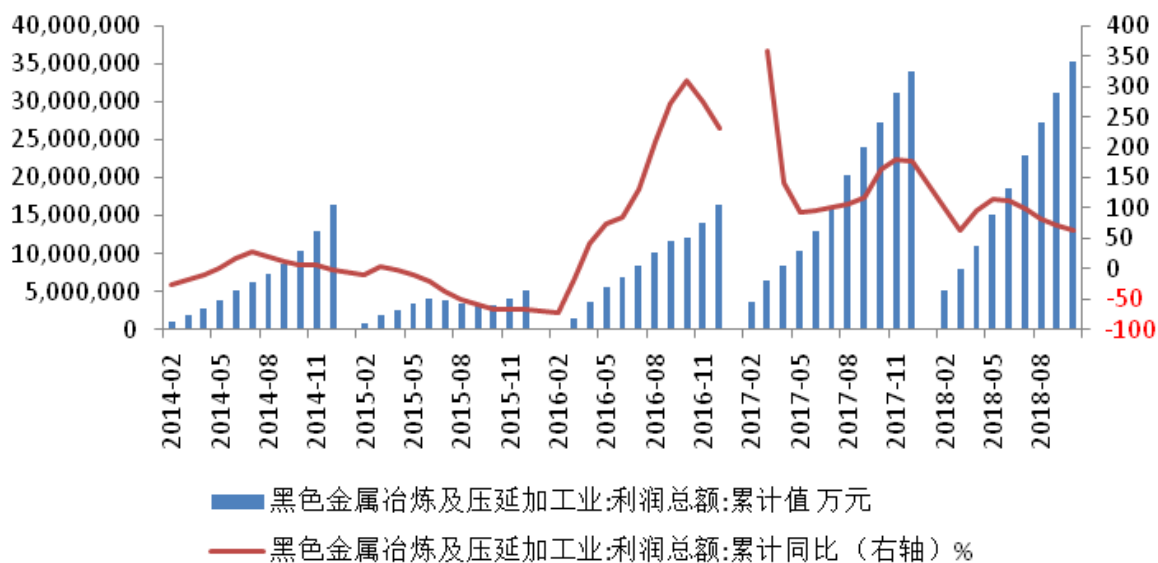
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 钢铁行业开工率及利润

2018 年中国钢铁行业利润暴好。由于中国政府实行了对新增产能的严格控制以及对在产产能的环保限产。因此钢铁产业链上焦化、炼钢、炼铁的产能都出现稀缺。高利润对钢厂生产的刺激达到极致，但产能仍然无法释放。短流程这边，虽然 2018 年仍有 2300-2400 万吨产能释放，但力度总体还是较小，未能撼动供应受限的事实。

2018 年 1-10 月黑色金属冶炼及压延行业的利润总额为 3552.8 亿元，比去年同期增长 63.7%。是 2015 年的 10.8 倍。

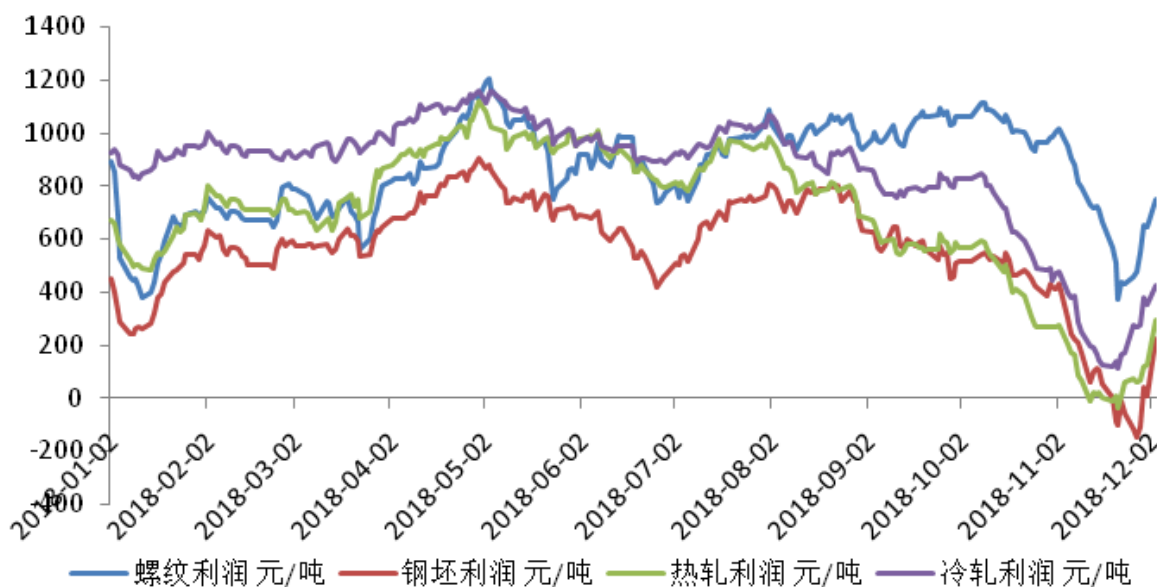
图 7：历史利润对比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

通过我们的模型来看各品种，各流程的毛利。2018 年 1-10 月长流程钢厂利润极好，都为正，但在 11 月底由于暴跌部分品种利润转负但很快反弹。

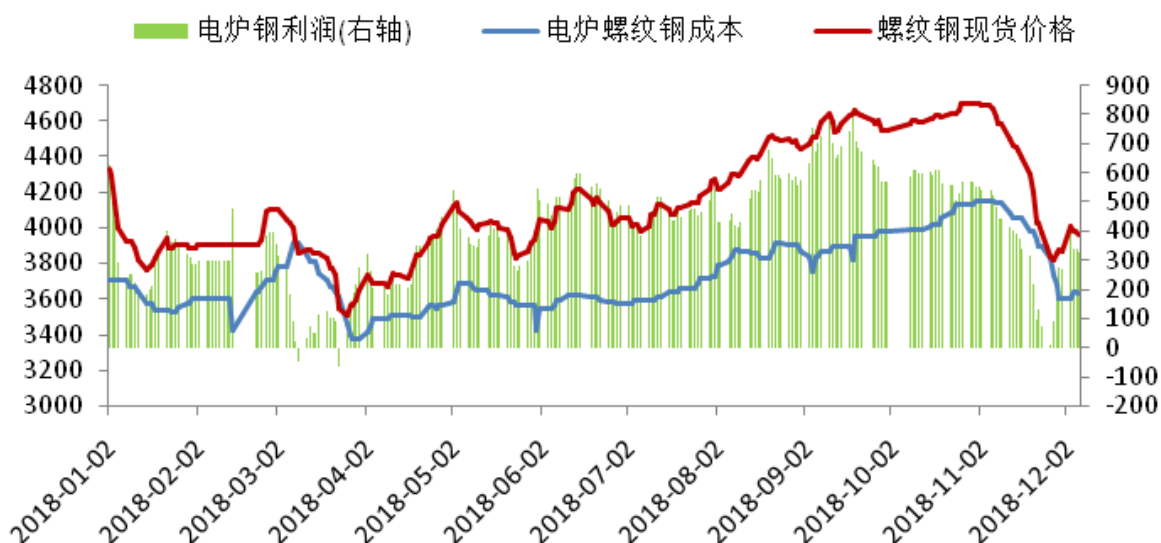
图 8：各品种长流程利润



数据来源：Wind，兴证期货研发部

短流程钢厂在 3 月底和 11 月底有利润低潮。但总体也能保持不错的利润。

图 9：电炉螺纹钢利润

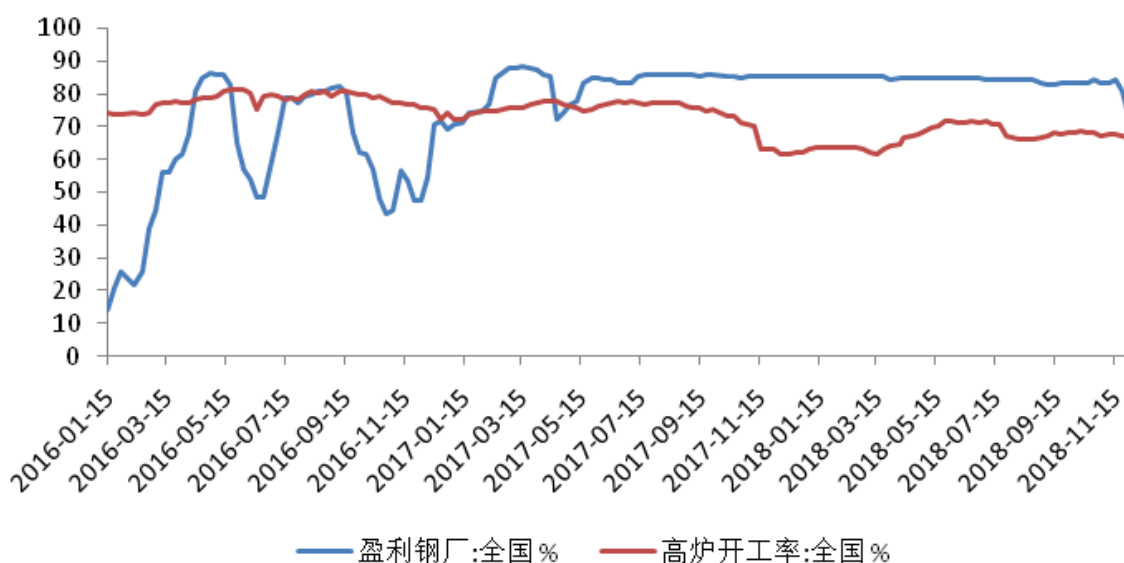


数据来源：Wind，兴证期货研发部

在利润极好的前提下，高炉开工率却受到限制。主因是 2018 年度环保进程的推进。2018 年度环保力度有一个范围的扩大，首先是从原来的华北京津冀，扩大到全国，通过三年蓝天保卫战计划的出炉，重点区域扩至汾渭、华东地区，这些也都是焦炭、钢材的主产区。使得高炉开工一直无法抬升。环保虽然是长期的进程，但由于政府的工作重点转变，下半年开始着重保民生，因此环保不再搞一刀切，使得冬季环保限产力度有所减弱。

我们预计 2019 年环保仍然会持续，只是力度可能要看天气以及整体经济的变化，如果经济下行压力较大，我们认为环保进一步趋严的可能性不大。

图 10：某机构统计的钢厂盈利比例和开工率

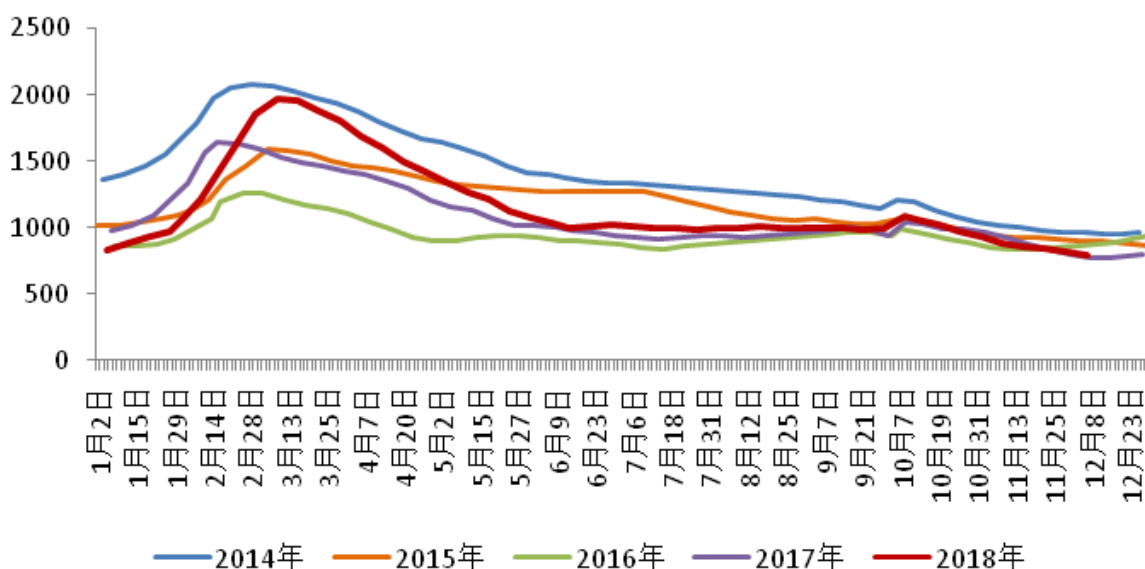


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 库存波动加大

2018年钢材库存的变化主要特点为淡季上升快，旺季下降快。我们认为这种情况的发生主要是由于在中频炉消失对市场的生产调节能力出现了减弱。在淡季由于高炉、电炉企业仍然有利润继续生产导致堆积了较多库存，在旺季产能增长不足导致库存下降会特别快。我们认为这种情况的发生预示产能方面可能仍然还有瓶颈的存在。

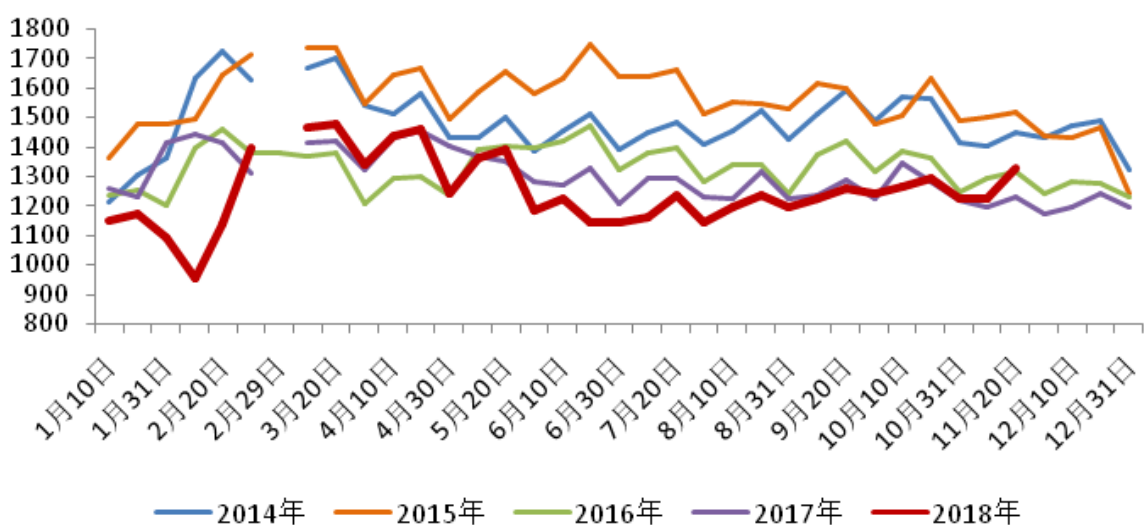
图 11：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年钢厂库存压力仍然不算大。虽然11月的暴跌使得库存少量积累，但高利润维持后钢厂压力小，没有太大的去库空间。

图 12：重点钢厂库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.6 未来钢材供应

我们发现 2018 年的钢材供应受到了：产能增长较少（电炉 2300 万吨）、环保压力较大、原料没有增长（焦炭、铁矿负增速，废钢大增）的情况。使得增速仍然很有限。

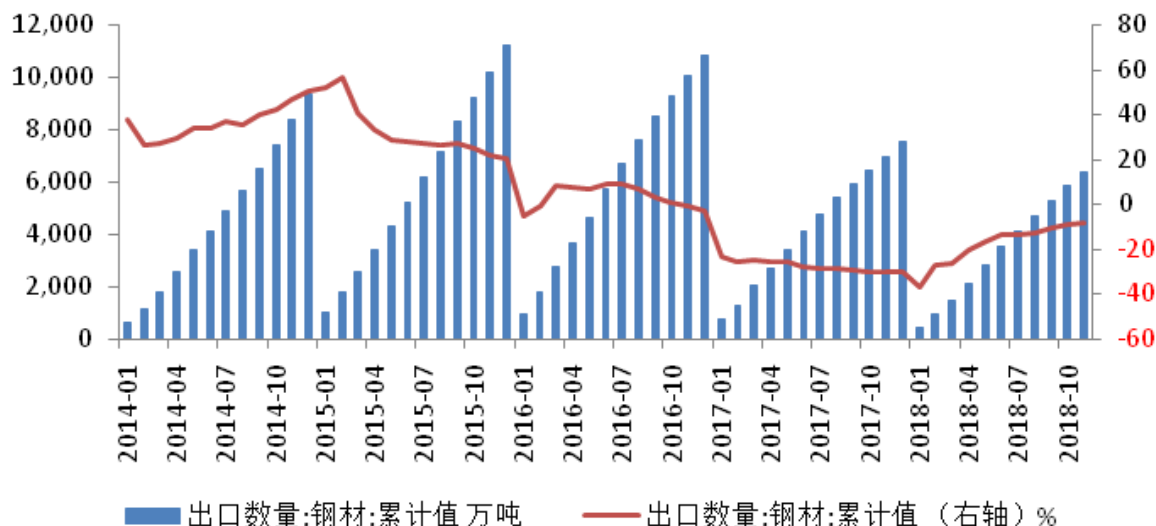
展望 2019 年，我们认为产能增长仍然会非常谨慎，由于严控新增产能，钢铁产能置换多数在 2020 年后实现，对 2019 年没有压力。环保压力可能较 2018 年有所放松，但需要观察天气以及经济的变化，仍然存在变数。原料方面焦炭可能因为政策性原因成为增产的瓶颈，废钢的增长较多，但价格偏高，潜力不明。我们总体对 2019 年钢铁产业产量的增长持谨慎的态度，高利润刺激高生产的链条由政策把控，在乐观情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 8%；在普通的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 5%；在环保趋严的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 2%。

3.行业需求面分析

3.1 出口降幅趋缓，全球视角需求仍需看中国

2018 年 1-11 月我国钢材出口累计量为 6377.8 万吨，增速-8.7%，降幅收窄 0.8%。2018 年我国钢厂高企的利润使得钢价在国际上竞争力下降。国内的高价也制约了钢厂出口的积极性。但 2018 年仍然有相当数据的钢材出现出口，体现了我国的钢铁行业竞争力。我们预计 2019 年钢材出口可能和 2018 年相当，但如果国内价格出现明显下行，出口的竞争力可能出现回升。

图 13：出口降幅趋缓



数据来源：Wind，兴证期货研发部

钢材的全球格局呈现中国一家独大，其余国家起伏不定的局面。从需求的角度来看，也是印度和美国预计在 2019 年会有较好的表现。但印美两国的基数和中国比起来较低，因此中国仍然是全球钢材需求最重要的分析点。

2018 年中美贸易争端再起，中国对美直接出口的钢材量很少，但中国对美出口的间接量较大，约为 6000 万吨左右。因此中美贸易争端如果走势不利会削弱我国的出口竞争力，对钢材的需求产生较大的负面影响。

3.2 房地产一枝独秀

2018年国内的房地产仍然处于扩张的状态，支撑起了钢材的需求。国家对地产的调控态度随着经济的下行也由紧转松。目前我们很难确定房地产在2019年一定会大幅下行，从眼睛看到的真实情况来看，房地产新屋开工的增速仍然高企，对未来1-2年的钢铁需求有正面作用。全国对买房致富的观点也没有本质上的扭转。社会仍然期待国家会放松房地产调控支撑经济发展。

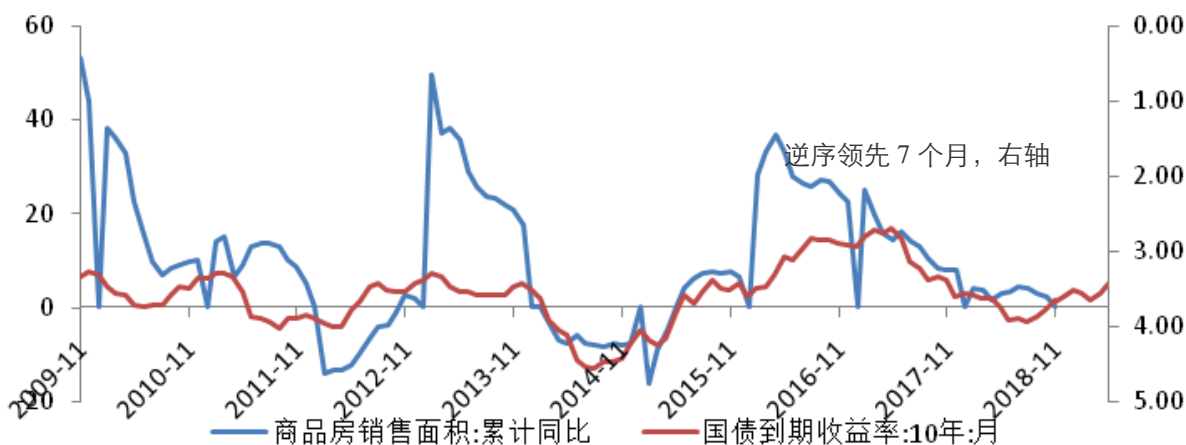
图 14：房地产一枝独秀



数据来源：Wind，兴证期货研发部

房地产是否继续下行可能仍然依赖货币政策以及调控政策方面的变化。首先如果货币层面趋于放松，则有利于促进销售回升；其次三四线城市棚改等政策对需求也起到了关键的作用，到目前为止仍然有许多小城市的房价仍在上涨中，原因就是拆迁户的钱还没用完，棚改是否马上趋严值得关注，我们认为在经济下行趋势中可能还是得以持续；再次本轮房地产调控并没有全国范围内普遍调控，政府小心翼翼地控制着房地产的预期，不想地产崩盘，也不想过快上涨，犹豫中对调控的提法变少，近期部分地区房贷利率回落，政府会议不再提调控房地产。

图 15：销售数据回落但持续性存疑

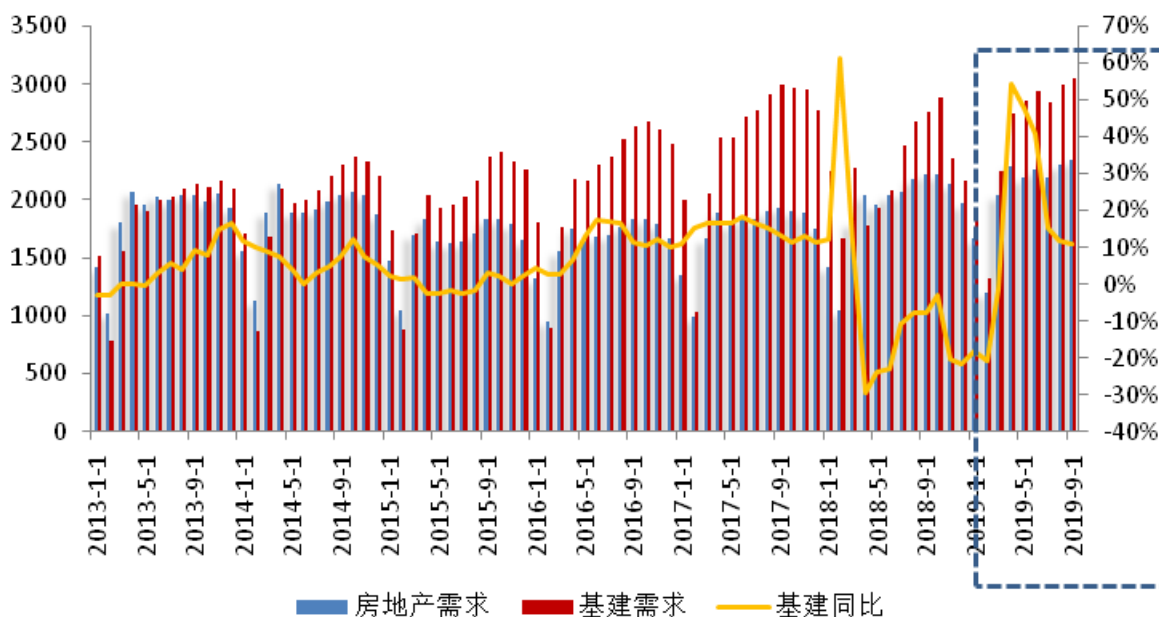


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 基建情况不佳但我们预期 2019 年有望回升

2018 年基建超乎预期地差。年初许多分析人士看多 2018 年的基建看空地产，但实际上由于政府上半年力行去地方政府和国企杠杆，基建首当其冲受到挤压，而房地产却很有韧性。从数据来看，2018 年 1-10 月固定资产投资完成额累计增速为 3.7%，相比往年 10% 以上的增速大幅趋缓。但我们认为 2019 年经济下行压力大，国家力推基建，则基建必须回升支持经济发展。资金曾经是基建回落的主因，我们认为 2019 年地方政府专项债有望支撑基建回升。我们对基建和房地产的用钢量作了测算如下。

图 16: 预计基建用钢回升 (万吨, %)



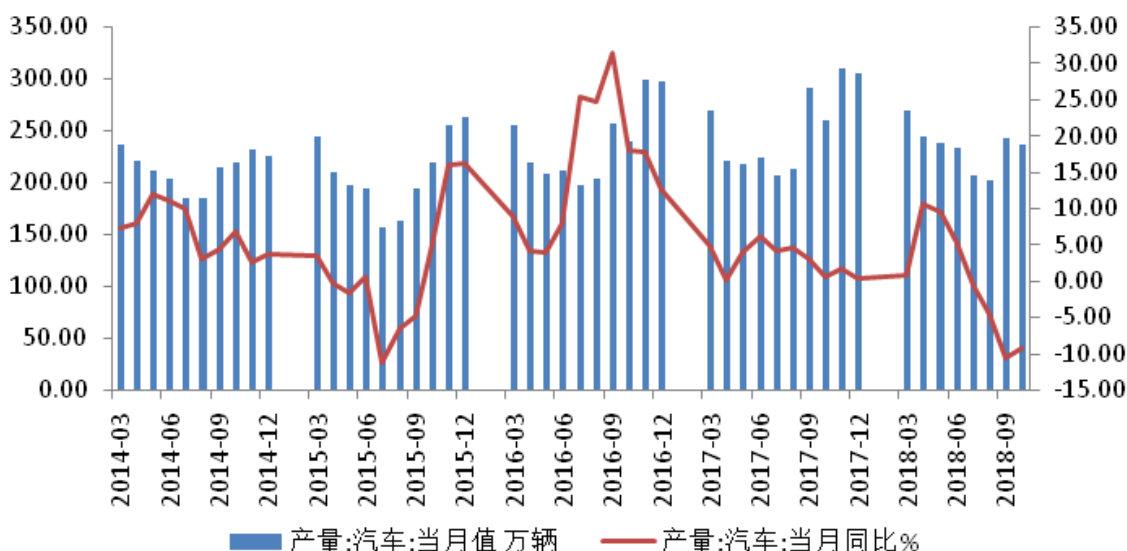
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 汽车回落，家电结构性分化

2018 年汽车行业非常差，对下半年冷系产品产生了直接的拖累。1-10 月，汽车产销分别完成 2282.6 万辆和 2287.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 0.4% 和 0.1%。产销量增速持续回落，为今年以来的首次负增长。此外汽车库存也有所累积，2018 年 10 月达到 135.4 万辆，比 7 月的历史高位 151.6 万辆略有回落，但仍然处于历史高位附近。

关于汽车我们认为中国汽车消费峰值预计还未到来。但是随着税收优惠的退出，以及前期透支需求，汽车 2019 年预计维持不温不火的状态，没有强刺激可能很难大幅回升。但对钢材的需求仍然会保有一定的体量，不至于加剧恶化。

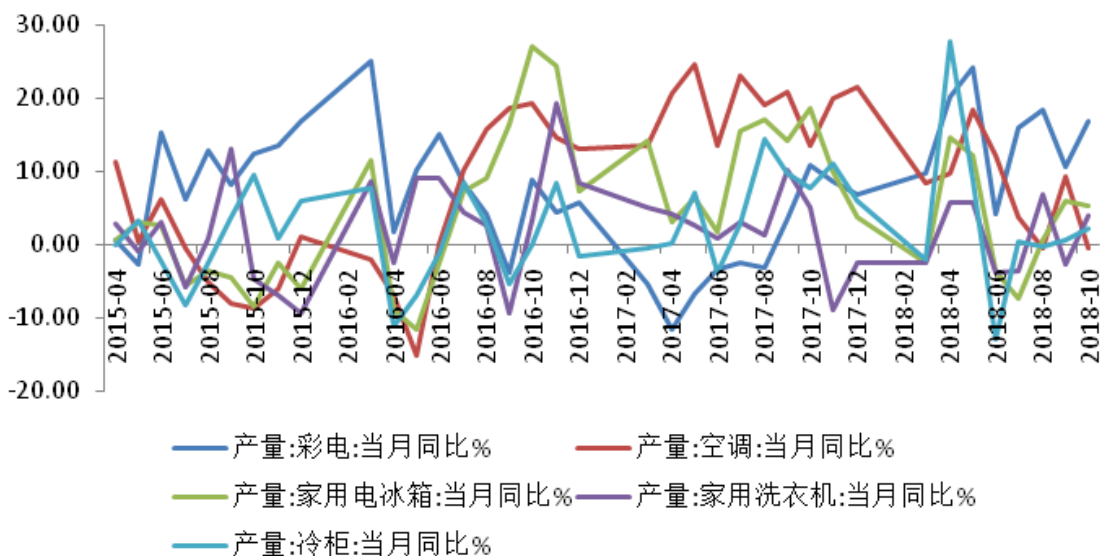
图 17: 汽车产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

家电的情况更为复杂一些。按道理房地产好，家电不会太差。但今年家电出现了分化。可以体现出部分家电较好，部分较差。2018 年彩电产量大幅增长 10 月产量增速达到 17.0%；空调增速回落，但库存不高，且时有反弹；但冰箱、洗衣机、抽油烟机较差。我们认为这是由于居住户型变大导致的。

图 18: 家电产量增幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 需求展望

2019 年我们预计钢材需求有较强的变数。房地产的增长受制于地产政策的变化，基建的回升则需要债务的发力。由于实体经济的低迷，国内增长动力匮乏，如果需要刺激消费，维护就业，则政府宽货币、宽财政的力度会延续甚至加大。从货币的角度来说，我们认为，货币政策

的持续放松需要面临汇率的压力，在美国强势的关口宽货币会导致汇率的下行，则货币层面宽松的程度还存在不确定性。财政方面，其实收支已经有较大赤字，但如果把赤字率按照赤字/GDP来看，我国确实还有宽财政的空间。市场近期呼声较高的减税、宽财政如果实施到位。我们认为钢材需求方面乐观来看，还有 10% 的需求增速；如果较为中性的条件下，需求增速预计 5%；如果各方制约，政府希望通过去杠杆来完成经济周期，则需求增幅可能转负。

4.总结

对 2019 年的钢材市场我们没有盘面贴水 20% 那么悲观。我们认为 2019 年看得见的手会继续起到作用。环保、去产能对生产的影响；需求面货币及财政的影响会直接导致钢市的走势变化。

我们认为 2019 年高炉企业利润会略有回落，但有一定保持，电炉利润会在价格低位时频繁击穿再出现反弹。

我们认为 2019 年钢材市场的波动性会比 2018 年小一些。由于利润略回落，则电炉成本会成为成本支撑。

我们认为 2019 年钢材市场会有成本支撑的出现。原料供应会阶段性不足，尤其看好焦炭、废钢，造成钢材价格的底部。

我们整体认为 2019 年的钢材现货价格会比 2018 年略低，上海年度均价从 4000 元/吨下降至 3800 元/吨。期货市场价格由于体现了悲观预期，或许震荡为其主基调，螺纹钢指数合约区间在 3200-4000 之间波动。2019 年初或许因为电炉开工不多库存积累不多，开春后基建地产支持需求，1-4 月以震荡小涨为主，5-6 月由于供应回升价格回落。

也非常需要关注政府出台的各种政策及其实施，但如果宏观风险加大，美元指数飙升，国内 GDP 断崖式下降，不排除钢价大幅回落的可能。

废钢供需偏紧，机会与风险并存

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

2018年废钢价格重心较2017年整体上移。3月份由于钢价跌破3500/吨，电炉钢利润难以维持，电炉钢出现减产甚至停产，对于废钢的需求下降，因此废钢有一轮较大的跌势。之后钢材价格反弹上涨，废钢又进入供需紧张状态，价格一路上涨，高位持稳。进入11月份，钢材价格超跌，带动原料下跌，此轮下跌超过3月份停产时的跌幅。

2018年废钢价格优势逐渐缩小，2018年铁水-废钢差平均值为664.57元/吨（铁水价格以唐山炼钢生铁（L8-10）为例，废钢以沙钢重废采购价为例），而2017年这一价差均值为916.58元/吨，2018年较去年价差缩小314.87元/吨。螺废差值2018年平均值为1985.56元/吨，2017年为2300元/吨，价差缩小252元/吨。

废钢将继续保持供需紧平衡状态。社会废钢供给进入加速期，汽车轻薄料及其他重型废钢产出增多。转炉废钢比仍有上升空间，在环保限产大背景下，长流程炼钢也更倾向于多加废钢，新建电炉产能2019年开始释放产能，电炉钢对废钢需求也将更上一个台阶。因此2019年废钢也将延续供需紧平衡状态，期间受钢厂利润、环保、新建产能等因素影响，将出现局部性和阶段性的供需错配。

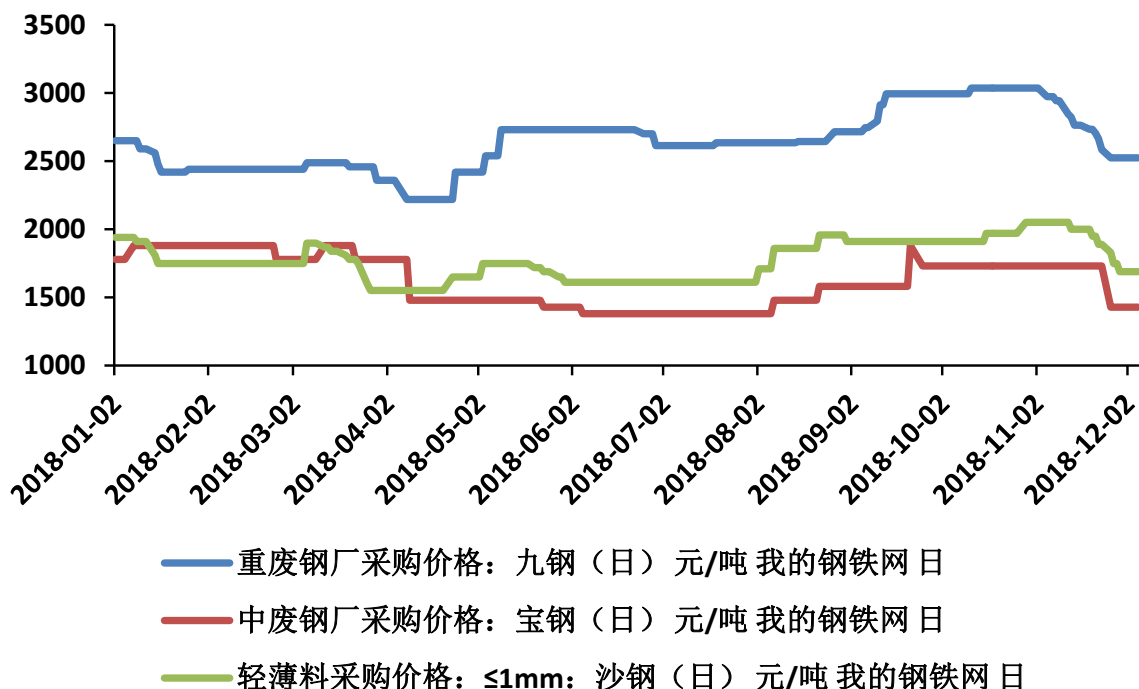
2019年宏观较为悲观，房地产与基建需求预期较差，必将影响钢材利润，作为原料端的废钢也将跟随钢材价格波动。一旦需求较差，钢材价格跌破电炉钢成本线，最终影响废钢需求，废钢价格也将跟跌。因此2019年需求风险较大，废钢价格也将更加波动。

1.废钢行情走势

2018 年废钢价格重心较 2017 年整体上移。3 月份由于钢价跌破 3500/吨，电炉钢利润难以维持，电炉钢出现减产甚至停产，对于废钢的需求下降，因此废钢有一轮较大的跌势。之后钢材价格反弹上涨，废钢又进入供需紧张状态，价格一路上涨，高位持稳。进入 11 月份，钢材价格超跌，带动原料下跌，此轮下跌超过 3 月份停产时的跌幅。

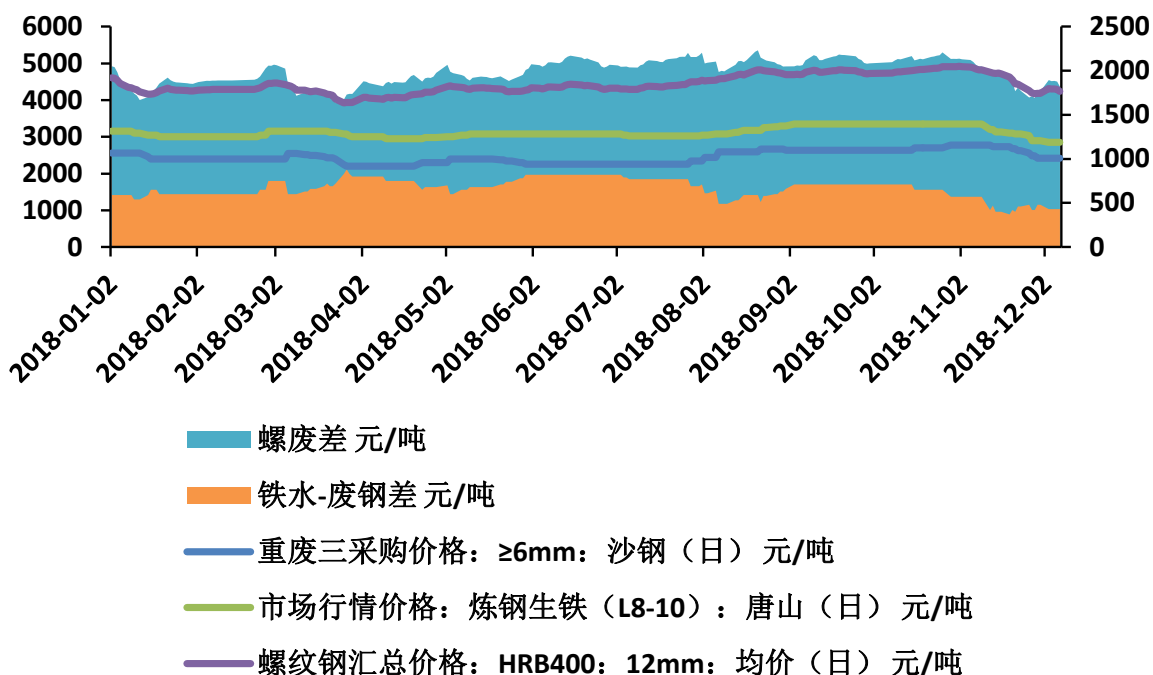
2018 年废钢价格优势逐渐缩小，2018 年铁水-废钢差平均值为 664.57 元/吨（铁水价格以唐山炼钢生铁（L8-10）为例，废钢以沙钢重废采购价为例），而 2017 年这一价差均值为 916.58 元/吨，2018 年较去年价差缩小 314.87 元/吨。螺废差值 2018 年平均值为 1985.56 元/吨，2017 年为 2300 元/吨，价差缩小 252 元/吨。

图 1：2018 年我国废钢价格走势



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

图 2：2018 年螺废差与铁水-废钢差(右轴价差，左轴价格)



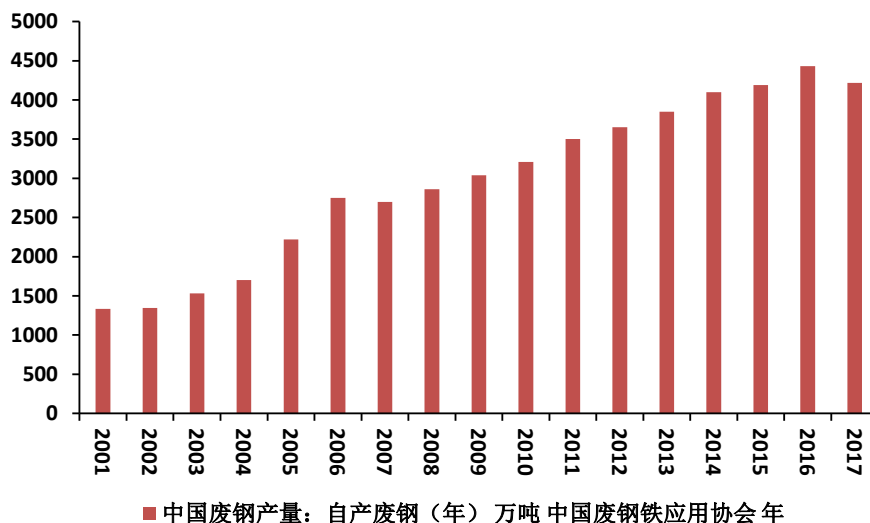
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2. 废钢供给

2.1 自产废钢与社会废钢

自产废钢的产生量以粗钢产量为基础，受到钢材产生率或收得率（1-厂内废钢产量/粗钢产量）的影响，因此采用自产废钢产生率来判断趋势。从自产废钢产生率来看，2002-2016 年期间较为稳定，分布在 4.68%-6.88% 的区间内，平均约 5.7%。近几年钢铁生产工艺并没有太大改善，因此企业内的收得率波动较小，自产废钢产生量趋于平缓。2017 年我国粗钢产量为 83173 万吨，2018 年 1-10 月全国粗钢产量为 78245.8 万吨，累计增长 6.4%，乐观假设增长率 6%，2018 年预计粗钢产量可达 88000 万吨，以此推算，2018 年自产废钢产量最多为 5000 万吨。根据废钢协会统计预测，钢铁企业自产废钢预计 4000 万吨。因此预计 2018 年自产废钢产量可稳定在 4000-5000 万吨。

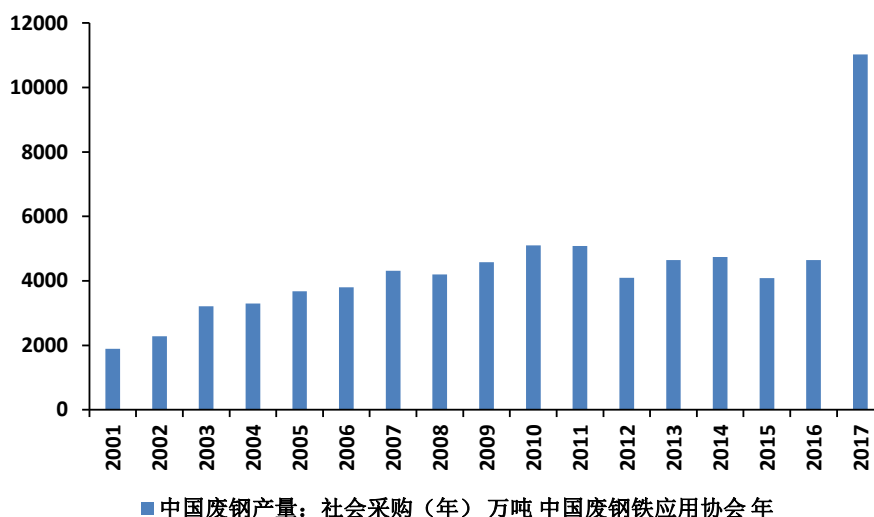
图 3：自产废钢量



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

预计未来废钢爆发产生量将大部分来源于社会废钢，而社会废钢量又取决于过去几十年的钢材消费累积。根据钢联数据显示，建筑、机械、汽车、造船、家电等行业均从 2008 年-2010 年进入用钢加速期，虽然建筑行业钢材的寿命周期会长达 50 年，但汽车、机械、造船、家电等行业平均使用年限约为 10 年-15 年，以此推算 2018 年以后我国废钢供应量将更加快速增长。根据废钢铁应用协会估算，2018 年我国社会废钢总量将达到 1.8 亿吨，占资源总量 82%，全部废钢铁资源总量约为 2.2 亿吨以上。

图 4：社会废钢量

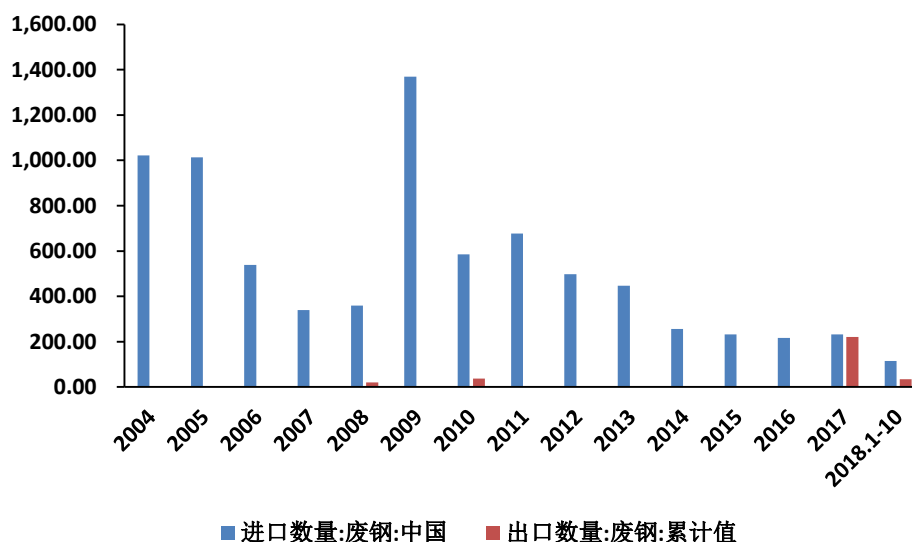


数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2.2 废钢进口

根据海关总署发布的中国废钢进口数据显示，2015~2017 年我国进口废钢数量相对稳定。但相比较 2004 年-2014 年进口数据，近年我国进口废钢数量下降幅度较大。2017 年我国进口废钢 232 万吨，较 2016 年同比增长 7.41%，仅相当于 2011 年我国废钢进口量的 1/3。2018 年 1-10 月我国共进口废钢累计 115 万吨，较去年减少 76 万吨。由于量相较国内产量较少，因此对于废钢市场影响不大。

图 5：废钢进口量



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3. 废钢消费

2001 年-2011 年十年间，中国废钢消耗量逐年增长，2011 年-2016 年消耗总量略有下降，但整体平稳。根据中国废钢铁应用协会统计，2017 年我国废钢消耗总量为 14791 万吨，比 2016 年增加了 5781 万吨，增幅 64.2%，废钢比为 17.8%，同比增长 6.7%。2018 年上半年废钢消耗总量 8772 万吨，同比增长 40%，废钢比为 19.4%。据中国废钢铁应用协会初步预估，2018 年废钢消耗将达到 2.1 亿吨。

3.1 转炉废钢消费

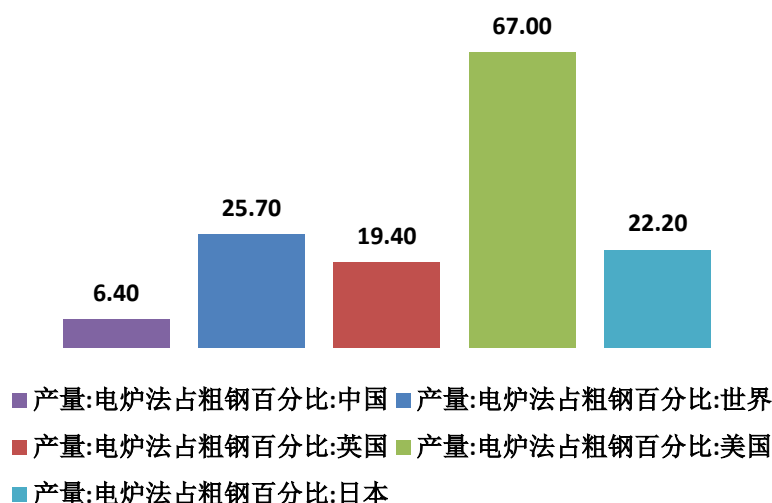
目前我国多在转炉和电炉中使用废钢。我国以长流程产钢为主，转炉法粗钢产量占比稳定在 90% 以上。虽然废钢能够应用在转炉中，但比例非常低，从转炉吨钢废钢消耗中看出高占比的转炉炼钢方法运用废钢的比例不高，2017 年之前只有 5% 的配比。2017 年打击中频炉，原料废钢堆积导致成本下降，具有明显的成本优势，加之钢厂利润较好，钢厂为了增加产量，均增加了转炉里的废钢配比，因此 2017 年的吨钢废钢消耗量较往年有明显增长。据调研统计，四川部分转炉废钢配比已由原来的 5% 调至 12%，北方钢厂废钢比已接近 20%。但就全国而言，我国转炉废钢比仍然不高，中国金属学会常务副理事长赵沛表示目前我国转炉废钢比大约为 8%。欧美钢厂转炉废钢比大多高于 20%，因此我国转炉废钢配比还有很大的进步空间。

3.2 电炉废钢消费

据废钢铁应用协会统计,2016 年以前我国电弧炉发展十分缓慢,电弧炉总数量超过 205 座,实际产量 0.4-0.5 亿吨,总产能超一亿吨,2016 年电炉产量 0.42 亿吨,占总产量 5.2%,我国电炉钢占比距离世界水平还有很大差距。

2017 年新增加上 2016 年已有的电弧炉共有 280 多套(产量合计 0.78 亿吨),2018 年上半年又投入生产 20 多套,目前为止全国电弧炉台数在 303 台左右,产能 1.5 亿吨。废钢铁应用协会预计全年电炉钢产量将超 0.9 亿吨。2018 年上半年产量较少,约为 0.42 亿吨,主要是由于环保限产、春节停产以及三月份亏损停产等事件影响。根据部分钢厂的炼钢情况来看,一吨电炉钢大约需要 1.13 吨废钢,由此推算 2018 年我国电炉废钢消耗可约为 1.02 亿吨。

图 6: 电炉钢占比与世界水平相比



数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

3.3 废钢出口

2017 年是一个特殊的年份, 据统计约有 220 万吨废钢出口, 几乎与进口数量持平, 出口同比增长超过 200%。由于国内打击中频炉, 取缔“地条钢”, 导致大量废钢毛料堆积, 为寻找出路, 废钢开始大量出口。虽然 2017 年四月以来我国废钢出口是井喷现象, 较往年有大幅上升, 但就绝对值来讲量还是非常少的, 从出口单价上来看, 平均每月废钢出口金额单价不高, 废钢出口关税仍保持 40%左右, 有很大可能是因为一些贸易商为使用低税出口用低价报关形式出口到国外(也涉及走私问题)。未来对于废钢出口量不应有太大期待, 第一是因为废钢出口 40%的关税仍然存在, 高税阻碍出口, 第二是海关对废钢出口的把控更加严格, 2018 年 6 月海关对废钢走私出口问题有联合行动, 涉案金额有 48 亿元, 涉及的出口数量为 160 万吨。第三, 国内大力促进电弧炉产能建设, 废钢未来需求可观。因此这种废钢出口井喷的状况并不会维持太久。

4.2019 年废钢市场展望

废钢将继续保持供需紧平衡状态。社会废钢供给进入加速期, 汽车轻薄料及其他重型废钢产出增多。转炉废钢比仍有上升空间, 在环保限产大背景下, 长流程炼钢也更倾向于多加废钢,

新建电炉产能 2019 年开始释放产能，电炉钢对废钢需求也将更上一个台阶。因此 2019 年废钢也将延续供需紧平衡状态，期间受钢厂利润、环保、新建产能等因素影响，将出现局部性和阶段性的供需错配。

2019 年宏观较为悲观，房地产与基建需求预期较差，必将影响钢材利润，作为原料端的废钢也将跟随钢材价格波动。一旦需求较差，钢材价格跌破电炉钢成本线，最终影响废钢需求，废钢价格也将跟跌。因此 2019 年需求风险较大，废钢价格也将更加波动。

供应压力犹存，铁矿石偏弱震荡

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

1.供应方面，我们预计铁矿石2019年仍然有一定增量，但由于目前处于四大矿山扩产周期尾声，故增量有限；同时由于印度等国生铁产量仍然维持高速增长，未来印度在原料方面可能与中国产生一定竞争关系，分流外矿对中国的供给。需求方面，我们认为2019年我国整体仍然维持小幅增长，具体增长幅度视环保是否能够放松。

2.港口库存方面，我们认为2019年国内港口库存难以继续下滑，一方面是虽然外矿供应仍有增量，但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入，故港口库存以持稳为主。

3.我们预计2019年高炉企业利润会有所回落，而随着利润的回落，压力会逐渐传导到原料端，同时钢厂对于中低品味矿石的需求会有所增加，高品位矿的高溢价难以持续。

4.目前铁矿石期货价格已经体现了一定悲观预期，我们认为未来价格下行空间有限，但同样缺少上涨动力，未来走势或以震荡为主。由于目前钢厂铁矿石库存相对较低，而钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求，2019年一季度钢厂将有一定补库需求，铁矿石价格高点或出现在一季度。我们预计以62%普氏指数来看，铁矿石在2019年大体将在60美金至75美金之间震荡。

5.未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场需求是否会出现大幅下滑，从而带动矿价大幅回落。

1.铁矿石走势回顾

2018年铁矿石走势整体跟随钢材为主，但由于自身基本面相对较弱，大部分时间走势弱于成材。截至12月7日，大商所铁矿石期货主力合约收于475元/吨，年初至今跌幅为10.63%，最高价为565元/吨，最低价为427.5元/吨；普氏62%指数收于66.51美元/吨，年初至今跌幅为9.95%，最高价为79.95美元/吨，最低价为62.5美元/吨。在去年的年报中我们对2018年铁矿石走势给出的预判是，以62%普氏指数来看，铁矿石价格在2018年大部分时间将在60美金至75美金之间震荡，并且按季度均价来看1季度和4季度表现较好，目前铁矿石的走势符合我们的预判。

2018年初铁矿石偏强运行，主要原因在于钢厂需求较好，春节前出现了集中补库的行为，同时非取暖季限产等环保因素也对市场短期产生一定支撑；随后受下游需求启动时间较晚，库存消化不及预期及中美贸易冲突爆发的影响，钢材价格承压下行并带动铁矿石价格大幅走低；进入二季度后，一方面下游需求逐渐启动，但另一方面由于环保限产仍然压制需求，加上矿石整体供应仍然充裕，故铁矿石价格整体偏稳运行；随后在三季度及四季度初，在外部环境动荡的情况下，国内货币政策与财政政策转向宽松；同时环保限产政策出现放松，采用差别化错峰生产而取消以往的“一刀切”方式，使得矿石需求较好；再叠加外矿下半年发货不及预期，铁矿石价格出现上涨；但进入11月后，由于环保放松态势逐渐清晰，钢材产量维持高位，而市场对需求端又有着悲观预期，故黑色品种整体回调，但铁矿由于需求的支撑，回调幅度明显小于钢材。

图 1：铁矿石主力合约及普氏 62%指数年度走势



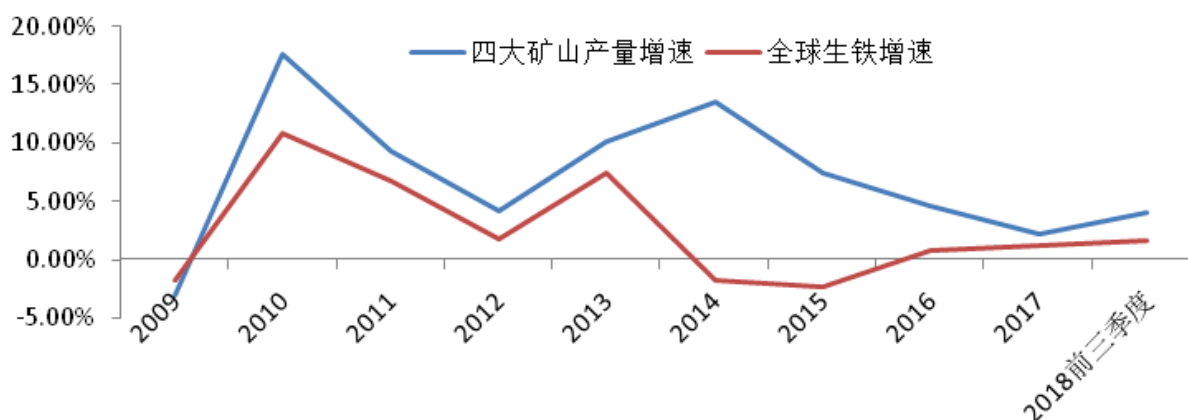
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.全球供需格局

2.1 四大矿山供应小幅增加

在经过前几年产量的快速增长后，2018 年四大矿山处于扩产周期的尾声，供应小幅增加。从下图可以看出，四大矿山在过去几年产量增长较快，过去 10 年的平均增速达到 7% 以上，远高于生铁 2.4% 的平均增速。但在 2018 年前三个季度中，四大矿山的产量增速仅在 4% 左右，虽然说这个增速仍然高于生铁 1.7% 的增速，但与过去的增速相比差距还是十分明显。

图 2：四大矿山供应增量

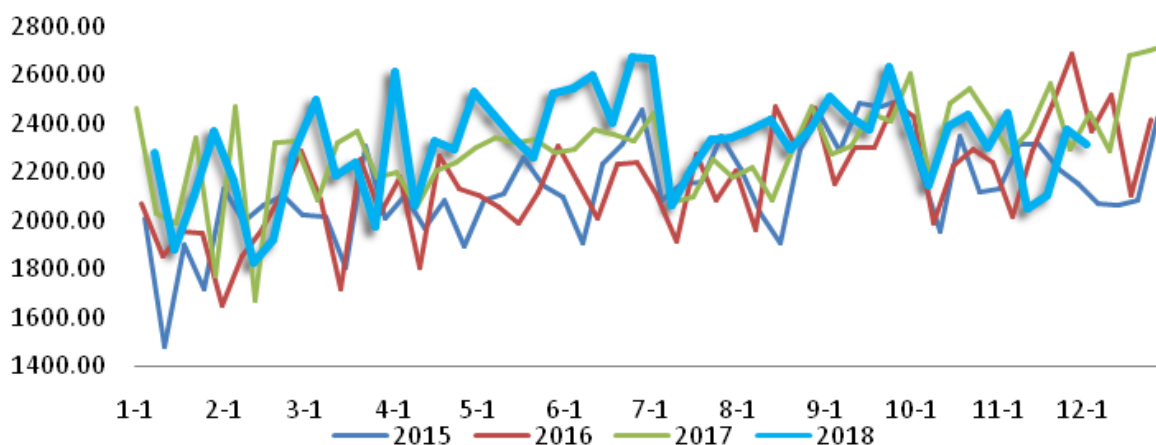


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 巴西澳洲发货

从发货方面来看，上半年外矿发货整体较好，虽然一季度暴雨显著拖累了淡水河谷的生产，但二季度外矿发货则明显提速；但进入下半年外矿发货则开始疲软，特别是澳洲方面受港口检修及 BHP 火车脱轨事故的影响，发货弱于往年同期。整体来看，今年外矿发货仍然有所增长，但增幅有限，与四大矿山 2018 年整体的生产情况一致。

图 3：巴西澳洲总发货量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 四大矿山未来产量保持小幅增长

另一方面，虽然我们认为四大矿山近年的产量增速下滑明显，但 2019 年产量增速将保持平稳，更不会出现产量下降的情况；从四大矿山年报公布的未来计划和近年来的产量情况来看，我们预计可见的未来数年内四大矿山每年仍有稳定的新增产量。据我们从四大矿山公布的报告及其他收集的相关信息预测来看，未来四大矿山产量目标的下限在 11.88 亿吨，上限在 12.06 亿吨，对应的增速在 2% 到 3.5% 之间，如果我们取中间值的话，则未来四大矿山的增速在 2.75% 左右，这个增速与今年相近。整体来看，铁矿石依然为供应过剩的状态，但未来供应压力与前几年相比将有较大幅度缓解。

分矿山来看的话，FMG 公告了新的 Eliwana 矿山项目，该项目耗资 12.75 亿美元，从 19 财年下半年开始投产，产品为 60% 的高品位矿石，最终可达年产 3000 万吨，能够保证 FMG 在未来 20 年保持最少 1.7 亿吨的年产量；必和必拓未来 2021 年将有投资总额达 34 亿美元的新的 South Flank 矿山投产，新矿山将逐渐完全替代公司现有的 8000 万吨产量的杨迪矿；力拓公司预计 2019 年将开始开发耗资 2.5 亿美元的 Koodaideri 矿山项目；而淡水河谷则得益于其 S11D 项目的正式投产，产量继续增长，S11D 年产量最初在 5000 万吨左右，而到 2020 年其最终产量可达 9000 万吨。成本角度来看，近年来四大矿山成本随着生产自动化程度的提升以及生产设施及流程的优化，成本仍然处于下降趋势，但整体下降趋势放缓，并在 2018 年由于油价及汇率的原因有着不同程度的反弹；我们预计未来四大矿山的现金成本继续下降的空间有限。

表 1：四大矿山目标产量（亿吨）

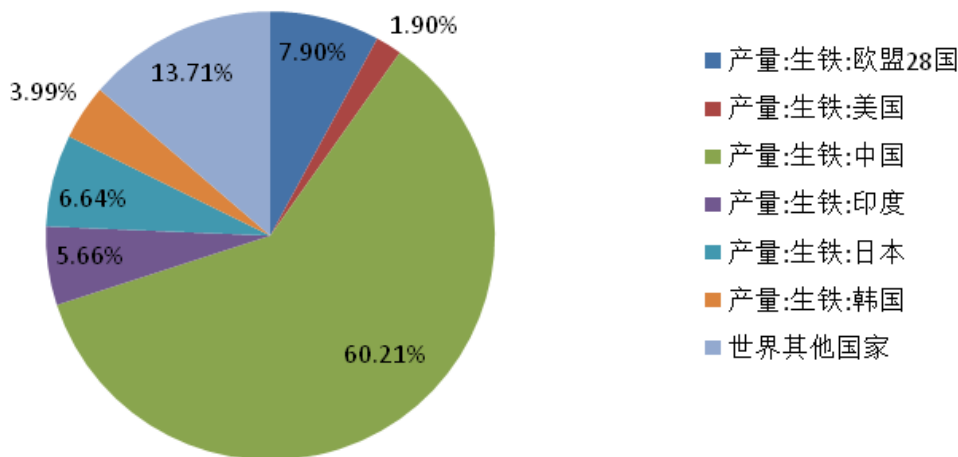
	2018 财年	2019 财年预期
必和必拓	2.75	2.73-2.83
FMG	1.7	1.65-1.73
	2018 预期	2019 预期
力拓	3.3	3.5
淡水河谷	3.9	4
合计	11.65	11.88-12.06
合计增速		2%-3.5%

数据来源：Wind，公司年报，兴证期货研发部

2.4 全球铁矿需求

据世界钢铁协会的数据，截止 2018 年 10 月，世界生铁产量达到 10.28 亿吨，累计同比增速为 1.68%，其中亚洲生铁的产量占据世界生铁产量的 74% 左右；分国家来看，中国生铁产量占比超过 60% 仍然牢牢保持第一，随后为日本占比 6.6% 和印度占比 5.7%。

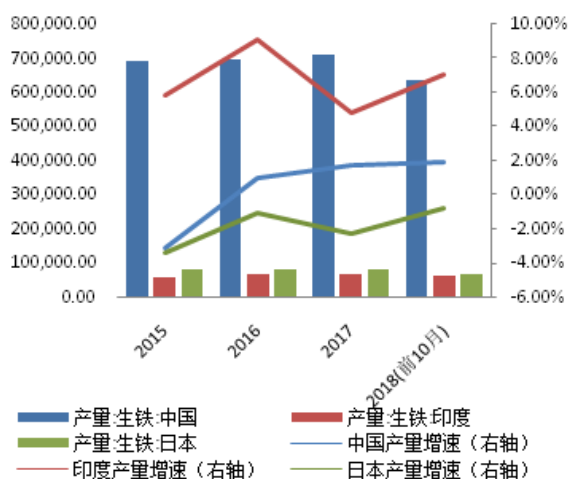
图 4：全球主要国家生铁产量占比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

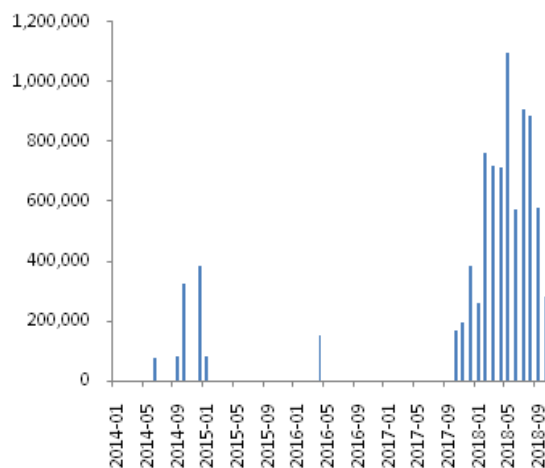
从亚洲各国的产量增速来看，中国生铁增速保持平稳，接近 2%，日本产量微幅下滑，而印度生铁的产量则保持快速增长，超过 7%，这也使得印度对原料的需求增加较多。从澳大利亚黑德兰港铁矿石发往印度的量可以看出，在 2018 年之前发往印度的量屈指可数，而今年则出现大幅增长，所以未来印度在原料方面可能与中国形成竞争关系。

图 5：亚洲主要国家生铁产量及增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：澳大利亚黑德兰港铁矿石发往印度(吨)



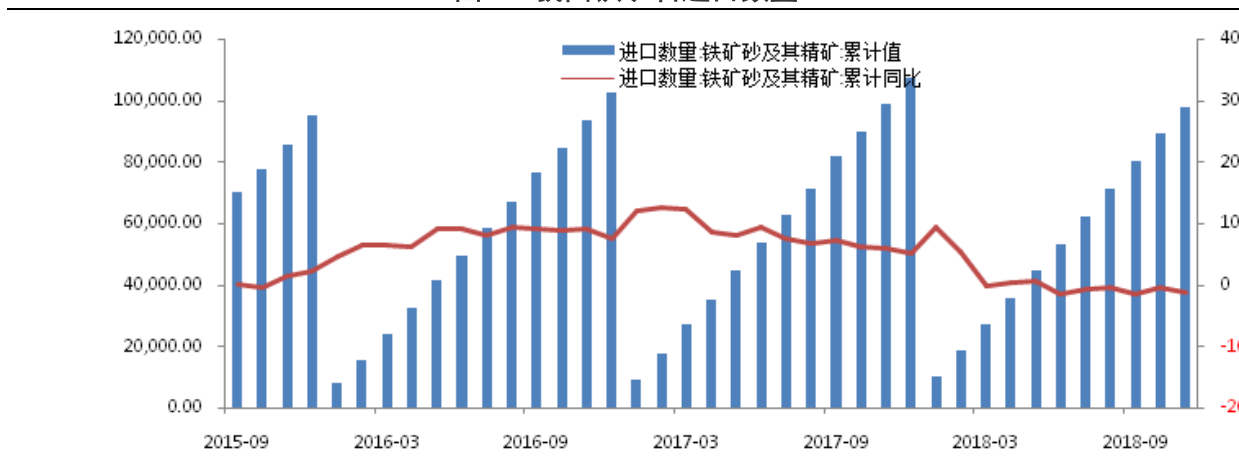
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.我国铁矿石供应

3.1 进口小幅下滑

今年我国铁矿石的进口量稳中有降，根据海关总署数据，中国 1-11 月铁矿砂及其精矿进口量同比下降 1.3% 至 9.78 亿吨。我们预计由于未来国外四大矿山仍有增量，同时由于我国生铁产量仍然维持增长，故 2019 年铁矿石进口量整体仍然以持稳为主。

图 7：我国铁矿石进口数量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国产矿减产

受环保和安全检查等因素的影响，今年国产矿产量出现下滑。根据统计局数据显示，截止 2018 年 10 月，铁矿石今年原矿累计产量为 64183.9 万吨，累计增速同比下滑 2.3%。从国内矿山开工率可以看出，今年上半年矿山开工率下滑较多，下半年则出现一定程度企稳；而分矿山来看，中小矿山由于是环保整治的重点，开工率下滑幅度明显大于大型矿山。我们预计随着环保检查力度的趋弱，2019 年国内矿山产量将出现小幅增长，增幅在 2% 左右。

图 8：铁矿石原矿产量

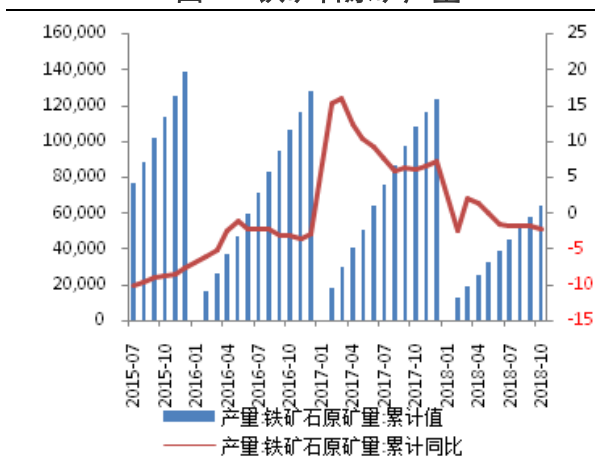
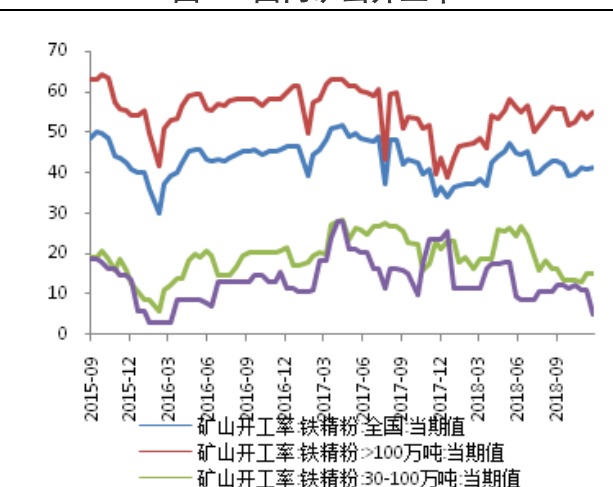


图 9：国内矿山开工率

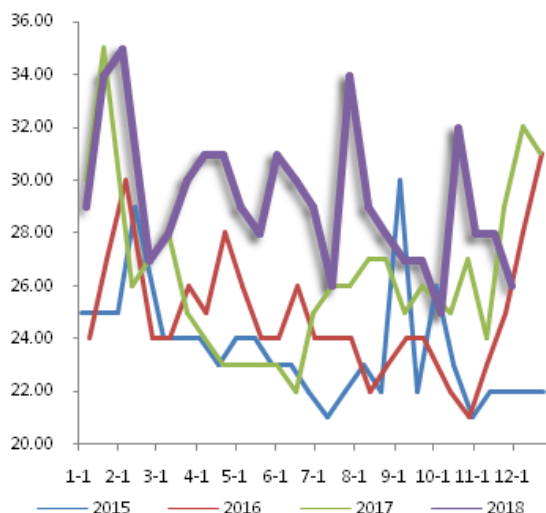
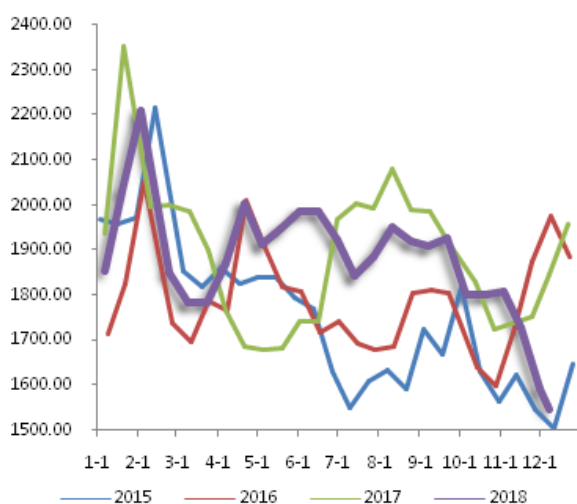


数据来源：Wind，兴证期货研发部

钢厂库存方面，受环保限产以及铁矿供应总体相对充裕等因素的影响，今年钢厂依然维持低库存策略。截止 12 月初，国内 64 家样本钢厂烧结矿库存为 1593.5 万吨，库存总量创近三年新低。我们预计由于环保限产的放松，钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求，2019 年一季度钢厂将有一定补库需求，但未来钢厂的低库存策略难以出现改变。

图 10：64 家样本钢厂烧结矿库存

图 11：钢厂进口矿可用天数



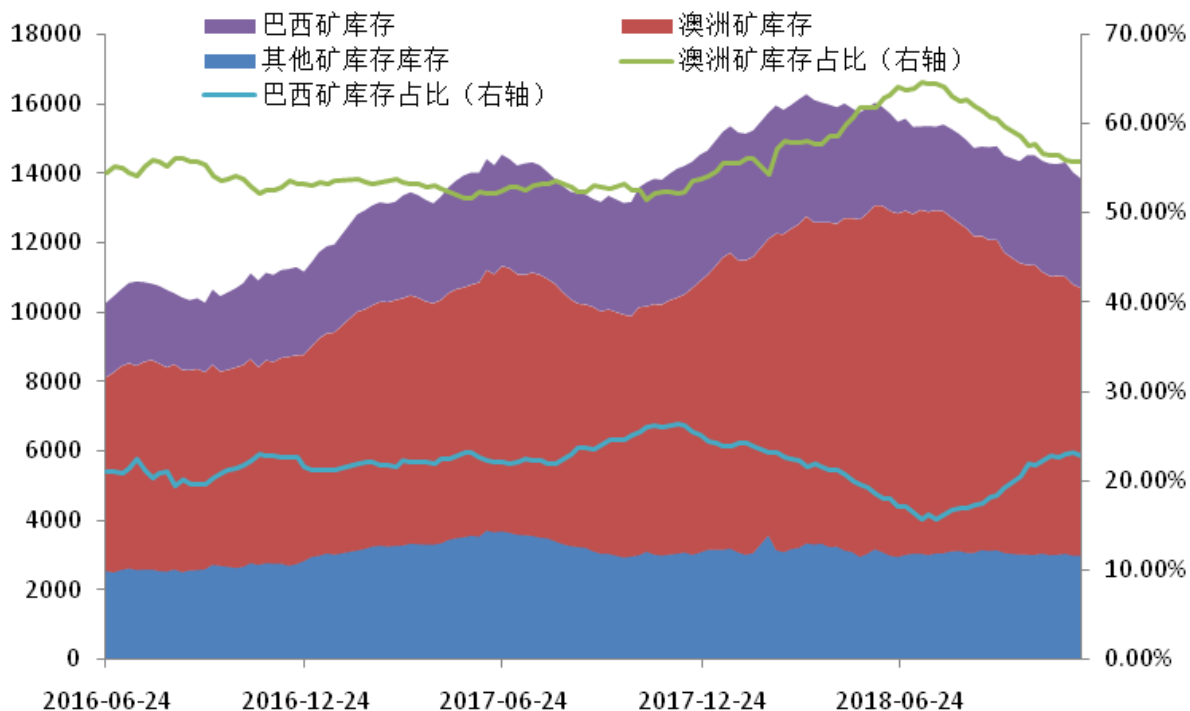
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.4 港口库存

2018 年铁矿石港口库存在一季度创出 1.6 亿吨的历史新高后便一路下滑，截止 12 月初港口库存与年初相比，下降约在 1000 万吨左右；而由于澳洲巴西发货的差异以及国内需求变化的影响，铁矿石港口库存的结构也出现明显的变化。上半年由于巴西发货不及预期，同时国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因，低铝的巴西矿作为替代品受到市场追捧，港口巴西矿库存占比持续下滑；而下半年随着钢厂利润的收窄，澳洲发货的下滑以及澳矿品质的改善，澳洲高品矿的需求出现增加，出现库存偏紧的状况。而由于国内期货盘面定价趋向于 PB 粉及金布巴粉，故下半年随着澳矿溢价的走高，走势也相对较强。在 2019 年如果需求增速整体持稳的情况下，我们预计国内港口库存难以继续下滑，一方面是外矿供应仍有增量，但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入，故港口库存以持稳为主。

图 12: 全国 45 港口铁矿石库存堆积图 (万吨)

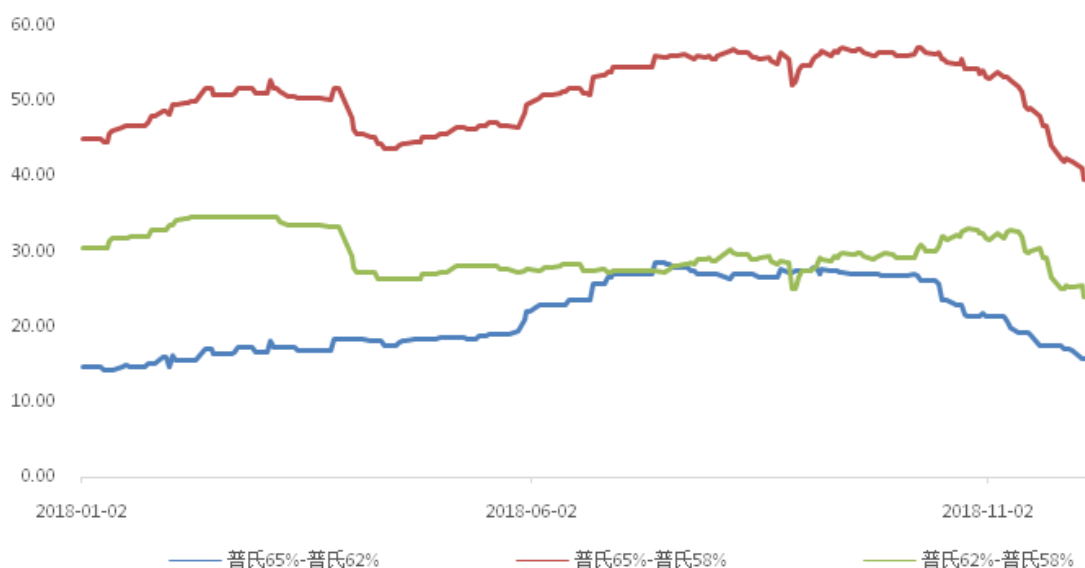


数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

3.5 高低品位价差

上半年受国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因, 高品低铝的巴西矿需求较好, 溢价一路走高, 普氏 65% 品味与 62% 品味和 58% 品味的价差由年初的 15 美元和 45 美元左右涨至年中的 25 美元及 55 美元以上。而下半年随着澳粉需求的增长及其库存的偏紧, 普氏 65% 品味与 62% 品味和 58% 品味的价差在进入 10 月份后便出现下滑, 而进入 11 月后随着钢材价格的大幅走低, 钢厂利润的收窄, 市场对低品矿的需求出现增加, 普氏 62% 品味和 58% 品味的价差也开始出现下行。我们预计 2019 年钢厂方面的利润与 2018 年相比将有明显收窄, 故高品矿溢价将难以出现走高, 而中低品味矿石的折价将有所缩小。

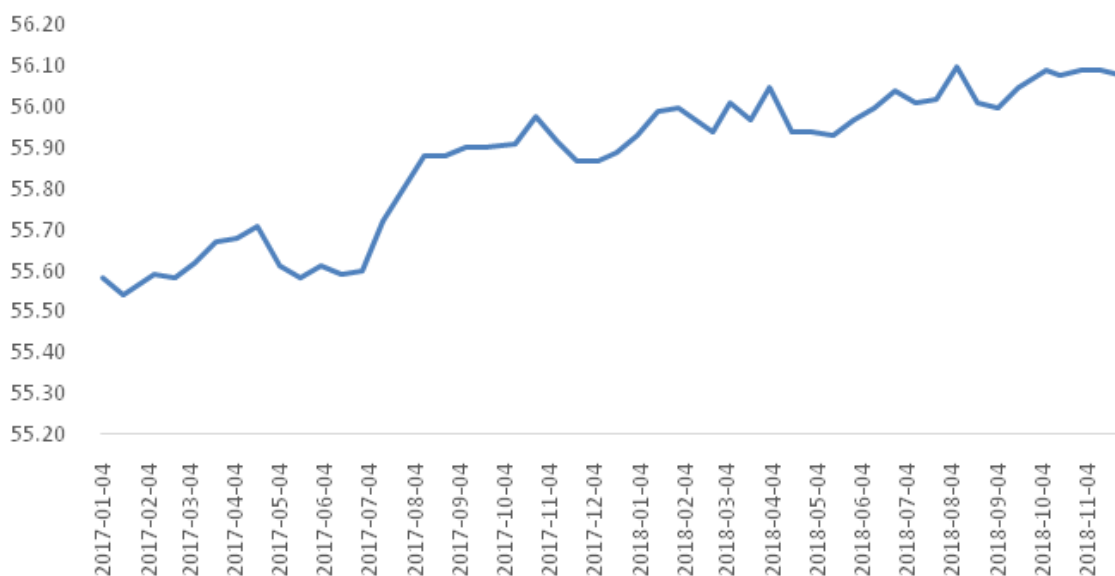
图 13: 普氏指数不同品味价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年受钢厂高利润的影响, 为了追求铁水的高产出, 故钢厂提升了矿石的入炉品味。从下图我们可以看出, 钢厂烧结矿的入炉品味由年初的 55.6 附近提升至 56 以上。而同样基于我们认为未来钢厂高利润时代的过去, 未来矿石入炉品味或出现下降, 高品位矿石的溢价将有所收窄。

图 14: 入炉品位:烧结矿



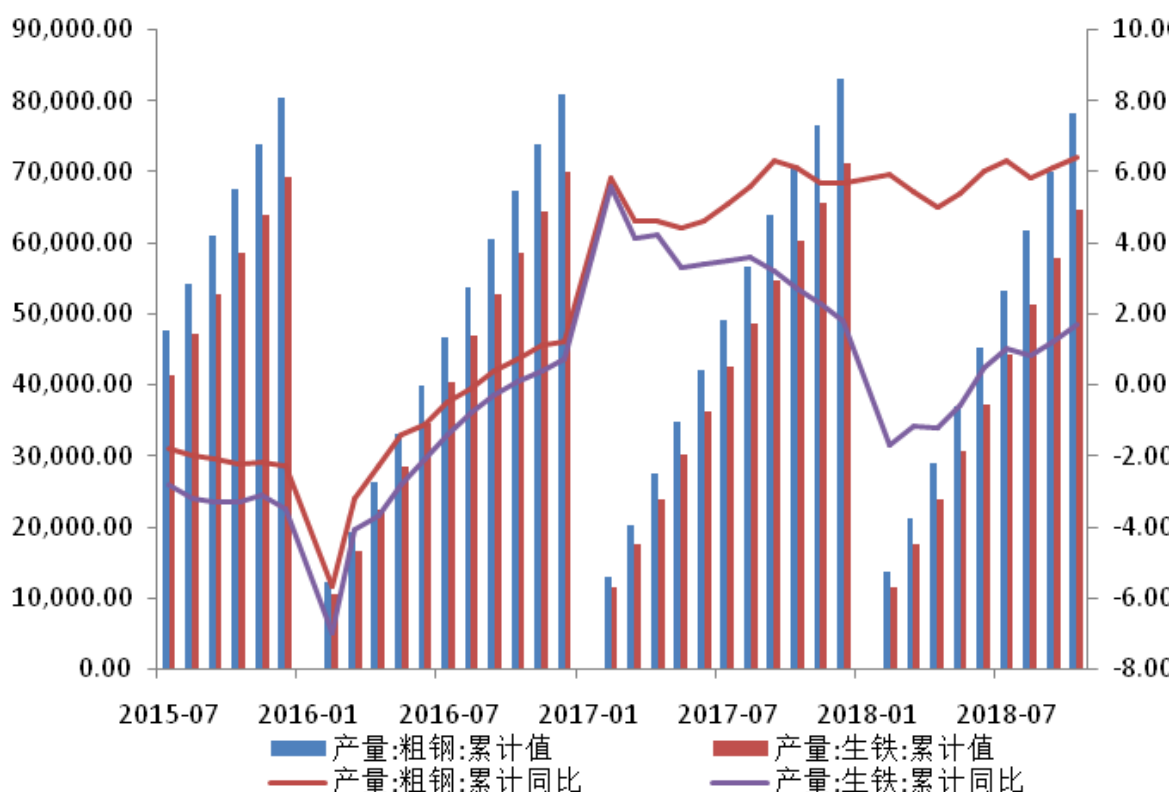
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.我国铁矿石需求

4.1 粗钢生铁产量

根据统计局数据，截至 2018 年 10 月，我国粗钢累计产量 7.82 亿吨，累计同比增速 6.4%，我国生铁累计产量 6.45 亿吨，累计同比增速 1.7%。我们发现官方公布的累计同比增速明显低于公布的产量所折算出的累计同比增速，这主要是由于规模以上工业企业范围每年发生变化，故数据存在口径统计差异，而官方公布的累计同比增速则是采用的同样本对比；故我们认为今年生铁的实际产量增速应该在 1.7%-2% 之间。同时我们发现今年生铁、粗钢和钢材的产量出现了明显的分化，我们认为这是由于去年去地条钢造成的产量扰动，以及高炉对应增加对废钢的使用和铁矿石品位的提高造成的。我们总体对 2019 年钢铁产业产量的增长持谨慎的态度，高利润刺激高生产的链条由政策把控，在乐观情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 8%；在普通的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 5%；在环保趋严的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 2%；而生铁方面由于废钢用量和铁矿石使用的品位继续增长的空间有限，预计明年难以与今年一样与粗钢产量产生如此大的差异，预计 2019 年增速比粗钢略低 1%-2% 左右。

图 15：我国粗钢生铁产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 高炉开工率

从高炉开工率上我们可以明显的看出 2018 年四季度环保与去年相比显得更加放松。去年在取暖季环保限产的首周，全国高炉开工率和唐山高炉开工率分别下降了 7% 和 25%，而今年唐山在首周仅仅下降了 3%，全国高炉开工率则是持平。

图 16: 全国及唐山高炉开工率



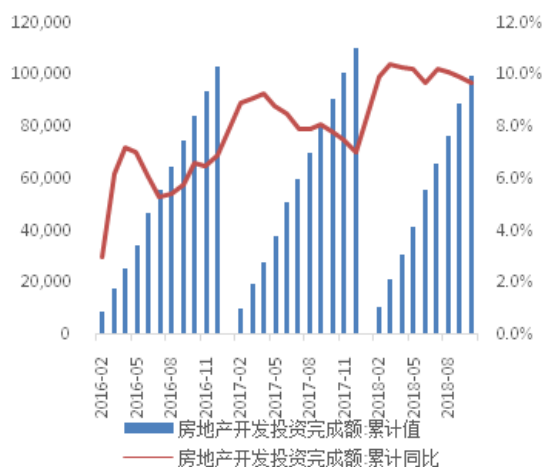
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.3 房地产投资增速较快

今年房地产需求保持快速增长, 支撑起了钢材的需求。截至 2018 年 10 月, 房地产开发投资完成额累计同比增速 9.7%, 房屋新开工累计同比增速达 16.3%。我们觉得明年未来房地产仍然取决于政策, 虽然有下降预期但很难确定一定会大幅下行。

图 17: 房地产开发投资完成额及同比增速

图 18: 房屋新开工面积及同比增速



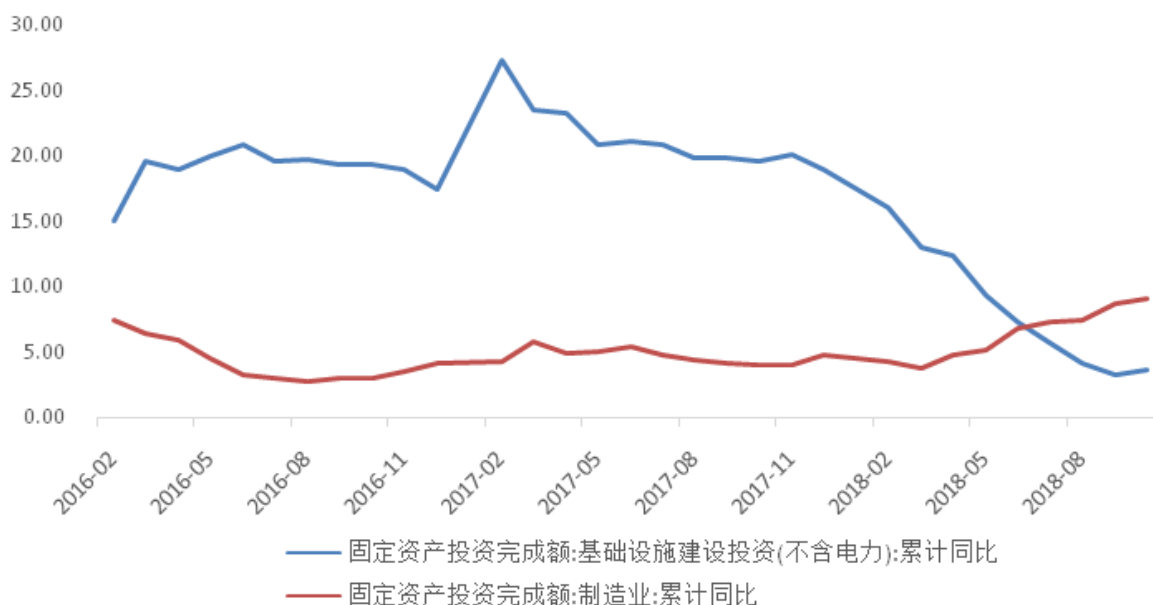
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.4 基建触底回升, 制造业继续改善

2018 年基建投资增速持续下行, 数据显示截至 10 月固定资产投资完成额累计增速为 3.7%, 相比往年 10% 以上的增速大幅趋缓; 而制造业则持续改善, 截至 10 月制造业投资完成额累计增速为 9.1%。我们预计在国家大力推进基建的情况下, 2019 年地方政府专项债有望支撑基建回升。

图 19：基建（不含电力）及制造业累计同比增速

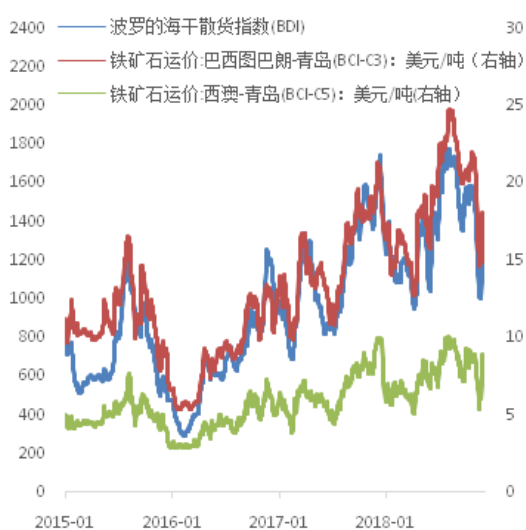


数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 海运费与人民币汇率

受原油价格上涨等因素的影响，2018 年海运费成上涨态势，对于铁矿石的到岸成本价有着一定推升；但四季度随着油价的回落，海运费也一度出现较大幅度的回调。此外从 2018 年中开始人民币兑美元持续贬值，对内盘以人民币计价的铁矿石也产生了支撑。而 2019 年随着美元加息周期的可能结束，人民币贬值压力有所减轻，汇率对于矿价难以再产生较为明显的支撑。

图 20：铁矿石运费



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：美元兑人民币中间价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.总结

供应方面，我们预计铁矿石 2019 年仍然有一定增量，但由于目前处于四大矿山扩产周期尾声，故增量有限；同时由于印度等国生铁产量仍然维持高速增长，未来印度在原料方面可能与中国产生一定竞争关系，分流外矿对中国的供给。需求方面，我们认为 2019 年我国整体仍然维持小幅增长，具体增长幅度视环保是否能够放松。

港口库存方面，我们认为 2019 年国内港口库存难以继续下滑，一方面是虽然外矿供应仍有增量，但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入，故港口库存以持稳为主。

我们预计 2019 年高炉企业利润会有所回落，而随着利润的回落，压力会逐渐传导到原料端，同时钢厂对于中低品味矿石的需求会有所增加，高品位矿的高溢价难以持续。

目前铁矿石期货价格已经体现了一定悲观预期，我们认为未来价格下行空间有限，但同样缺少上涨动力，未来走势或以震荡为主。由于目前钢厂铁矿石库存相对较低，而钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求，2019 年一季度钢厂将有一定补库需求，铁矿石价格高点或出现在一季度。我们预计以 62% 普氏指数来看，铁矿石在 2019 年大体将在 60 美金至 75 美金之间震荡。

未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场需求是否会出现大幅下滑，从而带动矿价大幅回落。

2019 年铁合金震荡为主，重心下移

2018 年 12 月 10 日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

1. 供应方面，2018 年铁合金供应增量整体较多，特别是硅锰产量增加明显，而硅铁供应增速则相对平稳，整体来看今年供应量的增加对铁合金价格有一定压制。我们预计 2019 年铁合金产量仍将维持较快增长，供应较为充裕。

2. 需求方面，2018 年环保整体出现放松，较高的粗钢生铁产量对铁合金的需求有一定拉动，特别是螺纹新标的执行对于铁合金的需求有着支撑；但随着螺纹新标落地，未来对铁合金需求的拉动将逐渐减弱；我们认为未来我国粗钢产量整体仍然维持小幅增长，具体增长幅度视环保是否能够放松。我们预计铁合金 2019 年需求难以出现明显增长。

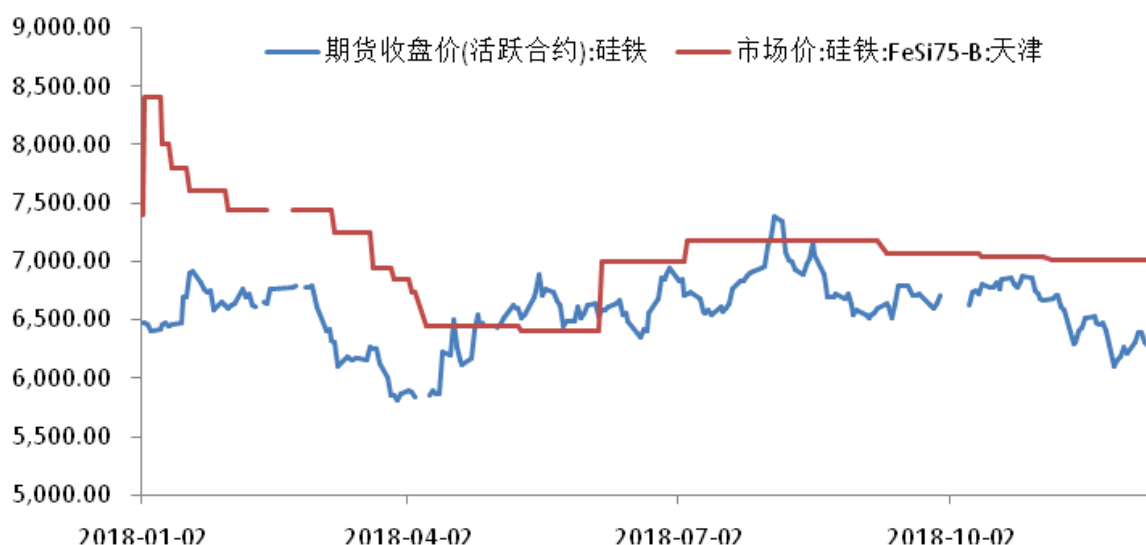
3. 我们认为 2019 年环保政策会有所放松，铁合金生产不会受到明显的影响，明年产量或将保持平稳增长；但需求方面随着螺纹新标的落地以及金属镁产量依然维持低位，铁合金需求整体难以出现增长。2019 年铁合金或以震荡为主，整体价格重心有所下移，硅铁走势弱于硅锰。

4. 未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场是否会出现大幅下滑，从而带动需求下降，导致铁合金价格大幅回落。

1. 硅锰硅铁走势回顾

2018年铁合金走势整体跟随钢材为主。硅铁一季度延续上一年度行情偏强震荡，但随着产量的逐渐恢复，硅铁价格出现下行；下半年硅铁产量保持较快增长，但粗钢产量维持高位，较好的需求对硅铁价格仍然保持一定支撑。截至12月7日，郑商所硅铁期货主力合约收于6282元/吨，年初至今跌幅为2.85%，最高价为7388元/吨，最低价为5802元/吨；天津硅铁75B现货收于7010元/吨，年初至今跌幅为5.27%，最高价为8400元/吨，最低价为6400元/吨。

图 1：硅铁价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年硅锰供应不及预期，价格整体震荡偏强；下半年供应虽然逐渐恢复，但由于螺纹新标的落地以及粗钢维持高位，增长的需求对硅锰价格产生有利支撑。截至12月7日，郑商所全年硅锰期货主力合约收于8576元/吨，年初至今涨幅为18.52%，最高价为9004元/吨，最低价为7080元/吨；硅锰6517天津港现货收于8900元/吨，年初至今的跌幅为3.78%，最高价为9250元/吨，最低价为7525元/吨。锰矿发货量的充裕以及港口库存的持续走高使得锰矿的整体供应充裕，这也压制了锰矿今年以来的价格走势，整体以高位震荡为主。

图 2：硅锰价格走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 供需格局

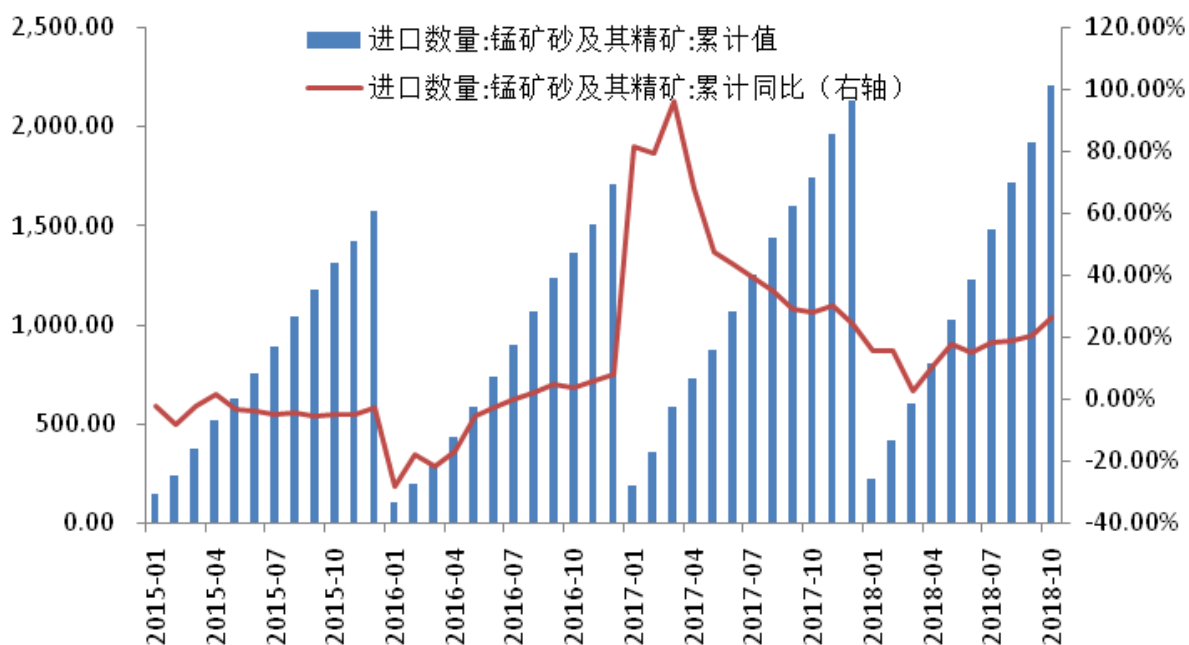
2.1 锰矿供应增加，但未来增量有限

锰矿的价格是硅锰的重要成本，故是决定硅锰价格的主要因素之一。今年以来，锰矿的供应显得较为充裕，我国海关总署公布的数据显示，2018年1-10月锰矿砂及其精矿累计进口2208万吨，同比增幅高达26.5%。

虽然今年锰矿供应压力较大，但是我们通过对于全球主要锰矿生产商进行分析后发现，相较于2018年外矿产量的大幅增长，2019年供应快速增长的趋势将难以保持，整体增量将较为有限。同时我国作为锰矿的需求大国，未来产能仍然有着一定释放，这对锰矿的需求产生利好；所以我们认为锰矿供大于求的矛盾在2019年将得到缓解，这也将使得锰矿的价格将保持坚挺，从而对硅锰的价格产生支撑。

目前South32为世界上最大的锰矿生产商，总部位于南半球澳大利亚珀斯，在澳大利亚和南非均拥有及控股锰矿山及锰合金工厂，该公司于2015年从矿业巨头BHP剥离后独立运营，2018年产量在550万吨，环比增长10%，而2019年预计产量维持不变。我们认为目前South32的矿山已经是满负荷运转，未来锰矿产量难有增长，保持现有产量已属不易。

图 3：我国锰矿进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 锰矿港口库存

从外矿的发货量我们同样可以看到锰矿今年的供应压力，据相关资讯网站统计 2018 年外矿发货量或将在 2450 万吨至 2650 万吨之间，同比增长 15.3%至 24.8%；外矿供应的大幅增长也是使得锰矿的港口库存从年初以来便一路上升，维持在相对高位。

图 4：锰矿港口库存

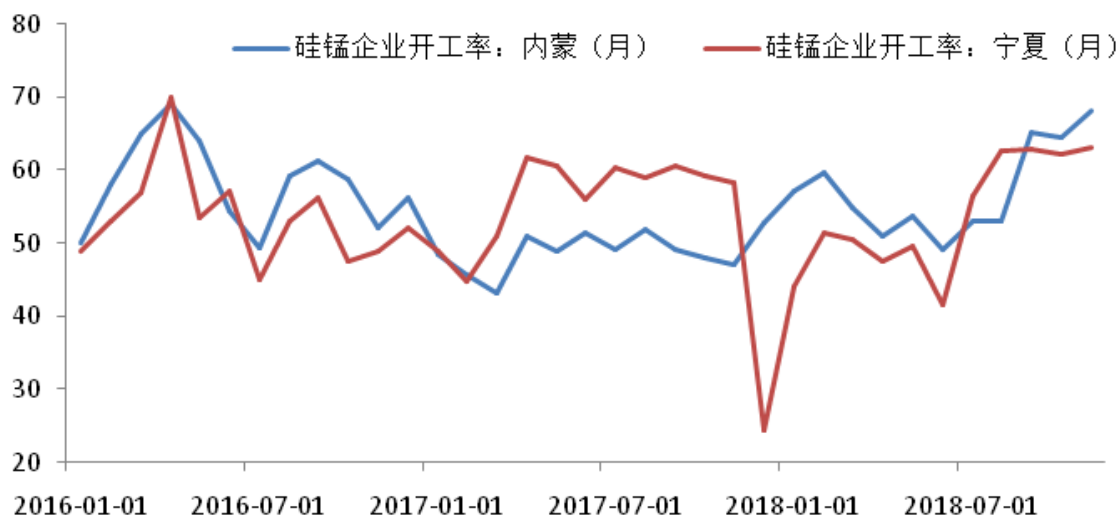


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 硅锰开工率维持高位

上半年受环保因素的影响，硅锰整体开工率维持低位，但 6 月环保结束后，硅锰主要产区开工率均有所回升。在硅锰生产高利润以及环保限产力度放松的情况下，下半年硅锰开工率持续走高，四季度开工率远高于去年同期。

图 5：宁夏内蒙硅锰企业开工率



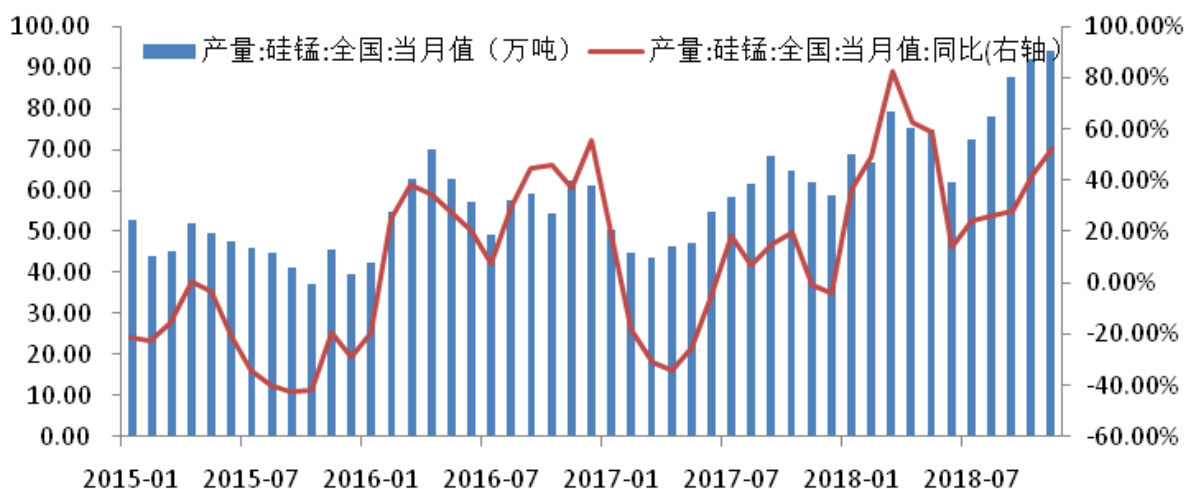
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 硅锰产量增幅较大，螺纹新标对硅锰需求增量有限

今年下半年除了现有硅锰生产的开工率持续上行外，硅锰还有较多新增产能的出现。据咨询网站统计，2018 年，内蒙、宁夏、贵州、重庆、云南有较多新建陆续进行中，而 1-3 季度受环保、价格波动、企业自身原因等问题困扰，较多产能并未如期投产，2018 年四季度则成了推出新增产能的时间点。今年硅锰产量增长较快，截止 11 月，我国今年硅锰产量累计达到 850.77 万吨，累计同比增速达 41%；而 10 月和 11 月的硅锰产量均达到 90 万吨以上，同比增速分别达到 42% 和 52%，即这两个月与去年相比月均增量近 30 万吨。

今年螺纹新标自一季度发布后便受到市场关注，新标准于 2018 年 11 月 1 日正式实施。相比旧国标，新国标新增了钢筋金相组织、截面维氏硬度、微观组织检验方法，规定钢筋基圆上不应出现回火马氏体组织。但由于不少钢厂已经在近年逐步替换掉穿水工艺，需求的增量主要集中在南方钢厂，故整体新标对硅锰的需求增量有限，市场普遍预期增量在 4-10 万吨/月，小于硅锰产量的增加，故整体来看硅锰的供应相对充裕，压力较大。

图 6: 硅锰产量

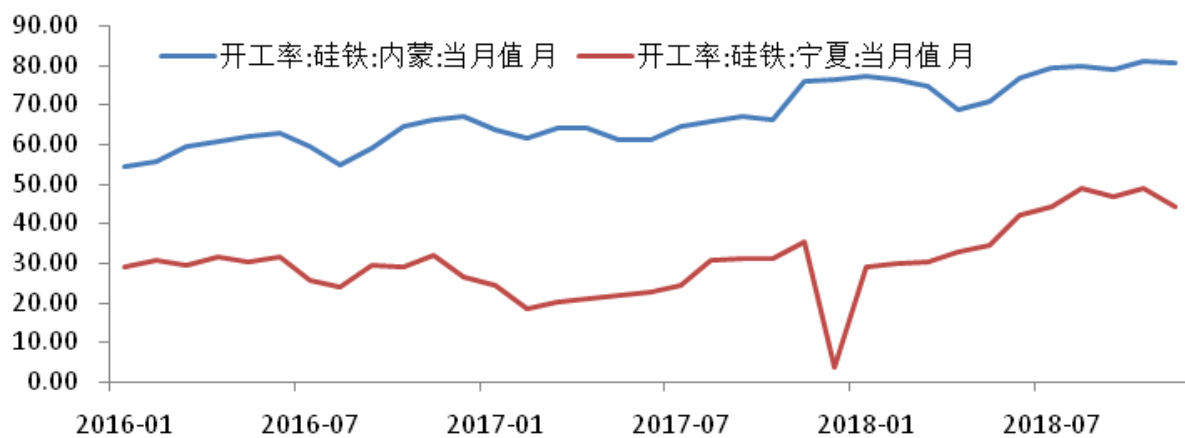


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 硅铁开工率

与硅锰相似,上半年受环保因素的影响,硅锰整体开工率维持低位,但下半年硅铁主要产区开工率持续走高,随着采暖季环保限产的放松,今年四季度开工率高于去年同期。

图 7: 硅铁开工率

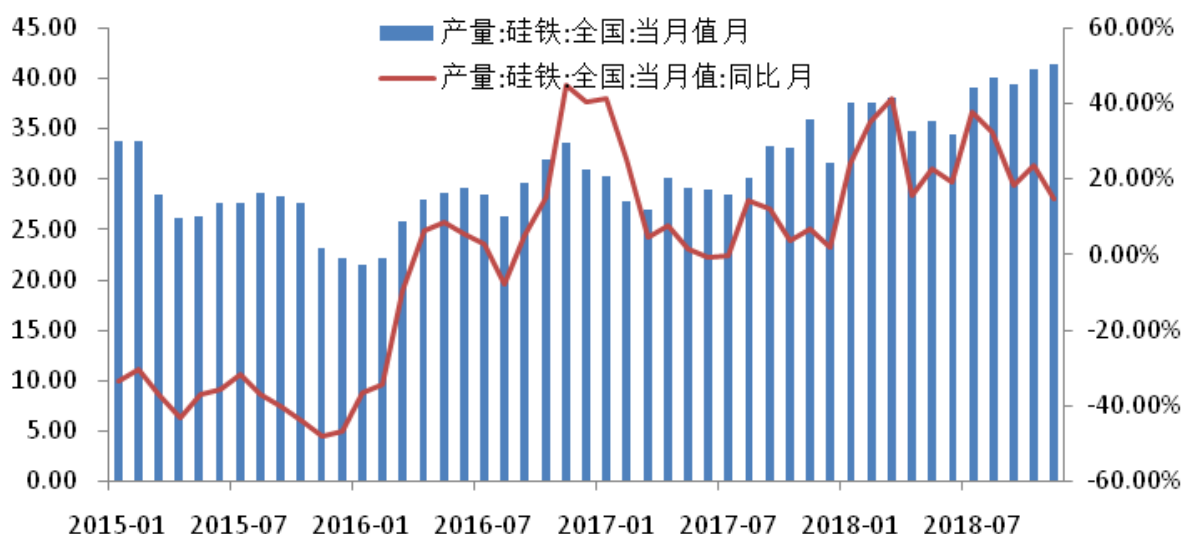


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 硅铁产量

今年硅铁产量增长虽不如硅锰那么多,但也保持较快增速,截止 11 月,我国今年硅铁产量累计达 418.67 万吨,累计同比增速达 25.49%。未来硅铁仍然有部分新增产能释放,主要集中在陕西、新疆区域,故我们预计 2019 年硅铁产量仍将保持较高增速,增速整体与今年相当。

图 8：硅铁产量

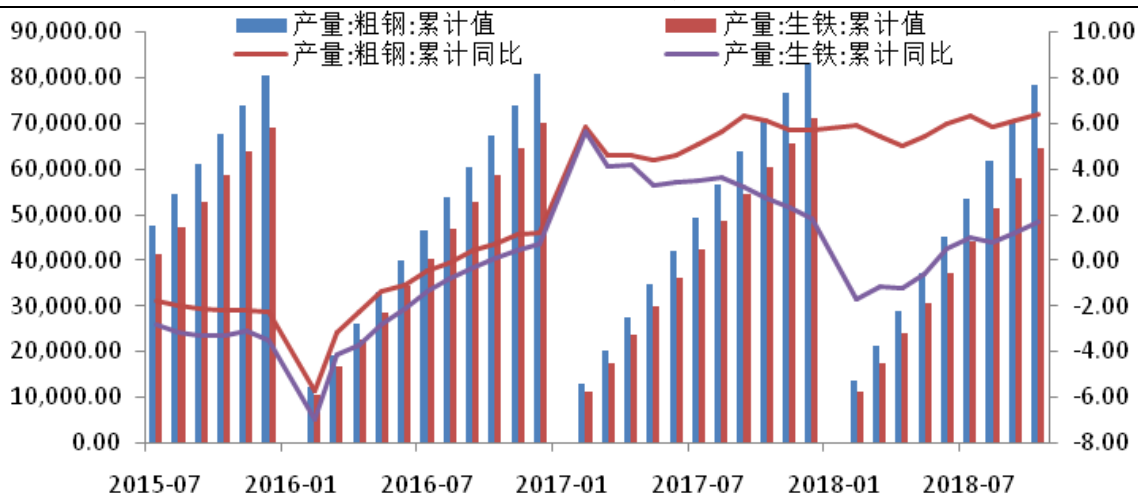


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.7 我国粗钢生铁产量

根据统计局数据，截至 2018 年 10 月，我国粗钢累计产量 7.82 亿吨，累计同比增速 6.4%，我国生铁累计产量 6.45 亿吨，累计同比增速 1.7%。我们总体对 2019 年钢铁产业产量的增长持谨慎的态度，高利润刺激高生产的链条由政策把控，在乐观情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 8%；在普通的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 5%；在环保趋严的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 2%。

图 9：我国粗钢生铁产量

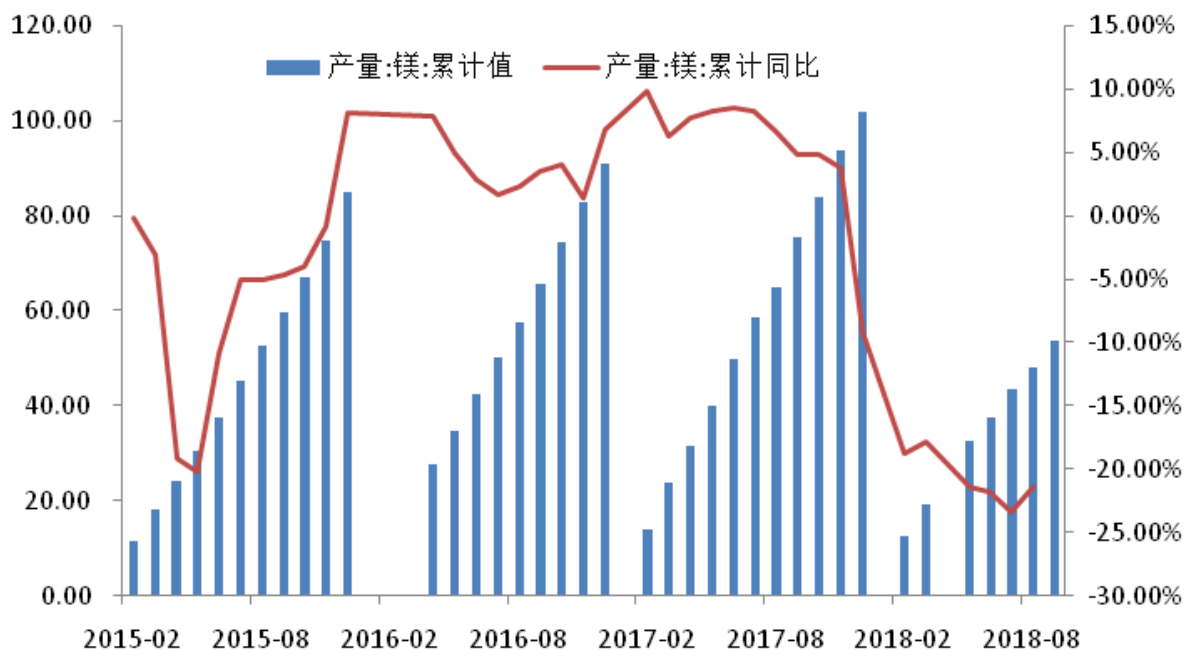


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.8 我国金属镁产量

受环保影响，今年镁产量出现大幅下滑。据统计局数据，截至 2018 年 9 月，我国镁累计产量 54 万吨，累计同比增速为-21.46%。镁的生产下滑对于今年硅铁的需求产生一定压制。我们预计明年镁的产量也难以出现大幅好转。

图 10：金属镁产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.9 硅铁出口形势较好

今年硅铁出口需求较好，数据显示截至 2018 年十月，我国硅铁累计出口 52.7 万吨，累计同比增速达到 68.7%。我们预计明年出口依然保持增长，如果出口关税出现下调，则将进一步对硅铁需求形成支撑。

图 11：硅铁出口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.总结

供应方面，2018 年铁合金供应增量整体较多，特别是硅锰产量增加明显，而硅铁供应增速则相对平稳，整体来看今年供应量的增加对铁合金价格有一定压制。我们预计 2019 年铁合金产量仍将维持较快增长，供应较为充裕。

需求方面，2018 年环保整体出现放松，较高的粗钢生铁产量对铁合金的需求有一定拉动，特别是螺纹新标的执行对于硅锰的需求有着支撑。但随着螺纹新标落地，未来对硅锰需求的拉动将逐渐减弱；我们认为未来我国粗钢产量整体仍然维持小幅增长，具体增长幅度视环保是否能够放松。我们预计铁合金 2019 年需求难以出现明显增长。

我们认为 2019 年环保政策会有所放松，铁合金生产不会受到明显的影响，明年产量或将保持平稳增长；但需求方面随着螺纹新标的落地以及金属镁产量依然维持低位，铁合金需求整体难以出现增长。2019 年铁合金或以震荡为主，整体价格重心有所下移，硅铁走势弱于硅锰。

未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场是否会出现大幅下滑，从而带动需求下降，导致铁合金价格大幅回落。

优质煤需求再提升，焦煤供应紧张 供给侧改革加速，焦炭产能成关键

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

焦煤焦炭全年走势较为震荡,焦煤第一季度盘面呈现V字,走弱后冲高至年度最高位1428元/吨。3月后价格迅速走低至全年最低价1102元/吨,现货价格也随之有小幅下降,至7月焦煤盘面震荡。最后一阶段为8月份受限产消息及安全检查消息影响,焦煤预期较好盘面走强,第四季度钢材大跌,盘面受钢材拖累高位回落,焦煤由供应偏紧支撑,价格持稳。焦炭一、二季度盘面低位平稳运行,第三季度受环保题材影响,市场预期较高,推高焦炭盘面价格,出现年内最高点2689元/吨,随后市场不及预期,盘面震荡回落,至第四季度,钢材大跌,向上游挤压利润,叠加宏观预期悲观,焦炭盘面大跌。

2019年焦煤焦炭价格走势的核心因素是供给侧改革。

焦煤供给端难有明显增量。煤炭产能释放多为动力煤,炼焦煤产能无增长点,且频繁受环保限产、安全检查等政策扰动,国内炼焦煤产量大幅增长的可能性不大。受国家进口煤炭平控政策影响,炼焦煤进口量大量增加可能性不大,但2018年蒙古甘其毛道通关口岸完成升级改造,通关效率有所提高,并且在环保限产以及产能优化升级的背景下,我国对于低硫优质主焦煤需求增加,或有小幅进口煤增量用于补充国内低硫主焦煤的需求。焦煤价格区间将进一步收窄,11月12日,2019年煤钢焦中长期合同洽谈衔接会在成都举行,与会百家煤焦钢企业洽谈长协合同,山西焦煤集团上调了长协价格,焦煤价格将在高位震荡。同时值得注意的是,焦煤1907合约将开始采用新的交割标准,提高对交割煤的质量要求,将改变焦煤期货深贴水的情况。总体来说,焦煤供给减少,交割标准上升,且山西焦煤集团上调长协价格,焦煤价格中枢上移。

2019年焦炭供需延续紧平衡状态。2019年焦炭价格受产能政策影响较大,由去4.3米以下焦炉产能政策以及“以钢定焦”政策带来的产能变动,将会带来阶段性和局部性供需错配。在宏观预期悲观的情况下,产能置换和“以钢

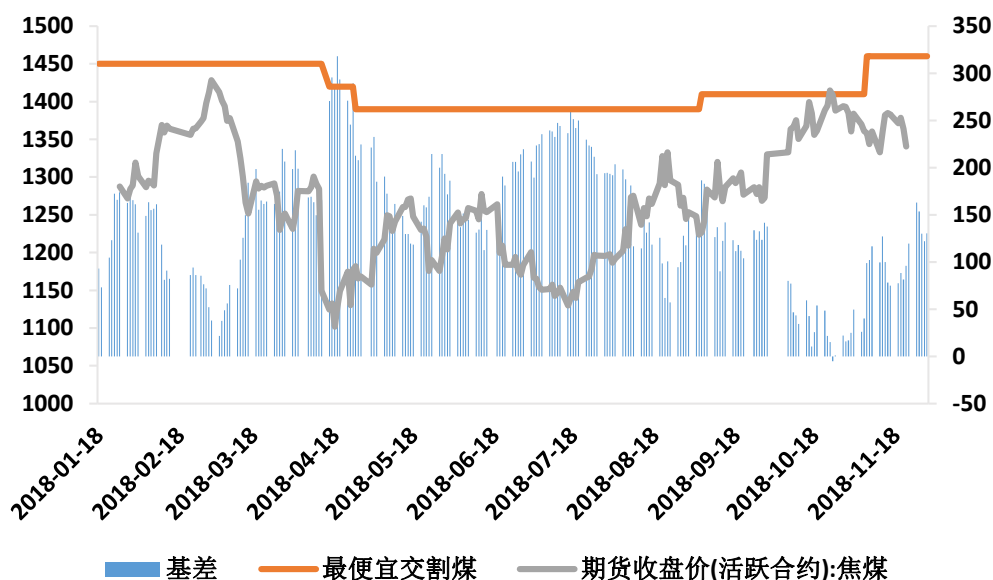
定焦”政策依然可以成为焦炭价格的政策支撑。如果产能政策不能按照计划严格执行，焦化产能和钢铁产能的不同步将再次造成焦炭供过于求的状况，必将导致焦炭价格重心下移。

1.2018 年焦煤焦炭市场行情回顾

焦煤主力合约全年走势分为三个阶段：首先第一季度盘面呈现 V 字，走弱后冲高至年度最高位 1428 元/吨。其次，3 月后价格迅速走低至全年最低价 1102 元/吨，现货价格也随之有小幅下降，至 7 月焦煤盘面震荡。最后一阶段为 8 月份受限产消息及安全检查消息影响，焦煤预期较好盘面走强，进入 10 月份由于煤超检查、安全检查，叠加突发的煤矿事故停产，焦煤库存低位，又受冬储影响，盘面持续走强，同时现货价格也随之上涨，蒙煤价格为 1160 元/吨，为全年最高价。四季度受钢材大跌影响，盘面随之回落，但由于供给仍然偏紧，价格尚有支撑。

2018 年焦煤盘面一直呈现深贴水，4 月 23 日基差最高为 295.5 元/吨，基差最低点为 10 月 26 日，-5 元/吨。

图 1：焦煤主力合约和现货价格走势、以及基差（右轴：价格 左轴：基差）

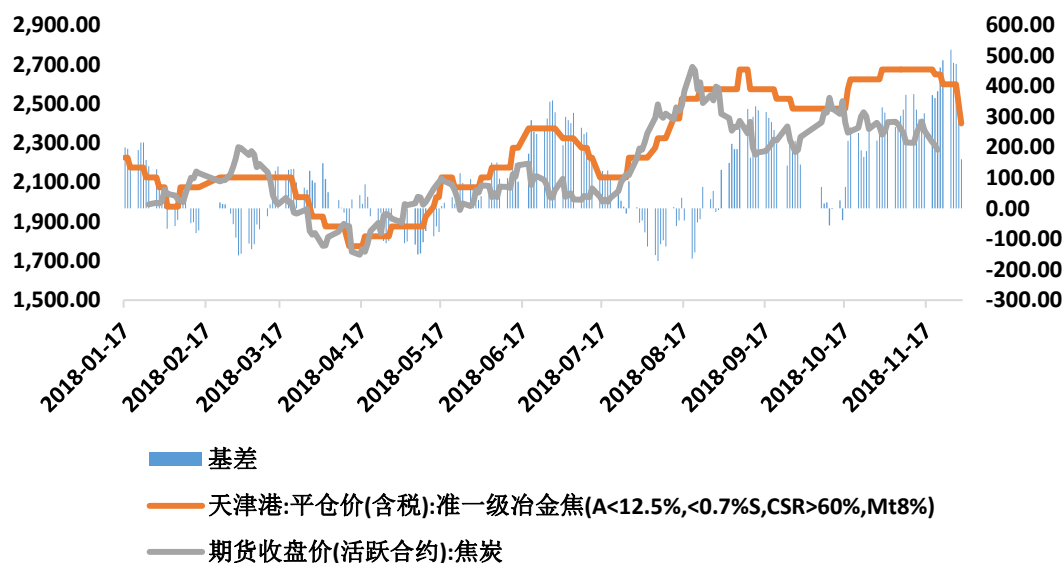


数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦炭盘面走势也分三个阶段：第一阶段为 1 月、2 月，由于 2017-2018 年采暖季限产搞一刀切，我国天然气严重气荒，在保冬季供暖情况下，焦化厂限产略有放松，回升较快，与此同时钢厂限产回升较慢，因此焦炭在库存上有所累积，焦价有所下降，2 月份由于钢厂复工速度加快，需求恢复，带动焦价攀升。第二阶段为 3 月-7 月，在此阶段焦价盘面成 V 字形，与 4 月探底价格为 1731 元/吨，后延续震荡行情。第三阶段为 7 月至 10 月，此阶段中影响焦炭盘面的关键因素为限产，贸易商于低位开始投机性囤货，推动焦价上涨，7 月至 8 月焦价一路攀升至年度高位，8 月 17 日，2689 元/吨，在此阶段炒的是环保预期，8 月末 9 月初，环保稍有放松，预期证伪后焦价一路震荡回落。四季度，钢材端价格大跌，向上挤压原料利润，焦炭开始大跌。现货价格的涨跌是滞后于期货价格的，天津港准一级冶金焦价格为全年最高 2675 元/吨，最低价格为 4 月份 1775 元/吨。

焦炭盘面大部分保持为贴水状态，全年基差最大为 11 月 27 日，520 元/吨，基差最小为 8 月 9 日，-172 元/吨。

图 2：焦炭主力合约和现货价格走势、以及基差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.焦煤供给：2018 年全年供应偏紧

2018 年 1-9 月共生产炼焦精煤 32242 万吨，较去年同期下降 3.65%。截至目前，各大煤矿生产任务多数已经完成，供给端难有增量，预计 2018 年全年炼焦精煤产量低于 2017 年水平。

一季度炼焦煤产量主要由检修及春节因素影响，2 月份炼焦煤产量出现大幅下跌。3 月份两会召开期间，部分煤矿停工，优质低硫煤资源紧俏，随着焦化厂、钢厂、煤矿的陆续开工，产量又迅速回升。焦化厂、钢厂于 11 月、12 月提前开始进行冬储，1 月份焦化厂、钢厂库存已累至高点，2 月份又经历主动去库存的阶段，库存有所下降。

二季度炼焦煤生产平稳，受煤矿盈利影响，生产积极性较高，产量稳定。年初蒙煤通关量大幅下降，使得蒙煤进口大幅下降，但后期蒙煤通关量已经明显修复，二季度进口量也有了大幅上涨。二季度钢厂、焦化厂完全复产，消化炼焦煤库存较快，库存有所下降。

三季度炼焦煤产量受山西煤矿安全检查以及洗煤厂关停影响，稳中有降，进口煤量较为宽松，蒙古煤通关恢复至以往水平，焦化厂、钢厂、港口库存累至年内高位。

四季度焦煤供应较以往偏紧，首先三季度安全检查中关停的洗煤厂依旧停产，10 月山西又出新政进行煤超检查，对供应产生一定的影响，加上近期的山东煤矿事故导致的突发性停产，炼焦煤产量下降。其次，进口煤方面 9 月份澳洲中挥发焦煤煤矿火灾影响了炼焦煤的进口数量，且进口煤额度已达年度上限，四季度进口煤增量极为有限。最后，山西汽运政策要求限制柴油车运输，而焦煤运输大多采用柴油车运输，因此对运力产生一定影响。库存上，受冬储需求影响，焦化厂及钢厂炼焦煤库存正在逐步累积，由于炼焦煤现货价格不断提涨，钢厂和焦化厂囤货意愿非常坚挺，因此库存数量已超过去年同期水平。

图 3: 炼焦煤产量 (万吨)

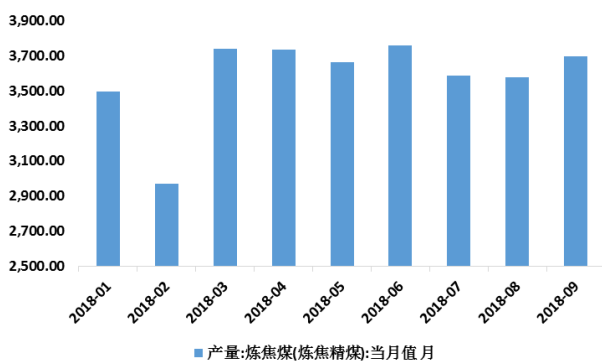
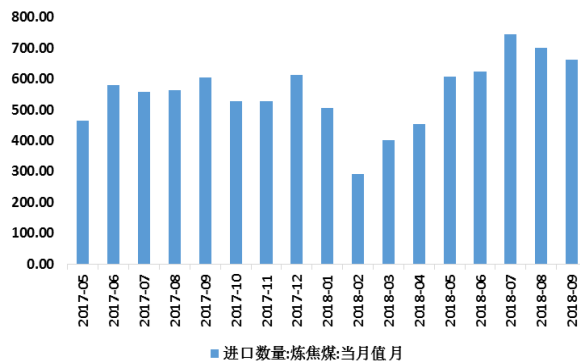


图 4: 炼焦煤进口量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 炼焦煤焦化厂库存 (万吨)

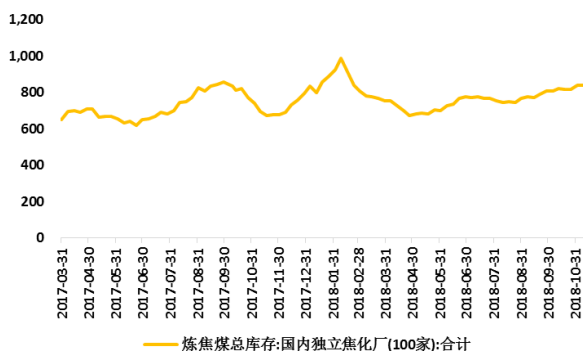


图 6: 炼焦煤钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 炼焦煤煤矿库存 (万吨)

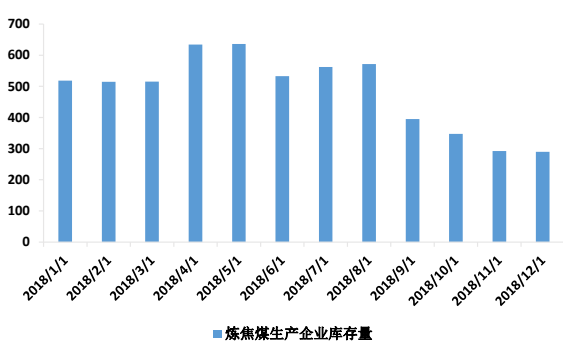
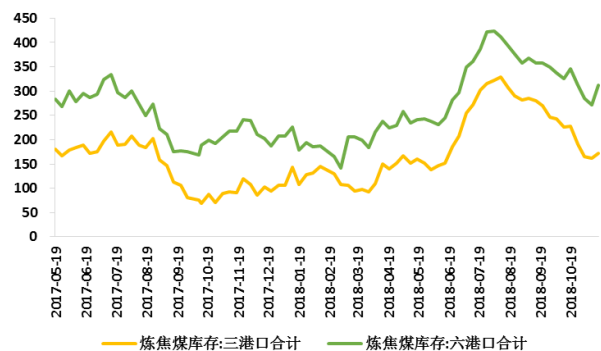


图 8: 炼焦煤港口库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.1 国内焦煤供给影响因素—环保限产、查超检查成就高价焦煤

2018 年焦煤国内供应的关键词是环保限产、安全检查及煤矿查超检查。2018 年 8 月, 受环保督查影响, 山西、陕西多处洗煤厂关停, 部分煤矿为应对检查, 主动停产, 焦煤供应一时非常紧张, 下半年焦煤在现货和盘面上的价格上涨行情也正是应对这一时间点开始。

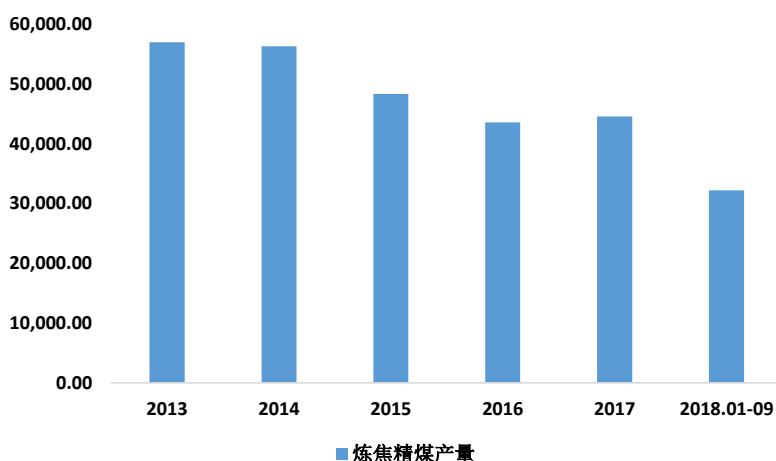
国庆节后, 山西省发布《关于开展煤矿超能力等核查工作的通知》(2018 年 10 月 11 日-2018

年 10 月 31 日)。主要核查内容包括：是否存在上一级公司向煤矿下达超能力生产计划，煤矿是否超能力制定生产计划。煤矿 2017 年原煤产量是否超过核定（设计）生产能力的 110%，2018 年月产量是否超过核定（设计）生产能力的 10%。煤矿是否存在越阶层开采。10 月 19 日，山西省在原有查超政策基础上又出台了《道路货物运输货运单使用管理办法》，要求自从 11 月 15 日起，凡在山西省公路上通行的货运车辆，均应随车携带货运单，并接受交通运输执法机构的检查。这一规定是对查超政策的加严执行手段，因此煤炭供应进一步收紧。11 月 9 日，山西省又下发了《关于严格控制煤矿超能力生产的通知》，煤矿查超对焦煤供应收紧的影响进一步在持续。12 月 5 日，国务院安委办公室又发布关于对高风险煤矿开展安全“体检”的通知，焦煤供应进一步收紧。

期间，山东能源龙矿集团龙郛煤业有限公司 1303 泄水巷掘进工作面发生冲击地压事故，造成 21 人死亡。事故发生后，导致山东省内 42 处煤矿停产整改，由于部分煤矿涉及保电力、保民生，在事故发生一周后，山东停产煤矿陆续复产，复产煤矿主要以动力煤矿为主，炼焦煤矿虽有部分复产，但整体供应量较事故前明显减少。10 月发生的山东煤矿事故导致山东省内持续几天停产自查，造成了山东省内焦煤供应紧缺的情况，也带动了焦煤现货价格的上涨。年底为煤矿生产安全自查高峰期，自查期内焦煤供应会受到一定影响。

因此在冬季需求转淡，宏观预期悲观的情况下，焦煤始终有供需偏紧支撑，现货价格保持年内高位，盘面亦有支撑。

图 9：炼焦煤国内产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 炼焦煤进口——煤炭平控进口政策对焦煤实际影响较小

我国炼焦煤进口量对国内市场供应有非常大的影响，进口的数量则与国内宏观政策以及进出口政策密切相关。2018 年我国焦煤进口数量有小幅波动，2018 年 1-9 月，进口炼焦煤数量为 4990.7 万吨，较去年同期减少 315 万吨，降幅为 5.94%。今年进口焦煤数量有所减少，期间受澳大利亚昆士兰州煤矿火灾影响以及甘其毛道通关改革影响，进口量有小幅波动。

除自然灾害外，进口政策是进口煤数量的关键因素。今年进口煤分别于 2 月及 6 月有政策宽松，进口数量增速较大。2018 年 4 月，煤炭进口政策收紧，一类口岸的进口煤受限制，采用要求延长通关时间、暂停进口煤船靠卸等方式对进口煤进行限制，值得注意的是，在实施该政策后，进口炼焦煤的数量不降反增，因此可以判断进口煤限制数量大多与电煤有关。

2018年10月初，发改委在广州召开沿海六省进口煤炭会议，要求今年年底煤炭进口要平控。11月14日，发改委、海关总署等在江苏召开进口煤会议，后有市场传言称，发改委计划今年年底前，几乎不再安排进口煤炭通关，将今年的煤炭进口规模维持在去年的水平。2017，我国进口煤炭总量为2.7亿吨，其中焦煤6972万吨。根据统计1-10月份，煤炭进口总量已达2.5亿吨，11-12月份，煤炭进口额度剩余大约在2000万吨左右，焦煤进口量也将受到控制，供给边际减弱，焦煤全年进口量将低于去年。在国内焦煤供给整体偏紧的情况下，进口煤炭政策的变化，会将加剧焦煤的供给紧张。近日，蒙古甘其毛道通关口岸已经开始控制进关速度，通关车辆数目有所下降。

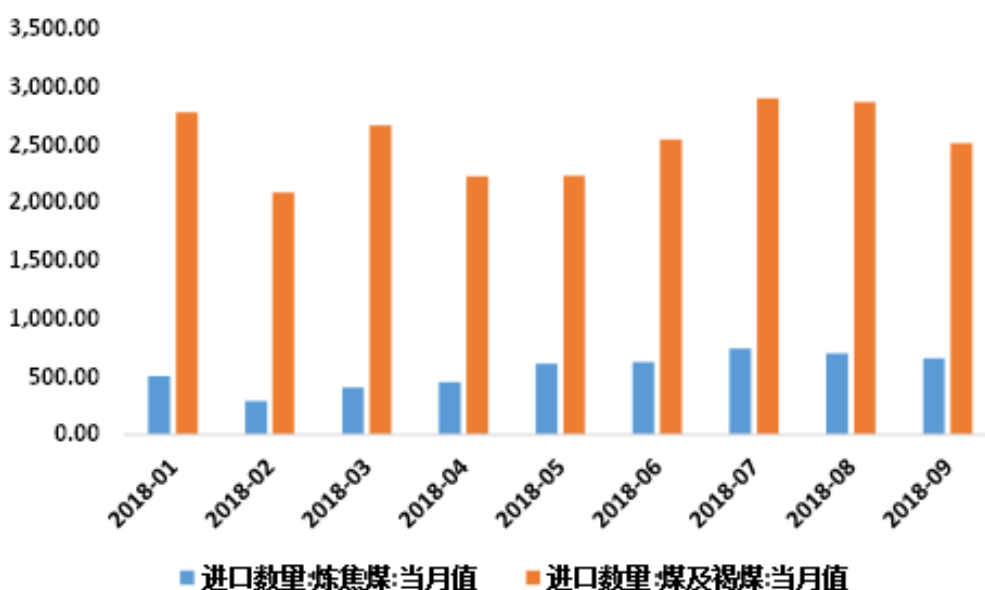
进口煤政策变动对于动力煤的影响较大，主要是因为国内动力煤产能过剩以及进口煤质量较低的缘故，因此政策向动力煤倾斜较大。进口政策反而对于炼焦煤影响较小，主要是因为我国缺乏优质低硫主焦煤资源，在环保限产的大背景之下，焦化企业对于炼焦煤的质量要求更高，而蒙古煤具有低灰、低硫的特征，符合目前国内对于高质量炼焦煤的需求。

2.3 2019年炼焦煤供给预测：供给难有增量，进口煤或有增加

2019年我国煤炭产能将继续得到释放，但增加的部分多为动力煤，炼焦煤产量难有增量。在安全检查、环保限产常态化的趋势下，煤矿停产限产情况增多，国内炼焦煤产量甚至有小幅下降的可能性。

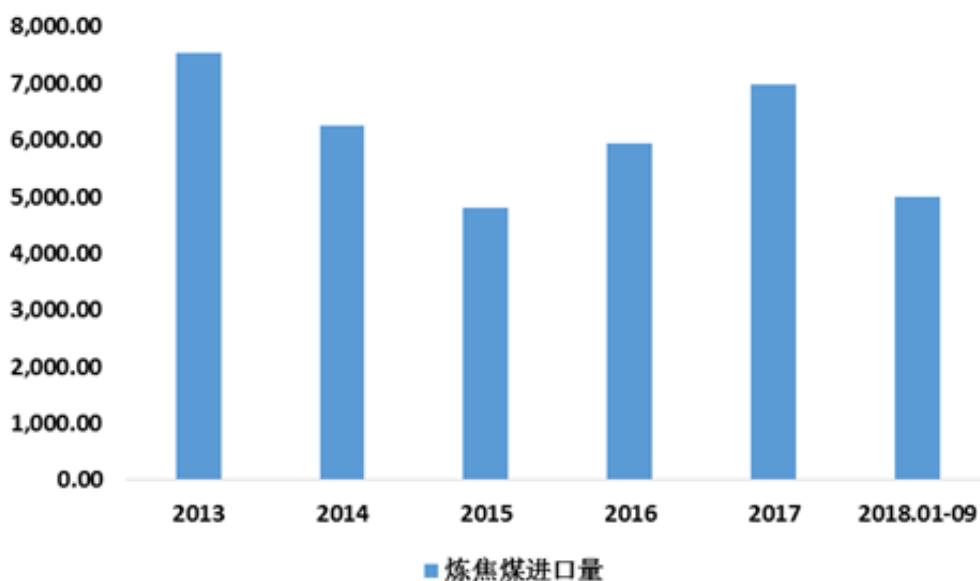
此外，环保限产对环境要求非常严格，并且今年出台政策加速置换4.3米以下焦炉产能政策，换成大焦炉后，对于强粘结炼焦煤的需求非常高，为保证生产多数工厂对于低硫焦煤的需求上升。目前我国国内生产低灰低硫优质主焦煤的矿非常少，仅存在于吕梁、孝义等地，而进口炼焦煤煤例如蒙古炼焦煤具有低灰、低硫的优点，是国内稀缺品种。再者今年修改了明年7月起焦煤交割品标准，提高了对硫质含量标准，因此对于低硫焦煤的需求会更加紧张，因此预计明年煤进口政策的宽松或紧张对焦煤进口不会有太大的影响，进口炼焦煤数量大概率持稳或增加。

图 10：煤（含褐煤）及炼焦煤进口量对比（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：炼焦煤年产量对比（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.焦炭供给/焦煤需求：焦炭供给缩紧

2018年1-10月我国焦炭产量为2.9亿吨，较去年同期下降646万吨，降幅为2.1%。1月份由于冬季气荒问题，各地为保障焦炉煤气供应，保障民生的情况下，部分焦化厂实现了满负荷生产，产量有所回升，2月份由于焦价不断下跌，焦化利润压缩，生产积极性减弱，开工有了明显的下滑。由于下游钢材需求端走弱，采购意愿不强，因此整个一季度焦炭有库存累积。

二季度影响焦炭供给的关键因素依然是环保大背景，4月份山西陕西部分焦化厂环保问题被曝光后，100万吨以上产能的焦化厂开工率有明显下滑。库存方面，二季度焦化厂、钢厂、港口库存均有小幅下降，进一步证明了焦炭供应偏紧的状况，库存偏低支撑了二季度焦炭期货价格回升的走势。

第三季度的焦炭供应延续环保限产的故事，六月底徐州焦化企业陆续复产，全国其他焦炭产地限产力度也较小，产量有所回升，但7月徐州地区焦化企业还未完全复产又进入限产状态，且陕西等地也有不同程度的限产，产量降至低位，8月环保限产不及预期。库存方面，受高利润刺激，焦化厂开工率较高，焦化厂及钢厂库存先累后去，去库是一个被动去库的过程，港口库存是影响三季度价格的一个关键因素，在炒环保预期的大势下，贸易商预计未来价格看涨，开始投机性囤货，导致八月焦价一度推至年度最高位置。

进入四季度，焦炭首先经历了限产空白期阶段，同时在高利润刺激下，保持较高开工率，焦炭产量有了大幅上升，同时焦炭在产业链上又保持低库存状态，因此焦炭依然是供应偏紧的状态。自11月15日全国正式进入采暖季限产阶段，环保限产依旧是影响产量的关键因素。

图 12: 焦炭产量 (万吨)

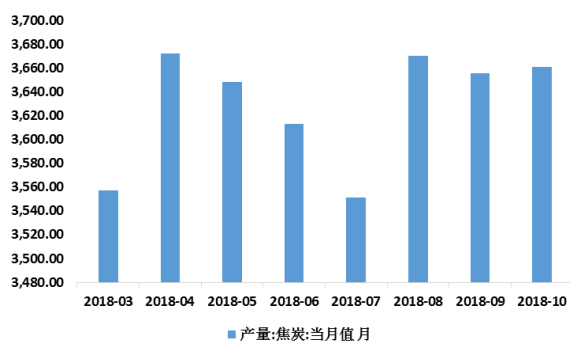
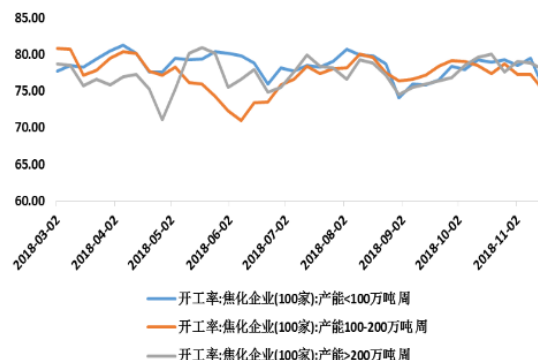


图 13: 焦化工厂开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 焦炭焦化厂库存 (万吨)

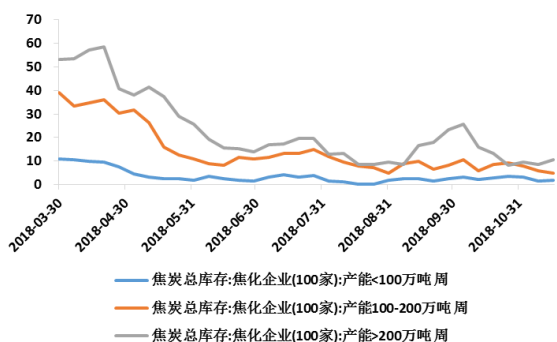
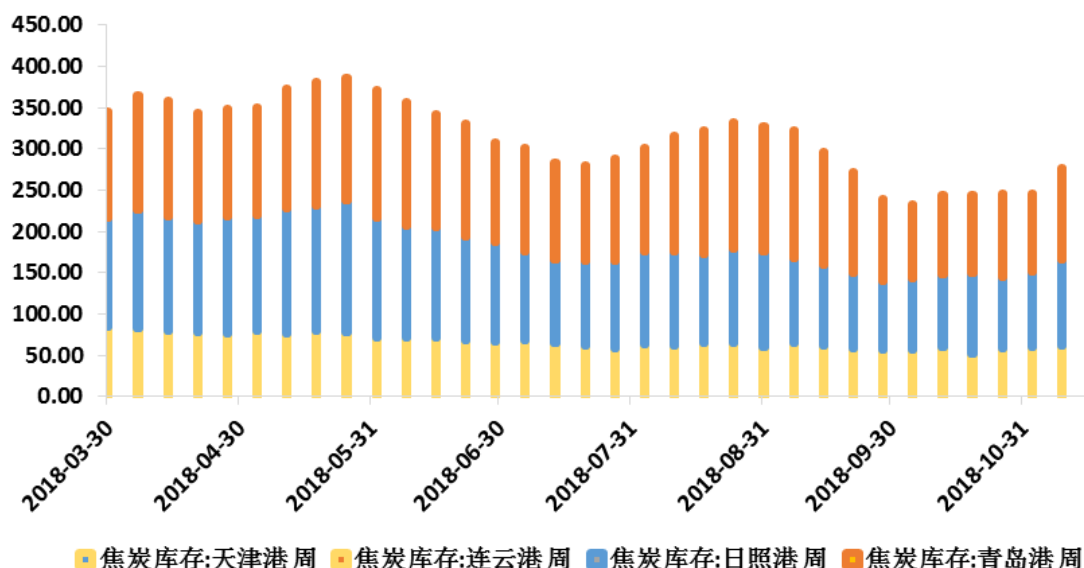


图 15: 焦炭钢厂库存 (万吨)



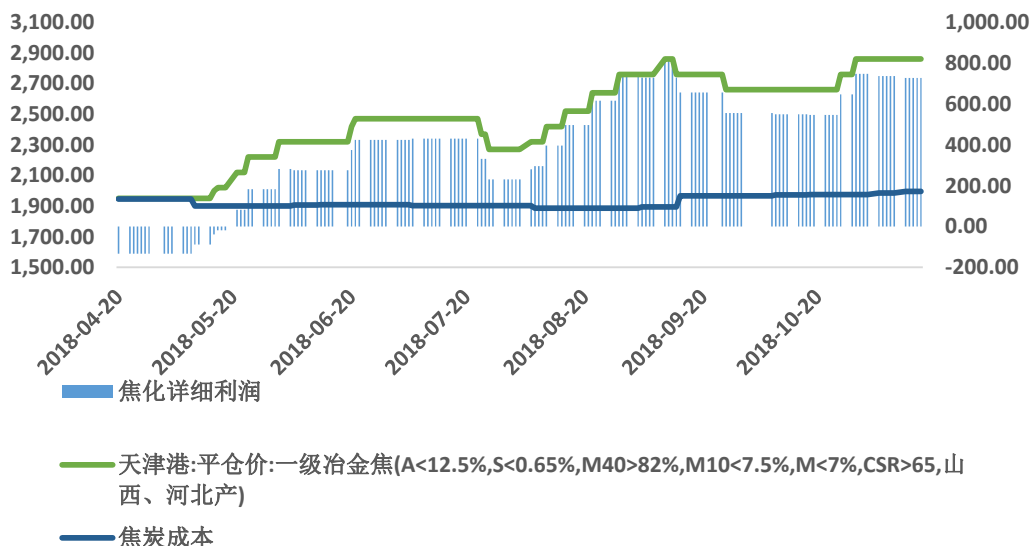
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 焦炭港口库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17：吨焦盈利



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.1 2018 年环保政策频发，限产常态化影响焦炭产量

2018 年焦炭供给处于偏紧状态，除去 8 月份贸易商在港口投机性囤货外，焦化厂、钢厂、港口等库存自年初开始就呈现一路下降的趋势性变化。这种变化来源于今年环保限产常态化以及不断推进的去产能改革。

2018 年的环保限产自 3 月采暖季结束后并未停止，根据天气污染情况间歇性的开展环保限产，已经成为常态化操作，包括上半年的乌海限产，上合会议限产，以及下半年的环保督查影响限产，进博会限产等。焦炭走势受环保政策影响较大，今年最大的一波上涨行情来源于六月底七月初国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，限产城市范围有所扩大。以蓝天保卫战为主的环保政策，在原来京津冀基础上又增加了汾渭平原以及长三角地区，其中汾渭平原是焦化主产区，受此鼓舞，焦炭 7-8 月展开一波大幅上涨行情，领涨黑色品种。随后的一轮急速下降行情也来源于 9 月中旬，今年的《京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》将 PM2.5 平均浓度以及重度及以上污染天数同比下降（或减少）的比例由 5% 降到 3%，并严禁“一刀切”，市场预期钢厂及焦化厂限产幅度将减小，因此螺纹钢、焦炭期货下跌。

今年环保限产政策主要围绕两个部分展开，第一部分是今年 6 月出台的《打赢蓝天三年保卫计划》，各省市都针对此次计划制定了本省的具体计划。第二部分是秋冬采暖季环保限产，2017 年只有一个《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，而 2018 年截至目前则出台了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》、《汾渭平原 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》。

表 1: 2017/2018 年环保政策对比

主要不同点	政策内容	
	2017 年	2018 年
限产范围	京津冀及周边地区	京津冀及周边地区、汾渭平原、长三角地区
排污目标	“2+26”城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上,重污染天数同比下降 15% 以上。	蓝天保卫战: 同比下降 5%。 采暖季限产: 京津冀同比下降 3%; 长三角地区下降 5%; 汾渭平原下降 6%。
去产能任务	河北省压减炼钢产能 1562 万吨、炼铁 1624 万吨、焦炭 720 万吨, 山东省压减炼钢产能 183 万吨; 河南省压减焦炭产能 55 万吨。	河北省钢铁产能压减退出 1000 万吨以上, 山西省压减退出 225 万吨, 山东省压减退出 355 万吨。 山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。 河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标。
限产文件	重点城市钢铁产能限产 50%。焦化企业出焦时间均延长至 36 小时至 48 小时以上。	严禁“一刀切”政策。 对于满足排放标准的钢企、焦企可不予限产。 在橙色及以上重污染天气预警期间限产 50%, 上报生态环境部、工业和信息化部备案。

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

通过对比可以看出, 今年环保限产范围有增加, 主要增加了焦炭的主要产区。虽然排污目标上数据有下降, 但由于去年已经超额完成了排污目标, 因此今年基数变小, 要进一步下降排污浓度并不容易, 在环保上应当会更加严厉。在限产上, 更加注重精准划分污染企业, 合理定位限产计划, 而不是盲目的“一刀切”, 对钢企、焦化企业的量化分类将会更加严格。此外, 根据生态环境部数据显示, 去年京津冀及周边地区有将近 50% 的天数属于轻度-重度污染天气, 汾渭平原则有将近 60% 的污染天数, 而据环保部人士表示, 今年天气质量较差, 因此环保任务相比之下较去年更加艰巨。今年环保政策已在范围和精准度上较往年政策变得更加完善, 明年如果继续延续今年的环保政策, 环保常态化对焦化供给的边际影响减少, 总体供给继续保持偏紧状态。

3.2 2019 年焦炭供给: 产能政策成为最大影响因素

根据《焦化行业“十三五”发展规划纲要》第六条总体规划目标中指出, 要化解过剩产能 5000 万吨, 2016 年我国超额完成去产能计划, 2017 年淘汰焦化产能约 1682 万吨并新增产能 510 万吨, 2018 年计划淘汰 1400 万吨, 据统计 2019 年-2020 年需淘汰 1000 万吨产能左右。根据 Mysteel 估算, 2018 年后仍有部分新投产在建焦化项目, 2019 年-2020 年全国焦炭新增产能为 2700 万吨左右, 但这部分产能是否能如期释放, 仍然是一个问题。在西安召开的钢材原材料峰会中有相关专业人士介绍, 目前山西在建中的焦化工业园区进展缓慢, 一是因为建厂手续批复较慢, 二是因为需要投入大量资金成本, 因此新建产能建成与投放都需要相当长的一个周期。

2019 年将是我国焦化去产能速度加快的一年，有两项措施值得重点关注。首先是置换 4.3 米以下焦炉产能的政策。山西省发布了《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》，方案中要求置换掉 4.3 米以下焦炉产能，2020 年炭化室高度 5.5 米及以上占比达到 50%。方案中鼓励炉龄较长、炉况较差、规模较小的炭化室高度 4.3 米焦炉提前淘汰，置换焦化产能建设现代化大焦炉。2018 年底前完成焦炉淘汰的，其焦化产能按现有 100% 置换；2019 年底前完成淘汰的，按现有 90% 置换；2020 年底前完成淘汰的，按现有 80% 置换；2020 年后完成淘汰，按现有 50% 置换。12 月山西经信委要求年底前关停所有 4.3 米焦炉。

12 月初河南实施焦化行业煤炭消费总量管控强化秋冬季大气污染综合治理，要求对《产业结构调整指导目录》（2011 年本）（修订）明确的未同步配套建设干熄焦的炼焦项目，顶装焦炉炭化室高度 <6.0 米、捣固焦炉炭化室高度 <5.5 米，以及 100 万吨/年以下焦化项目结焦时间延长至 36 小时；炭化室高度 4.3 米的焦炉结焦时间延长至 48 小时。以上两个政策可以看出对于置换 4.3 米以下焦炉的紧迫性，越早置换淘汰便会获得越多的焦炉产能，为获得更多置换产能指标，有能力承担置换成本的企业多数会选择在明年加快置换。

目前全国 5 亿多产能中，有 3.67 亿产能属于独立焦化厂，多数独立焦化厂均为小厂，能够投入成本完成置换的焦化厂应该为少数，该项政策最终也会焦化厂重组整合。根据钢联数据统计，山西省目前在产焦化产能约 1.3 亿吨，其中炭化室高度 5.5 米及以上的占比约在 30% 左右，2020 年底前山西省涉及置换的产能约有 2500 万吨左右。从全国范围来看，4.3 米及以下焦炉产能共有 2.36 亿吨，占比达 42.2%，置换速度如何将直接影响焦炭供应的变化。

其次，是“以钢定焦”政策。今年秋冬治理方案中提出河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右的目标，制定“以钢定焦”方案，加大独立焦化企业淘汰力度。2020 年，河北省钢铁产能控制在 2 亿吨以内；列入去产能计划的钢铁企业，需一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。根据山西省人民政府 2018 年 7 月 29 日印发的《山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出山西省 4 市（太原、阳泉、长治、晋城）落实国家“以钢定焦”的总体要求。

根据 Mysteel 统计，河北、天津、山东、河南以及山西 4 市（太原、阳泉、长治、晋城）中生铁产能共计 47608 万吨，焦化产能为 17482 万吨。如若严格按照政策计划，按照 0.4 的比例定焦，应当退出 2624 万吨产能。

表 2：“以钢定焦”政策估计

省份	生铁	焦化	“以钢定焦”	应退焦化产能
河北	30633	9007	12253	-3246
天津	1991	120	796	-676
山东	8639	5585	3456	2129
河南	3768	2770	1507	1263
山西 4 市	2577	4185	1031	3154
合计	47608	17482	19043	2624

数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

除河北、天津、山东、河南以及山西 4 市外，江苏省也将成为 2019 年去焦化产能的主力省份。江苏省人民政府办公厅于 2018 年 8 月 7 日发布《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》。意见中指出，2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企

业实现全部外购焦(5000m³ 以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉)。徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提高整合成 2-3 家综合性焦化企业,压减 50%的炼焦产能。根据 Mysteel 推算,江苏省如果严格执行政策,到 2020 年江苏省独立焦化将退出 1000 万吨产能;钢厂自备焦化方面将预计退出 800 万吨左右,因此江苏省预计将退出 1800 万吨焦化产能。

根据“以钢定焦”政策,到 2020 年我国将总共退出 4424 万吨焦炭产能。在环保常态化的情况下,市场已经产生对于环保限产预期,多数焦化企业已经完成了环保设备改造,2019 年环保限产这一因素对于焦炭产量以及价格扰动将低于 2018 年水平。2019 年能够影响焦炭产量以及价格走势的最重要的因素便是产能置换以及“以钢定焦”政策的实施。政策如果能够按计划严格执行,焦炭产量进一步收紧,价格重心将依旧坚挺,如果政策实施受到各种阻碍,焦炭供应较为宽松,价格重心必将下移。

4.焦炭需求/高炉开工: 生铁产量同比上涨

根据国家统计局数据,2018 年 10 月我国生铁产量 6774 万吨,同比增长 7.3%;1-10 月生铁产量 64506 万吨,同比增长 1.7%。2018 年 10 月我国粗钢产量 8255 万吨,同比增长 9.1%;1-10 月粗钢产量 78246 万吨,同比增长 6.4%。

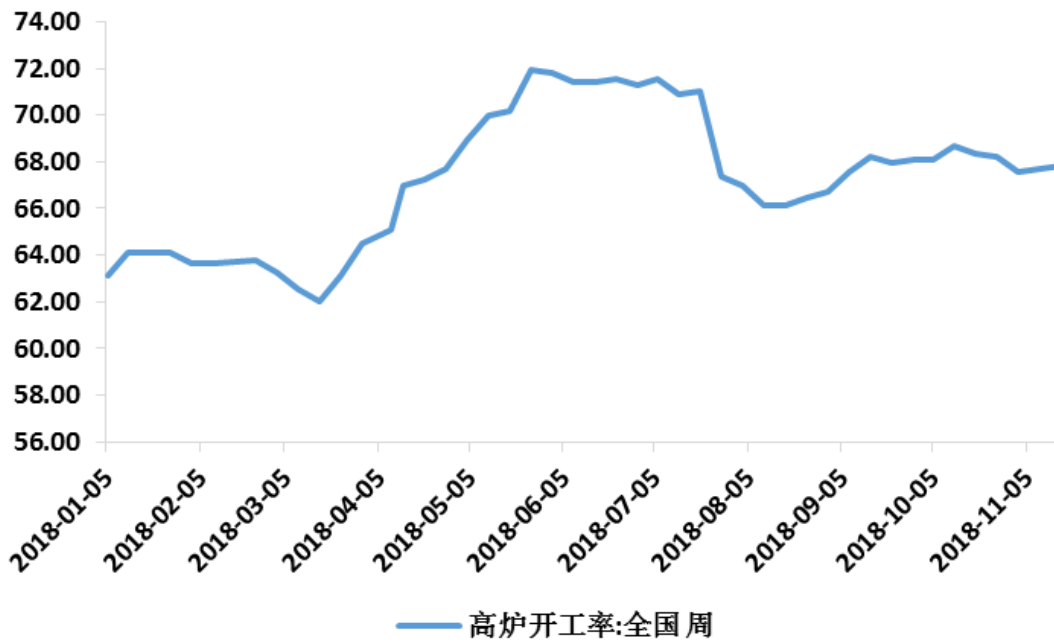
一季度焦炭需求受环保限产以及两会影响,采暖季结束后由于陆续出现重污染天气,钢厂复产不及预期,高炉开工率低。进入二季度钢厂开工率回升明显,钢价高位震荡,钢厂保持较高盈利,对炉料需求较好,钢材库存去化正常,钢厂开工在较高利润下保持较高水平,煤焦需求进一步转好。

三季度初受蓝天保卫战环保督查影响,再加上唐山地区频繁出现重污染天气的因素,高炉开工受到很大影响,开工率下滑,生铁日均产量也出现小幅下滑。

进入四季度限产力度稍显放松,高利润刺激下高炉开工率小幅上升,日均铁水产量较第三季度有所上升。加上下游房市的“金九银十”,下游赶工现象持续,钢厂开工率小幅上行。四季度需求的关键因素也与环保限产有关。进博会期间,宝钢、沙钢、永钢均将面临不同程度限产,且临汾地区新增两轮限产至 11 月 14 日,唐山市面临全面限产升级。但从采暖季全局来看,今年公布的禁止“一刀切”采暖季限产方案,表明限产力度或许不及预期,这对焦炭需求将是一个利好因素。

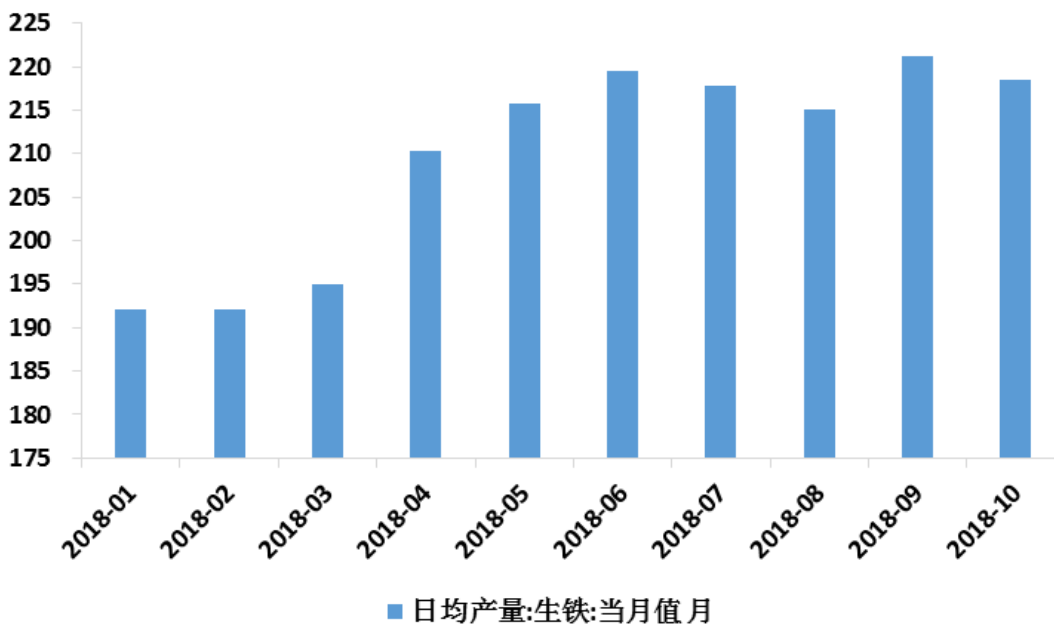
今年在钢铁行业持续高利润的情况下,钢厂开工居高不下,因此生铁产量不降反增,也反过来说明焦炭的需求是增长的。

图 18: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 全国生铁日均产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.1 钢铁行业供给侧改革提升对焦炭质量的要求

2019 年钢铁行业将会继续侧重供给侧结构优化改革，供给侧改革的核心在于重组产能，工信部《钢铁产业调整政策(2015 年修订)(征求意见稿)》公开征求意见，提出进一步组织钢铁行业结构优化调整，加快兼并重组，到 2025 年，前十家钢企粗钢产量全国占比不低于 60%，形成 3 到 5 家在全球有较强竞争力的超大钢铁集团，而目前这个指标仅为 37%。我们可以预测 2019 年供给侧改革继续推进，小高炉置换成大高炉，可以推进企业兼并重组，整合大型钢铁集团，并且在环保限产需要企业投入环保成本购买环保设备的同时，部分企业无力支付这类环保成本，也会逐渐被淘汰或者被大钢厂兼并掉。同时大高炉的运用对于焦炭的质量要求更高，一级焦价格有望上涨。

关于钢铁行业的供给侧改革还有另一个方面影响焦炭的变化是，推进电弧炉短流程。目前我国粗钢产量增长中，有一部分来源于电炉的贡献，而电弧炉炼钢是不需要焦炭的，因此使用短流程对于整个炉料的需求是减少的。

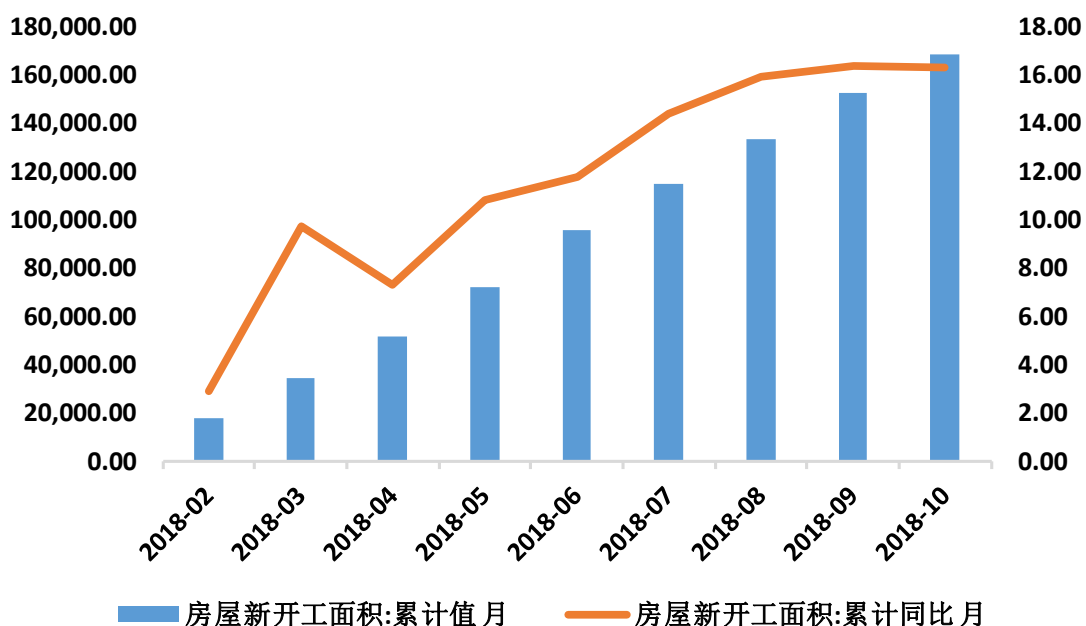
4.2 2019 年宏观不容乐观，但房地产韧性十足、基建或可回暖

首先从基建方面来看，2018 年我国基建固定资产投资同比从年初的 16.1%一路下滑至 10 月份 3.7%，2018 年基建成为终端需求的最大拖累。2018 年 7 月国务院召开政治局会议，会议上要求提出“积极财政政策要更加积极”与“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”，“补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”。政府已经将拉基建提上日程，但从下半年实施数据来看，基建仍旧是短板。从社会融资规模上来看，数据也从年初的 30972 亿元下滑至 7288 亿元，创 2016 年 7 月以来新低，社会融资环境非常紧张，并且据统计社会融资规模中有 60%的资金用于利息支付，扩大社会融资对于拉动基建投资的意义也并非预想中那么大。从货币财政政策来看，尽管宽松信用是下半年财政货币政策的主基调，但政府对于金融行业监管加严，加大财政约束，融资环境并不乐观，对于基建投资拉升作用有限。明年市场宏观一片看空，为拉动经济发展，国家可能会从货币政策以地方专项债方面加大拉动基建的力度，拖底终端需求，但政策的制定和实施需要时间，体现在数据上也具有时滞性，基建明年有国家政策托底极有可能回暖，但政策效果如何现在还尚未可知。

其次从房地产方面来看，根据中原地产数据统计，截止 11 月 29 日，一二线城市合计住宅土地年内流标高达 282 宗，是最近 6 年来最高记录，同比上涨 143%。25 家房地产行业龙头房企中，2018 年 9-11 月拿地金额合计分别只有 767 亿、720 亿、394 亿。拿地数据已经连续 3 个月低于千亿，这也是最近 4 年来首次出现。土地成交市场已有降温迹象，商品房销售增速相较 2017 年明显放缓。2018 年 7 月国务院政治局会议中提出的调控房价政策从原来的“坚决抑制房价过快上涨”转为“坚决抑制房价上涨”，一词之差足以体现政府调控楼市的决心。但不可否认的是 2018 年房地产行业增速支撑着国内需求，弥补了基建增速转弱带来的拖累。房地产新屋开工的增速仍然高企，对未来 1-2 年的钢铁需求有正面作用。

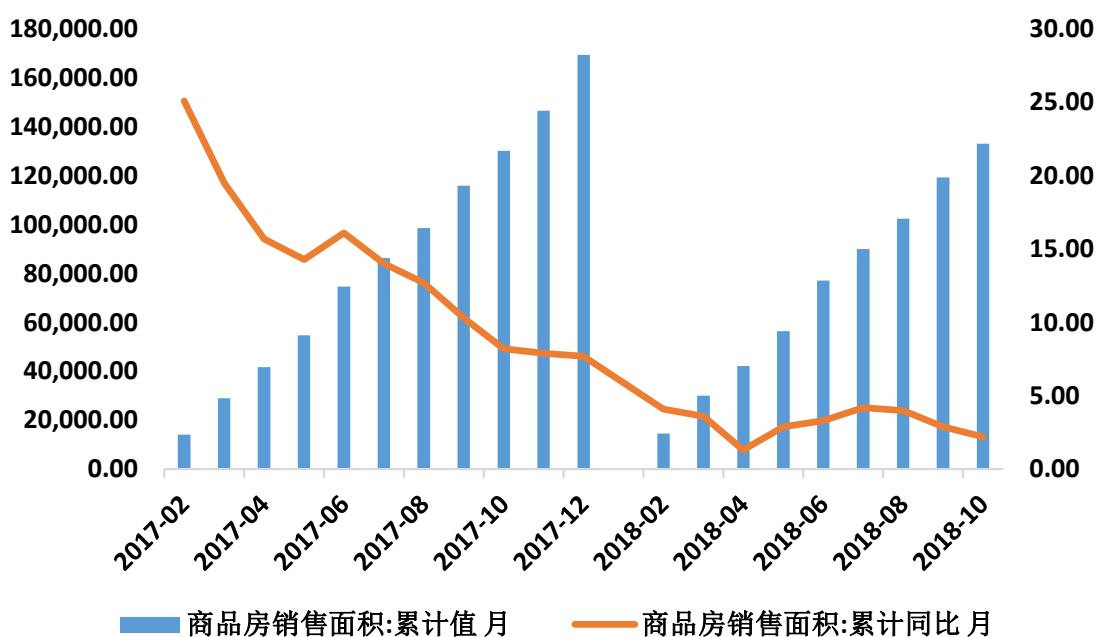
因此 2019 年终端需求仍有较大的不确定性，房地产行业需要判断后续调控政策是否放宽，基建方面需要依赖国家的货币、财政政策，判断政策是否能够拉动实体经济。我们认为钢材需求方面乐观来看，还有 10%的需求增速；如果较为中性的条件下，需求增速预计 5%；如果各方制约，政府希望通过去杠杆来完成经济周期，则需求增幅可能转负。

图 20：2018 年房屋新开工面积累计值及同比



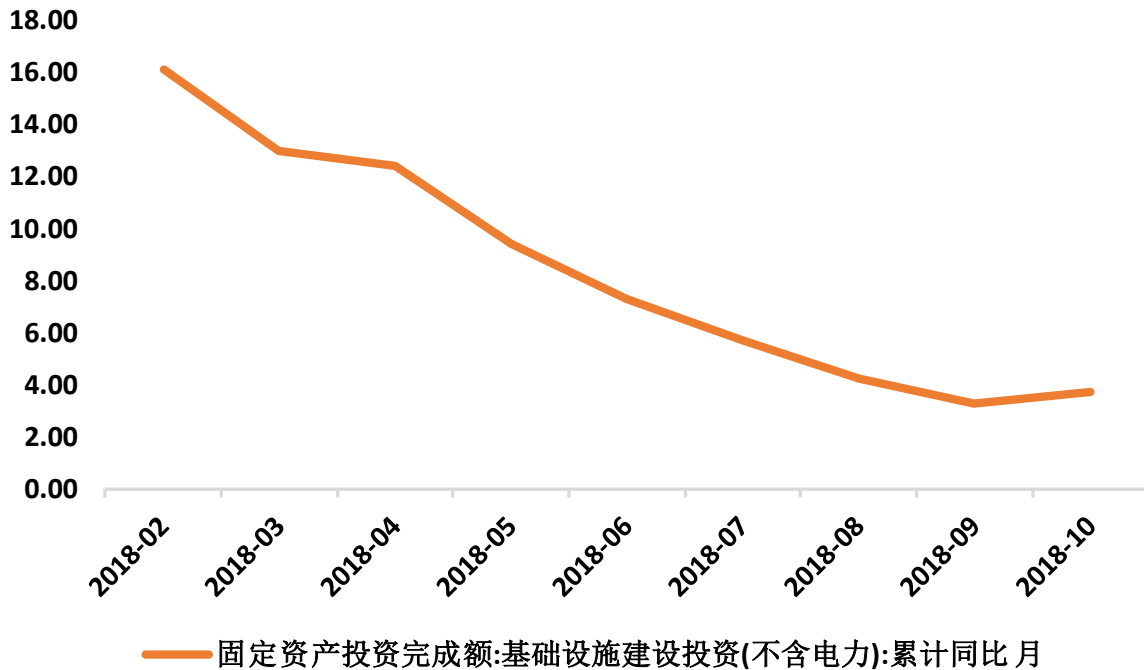
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：商品房销售面积累计值及同比



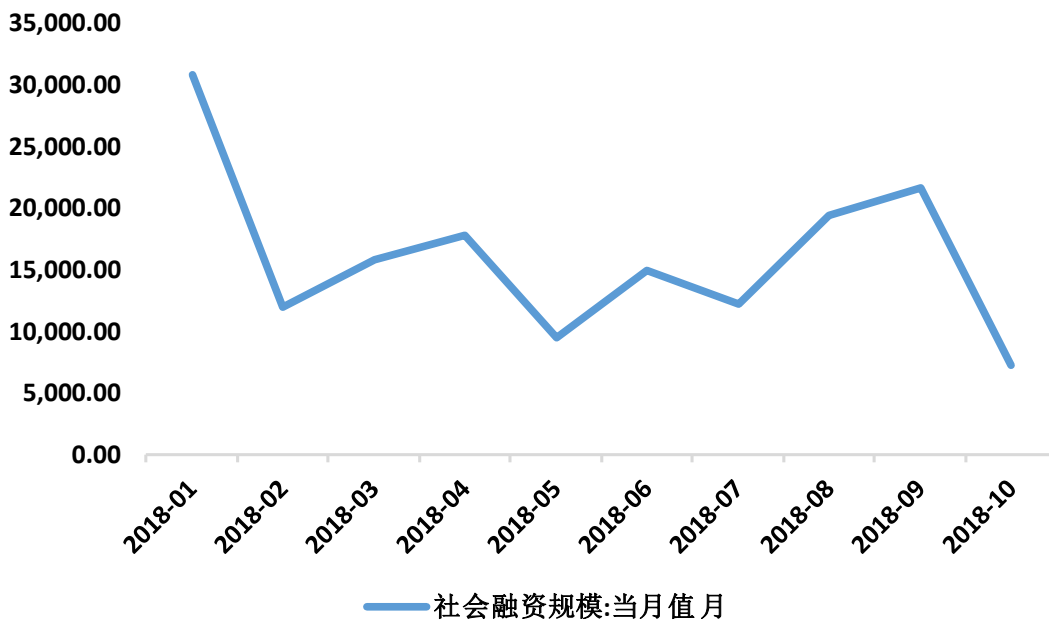
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：2018 年基础建设固定资产投资同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：2018 年我国社会融资规模



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.2019 年双焦市场展望

2019 年焦煤焦炭价格走势的核心因素是供给侧改革。

焦煤供给端难有明显增量。煤炭产能释放多为动力煤，炼焦煤产能无增长点，且频繁受环保限产、安全检查等政策扰动，国内炼焦煤产量大幅增长的可能性不大。2018 年蒙古甘其毛道通关口岸完成升级改造，通关效率有所提高，并且在环保限产以及产能优化升级的背景下，我国对于低硫优质主焦煤需求增加，或有小幅进口增量用于补充国内低硫主焦煤的需求。11 月 12 日，2019 年煤钢焦中长期合同洽谈衔接会在成都举行，与会百家煤焦钢企业洽谈长协合同，焦煤价格将更加稳定，焦煤价格区间将进一步收窄。总体来说，焦煤供给减少，交割标准上升，且山西焦煤集团上调长协价格，焦煤价格中枢上移。

2019 年焦炭供需延续紧平衡状态。2019 年焦炭价格受产能政策影响较大，由去 4.3 米以下焦炉产能政策以及“以钢定焦”政策带来的产能变动，将会带来阶段性和局部性供需错配。在宏观预期悲观的情况下，产能置换和“以钢定焦”政策依然可以成为焦炭价格的政策支撑。如果产能政策不能按照计划严格执行，焦化产能和钢铁产能的不同步将再次造成焦炭供过于求的状况，必将导致焦炭价格重心下移。

减产利好短期油价，需求疲软涨势难存

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号: Z0012671

施海

投资咨询号: Z0011937

刘倡

投资咨询号: Z0013691

黄韵之

从业资格号: F3048897

联系人: 黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

2018年，国际油价呈现先扬后抑的趋势。上半年因OPEC+减产、中东地缘危机频发、美国退出伊核协议、亚太需求稳健增长及美元低位等因素，油价一度单边上行。三季度油价较为动荡，先因OPEC+增产及全球贸易摩擦加剧而暴跌，又因伊朗制裁带来的供给忧虑而回稳，之后因美、沙、俄增产及美股重挫再度下行。10月3日国际油价因伊朗制裁热度高涨而达到全年高点。但主要产油国提前增产，伊朗制裁因豁免权而被证伪，加之经济预期下行拉低原油需求，美、布两油连续七周下跌，创2017年10月以来新低，这也是2014年油价暴跌以来的最大跌幅之一。12月7日，OPEC+达成减产120万桶/日的协议，为期6个月，油价因利好而企稳。上期所SC走势与国际油价趋同，但略为滞后于美、布两油，且波动较大。在经过近9个月的运行后，SC市场交投逐步活跃，交易量和持仓量已迈入世界第三。

供给方面：伊朗制裁豁免期将于明年上半年结束，各豁免国均在寻求方法应对豁免到期，因此制裁带来的供给缺口或仍不及预期。OPEC决定减产80万桶/日，或可缓解当前的供给过剩，但OPEC也同时认为因需求不振，2019年上半年或仍供大于求，并将于2019年4月再度评估减产计划。美国增产能力富足，且未参与任何减产协议，又为降低通胀、提振经济、抢夺市场份额而有意打压油价，因此可能小幅减产，或将增产幅度控制在42-55美元/桶的区间。俄罗斯目前同意减产23万桶/日，低于预期的30万桶/日，这样既能保证出口不致大量下滑，又能维稳油价，保证财政收入。

需求方面：全球经济预期下滑，各大机构均下调2019年全球原油需求预期。美国2018年下半年股市、债市及经济数据表现不佳，美联储有放缓加息的可能，均显示美国未来经济走势不明朗。中国因中美贸易摩擦、GDP增长预期走弱及汽车销量负增长等因素，原油需求增长受打压，即使G20峰会与美会谈势头良好，但短期经济势头难以快

速好转。印度因美元升值，原油进口开支增多，导致经济形势恶化，GDP 增长预期也在下行，原油需求同样不容乐观。全球三大原油需求国的未来预期皆在下行，预计需求端对油价难以形成有力支撑。

综上，OPEC+尽管达成减产协议，但明年上半年油市或将延续供过于求的态势。油价短期可能因 OPEC+减产的利好而走高，但热度消退后，中长期仍将回归基本面，视 OPEC+实际减产幅度及需求是否改善而定，因此 2019 年的油价中枢较 2018 年会有所下移。

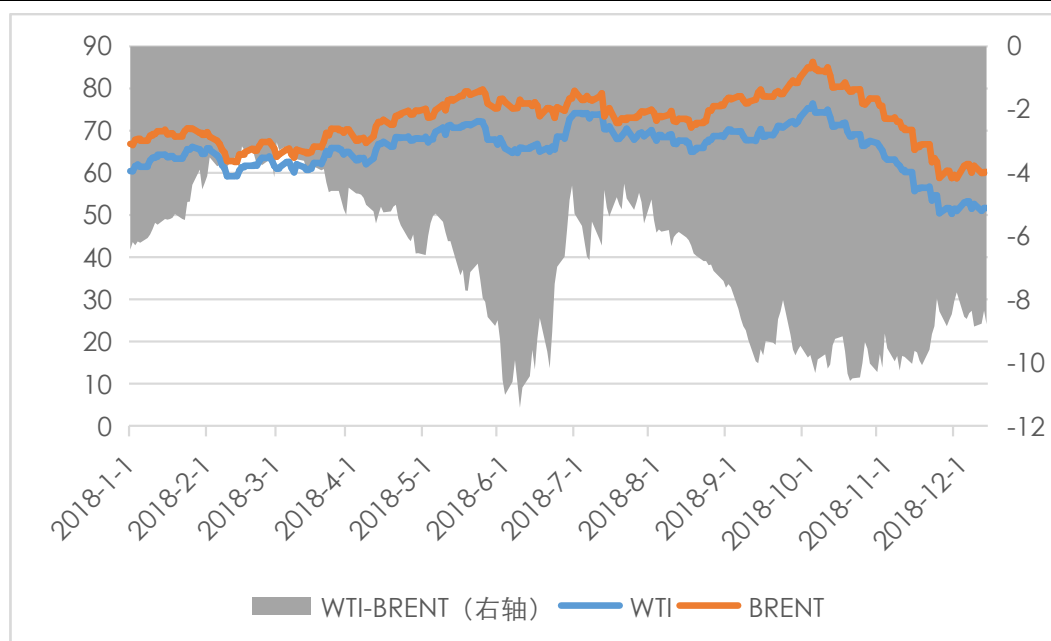
风险提示：中东地缘危机导致伊朗供应缺口或沙特减产不利；美国意外减产；美联储暂缓加息；全球经济不景气，美股持续动荡；俄罗斯消极减产。仅供参考。

1.行情回顾

1.1 期货端年度走势

2018年，WTI与BRENT在走势上大致趋同，整体呈先涨后跌的趋势。2018年上半年美、布两油因OPEC+减产、叙利亚化武事件及美国退出伊核协议而延续了2017年下半年以来的涨势。5月底，OPEC考虑放宽减产份额，国际油价重挫。但OPEC+放松减产的幅度并不及预期，油价至年中继续上行。2018年三季度，因利比亚复产、美国释放伊朗制裁豁免意图，加之全球贸易摩擦加剧，美股重挫，国际油价下挫。10月3日，因市场对补足伊朗供给缺口的能力存疑，导致油价飙升至2015年以来历史新高。但各主要产油国大幅增产、伊朗制裁不及预期、经济形势恶化，油价进入偏空走势。美、布两油连续七周下跌，创2017年10月以来新低，这也是2014年油价暴跌以来的最大跌幅之一。11月，美油跌22.34%，布油跌21.28%，两油均创逾10年来最大单月跌幅。12月7日，OPEC+达成减产120万桶/日的协议，为期6个月，油价因利好而企稳，但因市场仍对经济走势悲观，需求不见提振，限制了油价涨幅。

图1：2018年WTI及BRENT走势（美元/桶）



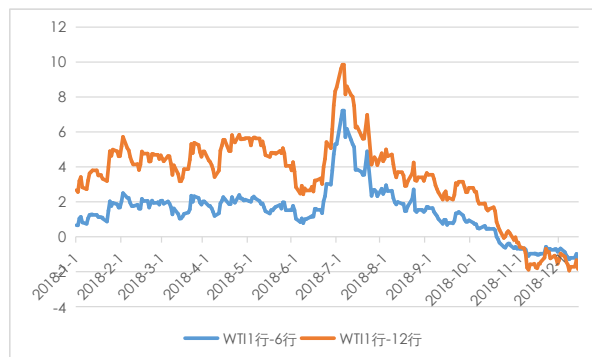
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

WTI跨期价差在10月以前一直处于远期贴水的结构，说明在前三季度美油现货端偏强，对远端需求看空，市场处于主动去库状态。4、5两月的近端大涨来自于美国退出伊核协议，7月的近端大涨来自于伊朗制裁的第一轮重启。10月以后转为远端升水，因美国为应对伊朗第二轮制裁重启造成的供给短缺而提前增产，现货走弱，且经济预期下滑，拉低未来原油需求，美油连续9周累库，市场开始进入被动补库状态。

BRENT跨期价差至11月以前一直处于远期贴水的结构，说明布油始终处于现货端偏强的去库状态。布油还比美油多了10月的一次近端大涨，显然布油对伊朗原油出口依赖更大，因此受伊核问题的扰动比美油更多。但近期跨期价差转为远期升水，一是因为伊朗制裁的供给短缺

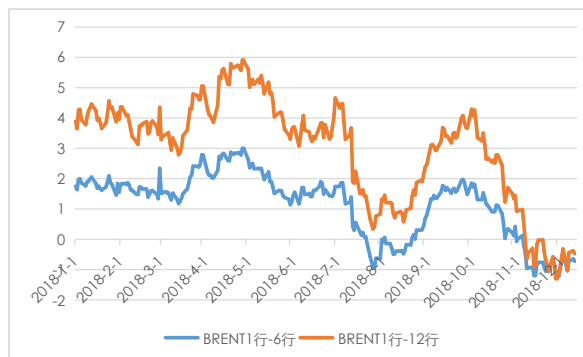
并未发生，欧佩克、美国及俄罗斯提前增产还造成了供应过剩；二是由于经济预期恶化太快，原油需求始终未见利好导致的。可见油市供过于求已成共识。

图 2：2018 年 WTI 跨期价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

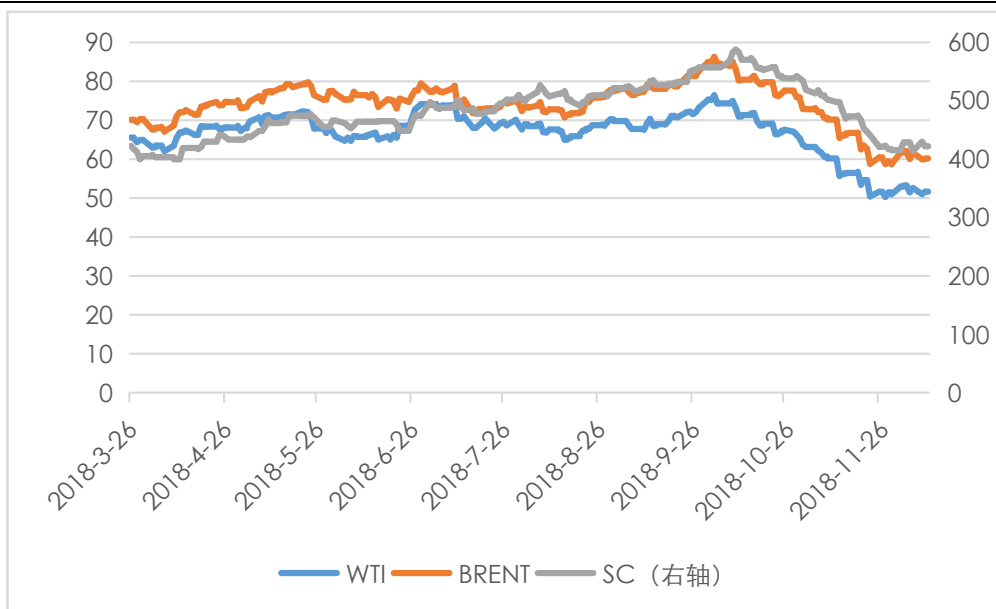
图 3：2018 年 BRENT 跨期价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2018 年 3 月 26 日，上海能源期货交易中心挂牌上市了上海原油期货合约 SC。2018 年 SC 的走势略为滞后于美、布两油，整体也呈先涨后跌的趋势，跟外盘联动性较强。10 月 10 日，外盘在国庆假期期间因伊朗制裁问题涨至年度高点，SC 在节后补涨至年度高点。在经过近 9 个月的运行后，市场交投逐步活跃，目前 SC 的日均成交已由上市初期的 5 万手左右上升至 56 万手以上，交易量和持仓量已迈入世界第三。上期所近日也已将交易保证金上调至 10%，涨跌停板幅度调整为 8%。

图 4：2018 年上期所 SC 走势（元/桶）与国际油价（美元/桶）

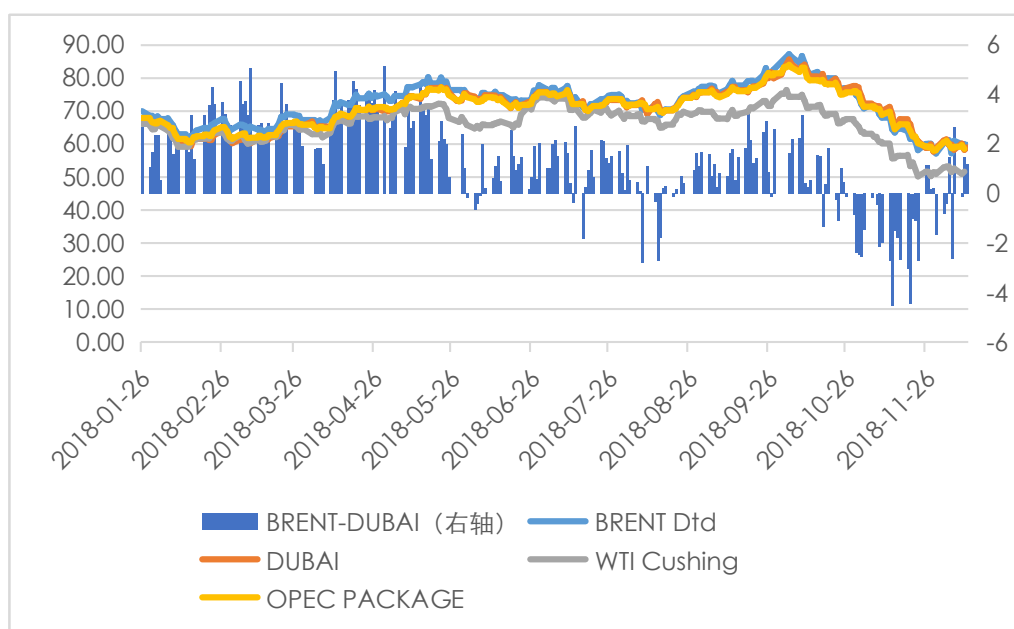


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

1.2 现货端年度走势

BRENT Dtd、迪拜及欧佩克一揽子原油现货价格基本走势趋同。美国库欣原油现货价在5、6两月明显较低，显示美国在5月退出伊核协议之后已提前增加其国内的产量；9月以后库欣现货又明显下滑，这是美国为应对伊朗第二轮制裁重启及特朗普为赢得中期选举而继续增产所导致的。布迪价差在今年上半年一直保持正值，显示中东原油供给较为充足；6月-10月受美国退出伊核协议，伊朗制裁重启等因素扰动，布迪价差开始走弱，时有走负，显示中东原油的供应在下半年出现不稳定的态势，甚至略有短缺。10月下旬以来，布迪价差走负扩大，这一方面是伊朗原油供给有下滑态势，推升中东现货，另一方面是全球其他产油国提前增产，供给过剩导致布油现货走弱，价差走负进一步拉大。12月7日，OPEC+达成减产协议后，布油现货受提振，价差重新回正。

图 5：2018 年主要现货走势及布迪价差（美元/桶）



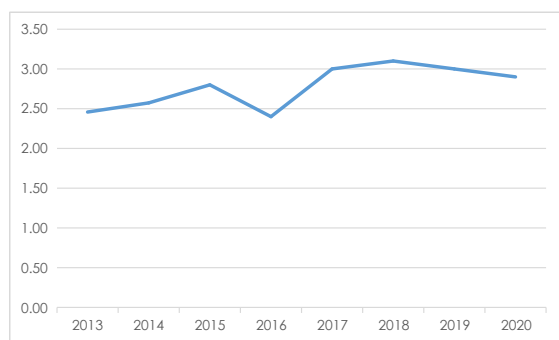
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2.宏观及金融

全球 GDP 增速反映的经济预期可预判原油需求。自 2018 年下半年起，全球各机构纷纷下调未来经济增速预期，加之中美贸易摩擦、英国脱欧等风险因素，宏观经济不确定性上升，至 2020 年 GDP 同比增速都没有明显好转，这预示着原油需求增量也会放缓。

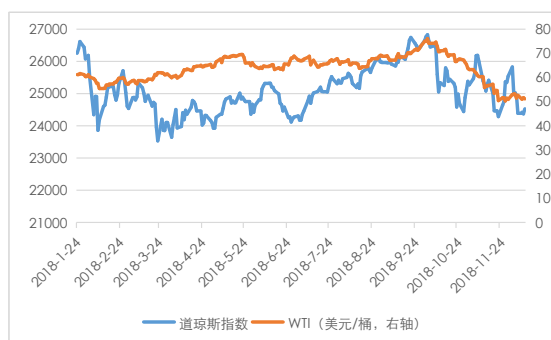
股市走势反映了市场对经济的预期，2018 年上升势头较强的美国经济有高位回落的担忧，下半年接连出现美股与全球股市同步大跌，使市场担忧全球经济下滑，影响原油的需求，进而使油价承压。10-12 月，油价多次与股市同步下跌，都是两者互相影响，引发恐慌性抛售的结果。

图 6: 全球 GDP 同比增速 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

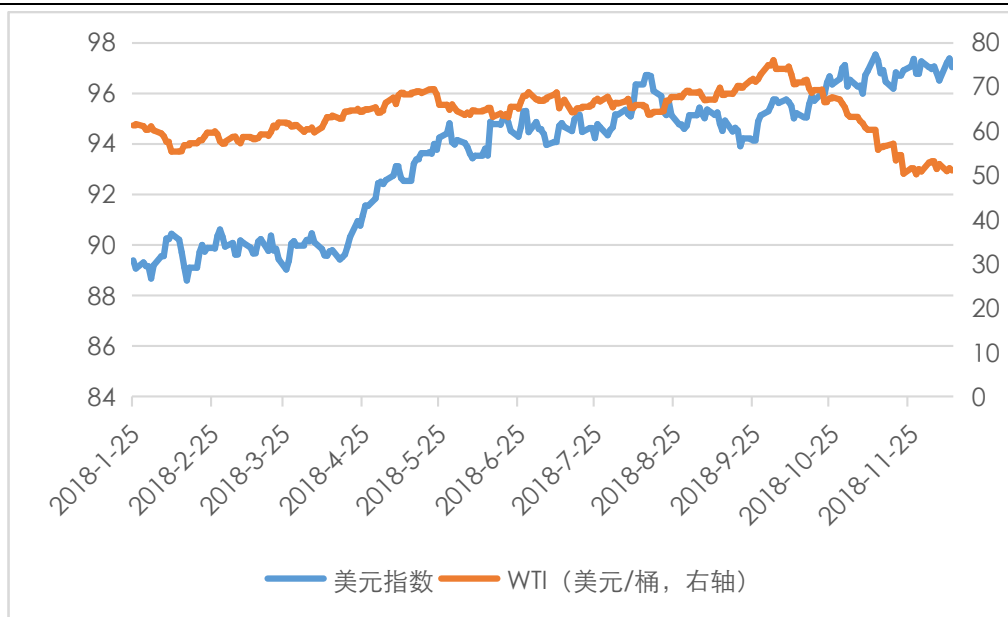
图 7: 道琼斯指数与 WTI



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

2018 年 4 月以前, 美元指数始终处于低位, 对油价起到了支撑作用。美联储 5-6 两月连续加息后, 美元一路上行。8-9 两月继续加息后, 美元指数保持高位震荡, 使美油于 65-70 美元/桶的区间内徘徊。11 月美联储再度加息, 美元指数突破 96 点, 油价因此大幅承压, 连跌 7 周, 创 2014 年油价暴跌以来的最大跌幅。12 月因美国经济震荡较大, 非农就业数据及美债收益率倒挂引发经济衰退的担忧, 因此美联储释放了暂缓加息的信号, 这可能使美元承压, 油价上行。

图 8: 美元指数与 WTI

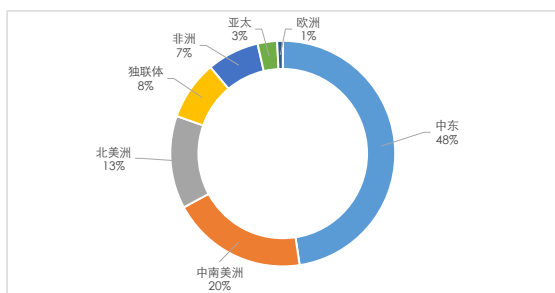


数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

3.供给端

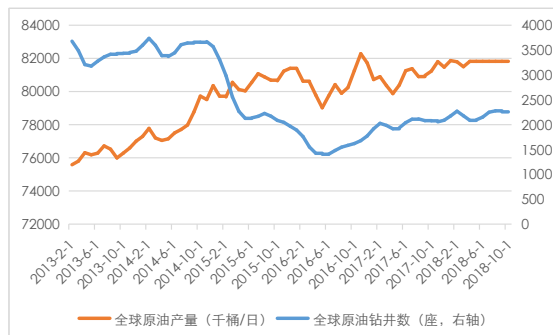
全球主要的原油储量分布变化不大, 仍集中于中东、中南美洲、北美洲、独联体, 占比达 89% 以上。全球原油钻井数虽然自 2015 年 5 月以来进入低位运行, 但全球原油产量却稳定在较高位置, 这说明钻井效率有显著的提升。且钻井数在 2018 年处于稳中有升的趋势, 显示全球原油产量保持在高位产出。沙特、俄罗斯及美国今年的产量已超越了伊朗及委内瑞拉的产量减少。2018 年全球原油供应量增长了 2.41 百万桶/日, 预计 2019 年全球原油供应量将增长 2.34 百万桶/日。目前油市供给过剩, OPEC+ 已决定从 2019 年 1 月起逐步减产, 因此 2019 年的原油供应增速会有所放缓。

图 9：2017 年全球已探明储量



数据来源：BP 统计年鉴，兴证期货研发部

图 10：2018 年全球原油钻井数及产量



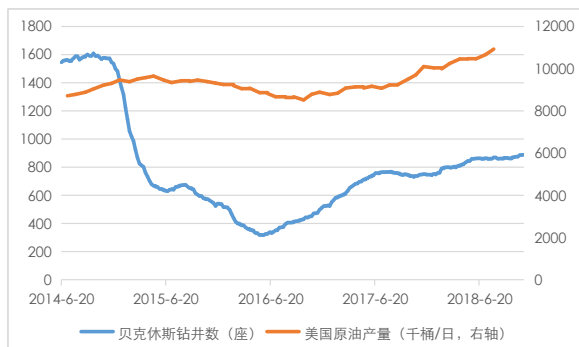
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

3.1 美国供应情况

2018 年美国原油产量增速迅猛，截至 11 月 23 日已达 1170 万桶/日，一年内增产了 200 万桶/日。目前，美国已超越沙特和俄罗斯，成为全球第一大产油国。EIA 预测 2019 年美国原油产量将达 12.06 百万桶/日。贝克休斯钻井数年内增加了 15.4%，增速不及 2017 年同期水平。12 月 7 日当周钻井数大降 10 座，至 877 台，创 2016 年 5 月以来最大周度降幅。可见美国增产的边际效应在递减，增产态度趋于谨慎。2018 年美国原油出口量为 188.8 万桶/日，比去年同期增加 104.4%。美国 10 月首次成为原油和成品油净出口国。主要增长量来自于出口禁令解除后，美国对亚洲的出口增量。美国目前向亚洲输出原油约 40.7 万桶/日。随着中国、印度等 8 个国家及地区豁免期结束，美国原油出口量有望继续上涨。美国页岩油钻井数增长了 35.26%，页岩油产量也达到 800 万桶/日以上。2018 年 11 月，二叠纪盆地提前投产的 Sunrise 石油管道增加了约 50 万桶/日的运力，页岩油再次扩容，也从而导致了油价下跌。页岩油未完井的增速远超目前页岩油的钻井数及产量，这显示技术革新使页岩油生产效率继续提高，现有的钻井数已经能满足当前美国的增产需求，且页岩油未来增产能力富足，美国有打价格战的基础。

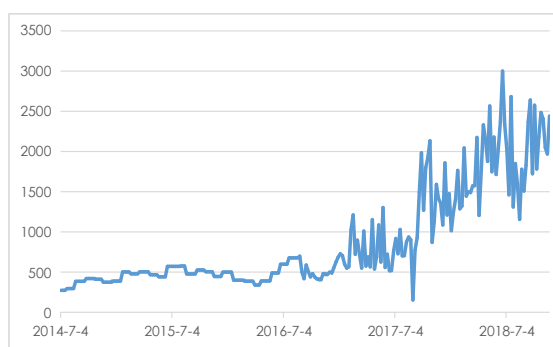
美国并未参与任何减产协议。特朗普为提振美国经济，有意增加原油出口，换取石油美元，压低油价以降低通胀，间接给美国企业减负，因此不断口头打压油价。根据彭博调查，美国三大页岩油主产区（PERMIAN, EAGLE FORD, BAKKEN）的加权平均成本约为 41.71 美元/桶。根据达拉斯联储调查，维持现有钻井运行所需的 WTI 价格为 25-40 美元/桶，建造新钻井所需的 WTI 价格为 47-55 美元/桶。因此美国所希望的油价区间应在页岩油成本线以上至可建造新钻井所需的最高价格之间，即 42-55 美元/桶。这个区间技能平衡本国的产油盈利，又能依靠相对低价以抢占市场份额。

图 11：美国原油钻井数及产量



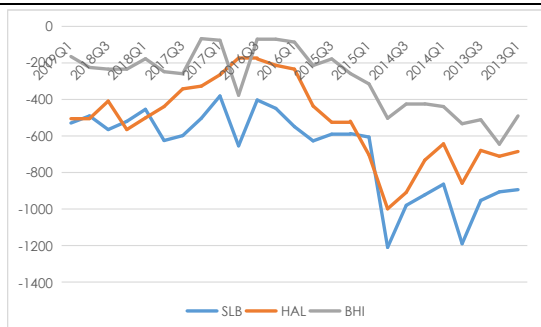
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 12：美国原油出口量（千桶/日）



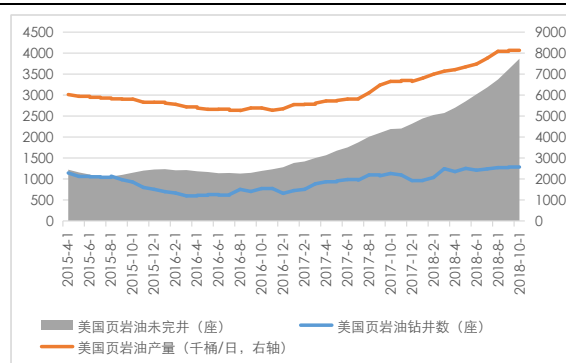
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 13: 综合油服资本支出 (百万美元)



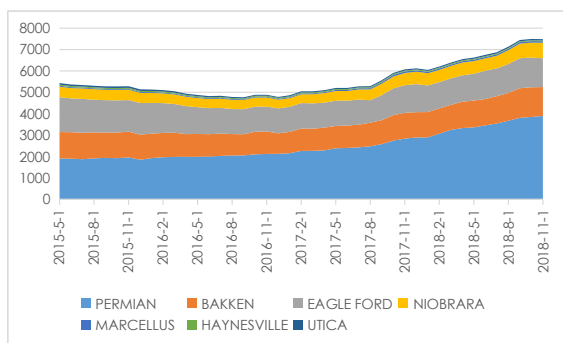
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: 美国页岩油钻井数、未完井及产量



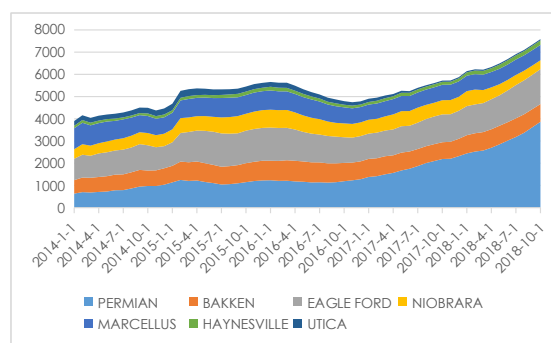
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 15: 美国 7 大盆地原油产量 (千桶/日)



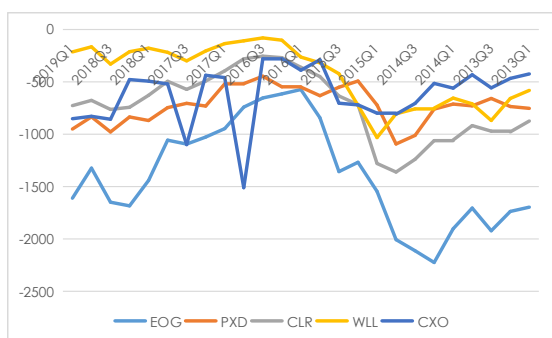
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 16: 美国 7 大盆地未完井 DUC (座)



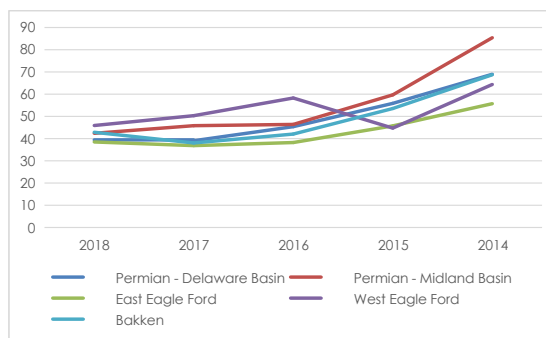
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 17: 美国页岩油公司资本支出 (百万美元)



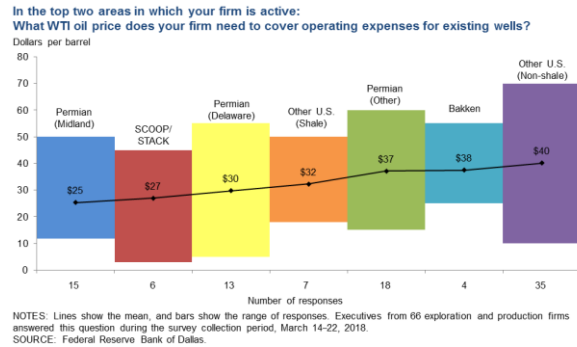
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 18: 美国页岩油主产区盈亏平衡价格 (美元/桶)



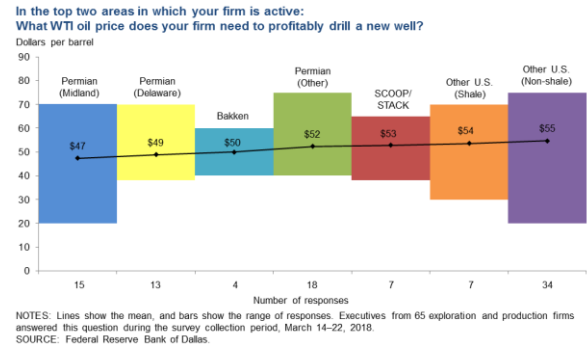
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 19: 达拉斯联储现有井盈亏平衡价格 (美元/桶)



数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

图 20: 达拉斯联储新钻井盈亏平衡价格 (美元/桶)

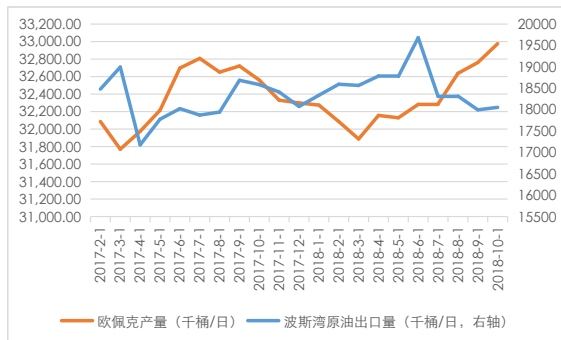


数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

3.2 OPEC+供应情况

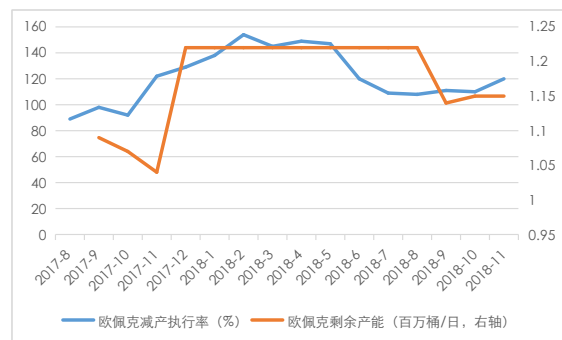
2018 年上半年 OPEC+的减产执行率一直维持在 120%以上。但考虑委内瑞拉及伊朗可能减产, OPEC+自 7 月起将减产执行率调整至 100%, 下半年实际的减产执行率缩减至 100%-110% 的区间内。OPEC+产量迅速恢复导致了供应过剩, 其剩余产能也处于一个较低的水平。自今年 10 月 3 日达到年度高点后, 国际油价连续七周下跌, 创 2017 年 10 月以来新低, 这也是 2014 年油价暴跌以来的最大跌幅之一。12 月 7 日, OPEC+达成减产 120 万桶/日的协议, 为期 6 个月, 油价因利好而企稳, 但未来还需密切关注减产协议的具体执行率。如 12 月 OPEC+ (特别是沙特及俄罗斯) 减产计划顺利执行, 2019 年上半年供给过剩的情况将有所好转, 市场情绪也会受到提振。

图 21: OPEC 产量及波斯湾原油出口量



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 22: OPEC 剩余产能及减产执行率



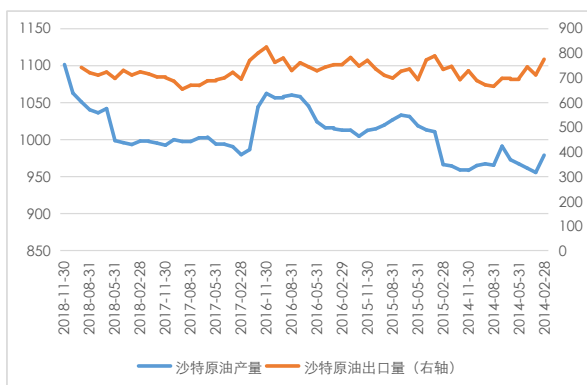
数据来源: Bloomberg, Wind, 兴证期货研发部

沙特在今年年初至 5 月一直都维持着较高的减产力度, 产量延续了 2017 年 11 月以来的 1000 万桶/日以下的水平。自 6 月以来, 为弥补伊朗可能带来的供给缺口, 沙特不断增产至 10 月的 1130 万桶/日, 创纪录新高; 出口量提高至 11 月的 830 万桶/日, 达到 20 个月以来的高点, 创下 2017 年 1 月以来的最高纪录。沙特阿美将与中国客户签订 5 份新的原油供应协议, 上述协议将 2019 年对中国长期原油销售合约(COSA)总量提升至 167 万桶/日。未来伊朗制裁豁免期结束后, 沙特原油出口量还会有进一步提升。因伊朗制裁不及预期, 市场供给过剩, 油价接连下挫, 12 月 7 日沙特已暗示了 2019 年 1 月份将在 2018 年 12 月份的基础上减产 50 万桶/日, 出口预计

将在 2018 年 11 月份的基础上下降 100 万桶/日，为 730 万桶/日。沙特在 OPEC 影响渐弱的情况下，已成为左右油市供给的力量之一，其是否减产得力将决定 2019 年上半年是否延续油市供大于求的状态。沙特与美国的关系成为减产执行的风险点，如美国为打压油价向沙特失压，可能出现沙特减产不力的情况。

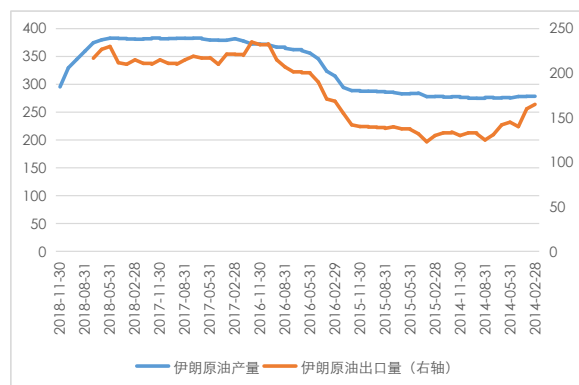
伊朗的产量及出口量在今年 8 月以前保持着 2016 年解除制裁以来恢复的高位。随第二轮制裁来临，伊朗 8-11 月的原油出口量明显下滑，但因有豁免国家及地区而未及预期。不过伊朗原油的最大买家中国已开始豁免期内寻找新的进口来源，与沙特及科威特等产油国签订了 2019 年的新进口协议。日本则在寻求延长豁免期。未来制裁豁免期结束后，伊朗原油产量及出口量会有进一步下降，产量可能低于 300 万桶/日，出口量可能降至 150 万桶/日。不过伊朗在 12 月 7 日的 OPEC+ 减产会议上获得了减产豁免权。未来还要关注美国是否在 2019 年上半年全面取消伊朗制裁的豁免权。

图 23：沙特产量及出口量（万桶/日）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

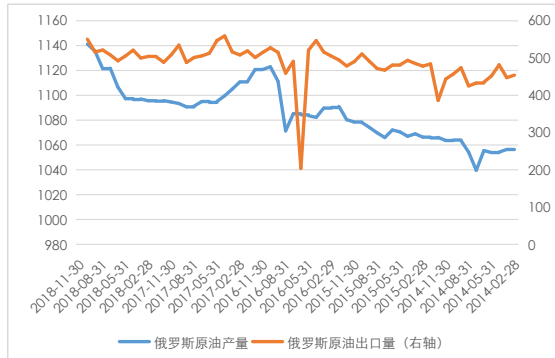
图 24：伊朗产量及出口量（万桶/日）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

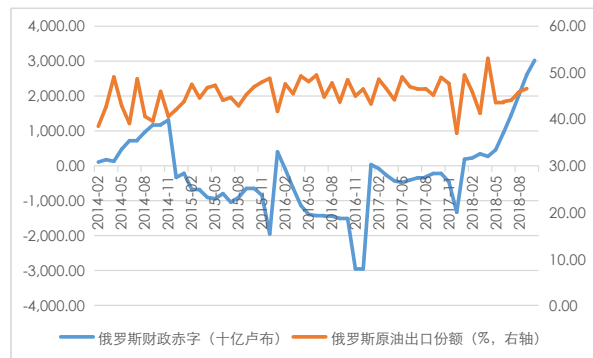
俄罗斯今年上半年的产量基本稳定在 1095 万桶/日左右，虽然与其承诺的 1089 万桶/日仍有差距，但是减产幅度较为稳定。自今年 6 月起，俄罗斯为应对伊朗制裁可能带来的供给缺口，提前增产，产量至 10 月已升至 1140 万桶/日，接近前苏联时代 1987 年创下的历史纪录。原油出口占俄罗斯出口收入的 45% 左右，受 2018 年上半年油价提振的作用，俄罗斯的财政情况好转，盈余转正，原油收入同比增加 40%。因此俄罗斯目前同意减产 23 万桶/日，低于预期的 30 万桶/日，这样既能保证出口不至于大量下滑，又能维稳油价，保证财政收入。不过俄罗斯开采原油的成本较低，即使油价跌至 40 美元/桶也能满足财政平衡，因此风险点在于俄罗斯可能消极减产。

图 25：俄罗斯原油产量及出口量（万桶/日）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 26：俄罗斯财政赤字及原油出口份额



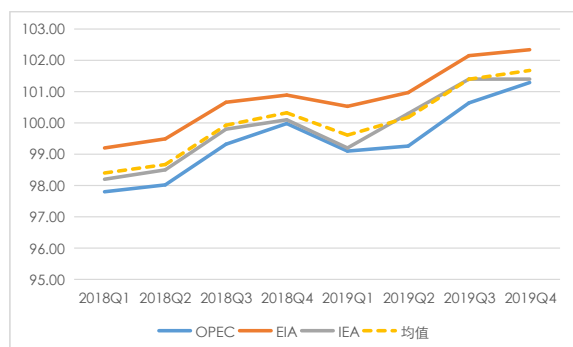
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.需求端

2018 年全球原油需求增量 1.3 百万桶/日，2019 年为 1.4 百万桶/日。2019 年的增长来自于低油价抵消了经济走弱的影响。由于全球经济预期不佳及货币贬值，一些非 OECD 国家的需求量在放缓，明年将缩减约 165 千桶/日。总体而言，明年上半年需求增量可能延续今年下半年的弱势，要至明年下半年才会好转。

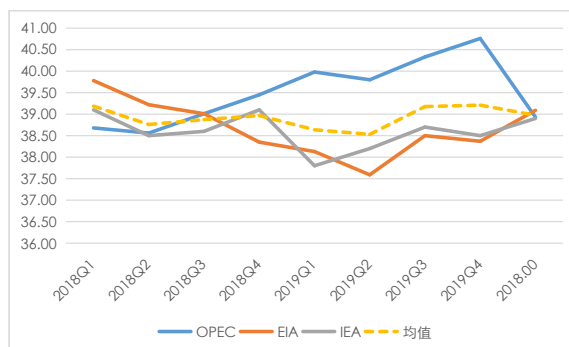
从三大机构的最新月报来看，EIA 及 IEA 对原油需求及非 OPEC 供应量的预测均高于 OPEC，因此这两个机构的 CALL ON OPEC 都低于 OPEC 的预测量。三大机构对明年 CALL ON OPEC 分歧较大，从 38.15-40.22 百万桶/日不等，均值为 38.89 百万桶/日。

图 27: 2019 年全球原油需求量 (百万桶/日)



数据来源：OPEC，EIA，IEA，兴证期货研发部

图 28: CALL ON OPEC (百万桶/日)



数据来源：OPEC，EIA，IEA，兴证期货研发部

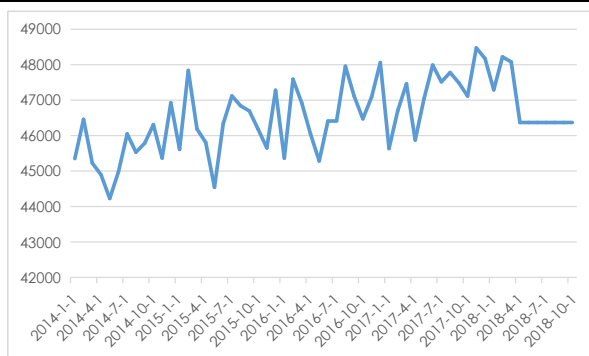
4.1 OECD、美国需求

2018 年，OECD 欧洲国家的原油需求较往年同期温和增长月 0.1 百万桶/日，增速较 2015-2017 年有所放缓。OECD 国家经济稳定，交通运输业需求稳固，原油需求增量主要来自于汽油、航空煤油及居民液体燃料需求。2019 年，OECD 欧洲国家的原油需求将因为经济的不确定性面临下行风险。OECD 亚太国家 2018 年原油需求下滑了 10 千桶/日，2019 年预计下滑 30 千桶/日，主要受日本经济不景气拖累了原油的需求。

美国一季度因季节性淡季，炼厂输入量及开工率下滑，原本应该增长的 4、5 月份也因炼厂检修及意外停产而保持在低位。直至夏季用油高峰来临后，炼厂需求才升至高点。自 8 月夏季旺季过后，进入飓风高发期，9 月又面临炼厂秋季检修，炼厂需求量又陷低迷。随着冬季用油高峰来临，北美成品油消费季节性增多。截至 11 月，美国成品油需求量为 2075 万桶/日，同比升 2.1%，美国炼厂产能利用率为 88.4%，同比升 3.4%。

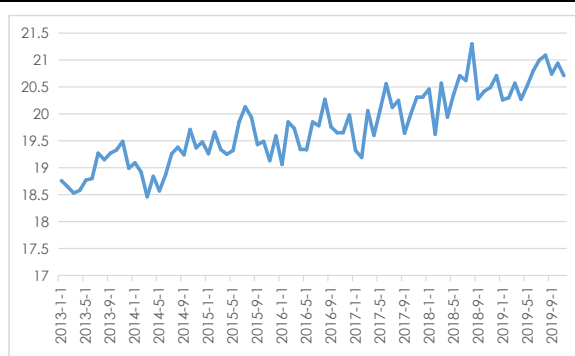
从裂解价差上看，整体成品油的利润还是处于收缩状态，尤其是汽油（RBOB）利润的收缩对炼厂的利润造成较大的影响。自页岩油革命以来，轻油供给过剩，汽油裂解价差出现旺季不旺的趋势，因此目前主要利润来自于柴油（取暖油）。柴油需求的回落一般会滞后于汽油约两个月，目前柴油裂解价差也开始回落，WTI 3:2:1 裂解价差也较往年同期偏弱，显示成品油需求的拐点已经到来。

图 29: OECD 原油消费量 (千桶/日)



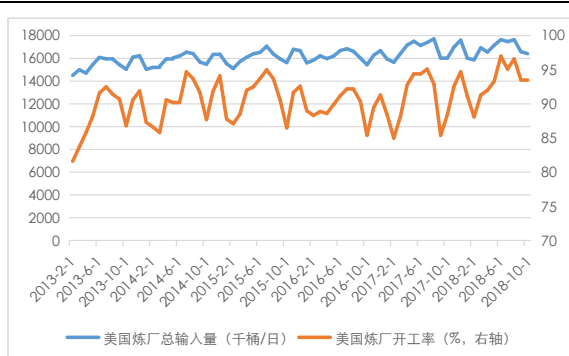
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 30: 美国原油需求量 (百万吨)



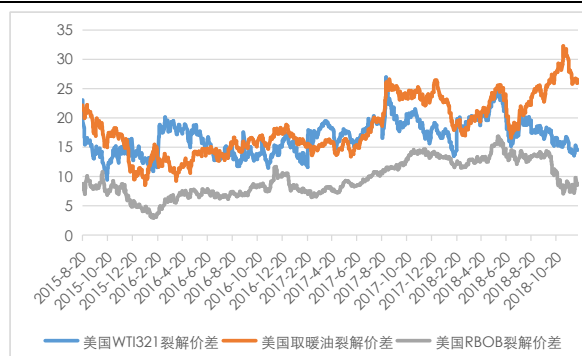
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 31: 美国炼厂总输入量及开工率



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 32: 美国 WTI 各类裂解价差 (美元/桶)



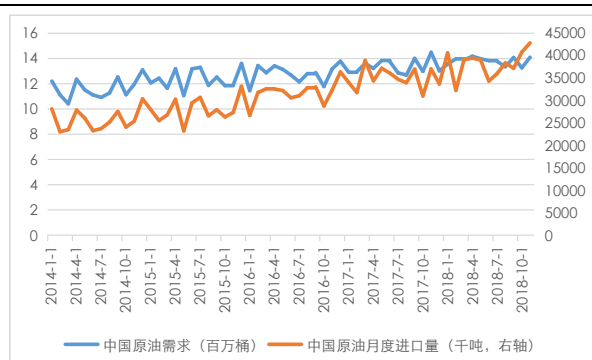
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

4.2 中国需求

2018 年上半年中国原油进口量高于历史同期, 对外依存度仍在 70% 以上, 炼厂开工率也始终在高位, 拉动了原油需求。三季度因炼厂检修期、下游需求不佳及税收趋严, 原油需求偏弱。四季度前期柴油需求季节性回升, 原油需求有所好转。但 11 月底柴油旺季结束, 原油需求至年底恐难提振。需要注意的是, 中国原油进口的增长很大一部分是将炼制好的成品油出口给东南亚地区, 而非自身需求的增长。今年 1-10 月, 中国汽车销量出现负增长, 原因之一在于中国老龄化加速, 用车主力的 50 岁以下年轻人口下降速度很快, 用车减少也对终端需求造成打压。加之 2018 年中国 GDP 增速有所放缓, 加之中美之间贸易摩擦, 人民币贬值, 进口原油成本增加, 也对中国的原油需求增长造成打压。如经济形势未见好转, 未来中国原油需求预期不容乐观。作为需求大国, 中国需求增长放缓, 也会对全球原油需求造成重大影响。

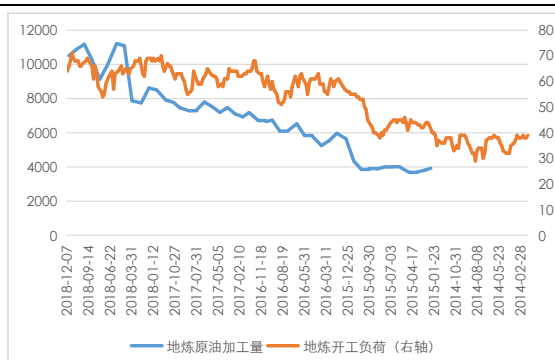
伊朗制裁方面, 中国是伊朗原油的最大买家, 在 2018 年 7 月以前, 中国自伊朗进口量保持在高位, 且从 7 月开始中国进口伊朗原油均使用伊朗国家油轮公司(NITC), 并自离岸交货(FOB)改为目的港船上交货(DES)的贸易条款, 并使用人民币作为支付结算货币, 减少汇率变动带来的损失。中国也正在通过中缅原油管道进口伊朗原油来取代海上进口。这些举措能从一定程度上减轻美国对中国进口伊朗原油的干涉。8 月以后中国自伊朗的原油进口量开始下滑, 但因获得制裁豁免权, 进口量未受显著影响。目前中国已与沙特、科威特等产油国签订了 2019 年的供应协议, 与最大进口国俄罗斯也有跟进意愿, 以弥补豁免期结束后造成的进口短缺。未来豁免期结束后, 中国原油进口量预计不会形成太大的缺口。

图 33：中国原油需求量及进口量



数据来源：Bloomberg，卓创资讯，兴证期货研发部

图 34：中国地炼原油加工量及开工率



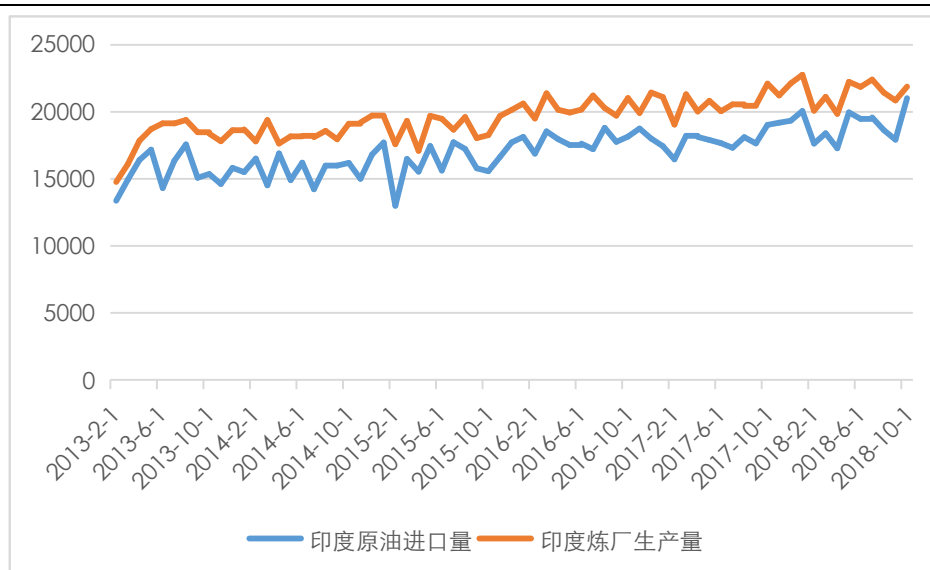
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

4.3 印度需求

2018 年 7 月以前，印度 GDP 仍处于高速增长阶段，原油进口量及炼厂生产量都较往年同期增长，原油总需求为 430 万桶/日，同比增加 30 万桶/日。10 月以来印度汽油价格屡创新高，加之四季度为汽油消费淡季，成品油终端消费走弱，拉低了印度原油需求。印度原油进口率高达 80%，而 2018 年美元升值则会使原油进口开支增多，进而导致经济形势恶化。印度明年的经济增长预期被下调 0.2%，作为全球原油需求大国，印度原油需求走弱及经济预期不景气都将使油价承压。

伊朗制裁方面，印度是伊朗原油的第二大进口国。2018 年上半年印度平均进口伊朗原油达到 60 万桶/日，占伊朗原油出口量的 23%，占印度国内总进口量的 11%。但 8 月印度受气候不佳及伊朗制裁影响，自伊朗的进口环比骤降 95%。11 月印度获得了制裁豁免权，自伊朗进口的原油也恢复至 900 万桶/日。预计印度未来也会积极寻求解决豁免期结束后的进口短缺，或是跟随日本请求美国延长豁免期。

图 35：印度原油进口量及炼厂生产量（千吨）

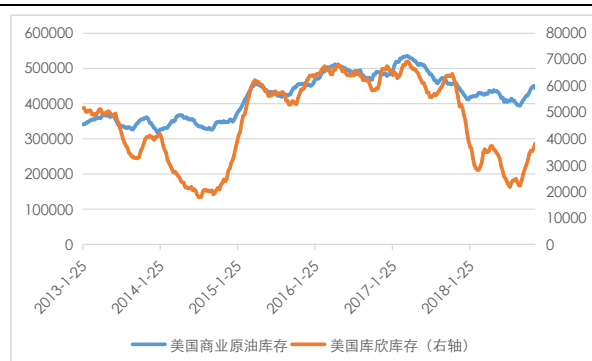


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

5. 库存

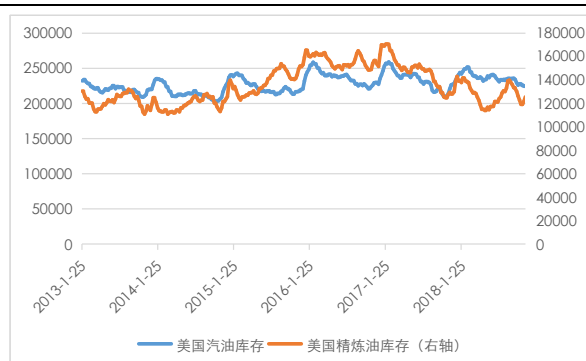
美国库存方面，一季度美国因气候寒冷，原油累库情况低于预期，仅为往年同期及五年均值的 10%左右，库欣库存增幅也不足往年同期的 60%。4、5 月份原本是备货旺季，但因炼厂需求不振及国内增产，累库状况未见好转。这种情况自炼厂产能恢复及夏季用油高峰来临后好转，三季度 EIA 原油库存下滑至低位。自 10 月 EIA 原油库存大幅累库，主因是汽油的低利润和炼厂的检修。11 月 EIA 原油库存延续上月趋势，连续十周累库，并未因炼厂检修期结束及冬季用油高峰来临而好转，显示美国快速增产，而整体需求恶化却快，构成了限制油价涨幅的重要因素。12 月 EIA 原油库存降幅不及预期，呈现旺季不旺的趋势，再对油价形成打压。

图 36: 美国商业原油及库欣库存 (千桶/日)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

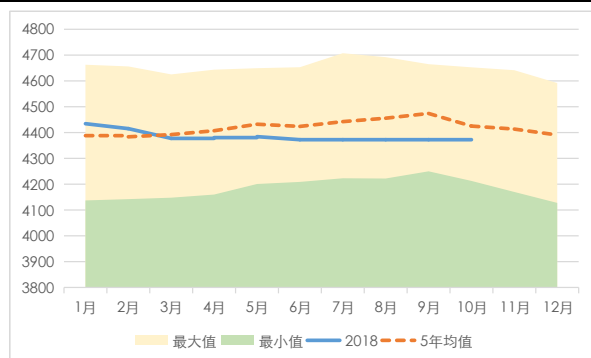
图 37: 美国汽油及精炼油库存 (千桶/日)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

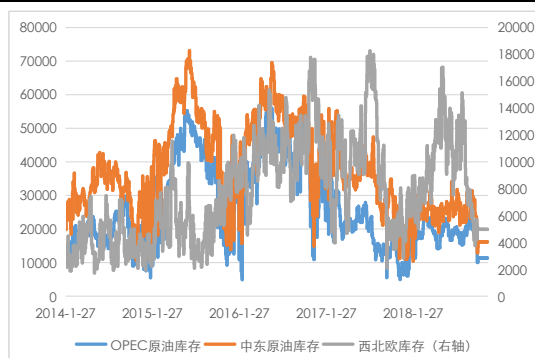
一季度欧洲炼厂集体进入检修季，原油库存持续增长。3 月因委内瑞拉及安哥拉产能持续下降，OECD 库存创 3 年以来同期最低，也是 2014 年以来 OECD 库存首次低于五年均值。二季度全球主要原油库存去化速度放缓，主因是美国炼厂开工增长不及预期及装置意外停产所导致的。6-7 月各大原油库存回升，与中国炼厂需求大降、西北欧炼厂检修及 OPEC 降低减产执行率有关。随着炼厂检修季结束，开工率回升，加之夏季交通运输用油高峰来临，三季度库存均有所回落。四季度前期用油高峰结束，库存也随之回升，但 11 月临近冬季采暖及用油高峰，下游有提前备货的需求，会有一些的去库情况。

图 38: OECD 原油库存 (百万桶)



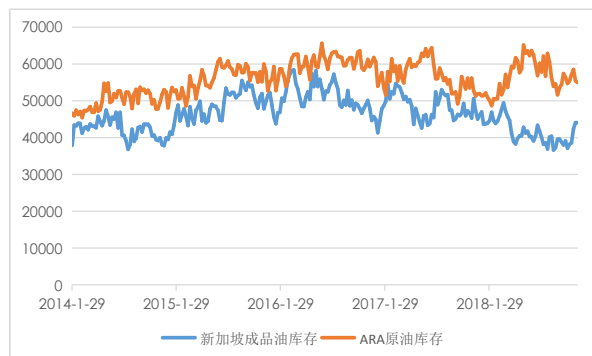
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 39: OPEC、中东、西北欧原油库存 (千桶)

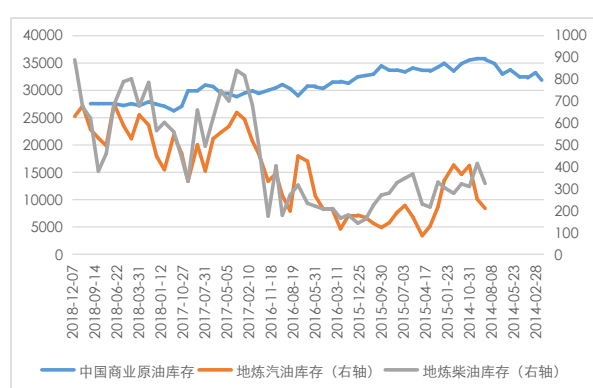


数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 40: 新加坡成品油、ARA 原油库存 (千桶) 图 41: 中国商业原油及地炼汽柴油库存 (千吨)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

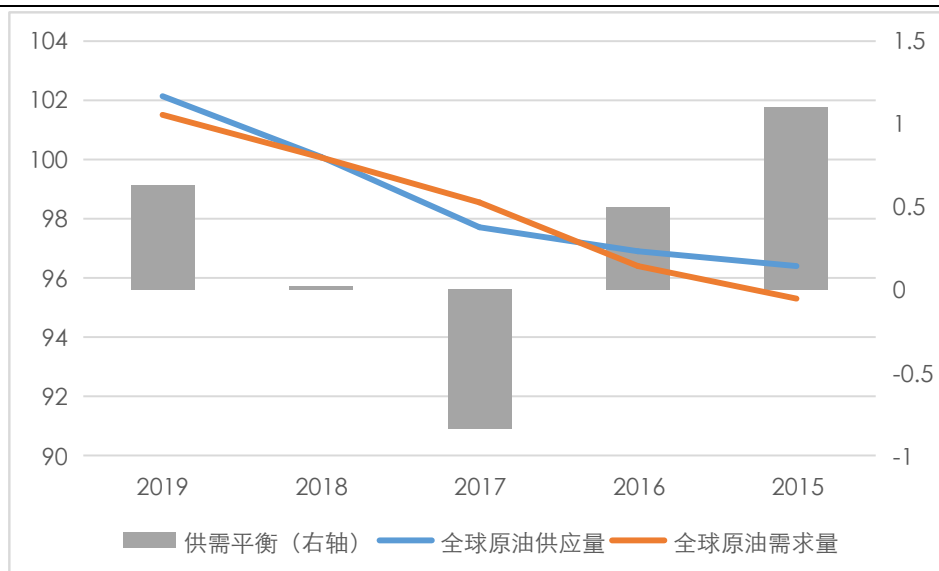


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

6. 结论

2018 年上半年全球原油供需处于紧平衡状态, 亚太新兴市场需求增长强劲, OPEC 减产执行率较高, 加之伊朗及委内瑞拉因政治动荡引发供给担忧, 导致油价上行。2018 年下半年伊朗造成的供给缺口不及预期, OPEC、美国、俄罗斯快速增产, 紧平衡转变为供给过剩。未来经济预期拉低原油需求, OPEC+若没有严格执行减产计划, 预计 2019 年上半年供需基本面仍将处于偏宽松的状态。油价短期可能因 OPEC+减产的利好而走高, 但热度消退后, 中长期仍将回归基本面, 视 OPEC+实际减产幅度及需求是否改善而定, 因此 2019 年的油价中枢会有所下移。

图 42: 全球原油供需平衡表 (百万桶/日)



数据来源: IEA, EIA, 兴证期货研发部

主要风险可能来自于以下 5 方面: 1.需注意中东可能发生的地缘危机, 如美伊关系继续恶化, 美国加大制裁力度, 叠加 OPEC+减产执行有力, 可能会出现供给缺口, 或短期内提振油价; 如美国为打压油价, 施压沙特, 导致减产力度不佳, 油价恐短期内大幅下行; 2.应密切关注美国原油产量, 如美国意外减产, WTI 涨幅将加快, 缩小与布伦特之间的价差; 3.美联储如暂缓加息, 美元走弱, 将对油价形成支撑; 4.美股如持续动荡, 对能源板块的外溢影响将使油价承压; 5.俄罗斯开采原油成本低, 低油价对其影响较小, 需谨防其消极减产对油价带来的打压。

供需趋于平衡，煤价中枢或下移

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

施海

投资咨询号：Z0011937

刘倡

投资咨询号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

2018年煤炭行业整体呈现供需紧平衡的格局，动力煤价格延续2017年高位震荡态势，价格中枢同比上行，但淡季不淡、旺季不旺特征凸显。期货市场宽幅震荡，但波动区间有所收窄，期价全年运行区间[550, 680]。年初由于采暖季供暖支撑，动煤价格较高；随后在限价保供叠加需求淡季的共同影响下，煤价快速下跌；紧接着为了稳定动力煤价格，进口煤政策重新开启，叠加火电需求超预期，动煤价格再度大幅走高；然后在进口煤通关加速、旺季日耗不及预期的情况下，动煤价格弱势下行；而后由于非电下游需求提振、以及秦皇岛港调出严重受限，动煤价格探底回升，逐渐走高；最后在下游电厂持续低日耗、高库存运行的背景下，动煤价格自国庆节后开始高位震荡下行。近期由于进口煤限制进一步收紧，叠加采暖季需求预期，动煤价格受到一定的支撑。

2019年供给侧改革去产能将步入深化年，在建产能释放加快，而去产能规模大概率下降，煤炭产量较2018年将进一步增加约1亿吨，若环保、安全检查力度边际减弱，则产量增速有望进一步上升。进口煤方面，“总量平控、电厂用煤定向放松”的原则不变或适当收紧，根据煤炭消费节奏间歇性调节。

随着煤炭生产不断向“三西地区”集中，以及高转铁、公路治超提升铁路运输需求。中长期煤炭产销地进一步不平衡，跨区调运需求增加，阶段性缺口仍然存在；但由于铁路运力不断释放，总体运力缺口小幅收窄，对煤炭有效供应的影响逐渐弱化。

2018年全社会用电量整体保持较高增长，但火电增速在下半年明显回落。未来房地产、高耗能制造业等都将承受一定的下行压力，用电量也很难有较大增长，火电增速或继续放缓；同时高库存战略或将进一步缩减下游电厂动力煤需求，乐观预计2019年电煤需求增速或维持在3-4%。此外大量煤化工项目的投产、以及供热耗煤将会给动力煤需求带来一定的增量，而钢铁和水泥等行业用煤需求大概

率已经见顶，预期持平或小幅回落。

2018 年煤价反季节性运行，主要由于 4 月份进口煤政策收紧叠加淡季需求远超预期，导致下游电厂在采购节奏上完全紊乱，极高库存过旺季，淡季不敢去库存，从而改变了煤价的运行态势。未来随着煤价逐渐回归绿色区间运行，根据《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》，电厂出于经济性考虑，高库存或将逐渐去化，预计 2019 年煤价将恢复季节性规律运行。

整体来看，2019 年动力煤供给继续回升、需求增速下滑，供需基本面将由供需紧平衡逐渐向供需平衡过渡，煤价将面临一定的下行风险，预计动力煤期货主力合约运行重心将在[510, 640]区间。

风险提示：政策调控力度过大、经济增速低于预期、需求下滑超预期、中美贸易摩擦升级。

1. 动力煤价格走势回顾

1.1 期货市场

2018 年煤炭行业整体呈现供需紧平衡的格局，动力煤价格延续 2017 年高位震荡态势，价格中枢同比上行，但淡季不淡、旺季不旺特征凸显。期货市场宽幅震荡，但波动区间有所收窄，期价全年运行区间[550, 680]。年初由于采暖季供暖支撑，动煤价格较高；随后在限价保供叠加需求淡季的共同影响下，煤价快速下跌；紧接着为了稳定动力煤价格，进口煤政策重新开启，叠加火电需求超预期，动煤价格再度大幅走高；然后在进口煤通关加速、旺季日耗不及预期的情况下，动煤价格弱勢下行；而后由于非电下游需求提振、以及秦皇岛港调出严重受限，动煤价格探底回升，逐渐走高；最后在下游电厂持续低日耗、高库存运行的背景下，动煤价格自国庆节后开始高位震荡下行。近期由于进口煤限制进一步收紧，叠加采暖季需求预期，动煤价格受到一定的支撑。

图 1：动力煤期货市场走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 现货市场

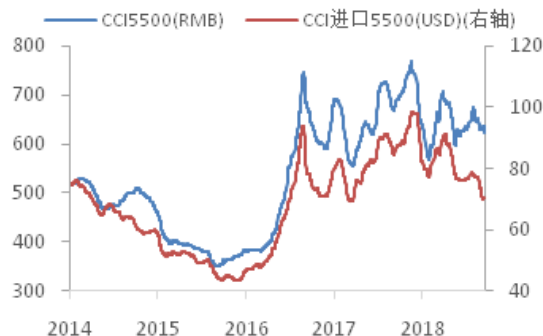
2018 年煤炭行业整体呈现供需紧平衡的格局，动力煤价格延续 2017 年高位震荡态势，价格中枢同比上行，港口和坑口煤炭均价同比分别上涨 2.8% 和 0.5%。现货价格全年运行区间[570, 700]，但淡季不淡、旺季不旺特征凸显，现货价格自一季度达到年内高点后，宽幅震荡回落。

图 2：港口和产地动力煤价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：CCI 价格指数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 先进产能进一步释放，供应继续回升

2019 年供给侧改革去产能将步入深化年，在建产能释放加快，而去产能规模大概率下降，煤炭产量较 2018 年将进一步增加约 1 亿吨，若环保、安全检查力度边际减弱，则产量增速有望进一步上升。进口煤方面，“总量平控、电厂用煤定向放松”的原则不变或适当收紧，根据煤炭消费节奏间歇性调节。假设进口煤量保持 2.7 亿吨不变，估算 2018、2019 年我国煤炭总供给量预计在 38.7 亿吨、39.7 亿吨，同比增长 4.3%、2.6%；其中 2018、2019 年动力煤产量预计 29.5 亿吨、30 亿吨。

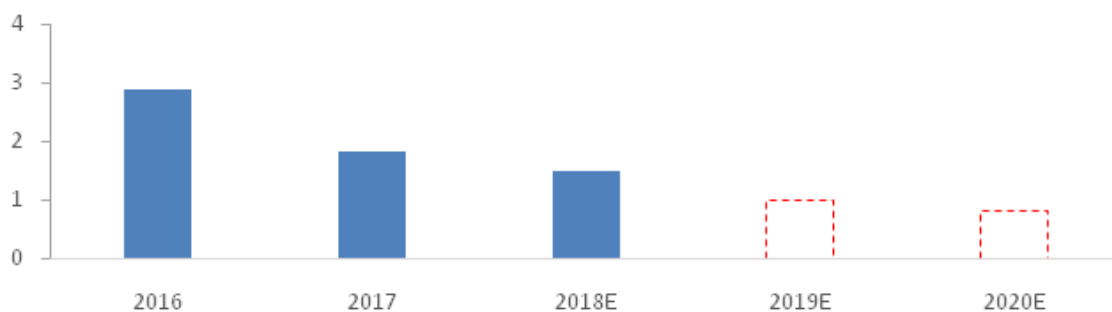
2.1 供给侧改革深化，先进产能有序释放

2016 年 12 月，国家发改委、国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，要求化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右。

2018 年《政府工作报告》提出，今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。

2016-2017 连续两年我国煤炭行业超额完成全年去产能任务，总的来说，2016-2018 年分别化解淘汰过剩落后产能 2.9 亿吨、1.8 亿吨、1.5 亿吨，合计 6.2 亿吨，完成供给侧改革化解淘汰 8 亿吨产能目标的 77.5%；在 2020 年之前还有 1.8 亿吨的去产能任务，但去产能目标大概率将调低，预计 2019、2020 年去产能目标分别为 1 亿吨和 0.8 亿吨。

图 4：煤炭去产能进度



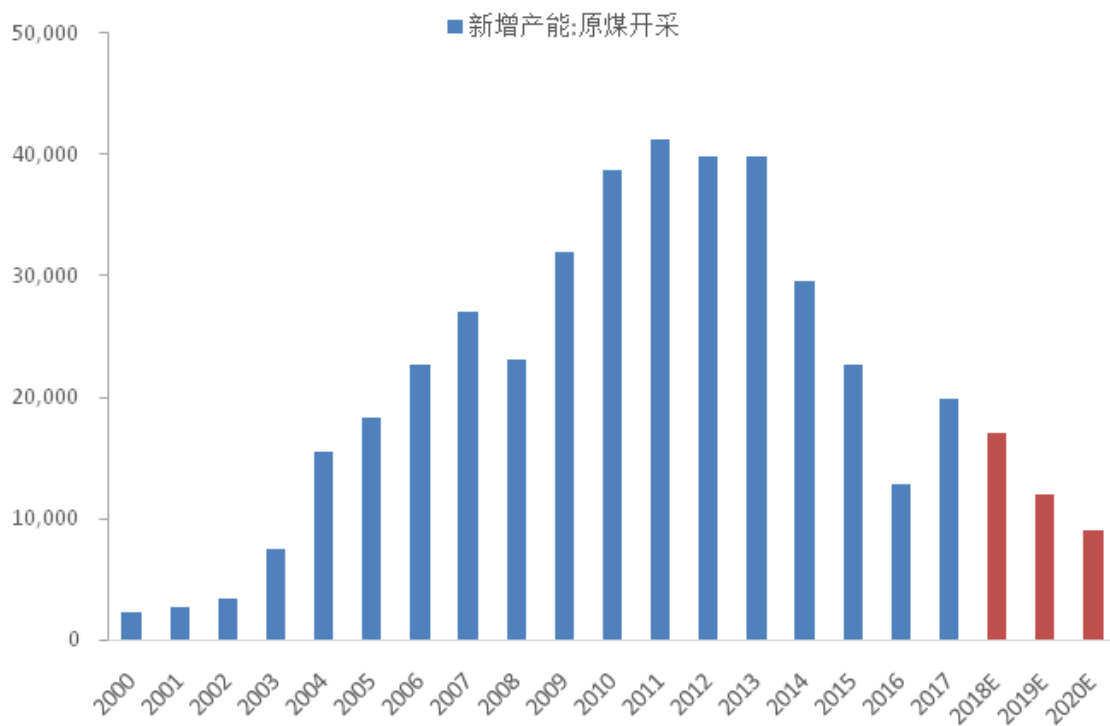
数据来源：市场消息，兴证期货研发部

2018年2月9日，深入推进煤炭领域供给侧结构性改革，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡，国家发改委、国家能源局、国家安监局、国家煤监局四个部门联合印发《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放 促进落后产能有序退出的通知》，针对各地推动落后产能退出力度不断加大、经济回升对能源的需求显著增加的情况，需要进一步完善产能置换政策、加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽早退出，促进煤炭产业结构调整和新旧发展动能转换。

根据国家能源局2018年10月10日公告，截至2018年6月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3816处，产能34.91亿吨/年；已核准(审批)、开工建设煤矿1138处(含生产煤矿同步改建、改造项目96处)、产能9.76亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿201处，产能3.35亿吨/年。

根据煤炭在建产能情况，预计2018年全年置换新增产能约1.7亿吨，2019-2020年或再置换新增产能约2.1亿吨，预计2019年煤炭总产能大概率继续小幅上升。

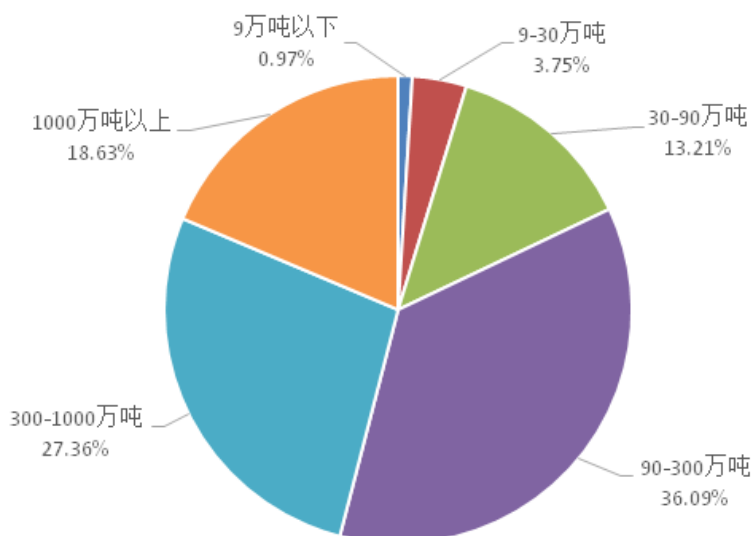
图 5：煤炭新增产能情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

供给侧改革以来，我国中小煤矿数量大幅缩减，而超大型矿井产能得到充分释放。截至2018年6月底，千万吨级大型矿井产能规模占比提升至18.63%，30万吨以下矿井产能规模占比缩减至4.72%，煤炭产能逐步向大型煤矿集中。

图 6：煤炭产能分布情况



数据来源：国家能源局，兴证期货研发部

2.2 高负债或压制产能投放速度

自供给侧改革去产能以来，煤炭价格触底反弹，利润大幅回升，煤炭行业从债务危机边缘被拉回，企业负债得到显著修复。

截至 2018 年 10 月底，煤炭开采和洗选业资产负债率为 65.43%，虽较之前进一步收窄，但仍位居同类行业首位；高负债下，煤炭行业固定资产投资回升速度缓慢，一定程度也就制约了煤炭产能投放的速度。

图 7：煤炭行业固定资产投资



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：煤炭行业资产负债率



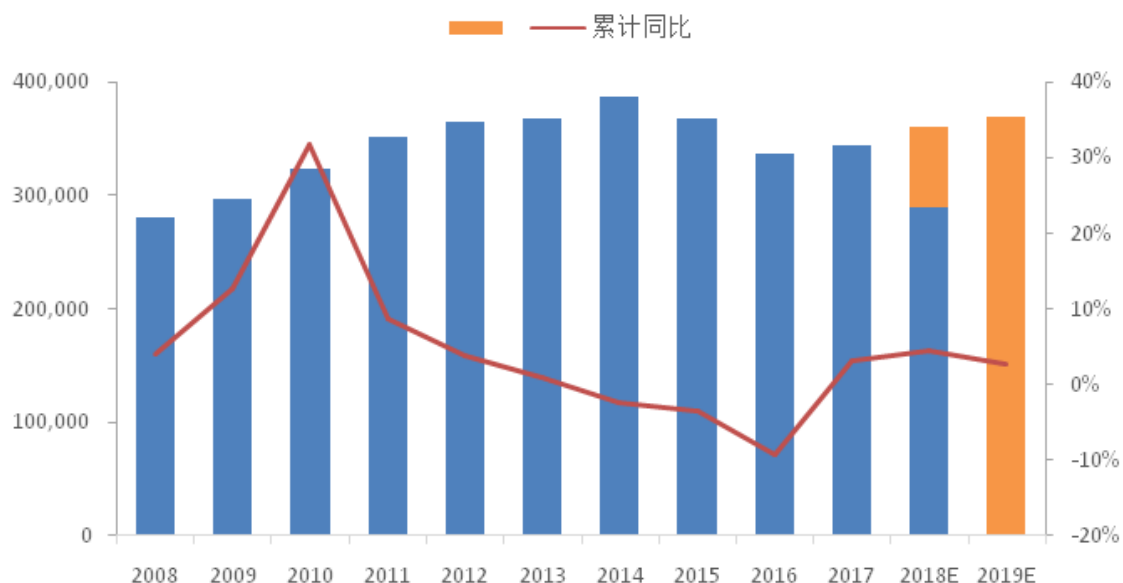
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 产量小幅增长，但集中度进一步提升

2018 年 1-10 月，煤炭产量继续增长，全国原煤产量 28.99 亿吨，累计同比增长 5.4%；其中动力煤产量 24.08 亿吨，同比增长 1.78%。2019 年供给侧改革去产能将步入深化年，在建产能释放加快，而去产能规模大概率下降，煤炭产量较 2018 年将进一步增加约 1 亿吨，若环保、安全检查力度边际减弱，则产量增速有望进一步上升。预计 2018、2019 年全国煤炭产量或在 36

亿吨、37 亿吨左右，其中 2018、2019 年动力煤产量预计 29.5 亿吨、30 亿吨。

图 9：煤炭产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

随着煤炭去产能进程推进、落后产能退出，煤炭生产集中度不断提升，进一步向煤炭资源禀赋好的晋陕蒙宁贵新等地集中。其中 2018 年 1-10 月，内蒙古原煤产量 7.58 亿吨，累计同比增长 11.4%；山西原煤产量 7.28 亿吨，累计同比增长 2.4%；陕西原煤产量 5.11 亿吨，累计同比增长 14.5%。2018 年 1-10 月，晋陕蒙三省煤炭产量 19.97 亿吨，占全国煤炭产量的 68.88%，比去年同期提升了 2.2 个百分点。

煤炭行业供给侧改革去产能以来，产量进一步向主产地省份集中，一定程度上也导致了产地-消费地矛盾的升级。

表 1：分省份原煤产量（万吨）

省份	2017 年		2018 年 1-10 月		占比变动 18M10vs17
	原煤产量	占比	原煤产量	占比	
全国	344546	100%	289889	100%	-
内蒙古	87857	25.50%	75835	26.16%	0.66%
山西	85399	24.79%	72765	25.10%	0.31%
陕西	56960	16.53%	51067	17.62%	1.08%
新疆	16707	4.85%	13611	4.70%	-0.15%
贵州	16551	4.80%	11602	4.00%	-0.80%
宁夏	7353	2.13%	6114	2.11%	-0.02%

数据来源：国家能源局，兴证期货研发部

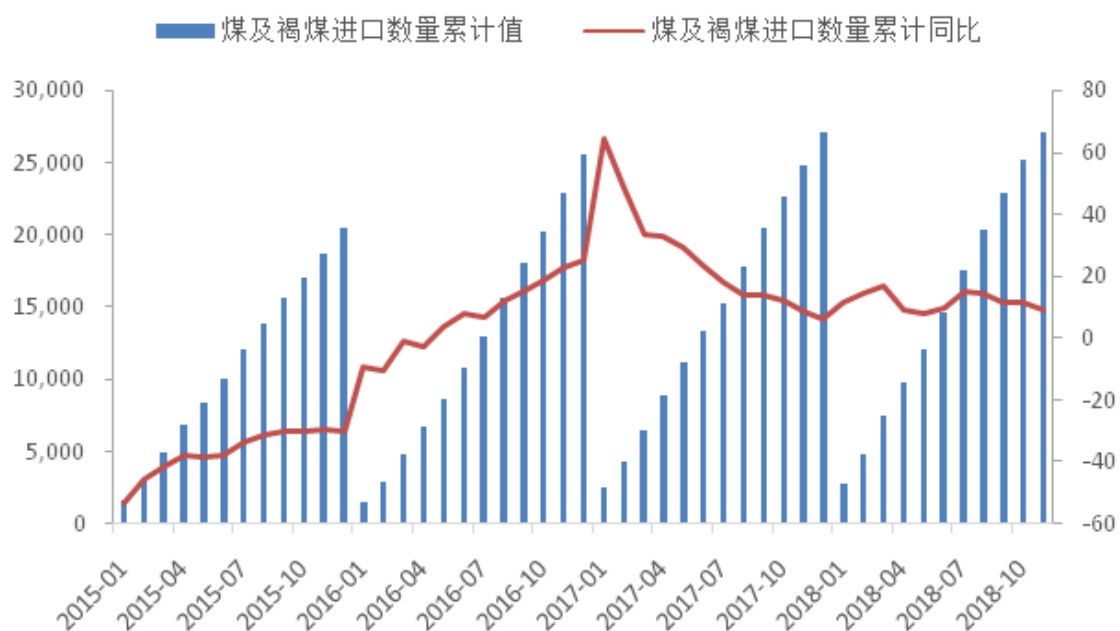
近年来煤炭新增产能主要集中在山西、陕西、内蒙古、新疆等地。2018 年 6 月底相较于 2017 年底，晋陕蒙新四省合计新增产能约 1.54 亿吨，占全国新增产能的 90% 以上；预期未来在建产能投产将使得煤炭生产进一步向晋陕蒙新地区集中。

2.4 进口——总量平控、电厂定向放松

2018年11月15日,彭博社报道称中国发改委已在通过口头和会议形式通知全国主要港口,在今年年底之前,基本不再安排进口煤炭通关。只有个别为保障冬季供电有紧急需求的电厂,可以通过上属集团公司向发改委进行申请豁免。发改委表示,今年迄今为止的煤炭进口量,已经几乎达到去年全年水平。而发改委的目标是今年煤炭进口规模与去年持平,因此需要采取严格限制措施。

2018年1-11月,中国累计进口煤炭2.71亿吨,同比增长0.23亿吨或9.3%;其中11月中国煤炭进口量为1915.3万吨,环比大幅下降17%,这是自今年7月份煤炭进口量创下2901万吨高位后连续第四个月环比下降。目前,前11个月煤炭进口量已略超去年全年总量27090万吨;考虑海关平抑进口目标,今年最后一个月会有多少进口煤通关目前仍充满不确定性,但预计环比将会进一步大幅下降。

图 10: 进口煤数量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

若进口煤限制政策在2019年初放松,届时内外高价差的维持将快速推高明年年初的进口煤量。整体来看,2019年进口煤政策仍将保持连续性,“总量平控、电厂用煤定向放松”的原则不变或适当收紧,根据煤炭消费节奏间歇性调节。预估2019年进口煤量保持2.7亿吨不变,其中动力煤进口量或在2.1-2.2亿吨。

图 11：内外价差



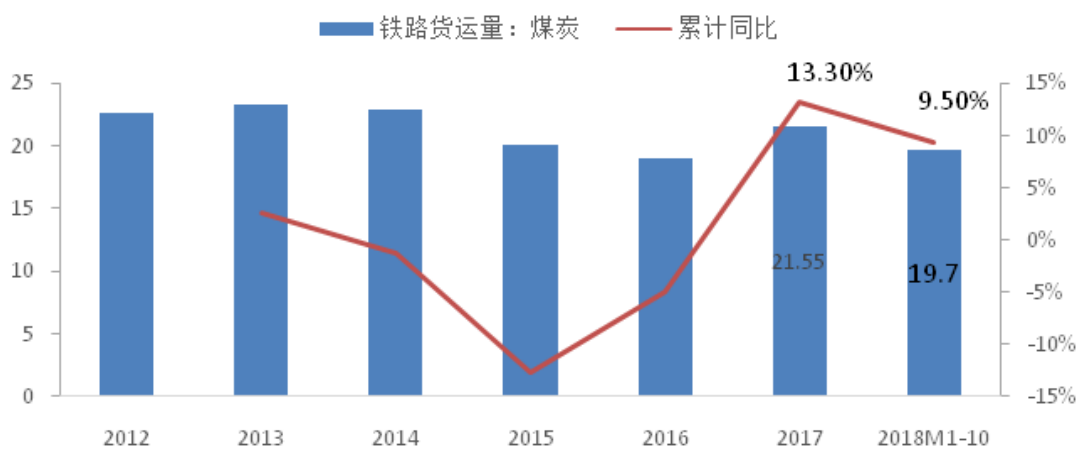
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 铁路运力显著增加，但阶段性缺口仍存

2017 年初，原环保部开始强力推动“公转铁”，天津港禁止汽运煤集港、环渤海港口禁收汽运煤集港。今年 7 月 3 日，国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求在环渤海地区、山东省、长三角地区，2018 年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输。随后中国铁路总公司发布《2018-2020 年货运增量行动方案》，明确提出到 2020 年，全国铁路煤炭运量达到 28.1 亿吨，较 2017 年增运 6.5 亿吨，占全国煤炭产量的 75%。自 2017 年 2 月开始，公转铁、公路治超政策频频发力，煤炭铁路运量显著回升。

2017 年，我国铁路煤炭发运量 21.55 亿吨，同比增长 13.3%；2018 年 1-10 月，我国铁路煤炭发运量 19.7 亿吨，累计同比增长 9.5%。

图 12：铁路煤炭货运量



数据来源：国家发改委，市场消息，兴证期货研发部

随着我国中东部地区煤炭落后产能不断退出、未来煤炭生产进一步向三西地区集中，中长期煤炭产销地进一步不平衡，跨区调运需求增加，阶段性缺口仍然存在；但由于铁路运力不断释放，总体运力缺口小幅收窄，对煤炭有效供应的影响逐渐弱化。

表 2：煤炭铁路运输主要通道

名称	运输能力	17 年运量	预计 18 年新增运量	2020 年预计运量
大秦线	4.5 亿吨	4.32 亿吨	2000 万吨	4.5 亿吨
朔黄线	3.5 亿吨， 远期 4.5 亿吨	2.93 亿吨	1500 万吨	3.25 亿吨
蒙冀铁路	2 亿吨	5000 万吨	2700 万吨	1.5 亿吨
瓦日铁路	2 亿吨	2800 万吨	1500 万吨	1 亿吨
蒙华铁路	2 亿吨			0.8 亿吨，投产初期 0.7 亿吨

数据来源：铁道部，市场消息，兴证期货研发部

3.电力和化工行业或带动煤炭需求小幅增长

煤炭下游需求主要有五大耗煤行业，分别是火电、建材、化工、冶金、供热，2018 年 1-10 月动力煤消耗量分别为 161599 亿吨、23166 亿吨、14571 亿吨、12901 亿吨、19649 亿吨，累计同比增长分别为 4.32%、-12.04%、-2.10%、5.65%、12.80%。

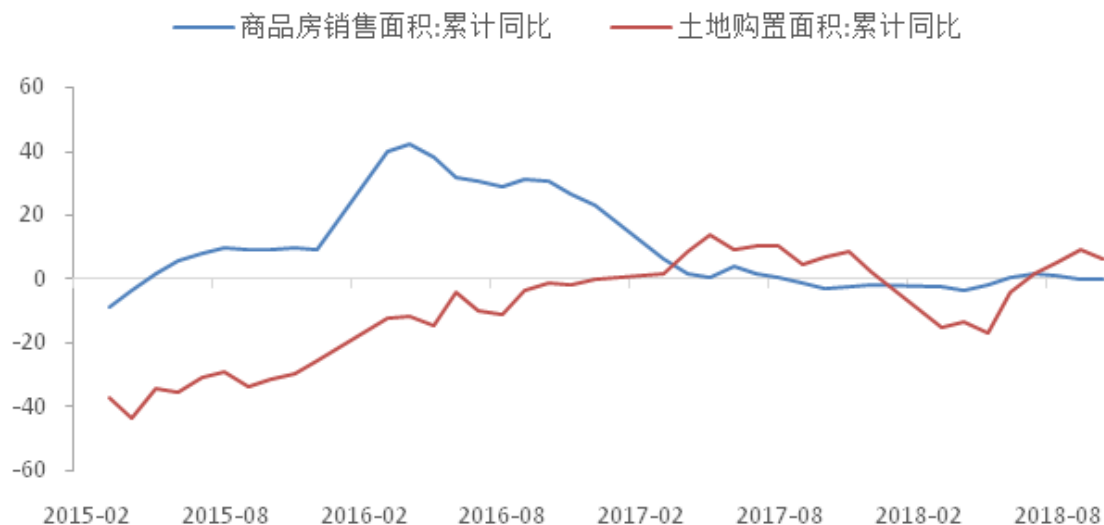
2018 年全社会用电量整体保持较高增长，但火电增速在下半年明显回落。未来房地产、高耗能制造业等均将承受一定的下行压力，用电量也很难有较大增长，火电增速或继续放缓；同时高库存战略或将进一步缩减下游电厂动力煤需求，乐观预计 2019 年电煤需求增速或维持在 3-4%。此外大量煤化工项目的投产、以及供热耗煤将会给动力煤需求带来一定的增量，而钢铁和水泥等行业用煤需求大概率已经见顶，预期持平或小幅回落。预计 2019 年动力煤消费量合计约 32 亿吨，较 2018 年同比增长 1.6%。

3.1 终端预期不乐观，或拖累需求

在去杠杆的大背景下，经济下行压力仍存、加之贸易摩擦仍然存在一定的升级可能，房地产、高耗能制造业等均将承受一定的下行压力。

虽然近期土地购置面积有所回升，但销售下滑的压力正不断向开工和拿地传导，市场对于 2019 年房地产预期较为悲观。2018 年 1-10 月，全国房地产开发投资完成额累计同比增长 9.7%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；1-10 月房屋新开工面积累计同比增长 16.3%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点；40 大中城市土地购置面积累计同比增长 6.5%，较 1-9 月回落 2.7 个百分点。

图 13: 40 大中城市情况

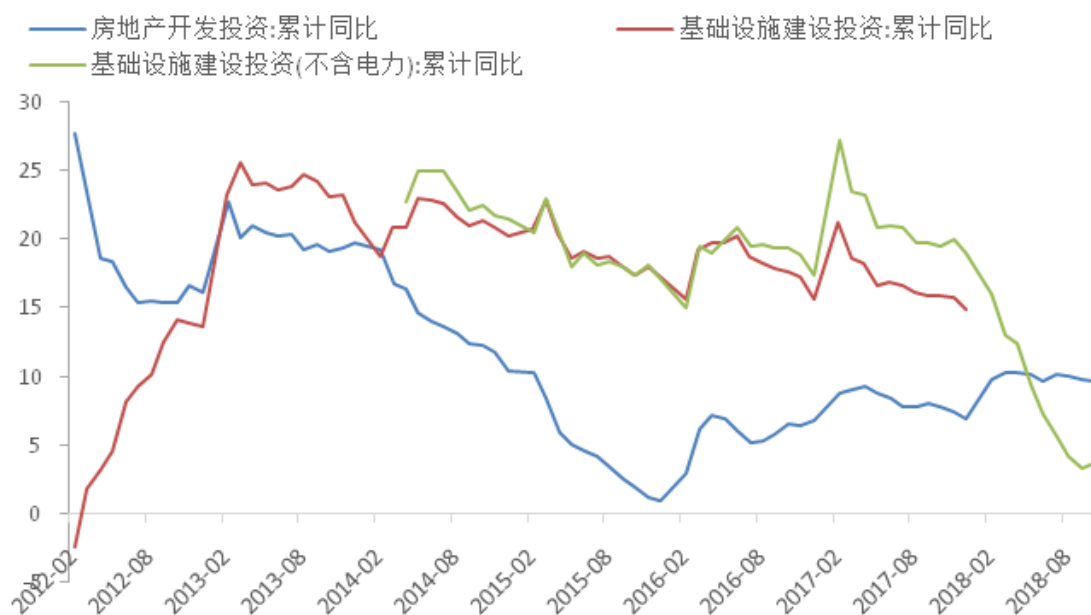


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

基建方面, 统计局今年以来停止发布基础设施建设投资完成额以及累计增速, 基建增速自 2013 年以来一直处于下降通道, 预计当前时点增速已是个位数。2018 年 1-10 月, 基础设施建设投资(不含电力)完成额累计同比增长 3.7%, 较 1-9 月反弹了 0.4 个百分点。

2018 年 10 月 31 日, 国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 提出 10 项配套政策措施, 保持基础设施领域补短板力度, 进一步完善基础设施和公共服务, 提升基础设施供给质量, 更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用, 保持经济平稳健康发展。随着政策的发酵, 基建投资在 2019 年有望探底回升, 但仍存较大不确定性。

图 14: 房地产、基建投资增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 火电平稳增长，但增速将放缓

3.2.1 第三产业和居民用电支撑煤电需求

受益于第三产业消费用电和城乡居民用电的平稳增长，我国电力行业消费量持续增长，2018 年全社会用电量整体保持较高增长，但火电增速在下半年明显回落，乐观预计 2019 年电煤需求增速或维持在 3-4%。

2018 年 1-10 月，全社会用电量 56552 亿千瓦时，累计同比增长 8.7%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；1-10 月全国发电量 55816 亿千瓦时，累计同比增长 7.2%，较 1-9 月回落 0.2 个百分点；1-10 月火电发电量 40686 亿千瓦时，累计同比增长 6.6%，较 1-9 月回落 0.3 个百分点。

图 15：全社会用电量



图 16：火电发电量

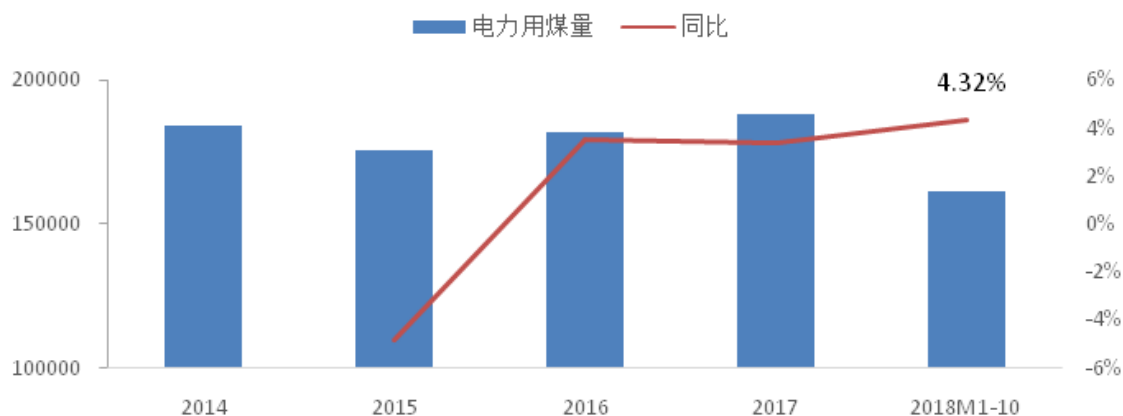


数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

随着我国电力工业绿色低碳发展明显加快，火电机组结构持续优化，超临界、超超临界机组比例明显提高，全国供电煤耗率将逐渐进入“低速递减态势”，火电煤炭消费也将逐渐向大型重点电厂集中，电力行业煤炭消费增速将日益趋稳，预计 2018 年电力行业动力煤消费需求增速或在 4%左右，2019 年电煤消费需求增速或回落至 3.5%左右。

图 17：电力行业用煤情况



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

3.2.2 清洁能源加速替代，发电量占比不断提升

随着水电、核电、风电、太阳能等清洁能源快速发展，替代作用愈发明显，发电量占比也在不断提升。2018年1-10月，水电、核电、风电、太阳能累计发电15130亿千瓦时，占全国发电量27.11%，较去年同期提升了0.74个百分点；其中核电、风电、太阳能累计发电5712亿千瓦时，占全国发电量10.23%，较去年同期提升了1.24个百分点。

图 18：分类别发电量累计同比(%)

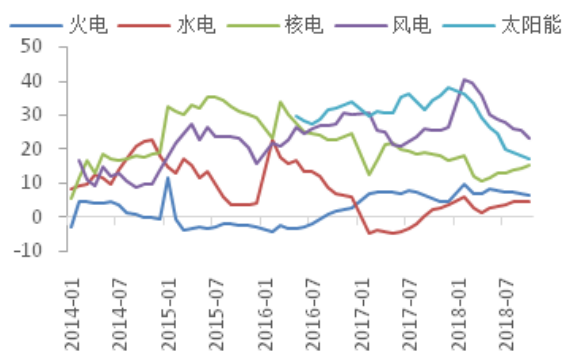
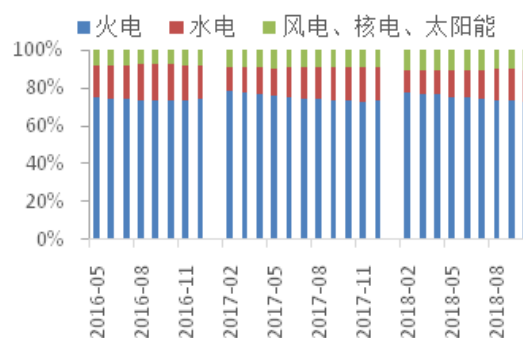


图 19：分类别发电量占比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

数据来源：Wind，兴证期货研发部

《能源发展“十三五”规划》中能源消费结构目标要求非化石能源消费比重提高到15%以上，使得“十三五”期间发展清洁能源的重要性凸显无疑。在整个电力系统中，国家政策导向依然是鼓励清洁能源并网消纳，为清洁能源规模化发展创造条件，未来清洁能源发展将继续加快。

表 3：清洁能源发电情况（亿千瓦时）

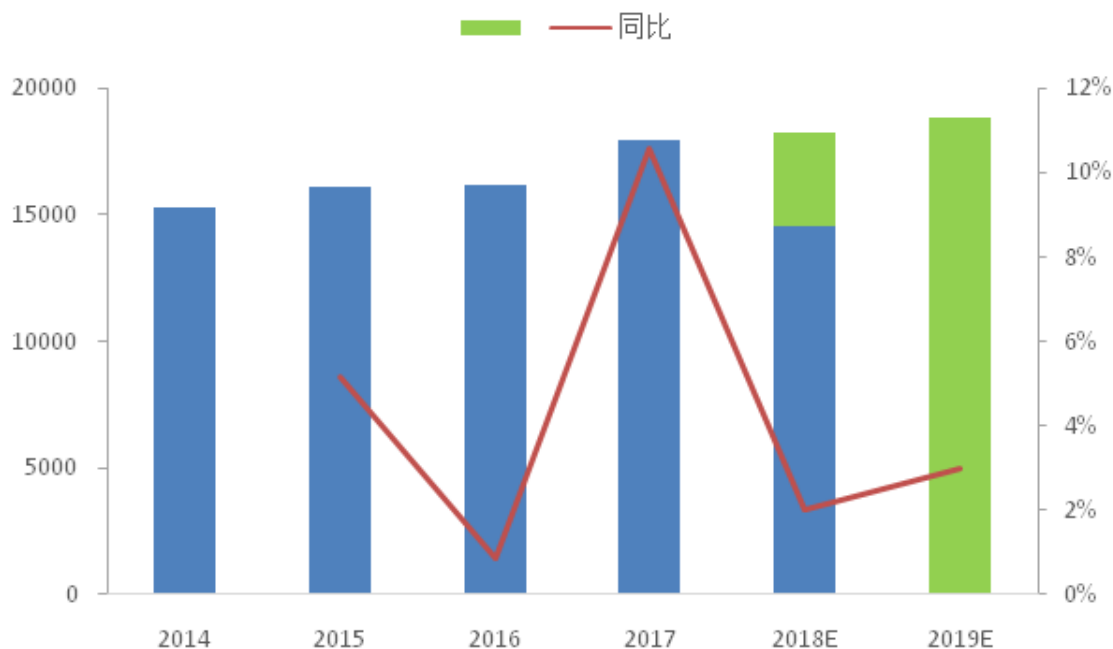
清洁能源	2017		2018E		2019E	
	产量	同比	产量	产量	产量	
水电	10819	3.4%	11250	11650		
核电	2481	16.3%	2930	3480		
风电	2695	26.33%	3290	3730		
光电	648	38%	745	860		

数据来源：Wind，市场消息，兴证期货研发部

3.3 化工用煤或小幅增长

近年来煤化工行业快速发展，主要以煤制乙二醇和煤制烯烃为主。随着环保达标等种种限制的减少，以及现代煤化工项目技术的成熟和突破，未来还有大量的煤化工规划拟建项目将持续投产，化工用煤整体保持小幅增长。

图 20：化工行业煤炭消费量



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

3.4 建材、钢铁耗煤预期持平

我国建材和钢铁行业主要依托于房地产和基建行业，在房地产、高耗能制造业等都将承受一定下行压力的情况下，建材、钢铁需求大概率见顶。

建材方面，主要是水泥生产，近三四年我国水泥产量相对稳定，维持在 23-25 亿吨水平；2018 年 1-10 月，水泥产量 17.95 亿吨，累计同比增长 2.6%，未来两年水泥产量整体看平，建材行业对动力煤的需求或呈现微降走势。

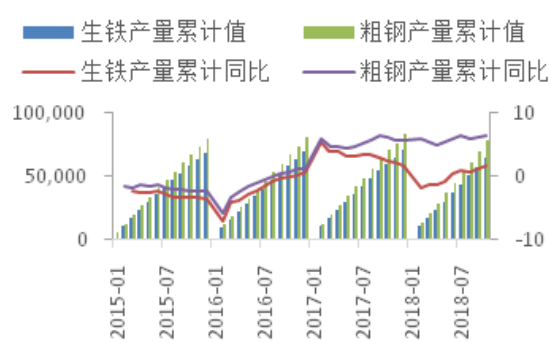
钢铁方面，经历了供给侧改革去产能后，地条钢基本出清，电炉钢陆续投产，带动表内粗钢产量回升。但受限于环保政策影响，未来生铁产量难有大的增长空间，预期未来两年钢铁行业对动力煤的需求基本持平，略有增长。

图 21：水泥产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：粗钢、生铁产量

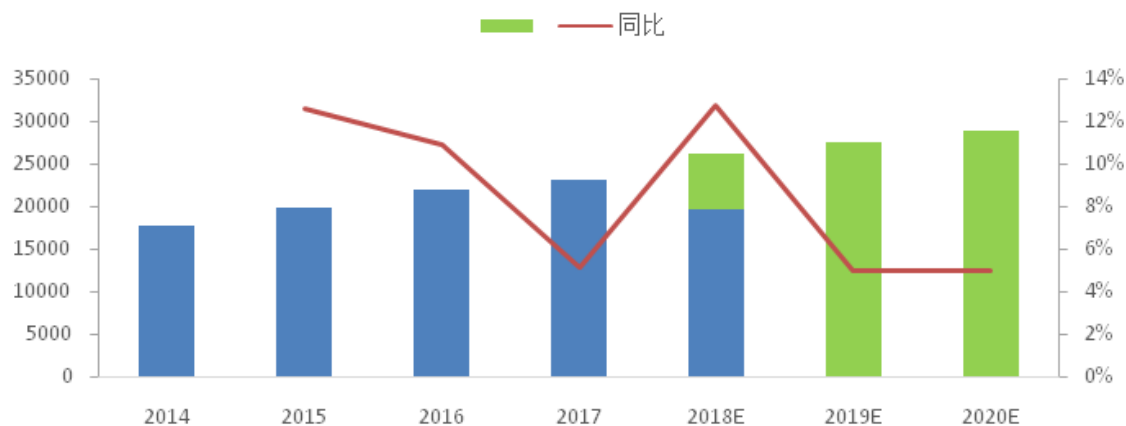


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 供暖供热需求稳定增长

随着居民生活水平的提高，大家所能忍受的体感温度在逐渐降低，制冷设备使用频率和范围不断扩大，供暖供热需求稳定增长。2018年1-10月供热耗煤约1.96亿吨，累计同比增长12.8%，全年供热耗煤量预计将达到2.6亿吨。供热耗煤具有明显的季节性，主要集中在冬季，但暖冬和冷冬对供热耗煤量会有明显差别，同时由于气候难于预测，我们保守预估未来供热耗煤需求增速在5%左右，预计2019年供热耗煤2.74亿吨，2020年供热耗煤2.88亿吨。

图 23：供热耗煤量



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

4. 库存小幅增加，但向中下游转移

2018年一季度以来，随着核增产能和新建产能的逐步释放，煤炭产量开始增加，煤炭产销比逐步下降，煤炭库存不断累积。

截至2018年10月底，全社会动力煤库存13600万吨，比年初增加了2277万吨。

图 24：全社会动力煤库存量

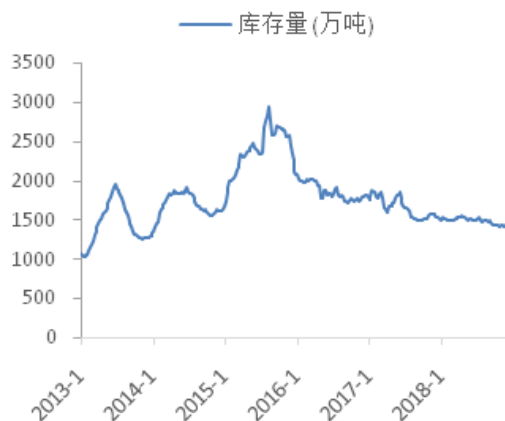


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.1 产地持续低库存

2018年，受多轮环保督察及安全检查影响，导致煤矿生产受限，产能释放受阻；同时坑口和集运站禁止煤炭露天堆放，促使产地煤炭库存持续走低。

图 25: 生产企业动力煤库存量



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

图 26: 国有重点煤矿库存



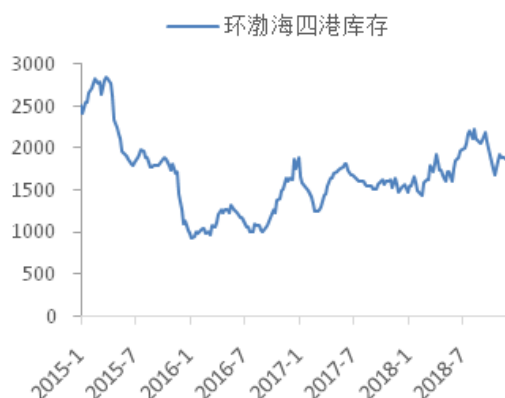
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 中转港口库存压力增大

2018年5月18日，发改委发文表示将采取9项措施力促市场煤价回归合理区间，其中增运力和调库存成效显著。

随着东南沿海地区和华中地区煤炭持续去产能，煤炭产能进一步向三西地区集中，大量的煤炭需要通过海运和“海进江”方式运输到缺煤省份，从而导致港口煤炭库存水平压力增大。

图 27: 环渤海四港库存



数据来源：煤炭资源网，兴证期货研发部

图 28: 长江口煤炭库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.3 电厂库存震荡攀升

2018年，沿海六大电厂以及全国重点电厂库存均呈现震荡攀升态势，其中沿海六大电厂库存还创下近年来的新高，这主要由于今年4月份进口煤政策收紧叠加淡季需求远超预期，导致下游电厂在采购节奏上完全紊乱，极高库存过旺季，淡季不敢去库存；但未来随着煤价逐渐回

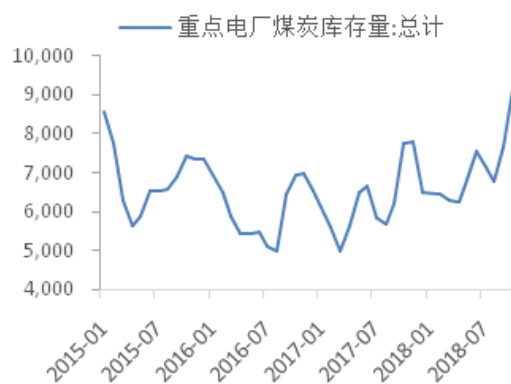
归绿色区间运行，根据《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》，电厂出于经济性考虑，高库存将逐渐去化。

图 29：沿海六大电厂合计库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 30：重点电厂库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 供需趋于平衡，煤价中枢或下移

2019 年供给侧改革去产能将步入深化年，在建产能释放加快，而去产能规模大概率下降，煤炭供给将继续回升；同时随着清洁能源快速发展，火电增速继续放缓，动力煤需求增速也将逐渐下滑。供需基本面将由供需紧平衡逐渐向供需平衡过渡，煤价将面临一定的下行风险，预计动力煤期货主力合约运行重心将在[510，640]区间。

5.1 2019 年煤炭长协指引和 2018 年基本一致，有助平抑煤价波动

为指导各方做好 2019 年中长期合同签订履行工作，促进煤炭供需动态平衡和相关行业健康发展，2018 年 11 月 30 日，国家发改委印发《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，要求各有关部门需进一步推进 2019 年中长期合同的签订履行工作；鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同；要求中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75% 以上，且不能低于上年水平；要求煤炭产运全年中长期合同履约率应不低于 90%，鼓励按照均衡原则将年度中长期合同分解到月。在合同价格机制方面，煤电双方应继续参照“基准价+浮动价”定价机制，下水煤合同基准价由双方根据市场供需情况协商确定，对协商不一致的，仍按不高于 2018 年度水平执行；明确季度长协、月度长协以及外购煤长协等均应按照年度长协价格机制执行，价格原则上应稳定在绿色区间以内，对外购煤长协确因采购成本较高的，价格应不超过黄色区间上限。

2019 年长协煤机制基本保持稳定，有助于平抑煤价的波动，也有助于煤价长期企稳，并逐渐回归绿色区间运行。

5.2 季节性规律有望恢复

2018 年煤价反季节性运行，主要由于 4 月份进口煤政策收紧叠加淡季需求远超预期，导致下游电厂在采购节奏上完全紊乱，极高库存过旺季，淡季不敢去库存，从而改变了煤价的运行态势。未来随着煤价逐渐回归绿色区间运行，根据《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》，电厂出于经济性考虑，高库存或将逐渐去化，预计 2019 年煤价将恢复

季节性规律运行。

风险提示：

(1) 政策调控力度过大：环保督查回头看、安全检查、以及进口煤政策收紧，如若叠加旺季需求超预期，可能会加剧煤炭市场季节性的供需缺口，导致煤价上涨突破区间上沿。

(2) 经济增速低于预期：在去杠杆的大背景下，房地产投资及高耗能制造业超预期下行，同时基建投资未见起色，将导致煤炭需求明显下降，煤价或超预期下行。

(3) 中美贸易摩擦升级：近期中美贸易摩擦有所缓和，但不排除进一步升级的可能，届时全球经济可能一致下行；在系统性风险下，煤价可能会跌破区间下沿。

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

施海

投资咨询号：Z0011937

刘倡

投资咨询号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

在目前宏观经济预期下，我们预计19年纺织纺服等终端需求表现将呈现“刚需稳，投机性需求弱”的情况，内外需增速将放缓，产业链淡旺季会较18年更为分明。

结合对需求预估，国内聚酯产能及产量增速预计低于2018年，但预计仍高于PTA产量增速。此外，随聚酯环节行业集中度提升，中小工厂则面临成本压力，聚酯环节利润，特别是长丝上，存在一定压缩预期。

国内PTA新增产能不多，仅四川晟达、翔鹭石化、新凤鸣有投产预期，但受制原料和新装置开工不稳定性，预计19年实际产量增长有限，供需依然紧平衡。

亚洲PX将迎来产能集中投放，主要是国内产能，但新装置开车存在较高不确定性，实际产量增长或要到19年下半年。上半年着眼点还是关注PX检修量情况，从目前信息整理来看，19年上半年亚洲整体检修力度要低于18年，仍集中在3-5月。供需节奏上，预计一季度松，二季度紧，三四季度松。

19年PTA平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升，PTA重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下，趋势性行情难现，更多的可能是季节带来的波段行情。

单边年度策略05合约（09合约）以逢区间底部5800（5600）附近买入，逢6600（6400）附近平仓为主；跨期策略上，19年投机性需求并不乐观，PTA货紧可能性较18年下降，但全年预计紧平衡，跨期可结合库存预期变动情况，震荡思路对待；跨品种方面，MEG产能投放多于PTA，可考虑逢低买入PTA/MEG组合；PX加工差下半年有压缩预期，PTA/原油可逢高试空。

风险点上，1.全球经济均面临下行风险，2019年国内外或有一定反周期的经济刺激政策，对商品市场影响存在不确定性；2.国际原油正寻求新的供需平衡点，各国减产执行将显著增加油价波动率。

1.行情回顾

图 1: PTA 指数与布伦特指数 (蓝)



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

2018 年，聚酯产业链迎来的久违多年的高景气，Q1-Q3 内外需表现双双向好，在新房开工高企、内需消费尚可、外需“抢出口”等因素下，行业乐观程度同比提升，行业各环节投机性备货增多，供不应求，聚酯产业链价格在 8 月大幅上升。但进入 Q4 后，高价格对需求产生了负反馈作用，叠加原油坍塌、中美贸易摩擦加剧、房产销售低迷、金融条件偏紧等宏观利空因素，聚酯产业链情绪受到抑制，各产品价格均出现大幅回调。

一季度，终端需求延续高景气，TA 高位运行。2 月因油价回调而跟随走弱。春节后，因 18 年春节较晚，终端纺织开机同比延后，导致下游 PTA-聚酯库存均有所积累，恰逢黑色系因库存高企需求滞后而出现深度回调，PTA 跟随走弱。

二季度，在产业链降价过程中，伴随着大装置轮番年检，PTA-聚酯库存得到一定去化。且终端纺服需求在滞后后出现集中放量，叠加环保等因素造成的纺织环节供不应求，聚酯产业链景气度同比明显提升，TA 在低库存强需求基础上走出一波顺畅的季节性强势行情。而后则在油价回落和需求季节性走淡预期中，窄幅回调。

三季度，今年外贸“抢出口”特征明显，同时上半年产业链景气度也使各环节投机性备货意愿提升，聚酯产业链表现出“淡季不淡”特点，而 PTA 社会库存偏低的问题，随 9 月合约临近而逐步成为市场焦点，叠加偏暖的商品市场情绪，TA 走出了 3500 点的趋势行情。

四季度，PTA 高价格对需求产生负反馈作用，聚酯工厂成本大幅抬升，聚酯工厂联合抵制，停工潮爆发，聚酯负荷降幅接近春节期间停工产能，叠加中美贸易摩擦发酵，市场情绪转弱，11 月后，伊朗供应削减不如预期，沙俄等国产量大幅增加，促使原油大幅回调，TA 跟随回调。

展望 2019 年，PTA 新增产能不多，仅四川晟达、翔鹭石化、新凤鸣有投产预期，但受制原料和新装置开工不稳定性，预计 19 年实际负荷提升有限。而 PX 和聚酯环节均有较多装置投产，PX 迎来大炼化产能投放，聚酯产能在 18 年已有较高增长，TA 在产业链话语权稳步逐步增强，以聚酯工厂为例，目前普遍反应年度合约优惠较 18 年初有所缩窄。因此，19 年 PTA 平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升，PTA 重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下，趋势性行情难现，更多的可能是季节带来的波段行情。

2.PTA

2019年PTA产能增长不多，仅四川晟达、福海创、新风鸣等装置有复产或投产预期，但四川晟达与蓬威面临抢PX问题，福海创面临PX开车不确定性，新风鸣则是新装置，有试车过程，因此PTA实际产量有限。产业链利润分配上，考虑PX-PTA-聚酯三环节，PX环节面临国内大炼化产能的冲击，毛利存在较大压缩空间；聚酯环节在18年产能投扩后，未配套PTA的装置增多；PTA产量增长有限；故PTA环节话语权有望增强。当下，聚酯环节在谈判2019年合约折扣，已明显感到折扣力度较往年有所降低，聚酯环节利润压缩较为确定，而PX环节利润压缩仍依赖新装置稳定运行，压缩过程预计偏缓慢。

2.1 PTA 供需平衡表

2018年，我国PTA名义产能先增后减，增桐昆二期220万吨，减翔鹭165万吨、华彬180万吨产能。产量保持高速增长，终端织造环节刚需增多、投机性备货增多对上游负荷形成正反馈，加之计划外停车同比减少，TA年均负荷同比提升5%左右，在78%。综合评估后，2018年1-11月，PTA累计产量3726万吨，累计同比15.79%，去年同期在9.45%。

尽管PTA产量增速较快，但聚酯产量同样保持着较高增速，使今年PTA社会库存仅小幅积累。2018年1-11月聚酯产量在4177万吨，对应PTA需求3600万吨，累计同比在11.42%，去年同期在8.20%，结合PTA其它用途，预计2019年年初库存仅较2018年增加30万吨左右。

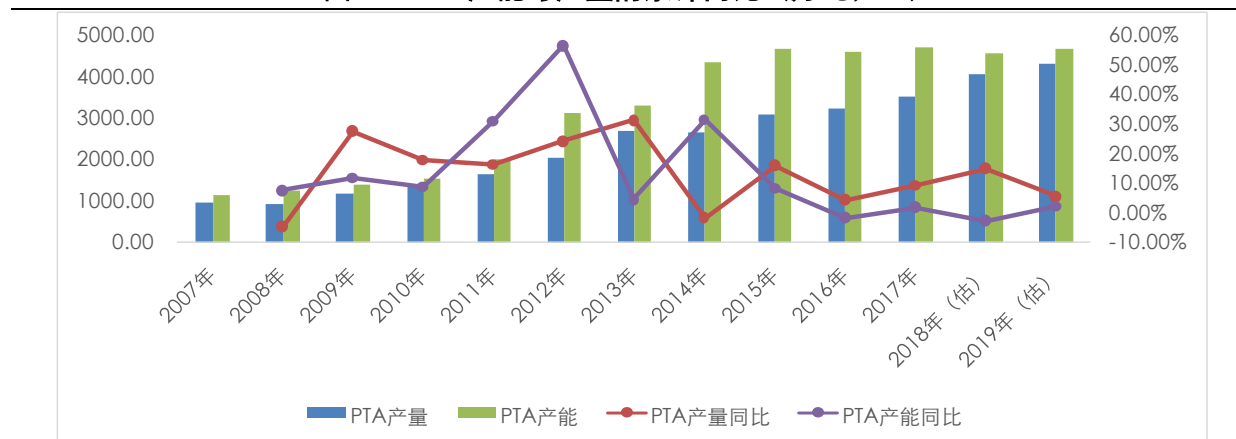
2019年，PTA产能增速或仅2%，实际产能增长有限，负荷上，考虑平均15天的检修期和意外检修，预计19年年均负荷在82%附近，产量预计在4200万吨左右，同比增长5%左右。增速预计低于18年。结合聚酯产量增速6%预估，及其它领域需求，2019年PTA供需基本平衡。

表 1：2019 年有复产或投产可能的 PTA 装置

装置	产能 (万吨)	地点	投产情况
四川晟达	100	四川南充	原料供应存在问题，不排除未来从新疆地区调拨原料
福化福海创	450	福建漳州	目前两条线共300万吨装置7-8成负荷运行，剩余部分看PX的重启进度，1月有重启预期。
新风鸣	220	浙江嘉兴	计划2019年Q3投产

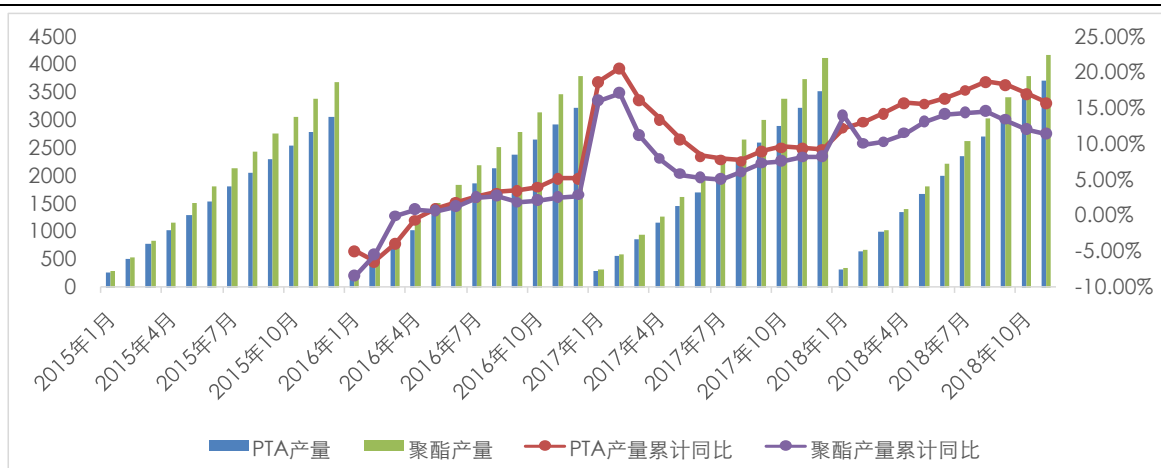
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 2：PTA 产能与产量的累计同比 (万吨，%)



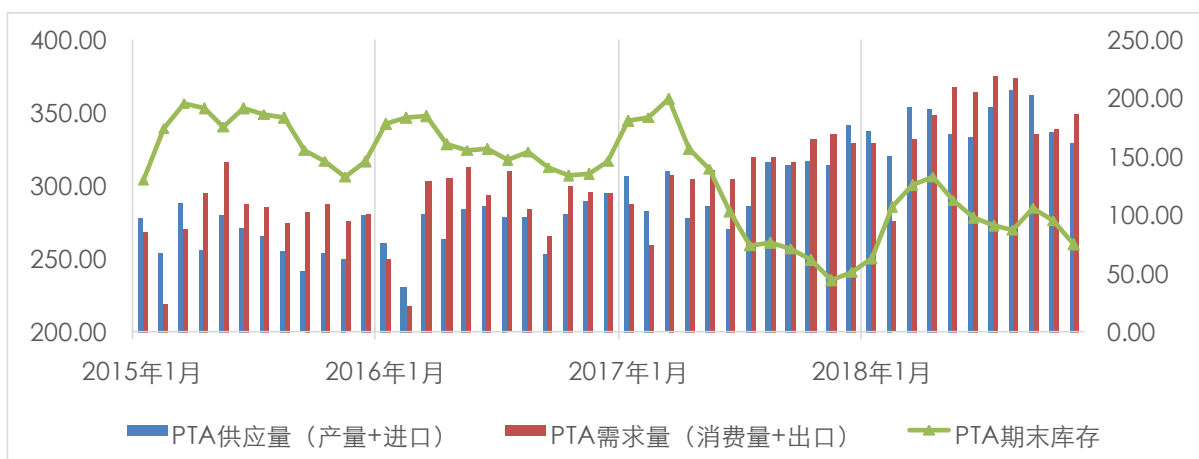
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 3: PTA 与聚酯累计产量和累计同比 (万吨, %)



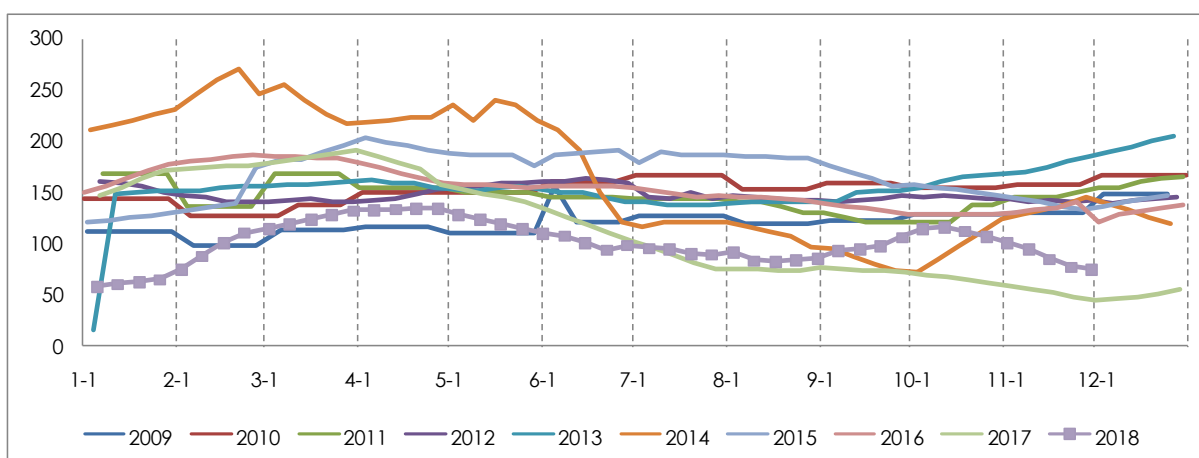
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 4: PTA 月度供需平衡表 (万吨)



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

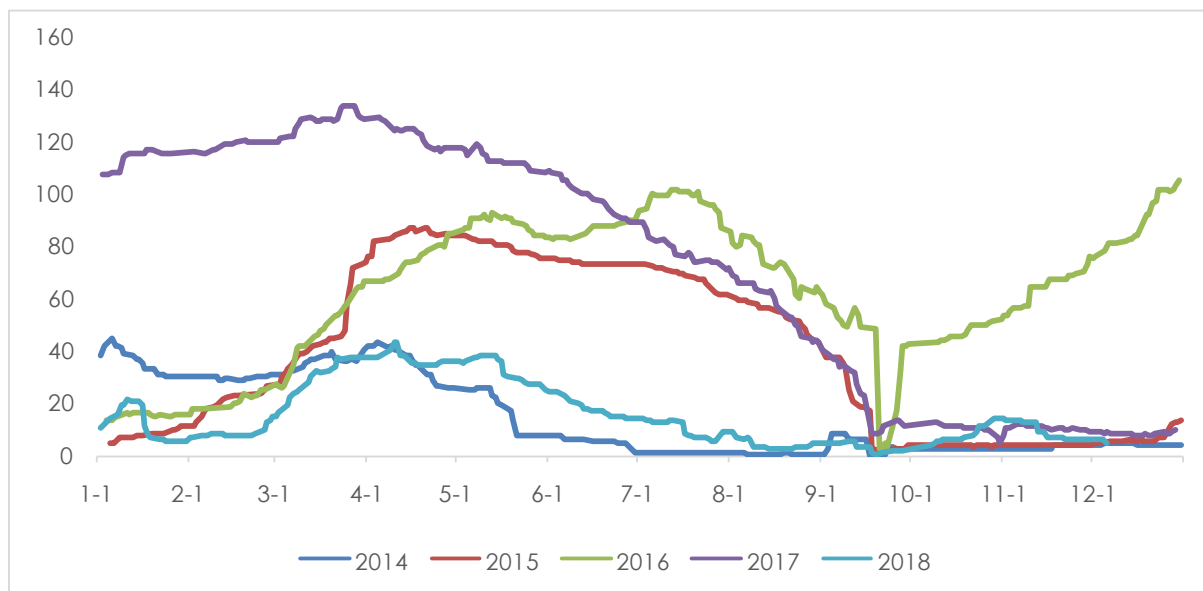
图 5: PTA 社会库存季节图 (万吨)



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

今年 PTA 仓单水平整体不高，与仅有去年同期 1/3 左右水平。盘面套保压力极大减轻，从交易所公布的套保持仓来看，今年出现净买套保持仓结构的情况大大增多。

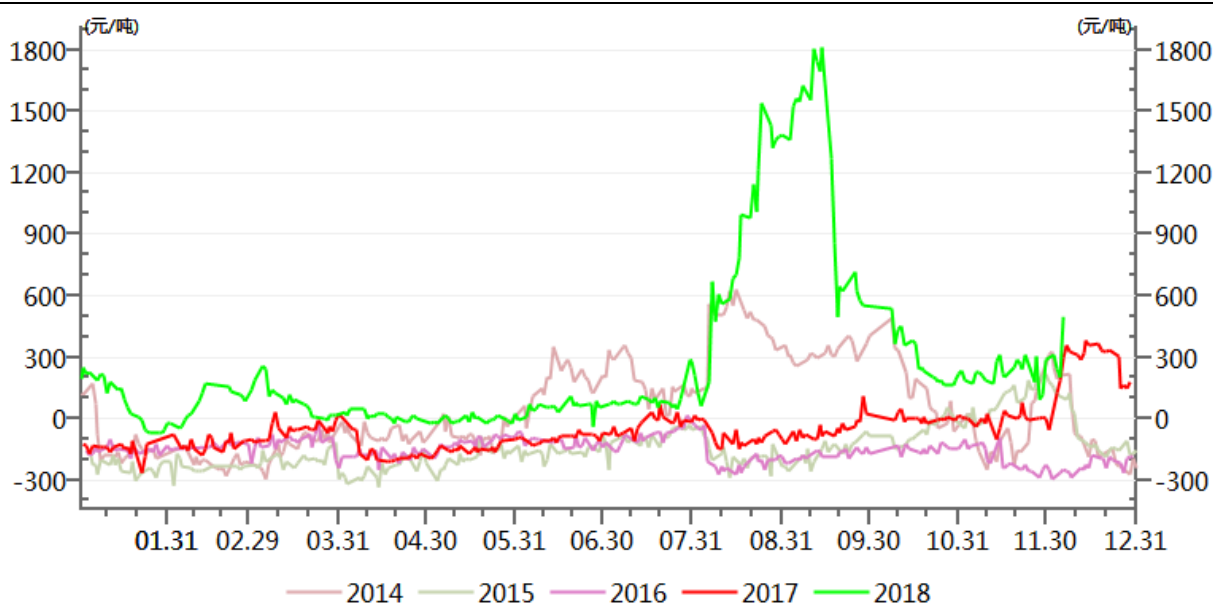
图 6：期货交割库库存量（万吨）



数据来源：郑商所，兴证期货研发部

PTA 低社会库存导致今年 PTA 基差同比上升，H1 在升水期货 20-50 元/吨之间，H2 在升水期货 300 元/吨上下。期限结构上，PTA 远期曲线维持 Backwardation 结构，且正套驱动力更强。

图 7：PTA 基差季节图（元/吨）



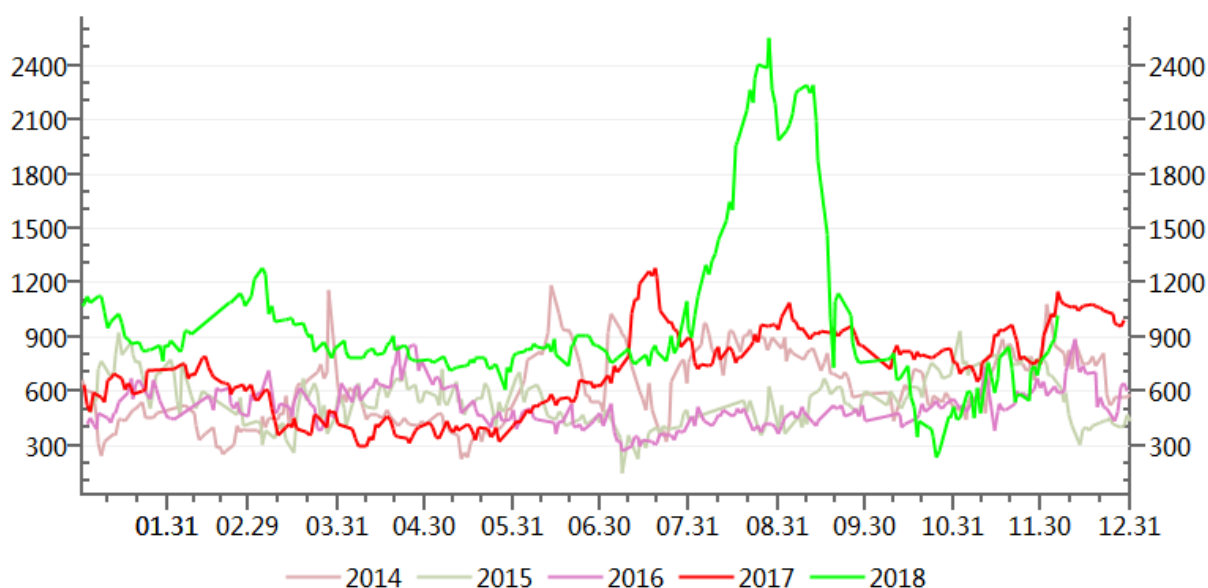
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 PTA 的加工差及原油的比价

全年除 9、10 月外，PTA 产销均保持较高水平，PTA 加工差年均同比增长 280 元/吨，同比增长 36%。春节前后因炒作需求预期，加工差高点触及 1200 元/吨，而后因需求滞后，PTA 春节累库而受到压缩。二季度纺织旺季来临，后置的需求集中显现，PTA 价格上升，但因二季度 PX 大量检修价格坚挺，PTA 加工差反弹乏力。三季度在多重因素刺激下，PTA 加工差随价格大幅上涨，创出多年新高。四季度因高价抑制需求及议价能力不如 PX 而有所回落。

2019 年，结合 PX-PTA-聚酯三环节产能投放情况来看，未来议价能力排序为 $PX \approx PTA > 聚酯$ ，我们预计 PTA 加工差同比将继续上抬，前期主要通过压缩下游环节的利润实现，后期随国内 PX 产能投产，PX 环节议价能力也将逐步降低。

图 8：PTA 加工差季节图（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 聚酯

2019 年因宏观经济预期的不确定性增强，需求增速存在走弱可能，聚酯产能及产量增速预计低于 2018 年，虽然 19 年目前统计约有 550 万吨上的新增产能，但实际投放比例或不如 2018 年，2018 年新增聚酯产能约 545 万吨，对有配套 PTA 的企业来说，如恒逸、恒力集团，投产概率较高，该部分产能约 350 万吨上下，而无配套 PTA 的企业，则在未来原料供应、利润问题上存在不确定性。此外，聚酯环节行业集中度也逐步提升，如恒逸集团今年大量并购整合，大工厂规模化效应增强，而中小工厂则面临成本压力，因此预计 2019 年聚酯环节利润，特别是长丝上，存在一定压缩预期。

3.1 产能产量及库存

2018 年，聚酯产能及产量均高速增长。截止 11 月，聚酯环节新增产能总计 564 万吨，同比增长 11%。2018 年 1-11 月聚酯产量在 4177 万吨，对应 PTA 需求 3600 万吨，累计同比在 11%，

去年同期在 8%。

2019 年，从目前统计的信息来看，明年仍有 615 万吨装置投产，其中长丝占 360 万吨、短纤占 58 万吨、工业丝占 42 万吨、瓶片占 210 万吨，切片 25 万吨。投产还是集中在高附加值产品种类多的长丝和全球竞争力强的瓶片上。考虑纺织纺服等环节明年增速预计有限，以及原料配套问题，暂估明年产能增 6-7%，约 350 万吨，产量或在 4600 万吨上下，增速约 6-7%，对应 PTA 需求 4000 万吨上下。

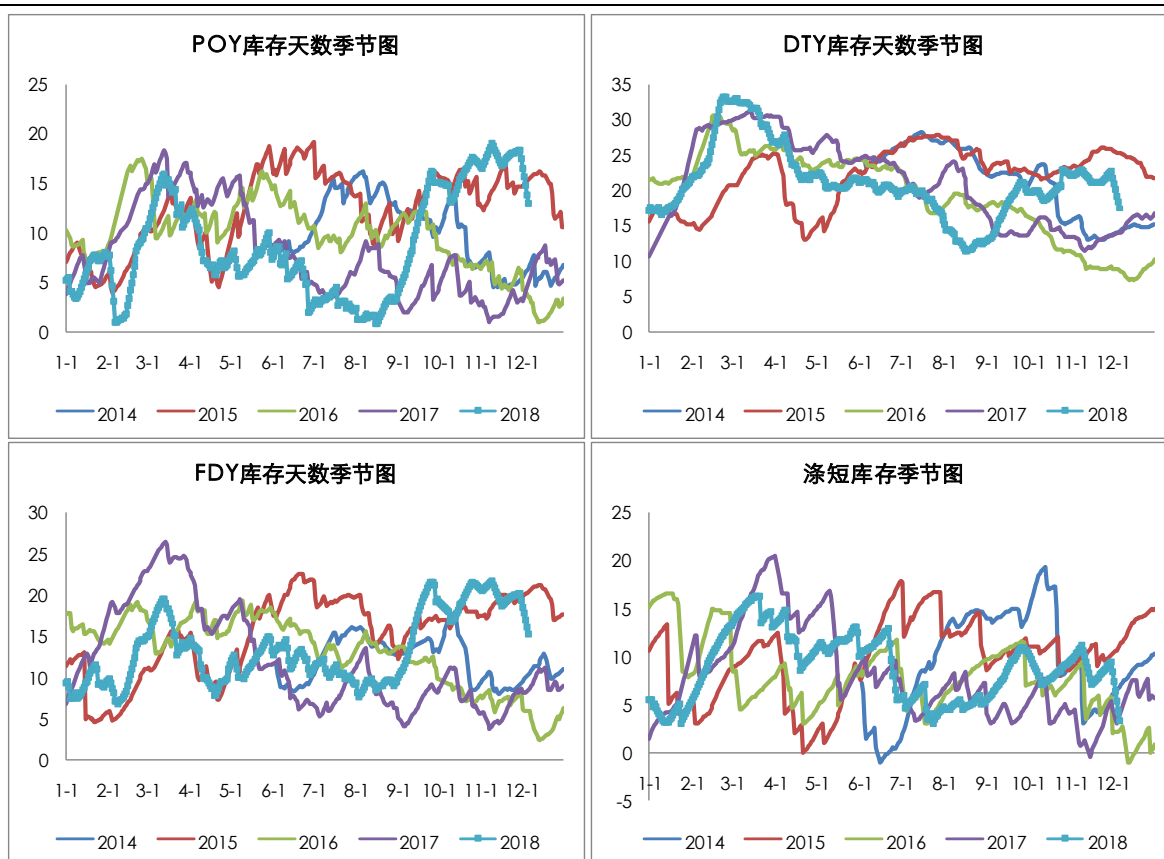
表 2：2019 年有投产预期的聚酯装置

装置	产能	地点	时间	产品
经纬新纤	20	长乐	2018 年 12 月	长丝
国望高科	20	吴江	2018 年 12 月	长丝
江苏向阳	8	江阴	2019 年 Q1	短纤
扬州富威尔	20	扬州	2018 年 12 月	短纤
华亚	7	宜兴	2019 年 3 月	工业丝
江苏华西村	10	江阴	2019 年 Q1	短纤
嘉兴逸鹏	50	嘉兴	2019 年	长丝
海南逸盛	50	海南	2019 年 H2	瓶片
大连逸盛	100	大连	2019 年 H2	瓶片
澄高包装二期	60	江阴	2019 年 H1	瓶片
仪征化纤	20	扬州	2019 年	短纤
江苏恒力	20	盛泽	2019 年 Q2	工业丝
浙江三维	15	台州	2019 年 H2	工业丝
浙江三维	25	台州	2019 年 H2	切片
桐昆二期	60	嘉兴	2019 年	长丝
桐昆恒忱	60	嘉兴	2019 年	长丝
盛虹	25	吴江	2019 年	长丝
恒逸（海宁）	75	嘉兴	2019 年	长丝
桐昆恒邦四期	30	嘉兴	2019-2020 年	长丝
桐昆恒腾四期	30	湖州	2019-2020 年	长丝
逸鹏	50	嘉兴	2019 年	长丝
南通恒科	60	南通	2019-2020 年	长丝
锦兴	50	晋江	2019-2020 年	长丝
大连逸盛	60	大连	2020 年	瓶片
总计	845			

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

库存水平上，今年聚酯产品库存波动幅度明显扩大，上半年因海内外经济增长优秀，纺服需求增长，纺服产业链大幅去库后心态乐观，开始积极建库备货，瓶片则因海外装置故障多及竞争力差，出口量价齐升，而下半年全球经济增长放缓，前期的投机性需求在预期转弱后迅速消失，同时“抢出口”带来的需求前置效应逐步释放，刚需降低，聚酯产销因此持续低迷，产成品库存快速增长。截止 12 月初，聚酯产成品库存大幅高于去年同期水平，与 15 年水平相近，预计一季度聚酯负荷同比偏低。

图 9：涤丝及短纤产品库存可用天数季节图（天）

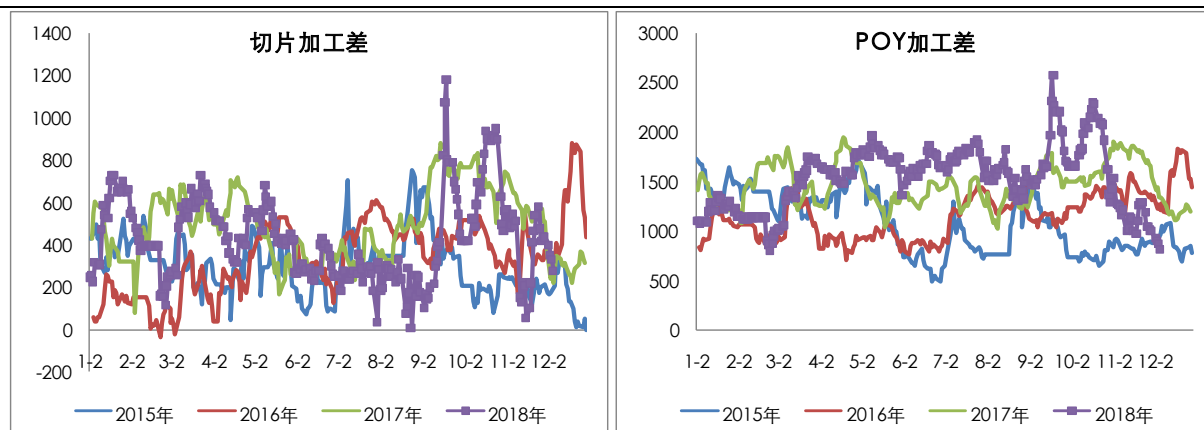


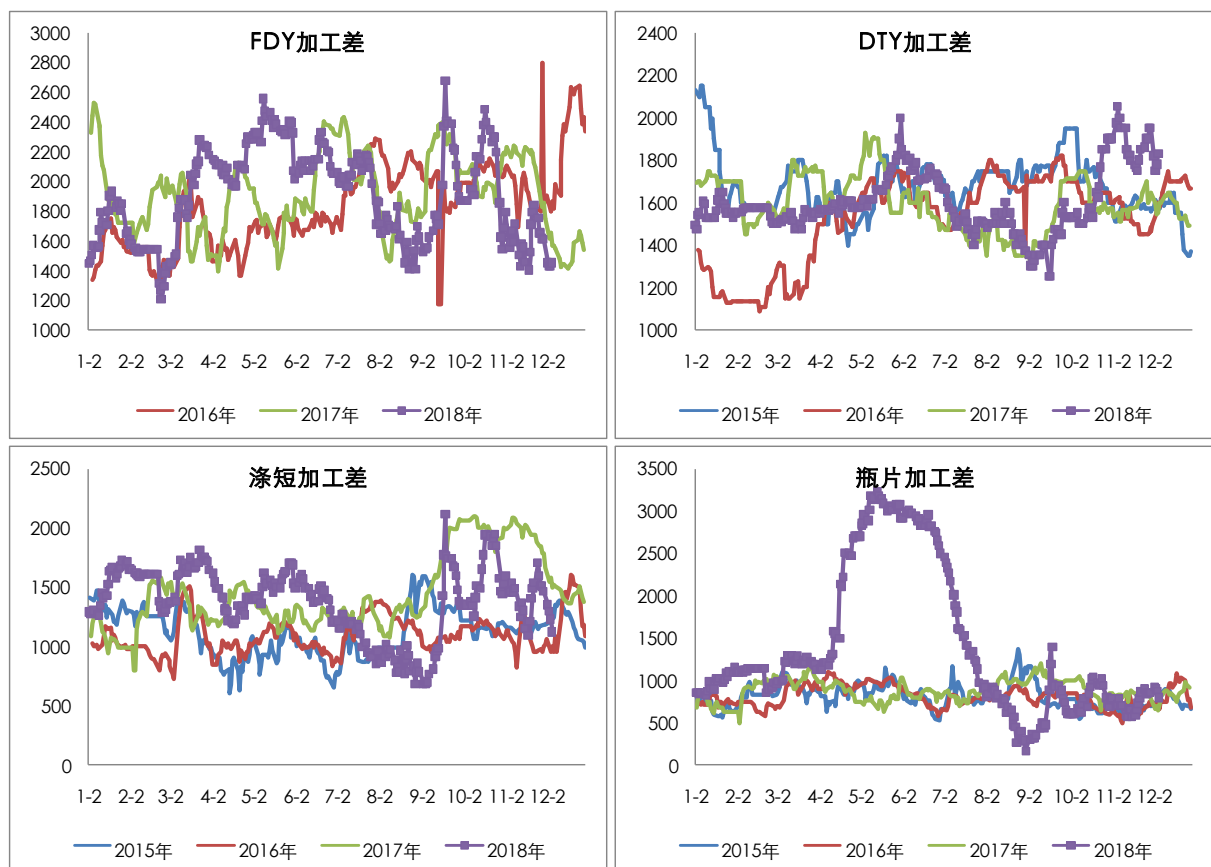
数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.2 毛利水平

盈利水平来看，2018 年聚酯产业链景气度回升，聚酯各产品毛利同比均有一定提高，其中 POY、瓶片表现突出，毛利同比增长明显；FDY、涤短优秀，毛利同比略高；DTY、切片一般，毛利同比持平。2019 年加工差预计聚酯各产品毛利将面临压缩，一方面因龙头企业不断并购整合，规模化优势逐步体现，另一方面，从前述统计的产能增长来看，聚酯产能增长大于 PTA 产能增长，来自 PTA 的挤压力量将显著增强。

图 10：聚酯各产品加工差季节图（元/吨）





数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 纺织业及纺织服装、服饰业

从2017年Q4开始，纺织纺服环节迎来一轮弱复苏，内外需双双转好，2018年H1纺织纺服环节平均产成品库存快速下降，但进入2018年H2后，全球宏观环境转弱，外需逐步走弱，内需同样在商品房销售转弱后开始收缩，市场预期在多因素下转为谨慎保守，消费及投机因此需求均有下滑，纺织纺服环节重新累库。2019年来看，宏观经济不确定性增强，预期能否扭转依赖于各经济体的刺激政策，纺织纺服的出口金额、零售额等内外需指标增速预计放缓。

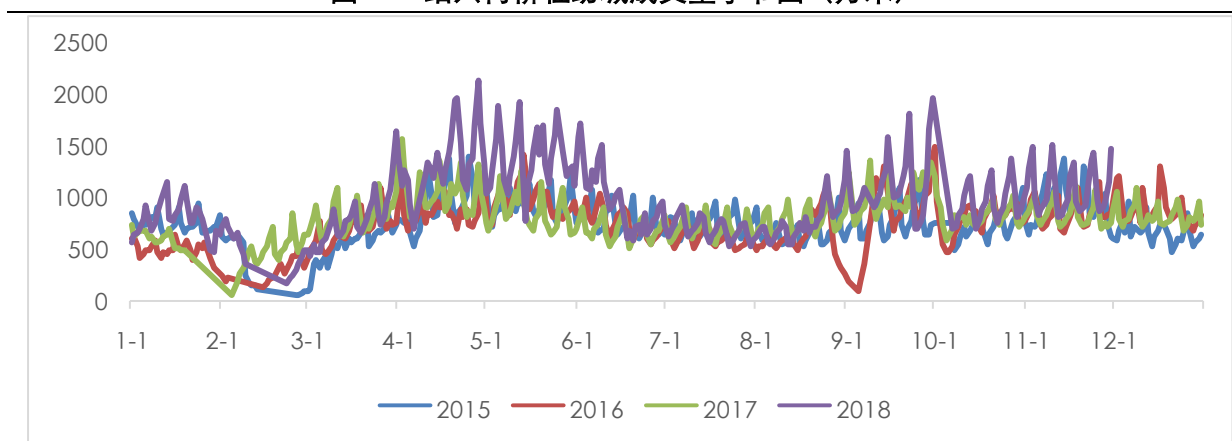
4.1 绍兴柯桥轻纺城成交量

2018年柯桥轻纺城成交量较往年显著增加，截止11月30日，轻纺城平均成交量在975万平米，同比增20.67%，2017年平均成交量同比仅7.73%。

坯布库存量表现先强后弱，上半年最低到21天，而后重新进入累库周期，同比来看，2018年末坯布库存高于16、17年，19年一季度涤丝-加弹-织造供需同比预计走弱，加弹、织造停工时间预计较18年有所提前。

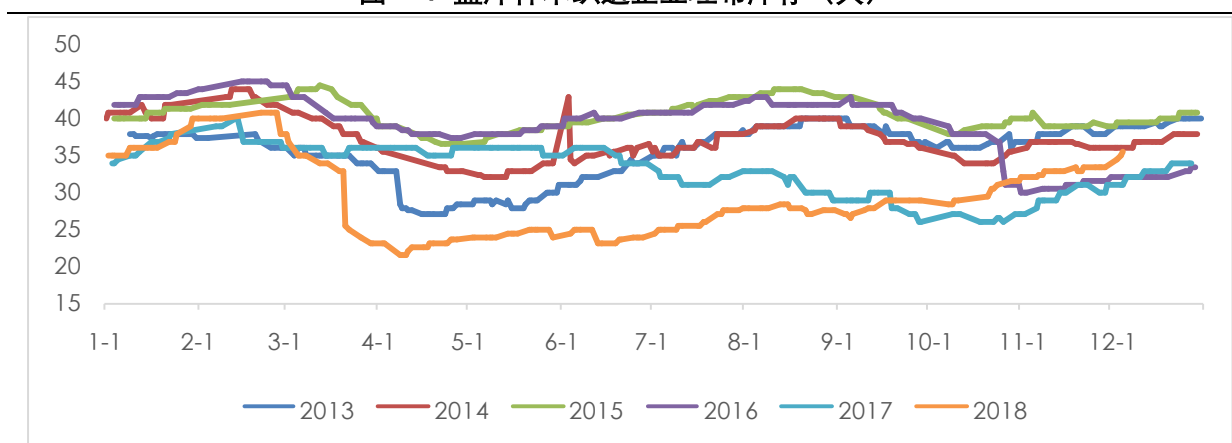
进口纺织机械量来看，今年纺织机械增速先高后底，17年尾18年初有增速上抬的现象，与本轮弱复苏有一定对应，但后期逐步走弱，今年累计增速均不如去年，因此至少19年H1看，旺季气氛或同比有所转弱。

图 11: 绍兴柯桥轻纺城成交量季节图 (万米)



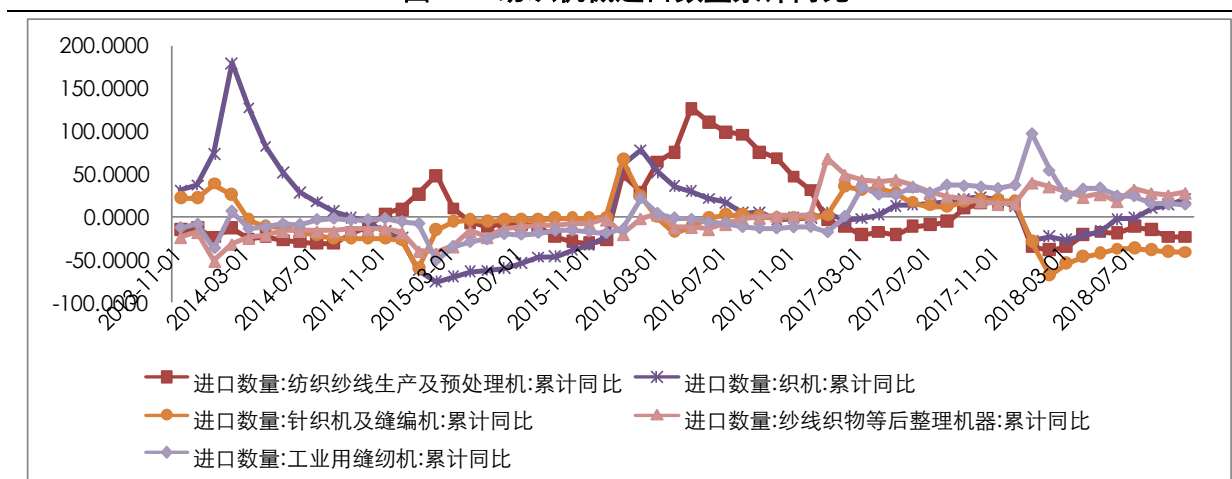
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 盛泽样本织造企业坯布库存 (天)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 纺织机械进口数量累计同比

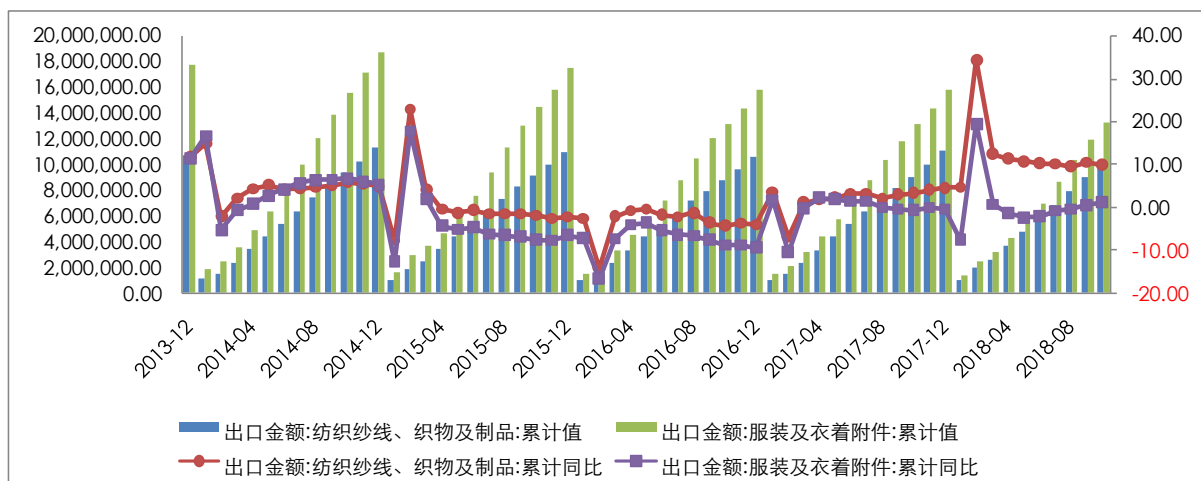


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.2 出口

2018 年外需表现优秀，据海关统计的纺织纱线、织物及制品 1-10 月累计出口 989 亿美元，累计同比 9.9%，去年同期在 3.3%，服装及衣着附件 1-10 月累计出口 1318 亿美元，累计同比在 1.2%，去年同期在-0.6%。

图 14：纺织纱线织物及制品、服装及衣着附件出口累计值和累计同比



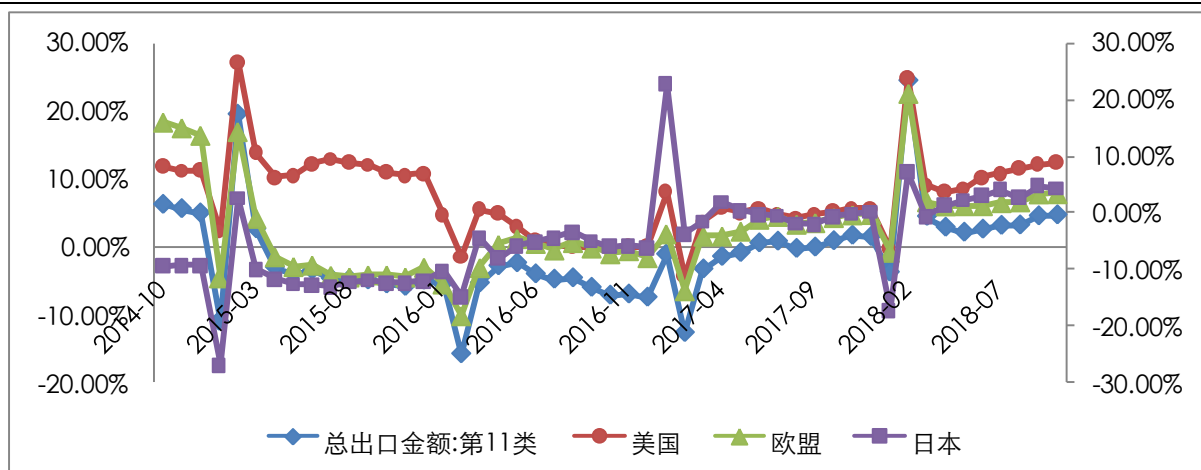
数据来源：Wind，兴证期货研发部

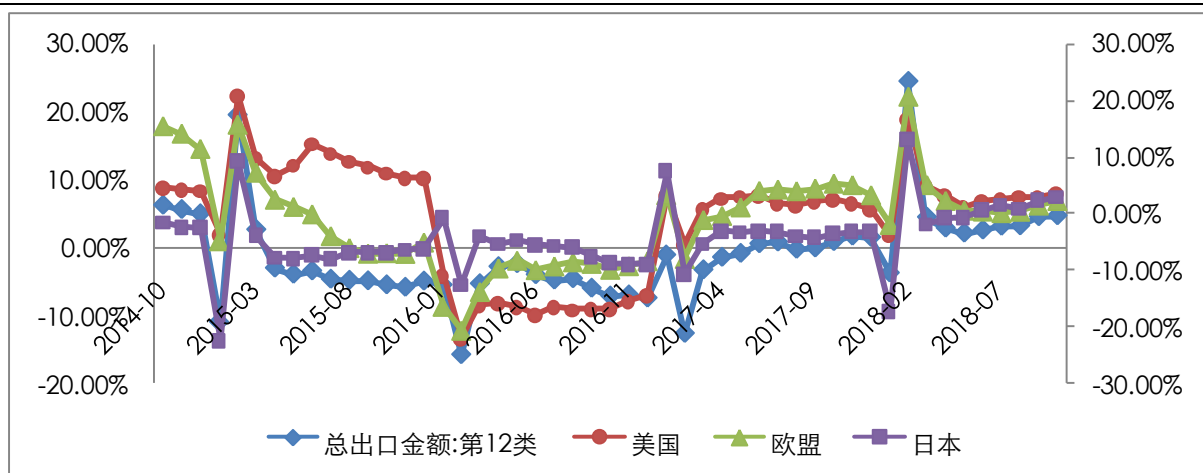
分国别看，对美国出口增加显著，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 386 亿美元和 187 亿美元，同比分别在 8.87%和 3.50%，去年同期在 0.31%和 2.63%，出口占比约 17.4%和 6.19%。

对欧盟出口小幅，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 405 亿美元和 109 亿美元，同比分别在 3.41%和 2.20%，去年同期在-0.79%和 5.25%，出口占比约 18.25%和 4.92%。

对日本出口增加显著，1-10 月 HS 口径第 11 类产品和第 12 类产品出口累计值在 170 亿美元和 24 亿美元，同比分别在 4.33%和 2.91%，去年同期在-0.64%和-3.46%，出口占比约 7.68%和 1.12%。

图 15：HS 口径下，第 11 类产品（上）和第 12 类产品（下）分国别累计同比



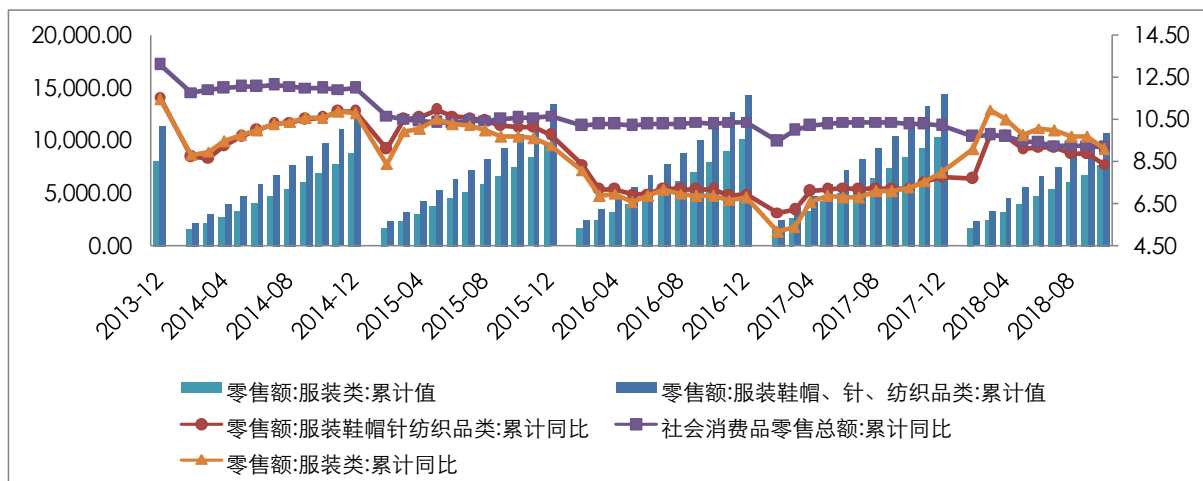


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.3 纺服国内消费

内需增长先强后弱，增速从高点逐月下滑。社会消费品零售总额 1-10 月累计 31.0 万亿元，累计同比 9.2%，去年同期在 10.3%，子项服装类和服装鞋帽、针、纺织品类零售额却有显著增长，1-10 月分别在 7.7 千亿元和 1.1 万亿元，累计同比增长在 9.1% 和 8.4%，去年同期在 7.3% 和 7.3%。

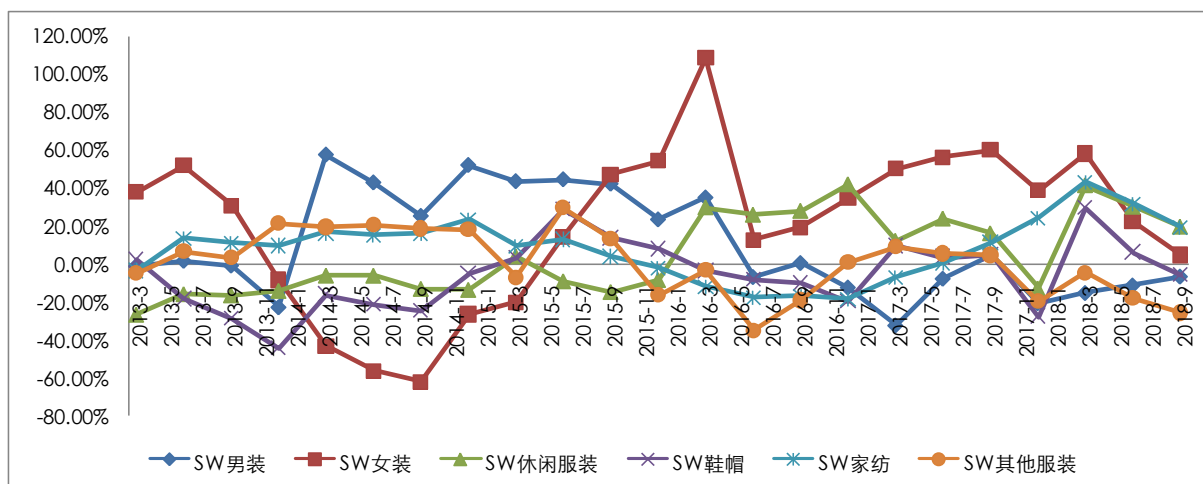
图 16：社会消费品、服装类、服装鞋帽针纺织品零售额累计值和累计同比



数据来源：国家统计局，兴证期货研发部

分子行业看，2018 年 A 股纺服板块归母净利润呈现同样呈现先强后弱，上半年表现突出的 SW 女装、休闲服装、家纺均出现明显回调，2018 年三季报同比分别在 4.89%、19.72%、19.22%，较一季报下降 53%、21% 和 23%，同样也弱于 2017 年同期。反应行业弱复苏遇阻。

图 17: SW 服装家纺子板块的归母公司净利润合计同比

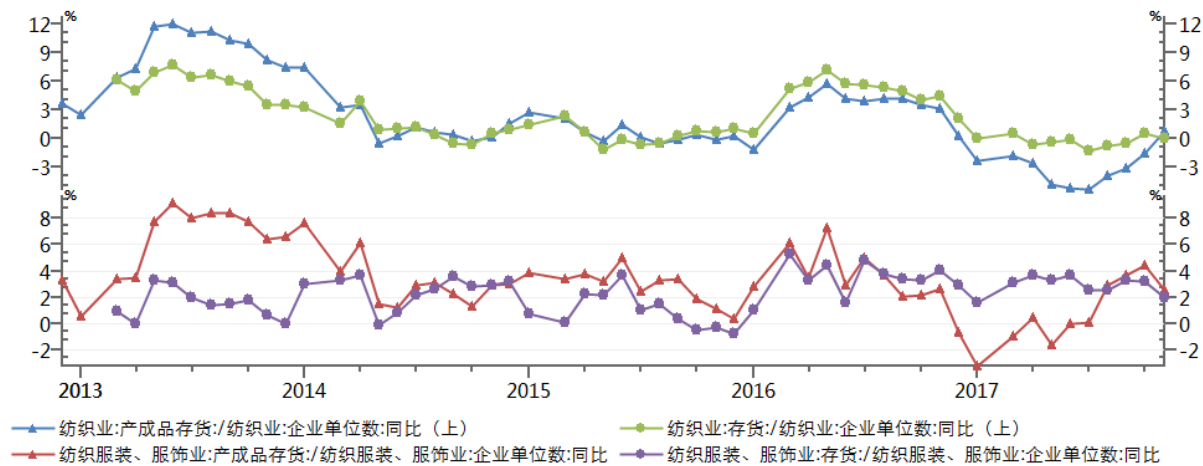


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.4 纺服行业库存

限额以上企业产成品库存同样表现出先强后弱的态势, 反应下半年需求转弱后, 纺服行业产成品库存重新积累。截止 10 月, 纺织业平均产成品存货同比在 0.76%, 存货占比在-0.04%; 纺织服装服饰业平均产成品存货在 2.57%, 存货占比 2.02%。

图 18: 纺织业(上)和纺织服装服饰业产成品存货与存货同比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. PX

2018 年 PX 环节先弱后强, 上半年因期初库存较高及 PTA 开工低于预期, 使得加工差同比偏低, 库存去化缓慢。下半年, PTA 集中检修结束, 负荷同比显著增加, 而 PX 负荷增速低于 PTA, 导致 PX 开始出现供不应求, 库存快速消化。

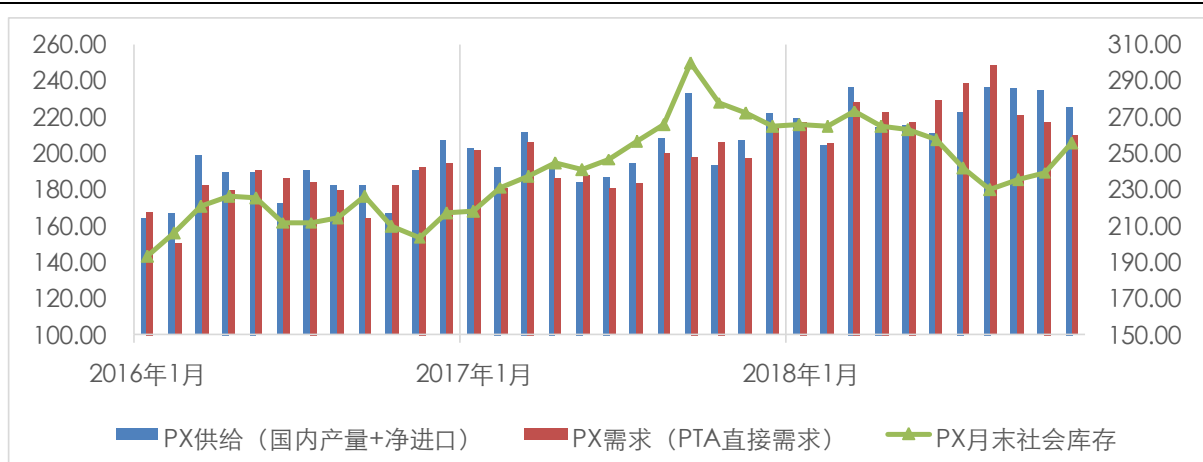
供需平衡表来看, 2018 年 1-11 月国内 PX 产量在 1018 万吨, 累计同比在 11%, 1-11 月进口量累计在 1440 万吨, 累计同比在 11%, 均显著高于 17 年。亚洲产能则仅增 5%左右, 包括沙

特 134 万吨、越南 70 万吨的两套新装置投产，以及印尼 55 万吨的旧装置重启，增速与 17 年持平。

2019 年，亚洲 PX 将迎来产能集中投放，主要是国内产能。其中，腾龙芳烃 160 万吨与福建炼 85 万吨均预计在 1 月前前提负，而恒力、浙石化、中石化海南均有在上半年投产可能，总计近 1000 万吨产能，其中一体化产能占比较多，新装置开车存在较高不确定性，实际产量增长或要到 19 年下半年。

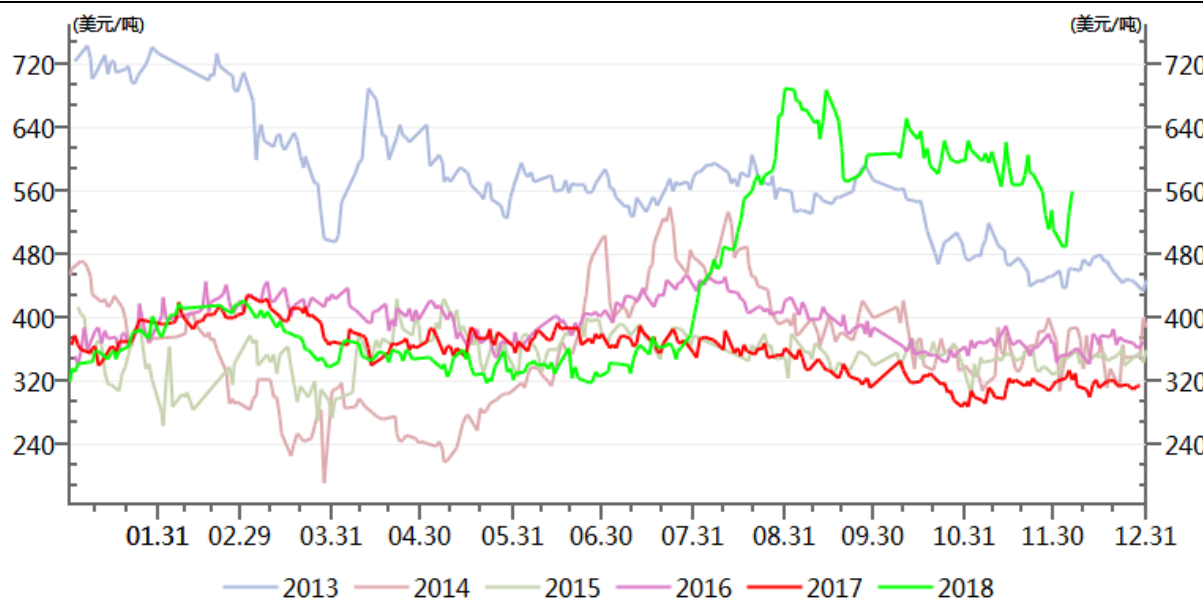
因此，上半年着眼点还是关注 PX 检修量情况，从目前信息整理来看，19 年上半年亚洲整体检修力度要低于 18 年，仍集中在 3-5 月。一季度，PTA 月均产量参照往年约 330 万吨，PX 月均供应量约 220 万吨，PX 相对过剩；二季度，PTA 月均产量预计提升至 340-350 万吨，PX 月均供应量预计 210 万吨，PX 相对偏紧；下半年随新装置投产，PX 预计走向宽松。对加工差预估同样先强后弱，二季度或是年内 PX 加工差最高点。

图 19: PX 月度供需平衡表 (万吨)



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 20: PX-石脑油 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 3: 2019 年有复产或投产可能的 PX 装置

装置	产能 (万吨)	国家	投产情况
腾龙芳烃	160	中国	2019 年 1 月开始提负
福建炼化	85	中国	2019 年 1 月提负重启
恒力石化	240	中国	2019 年一季度
浙江石化	400	中国	2019 年二季度
中石化海南	100	中国	2019 年 6 月附近
恒逸石化一期	150	中国	2019 年三季度

数据来源: 石化资讯网, 兴证期货研发部

表 4: 2019 年 PX 装置检修计划

装置	产能 (万吨)	地点	检修计划
金陵石化	70	中国	二季度有检修计划
中海油惠州	95	中国	2 月中旬检修 50-60 天
Aromatics malaysia	55	马来西亚	2019 年 3-4 月检修 30 天
美孚	180	新加坡	2019 年 1 月检修 1 号线 60 天 2019 年 3 月检修 2 号线 30-40 天
美孚	50	泰国	2019 年 9 月检修 45 天
THAL OIL	53	泰国	2019 年 5 月检修 45 天
PTTG	131	泰国	2019 年 5-6 月检修 1 号线
Hyundai/COSMO	118	韩国	2019 年 4-5 月检修 2 号线 30 天
S-OIL	187	韩国	2019 年 4-5 月检修
SKGC	130	韩国	2019 年 12 月检修 30 天
JXTG	320	日本	2019 年一季度检修 Mizushima60 天 2019 年二季度检修 Sakai60 天
NSRP	70	越南	2019 年 6 月检修 30-40 天

数据来源: 石化资讯网, 兴证期货研发部

6.策略建议及风险提示

19 年 PTA 平均加工差有望在产业链上下游利润让渡中继续上升, PTA 重心仍将稳步上抬。但宏观预期不确定下, 趋势性行情难现, 更多的可能是季节带来的波段行情。

单边年度策略 05 合约 (09 合约) 以逢区间底部 5800 (5600) 附近买入, 逢 6600 (6400) 附近平仓为主; 跨期策略上, 19 年投机性需求并不乐观, PTA 货紧可能性较 18 年下降, 跨期可结合库存预期变动情况, 震荡思路对待; 跨品种方面, MEG 产能投放多于 PTA, 可考虑逢低买入 PTA/MEG 组合。

风险点上, 1.全球经济均面临下行风险, 2019 年国内外或有一定反周期的经济刺激政策, 对商品市场影响存在不确定性; 2.国际原油正寻求新的供需平衡点, 各国减产执行将显著增加油价波动率。

供求宽松，豆类油脂继续寻底

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

2019年上半年全球大豆供应增加、需求疲弱，供求过剩矛盾打压价格，下半年供求过剩状态有所缓解。

国内豆粕的供应增幅略低于正常水平，但下游需求不容乐观，继续打压豆粕价格；中美贸易争端对市场影响较大，需要关注中国进口节奏及关税问题，这些将对豆粕价格走势产生较大影响。

豆油的消费量增加的幅度比较大，但我国豆油的供应主要依靠进口大豆，供给依然充足，充裕的库存仍将对价格产生较大的利空影响。

棕榈油产量的恢复性反弹已经导致国际价格大幅下挫，棕榈油性价比角度已经较豆油和菜籽油有优势，未来可能还需要价格的走低来夺回豆油和菜籽油占领的市场份额。未来一年棕榈油的增产还将继续打压棕榈油价格。

大豆：探底回升

1. 全球大豆基本面

1.1 大豆

整体来看，我们认为 2019 年上半年全球大豆的供求仍旧维持宽松状态，下半年美豆的种植面积将大幅度下降，大豆的供求过剩状态开始逐步得到缓解，豆价在上半年可能探明底部后缓慢震荡回升。目前，根据美国农业部报告显示，巴西大豆的种植面积达到 3750 万公顷，较 2017/18 年度的 3510 万英亩增加 240 万公顷或 6.8%；在保持趋势单产的情况下，巴西大豆的产量可能达到 1.205 亿吨。阿根廷大豆的种植面积也由于种植收益较好出现大幅增加，达到 1850 万公顷，远远高于去年的 1630 万公顷，增加达到 13.5%；在趋势性单产的预测下，阿根廷大豆的产量将出现回复性的反弹，总量达到 5550 万吨，保证了南美大豆充足的供应。美国方面，目前国内大豆的库存积压严重，大豆的现货价格也仅仅维持在成本线附近；虽然中美贸易争端缓解，但中国采购美豆的步伐放缓，美国大豆价格可能有所反弹但反弹幅度有限；美国农民未来选择种植大豆的概率将下降，从私人调研机构的数据看，美国大豆的种植面积可能下降到 3400 万公顷，较 2017/18 年度下降达到 6% 以上。我们认为，由于美豆种植效益的大幅缩水，种植面积的下降不可避免。因此，从季节性角度看，2019 年上半年将经历南美大豆大量上市，下半年美国大豆产量大幅缩减的情况，我们倾向于认为，全球大豆价格在上半年探明市场底部，下半年市场供求状况改善，大豆价格有所反弹。

1.1.1 美国大豆基本面

产量方面，2018/19 年度美国大豆的种植面积为 8910 万英亩较 2017/18 年度小幅下降 100 万英亩，但单产水平大幅提高到 52.1 蒲式耳/英亩，较去年的 49.3 蒲式耳/英亩大幅提高，使得美国大豆的产量再次创出了历史新高，达到 46 亿蒲式耳或 1.25 亿吨的水平，美豆的丰产给全球带来了丰裕的大豆库存。2019 年春季，美国农民将面临种植作物的选择问题，由于前期中美贸易争端的影响，美国大豆出口数量锐减，大豆现货库存压力非常大，导致大豆价格保持在农民的种植成本附近，种植收益大幅下滑。如图 1 所示，CBOT 大豆玉米主力连续合约的比价已经跌至 2.34，低于均衡比价 2.5 的水平，这就意味着美国大豆的种植效益要低于玉米，未来大豆的种植面积可能会出现下降。根据私人调研机构的数据，2019/20 年度，美国大豆的种植面积可能下降到 3400 万公顷，较 2018/19 年度下降达到 6% 以上。我们认为，由于中美贸易关系的复杂且前景扑朔迷离，美豆种植效益大幅缩水，农民选择种植大豆的面积下降幅度可能会更大，这可能会使供求过剩的大豆市场出现改善。从单产的情况看，虽然大豆的种植受天气影响，但随着种子技术的发展，大豆单产受天气影响的程度在逐步降低，在不出现极端气候的情况下，美豆的单产预期还将保持平稳增长的态势，产量的变动更加取决于种植面积的因素。整体来看，美国大豆种植面积缩小会导致美豆总产量出现减少。

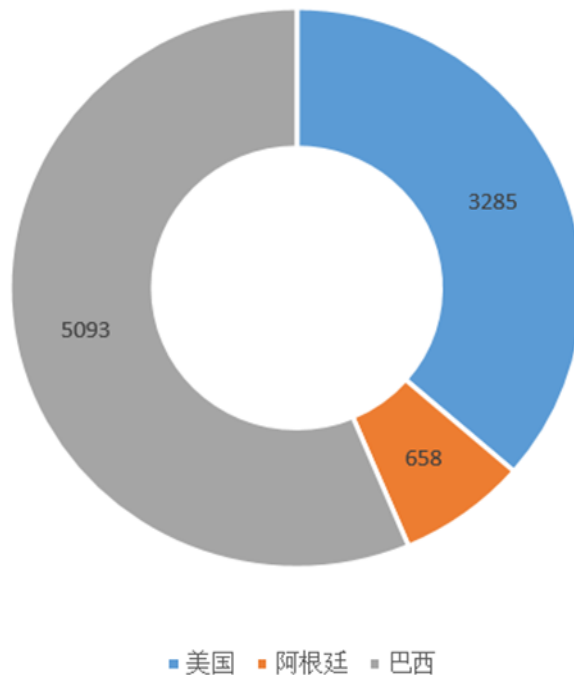
图 1: CBOT 大豆玉米比价



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

需求方面，美国是目前全球大豆产量最高的国家，本国的消费量仅次于中国，居全球第二位；美国大豆的出口量仅次于巴西，也是全球大豆出口的主要国家。如图 2 所示，2017 年日历年期间，中国进口美国大豆 3285 万吨，约占中国进口大豆总量 9553 万吨的 34.4%，大约占美国全年出口 5660 万吨的 58%，中国的大豆进口市场是美国大豆出口不可或缺的部分。

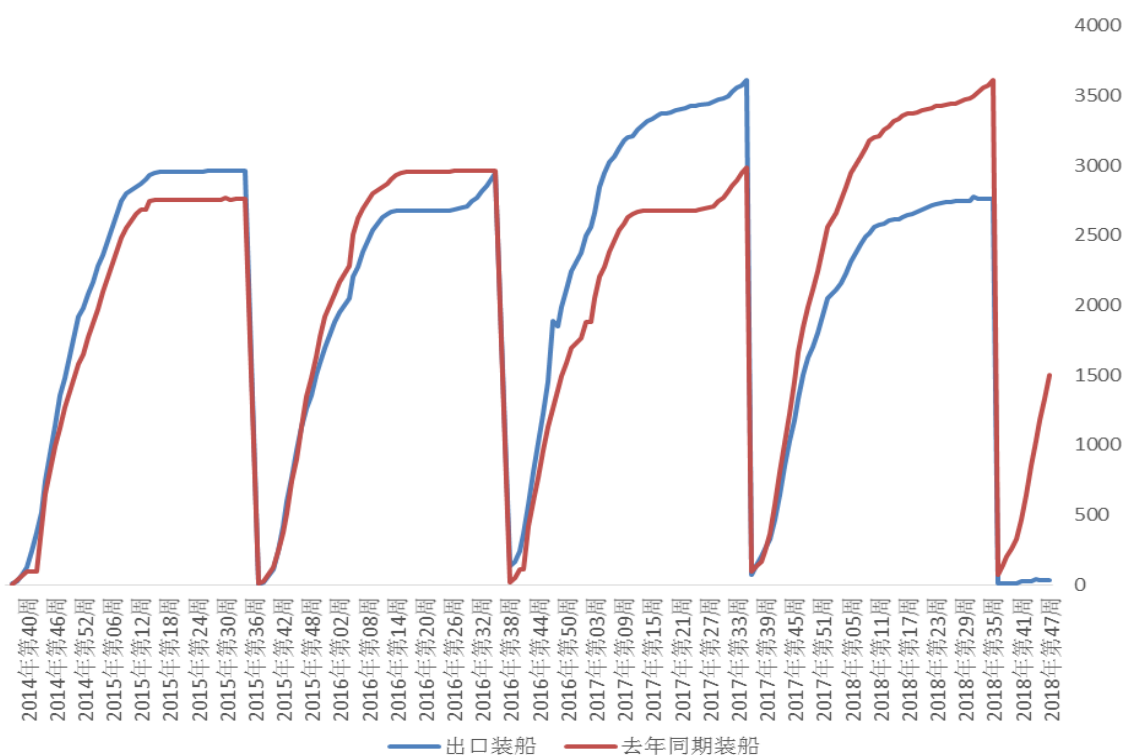
图 2: 中国大豆进口 (万吨)



数据来源：海关总署，兴证期货研发部

但从 2018 年 4 月中美贸易争端导致美国大豆的出口签约同比大幅下降，出口到中国的大豆数量也出现大幅下降。2018 年 4 月到 8 月传统美国大豆的出口淡季，出口数量相对较小，因此对中国的出口数量减小从数据看并没有特别的明显，但自 9 月新作美豆上市开始，美豆对中国的出口量同比大幅下降的状况显现。2017 年 9、10 月美豆出口到中国的大豆数量分别为 94 万吨和 132 万吨，但 2018 年 9 月、10 月美豆出口到中国的数量分别下降到 13 万吨和 7 万吨，呈现断崖式暴跌；12 月 2 日，中美贸易冲突有所缓解，但中国进口美豆的数量和时间仍没有明确的时间表，这必然影响美国大豆出口到中国的数量。尽管目前美豆的偏低价格会吸引除中国以外其他国家的购买，但数量难以弥补中国市场缺失造成的空白。美国农业部将美国大豆的出口数量由 2017/18 年度的 5795 万吨下调到 5171 万吨，但部分机构认为下调的幅度仍没有完全显示出中国进口商的需求减少，因此美国大豆出口降低的数量将会随着后期时间推移而不断下调。如下图 3 所示，截止 11 月底，美国新作大豆出口中国装船只有 34 万吨，而去年同期水平达到 1498 万吨，显示今年中国进口美豆的进度大幅放缓，即使后期装船加快也很难弥补前期的缺口。

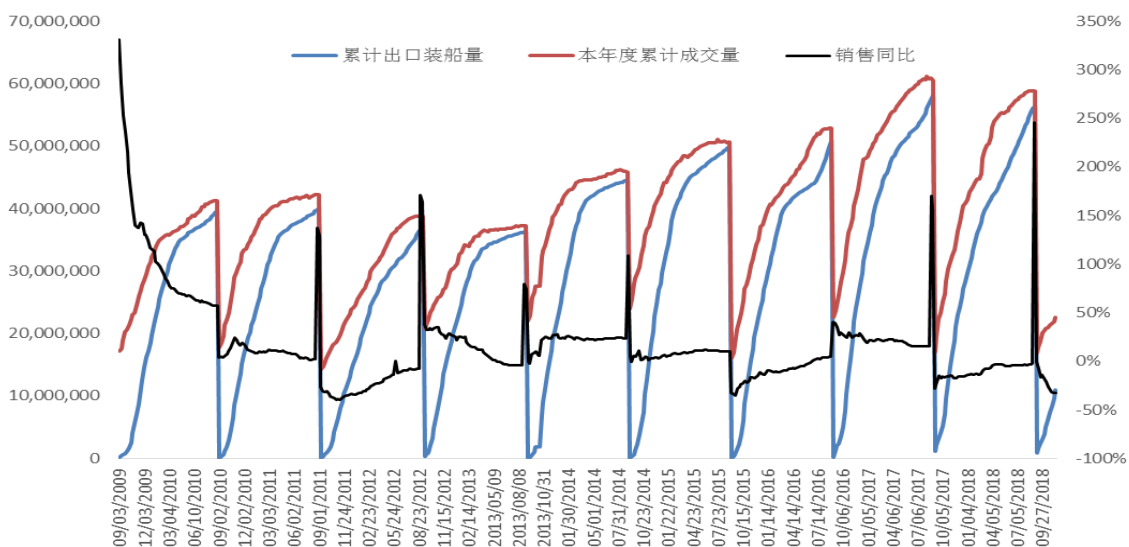
图 3：美国对华大豆出口装船(吨)



数据来源：USDA，兴证期货研发部

从美国大豆的销售情况看，2018 年以来美国大豆在与南美大豆的出口竞争中缺乏优势以及中美贸易摩擦导致销售数据大幅放缓。以今年 9 月至 11 月 15 日的数据看，美国大豆的出口累积成交数量为 2263 万吨，远远低于去年同期的 3338 万吨的水平，同比降幅继续扩大，降幅达到 35%；目前是美国大豆的出口周期，后期随着巴西大豆的提前上市，可能会提早抢占美豆出口的市场，使美国大豆的出口前景不容乐观，美国农民将面临销售大豆的重重困难。

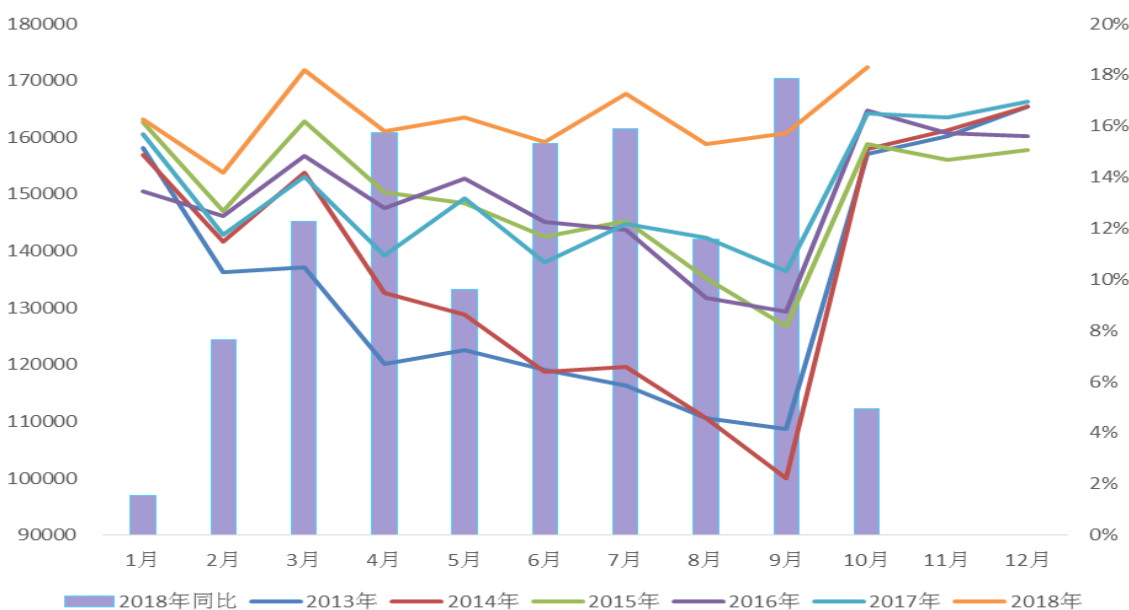
图 4：美国大豆销售（吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

压榨方面，随着美国本土大豆的销售放缓，供应压力大幅增加，价格也出现大幅下挫的局面；价格的下挫刺激了本国大豆的压榨增加。如图 5 所示，美国大豆的压榨量数据较去年的水平大幅增加。从 2018 年 2 月开始，压榨量同比大幅增加，最高增幅在 9 月达到 18% 的水平，尽管 10 月份同比增幅大降，但仍然比去年同期高 5% 的水平，说明美国国内压榨行业产量增幅较大；但美国国内大豆消耗的增量也仅为 540—860 万吨，远不足以弥补中国大豆进口的缺口。

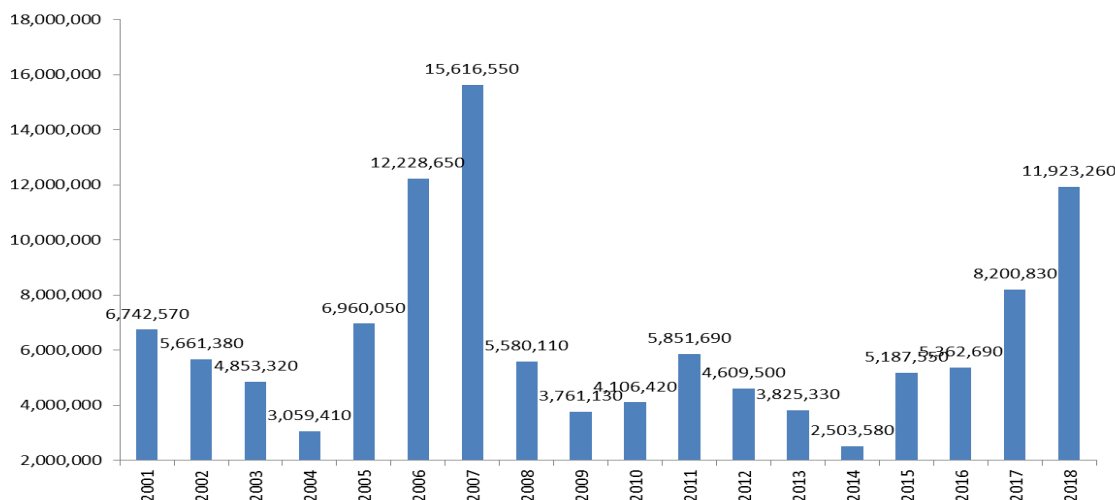
图 5：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA，兴证期货研发部

库存方面，截止到9月1日，美国大豆的季度库存达到1192万吨，这是历史同期的第三高水平，比去年同期的820万吨增加372万吨。自2014年开始，美国大豆的库存水平不断增加，充裕的库存将给价格带来很大压力，加之今年增产，销售不畅，后期新作入库后，库存可能会创出历史新高。

图 6：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

综合供求方面的信息，我们认为美国大豆的供求状态过剩，2019/20年度，美国大豆的去库存非常严峻，中美贸易争端虽然有所缓和，但美豆的出口周期大幅缩短，不利于美国农户大豆的销售，库存水平将维持高位从而打压大豆价格；随着大豆价格的下挫，大豆种植收益将显著低于其他农产品，导致2019年的春季美国农户选择种植大豆的积极性下降，从而使得未来的年度美国大豆供应出现下滑，大豆的供求状况届时将逐步改善，但这个改善的周期相对略长。

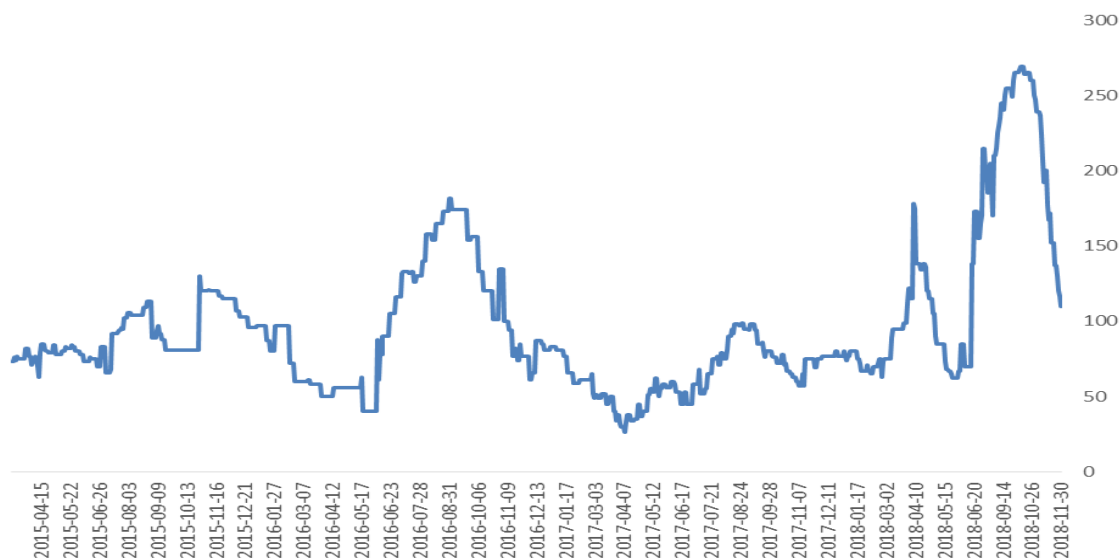
1.1.2 巴西大豆基本面

美国农业部预期2019年巴西大豆的种植面积达到3750万公顷，较2017/18年度的3510万英亩增加240万公顷；在保守估计单产的情况下，巴西大豆的产量可能达到1.205亿吨。从目前来看，今年巴西的大豆种植面积已经远超过美国，但目前美国农业部预测巴西大豆的单产数据偏低，导致巴西大豆的产量仍旧低于美国，由于目前的种子技术水平较高，我们倾向于认为巴西大豆的单产极有可能大幅上调，使得巴西大豆产量超越美国，成为全球大豆产量最高的国家。

最近几年，由于巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加；前期巴西大豆种植周期，中美贸易摩擦正在进行，导致巴西大豆出口数量剧增且出口升水也创出历史新高，巴西大豆顺利去库存。农户在种植收益较好的情况下，今年大幅增加大豆种植面积。如下图7所示，在巴西大豆种植的10—11月期间，尽管CBOT大豆期货价格大幅下跌，但巴西大豆销售的升水大幅上涨到历史新高的200—250美分/蒲式耳，保证了巴西大豆的销售价格达到11美元/蒲式耳以上，种植收益率达到15%以上。因此，农民毫无疑问会大幅提高大

豆的种植面积。根据美国农业部报告显示，巴西大豆的种植面积达到 3750 万公顷，较 2017/18 年度的 3510 万英亩增加 240 万公顷或 6.8%；根据巴西国内机构的调研，巴西种植面积的提高可能达到 8% 以上，要超出美国农业部目前的预估，在保持趋势单产的情况下，巴西大豆的产量可能创出历史新高。

图 7：巴西大豆升贴水报价（美分/蒲式耳）

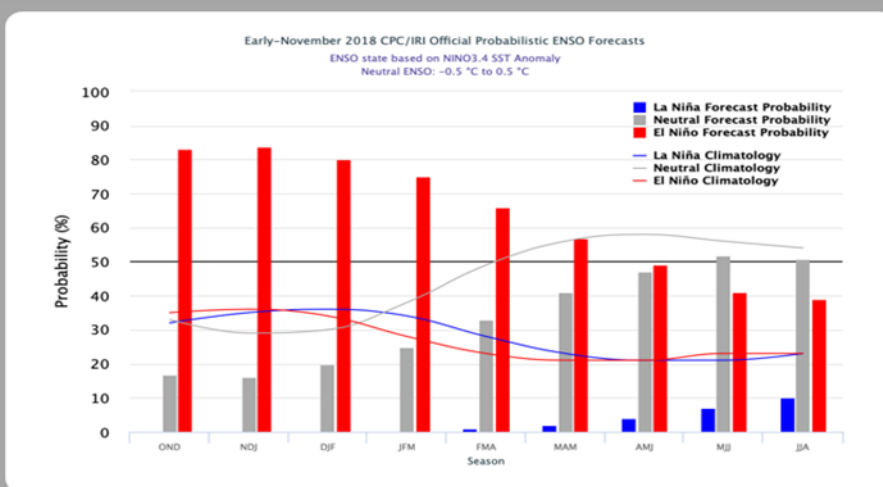


数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

另外，从气候情况看，2018/19 年冬春季也就是南美洲大豆生长的时期，出现厄尔尼诺气候的概率达到 80%，可能给南美洲带来非常充沛的降雨，有利于大豆的生长，因此后期巴西大豆的单产和产量数据可能会比较亮眼。从图 8 可以看到，在 2018 年冬季，全球厄尔尼诺发生的概率达到 80%，但随后概率将逐步下降；由于厄尔尼诺现象给南北美洲带来丰沛的降雨，因此整体有利于大豆的种植和生长，未来南美大豆的产量可能会维持甚至创出历史新高。

图 8：全球气候走势情况

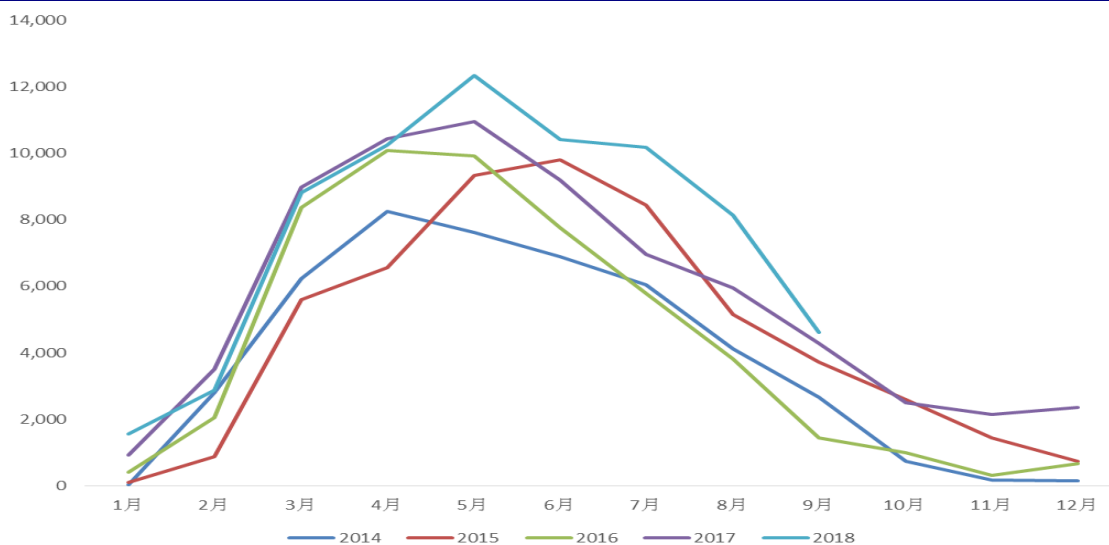
El Niño is expected to form and continue through the Northern Hemisphere winter 2018-19 (~80% chance) and into spring (55-60% chance).



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

需求方面，巴西大豆的出口占需求的比重最大，2017 年日历年度内，巴西大豆的出口量达到 6816 万吨，压榨量为 4184 万吨，占巴西大豆需求的比重分别为 60%和 37%。

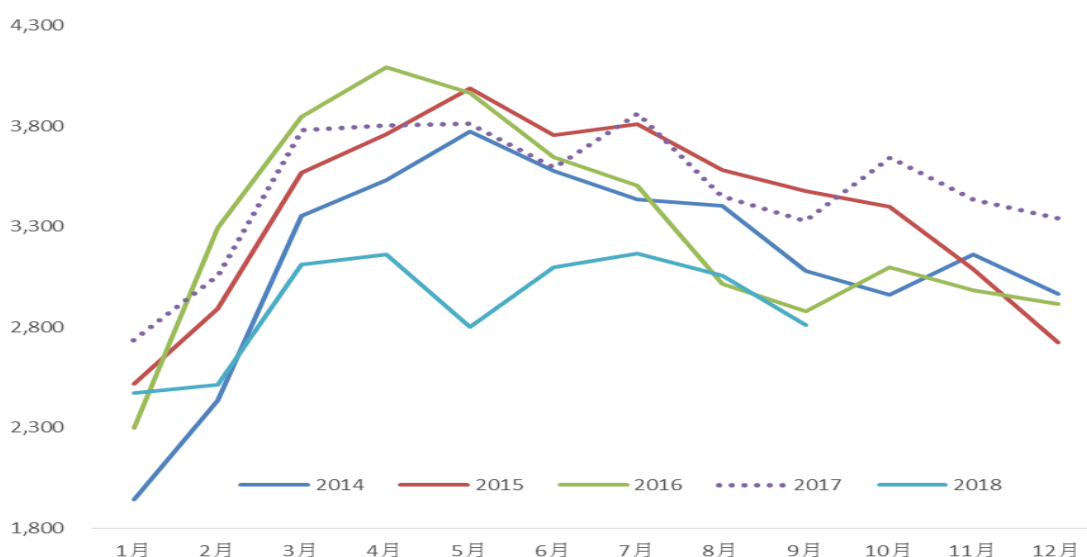
图 9：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：Abiove，兴证期货研发部

如图 9 所示，2018 年巴西大豆的出口数据基本维持高位水平，尤其是 5 月以后，中国进口数据激增，导致巴西大豆出口量持续大幅高于往年水平。在前四个月整体出口需求一般的情况下，中美贸易争端使得中国企业放弃进口美国大豆转而进口巴西大豆。尽管巴西大豆出口同比大增，但 10 月以后进入到巴西库存较少周期，巴西大豆的出口量也由最高的 1200 万吨下降到 300 万吨左右，很难满足中国的需求。近期中美贸易争端缓和的背景下，不排除中国买家将入市采购美国大豆使得后期巴西大豆的需求放缓。

图 10：巴西大豆压榨量（千吨）



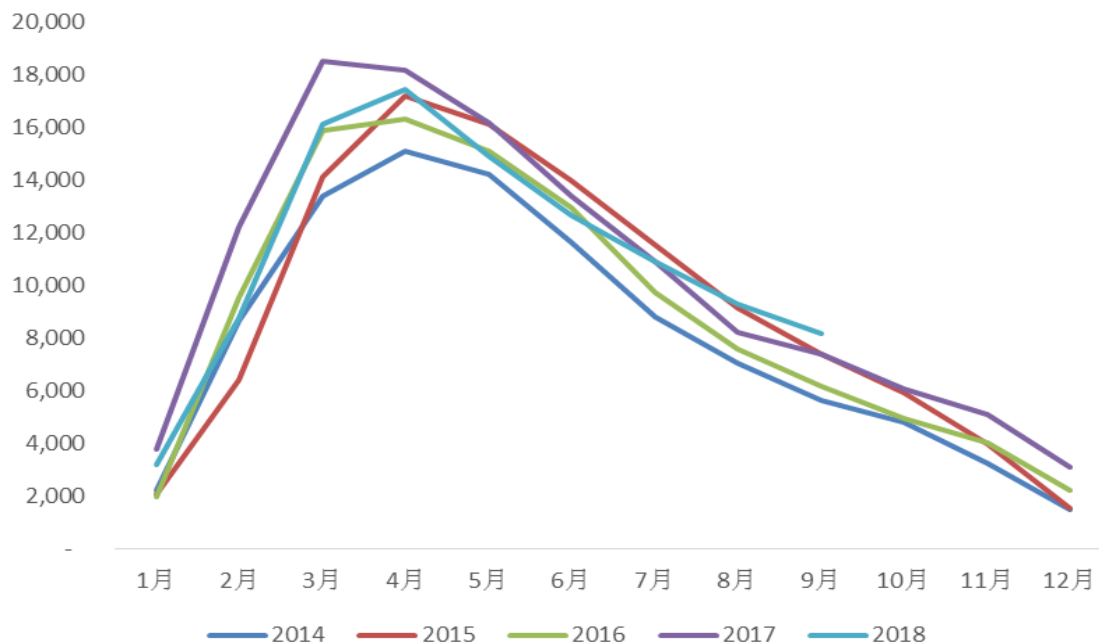
数据来源：Abiove，兴证期货研发部

压榨方面，巴西大豆的价格相对较高，部分抑制了巴西国内大豆的压榨需求。如图 10 所示，今年巴西大豆的压榨量持续低于去年的同期水平，基本处于近几年的低点。在出口旺盛、价格

大幅走高的情况下，大豆的压榨数量较差，在新作上市前可能继续维持低迷的状态。

2018年巴西丰产，大豆初始库存维持历史高位，但随着大量的出口及压榨，库存去化的进程较快。随着中国大豆进口量的持续增加，巴西大豆的库存将继续大幅下降。另外，由于巴西大豆压榨量放缓，使得国内的豆油和豆粕的库存去化更彻底，可能会带动后期巴西大豆的压榨，有利于库存的继续减少。

图 11：巴西大豆库存（千吨）



数据来源：Abiove，兴证期货研发部

综合巴西的供求情况，我们认为巴西成为 2018 年中美贸易摩擦的最大受益方。虽然巴西大豆丰产销售压力较大，但从美国转购巴西大豆的中国贸易商大幅增加，使得庞大的大豆现货库存可以以较高的价格销售，农民获得丰厚收益，库存水平也得到了很好的消化。但 2019 年度，中美贸易摩擦可能缓和，中国可能订购大量美豆，而巴西的种植面积扩大大豆继续大幅增产可能很难消化，因此巴西大豆收获的时期很可能是全球大豆供求基本面最宽裕的时期，大豆的价格会出现阶段性底部。

1.1.3 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三大豆生产国，但由于本国的压榨行业产能较大，大豆的压榨量较大，导致可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西，尽管是全球大豆出口的第三大国，但出口量一直小于 1000 万吨。由于 2018 年阿根廷主产区遇到干旱天气的影响，大豆的产量大幅减少，仅为 3780 万吨。但由于阿根廷大豆价格维持高位，农户的种植收益较好，导致今年阿根廷大豆的种植面积可能达到 1850 万公顷，较去年的 1630 万公顷大幅增加 220 万公顷或 13.5%。假设阿根廷大豆单产维持趋势性单产则产量水平可以达到 5550 万吨，虽然低于 2014 年的水平，但恢复性增产接近 1800 万吨，这将给全球大豆供应带来很大的压力。

需求方面，2010 年以来，阿根廷大豆的净出口量维持在 800 万吨左右的水平；大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到 4300 万吨，导致本国大豆的出口量逐步萎缩。2016/17 年度，阿根廷大豆的净出口量为 550 万吨；2017/18 年度，由于大豆产量大幅下降，阿根廷大豆的净出口量为

-318 万吨，历史上绝无仅有。若 2018/19 年度，阿根廷大豆的产量维持正常水平，则在补足库存后，阿根廷大豆还将再次出现新的出口，根据美国农业部的预测可能达到 380 万吨。由于阿根廷大豆主产区比较集中，受天气影响相对更大，因此需要重点关注阿根廷天气变化。

压榨角度看，2018 年由于国内大豆的紧张，导致阿根廷大豆的价格维持高位，使得阿根廷大豆的压榨数据也同比出现了大幅的下滑。根据美国农业部的预估，2017/18 年度，阿根廷大豆的压榨量为 3698 万吨，较去年同期的 4330 万吨大幅减少 632 万吨。未来阿根廷大豆的压榨数据可能再次反弹到 4300 万吨以上。

出口关税方面，2017 年年底阿根廷大豆的出口关税为 30%，豆油和豆粕的出口关税为 27%。根据阿根廷政府颁布的法令，从 2018 年 1 月份起的两年里，阿根廷将每月把大豆、豆油和豆粕的出口关税下调 0.5%，这意味着 2019 年底的大豆出口关税为 18%，豆油和豆粕的出口关税下调到 15%。但 2018 年 9 月，受汇率暴跌的影响，阿根廷政府出台措施紧缩财政，阿根廷政府宣布大豆出口关税从此前的 25.5% 下调到 18%，豆粕和豆油出口关税也下调到 18%（此前为 23%）。通过削除大豆及制成品之间长期以来存在的税差，这也将会降低压榨商的利润。另外，自 2015 年马克里政府废除预提税后，今年政府重新推出这一政策。所有的基础产品出口（包括大豆）将要交纳每美元 4 比索的预提税，而加工产品为每美元 3 比索。这相当于将有效出口关税上调 11%，预提税将实施到 2020 年 12 月份。这意味着受宏观经济的影响，阿根廷政府被迫提高了豆类油脂的出口关税到约 29%，不利于阿根廷大豆的出口竞争力，对阿根廷农户种植大豆的积极性有一定影响。

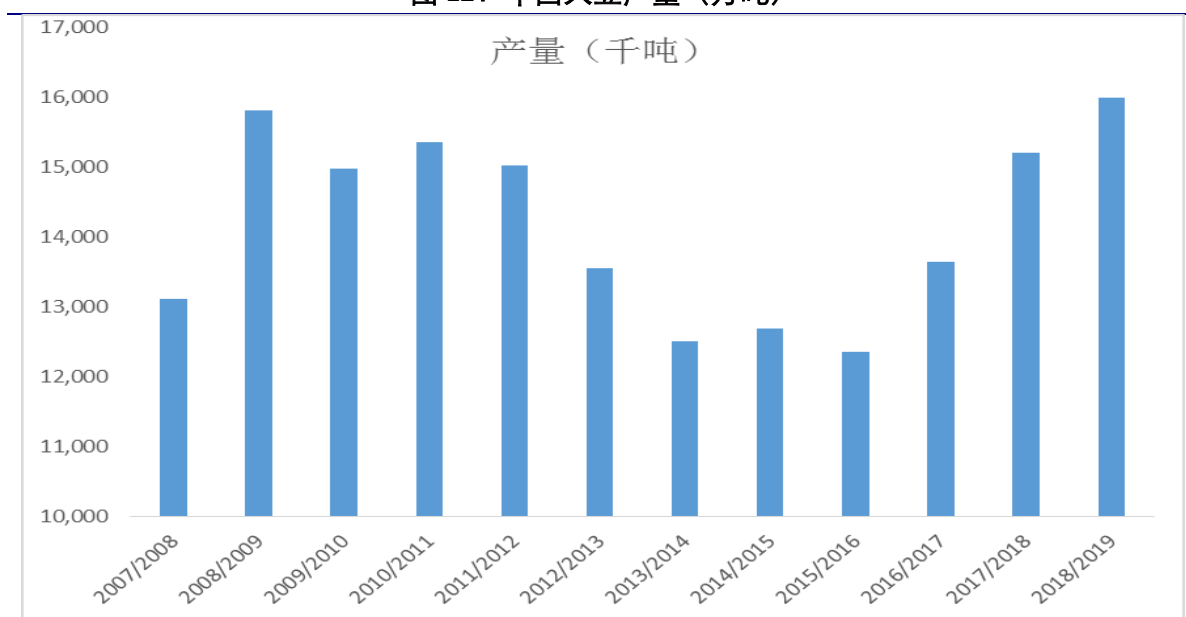
1.1.4 中国大豆基本面

我国大豆的产量维持在 1000—1500 万吨区间，由于国内大豆是非转基因大豆，单产低导致种植成本较高；出油率远低于国际转基因大豆，主产区黑龙江的运输成本较高，压榨方面用途的竞争力要远远低于国际转基因大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。整体来看，国产大豆的竞争力要远远低于转基因大豆。

供应方面，受 2017 年国产大豆价格大幅下跌影响，2018 年我国大豆的种植面积出现了一定的下降，此外，在 2018 年 9 月黑龙江北部地区早霜对大豆产生了一定影响，导致 2018 年大豆的产量出现减少；但由于需求低迷及国产大豆的竞争力弱于进口非转基因大豆导致国产大豆的价格持续低迷，农民种植意愿降低。2018 年玉米和大豆生产者补贴资金发生重大调整，黑龙江玉米生产者补贴标准为合法种植面积每亩 25 元，大豆生产者补贴标准为合法种植面积每亩 320 元；玉米和大豆的种植补贴出现更大的分化，这可能会吸引未来农户选择种植大豆的积极性，但还需要关注后期大豆和玉米的价格及农户售粮的进度情况。

如下图是美国农业部预测国内大豆的产量情况，我们认为，2017/18 年度，国内大豆种植面积大幅增加，但由于价格偏低导致 2018/19 年度大豆的种植面积大幅下降，大豆的产量也将出现下滑；且由于早霜影响，东北地区大豆的蛋白含量及质量均普遍低于往年水平，高品质的蛋白豆较少。而美国农业部的产量数据显然有失偏颇。由于国内食用豆的需求数量有限，尽管产量减少，国内大豆价格同样面临供过于求的局面，价格很难大幅上涨。

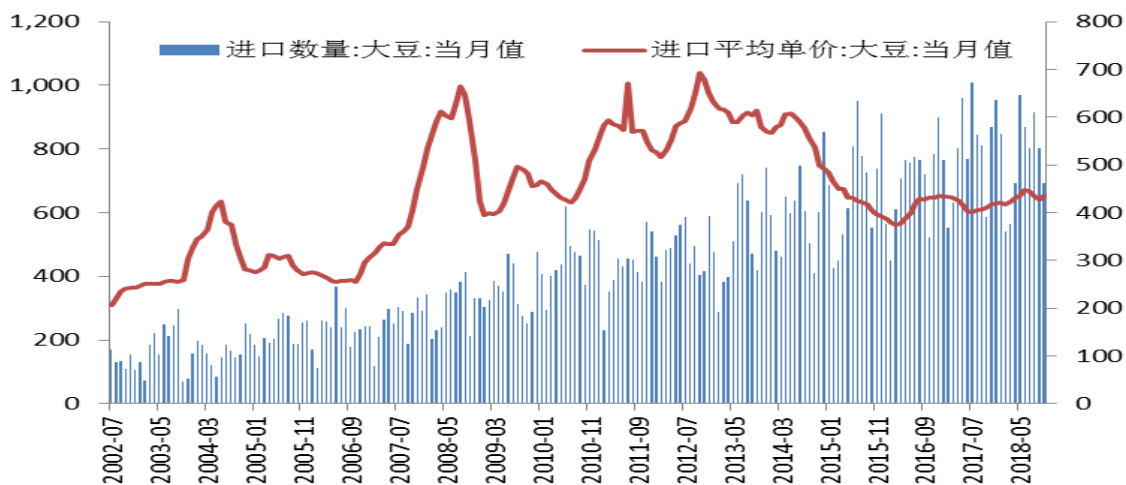
图 12: 中国大豆产量 (万吨)



数据来源: USDA, 兴证期货研发部

我国是大豆的最主要消费国, 每年大豆压榨数量逐步增加, 但 2018 年以来受中美贸易争端影响, 我国大豆的进口量可能持平甚至出现小幅下降。如图 15 是我国大豆进口的月度走势, 由于 2018 年 4 月以来中美发生贸易争端, 导致国内只能进口巴西和阿根廷的大豆, 大豆的价格维持在较高的水平。大豆的进口月度数据也远远低于市场的预期, 尤其是 3、4 月的进口数据, 同比大幅下滑超过 10%, 尽管之后有所增加, 但由于养殖效益较差, 大豆的进口量远远低于往年的增速。

图 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)

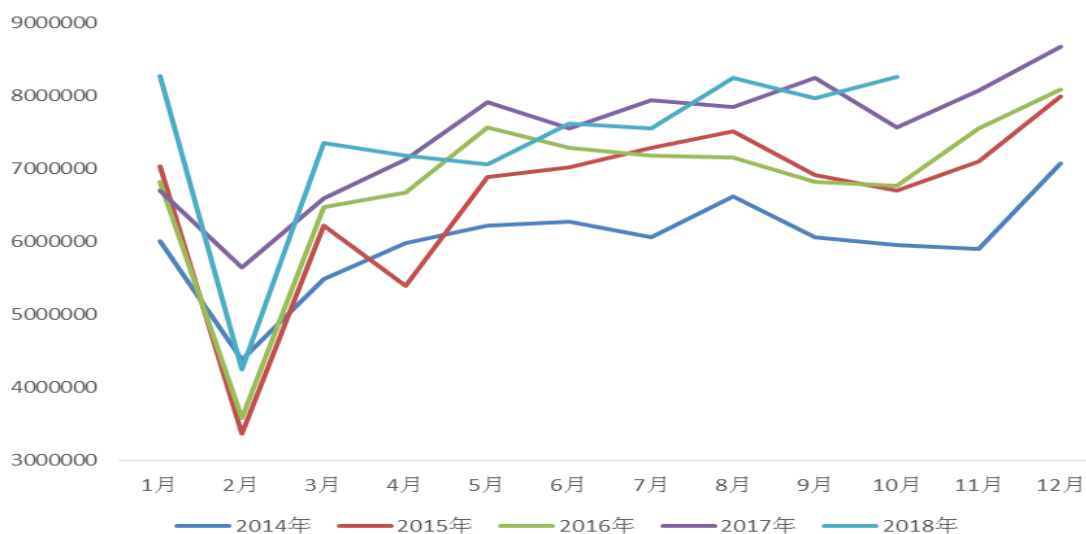


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

需求方面, 由于用于食品消费的大豆基本稳定且来源于国内非转基因大豆, 因此相对稳定; 压榨对进口大豆的需求成为影响国内大豆需求的最主要因素。从需求的角度看, 国内进口大豆主要以消费蛋白用途为主。由于下游养殖行业低迷, 我国大豆的压榨数据显得疲弱。尽管肉蛋禽行业较好, 但随着生猪存栏的不断淘汰, 我们认为养殖行业的衰退可能还将持续到 2019 年

上半年，因此国内大豆的压榨和需求量可能会低于往年 4%-5% 的增长水平，下滑到 1%--2% 的水平。在养殖行业不看好后市的背景下，需求的不振对大豆价格有压力。

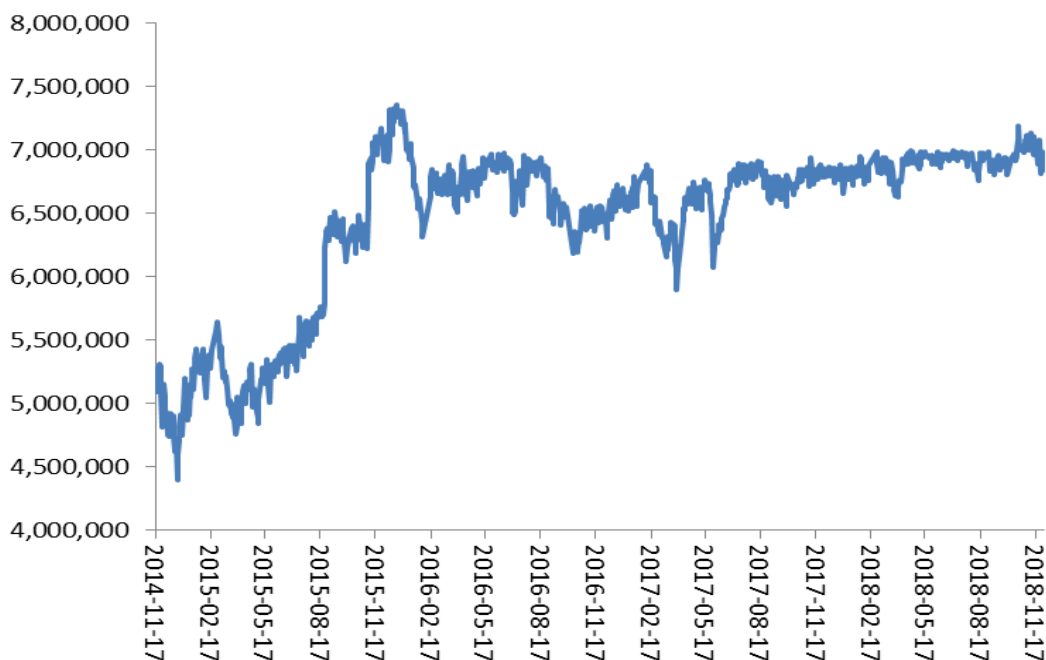
图 14: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

库存方面，国内大豆库存在年末出现小幅下降，但仍旧维持较高的水平：一方面，由于需求不振，压榨企业库存水平维持高位；另一方面，前期部分企业预期中美贸易争端囤积大豆导致库存走高。如图 15 所示，我国沿海大豆库存达到 688 万吨的较高水平。

图 15: 大豆压榨量 (吨)



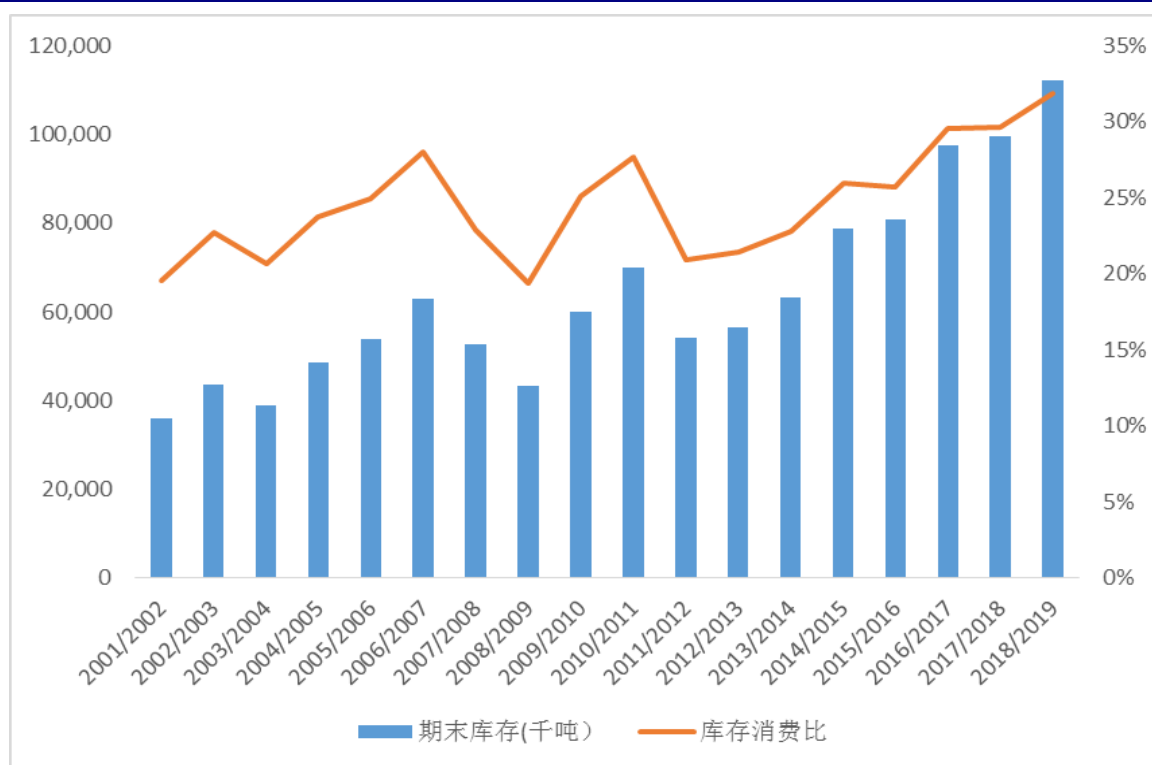
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

综合来看，我国大豆的产量对价格行情的影响微弱；进口大豆的成本低、进口量大，对价格的走势起决定性影响。由于中美贸易争端，下游养殖行业、油脂食用消费需求疲弱，而投机资金囤积大豆导致目前库存维持较高水平；随着中美贸易争端暂缓，中国开始进口美豆，可能会导致国内大豆的价格走低。从消费需求的角度看，我们认为未来养殖业进入下行周期可能会抑制需求量的增长，中国大豆的压榨和消费增幅未来会继续放缓。

1.1.5 全球大豆供求分析

从前述分析看，2018/19 年度，由于巴西和阿根廷大豆价格上涨，农民选择种植大豆的积极性继续增加，种植面积大幅提高，如果天气情况维持正常，极有可能产量也远超出市场预期，因此供应压力将持续偏大。全球大豆的供应量由于阿根廷大豆产量的恢复性反弹出现大幅度的增加，且远大于美国农业部目前的预估，主要表现在巴西和阿根廷的大豆单产存在上调导致产量超预期；如图 16 所示，在美国农业部产量预期较低的情况下，未来全球大豆的去库存情况也并不乐观；当产量增加时，全球大豆的库存可能继续增加，给价格施加压力。

图 16: 全球大豆库存及库消比 (千吨)



数据来源：USDA，兴证期货研发部

消费方面，库存的去化过程一般需要价格的持续下降带动，但由于中美贸易争端的影响，除美国大豆价格下挫，其他国家和地区大豆价格均出现了不同程度的上涨，限制了大豆的消费；未来中美贸易争端对大豆的需求仍旧产生较大的影响，但短期来看，南美洲大豆种植面积的增加及产量的增产无疑给大豆价格带来下跌的压力。因此，综合分析全球情况，我们认为，全球大豆供应增加、需求疲弱，库存去化不容乐观，供求过剩的矛盾将持续打压大豆价格。

豆粕：供求过剩，豆粕寻底

1. 豆粕行情回顾

图 17：豆粕指数走势



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

如上图 17 豆粕指数合约走势，2018 年豆粕价格行情可以分为三个阶段：第一阶段为年初到 4 月，受南美阿根廷干旱天气影响，大豆产量不断下调，豆粕的成交量增加，价格也出现了大幅上涨，由年初的 2700 元/吨上涨到 3300 元/吨以上；第二阶段从 4 月持续到 10 月，中美贸易争端开始，中国大幅缩减从美国进口大豆而主要从南美进口导致进口大豆成本大幅上涨，带动国内豆类油脂价格维持强势震荡。第三阶段，中美贸易争端出现缓和，并且行业预期未来豆粕需求放缓的背景下，豆粕价格大幅下挫，且目前仍旧维持弱势震荡行情。

2. 豆粕基本面分析

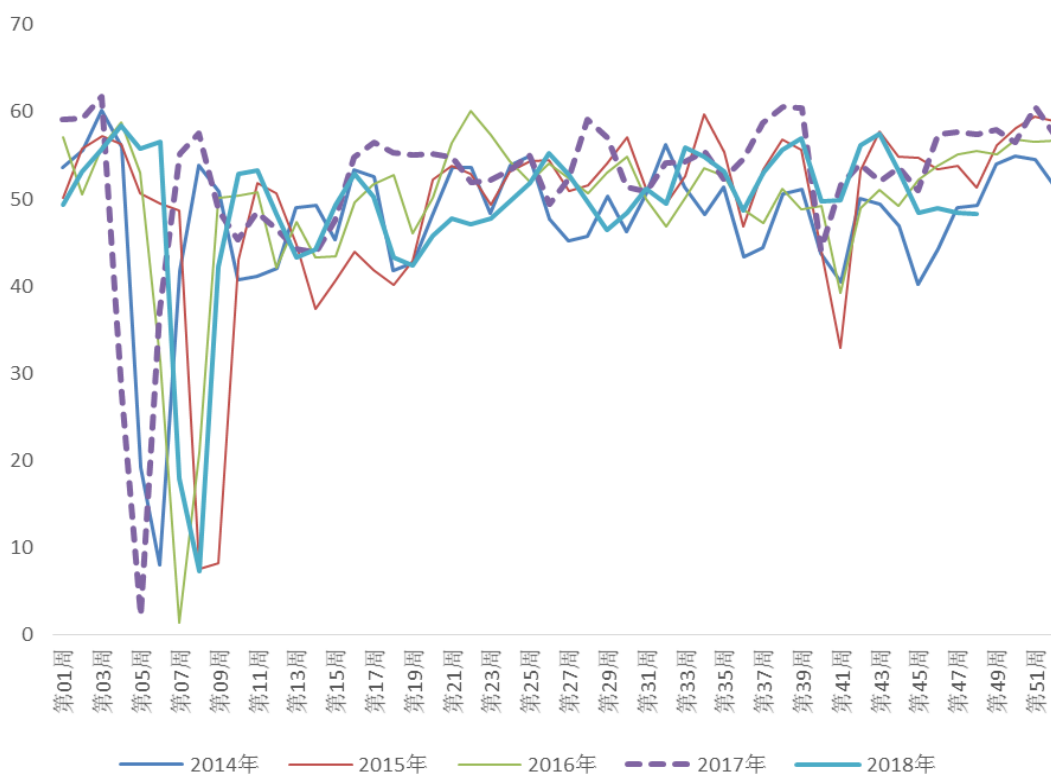
2.1 豆粕的供应分析

我国土地资源稀缺，在保证单产较高的主粮作物的前提下没有足够的土地供大豆的生产以满足国内日益增长的蛋白粕的需求。只有通过大量进口大豆进行压榨，以满足国内对蛋白粕的

需求。全球 80% 以上的蛋白粕依靠豆粕提供，因此豆粕被其他蛋白粕取代的概率较低；而豆油在全球油脂的消费比重只占 35% 左右，在价格高企时被其他油脂取代的可能性更大。因此，国内进口大豆主要以满足国内的蛋白粕需求为主，这也导致了国内豆油产量和消费量占整体油脂的比重远远高于国际水平。

国内豆粕的供应和需求量大，2005 年以来大豆压榨行业盲目扩张导致产能达到 1.5 亿吨以上；而周边不存在压榨实力强劲的邻邦，因此，国内豆粕的供求基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量极为有限。相反，在压榨过剩的状态下，出口邻国的数量维持较高的水平。

图 18：压榨企业开工率 (%)

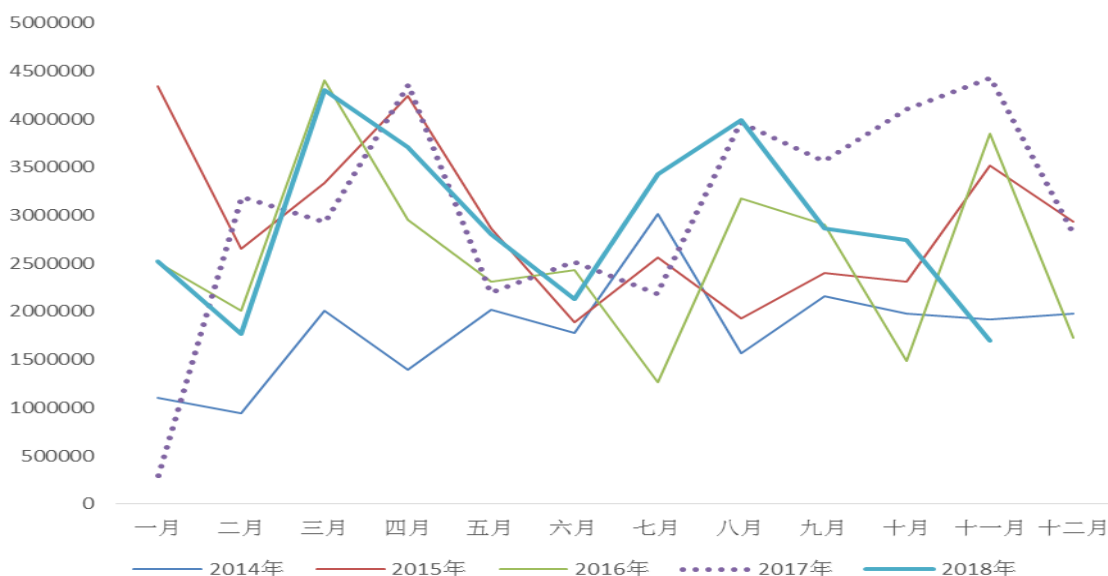


数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

如图 18 所示，我国压榨企业的开工率；整体来看，今年年初以来，部分油厂受豆粕消费不旺，销售不畅影响，降低了开工率，今年上半年的豆粕供应量增幅不大。9、10 月受国内豆粕、豆油价格大幅上涨影响，油厂利润大幅走高且远远高于正常水平，导致油厂开工率持续维持在 55% 以上的高位，在需求不旺的情况下，油厂的豆粕、豆油库存被动增加。而年底，受中美贸易战缓解预期影响，豆粕、豆油的价格大幅回调，导致大豆压榨利润大幅缩水，油厂的开机率从 10 月以后再度大幅下降到 48% 左右的水平。

从市场成交的情况看，2018 年前 8 个月我国部分地区豆粕的成交量仍旧维持较高的水平，处于近五年同期的上沿，但并没特别亮眼的的数据，说明供求情况较为平稳，并没有预期的大幅增加的趋势。从 9 月以后，国内各环节库存水平维持高位，且豆粕价格大幅走高，导致各方采购谨慎，使得后期豆粕成交量迅速萎缩，预期后期豆粕的需求和成交也将维持低迷。

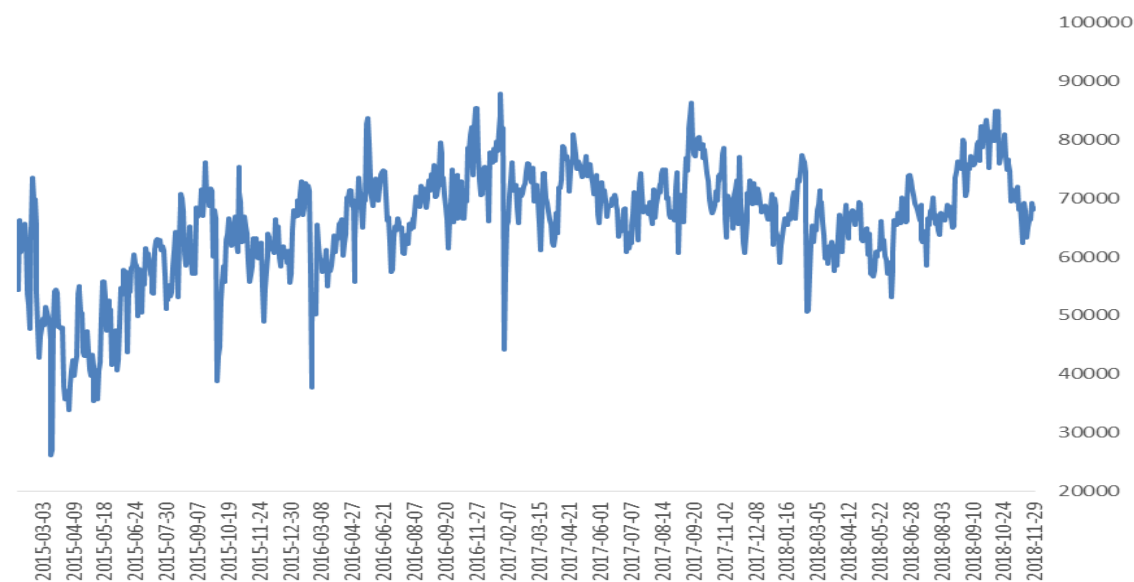
图 19：全国部分地区豆粕成交量（吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

图 20 是我国沿海 38 家油厂豆粕提货量走势。从图看，今年 1 月到 7 月以来，国内豆粕的提货量较去年出现减少，由于养殖行业低迷，买家未提货导致油厂豆粕库容紧张；8 月以后，中美贸易争端炒作加剧，豆粕价格大涨，导致下游企业迅速补库，使得 8—10 月国内豆粕的提货量迅速上升。随着市场意识到后期大豆现货并没有预期的极度短缺，提货量大幅放缓，中美贸易争端的缓和更加剧了市场对豆粕价格下跌的担忧，使得豆粕的提货量大幅缩减。

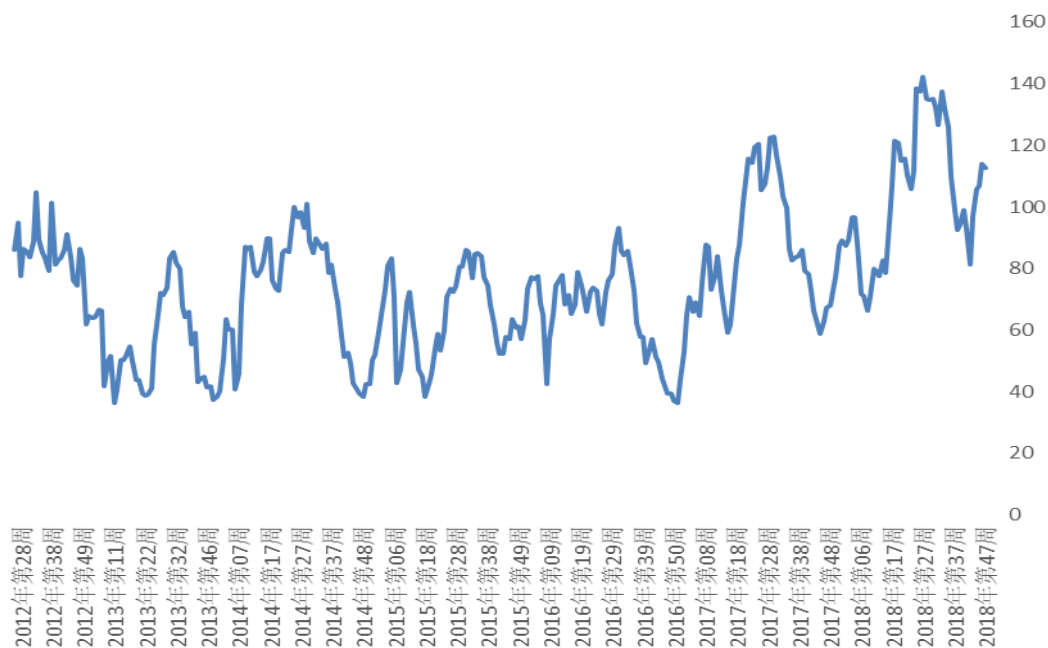
图 20：沿海 38 家企业提货量（吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

如图 21 为我国国内豆粕库存。从图看，自 2018 年以来，国内豆粕的库存量维持震荡走高，由最低的 66 万吨增加到最高的 140 万吨，目前下降到 113 万吨，在中美贸易战过程中，中下游对豆粕价格的预期反复，也导致了豆粕的备货波动极大。

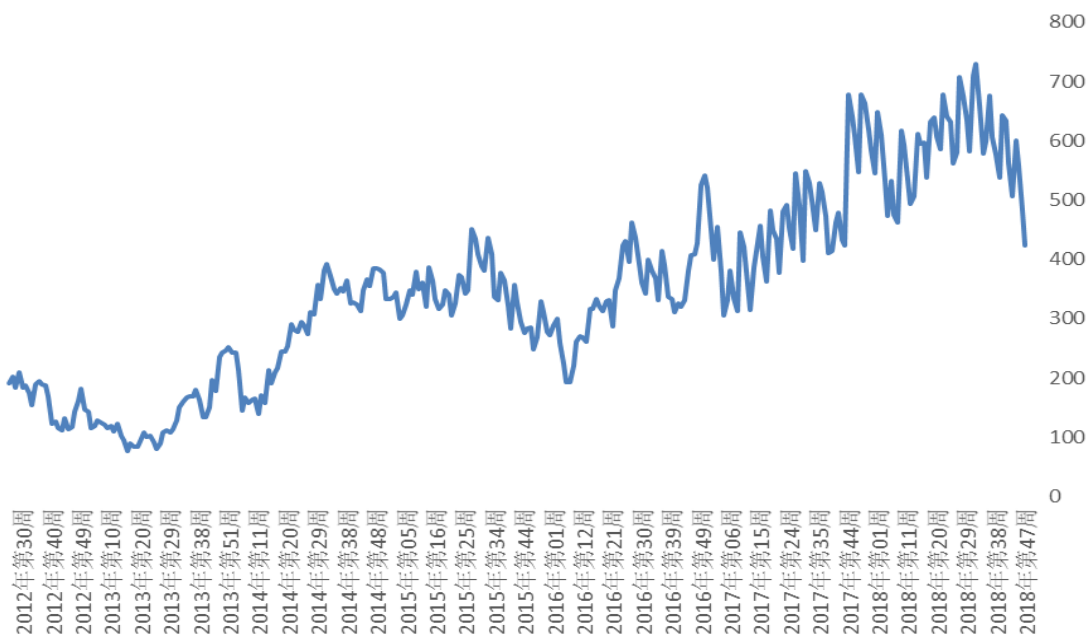
图 21: 国内豆粕库存走势 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从图 22 国内豆粕未执行合同情况看, 目前已经由 7 月最高的 730 万吨大幅下降到了 423 万吨, 说明市场对未来豆粕价格并不乐观, 逐步消化前期的合同为主。

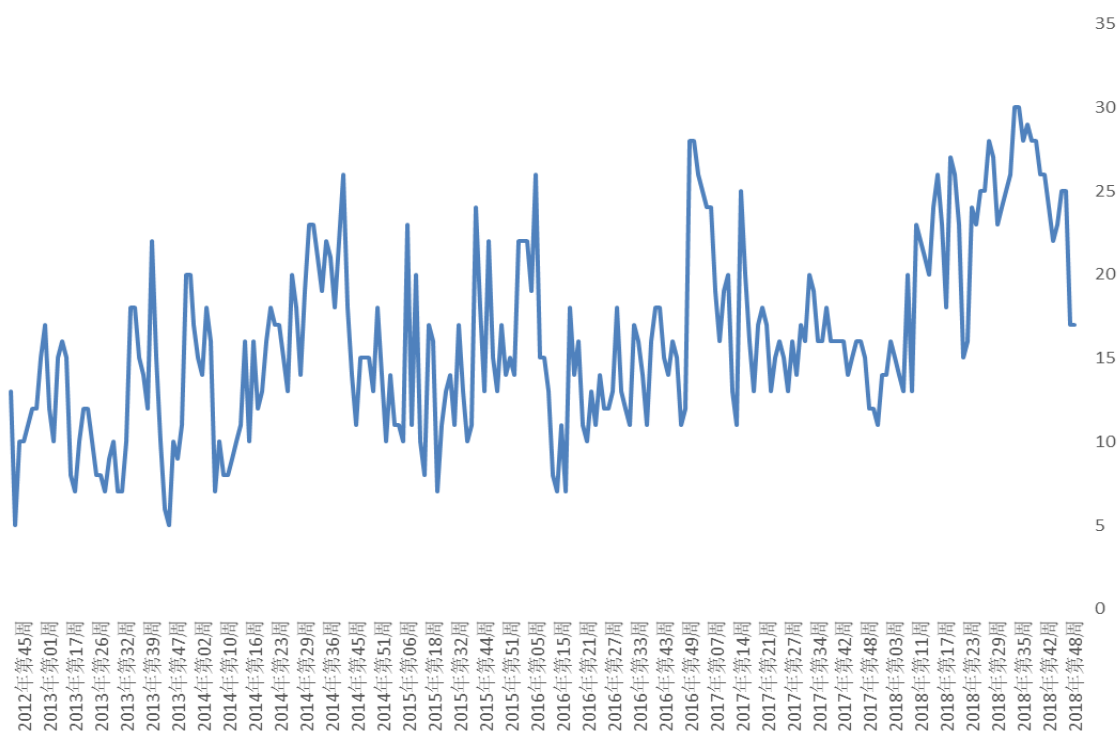
图 22: 国内豆粕未执行合同 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

如下图 23, 山东地区饲料企业豆粕库存天数由年初的 12 天增加到 7 月的 30 天, 目前又迅速下降到 17 天, 说明饲料企业对后期豆粕价格不乐观, 开始消耗库存, 导致库存大减, 但能维持正常生产。

图 23：山东饲料企业豆粕库存天数（天）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

综合来看，目前油厂的开机率受压榨利润走低影响出现大幅下降，豆粕的压榨供应量和成交量开始下降；由于中美贸易摩擦暂时缓解，后期美豆进口的预期给市场带来了压力；无论是油厂还是下游养殖企业开始消耗前期囤积的库存或合同，这必然会导致豆粕价格在后期出现一定的下跌。

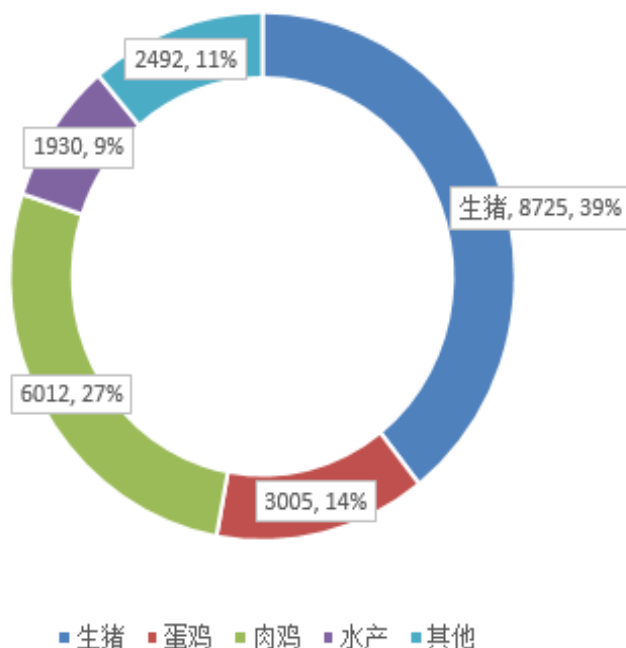
2.1 豆粕的需求分析

我国豆粕主要生产饲料，用于养殖业消费需求。从数据看，用于生产饲料的豆粕占消费豆粕的 95%以上，其余 2.5%--5%的豆粕满足出口需求，用于食用消费的豆粕相对稳定，不足总消费量的 1%且主要是依靠加工国产非转基因大豆生产的豆粕，所以养殖行业的状况成为分析豆粕需求的主要因素。

在我国，生猪对豆粕的需求量最大；其次是肉蛋禽对豆粕的需求，再次是水产和反刍饲料。如图 24 显示，生猪饲料占总饲料产量的 39%；肉鸡饲料产量占 27%，蛋鸡饲料产量占 14%，水产和反刍饲料分别约占饲料总产量的 9%左右。由于豆粕在各种饲料中的含量占比不同，豆粕的消费用量也略有差异。

2018 年，中美贸易争端以来，国内豆粕价格大幅上涨或维持高位震荡，制约了下游养殖行业对豆粕的需求。中国饲料工业协会 10 月 26 日批准发布《仔猪、生长育肥猪配合饲料》、《蛋鸡、肉鸡配合饲料》两项团体标准，聚焦降低配合饲料蛋白含量，倡导高效低蛋白日粮体系应用。据相关部门测算，新标准在全行业全面推行后，养殖业豆粕年消耗量有望降低约 1100 万吨，带动减少大豆需求约 1400 万吨，对于保障我国饲料和养殖业蛋白原料供给和提高利用效率将发挥积极作用，这也意味着后期我国豆粕需求的增长可能不会达到以往的增速。当然，若豆粕价格大幅下挫，养殖企业可能基于经济效益继续大量使用豆粕，还存在不确定性。

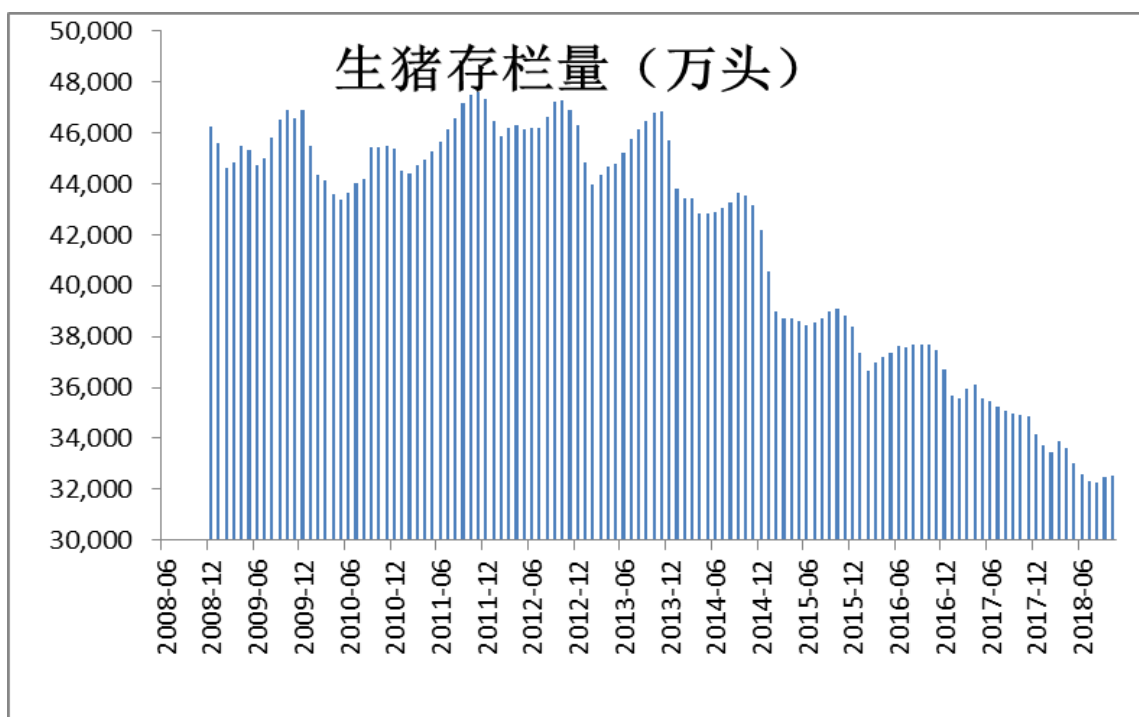
图 24：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

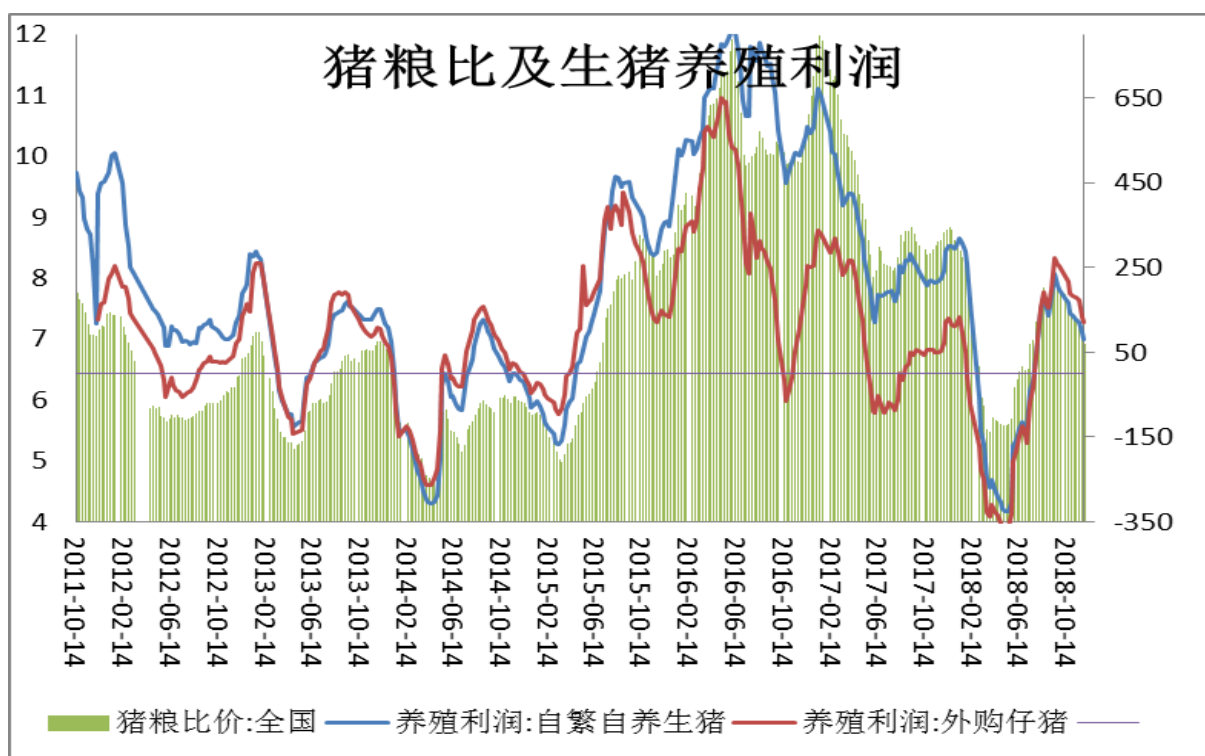
首先，分析生猪行业情况。生猪价格自 2015 年中期以来开始上涨，上涨持续到 2017 年中期，2017 年年末生猪价格开始大幅下挫，2018 年年初生猪价格出现了断崖式下跌，生猪养殖利润迅速走向深度亏损；7 月以后生猪价格回暖，随后国内生猪行业发生非洲猪瘟，导致主产区生猪价格低迷而主销区由于生猪禁运价格出现暴涨。截止到 2018 年年底，非洲猪瘟的影响仍旧存在，且可能会持续一段时间，因此预测国内生猪市场面临不断去产能的阶段，2019 年后半年才可能出现好转。图 25 生猪存栏走势，显示生猪的存栏量持续走低，维持低位震荡。从调研的实际情况看，由于生猪行业发生了深刻的改变，该数据已经失真，不能反映现状。根据我们了解，2018 年 8 月非洲猪瘟以来，主产区开始大量屠宰生猪或被动压栏，整体进入到去库存状态；主销区也由于对疫情担忧，尽快出栏生猪，导致生猪存栏将出现持续的去化过程。因此，2019 年上半年，生猪存栏量将出现减少，未来存栏的增加仍需要时间，这不利于饲料的消费。

图 25: 生猪存栏量 (万头)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

如图 26 所示, 2018 年元旦以来, 生猪价格大幅下跌, 生猪养殖迅速进入到大幅亏损期,

养殖企业出栏积极，补栏情况也不理想，这导致下半年生猪存栏减少，8 月以后生猪价格上涨到盈利区间水平；随着非洲猪瘟的发生和蔓延导致全国生猪价格尤其是主销区的价格出现了大幅上涨，生猪的利润水平维持高位。考虑到后期元旦和春节的到来，需求的好转将会继续给生猪价格带来上涨动力，2019 年后期生猪存栏的减少可能继续对猪价有利，但存栏的下降不利于豆粕的需求。

图 27：仔猪出售毛利（元/头）



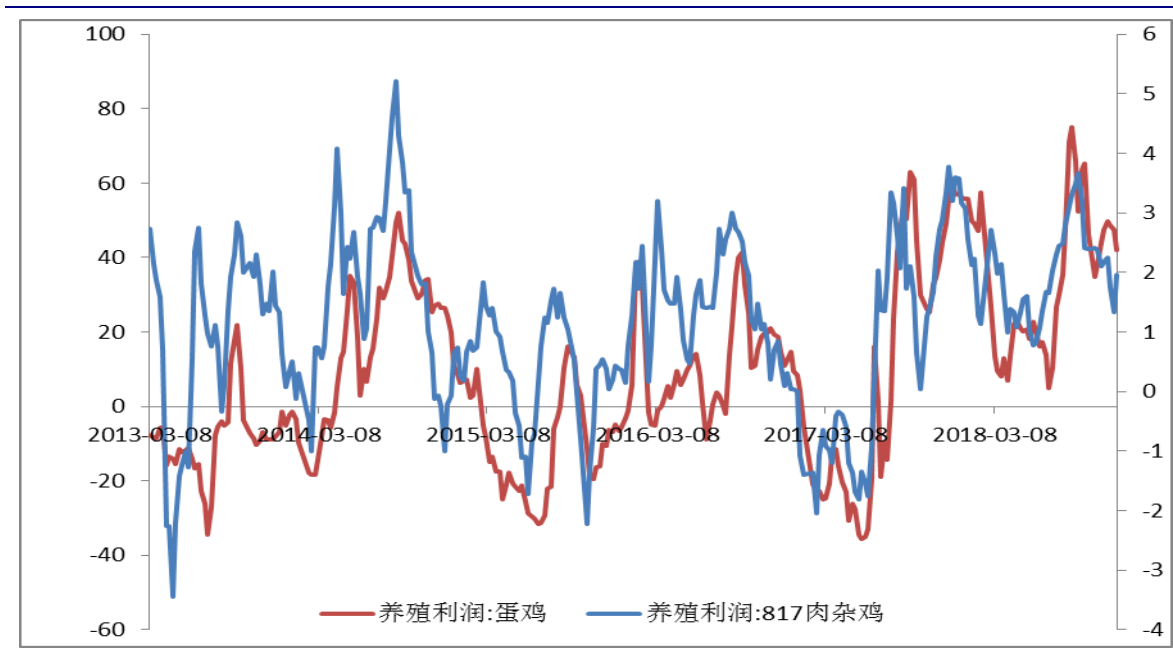
数据来源：Wind，兴证期货研发部

如图 27 所示，仔猪的出售毛利持续维持在盈亏平衡点，虽然集团化的企业仍旧在布局生猪养殖，但中小型的养殖企业则开始能繁母猪产能的去化过程，后期生猪的补栏能力可能出现下降，不利于后期对豆粕的需求。

肉蛋禽的情况看，2016 年年末到 2017 年上半年的禽流感导致肉蛋禽养殖萧条；但 2017 年下半年肉蛋禽的大幅补栏使得禽类的供求状态基本处于平衡状态。目前全国肉蛋鸡的存栏量仍旧处于历史偏低的位置，随着行业的不断恢复，补栏数量的增加，肉蛋鸡存栏量将逐步增加，这个过程还将持续，因此，整体看肉蛋禽状况处于偏乐观的状态。

如图 28 为我国肉蛋禽养殖利润走势。2017 年下半年禽流感导致在存栏偏少，使得肉鸡价格和鸡蛋价格大幅上涨，养殖利润达到历史高位水平，养殖户补栏积极。春节以来，肉鸡和鸡蛋的需求下降，价格出现小幅走低，养殖利润也由高位回落至正常利润水平。但随着后期环保力度的加强，肉鸡和蛋鸡的存栏数量并没有出现大幅增加，导致供求维持紧平衡状态，肉蛋禽行业利润水平继续维持高位震荡；后期肉蛋鸡的存栏数量仍将维持增加的态势，这可能还会支撑对豆粕的消费。

图 28：肉蛋禽养殖利润（元/只）

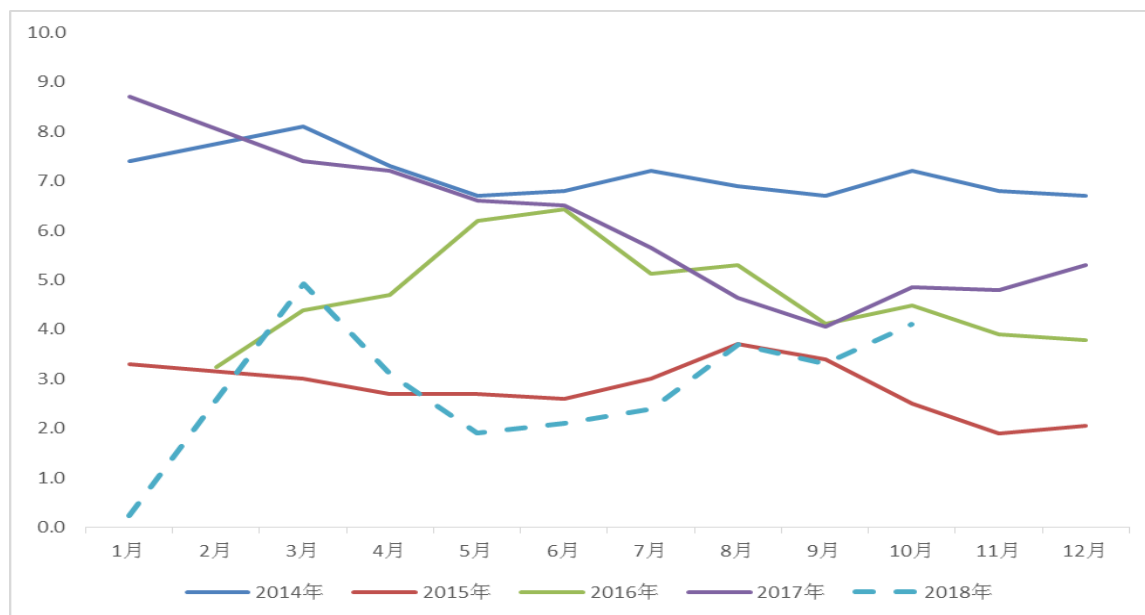


数据来源：Wind，兴证期货研发部

最后，水产养殖方面，虽然水产的价格维持较高的水平，养殖的积极性也比较高，但由于2018年末及2019年5月以前，受季节性因素的影响，水产养殖活动放缓，对蛋白粕需求减弱，5月以后水产对蛋白粕的需求拉动才会出现，之后可能对豆粕的需求大幅增加。

从饲料累积同比看，2018年下半年饲料产量的累积同比出现了一定幅度的增加，由5月的2.1%上升到目前的4.1%，显示出下半年饲料需求的增加。

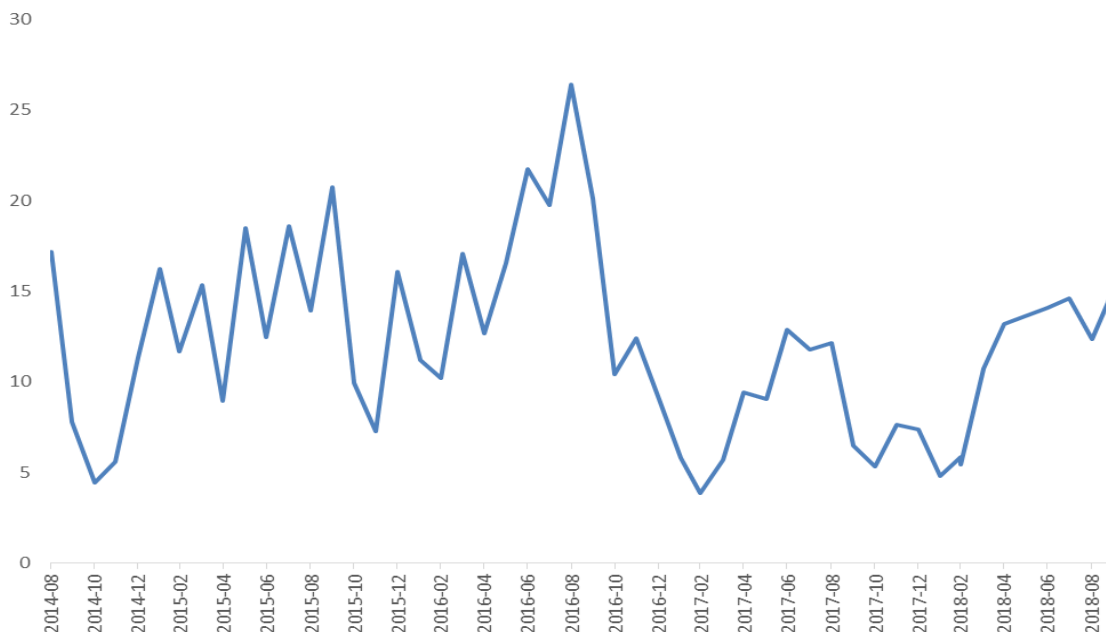
图 29：饲料产量累积同比（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综合养殖的情况看，生猪养殖进入到调整周期，后期生猪的存栏下降将是大概率事件且持续的时间暂难预测，不利于豆粕的需求；肉蛋禽养殖仍旧维持较好的利润，存栏仍将震荡走高或维持高位；而水产养殖受季节性因素影响，在未来半年对蛋白粕的需求将显著下降，不利于对豆粕的消费需求。

图 30：豆粕出口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

豆粕的出口数量比重不大，但数量波动较大。如图 30 所示，2018 年 2 月开始，我国豆粕的出口量增加，后期可能保持增长的态势，但整体上涨的幅度有限。

综合豆粕供求的分析，我们认为国内豆粕的供应增幅略低于正常水平，但预期美豆后期的进口，豆粕的供应量可能会大幅增加；需求方面，由于下游生猪养殖行业将面临较长时期的去库存阶段，对豆粕的需求减少非常显著；尽管肉蛋禽养殖对豆粕需求维持高位，但水产养殖的季节性萎缩不利于豆粕的需求。因此，豆粕的供求面可能逐步变得宽松，对价格的压力不断增加。

豆油：库存宽松，豆油低位震荡

1.豆油行情回顾

图 31：豆油主力走势



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

如上图豆油主力合约走势，由于存在主力换月导致豆油价格出现跳空缺口，但整体豆油的价格基本上是维持在 5500—6000 元/吨的区间窄幅震荡。我们认为主要有以下几个原因：第一、2018 年以来，整体食用植物油的库存维持历史高位水平制约价格的上涨，而绝对价格处于历史低位也很难出现大幅下降；第二、虽然 4 月以来中美贸易争端开始并且后期愈演愈烈，但由于中国进口大豆以消费豆粕为主，豆油成为大豆压榨的副产品，因此尽管贸易争端导致豆油价格升水溢价其他油脂但仍旧处于价格的低位区间；第三、前期原油价格大幅上涨带动植物油用于生物柴油的需求，但随着能源价格的大幅下挫，油脂用于生物柴油的需求预期减弱，导致年末豆油价格出现迅速走低。综合来看，植物油供给大幅增加、需求难有亮点持续制约豆油价格。

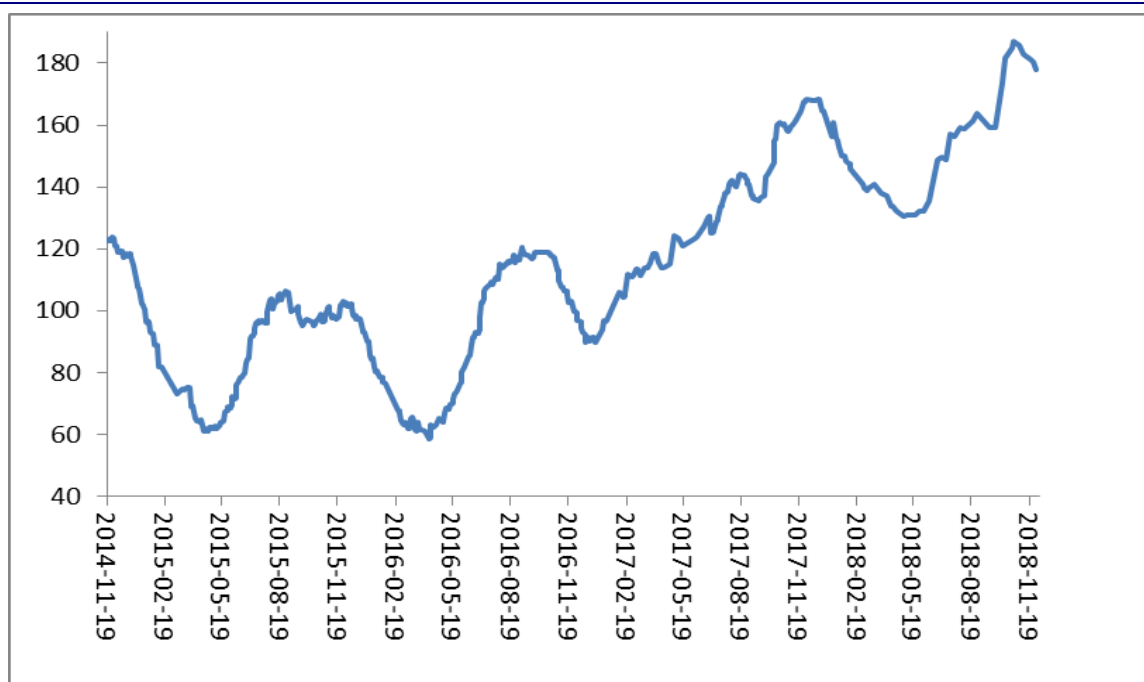
2.豆油基本面分析

2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，近年来国内豆油的月度进出口量均处于 10 万吨以下的水平，对供求影响较小，即便中美贸易争端期间豆油的进口量有所反弹也没有超过 10 万吨的水平。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上。虽然今年国内进口大豆的数量增幅放缓，但政府在贸易争端前期抛售了一定的大豆及豆油库存导致国内的豆油供应量仍旧维持高位。

从库存的情况看，如图 32 所示，全国各地油厂库存维持在 178 万吨左右，处于近年来历史高位库存，对油厂的仓储压力非常大。

图 32：全国油厂库存（万吨）



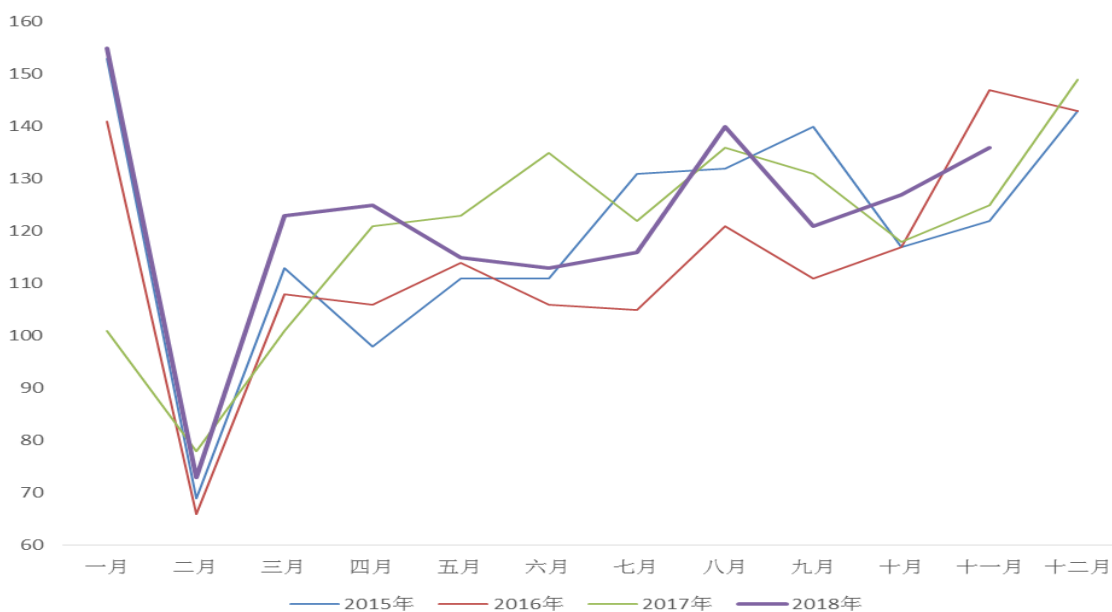
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 豆油的需求分析

我国豆油进口关税目前为 9%，远远高于大豆的进口关税 3%，使得豆油的价格相对国际水平要高，因此进口量比出口量更大，价格走势受外盘影响程度要小。国内豆油基本用于食用消费，占比超过 90%，在与外盘相对隔离的情况下，豆油的食用消费基本决定国内豆油的消费。

近年来，国内豆油的食用需求增幅相对较快，根据美国农业部的预测，作为发展中国家的中国仍旧是豆油食用需求增加的主要国家，由 2017/18 年度的 1655 万吨增加到 2018/19 年度的 1740 万吨，增加 85 万吨，增幅接近 5.1%；这样的增幅基本维持了自 2015 年以来的高增长状态，主要因为国内豆油的供应充足导致价格偏低，使得消费量持续大幅走高。如图 33 显示，我国豆油的食用消费量持续维持高位，增幅较高，因此可以预期在价格维持低位水平的情况下，后期的消费仍旧较为旺盛。如下图所示，我国豆油食用消费量受贸易争端影响有所下降，但仍旧维持较高的水平。

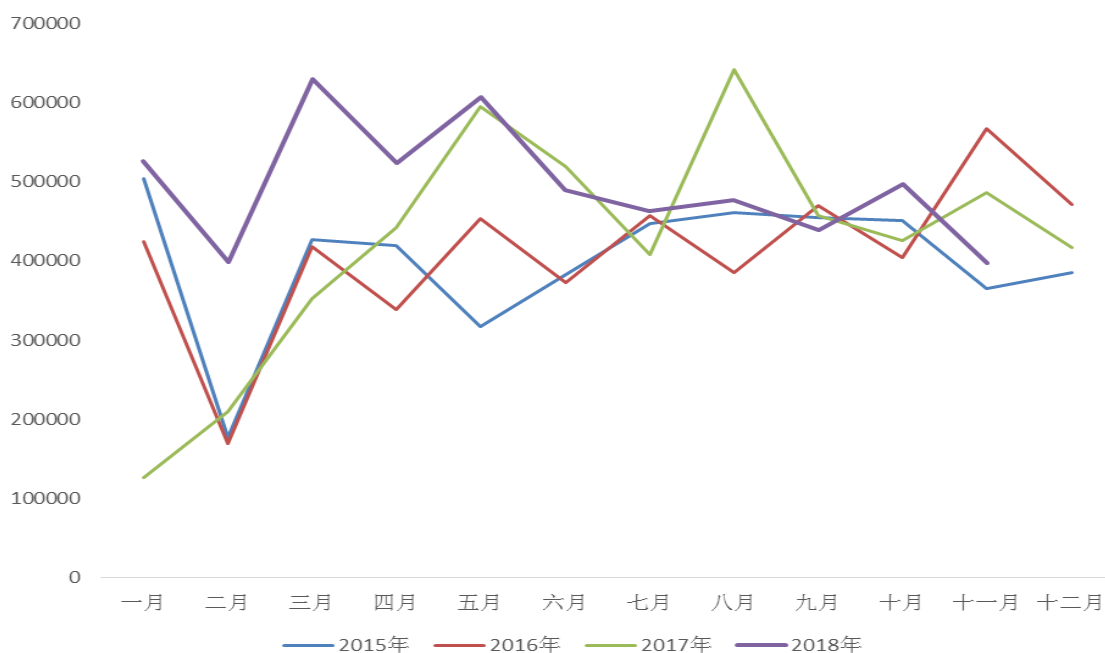
图 33: 全国豆油食用消费 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从成交看, 由于豆油价格处于近几年的底部区间, 且预期中美贸易战会抬高豆油进口成本, 2018 年 5 月以前豆油的成交量大幅增加, 但随着库存的持续上涨, 6 月以后豆油的成交量持续萎缩, 甚至低于近三年来的平均水平, 说明豆油宽松的供给已经抑制了市场囤积的冲动。

图 34: 全国豆油成交走势 (吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从豆油的未执行合同看，自 5 月以后豆油的未执行合同就开始出现高位震荡回调的态势，表明市场对豆油前景不明朗，并没有大量增加远期豆油的的购买。

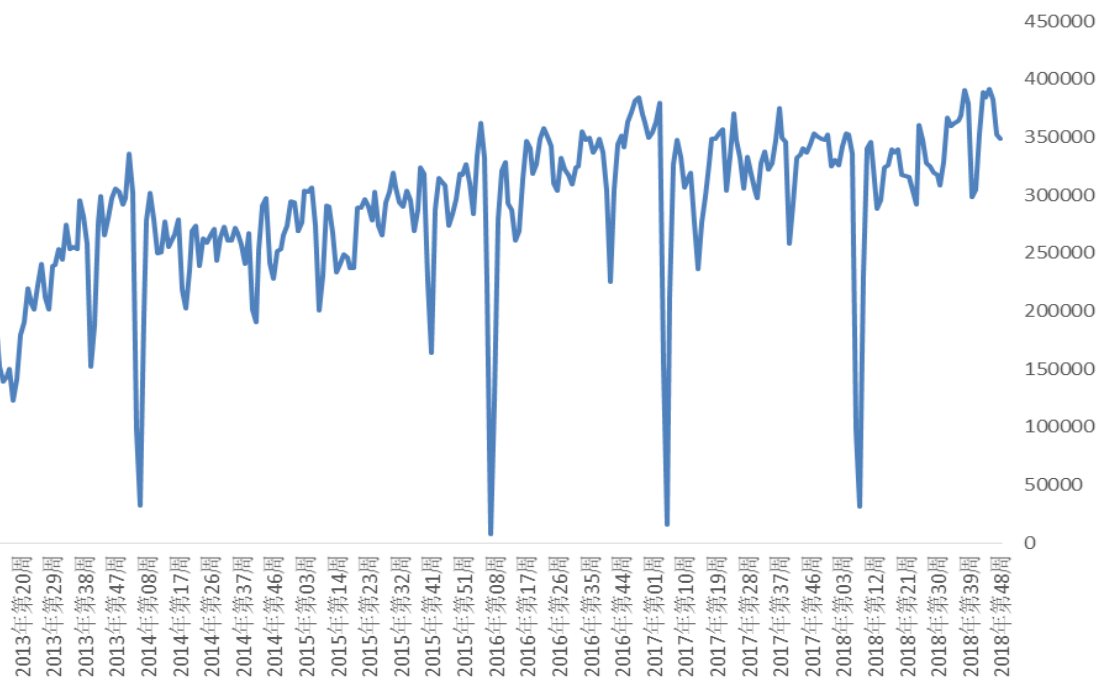
图 35：全国豆油未执行合同（吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

从豆油企业精炼看，2018 年精炼量相对去年有所增加，说明价格的低迷刺激了豆油的下游需求，在供应宽松的情况下，价格维持低位将继续有利于豆油的消费。

图 36：全国豆油精炼量（万吨）



数据来源：Cofeed，兴证期货研发部

2.3 豆油的后期供求分析

在我国豆油主要来源于压榨企业的压榨，因此受制于大豆的进口量和压榨数据。而由于我国进口大豆的关税为 3% 要远远低于豆油的进口关税 9%，因此导致国内豆油的价格相对国际豆油价格水平偏高，正常情况下国内豆油进口量要远远高于出口量。

从消费情况看，我国是豆油的需求大国，豆油基本都用于满足最基本的食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富用于生产生物柴油的国家不同。而食用需求相对比较稳定，随着人民生活水平的不断提高，正常情况下，豆油的消费增幅维持在 3%—5% 区间，但由于国内豆油价格持续维持在历史低位区间导致豆油的消费需求超过 5% 以上的水平，当然 2018 年由于中美贸易争端的影响，豆油的价格有所溢价，市场被其他油脂有所替代，消费增幅略低于往年水平。因此，从消费量的情况看，我国豆油的消费量增加的幅度比较大，但低于去年水平。由于我国豆油的供应基本依靠进口大豆，在中美贸易争端不明朗的情况下，预期豆油的价格可能还将呈现出一定的升水溢价特征，但整体油脂供求过剩的状态会持续打压豆油价格的价格。

棕榈油:供应恢复，基本面疲弱

1. 棕榈油行情回顾

图 37：棕榈油主力走势



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

如上图棕榈油主力合约价格走势，2018年上半年棕榈油价格不断震荡走低。虽然年中受到中美贸易争端及原油价格上涨影响，棕榈油价格有所反弹，但下半年东南亚地区尤其是印度尼西亚棕榈油产量的增加超出市场预期，而消费则受到主要进口国家需求的减少影响出现了大幅萎缩，导致棕榈油库存持续走高，价格大幅下跌；在进口成本大幅走低的情况下，我国国内豆油和菜籽油的价格仍旧有很好的性价比，导致棕榈油的需求持续萎靡，进口量较最高的时期下降 30% 以上，棕榈油的价格持续震荡走低。

2. 全球棕榈油基本面分析

2.1 全球棕榈油供应分析

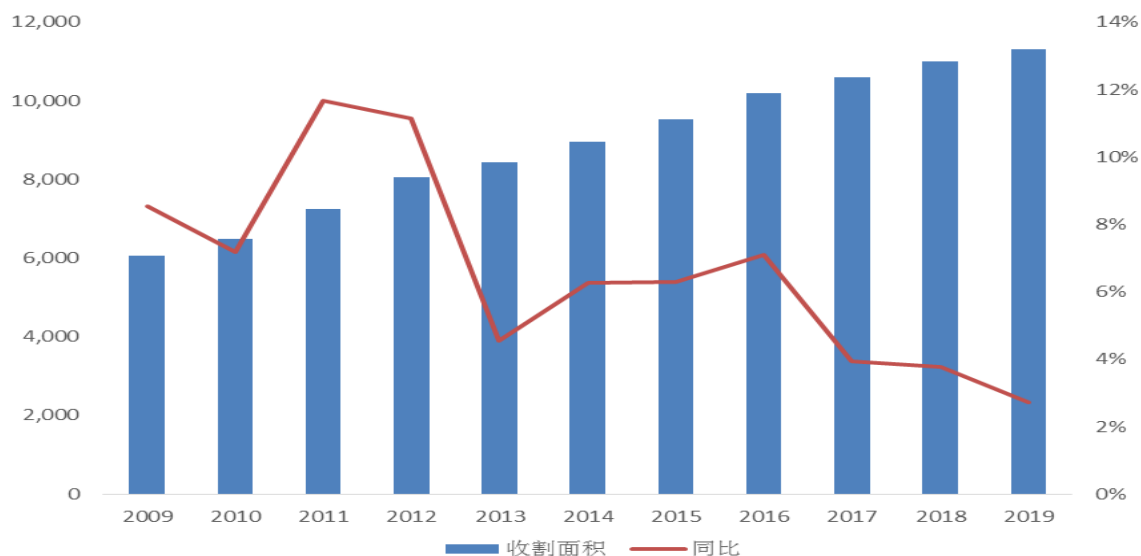
棕榈树是多年生木本植物，树龄在 30 年以上，一般 3 年以后结果，6-7 年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18 年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。

2.1.1 印尼棕榈油产量

下图 38 为印度尼西亚棕榈树的收获面积及同比走势。由图看，印尼有近一半的棕榈树是近

十年种植，而近 60% 收获面积的树龄低于 10 年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油收割面积增幅不断走低，这与 2008 年后新种面积增幅减少有关。根据 USDA 报告显示，2019 年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到 1130 万公顷，增幅已经大幅下降到 3%。

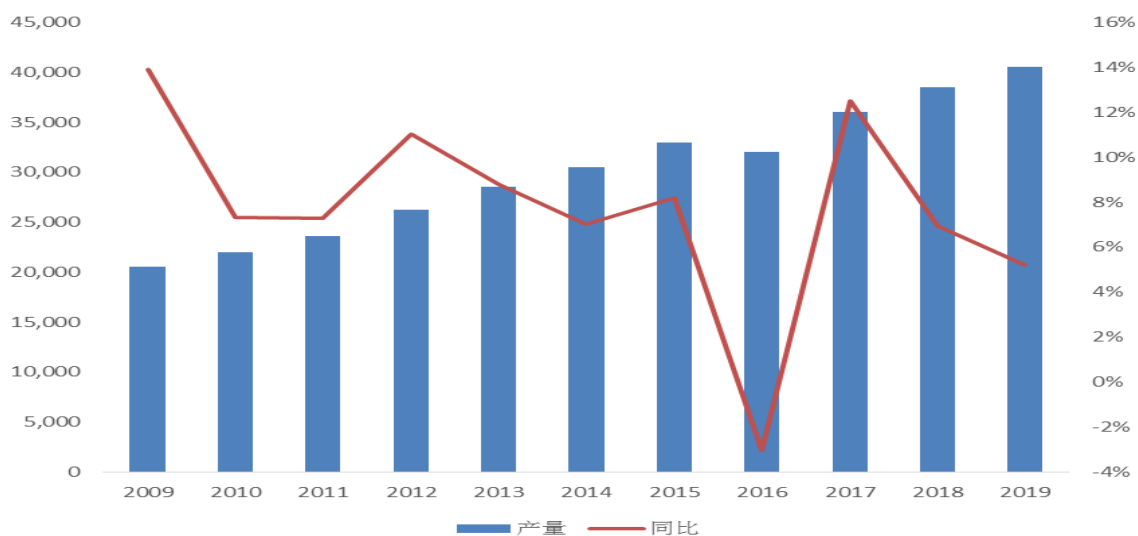
图 38：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

单产方面，由于厄尔尼诺的影响消失且 2005 年以来种植的棕榈树已经进入到单产最高的时期，我们看到印度尼西亚棕榈油的产量要远超出市场预期。尽管收割面积增幅放缓，但在单产水平逐步增加的情况下，印尼棕榈油产量可能还将维持大幅走高态势。根据美国农业部的预测，2019 年印尼棕榈油的产量由去年的 3850 万吨大幅增加到 4050 万吨的水平，年增加达到 200 万吨，增幅较大；整体对市场的供应压力非常大。

图 39：印尼棕榈油产量及同比（千吨）

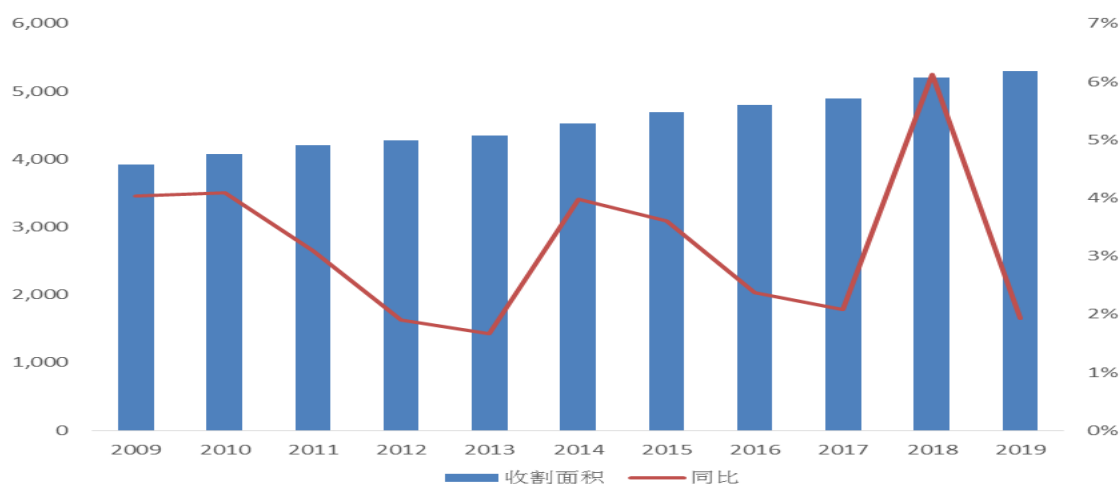


数据来源：USDA，兴证期货研发部

2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2019 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 530 万公顷，较去年的 520 万公顷小幅增加 10 万公顷；单产方面，在经历了厄尔尼诺天气的减产之后，马来西亚的棕榈油单产水平恢复到趋势性单产水平。整体来看，由于马来西亚棕榈油产业比较成熟，棕榈树的种植面积基本稳定略增，树龄结构也基本保持稳定，单产水平维持稳定状态。

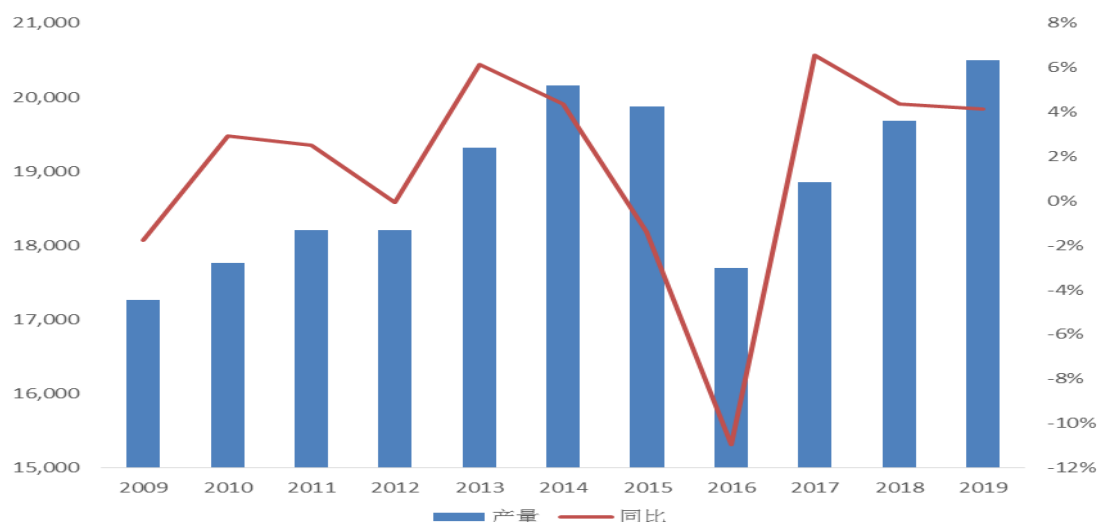
图 40：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

随着种植面积和单产的恢复，马来西亚棕榈油产量逐步增加。根据 USDA 的数据，2019 年马来西亚棕榈油的产量将达到 2050 万吨，较去年的 1968 万吨增加 82 万吨。需要提示的是，由于受到天气及用工因素的影响，近年来马来西亚棕榈油的产量持续低于预期，这可能会制约供应的增加。

图 41：马来棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

2019 年马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6100 万吨，约占全球总产量的 84.4%；马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的大幅度增加将导致 2019 年全球棕榈油产量出现大幅

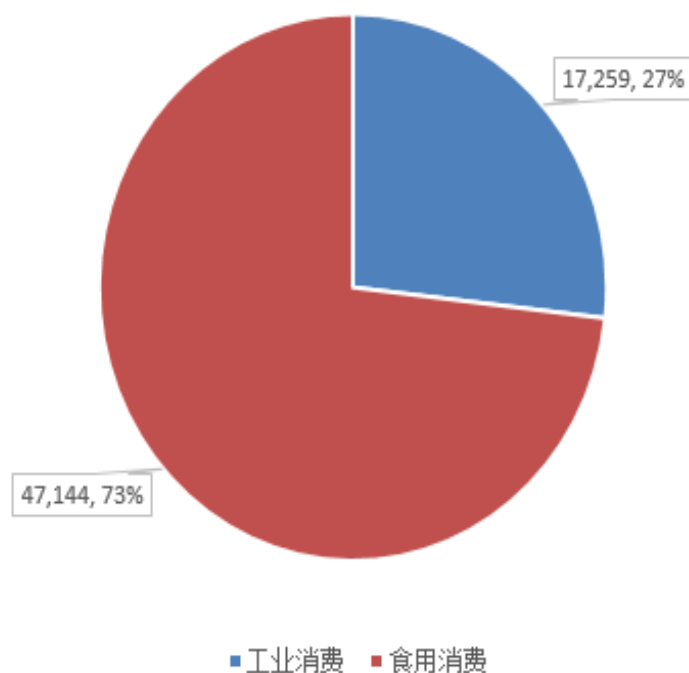
增加的情况，对棕榈油价格有很大压力。

2.2 全球棕榈油需求分析

2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的消费主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 5%，未来油脂整体的供给继续大幅增加；马来西亚棕榈油受厄尔尼诺天气减产的影响消失使得产量恢复到趋势性单产水平，印度尼西亚棕榈油单产迅速提高，产量增幅较大，导致供求关系逐步宽松，食用需求可能因此增加；预期 2019 年棕榈油的食用需求增幅度高于 5%，棕榈油的价格可能会继续走低进而抢占豆油和菜籽油的市场份额。

图 42：全球棕榈油消费情况（千吨）

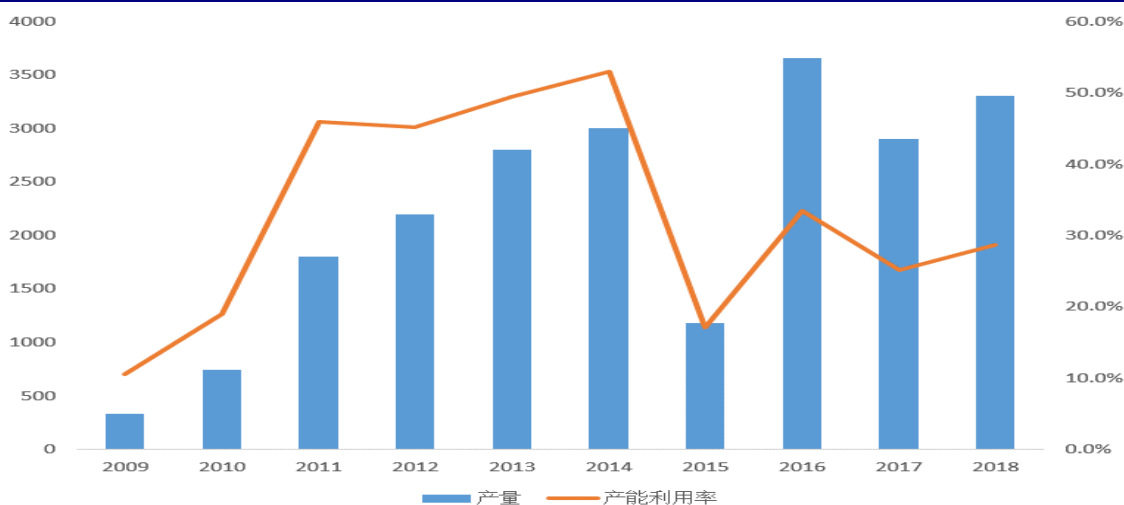


数据来源：USDA，兴证期货研发部

2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于工业生产，尤其是生物柴油生产需求最大的国家。棕榈油用于化工工业的用量增幅相对稳定，而用于生物柴油的数量则受政策影响较大。从下图印尼生物柴油产量及产能利用率情况来看，目前生物柴油行业仍处于萧条的时期，产能利用率低于 50%。2018 年 10 月以前，全球原油的价格持续走高，导致生物柴油生产出现利润，产量出现了大幅增加，消费了大量棕榈油。但 10 月以后原油价格大幅下挫导致生物柴油需求放缓；而且随着中美贸易争端的开始，未来全球经济的发展不利于能源价格也给棕榈油的需求带来利空。

图 43：印尼生物柴油产量及产能利用率（百万升）

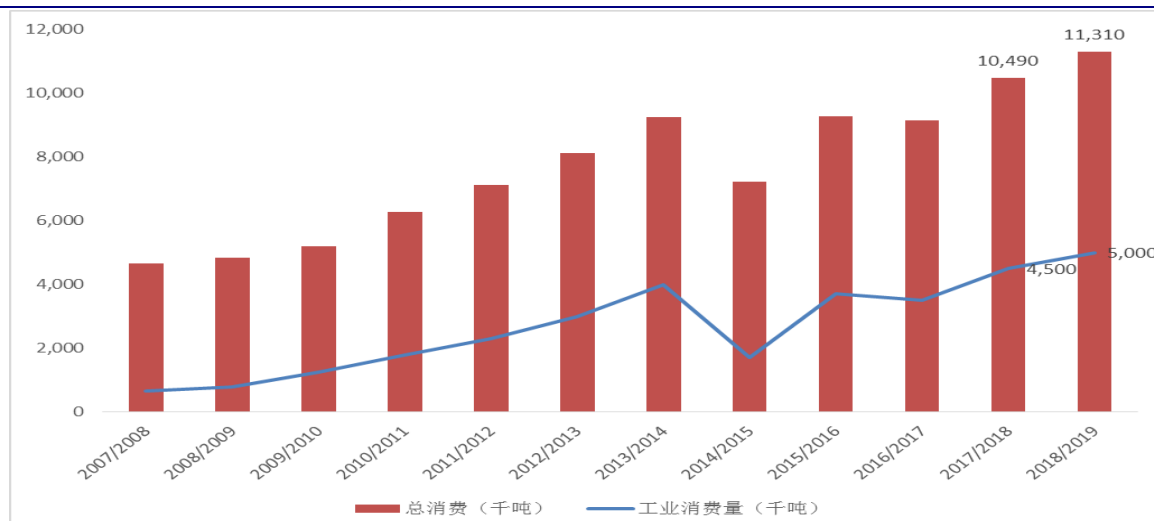


数据来源：USDA，兴证期货研发部

具体来看，2018 年 1-8 月受原油价格上涨带动印度尼西亚生物柴油出口飙升至 120 万吨，9 月份出口降至 11.4 万吨，预测 10 月份印尼生物柴油出口在 4-6 万吨；为应对棕榈油产量增加、需求转弱，2018 年 9 月份印尼政府将毛棕榈油的出口关税下调至 0，并承诺若毛棕榈油价格低于 570 美元/吨，将对毛棕榈油免征出口关税（目前毛棕榈油的价格为 430-440 美元/吨）。另一方面，印度尼西亚政府将生物柴油掺混标准从低于 10% 大幅上调到 20%，并宣布将标准进一步提高至 30%，或从 2019 年中期兑现。过去两个月印尼国内棕榈油消费显著上升，由生物柴油强制要求棕榈油的总消费量每月有望增加 30-40 万吨的水平，利于棕榈油的消费。根据油世界测算，掺混标准调整后，2018/19 年度印尼国内棕榈油整体消费将增加 290 万吨，较 2017/18 年度增加近 180 万吨再度提高。

如下图所示，根据美国农业部数据，印度尼西亚棕榈油的工业消费量从 450 万吨增加到 500 万吨，增幅超过 10%。但该数据可能远低于目前市场预期的增速。

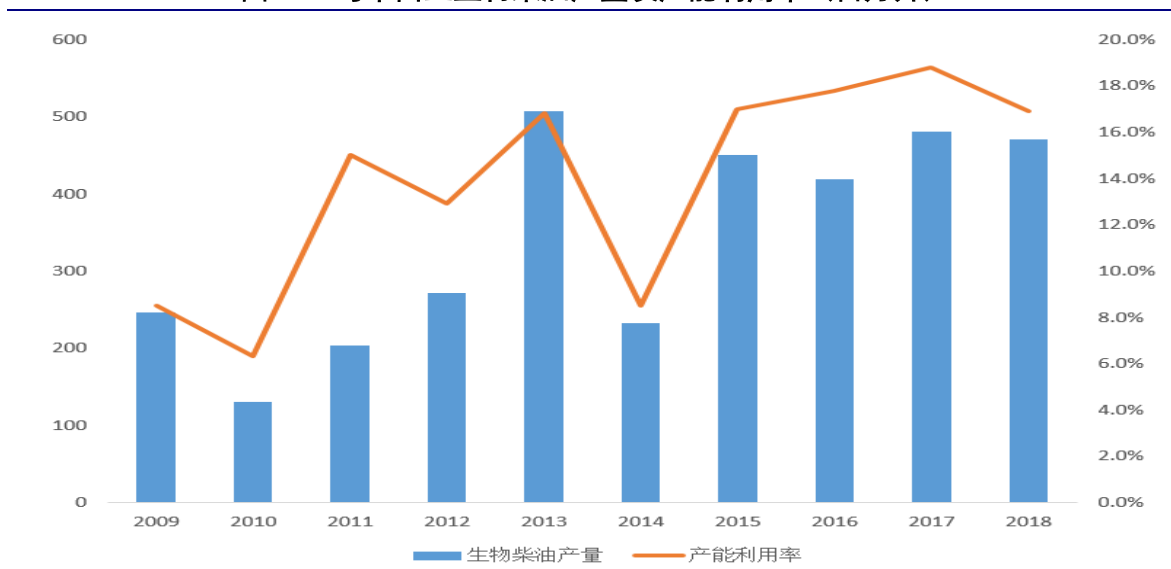
图 44：印尼棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

图 45 是马来西亚生物柴油产能情况。由图看，马来西亚棕榈油的产能利用率较低，刚刚达到 16%，上升空间较大；2018 年以前马来政府缺乏政策，企业生产生物柴油的积极性不高。2018 年下半年，马来西亚政府将运输行业生物柴油掺混标准从现行 7% 上调至 10%，工业部门生物柴油强制从零提高至 7%，未来马来西亚棕榈油用于生物柴油的产量将大幅增加；另外，2018 年原油价格大幅上涨，2018 日历年马来西亚出口生物柴油较上年翻一倍至 45-46 万吨，对棕榈油的需求大幅增加。

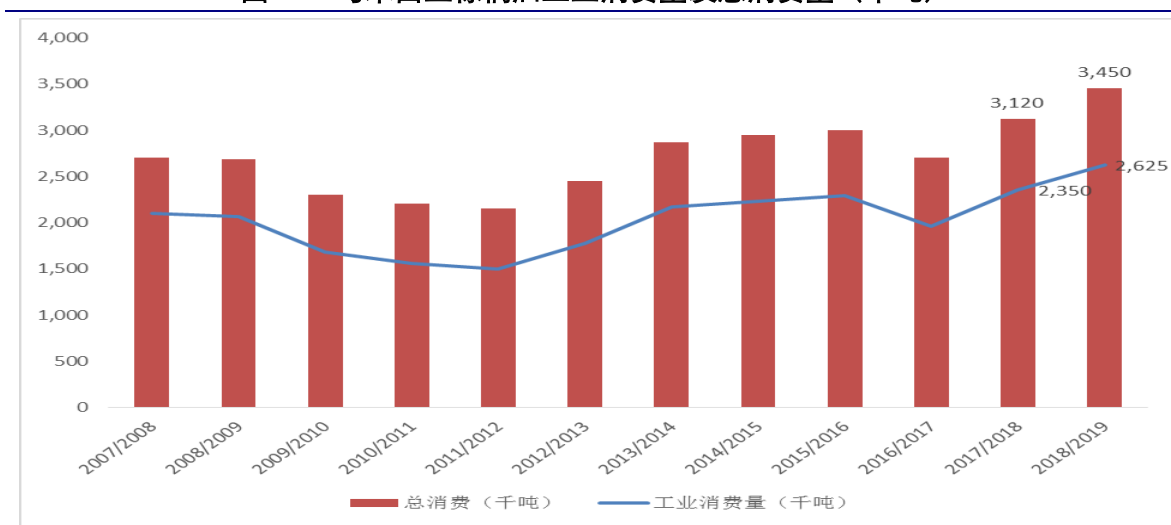
图 45：马来西亚生物柴油产量及产能利用率（百万升）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

如下图所示，由于马来政府生物柴油的混掺比率增加，对棕榈油的工业消费量继续增加，且可能高于美国农业部的报告数据。但从出口竞争力角度看，由于印度尼西亚棕榈油产量大幅增加、关税下降，大量挤占了马来西亚棕榈油出口的市场，因此，马来西亚棕榈油的出口面临萎缩局面，工业消费可能成为唯一的亮点。

图 46：马来西亚棕榈油工业消费量及总消费量（千吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

2.3 全球棕榈油供求分析

综合来看，随着马来西亚棕榈油的单产水平恢复、印度尼西亚棕榈油单产及总产量的大幅度增加，全球棕榈油的供给量大幅增加。而需求方面，棕榈油的食用需求增幅有限，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量随着能源价格的走低前景逐步暗淡，后期棕榈油的需求可能低于预期。

另外，为保护农民利益，印度已经大幅度提高了棕榈油的进口关税，导致棕榈油的进口量大幅萎缩；2018年6月14日，欧盟也通过决议，将通过法令自2019年后逐步减少用于生产生物柴油的棕榈油数量，直到2030年完全弃用棕榈油生产生物柴油。欧盟用于生产生物柴油的用量达到260—300万吨，短期来看，棕榈油的需求前景不容乐观。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求宽松，期末库存继续增加。如图47所示，全球棕榈油的库存继续增加，达到1029万吨，库存消费比达到15%。考虑到棕榈油工业需求的增加可能低于预期，我们认为，棕榈油的供求可能仍旧维持宽松状态，对价格利空。

图 47：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



数据来源：USDA，兴证期货研发部

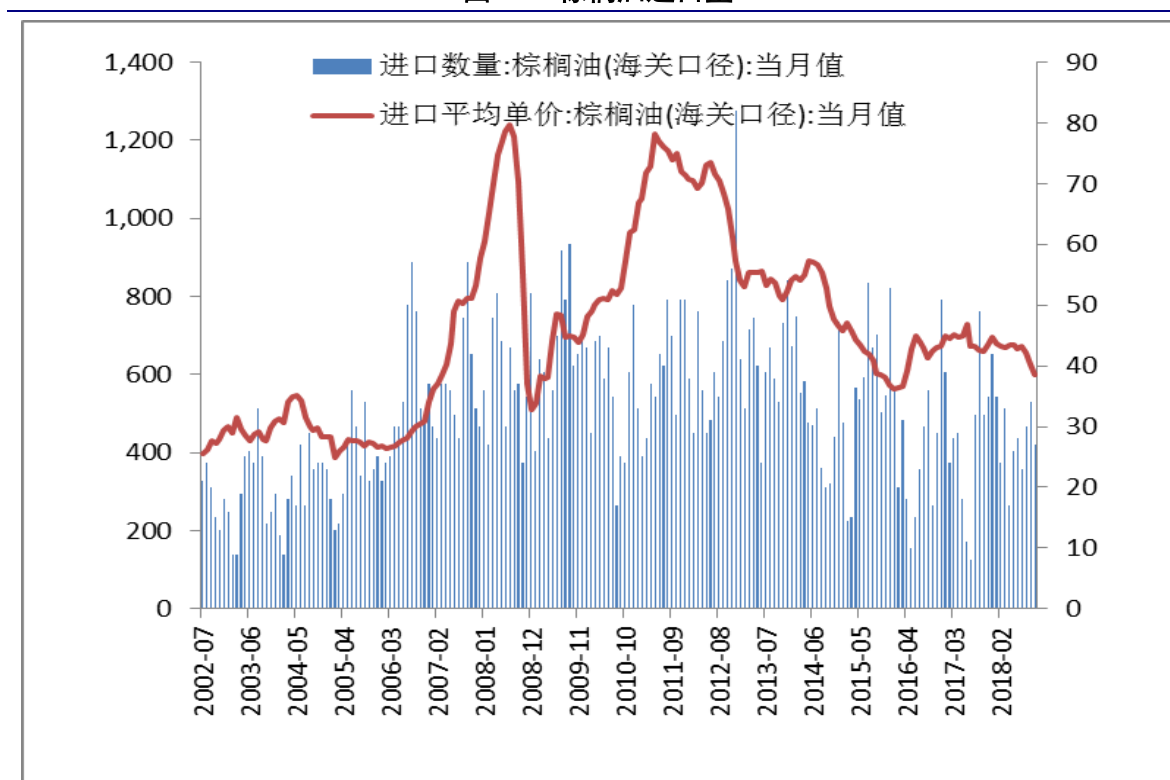
3.我国棕榈油产业分析

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有66%用于家庭食用消费，而34%用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，这个特性使得棕榈油成为方便面等工业食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，

容易出现浑浊甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

我们认为，棕榈油用于工业方面的需求可能保持相对稳定的增长，但家庭食用方面的需求可能维持低迷的状态，主要因为随着人民收入水平的提高，对于定位于低端的棕榈油需求放缓；2018年12月1日以后中国实施新的油脂包装标签，规定标识出各种油脂的确切占比，不利于处于低端的棕榈油的消费。目前国内市场的豆油、菜油供求宽松，价格相对较低，棕榈油需要继续降价才能抢占更多的市场份额。如图48为我国棕榈油月度进口数量，2017年日历年度，我国棕榈油的进口量为347万吨，较去年同期的316万吨小幅增加31万吨。2018年前10个月，棕榈油的进口量为277万吨，较去年同期的270万吨略有增加，说明随着棕榈油价格的走低，棕榈油的需求出现逐步增加的状态。

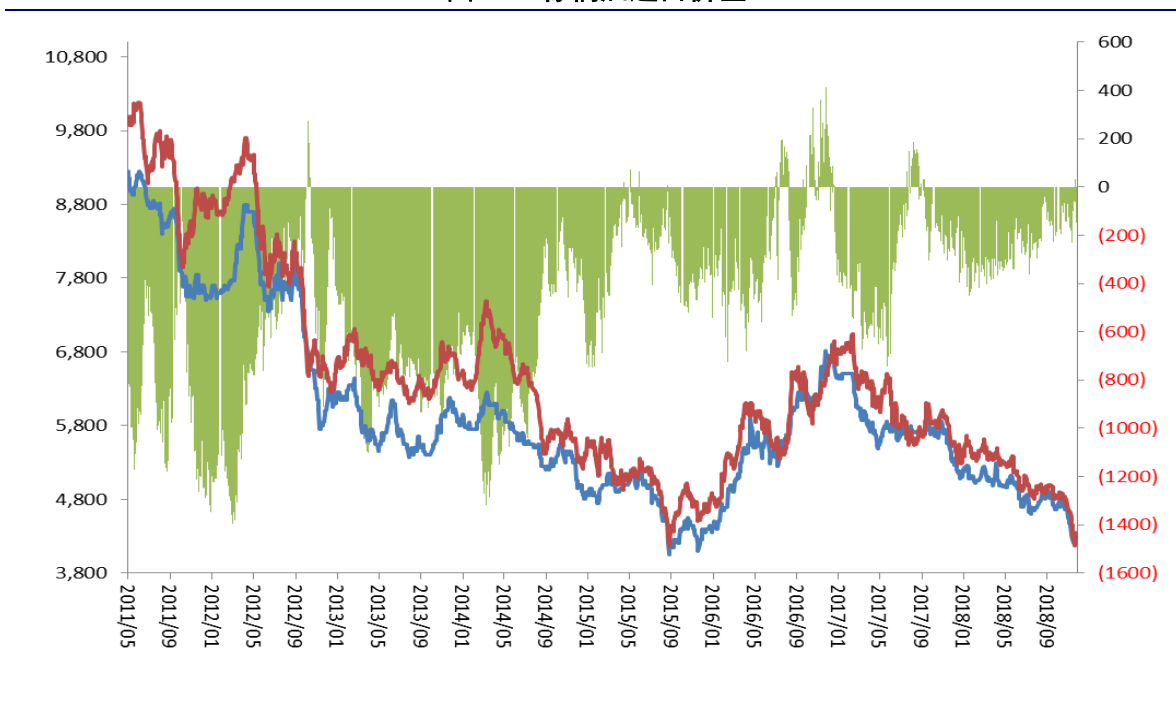
图 48： 棕榈油进口量



数据来源：USDA，兴证期货研发部

从进口盈亏的角度看，我国棕榈油的理论进口利润大部分时间维持负值的状态，在2008年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利；2017年年初及年中，国内棕榈油的库存只有30万吨的历史低位，导致国内棕榈油的价格坚挺，进口棕榈油出现盈利，进口量大幅增加。2018年下半年，国外棕榈油库存持续增加，价格大幅下挫，导致进口回到盈亏平衡附近，可能再次打开套利窗口。

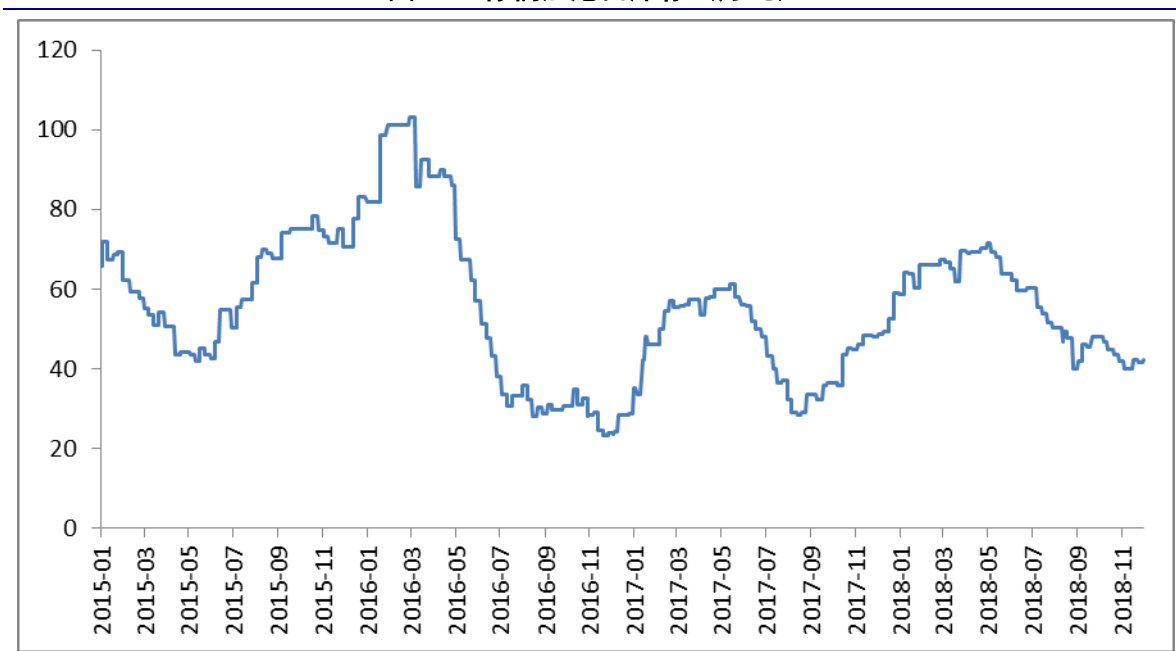
图 49：棕榈油进口价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从库存的角度看，2014 年我国棕榈油的库存非常大，尤其是在第一季度，棕榈油的库存接近 130 万吨。随后棕榈油的库存趋势性下降，自 2017 年下半年以来，棕榈油的库存逐步反弹。随着马来和印尼棕榈油的供应逐步宽松，国内棕榈油的进口逐步增加，在需求仍旧较弱的状态下，库存增加缓慢，基本维持低位区间震荡。

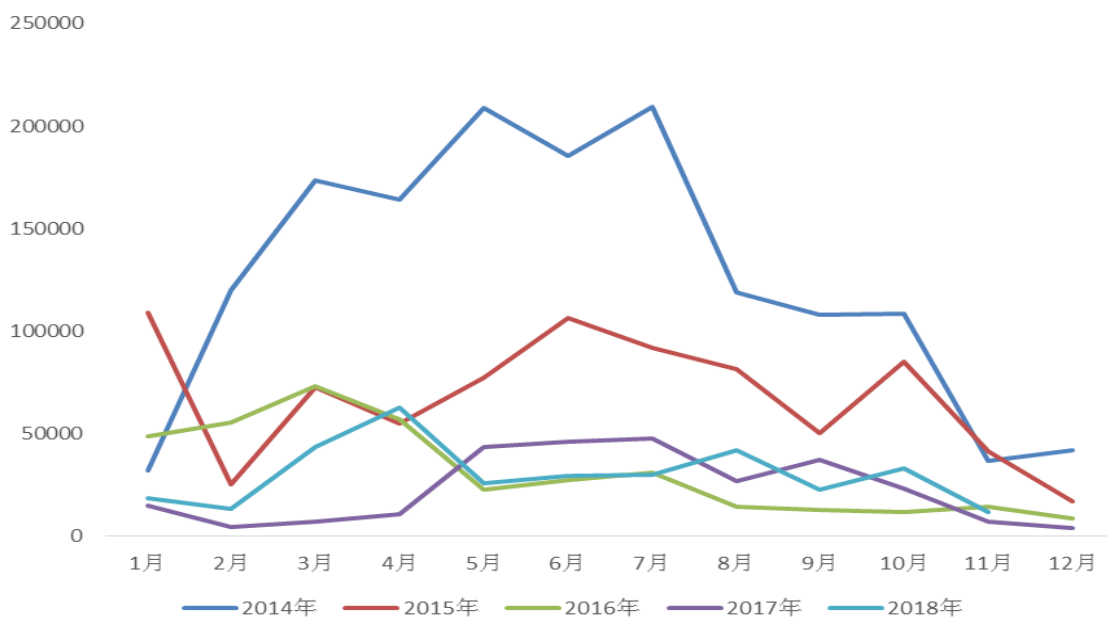
图 50：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从成交看，2018 年以来，棕榈油成交延续 2017 年以来的低迷状态，需求仍没有明显起色。

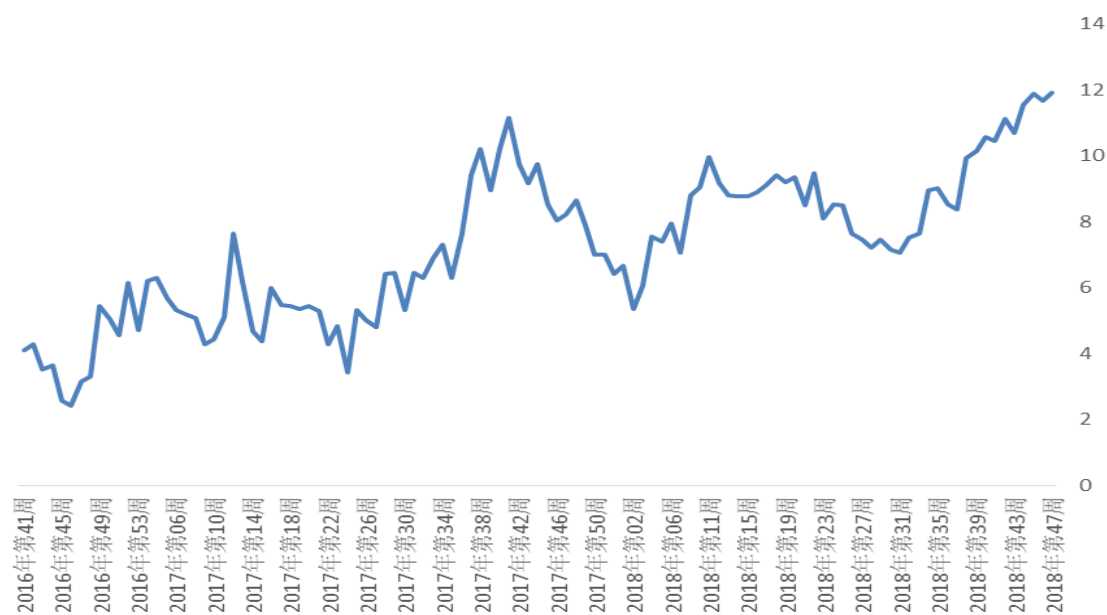
图 51: 棕榈油月度成交量 (吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

从未执行合同看，自 2016 年有统计以来，棕榈油的未执行合同量不断增加，尤其是 2018 年下半年以来棕榈油的库存持续增加，说明棕榈油价格相对较低，已经逐步吸引买家入场。

图 52: 棕榈油未执行合同 (万吨)



数据来源: Cofeed, 兴证期货研发部

综合来看，国内棕榈油的价格已经大幅下跌，并开始争夺豆油和菜籽油的市场份额。在国际棕榈油供求过剩的情况下，棕榈油成本的走低将继续拉低国内价格，从而有利于市场份额的增加。目前棕榈油的进口利润已经处于盈亏平衡，后期可能进入到套利窗口。从棕榈油的成交量数据和未执行合同数据可以看出，棕榈油的需求开始缓慢增加。因此，中长期看，由于全球棕榈油供求过剩将继续打压棕榈油价格，而国际棕榈油的价格走低有利于国内的消费，从而带动国内的进口和消费。因此，2019年棕榈油相对仍是较弱的品种，但随着价格的走弱，需求和成交量将逐步增加。

郑糖仍处于下跌周期

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号: Z0012887

黄维

投资咨询号: Z0013331

程然

从业资格号: F3034063

联系人: 黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

今年糖价震荡下行, 南宁现货价格从年初最高的 6200 元/吨, 下跌到约 5200 元/吨, 跌幅达 16.13%, 全年现货价格几乎以阴跌为主。2017/18 榨季我国食糖产量同比增长 11%, 榨季前期糖厂销售节奏较慢, 随着糖价持续下跌, 销售节奏加快, 17/18 榨季结转工业库存同比减少。2018/19 榨季, 预计国内产量或继续小幅增加, 国内也将进入增产的第三年。但是广西的甘蔗收购价下跌幅度较小, 另外北方甜菜糖也处于扩产当中, 产量或难以在短期内快速下跌, 糖价仍然处于下跌趋势中。

从周期的角度来看, 我们认为糖价依然处于下跌周期中。生产成本对糖价形成较强压制, 糖价有下行的风险。预计未来糖价还有一个超跌的过程, 可能要等到糖价大幅脱离成本形成超跌, 并在第二年减产的预期中才会形成底部。

国外方面, 2018/19 榨季印度产量或创新高, 同时库存和出口量也将大幅增加。本榨季巴西甘蔗制糖比处于历史低位, 油价大跌后关注明年一季度巴西醇油比的变化。

1.行情回顾

今年糖价一路下行，期间几乎没有反弹。南宁现货价格从年初最高的 6200 元/吨，下跌到约 5200 元/吨，跌幅达 16.13%，全年现货价格几乎以阴跌为主。期货方面，郑糖价格从最高点约 6000 点，下跌到 6 月底最低约 4800 元，跌幅约 20%。三季度盘面止跌反弹，主要原因是消费旺季来临，另外糖厂库存同比增加的不多，因此期现价出现反弹。盘面在最高反弹到约 5200 点后，期价又震荡走弱。基差方面，本榨季的基差以窄幅震荡为主。糖厂开榨后至一季度，基差震荡走弱，二季度前后基差震荡走强，熊市周期中这一特征较为明显。

外盘方面，美糖探底回升。受印度增产以及巴西雷亚尔持续贬值的影响，上半年美糖连续下跌，一度跌破 10 美分大关。随着巴西雷亚尔的升值，美糖见底反弹，最高反弹到 14 美分后有所回落。

图 1：南宁现货价格

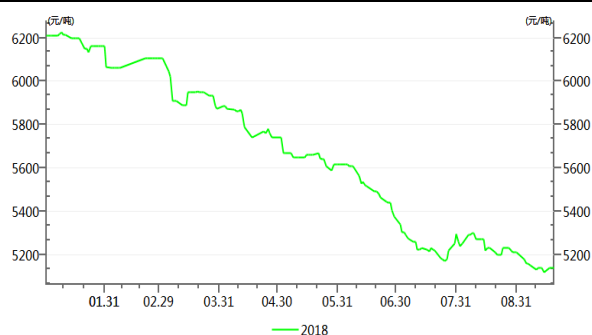
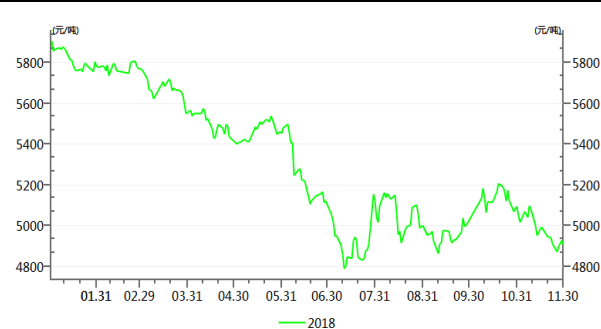
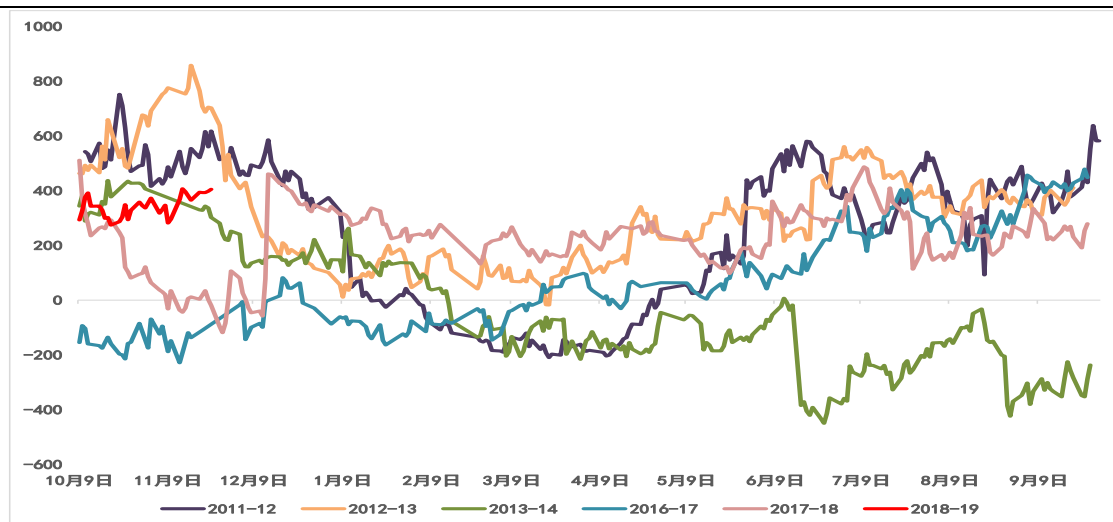


图 2：郑糖主连收盘价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：熊市中柳州现货-郑糖活跃合约价差（季节图）

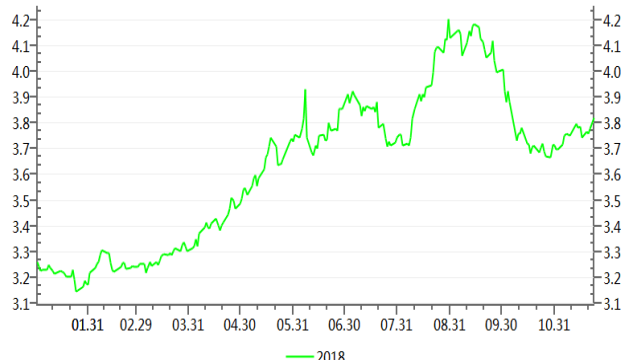


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：美糖主连收盘价



图 5：巴西雷亚尔



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国外基本面分析

2.1 印度产量维持高位，新榨季库存或创新高

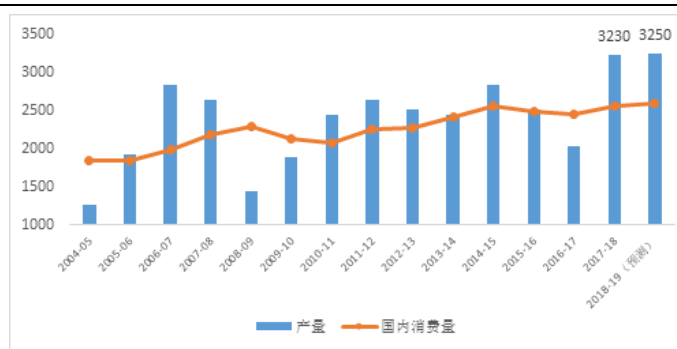
2017/18 榨季印度产量大幅超出市场预期，2017 年 9 月印度政府估计将产糖约 2500 万吨，但最终印度产量在 3150 万吨左右，大大超出预期。

目前印度新榨季的生产已经展开，印度糖协最新的估产为 3250 万吨，低于此前的 3550 万吨。今年印度北方邦的开榨时间同比偏晚，而马邦要到 12 月之后才会全面开榨，后续印度的生产情况值得关注。从天气情况来看，今年印度甘蔗产区总体降雨情况比较正常，印度水库水位处于健康状态，有利于甘蔗的生长，因此今年的产量可能不会同比下降太多。而由于甘蔗收购价依然较高，甘蔗种植面积同比仍略有增加，处于历史较高水平。总的来看，我们预计新榨季印度的产量可能仍然处于高位。

截止到今年 9 月份，印度的期末库存达到 1000 万吨，如果新榨季产量维持在 3250 万吨的话，2019 年 9 月份的期末库存将会达到 1900 万吨。因此今年印度将会积极寻找出口的机会，这会对国际糖价带来压力。不过由于期货具有价格发现的功能，市场对明年印度增产的预期比较一致，未来的现货压力或已部分反映在美糖的价格中。

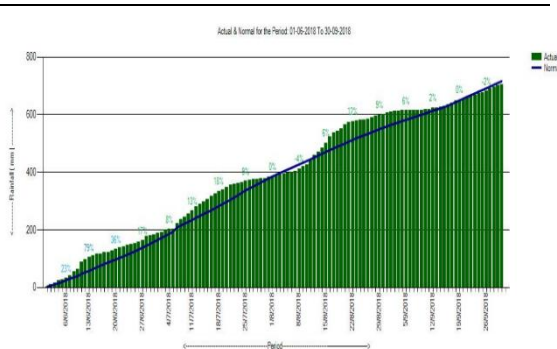
另外一个风险点在印度的糖价以及食糖政策。近年来印度的甘蔗收购价逐年上升，但是由于糖价较低，糖厂不能及时兑付农民的甘蔗款，印度的甘蔗欠款也逐年上升。由于今年的产量大幅超出榨季初的预期，如果在高甘蔗收购价下，糖价快速下跌，糖厂可能会面临极大的压力，印度的食糖产业政策可能会发生重大变化。印度政府可能会调低甘蔗收购价，导致农民种植意愿下降，从而使得印度产量大幅下降。尽管印度政府采取了建立临储，支持出口等一系列措施，但可能很难逆转印度国内糖价的下跌趋势。如果印度糖价继续下行的话，可能会导致政策发生根本改变。因此后期应继续关注印度国内糖价及政策变化。

图 6：印度食糖产量与国内消费量（万吨）



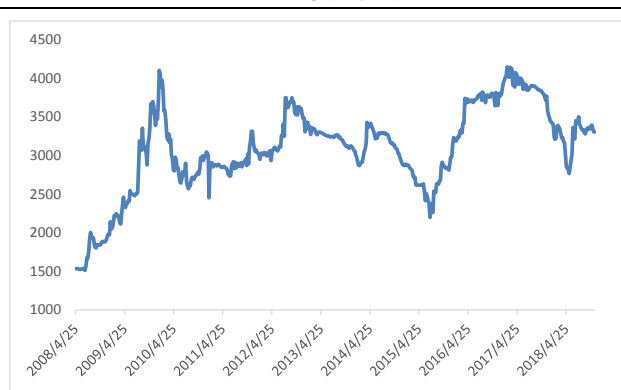
数据来源：印度糖协，兴证期货研发部

图 7：印度南部汛期降雨量



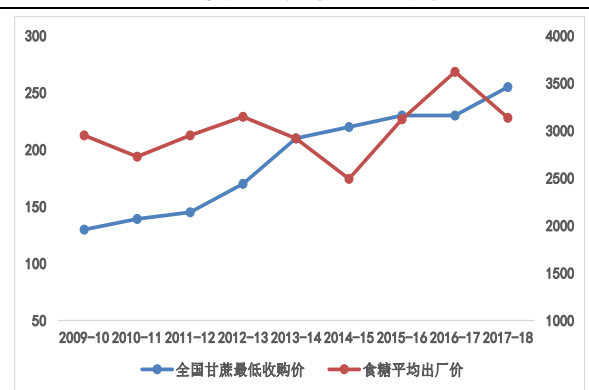
数据来源：印度气象局

图 8：印度糖价



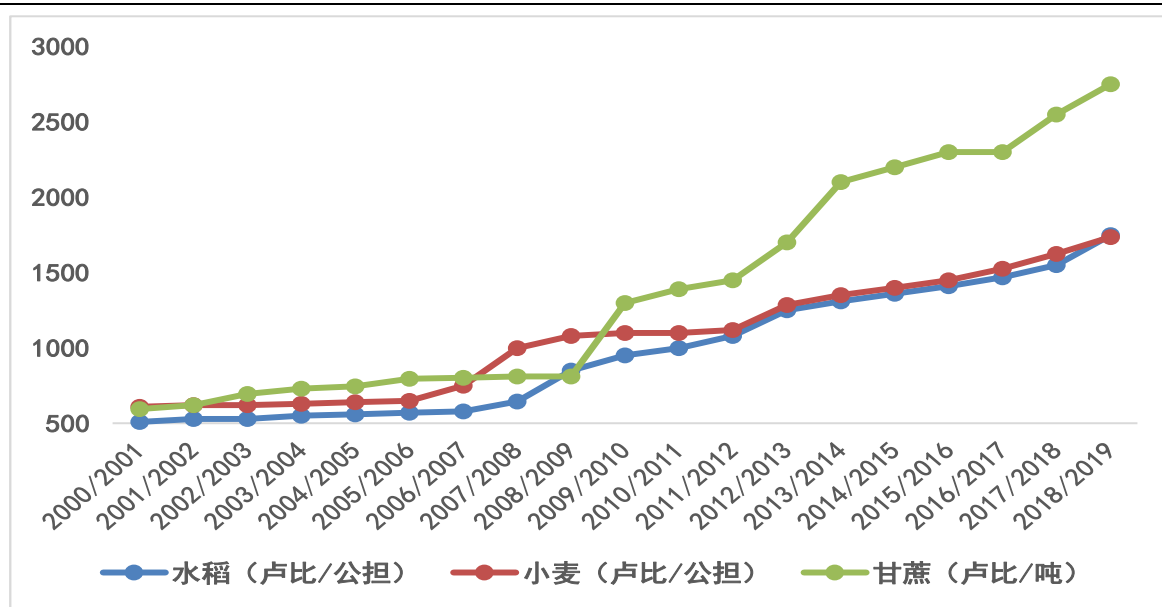
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 9：印度甘蔗收购价与糖价



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 10：印度甘蔗及其竞争作物的全国最低收购价



数据来源：印度糖协，兴证期货研发部

2.2 巴西甘蔗制糖比达到历史低位

今年 5 月份前后巴西降雨偏少，天气较为干旱，这使得榨季前期巴西压榨进度偏快。但是干旱天气对甘蔗的生长造成不利影响，进入榨季后期，不仅出糖率快速下降，甘蔗单产也同比明显下滑。同时，由于乙醇价格相对汽油偏低，乙醇销量同比大幅上升，糖厂选择把更多的甘蔗用来制乙醇，甘蔗制糖比处于历史低位。虽然天气与甘蔗制糖比都利好糖价，但是由于前期巴西雷亚尔持续贬值，使得这一利好被压制，在巴西雷亚尔有所反弹后，巴西生产方面的利好才逐渐显现出来。

本榨季截至 10 月底，巴西中南部地区共压榨甘蔗 5.08 亿吨，同比下降 4.35%，产糖 2435 万吨，同比下降 26.70%。产乙醇 272.6 亿升，同比增加 20.29%，出糖率为 140.13kg ATR/吨，同比上升 1.73%，甘蔗制糖比为 35.87%，去年同期为 47.62%。

10 月下半月，巴西中南部地区甘蔗含糖率 ATR 为 133.96kg/t，同比下降 12.81%，甘蔗出糖率大幅下降。CTC 数据显示，10 月份巴西中南部地区甘蔗的单产为 60.22 吨/公顷，去年同期为 66.47 吨/公顷，同比下降 9.39%。榨季后期巴西中南部甘蔗的单产出现了明显的下滑，可能是受前期的干旱天气以及甘蔗老龄化的影响。本榨季截止 10 月底，巴西中南部地区甘蔗的平均单产为 74.45 吨/公顷，去年同期为 77.62 吨/公顷，同比下降 4.1%。

9 月底，美国农业部预计 2018/19 榨季巴西甘蔗产量或为 6.1 亿吨，同比下降 3%。其中主产区巴西中南部的甘蔗产量为 5.63 亿吨，同比下降 5%，今年 4-7 月 São Paulo 和 Parana 地区的干旱对产量造成了影响，另外甘蔗的平均翻新比率也低于往年。2018/19 榨季巴西的种植面积同比几乎持平，预计 2018/19 榨季巴西的平均甘蔗单产为 64.55 吨/公顷，同比下降 4.76%，主要是由于前期的干旱以及成本限制。出糖率预计为 140.30kgTRS/吨，同比增加 2.38%。

由于糖价较低且乙醇需求较好，预计本榨季甘蔗制糖比继续维持低位，2018/19 榨季巴西的产糖量或为 3060 万吨，同比下降 21%。而根据 UNICA 的数据，截至 2018 年 11 月 16 日，巴西中南部地区的累计产糖量为 2522.9 万吨，同比下降 26.82%。出口方面，美国农业部预计 2018/19 榨季巴西食糖出口量或下降 30.49%至 1960 万吨。

图 11: 巴西中南部双周甘蔗压榨量 (吨)

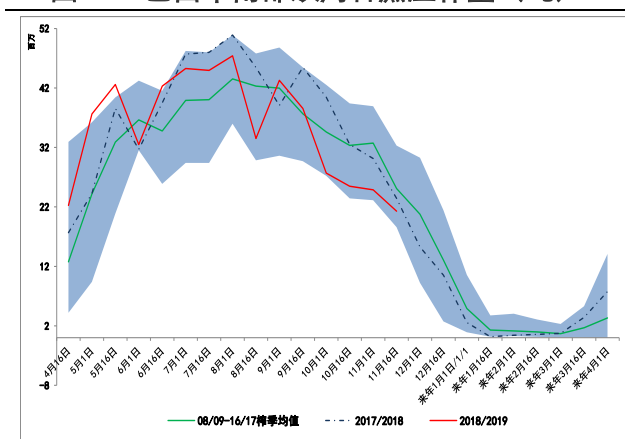
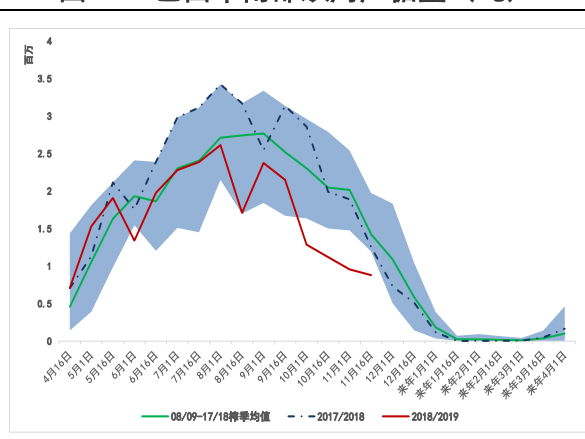


图 12: 巴西中南部双周产糖量 (吨)



数据来源：UNICA，兴证期货研发部

图 13: 巴西中南部双周甘蔗 ATR (kg/t)

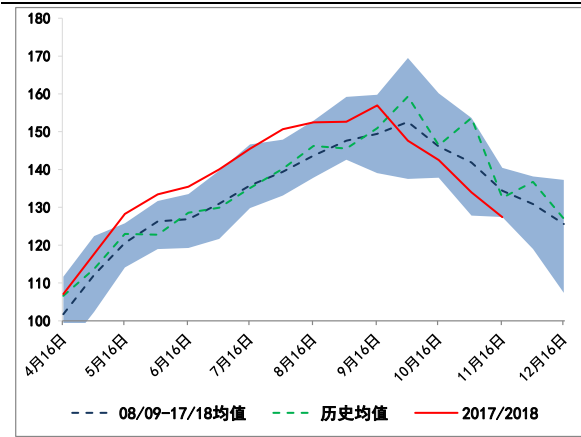
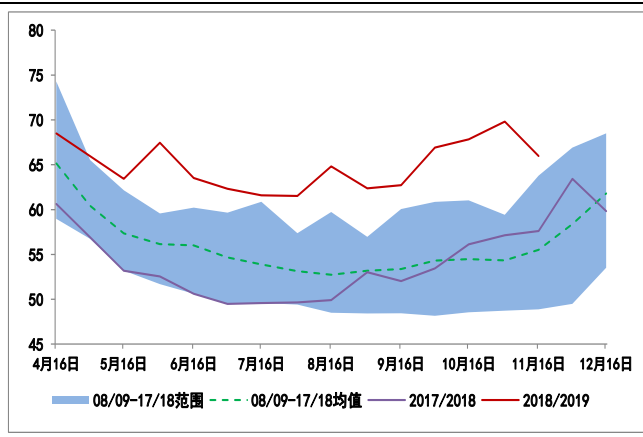


图 14: 巴西中南部双周甘蔗制乙醇比



数据来源: UNICA, 兴证期货研发部

图 15: 巴西中南部双周甘蔗单产(吨/公顷)

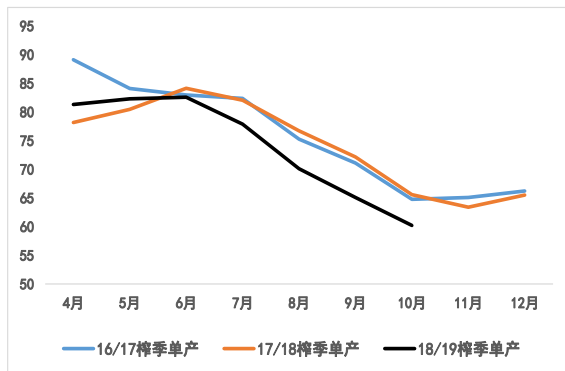
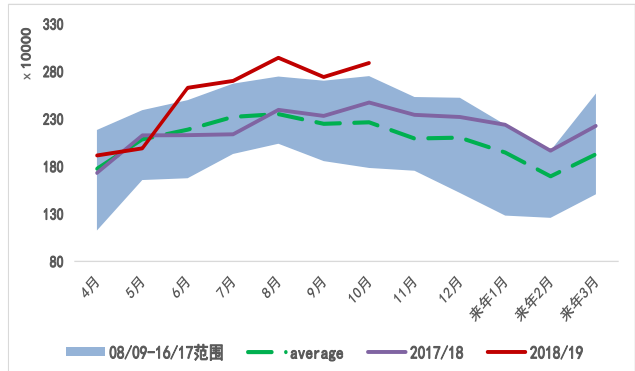


图 16: 巴西中南部甘蔗厂乙醇销量(立方米)



数据来源: UNICA, 兴证期货研发部

图 17: 巴西中南部加油站乙醇汽油比

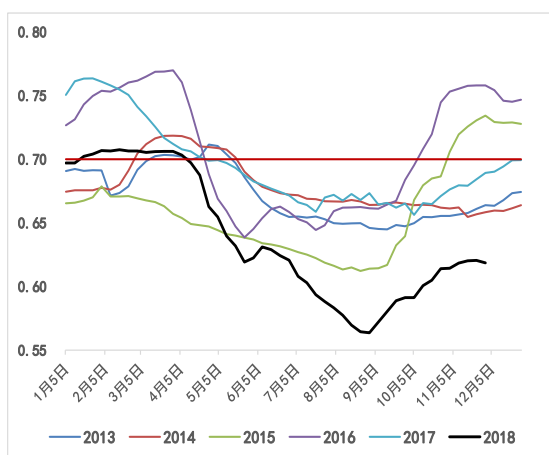
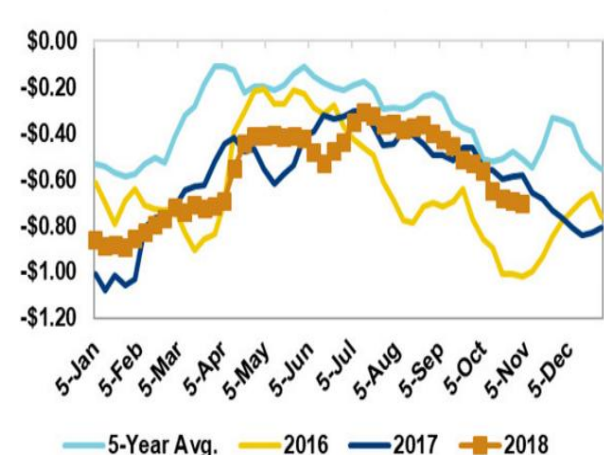


图 18: 美国 Gulf 与巴西 Santos 乙醇 FOB 价差



数据来源: UNICA, 兴证期货研发部

图 19: 巴西乙醇折糖价与美糖期货价格

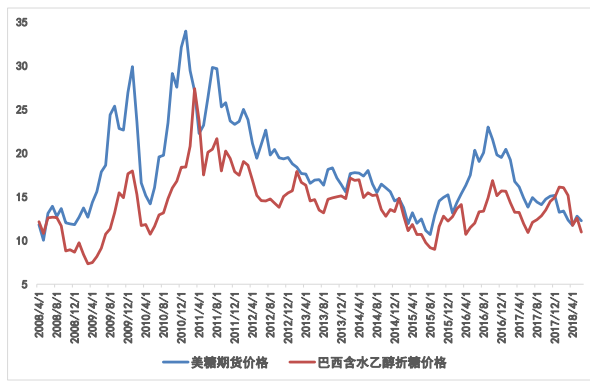
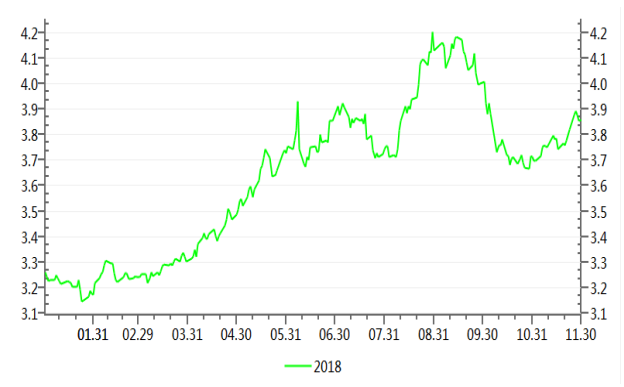


图 20: 美元兑巴西雷亚尔



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.国内基本面分析

3.1 17/18 榨季国内产销

2017/18 榨季我国共生产食糖 1031 万吨, 同比增加 11%, 销糖 985.88 万吨, 同比增加 13.19%, 截止 2018 年 9 月底新增工业库存为 45.16 万吨, 同比减少 21.96%, 虽然本榨季产量继续增加, 但是工业库存却同比减少。17/18 榨季广西共生产食糖 602.50 万吨, 同比增加 13.79%, 截止 9 月底的工业库存为 46.1 万吨, 同比减少 2.95%。

在增产的情况下, 截至 9 月底广西工业库存同比略有减少, 但从销糖率看, 今年广西的销糖率处于历史较低水平。特别是在榨季前期, 广西糖厂的销糖率偏低, 6 月份之后才加快了销售节奏。17/18 榨季云南共产糖 206.86 万吨, 同比增加 10.15%, 销糖 180.20 万吨, 同比增加 18.7%, 截至 9 月底工业库存 26.66 万吨, 同比减少 25.90%。销糖率方面, 2016/17 榨季云南的销糖率偏低, 2017/18 榨季初期销糖率也依然较低。但是 4 月份之后云南明显加快了销售节奏, 销糖率有所提升。

图 21: 全国食糖产量 (万吨)

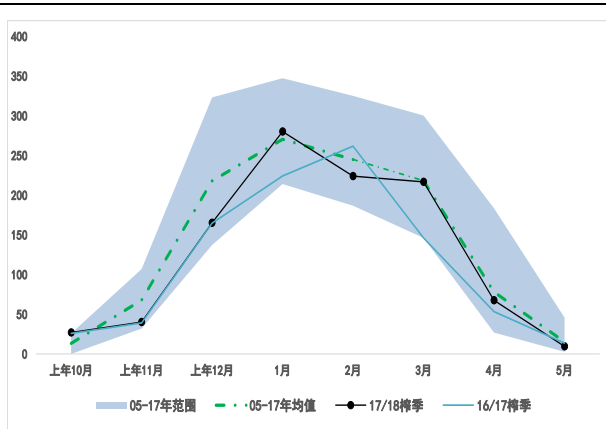
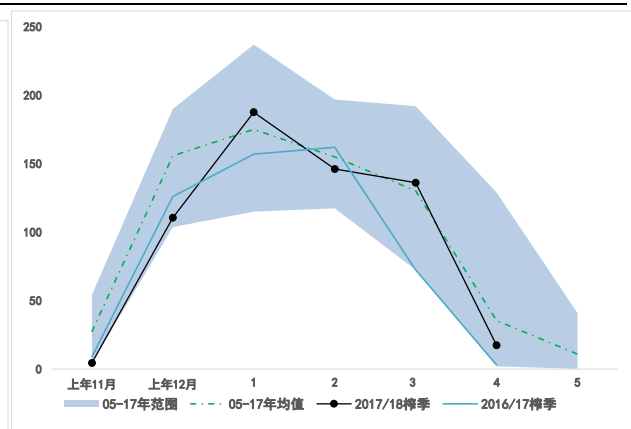


图 22: 广西食糖产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 全国食糖销量 (万吨)

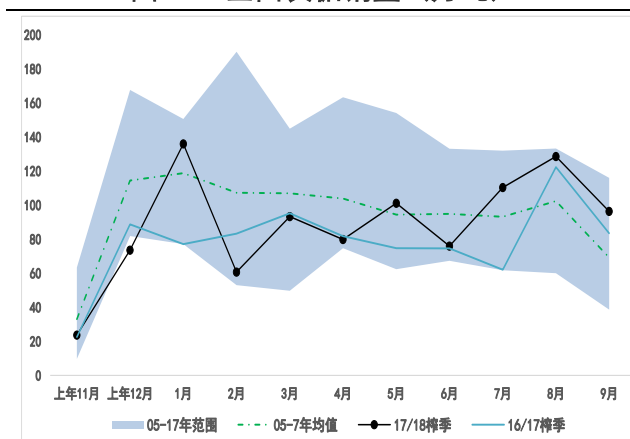
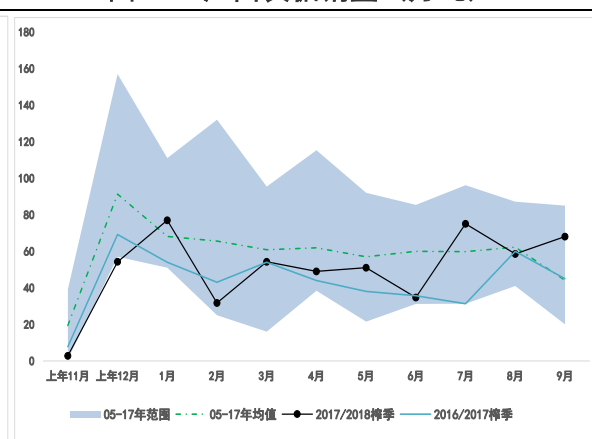


图 24: 广西食糖销量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 全国食糖新增库存 (万吨)

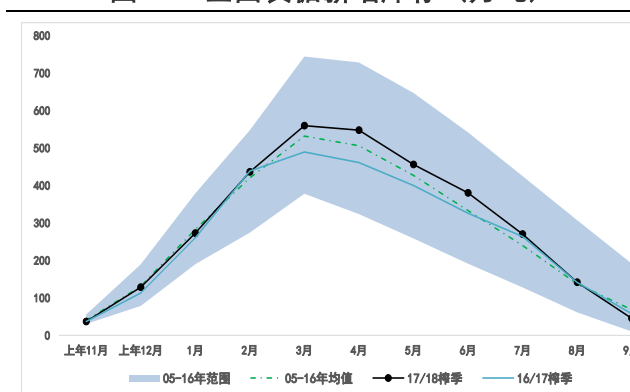
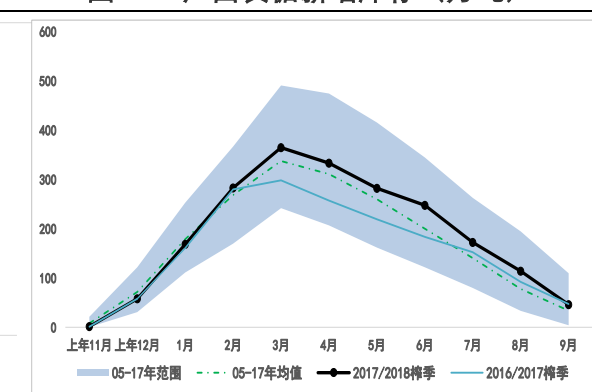


图 26: 广西食糖新增库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 全国销糖率

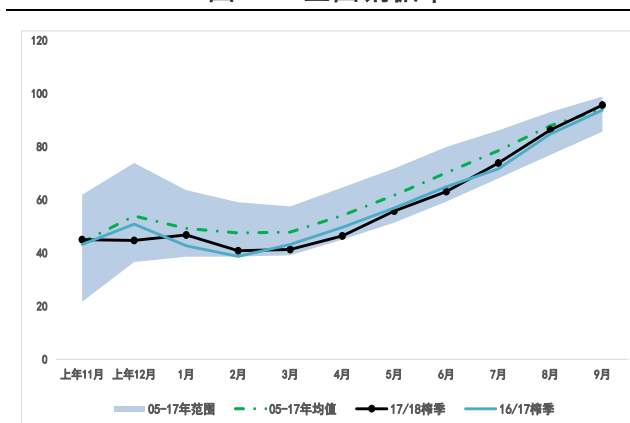
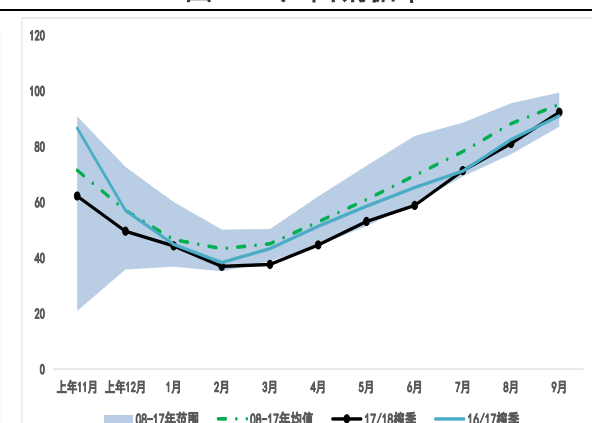


图 28: 广西销糖率



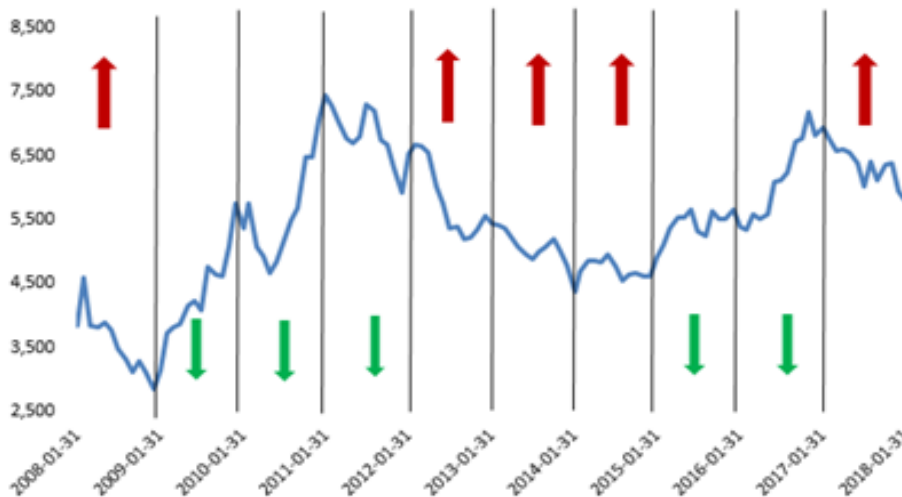
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 国内进入增产周期第三年

从历史上看,我国食糖产量周期与食糖价格具有较明显的对应关系。由于甘蔗的生理特性,我国食糖的产量一般以三年为一个周期。预计本榨季产量仍将小幅增加,那么将是增产的第三

年。但是由于本榨季是甘蔗价下调的第一年，且只下降 10 元至 490 元/吨，因此下榨季产量可能很难明显减少。另外北方甜菜糖也处于产能扩张阶段，因此本轮增产周期可能会有所延长。

图 29：郑糖主连月线与国内食糖产量周期（向上箭头增产，向下箭头减产）



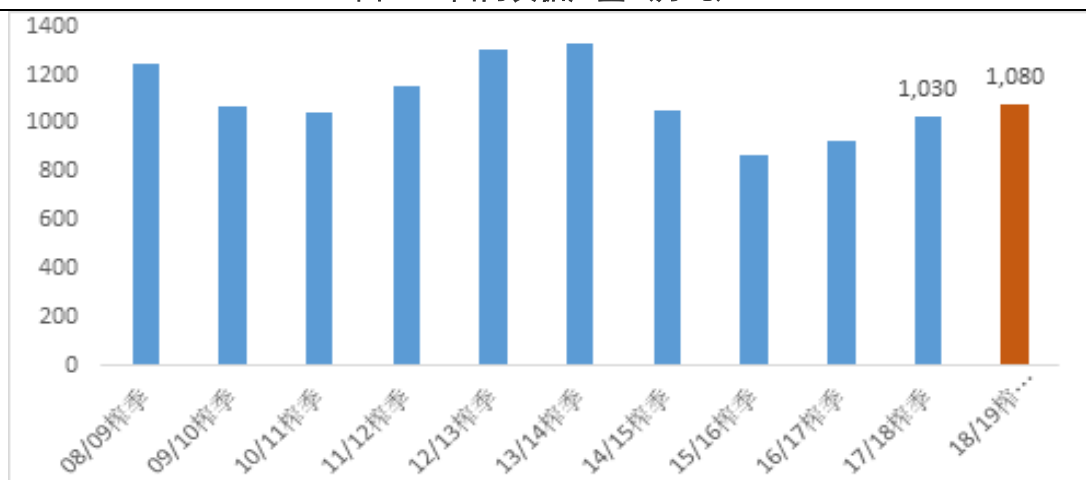
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 新榨季国内产量或小幅增加

美国农业部 9 月报告显示，预计 2018/19 榨季我国食糖产量将增加约 55 万吨至 1080 万吨左右，增幅约 5.3%，其中，预计甘蔗糖将增产 30 万吨至 940 万吨。新榨季广西甘蔗收购价为 490 元/吨，小跌幅度较小，甘蔗收购价与糖价明显脱钩，农民种植甘蔗的积极性可能不会下降太多。

预计甜菜糖将增产 25 万吨至 140 万吨左右。2018/19 榨季内蒙古有望超越新疆成为我国第一大甜菜糖产区。内蒙甜菜种植面积迅速增加的主要原因有：1. 2016 年取消玉米临储政策以后，原先种植玉米的农民开始转向甜菜等效益更好的作物。2. 内蒙适合机械化种植，单产较高，人工成本则较广西大幅降低。3. 引进了高产的新品种，含糖率能达到 16-18%。4. 预计 2019 年会有四座新糖厂投入运行，因此对原料的需求增加。

图 30：国内食糖产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 总进口量或连续第三年降低

2017/18 榨季我国食糖进口量为 243 万吨，上个榨季为 230 万吨，同比增加 5.65%。

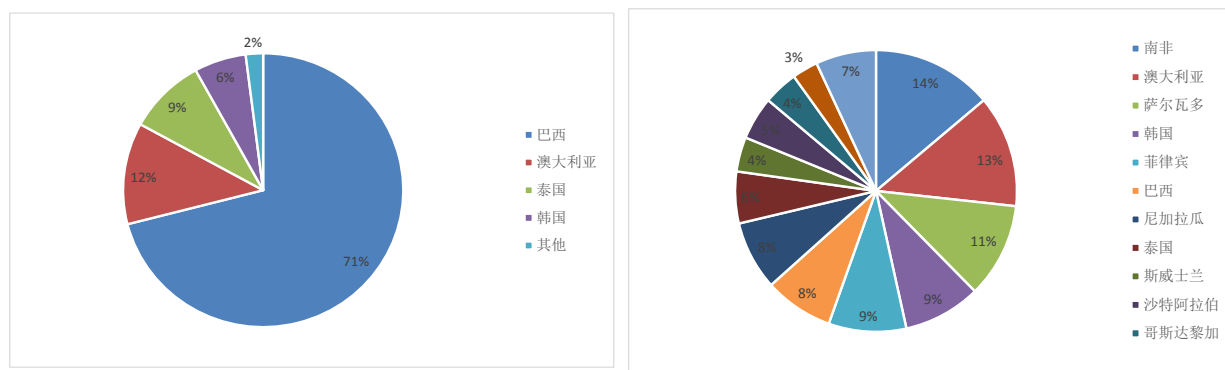
走私方面，目前走私入境的线路更多样化，想要完全杜绝走私很难做到，关键在于量的多少。近期政府对云南边境非法白糖贸易的打击力度加大，但东部沿海地区走私情况未明显改善。随着国内价格持续下跌以及外盘的反弹，内外盘价差有所收窄，有利于抑制走私数量。

根据美国农业部 9 月的数据，2016/17 榨季，我国食糖合法与不合法进口总量为 460 万吨，2017/18 榨季为 420 万吨，预计 2018/19 榨季为 400 万吨。总进口量或连续第三年降低。

政策方面，2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日，配额外进口关税从 95% 下调至 90%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，配额外进口关税将由 90% 下调至 85%。配额外关税是从 2017 年 5 月开始提高的，当时政策规定单个出口国出口量占我国总进口量的比例小于 3% 的话，可以享受原先 50% 的配额外关税。因此在政策实施后，我国的食糖进口国构成发生了变化。在政策实施之前，我国食糖的主要进口国是巴西，其次是澳大利亚和泰国。在政策实施后，进口商为享受 50% 的配额外关税，改为从其他国家进口。新的结构如图 32 所示，巴西的进口份额大幅下降，进口来源国更加分散化，哥斯达黎加、越南、哥伦比亚、巴基斯坦等国家成为新的进口来源国。由于对进口来源国进行了分散处理，这段时期内大多数进口商仍然享受 50% 的配额外关税。

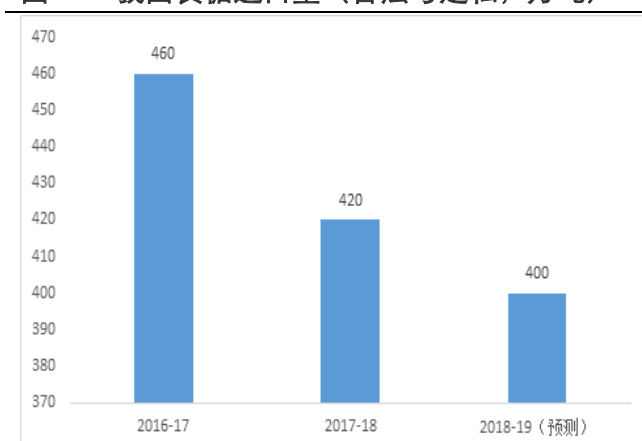
2018 年 7 月 16 日，国家宣布取消部分国家配额外 50% 进口关税优惠，对所有配额外进口统一加征关税。由于 2018 年 3 月之后，海关总署停止了对进出口货物细项数据的公布，因此政策实施后进口结构的变化无法得知，但巴西与泰国可能会重新成为主要的进口来源国。

图 31:食糖进口来源国占比(2016 年 10 月-2017 年 3 月) 图 32:食糖进口来源国占比(2017 年 10 月-2018 年 3 月)



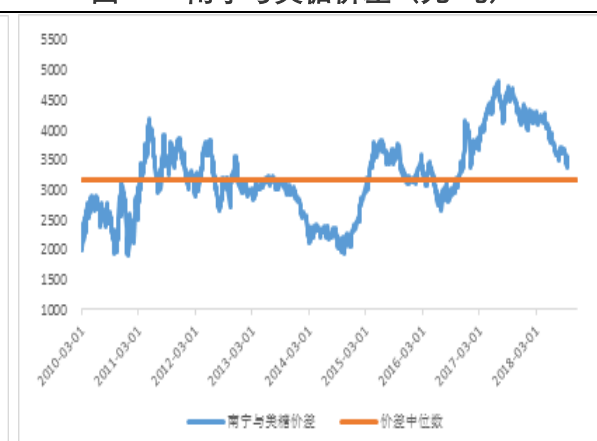
数据来源：海关总署，兴证期货研发部

图 33: 我国食糖进口量 (合法与走私, 万吨)



数据来源: 美国农业部, 兴证期货研发部

图 34: 南宁与美糖价差 (元/吨)

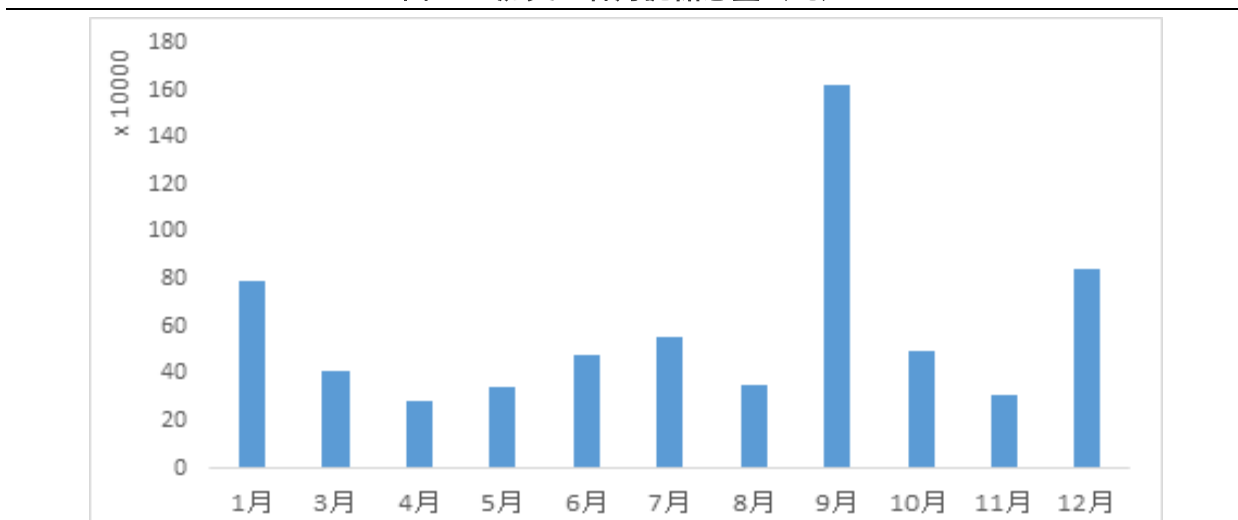


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.5 国家或继续寻找抛储机会

国储方面, 国家提出农业供给侧改革, 从长期来看, 继续抛储与取消国储政策势在必行。目前糖价较低, 国储糖难以出库。但如果糖价能够企稳, 国家依然会寻找抛储的机会。

图 35: 历史上各月抛储总量 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.6 本榨季糖厂销售节奏可能会加快, 现货压力较大

17/18 榨季伊始, 广西的销糖节奏偏慢, 销糖率比上一个榨季 (16/17 榨季) 明显偏低, 进入到 6 月份之后销售节奏才有所加快。本榨季截至 5 月底重点制糖企业甘蔗糖累计平均销售价格 5883 元/吨, 仍靠近成本线附近。但是随着糖价一直下跌, 糖企不得不低价卖糖。

从上一个熊市周期的经验看, 我们预计本榨季糖厂的销售节奏可能会比上个榨季快, 销糖率可能出现明显上升。但是在熊市的后期, 可能会出现越着急卖糖糖价越跌的现象, 糖厂会发现依然很难卖糖。

对比上一个增产周期也就是 2011~2014 年广西的产销率, 我们认为目前郑糖可能依然处于下跌周期中, 未来仍有继续下跌的空间。

在上一个增产周期中, 增产的第一年也就是 2011/12 榨季, 广西销糖率同比下降, 表明在

下跌的初期，糖厂依然希望能以更好的价格卖糖，并没有完全顺价销售。在增产的第二年，由于糖价持续下跌，市场的看空情绪持续发酵，下游随买随用不存货，糖厂不看好后市也急于出货，市场形成向下的共同作用力。此时糖厂的销糖率显著上升，糖厂出货意愿较强。到了增产的最后一年，糖价超跌，市场的悲观情绪达到顶峰，下游在等更便宜的糖，糖厂产量增加但是销量减少，库存居高不下。2013/14 榨季的时候，广西的销糖率创下历史新低，同时库存达到历史新高。此时下跌周期进入尾声，紧接着迎来的是减产周期，糖价在超跌后迎来反弹并走向反转。

从这个角度来看，我们有两个结论：第一，本榨季广西的销糖率可能会明显回升。第二：糖价向下仍有空间。

图 36：上一个增产周期中广西的销糖率

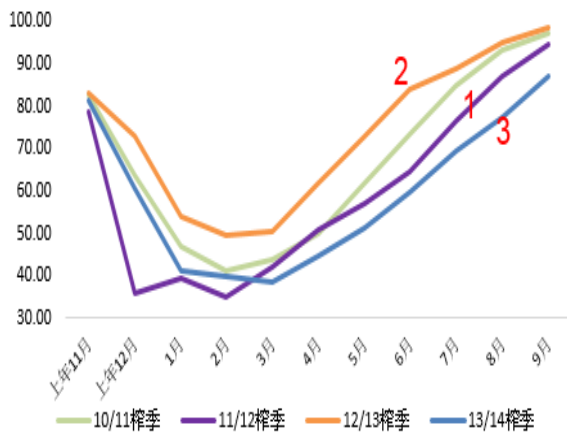
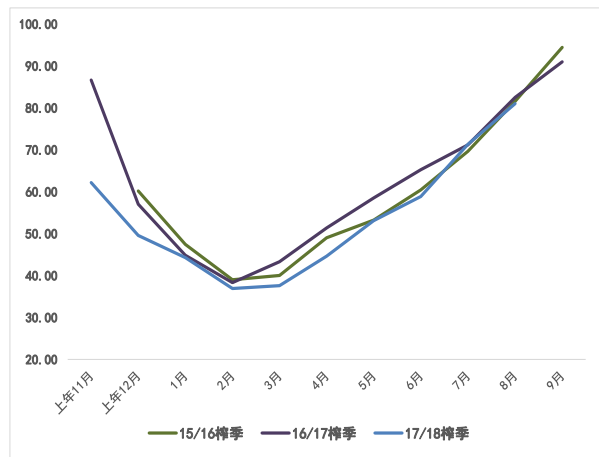


图 37：本轮增产周期中广西的销糖率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.7 从生产成本角度看，仍处于下跌周期

目前仍处于增产周期，在增产周期中，白糖价格与制糖成本—甘蔗价格之间会形成一个向下的相互作用力。糖价下跌会使得甘蔗价格下跌，反过来甘蔗价格的下跌会再次导致食糖价格的下跌。

我们可以把白糖的下跌周期分为三个阶段：第一阶段是转折期，是由牛市向熊市过渡的部分，下跌的主要原因是产量出现转折点，在这一时期制糖成本会成为糖价的支撑点，糖价在下跌至制糖成本后，会在成本附近震荡，并且有可能出现反弹。第二阶段制糖成本和糖价共同形成一个向下的力，在这一阶段制糖成本会成为糖价的天花板、压力线。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。

我们认为目前白糖处于由第二阶段向第三阶段过渡的时期。南宁现货糖价 10 年的中位数在 5400 附近，新糖价格在 5300 附近，从概率的角度来看，向上或向下的概率几乎相同。但是结合基本面看，我们认为向下的概率更大，现货价格可能会在 5400 附近有一个震荡，也有可能 5400 附近走一个 V 字，但中期看，回踩 5400 后继续下行的可能性较大。

图 38：我国食糖的周期：南宁糖价与产糖成本



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 总结

今年糖价震荡下行，南宁现货价格从年初最高的 6200 元/吨，下跌到约 5200 元/吨，跌幅达 16.13%，全年现货价格几乎以阴跌为主。2017/18 榨季我国食糖产量同比增长 11%，榨季前期糖厂销售节奏较慢，随着糖价持续下跌，销售节奏加快，17/18 榨季结转工业库存同比减少。2018/19 榨季，预计国内产量或继续小幅增加，国内也将进入增产的第三年。但是广西的甘蔗收购价下跌幅度较小，另外北方甜菜糖也处于扩产当中，产量或难以在短期内快速下跌，糖价仍然处于下跌趋势中。

从周期的角度来看，我们认为糖价依然处于下跌周期中。生产成本对糖价形成较强压制，糖价有下行的风险。预计未来糖价还有一个超跌的过程，可能要等到糖价大幅脱离成本形成超跌，并在第二年减产的预期中才会形成底部。

国外方面，2018/19 榨季印度产量或创新高，同时库存和出口量也将大幅增加。本榨季巴西甘蔗制糖比处于历史低位，油价大跌后关注明年一季度巴西醇油比的变化。

鸡龄结构年轻化，养殖利润或回落

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

上半年鸡蛋价格探底回升，现货价格于6月底开始上涨。十一之后虽然进入传统消费淡季，但是鸡蛋现货价格却依然较为坚挺，特别是广州地区的鸡蛋价格一直保持在相对较高的位置，对鸡蛋价格起到了支撑作用。另外值得注意的是，十一前后白羽肉鸡的价格出现了反季节性的上涨，并且突破了2014年以来的价格最高点。同时，十一过后蛋鸡苗价格与淘汰鸡价格也震荡上行。

从鸡龄结构来看，前三季度主力蛋鸡占比处于较低的水平，但近期主力蛋鸡占比开始上升，我们认为主力蛋鸡占比拐点已经出现，预计后期占比或继续上行，鸡蛋供应将逐渐增加。需求方面，春节前后需求逐步走弱，供应压力叠加需求低迷鸡蛋现货价格或将有所回落。另外，非洲猪瘟疫情刺激鸡蛋的替代需求有所增加，对鸡蛋价格形成支撑。明年在疫情得到控制后，鸡蛋的需求可能会回归到往年的水平。

养殖利润方面，今年的蛋鸡养殖利润依然维持在相对较高的位置。从上一个周期的经验来看，我们预计明年的养殖利润大概率回落，下半年的高点很难超过2018年。

1.行情回顾

上半年鸡蛋价格探底回升，2月初主产区鸡蛋平均价一度达到9.58元/公斤，但是随后价格一路下跌，最低下跌至7.19元/公斤，跌幅达24.9%。从2011年以来春节前后价格的高低点看，今年春节前后的跌幅较大，仅次于2017年的26.98%。在经过一段平静期后，现货价格于6月底开始上涨。主产区鸡蛋平均价从6月初的最低7.68元/公斤上涨至9月初最高的9.60元/公斤，涨幅为22.14%。

十一之后虽然进入传统消费淡季，但是鸡蛋现货价格却依然较为坚挺，特别是广州地区的鸡蛋价格一直保持在相对较高的位置，对鸡蛋价格起到了支撑作用。另外值得注意的是，十一前后白羽肉鸡的价格出现了反季节性的上涨，并且突破了2014年以来的价格最高点。白羽肉鸡上涨的时间点与广东鸡蛋现货升水走高的时间点较为一致，因此可能是广东的鸡肉替代需求增加促使鸡蛋价格也随之走高。

由于鸡蛋价格以及肉鸡价格维持高位，十一过后蛋鸡苗价格与淘汰鸡价格也震荡上行，目前处于历史上较高的水平。

图 1: 主产区鸡蛋平均价

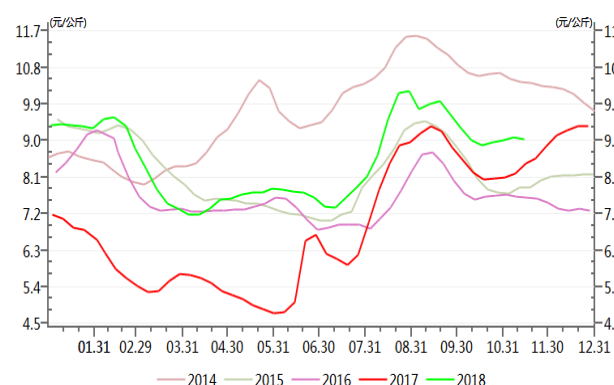
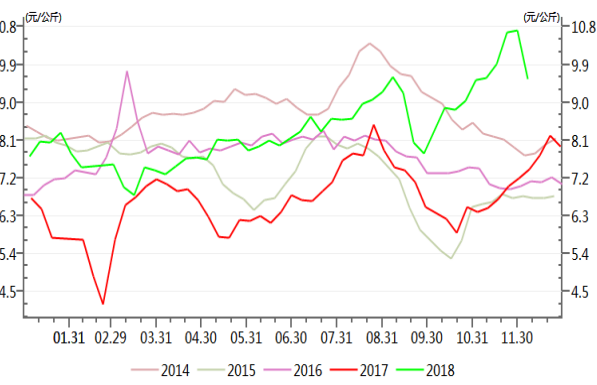


图 2: 主产区白羽肉鸡平均价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 主产区蛋鸡苗平均价

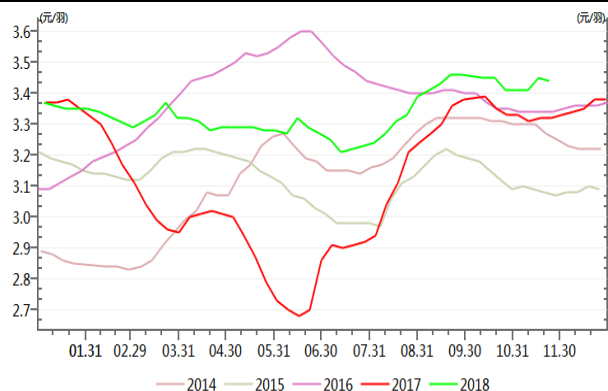
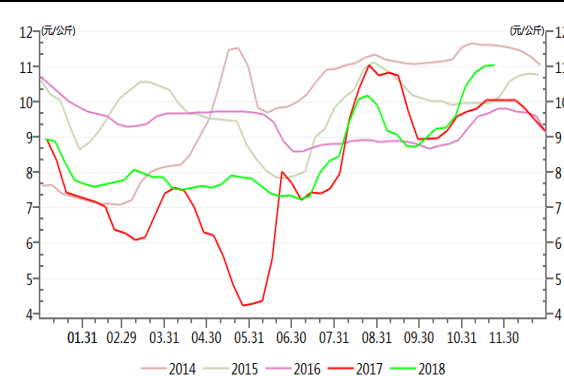


图 4: 主产区淘汰鸡平均价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 存栏维持震荡

今年的在产蛋鸡存栏呈现出窄幅震荡的格局，上半年存栏小幅上行，下半年存栏小幅下行。截至 10 月份，全年的存栏低点为 10 月份的 10.63 亿只，高点为 6 月份的 11.05 亿只，振幅为近几年来最低。补栏方面，今年上半年育雏鸡补栏量依然较大，4 月份的时候最高达到 8735 万羽。6 月份过后补栏呈季节性回落，最低点为 9 月份的 5963 万羽。由于鸡蛋价格处于相对较高位置，蛋鸡养殖盈利较高，部分养殖户补栏意愿提高，10 月份开始育雏鸡补栏量有所回升。

从规模方面来看，芝华数据显示，截至 2018 年 10 月，2 万只以下规模蛋鸡养殖户在产蛋鸡存栏量减少，2 万只-10 万只规模蛋鸡养殖户在产蛋鸡存栏量减少，10 万-50 万规模蛋鸡养殖户在产蛋鸡存栏量小幅增加，50 万-100 万规模蛋鸡养殖户在产蛋鸡存栏量略微增加，100 万以上规模蛋鸡养殖户在产蛋鸡存栏量变化不大。

青年鸡方面，7 月份以来，青年鸡存栏量环比连续减少，主要是因为下半年开始育雏鸡补栏量减少，导致青年鸡存栏量出现连续减少。青年鸡存栏量偏低，说明未来 3 个月上高峰的蛋鸡数量不会太多。后备鸡方面，截至 2018 年 10 月，后备鸡存栏量为 2.06 亿只。下半年开始后备鸡存栏量同比与环比均有所下滑，主要还是育雏鸡补栏量大幅下滑导致的。

鸡龄结构方面，今年的蛋鸡鸡龄结构呈现出探底回升的格局。年初的时候，主力蛋鸡占比一度到达过 62.21% 左右的低位，随后逐步上行，4 月份的时候上升至 67.21%。6 月份主力蛋鸡占比再次跌落至 60.73% 附近，形成二次探底并逐步回升。10 月份主力蛋鸡占比回升到 68.49%。9 月份开始老鸡占比明显回落，10 月份 450 天以上即将淘汰鸡龄占比为 10.74，环比减少 0.75%，间接推升了主力蛋鸡占比。老鸡淘汰量增加可能是因为环保力度加强，导致部分地区老鸡淘汰。另外，天气逐渐转冷，养殖业的风险加大。同时淘汰鸡的价格也处于高位，因此部分养殖户选择淘汰老鸡，10 月份平均淘汰鸡鸡龄上移至 550 天。

另外，根据蛋鸡的生理特性，我们可以根据目前的蛋鸡存栏总量以及鸡龄结构来预测未来五个月的新增上高峰的鸡与可淘汰的老鸡，从而估算出新增在产蛋鸡的数量。我们假设育雏鸡 150 天之后上高峰，养殖户 510 天之后淘汰老鸡，然后根据芝华提供的数据，对未来 5 个月新增在产蛋鸡的数量做出预测，如图 8 所示。

图 5：在产蛋鸡存栏（单位：亿只）

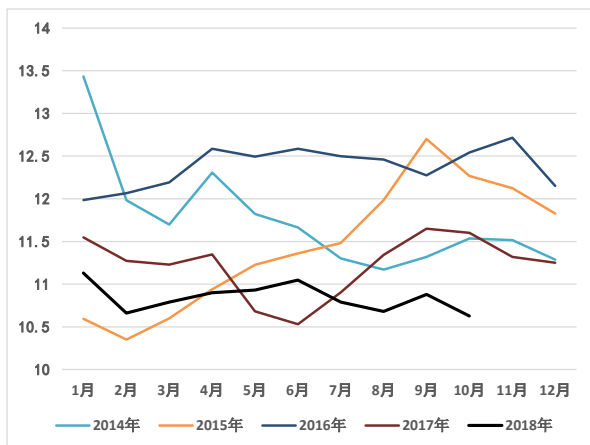
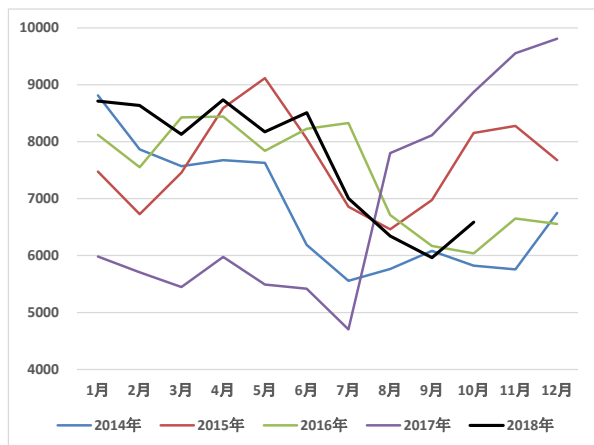


图 6：育雏鸡补栏量（单位：万只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 7：青年鸡补栏量环比

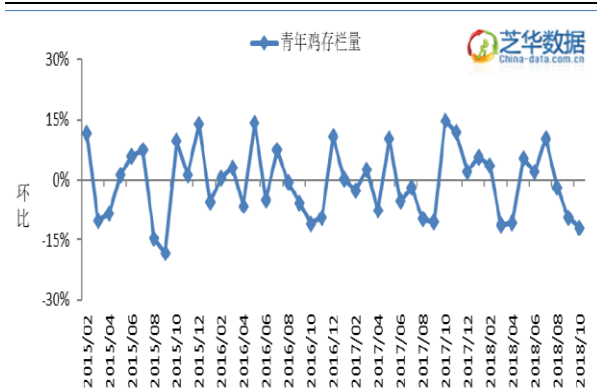
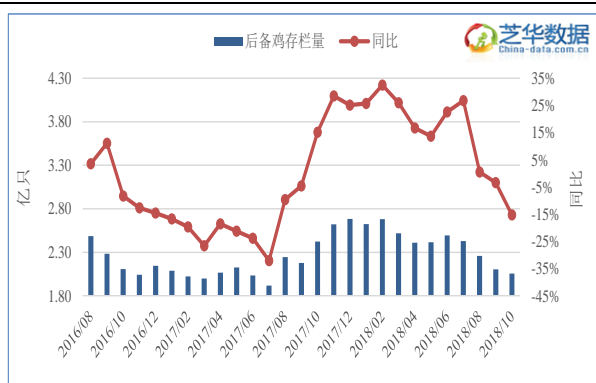


图 8：后备鸡存栏量（单位：亿只）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 9：蛋鸡鸡龄结构（一）

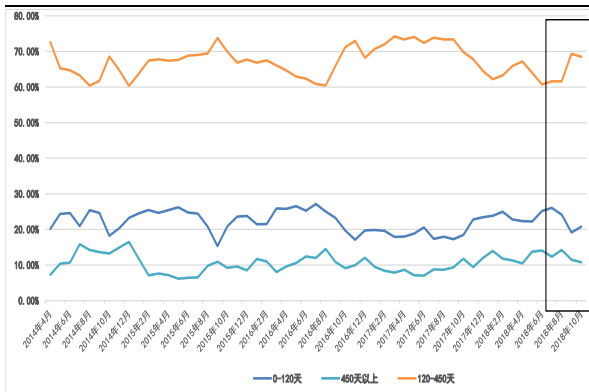
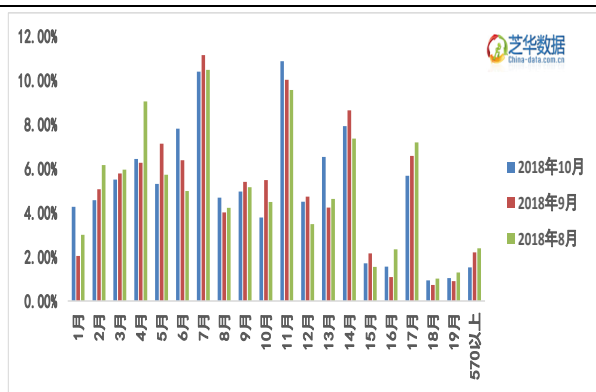


图 10：蛋鸡鸡龄结构（二）



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

图 11：鸡蛋贸易形势

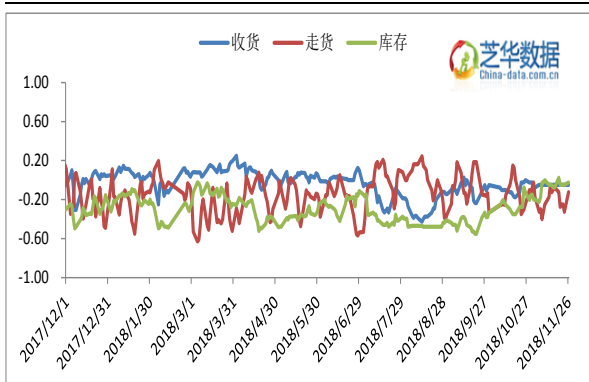
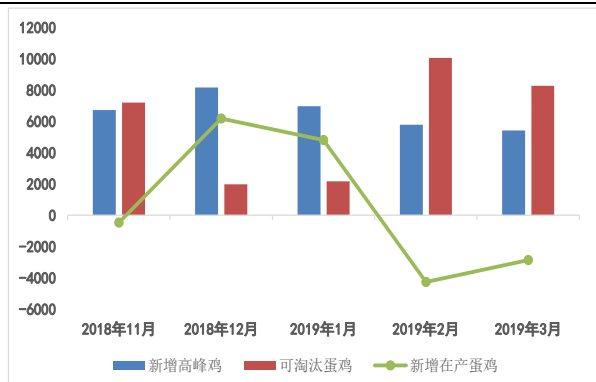


图 12：新增在产蛋鸡预测



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

2.2 鸡龄结构逐渐年轻化，蛋价有下行压力

我国蛋鸡的鸡龄结构占比具有较为明显的波动区间，主力蛋鸡占比的波动区间在 60%~74%，小鸡占比的区间在 16%~28%，老鸡占比的区间在 6%~15%。

从鸡龄结构与鸡蛋价格的关系来看，主力蛋鸡的低点一般对应这鸡蛋价格的中长期高点。2014年以来主力蛋鸡占比出现过三次低点，分别是2014年8月、2016年8月和2018年1月。2014年发生了比较严重的禽流感，主力蛋鸡占比从前期的70%下降到60%左右。二季度之后禽流感逐渐消退，随着老鸡逐渐被淘汰，主力蛋鸡占比和小鸡占比都呈现出上升趋势。特别是主力蛋鸡占比出现了拐点，在这之后进入了持续的上升期。这表明鸡群逐渐年轻化，之前补栏的小鸡逐渐进入了产蛋高峰期，供应端出现拐点。鸡蛋价格则从5.2元/斤的价格一路下跌。

2016年8月主力蛋鸡占比回落到60%左右的区间下沿，但是由于2016年初养殖户大量补栏，到了2016年四季度，这批小鸡逐渐达到生产高峰，主力蛋鸡占比逐渐上升。另外2016年年底2017年初发生了非常严重的禽流感，供应压力叠加疫情使得蛋价大幅下跌创下历史低点。

从逻辑上看，当主力蛋鸡占比出现底部拐点的时候，表明后期进入生产高峰的鸡会越来越多，年轻化的鸡群会使得未来一段时间内的供应逐步增加，从而抑制鸡蛋价格。

2017年禽流感后主力蛋鸡占比逐渐下行，主要是因为禽流感期间补栏跌至冰点，同时蛋价较低使得养殖户不得不加大淘汰力度，主力蛋鸡占比逐渐下行。禽流感消退后，育雏鸡补栏量出现了爆发式的增长。进入到2018年之后，鸡龄结构呈现出二次探底的格局。2018年1月，主力蛋鸡占比一度到达过62.21%左右的低位，随后逐步上行，4月份的时候回升到67.21%。6月份主力蛋鸡占比再次跌落至60.73%附近，形成二次探底并逐步回升，10月份主力蛋鸡占比回升到68.49%。我们预计主力蛋鸡占比的底部拐点已经，后期主力蛋鸡占比将继续上升，鸡群的年龄结构将逐渐年轻化，这将增加鸡蛋的供应压力，从而对鸡蛋价格形成压制。

图 13：我国蛋鸡的鸡龄结构

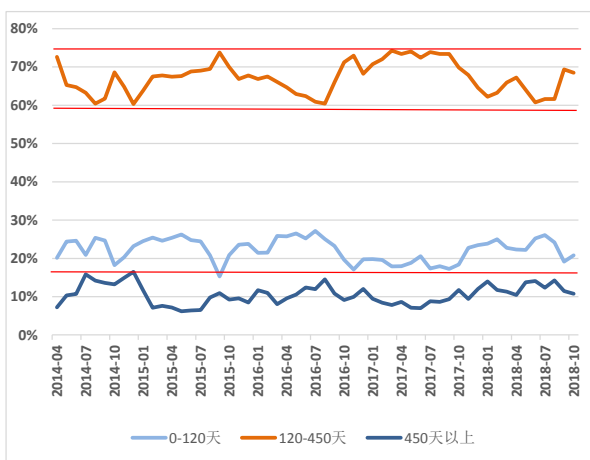
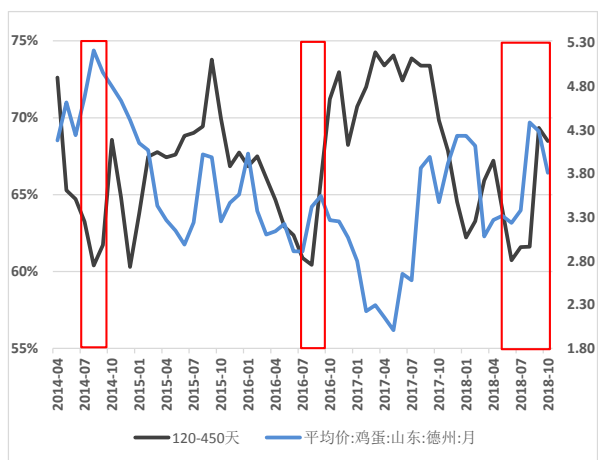


图 14：主力蛋鸡占比与山东德州现货价格



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

2.3 养殖利润或有所回落

养殖利润方面，今年的蛋鸡养殖利润依然维持在相对较高的位置。

一季度鸡蛋价格大幅下跌，蛋鸡养殖利润快速回落。7月份开始鸡蛋价格出现季节性上涨，养殖利润随之走高，目前蛋鸡养殖利润依然处于相对较高的位置。由于蛋鸡的养殖周期相对较短，从刚出壳的小鸡到开产只需要约120-150天，因此养殖利润较高会刺激养殖户积极补栏，从而迅速增加供应。十一之后原本是鸡蛋需求的淡季，但是今年的鸡蛋价格却在十一之后依然比较坚挺，蛋鸡养殖利润也处于比较高的位置。另外从季节性上看，年底前雏鸡补栏会再迎来一波小高峰，相对较高的养殖利润将刺激养殖户的补栏意愿。

从周期的角度来看，2013年蛋鸡养殖利润达到相对低点，2014年禽流感后，随着蛋价报复

性反弹，养殖利润迅速增加至历史高点。在排除掉季节性之后，我们发现 2015，2016 和 2017 年上半年的养殖利润基本呈现出震荡走低的格局。2017 年下半年禽流感消除后，蛋鸡养殖利润迅速回升。虽然 2018 年一季度，由于蛋价跳水，养殖利润快速回落，但 7 月份之后利润迅速爬升至历史高位。从上一个周期的经验来看，我们预计明年的养殖利润将有所回落，下半年的高点很难超过 2018 年。

图 15: 蛋鸡养殖实际利润

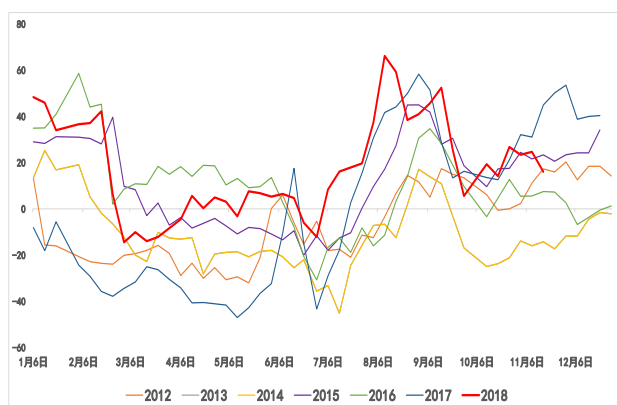
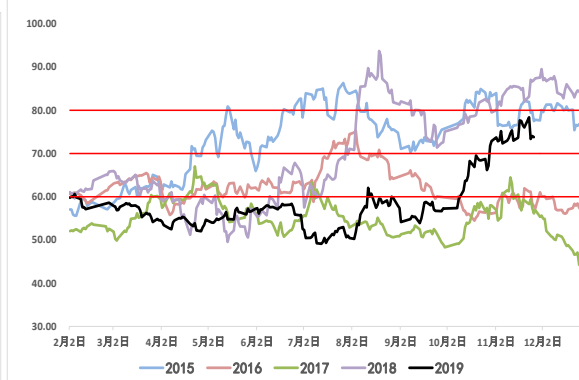


图 16: 盘面利润 (1月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 盘面利润 (5月合约) (元/羽)

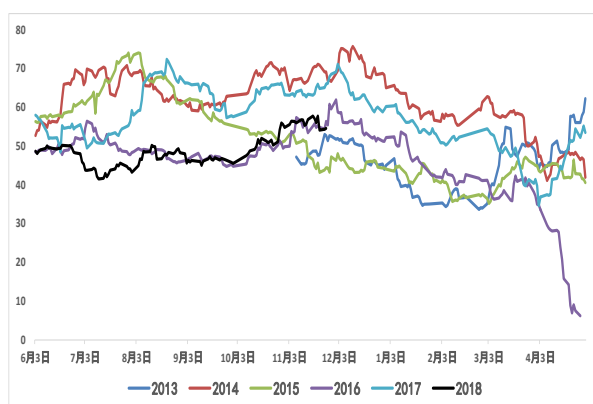
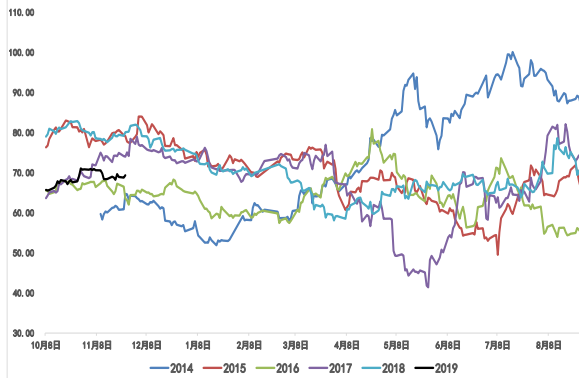


图 18: 盘面利润 (9月合约) (元/羽)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 非洲猪瘟爆发，鸡肉鸡蛋的替代需求增加

2018 年 8 月起我国出现非洲猪瘟疫情，并在不到两个月的时间内爆发了 21 起疫情，区域爆发的苗头有所显现。疫情发生后，国家高度重视，首先抓的重点就是生猪调运环节，各项监管政策不断加紧，我国生猪由北向南的运输路线几乎全部被封锁。生猪在产销区之间的联系被切断，销区由于供应紧张价格大涨，而产区现货积压价格低迷。由于销区猪肉供应减少，另外对猪瘟的恐惧也导致下游对猪肉需求的减少，鸡肉鸡蛋等替代品的需求增加，鸡肉鸡蛋的价格出现上涨。8 月底白羽肉鸡的价格开始上涨，在十一之后的需求淡季价格继续上涨，并创下了 2014 年以来的历史新高。销区鸡蛋的替代需求也有所增加，9 月底开始广州鸡蛋价格相对于主产区现货价格的升水始终维持在历史较高的水平，鸡蛋的替代需求对价格形成了支撑。

目前疫情的传染面和传染源有待进一步调查，而我国的生猪养殖业存在大量中小散户且生猪的调运标准也不规范，为控制疫情增加了难度。另外非洲猪瘟还没有可用疫苗，而且早期也比较难发现，后续疫情存在一定的不确定性。因此从短期看，鸡肉鸡蛋的替代需求可能继续对现货价格有所支撑。从中长期看，猪瘟疫情继续大规模爆发的可能性不是很大，疫情可能会逐步得到控制，下游对猪肉的消费可能会逐渐转向理性，因此目前鸡蛋的替代性需求可能会有所回落。虽然目前市场对明年的猪价比较乐观，2019年猪价大概率上涨，但是我们认为高猪价很难刺激鸡蛋的替代需求在目前的基础上继续增加。猪瘟疫情出现以后，下游对鸡肉鸡蛋的替代性消费已经达到一个瓶颈。在猪瘟疫情得到控制以后，即使猪价上涨恐怕也很难刺激鸡蛋的替代需求在目前的基础上继续增加，鸡蛋需求大概率回归到往年的水平。

3.总结

上半年鸡蛋价格探底回升，现货价格于6月底开始上涨。十一之后虽然进入传统消费淡季，但是鸡蛋现货价格却依然较为坚挺，特别是广州地区的鸡蛋价格一直保持在相对较高的位置，对鸡蛋价格起到了支撑作用。另外值得注意的是，十一前后白羽肉鸡的价格出现了反季节性的上涨，并且突破了2014年以来的价格最高点。同时，十一过后蛋鸡苗价格与淘汰鸡价格也震荡上行。

从鸡龄结构来看，前三季度主力蛋鸡占比处于较低的水平，但近期主力蛋鸡占比开始上升，我们认为主力蛋鸡占比拐点已经出现，预计后期占比或继续上行，鸡蛋供应将逐渐增加。需求方面，春节前后需求逐步走弱，供应压力叠加需求低迷鸡蛋现货价格或将有所回落。另外，非洲猪瘟疫情刺激鸡蛋的替代需求有所增加，对鸡蛋价格形成支撑。明年在疫情得到控制后，鸡蛋的需求可能会回归到往年的水平。

养殖利润方面，今年的蛋鸡养殖利润依然维持在相对较高的位置。从上一个周期的经验来看，我们预计明年上半年的养殖利润可能不会下降得太快，但下半年的高点很难超过2018年，总体上明年的养殖利润将有所回落。

供需压力增大，整体震荡偏弱运行

2018年12月10日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

021-68982740

chengran@xzfutures.com

内容提要

2018年1月至4月农户及贸易商囤粮待涨，流通玉米偏紧，玉米现货价格大幅上涨。4月中旬临储玉米拍卖提前开启，玉米价格随之回落。10月开始，由于东北新玉米收割延迟，且基层农户惜售情绪较重，现货价格再度上涨。

2018年1-3月受玉米价格上涨影响，玉米淀粉成本较高，玉米淀粉价格随之上涨。3月中旬东北地区深加工补贴政策出台，开工率回升，且下游需求处于淡季，淀粉库存增加，淀粉价格回落。6月后由于玉米价格持续上涨，淀粉成本提升，且进入淀粉消费旺季后下游需求较好，淀粉价格再度上涨。

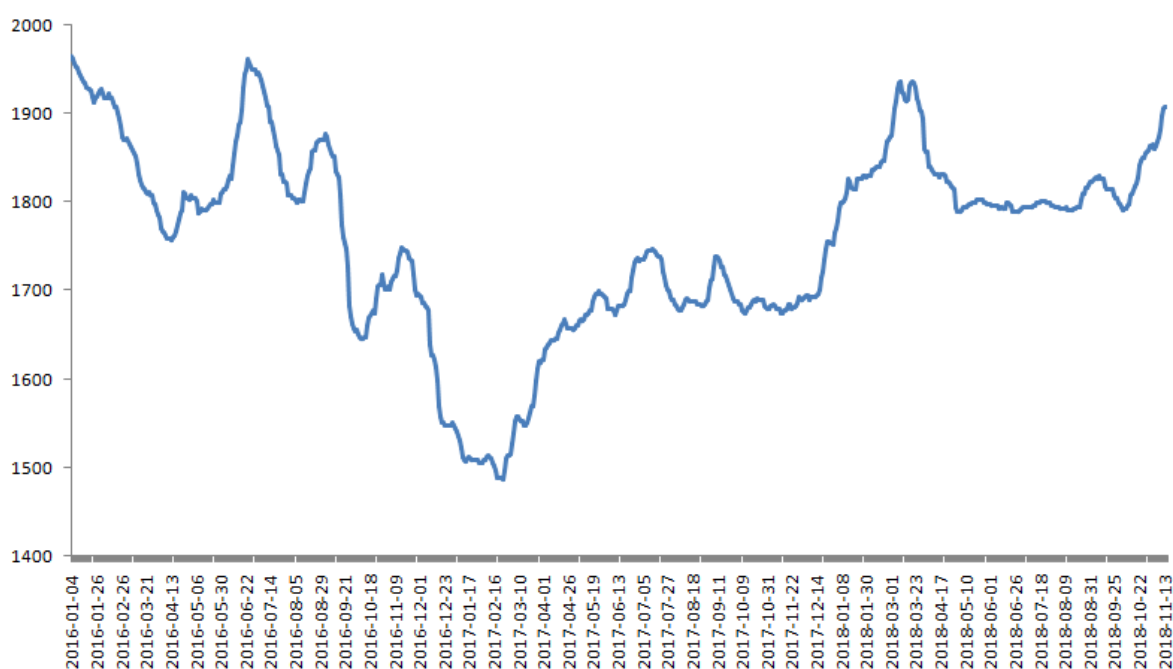
今年临储玉米去库存超出预期，1亿吨的抛储量部分转化为社会库存，对明年的供应造成压力。明年临储去库存接近尾声，去库存任务或将完成，虽然明年下游消费预计将会继续提升，但是通过对比供需情况，我们认为明年的玉米供给仍大于需求，且供需压力大概率高于今年，压制玉米价格，明年玉米价格总体或将震荡偏弱运行。

整体来看明年玉米淀粉继续维持供需两增，但是由于今年淀粉利润总体尚可，且随着淀粉企业产能扩张的影响，明年淀粉供应量增加较多，而下游消费增速则相对放缓，明年玉米淀粉的供应增速或将大于消费增速，供应量大于消费量，压制淀粉价格。此外，明年玉米价格或将整体走弱，也对淀粉价格造成利空影响。总体而言，预计明年玉米淀粉价格震荡偏弱运行为主。

1.玉米行情回顾

2017 年新作玉米减产、下游深加工企业产能扩张，农户及贸易商囤粮待涨，市场流通玉米偏紧，导致 2018 年 1 月至 4 月玉米价格大幅上涨。4 月中旬临储玉米拍卖提前开启，贸易商出货积极，玉米价格随之回落。5 月到 8 月玉米供需总体较为平稳，现货价格基本在 1800 附近窄幅震荡。8 月下旬，市场炒作天气因素导致新粮减产的预期，叠加深加工企业开机逐渐恢复，玉米工业需求增加，现货价格随之拉升。9 月随着华北黄淮一带新玉米上市，以及减产炒作的降温，现货价格回落。10 月开始，由于东北新玉米收割延迟，且基层农户惜售情绪较重，现货价格再度上涨。

图 1：玉米现货价格走势（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.玉米基本面分析

2.1 玉米供应

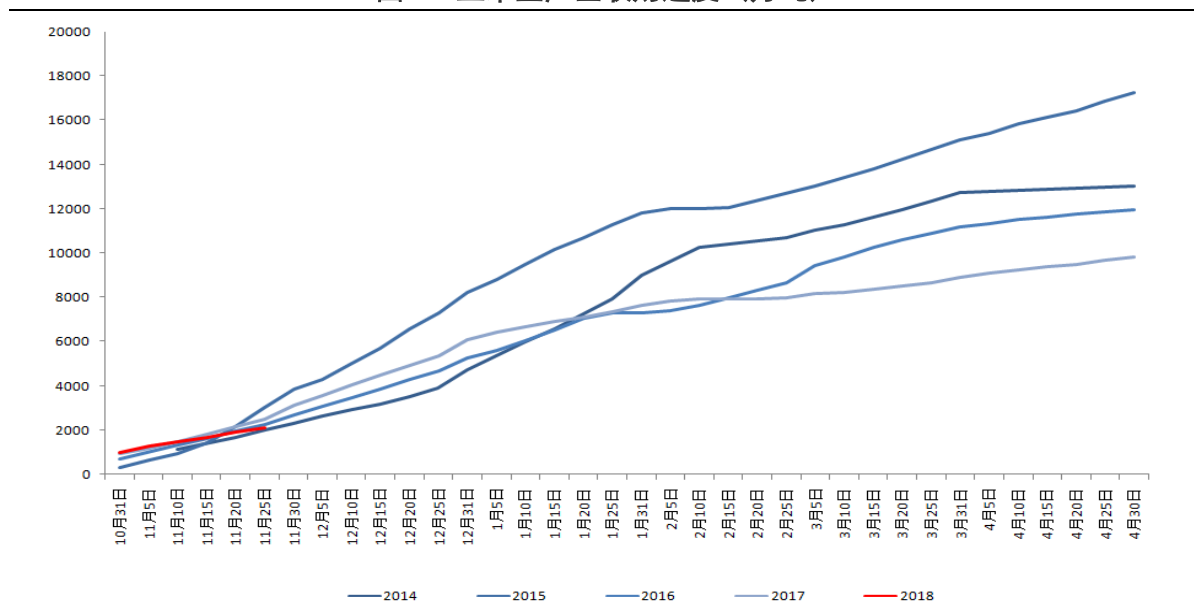
2.1.1 新作玉米产量略增，收购进度偏慢

去年东北玉米种植面积下调，玉米产量下降，2017 年全国玉米产量 21589.1 万吨，较上一年下降 366 万吨。由于去年玉米种植收益较高，远高于大豆的种植收益，导致今年黑龙江玉米种植面积增加 10%左右。今年黑龙江 6 月份以前一直缺少有效降水，对玉米生长略有不利影响，但是后期生长关键期降水偏多，弥补了前期干旱的不利影响，总体有利于玉米生长。根据大商所组织的调研活动反映，今年黑龙江玉米单产提升，预计黑龙江玉米总产量增加 10%左右。其

它玉米主产区方面，吉林、辽宁、山东、河北、河南玉米种植面积总体变化不大，根据天气情况和市场相关调研活动反映，今年内蒙古天气较好，产量有所增加；吉林、辽宁玉米产量可能和去年持平或略高于去年；山东、河北、河南由于夏季高温干旱，对于玉米授粉不利，导致玉米产量略低于去年。总体而言，今年全国玉米产量相对去年可能略增，总体变化幅度不大，预估新玉米产量可能在 2.16-2.17 亿吨左右。

今年由于东北春旱，后期补种导致有二茬苗的现象，导致今年东北新玉米收割偏晚，叠加基层农户惜售情绪较重，导致今年东北玉米收购进度总体偏慢。根据国家粮食局发布的数据显示，截至 11 月 30 日，主产区累计收购中晚稻、玉米和大豆 6631 万吨，同比减少 615 万吨。其中，玉米 2495 万吨，同比减少 611 万吨。玉米收购进度偏慢导致今年新粮供应压力或将后移。

图 2：玉米主产区收购进度（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.1.2 临储库存压力减轻，社会库存压力增大

自 2007 年我国开始临储玉米收储制度以来，临储库存量持续增加，2016 年临储库存已高达 2.3 亿吨，玉米供给远大于需求。2016 年开始取消临储玉米收储制度，去库存力度逐渐提升，去库存成效显著。2018 年临储玉米拍卖提前，于 4 月 12 日正式开始，每周投放 700 万吨，成交量和成交溢价都偏高；5 月临储玉米拍卖投放量加码，每周投放 800 万吨，成交量和溢价逐渐下滑；8 月开始由于天气炒作，叠加市场长线看涨预期，成交量和溢价大幅回升；10 月 26 日今年临储玉米拍卖结束，拍卖总成交量 1 亿吨，今年抛储量巨大，比去年抛储量增加 4300 万吨，剩余临储库存 7800 万吨，虽然临储库存压力减轻，但是今年巨大的抛储量一部分转为渠道粮及贸易商库存，对于明年供应形成压力。

表 1: 临储玉米收购量与拍卖量统计

年份	临储玉米收购量	临储玉米拍卖量	定向销售	临储库存
2007/2008	600	38.56		561.44
2008/2009	3570	300.29		3831.15
2009/2010	60.9	1350.1	576	1965.95
2010/2011	992	2735.92	60	162.03
2011/2012	126.9	360.33		-71.4
2012/2013	3083.2			3011.8
2013/2014	6919	2597		7333.8
2014/2015	8329	2583.82	153	12925.98
2015/2016	12543	2453		23625.42
2016/2017		5740		17885.42
2017/2018		10013		7872.42

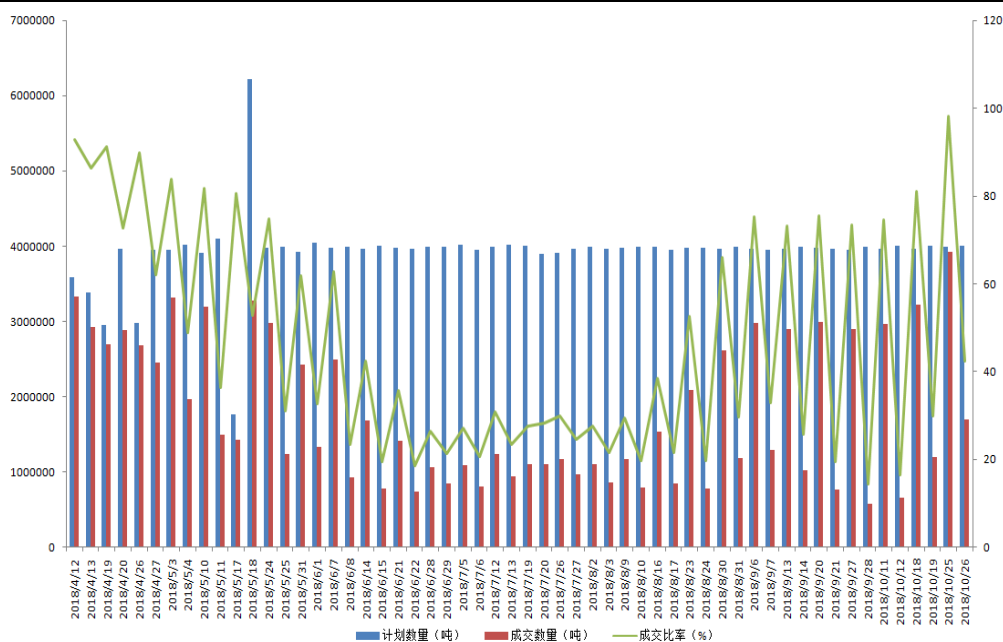
数据来源：兴证期货研发部

表 2: 2017、2018 临储玉米拍卖底价 (元/吨)

临储拍卖	省份	2013 年产	2014 年产	2015 年产
2017	黑龙江	1250	1310	
	吉林	1300	1360	
	辽宁	1350	1410	
2018	黑龙江	1250	1350	1400
	吉林	1300	1400	1450
	辽宁	1350	1450	1500

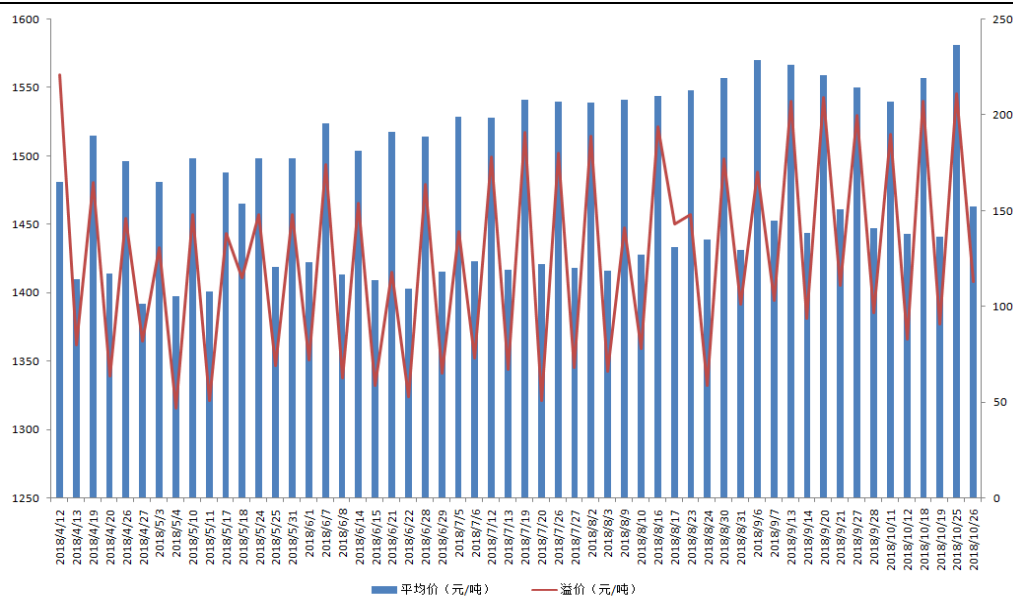
数据来源：兴证期货研发部

图 3: 临储玉米拍卖成交数量



数据来源：国家粮食交易中心，兴证期货研发部

图 4：临储玉米拍卖成交均价与溢价

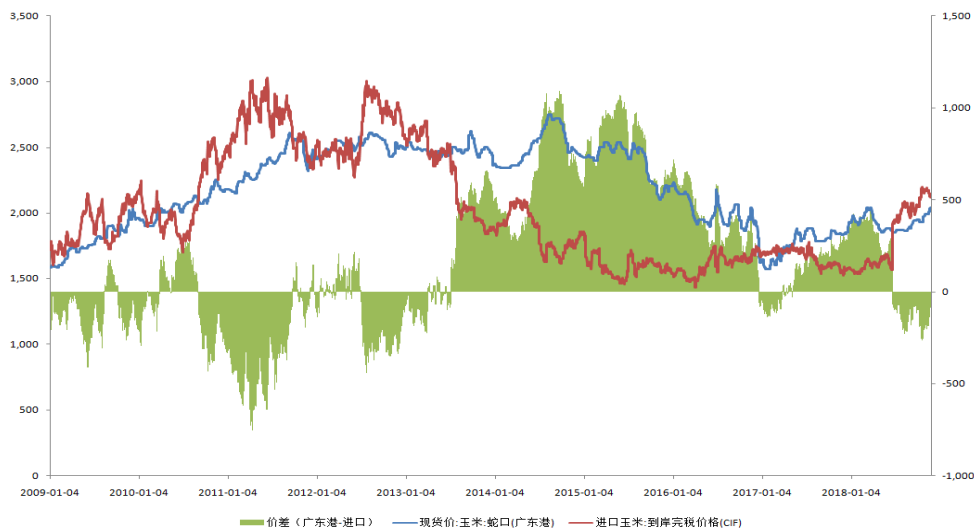


数据来源：国家粮食交易中心，兴证期货研发部

2.1.3 进口玉米增加，但影响较小

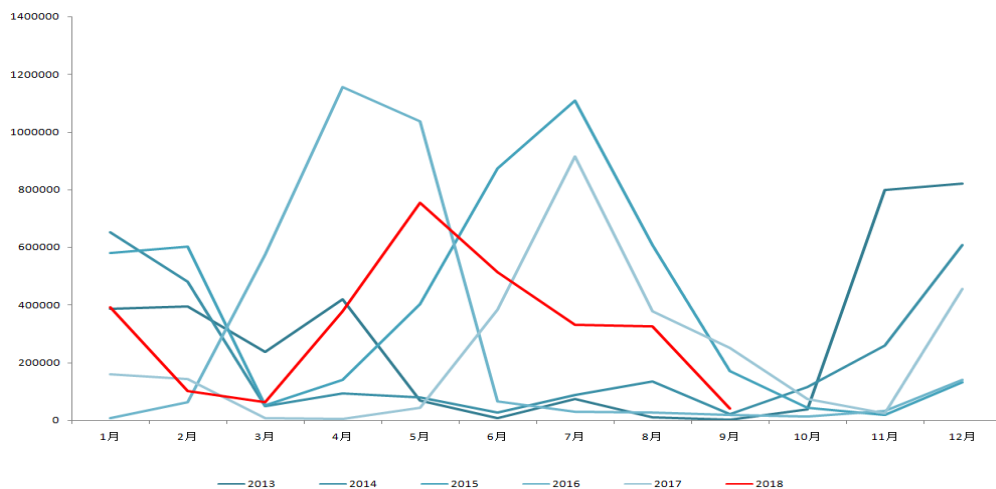
2018年1-9月，我国进口玉米290万吨，相比去年同期提升27.2%。以美国进口玉米为例，从国内玉米与进口玉米价差来看，2018年1月至6月底，国内玉米价格总体高于美国进口玉米，美国进口玉米具有价格优势，6月下旬后，由于中美贸易战加征25%关税等原因，美国进口玉米成本反超国内，价差基本处于-200至-100元/吨区间范围内，美国进口玉米价格优势全无，但是我国从乌克兰等其它国家进口的玉米没有加征25%的关税，其它国家进口玉米仍有一定的进口优势。12月初中美贸易争端缓和，双方同意停止加征新的关税，中国计划增加美国农产品进口量，但是我国每年玉米进口配额在720万吨左右，全年进口量一般只有500万吨左右，且今年已经公布了明年的进口配额，因此进口玉米对玉米价格总体影响较小。

图 5：国内玉米与美国进口玉米价差（元/吨）含 25%关税



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 6：玉米进口量（吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2 玉米消费

2.2.1 饲料消费

2.2.1.1 猪饲料消费增速放缓

2018年1月至4月底，国内生猪价格一路暴跌，生猪养殖利润大幅下降，5月生猪养殖利润止跌小幅回升。但是从8月3日辽宁沈阳确诊第一例非洲猪瘟开始，疫情已在全国大范围蔓延，目前共发现非洲猪瘟疫情70余例，疫情的愈演愈烈导致全国多省市生猪调运受阻，市场恐慌情绪发酵。生猪养殖利润持续下滑，养殖户补栏积极性差，不利于明年的生猪饲料消费，明年生猪饲料对玉米的消费增速或将放缓。

图 7：生猪养殖利润与猪粮比

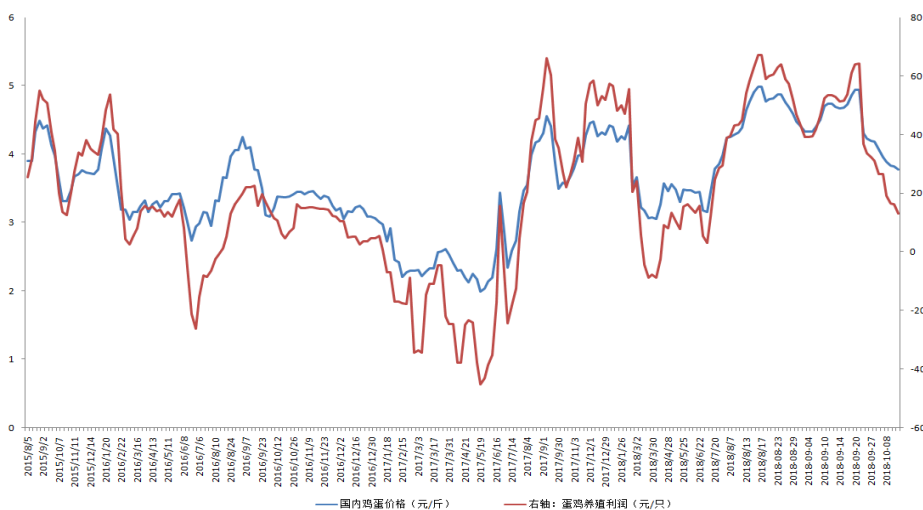


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2.1.2 蛋鸡、肉鸡饲料消费较好

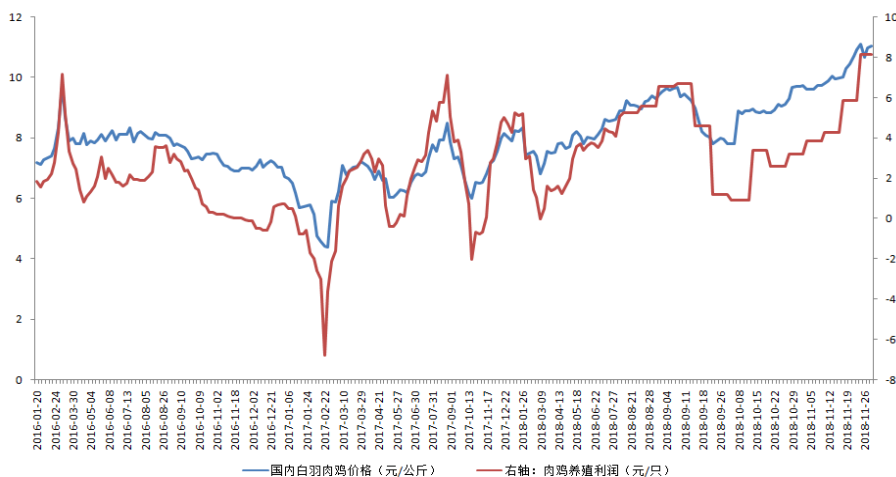
今年上半年鸡蛋价格和蛋鸡养殖利润明显上涨，虽然 9 月后开始下跌，但是总体仍处于盈利状态。今年肉鸡价格和肉鸡养殖利润总体呈上涨趋势。整体来看，蛋鸡和肉鸡的养殖利润情况较好，受养殖利润驱动，蛋鸡、肉鸡补栏积极性较强，有利于肉蛋禽饲料对玉米消费需求的提升。

图 8：鸡蛋价格和蛋鸡养殖利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 9：白羽鸡价格和肉鸡养殖利润



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2.1.3 小结：消费增速总体放缓

我国饲料产量方面，2017 年度猪饲料产量 9810 万吨，同比增长 4.16%。肉蛋禽饲料产量 8945 万吨，同比增长 3.02%。今年非洲猪瘟疫情导致多地养殖场生猪被扑杀，猪饲料消费增速下调，预计 2018 年猪饲料消费增速 4%，猪饲料产量 10202 万吨。2017 年肉蛋禽养殖利润较好，

补栏积极性较好，预计 2018 年肉蛋禽饲料消费增速 3.10%，产量 9222 万吨。今年非洲猪瘟疫情较为严重，生猪养殖利润大幅下滑，补栏积极性差，明年猪料产量增速将更加放缓，预计明年生猪饲料消费增速 3%，猪料产量 10508 万吨。今年肉蛋禽养殖利润继续向好，补栏积极性较强，明年肉蛋禽饲料产量增速将提升，预计明年肉蛋禽料增速 3.5%，肉蛋禽料产量 9545 万吨。预计明年猪饲料和肉蛋禽饲料总计 20053 万吨，总体增速 3.24%，消费增速总体放缓。

表 3：饲料产量情况（万吨）

	猪饲料 (万吨)	增速 (%)	肉蛋禽饲料 (万吨)	增速 (%)	总计 (万吨)	增速 (%)
2016	9418		8682		18100	
2017	9810	4.16	8945	3.02	18755	3.62
2018 (预估)	10202	4	9222	3.10	19424	3.57
2019 (预估)	10508	3	9545	3.5	20053	3.24

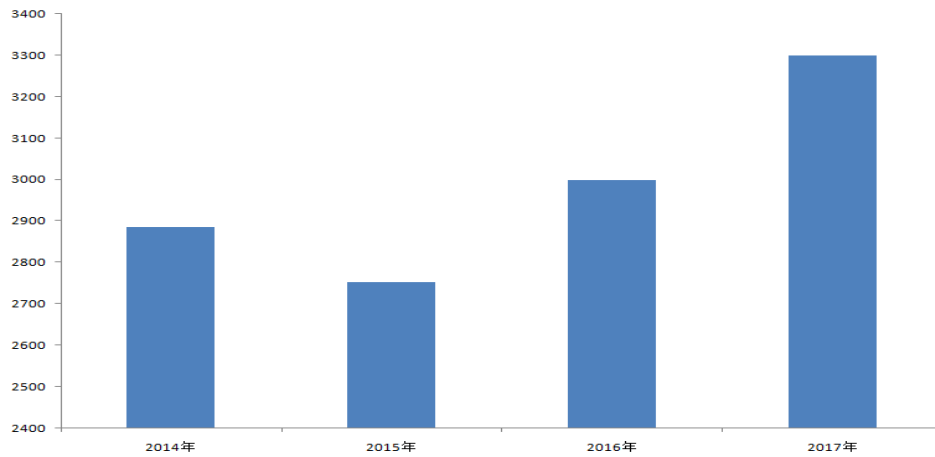
数据来源：全国畜牧总站，兴证期货研发部

2.2.1.4 玉米替代品

高粱：对玉米饲料影响较小

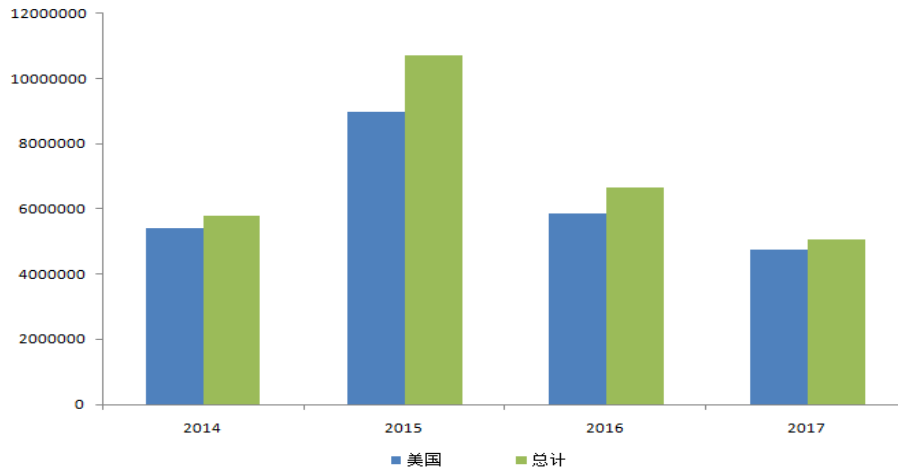
高粱在饲料中可以部分替代玉米，但是适口性和消化率不如玉米。我国高粱产量较少，2017 年我国高粱产量 330 万吨，虽然近两年产量有所提升，但是产量依然不能满足需求量，需要从外国进口。我国高粱主要从美国进口，2017 年我国共进口高粱 506 万吨，其中从美国进口量为 476 万吨，占比 94%。2018 年 2 月 4 日，商务部决定对原产于美国的进口高粱进行反倾销和反补贴立案调查，调查过程中，调查机关收到大量下游用户的反映，认为案件调查将会提高下游养殖业成本，对美国进口高粱采取反倾销反补贴措施影响广大消费者生活成本，不符合公共利益，5 月 18 日商务部终止对原产于美国的进口高粱双反调查。2018 年 1-10 月我国进口高粱总量 364 万吨，比 2017 年同期减少 91 万吨，同比下降 20%；2018 年 1-10 月我国从美国进口高粱总量 321 万吨，比 2017 年同期减少 104 万吨，同比下降 24%。由于双反调查以及中美贸易战，今年进口高粱量继续下降。从供需结构来看，我国高粱供给略大于需求，12 月中美贸易缓和后，后期从美国进口高粱量或将提升。在高粱替代玉米方面，由于国产高粱价格高于进口高粱，我们比较进口高粱和国内玉米价格，2016 年 10 月后进口高粱价格一直高于国内玉米价格，今年进口高粱价格超出国内玉米价格 200-300 元/吨，高粱基本无替代玉米的价格优势，且高粱作为饲料的适口性和消化利用率不如玉米，后期高粱替代玉米的影响较小。

图 10: 我国高粱产量 (千吨)



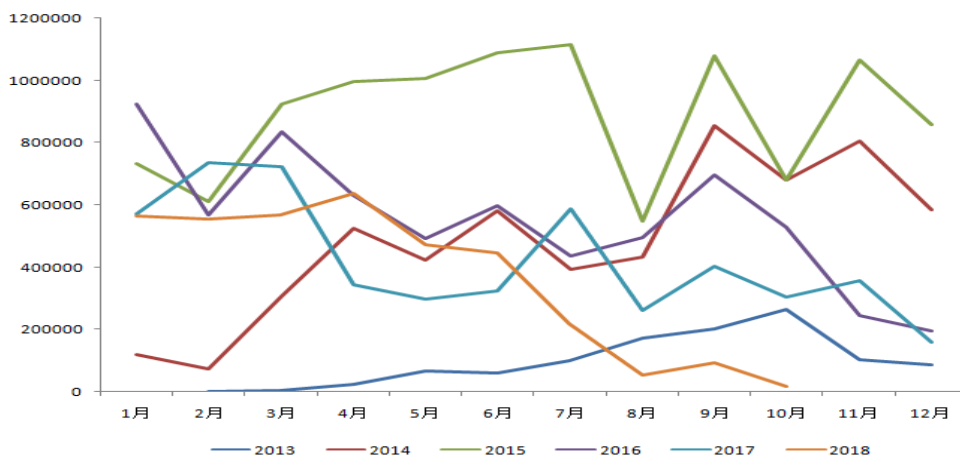
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 11: 我国高粱进口量 (吨)



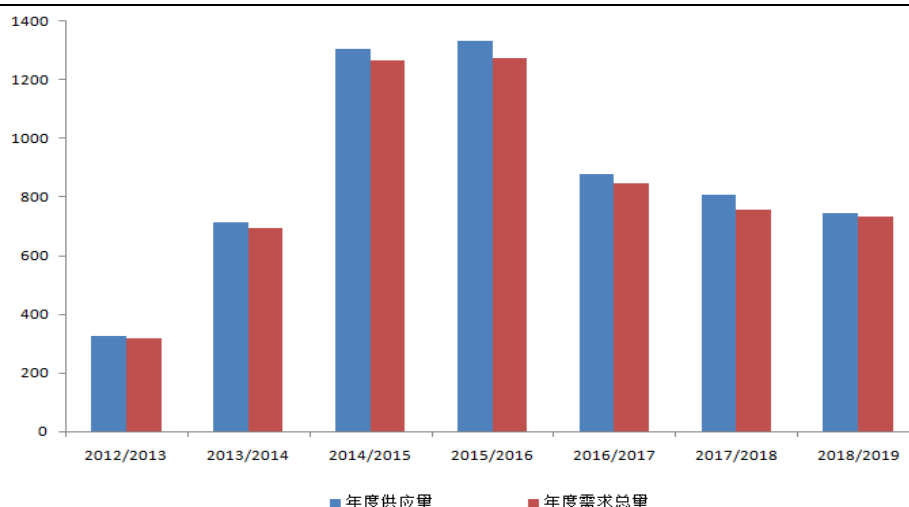
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 12: 我国高粱进口量月度变化 (吨)



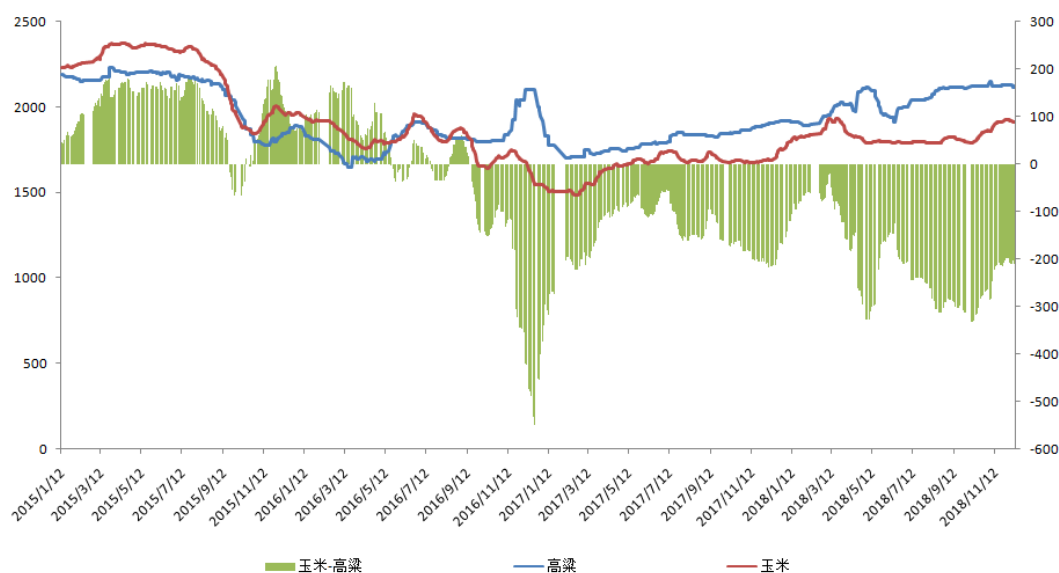
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 13: 我国高粱供需对比 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 14: 进口高粱与玉米价格对比 (元/吨)



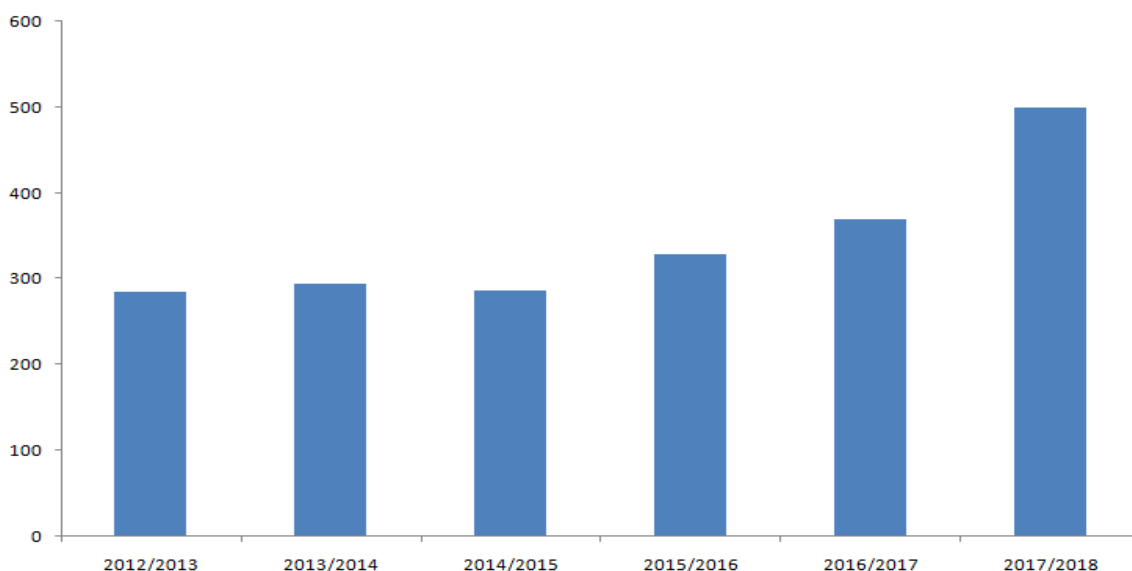
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

DDGS: 对玉米饲料影响较小

DDGS 在饲料中可以部分替代玉米, 其主要作为蛋白饲料, 提供的能量不如玉米, 只能少部分替代玉米。从供需结构来看, 我国 DDGS 总供给略大于需求。近两年我国 DDGS 产量提高, 2017/18 年度 DDGS 产量 500 万吨, 比上一年度提高 130 万吨, 同比提升 35%。进口方面, 我国 DDGS 几乎全部从美国进口, 2016 年之前进口量逐年提高, 截至 2015 年 DDGS 进口量 682 万吨。2016 年 1 月 12 日商务部开始对美国进口 DDGS 进行双反调查, 2017 年 1 月 11 日商务部发布公告, 至 1 月 12 日起对美国进口 DDGS 征收反倾销及反补贴税, 税率分别为 42.2%-53.7% 及 11.2%-12% 不等, 征收期为 5 年, 导致美国进口 DDGS 利润大幅下滑, 进口利润从 400 元/吨下降至-200 元/吨左右, 进口量因此大幅下降, 2017 年 DDGS 进口量下降至 39 万吨。2018 年

1-10月我国进口 DDGS 总量 11 万吨，比 2017 年同期减少 27 万吨，同比下降 71%，今年 DDGS 进口量继续大幅下降，在进口利润未有改观的情况下，后期 DDGS 进口量或将维持低位，且进口高粱价格高企，无替代玉米价格优势，对国内玉米影响较小。国内 DDGS 方面，今年 5 月之后国内 DDGS 价格高出玉米价格 200 元/吨左右，价格上并无替代优势，且 DDGS 在饲料中主要作为蛋白饲料，提供的能量不如玉米，只能少部分替代玉米，因此后期 DDGS 对于玉米的替代影响较小。

图 15: 我国 DDGS 产量 (万吨)



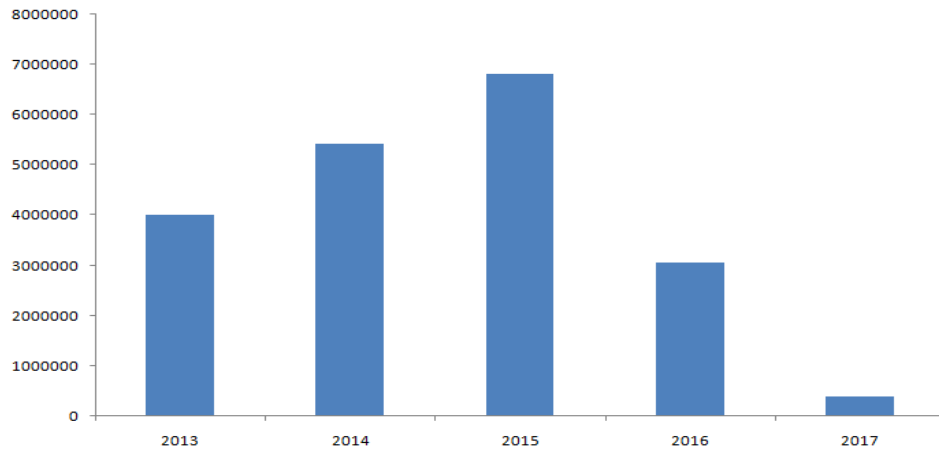
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 16: 进口美国 DDGS 利润 (元/吨)



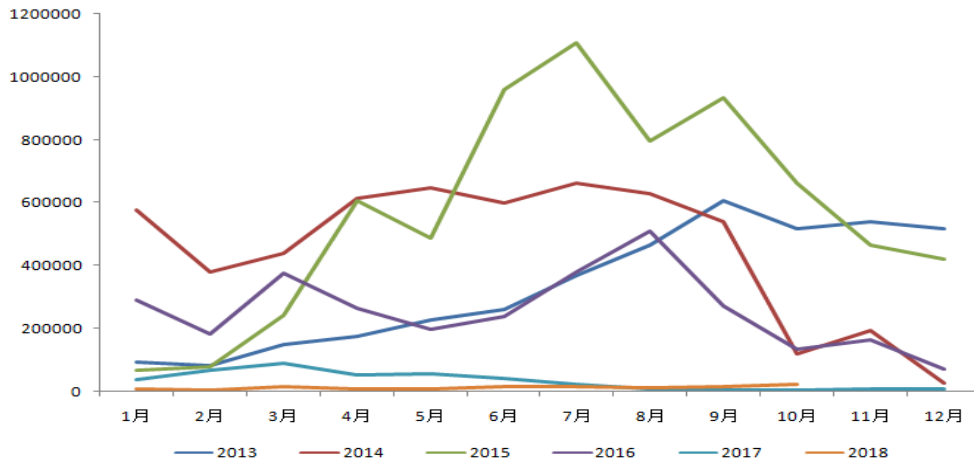
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 17: 我国 DDGS 进口量 (吨)



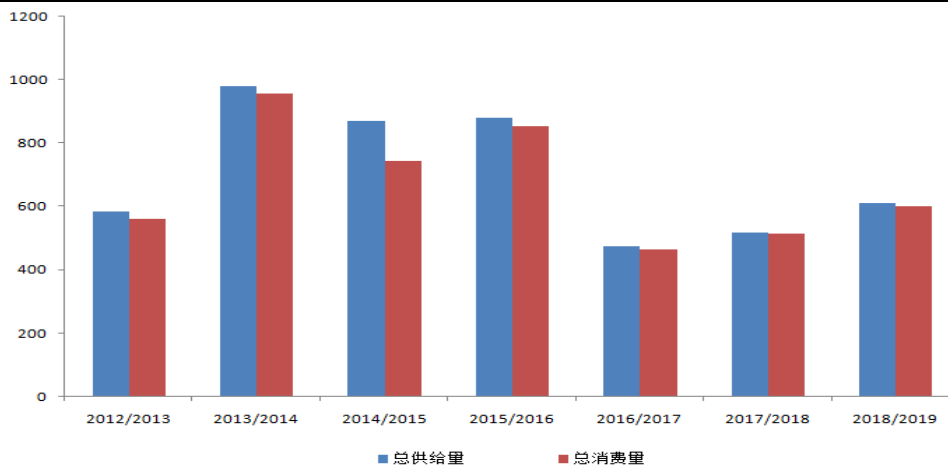
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 18: 我国 DDGS 进口量月度变化 (吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 19: 我国 DDGS 供需对比 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 20：国内 DDGS 与玉米价格对比（元/吨）

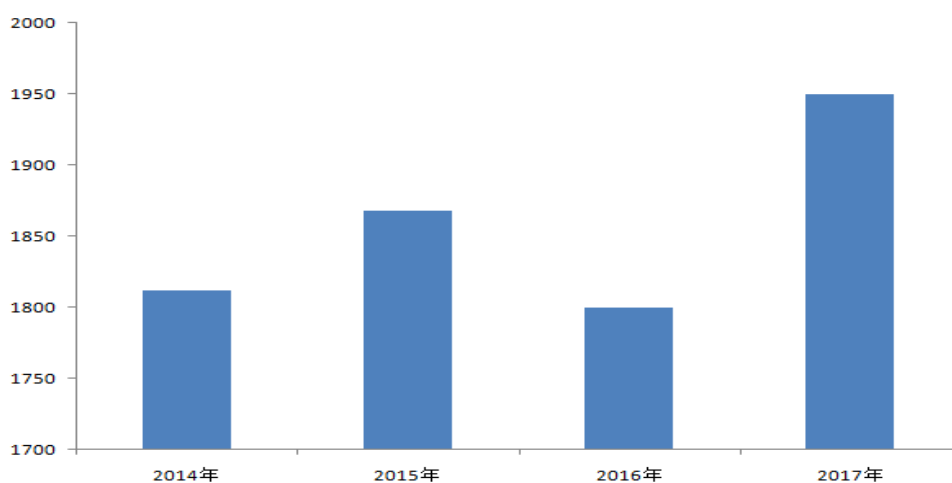


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

大麦：对玉米饲料影响较小

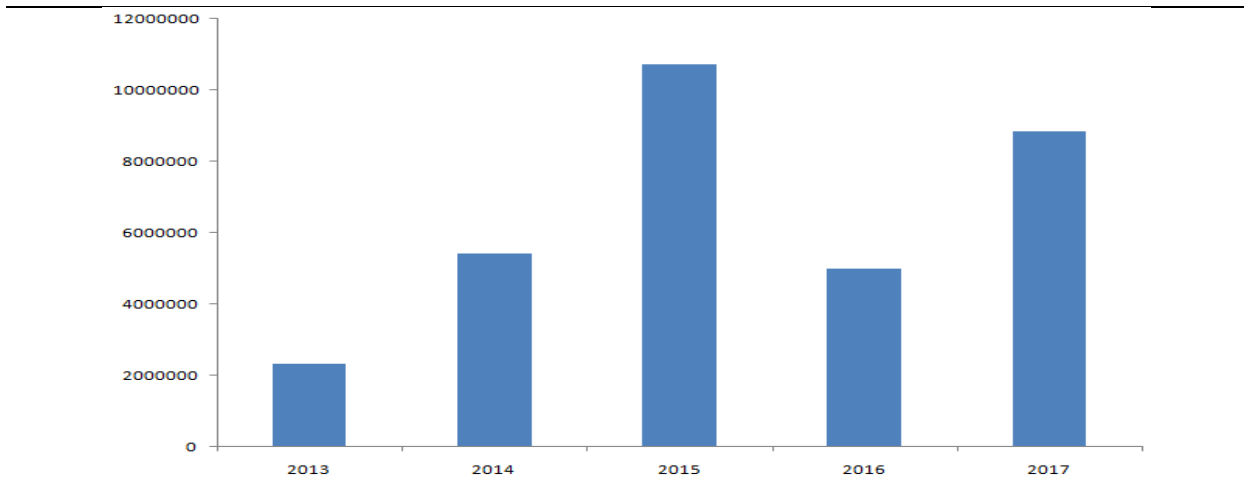
大麦在饲料中可以部分替代玉米，但是适口性和消化率不如玉米。从供需结构来看，我国大麦总供给大于需求。我国大麦产量较低，虽然 2017 年大麦产量明显提高，但是总量也仅有 195 万吨，而我国大麦进口量则相对要高很多，主要进口国为法国、澳大利亚、乌克兰、加拿大，从美国进口量很少。近两年我国大麦进口量有所提升，2017 年大麦进口量 886 万吨，比上一年增加 386 万吨，同比增加 77%。2018 年 1-10 月进口大麦总量 66 万吨，比 2017 年同期减少 10 万吨，同比下降 13%，今年进口量小幅下降。中美贸易和解后中国计划增加美国农产品的进口量，但是由于我国从美国进口大麦量本就非常少，后期从美国进口大麦量总体有限，大麦进口量或将维持稳定。从价格上来看，今年进口大麦几个基本高于国内玉米价格，5 月之后，进口大麦与国内玉米的价差在逐渐扩大，12 月价差已扩大至 200 元/吨左右，大麦基本无替代的价格优势，且大麦在饲料中的适口性和消化率不如玉米，后期大麦对于玉米的替代影响较小。

图 21：我国大麦产量（千吨）



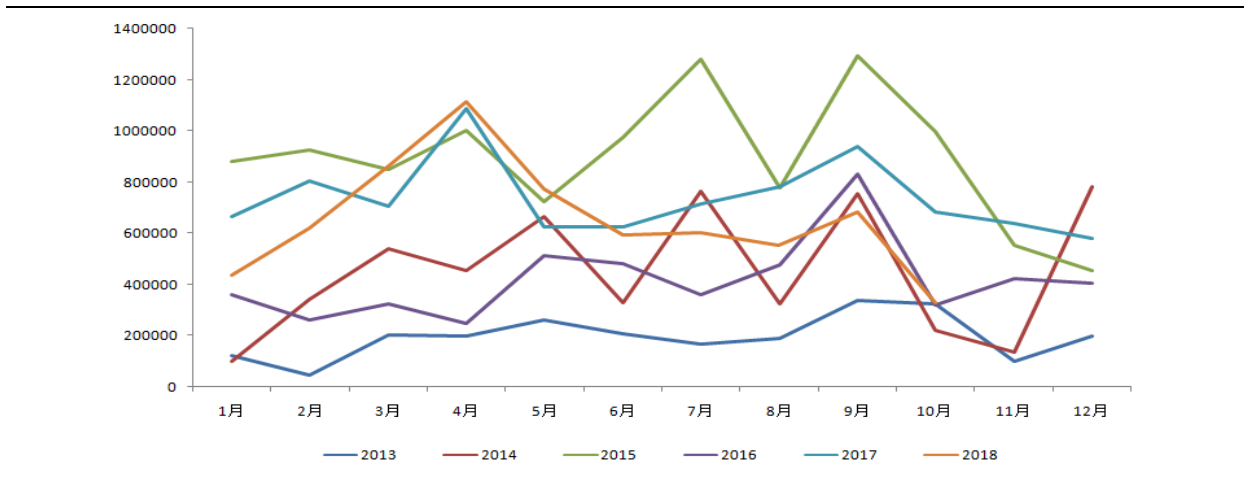
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 22：我国大麦进口量（吨）



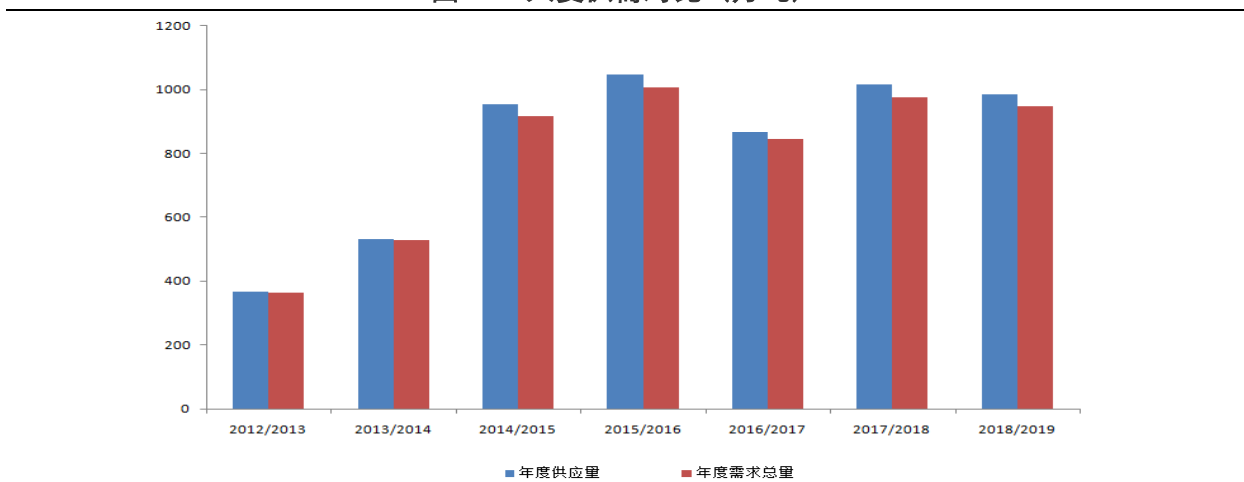
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 23：我国大麦进口量月度变化（吨）



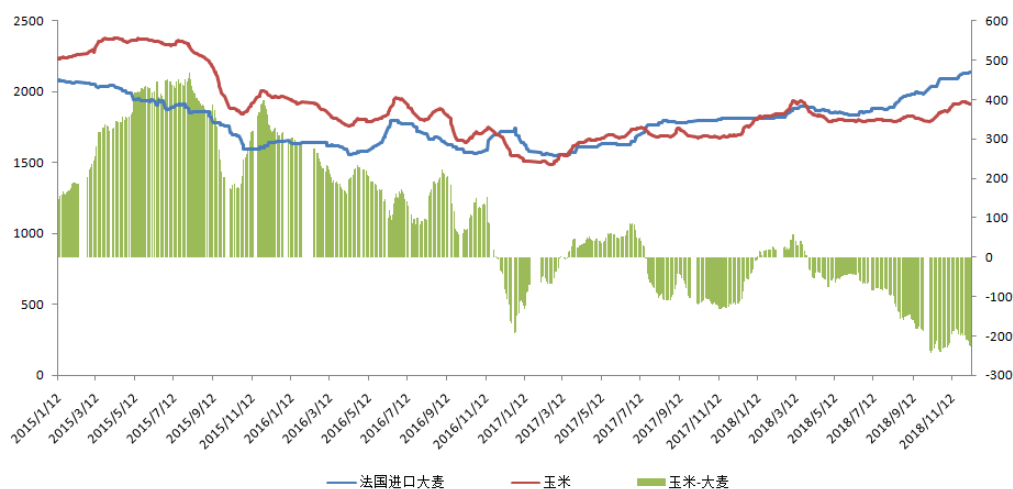
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 24：大麦供需对比（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 25：进口大麦与玉米价格对比（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

玉米替代品总结：对饲料玉米总体影响较小

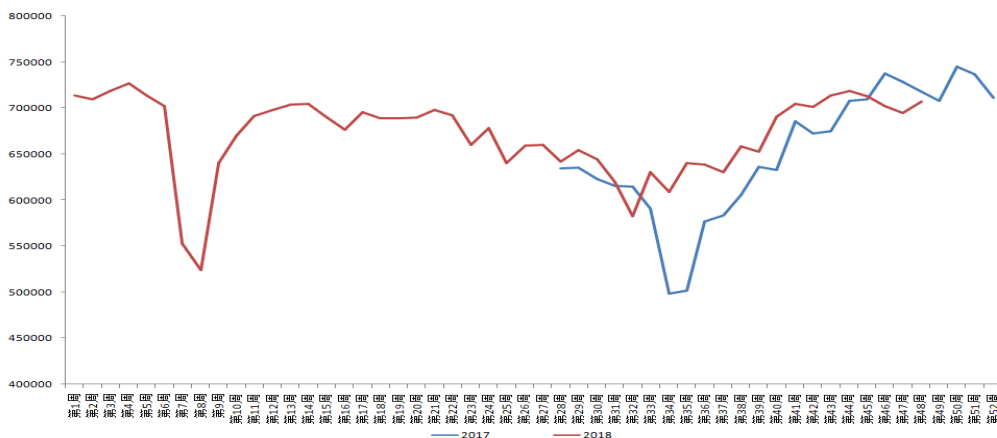
玉米的替代品主要有高粱、DDGS、大麦，这几种替代品我国产量较少，进口较多，高粱和 DDGS 主要从美国进口。12 月中美贸易缓和后，中国计划增加美国农产品的进口量，后期进口高粱量或将增加，DDGS 进口量或将维持低位，大麦进口量或将继续持稳。从价格上看，高粱、DDGS、大麦相对玉米并无价格优势，且饲用功能性不如玉米，后期对于玉米饲料消费影响较小。

2.2.2 工业消费

2.2.2.1 玉米淀粉：今年玉米消费量持稳

今年 7 至 10 月玉米淀粉企业加工玉米量总体高于去年同期，11 月玉米淀粉企业加工玉米量开始下滑，低于去年同期，但是总体而言，今年玉米淀粉企业加工玉米量和去年相比变化不大，玉米消费量持稳。

图 26：68 家淀粉企业周度玉米加工量（吨）

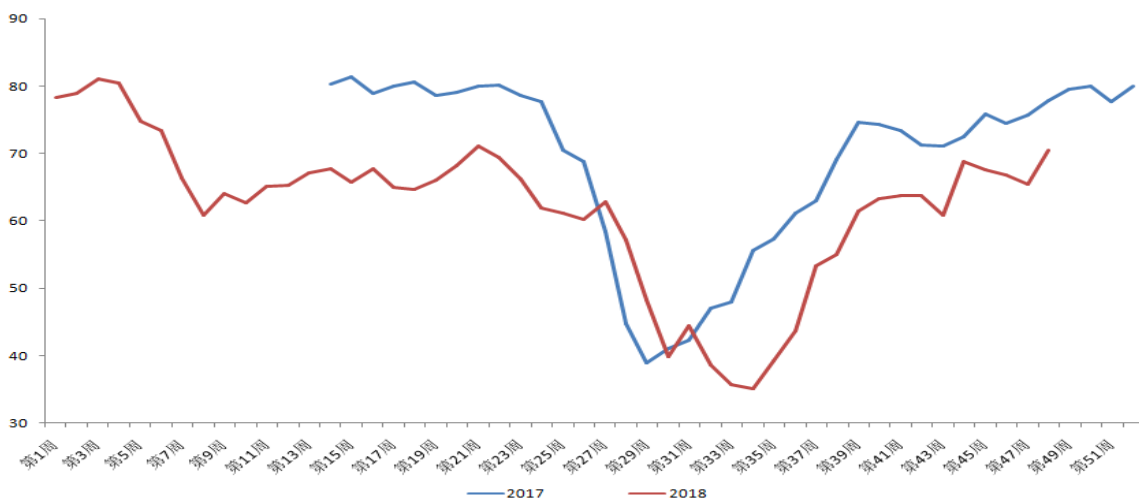


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.2.2.2 玉米酒精：今年玉米消费量略减

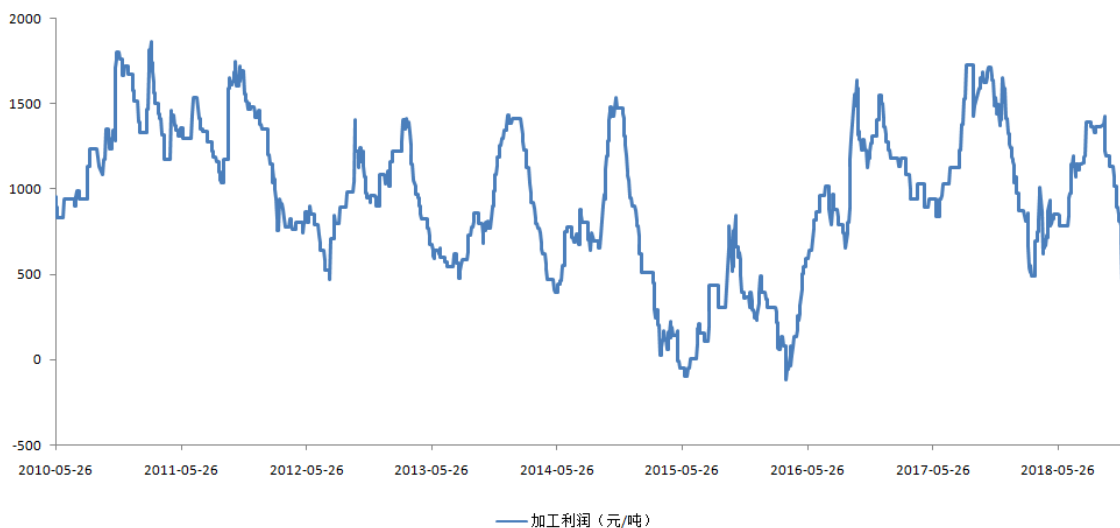
今年玉米酒精企业开机率总体低于去年同期。夏季是酒精需求淡季，酒精企业集中检修较多，8月酒精企业开机率明显下降，随着夏季检修结束，下半年进入酒精产销旺季，开机率逐渐回升，整体而言今年玉米酒精企业开机率低于去年同期，玉米消费量略减。从加工利润来看，虽然下半年受玉米价格上涨、酒精及 DDGS 价格下跌影响，导致加工利润下滑，但是今年玉米酒精企业加工利润情况总体尚可，处于历史中位区间，未来开机率或将维持正常水平。

图 27：42 家玉米酒精企业周度开机率 (%)



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 28：黑龙江玉米酒精企业加工利润



数据来源：国家粮油信息中心，兴证期货研发部

2.2.2.3 玉米深加工工业产能扩张，工业需求提升

据我的农产品网统计，2019 年山东地区新增 200 万吨产能的淀粉项目，黑龙江地区新增 250 万吨产能的氨基酸项目和 235 万吨产能的燃料乙醇项目，内蒙古地区新增 100 万吨产能的燃料

乙醇项目，总计增加 785 万吨玉米消耗量的新产能，明年玉米深加工产能扩张有利于玉米工业需求的提升。

表 4：2019 年玉米深加工新增产能

地区		新增产能（万吨）		产品
山东	潍坊	100	200	淀粉
	菏泽	100		
黑龙江	宝清	150	250	氨基酸
	齐齐哈尔	100		
	齐齐哈尔	100	335	燃料乙醇
	鸿展	100		
绥化	35			
内蒙古	呼和浩特	100		
合计玉米消耗量（万吨）		785		

数据来源：我的农产品网，兴证期货研发部

2.3 玉米供需总结：供需压力增大

供应方面，新作玉米产量同比略增，预估今年新玉米产量可能在 2.16-2.17 亿吨左右；今年临储玉米抛储量巨大，抛储总成交量 1 亿吨，剩余临储库存 7800 万吨，明年临储库存压力大大减轻，但是今年大量的抛储量导致明年的期初社会库存明显增加。消费方面，玉米深加工产能扩张，明年工业消费继续增加；今年非洲猪瘟疫情严重，明年饲料消费增速放缓，下游消费总体继续增加。在不计入明年临储玉米抛储量的情况下，2018/19 年度新玉米和期初社会库存共计 41304.62 万吨，比本年度总供应量（包含临储玉米抛储量）下降 201 万吨，2018/19 年度总消耗量 23800 万吨，比本年度增加 1560 万吨，也就是说 2018/19 年度如果临储玉米抛储成交量大于 1761 万吨，则供需压力大于 2017/18 年度。目前临储库存剩余 7800 万吨，去库存接近尾声，且根据近两年的临储抛储量来看，明年抛储成交量大概率超过 2000 万吨，因此 2018/19 年度玉米供给仍大于需求，供需压力或将大于本年度。

表 5：玉米供需平衡表（万吨）

年度	期初社会库存	新玉米产量	抛储量	进口量	总供应量	总使用量	饲料消耗	工业消耗	种用及食用	损耗量	临储收储量	期末社会库存
2012/2013	4666.5	20561	0	270.2	25497.7	21923	12750	4550	1190	350	3083	3574.7
2013/2014	3574.7	21849	2597	327.6	28348.3	24739	12100	4350	1230	140	6919	3609.3
2014/2015	3609.3	21565	2584	552	28310.3	24319	9950	4650	1240	150	8329	3991.3
2015/2016	3991.3	22463	3883	317.42	30654.72	29628	10400	5300	1230	155	12543	1026.72
2016/2017	1026.72	21955	5740	246.4	28968.12	19410	11650	6300	1210	250	0	9558.12
2017/2018	9558.12	21589	10013	345.5	41505.62	22240	13000	7800	1190	250	0	19265.62
2018/2019	19265.62	21689	0	350	41304.62	23800	13600	8800	1200	200	0	17504.62

玉米年度为当年10月至次年9月

数据来源：兴证期货研发部

2.4 玉米后市展望

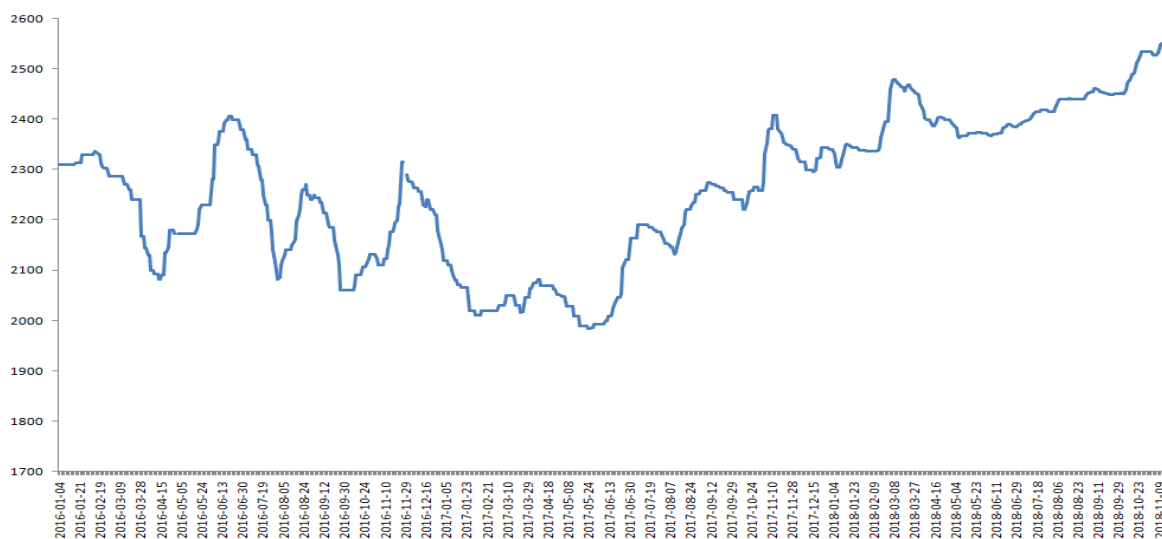
今年临储玉米去库存超出预期，1 亿吨的抛储量部分转化为社会库存，对明年的供应造成压力。明年临储去库存接近尾声，去库存任务或将完成，虽然明年的下游消费预计将会继续提升，但是通过对比供需情况，我们认为明年的玉米供给仍大于需求，且供需压力大概率高于今

年，压制玉米价格，明年玉米价格总体或将震荡偏弱运行。

3. 玉米淀粉行情回顾

2018年1-3月受玉米价格上涨影响，玉米淀粉成本较高，玉米淀粉价格上涨。3月中旬东北地区深加工补贴政策出台，开工率回升，且下游需求进入淡季，淀粉库存增加，3-5月淀粉价格下跌。6月后由于玉米价格持续上涨，成本提升，且进入淀粉消费旺季后下游需求较好，淀粉价格再度上涨。

图 29：玉米淀粉现货价格走势（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

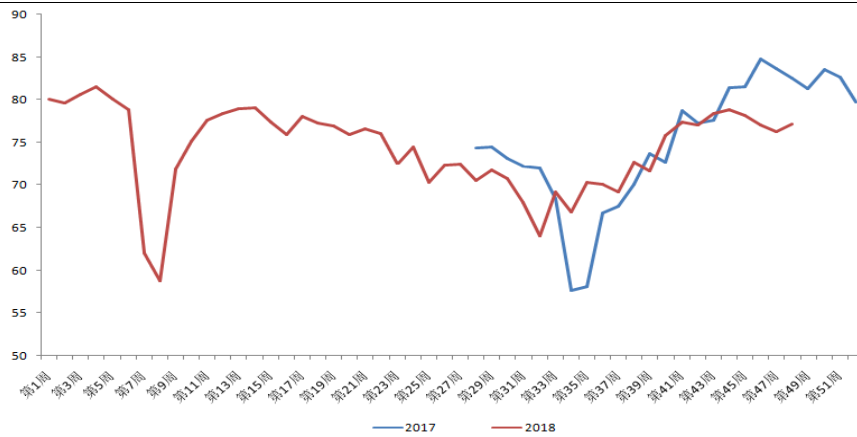
4. 玉米淀粉基本面分析

4.1 玉米淀粉供应

4.1.1 开机率持稳

据调查的 68 家玉米淀粉加工企业，2018 年 1 至 2 月全国玉米淀粉企业开机率在 80%左右的高位。春节期间，开机率大幅下降至 58%，节后全国淀粉企业开机率快速恢复至 75%-80%，虽然比节前略有下降，但仍保持高位运行。6 月上旬山东地区受青岛峰会影响，开机率有所下降，但是辐射范围小，影响时间短，总体影响小。7-8 月受华东、华北部分淀粉加工企业集中检修以及山东地区限电限产影响，淀粉企业开机率下降至 65%左右，但是仍高于去年同期（去年环保督查影响）。9 月之后开机率逐渐回升，但是由于今年秋冬季环保政策总体较严，冬季开机率总体低于去年同期，但是也基本保持在 77%左右的较高位，淀粉供应总体持稳。

图 30：68 家玉米淀粉企业开机率 (%)



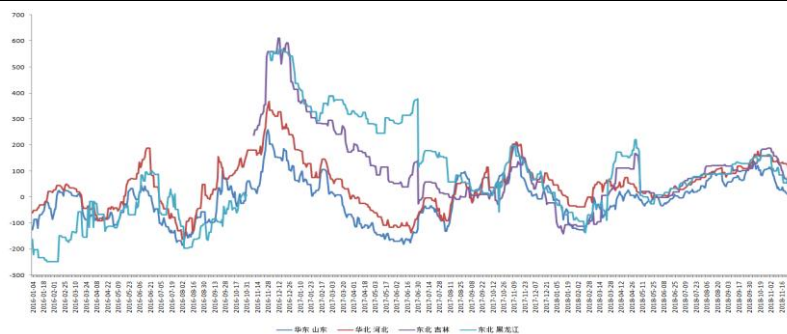
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2018 年 3 月前全国大部分地区加工利润处于亏损状态，3 月中旬黑龙江、吉林深加工补贴出台，由于东北深加工企业补贴支持以及淀粉加工副产品价格上涨，淀粉企业加工利润好转，东北黑龙江、吉林地区加工利润扭亏为盈，但是今年补贴时间短，补贴金额少，实际作用有限。5 月后东北地区企业补贴期间内收购玉米基本消耗殆尽，失去补贴后加工利润大幅下滑至盈亏水平线附近，虽然加工利润处于盈亏水平线之上，但是利润微薄。6 月淀粉加工利润开始好转，随着淀粉价格走高，淀粉加工利润持续上升，6-10 月淀粉加工利润总体保持上升趋势，11 月，由于淀粉价格上涨至高位，下游企业采购谨慎，淀粉价格继续上涨乏力，而原料玉米价格仍处于高位，加工利润被压缩，但是全国加工利润仍处于盈亏水平线之上，利润情况尚可。由于今年玉米价格和淀粉价格较高，且临储玉米去库存超预期，明年可能不会继续出台玉米深加工补贴。

2018 吉林补贴政策。补贴对象：具备年加工能力 10 万吨以上，以玉米为主要原料的淀粉类及酒精类玉米深加工企业，2016 年实际饲料产量 5 万吨以上配合饲料企业。补贴执行期及补贴标准：纳入补贴范围企业在 2018 年 3 月 15 日至 2018 年 4 月 30 日期间收购入库，并于 6 月 30 日前加工的 2017 年省内新产玉米（标准水分）给予每吨 100 元补贴。

2018 黑龙江补贴政策。补贴对象：具备年加工能力 10 万吨以上，以玉米为主要原料的淀粉类及酒精类玉米深加工企业，2016 年实际饲料产量 5 万吨以上配合饲料企业。补贴执行期及补贴标准：纳入补贴范围企业在 2018 年 3 月 23 日至 2018 年 4 月 30 日期间收购入库，并于 6 月 30 日前加工的 2017 年省内新产玉米（标准水分）给予每吨 150 元补贴。

图 31：玉米淀粉加工利润（元/吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

4.1.2 玉米淀粉产能增加

据我的农产品网统计，2018年8-12月辽宁、内蒙古、河北地区企业共计划增加50万吨玉米淀粉产能；2019年山东潍坊、菏泽地区企业计划各增加70万吨玉米淀粉产能，总共增加190万吨玉米淀粉产能，未来玉米淀粉的供应量或将继续提升。

表 6：玉米淀粉新增产能

计划时间	地区	玉米淀粉（万吨）
2018年8-12月计划新增产能	辽宁开原	20
	内蒙古通辽	10
	河北石家庄	20
2019年计划新增产能	山东潍坊	70
	山东菏泽	70
合计		190

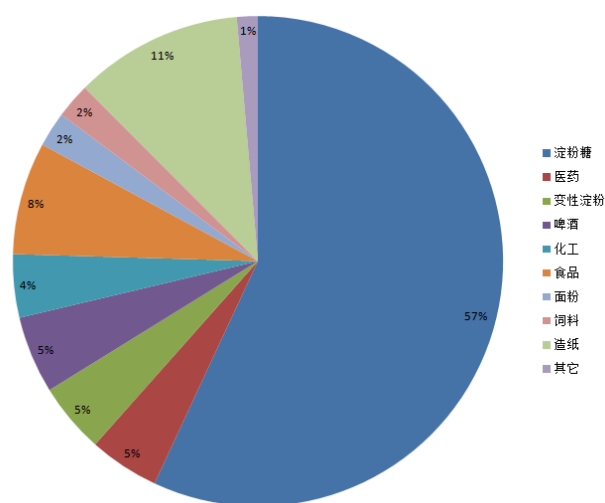
数据来源：我的农产品网，兴证期货研发部

4.2 玉米淀粉消费

4.2.1 国内消费增速放缓

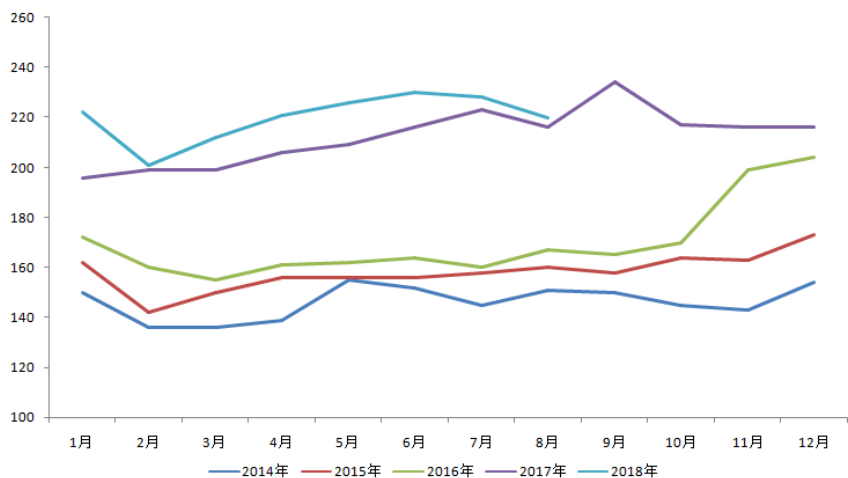
国内玉米淀粉消费主要集中在淀粉糖和造纸行业，今年1-8月玉米淀粉的消费总量1760万吨，比去年同期消费增加96万吨，同比提升5.8%，玉米淀粉消费小幅提升。今年1-8月玉米淀粉在淀粉糖中的消费量984万吨，比去年同期增加3万吨，同比提升0.3%，基本维持2017年的同等水平，消费增速放缓；今年1-8月玉米淀粉在造纸中的消费量230万吨，比去年同期增加101万吨，同比提升78.3%，消费量仍有大幅提升。

图 32：2017年玉米淀粉消费构成



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

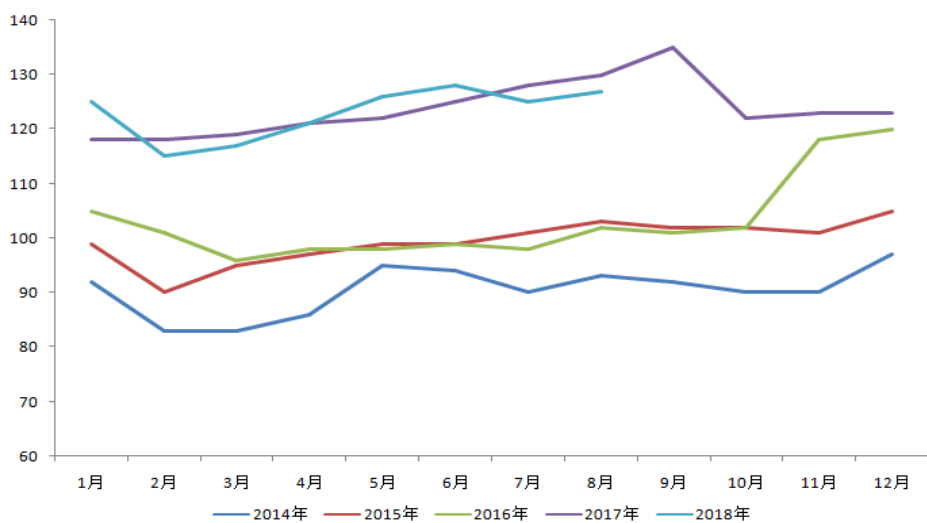
图 33: 玉米淀粉消费总量 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

近年来淀粉糖在食品饮料中作为添加剂被广泛使用, 由于其性价比较高, 被用来部分替代白糖, 17 年玉米淀粉在淀粉糖中的消费明显增加, 但是目前淀粉糖在食品饮料中添加比例已经逐渐饱和, 而且由于玉米价格上涨, 玉米淀粉的价格一路高升, 与白糖的价差缩小, 使用玉米淀粉的性价比下降, 导致今年玉米淀粉在淀粉糖中消费增速大大放缓, 未来淀粉糖所带动的玉米淀粉消费潜能有限。

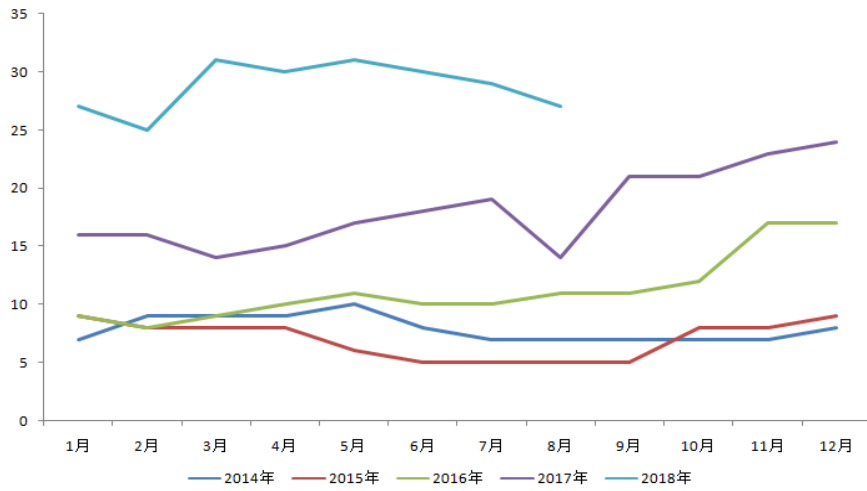
图 34: 玉米淀粉在淀粉糖中消费量 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

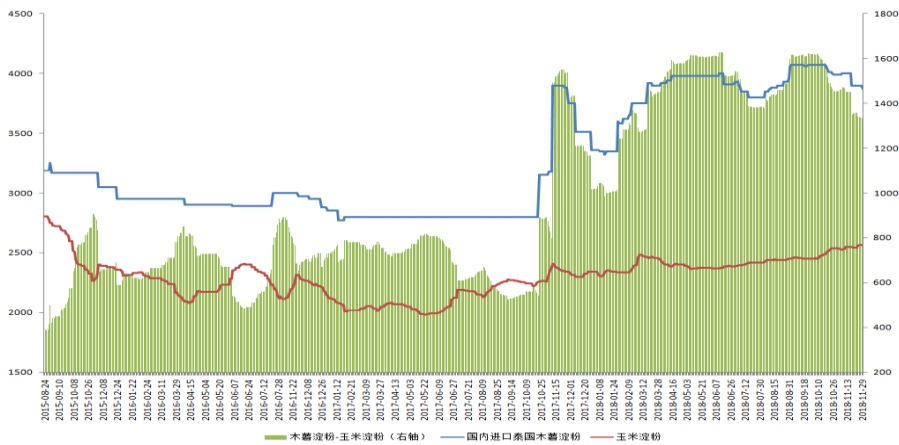
木薯淀粉与玉米淀粉存在部分替代关系, 木薯淀粉的适用性和价格要高于玉米淀粉, 在造纸化工等行业中玉米淀粉可以部分替代木薯淀粉。2017 年 11 月开始, 由于木薯淀粉价格走高, 木薯淀粉与玉米淀粉之间的价差扩大, 价差由 600-800 元/吨扩大到 1200-1600 元/吨, 导致玉米淀粉在造纸中的消费量明显提升。2018 年木薯淀粉与玉米淀粉的价差继续维持 1200-1600 元/吨区间水平, 今年玉米淀粉在造纸中的消费量继续大幅提升, 但是目前玉米淀粉在造纸化工的添加比例也已经接近饱和, 且由于环保、经济等因素, 近年来我国造纸业产能增速逐渐放缓, 未来造纸中玉米淀粉的消费增速或将随之放缓。

图 35: 玉米淀粉在造纸中消费量 (万吨)



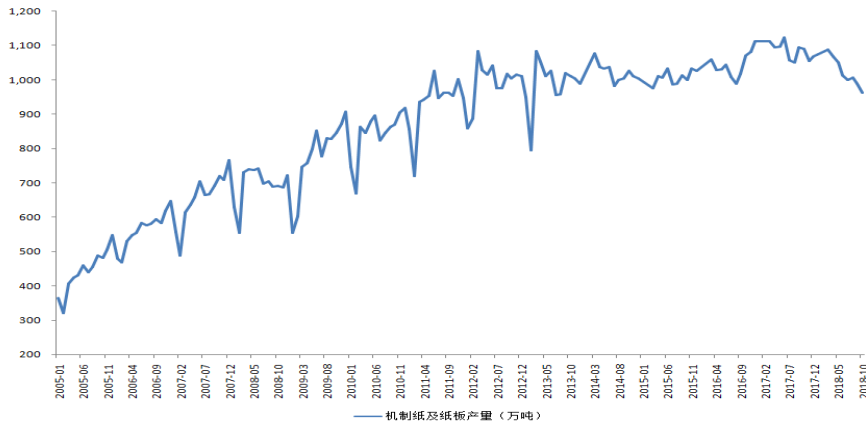
数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 36: 木薯淀粉与玉米淀粉价差 (元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 37: 机制纸及纸板产量

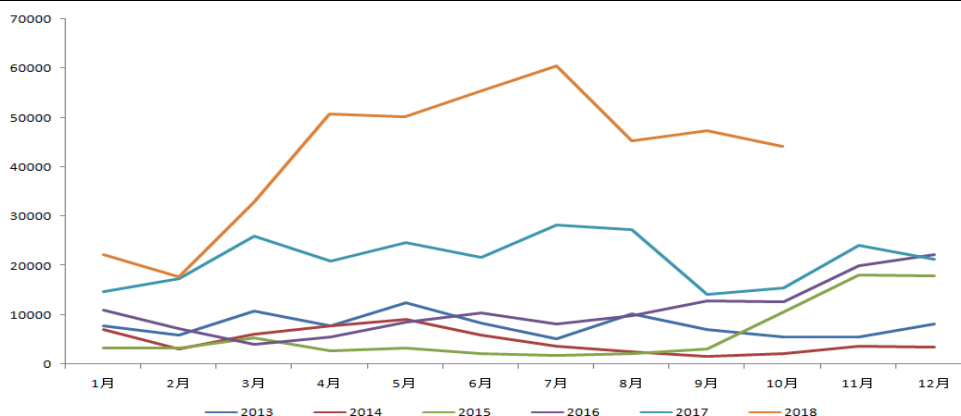


数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

4.2.2 玉米淀粉出口量增加，但总量较小

2018 年度 1-10 玉米淀粉出口量 42.62 万吨，比去年同期增加 21.63 万吨，同比提升 103%，玉米淀粉出口量继续大幅提升。受玉米淀粉出口退税政策、鼓励出口的影响，近两年玉米淀粉出口量总体呈上升趋势，在 2017 年出口量明显提升的基础上，今年玉米淀粉出口量又有大幅提升，未来玉米淀粉的出口量或将继续保持稳步增加。但是相对于国内玉米淀粉消费量而言，我国玉米淀粉出口量不足 100 万吨，相对较少，但是出口量的增加对于玉米淀粉消费仍有一定的影响。

图 38：玉米淀粉出口量（吨）

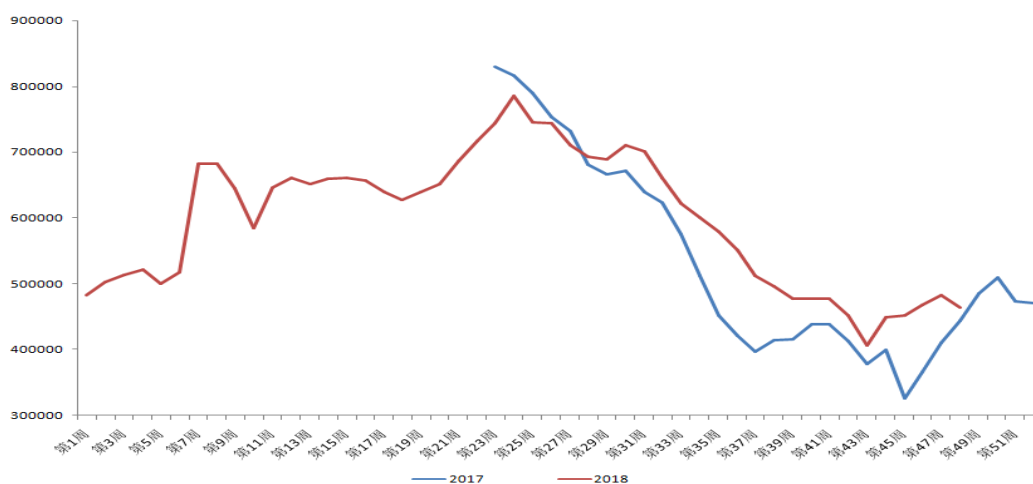


数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

4.3 玉米淀粉库存同比增加

据调查的 64 家玉米淀粉加工企业，2018 年上半年玉米淀粉企业库存总体呈上升趋势，淀粉企业开机率高位运行，下游需求不旺，玉米淀粉销量一般，走货较慢，淀粉库存充足。7、8 月华北部分淀粉企业集中检修，叠加 8 月山东限电限产，开机率下降，库存开始下降。下半年由于淀粉需求较好，走货加快，淀粉库存持续下降。11 月淀粉价格处于高位，下游企业采购谨慎，淀粉走货放缓，库存止降企稳。总体来看今年下半年淀粉库存高于去年同期。

图 39：64 家淀粉企业玉米淀粉库存统计（吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

4.4 玉米淀粉供需总结：供给过剩，库存消费比提升

今年玉米淀粉企业加工利润尚可，开机率总体保持稳定，明年淀粉企业开机或将保持持稳。随着淀粉企业产能扩张，玉米淀粉未来产能或将增长，明年玉米淀粉供应量或将提升。国内消费方面，明年玉米淀粉在淀粉糖和造纸中的消费增速或将放缓，明年玉米淀粉国内消费量或将保持小幅增长。而出口方面，今年玉米淀粉出口量继续大幅提升，明年玉米淀粉的出口量或将保持稳步增长。总体而言，明年玉米淀粉的供应增速或将大于消费增速，预计明年供应量大于消费量，库存消费比提升。

表 7：玉米淀粉供需平衡表（万吨）

年度	期初库存	产量	进口量	总供给量	国内消耗量	出口量	总使用量	期末库存	库存消费比
2012/2013	42	1895	1	1938	1890	10	1900	38	2%
2013/2014	38	1830	2	1870	1829	7	1836	34	1.85%
2014/2015	34	1839	2	1875	1840	4	1844	31	1.68%
2015/2016	31	1984	1	2016	1976	12	1988	28	1.41%
2016/2017	28	2135	1	2164	2091	25	2116	48	2.27%
2017/2018	48	2626	0	2674	2574	45	2619	55	2.10%
2018/2019	55	3060	0	3115	3024	60	3084	86	2.80%

玉米淀粉年度为当年10月至次年9月

数据来源：兴证期货研发部

4.5 玉米淀粉后市展望

整体来看明年玉米淀粉继续维持供需两增，但是由于今年淀粉利润总体尚可，且随着淀粉企业产能扩张的影响，明年淀粉供应量增加较多，而下游消费增速则相对放缓，明年玉米淀粉的供应增速或将大于消费增速，供应量大于消费量，压制淀粉价格。此外，明年玉米价格或将整体走弱，也对淀粉价格造成利空影响。总体而言，预计明年玉米淀粉价格震荡偏弱运行为主。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。