



## 兴证期货研发部 2019 年理财 1 月报 目录

股指期货 .....	2
风险偏好难升 期指维持对冲思路 .....	2
国债期货 .....	16
地方债提前发行，期债或先抑后扬 .....	16
有色金属·铜 .....	27
基本面未见明显恶化，铜价不悲观 .....	27
有色金属·铝 .....	39
铝锭库存出现拐点，空头氛围延续 .....	39
螺纹钢&铁矿石 .....	47
震荡 .....	47
焦煤&焦炭 .....	59
双焦承压运行，建议以观望为主 .....	59
原油 .....	72
OPEC+减产待考察，油价或筑底震荡 .....	72
动力煤 .....	84
进口煤政策未明朗，中长期煤价下行压力不减 .....	84
PTA .....	95
年关将至，TA 预计显著累库 .....	95
豆类油脂 .....	107
重启美豆进口，油脂低位震荡 .....	107
白糖 .....	120
震荡下行 .....	120
分析师承诺 .....	126
免责声明 .....	126

## 风险偏好难升 期指维持对冲思路

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12月共20个交易日,纵观十二月行情,市场震荡走低。最终,12月上证综指下跌3.64%至2493.90点,创业板指下跌5.93%至1250.53点。行业板块多数收跌,仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨,医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

三大期货品种集体收跌,其中IH跌幅较大,IC跌幅略小。12月股指期货迎来第三次松绑落地,市场流动性有所回升,期指成交量及持仓量均有增加,其中IC增幅较大。从基差水平来看,期现价差先强后弱,IF合约月底回到贴水状态,IH升水有所收窄,近月转为小幅贴水,IC合约月下旬贴水集体走扩。IF及IH远-近月价差先扬后抑,IC远-近月价差呈现V型走势。从跨品种来看,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值先扬后抑,整体小幅反弹。

#### ● 后市展望及策略建议

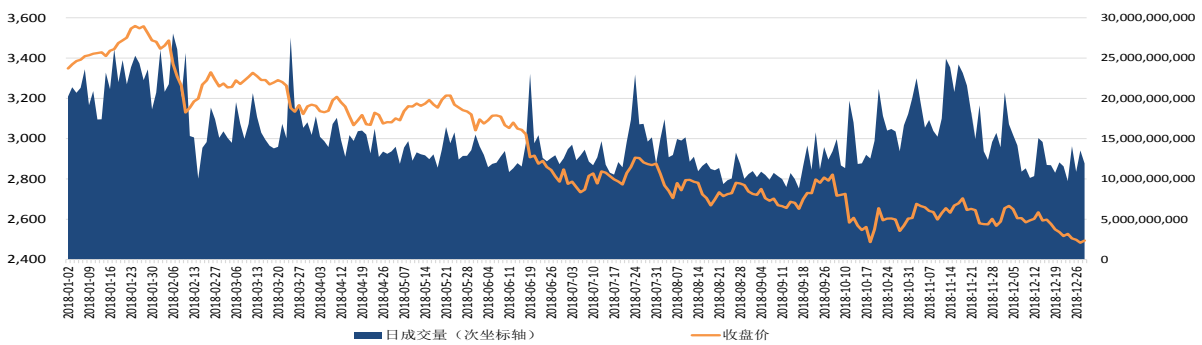
综合来看,虽然从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大,跨年资金回流造好年初流动性,但工业企业利润增速转负及制造业PMI跌落至荣枯线下方等宏观数据超预期走弱,金融数据显示“宽货币”到“宽信用”渠道仍未畅通,目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象,系统性风险尚存,市场流动性虽然较为充裕,但资金回流意愿偏弱,预计一月走势或延续弱势震荡,叠加外盘股市联动,风险偏好难有修复,建议股指以对冲思路为主,继续看好阿尔法策略等市场中性策略。仅供参考。

## 1. 期指市场回顾

### 1.1 股票市场震荡走低

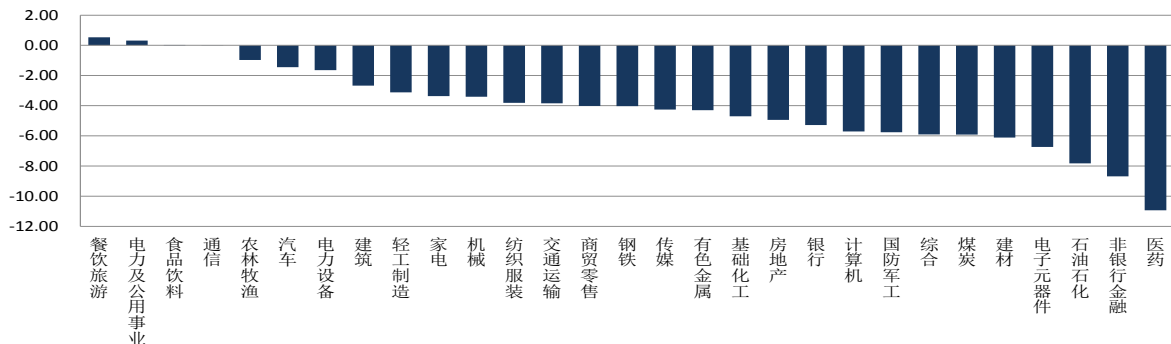
12月共20个交易日，纵观十二月行情，市场震荡走低。最终，12月上证综指下跌3.64%至2493.90点，创业板指下跌5.93%至1250.53点，三大指数中沪深300指数下跌5.11%，上证50指数下跌5.56%，中证500指数下跌4.77%。行业板块多数收跌，仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨，医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

图1：上证综指价格及成交量



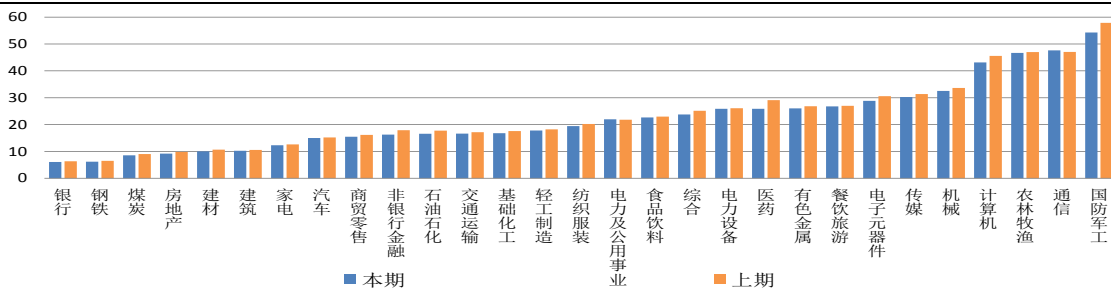
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3：行业动态市盈率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 股指期货市场流动性回升

三大期货品种集体收跌,其中 IH 跌幅较大,IC 跌幅略小,IF1901 合约月跌 4.63%,IH1901 月跌 5.39%, IC1901 合约下跌 4.22%。

12 月股指期货第三次松绑落地,将 IF 及 IH 交易保证金标准调整为 10%, IC 交易保证金标准调整为 15%; 日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手; 平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之四点六。因此,市场流动性有所回升,期指成交量及持仓量均有增加,从成交情况来看,IC 合约增幅较大,IF、IH、IC 12 月日均成交量较 11 月均值分别增长了 43.15%、16.79%、54.36%。持仓量增幅小于成交,相较而言 IC 合约亦增幅最大,IF、IH、IC 12 月日均持仓量较 11 月均值分别增加 17.13%、14.24%、17.96%。

从基差水平来看,期现价差先强后弱,IF 合约月底回到贴水状态, IH 升水有所收窄,近月转为小幅贴水, IC 合约月下旬贴水集体走扩,截止 12 月 28 日, IF、IH 及 IC 主力分别贴水 0.49%、0.28%、1.14%。另外, IF 及 IH 远-近月价差先扬后抑, IC 远-近月价差呈现 V 型走势。

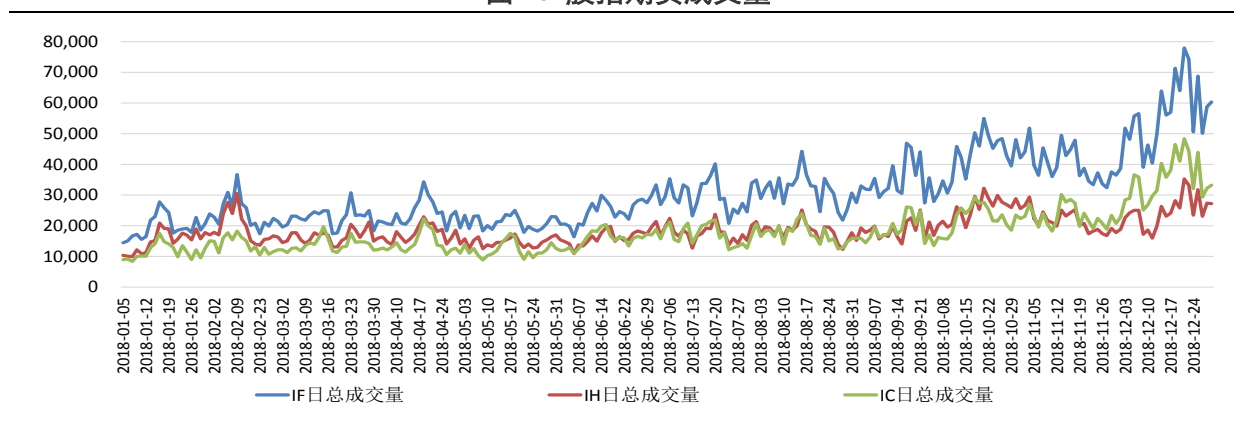
从跨品种来看, IC/IF、 IC/IH、 IF/IH 比值先扬后抑,整体小幅反弹。截至 12 月 28 日, IF/IH 主力合约点数比值小幅回升 0.60% 回升至 1.3102, IC/IF 主力合约点数比值回升 0.66% 升至 1.3753, IC/IH 主力合约比值反弹 1.27% 至 1.8020。

表 1: 股指期货 12 月表现

当前合约	合约收盘价	月涨跌幅%	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	剩余交易天数	年化升水率
IF1901.CFE	2996.0	-4.63	-14.7	-0.49%	2019-01-18	13	-9.06%
IF1902.CFE	2995.8		-14.9	-0.49%	2019-02-15	28	-4.26%
IF1903.CFE	2998.0	-4.60	-12.7	-0.42%	2019-03-15	48	-2.12%
IF1906.CFE	2996.4	-4.54	-14.3	-0.47%	2019-06-21	115	-1.00%
IH1901.CFE	2286.6	-5.39	-6.5	-0.28%	2019-01-18	13	-5.28%
IH1902.CFE	2290.2		-2.9	-0.13%	2019-02-15	28	-1.09%
IH1903.CFE	2298.0	-5.43	4.9	0.21%	2019-03-15	48	1.08%
IH1906.CFE	2305.0	-4.96	11.9	0.52%	2019-06-21	115	1.09%
IC1901.CFE	4120.4	-4.22	-47.6	-1.14%	2019-01-18	13	-21.28%
IC1902.CFE	4099.8		-68.2	-1.64%	2019-02-15	28	-14.15%
IC1903.CFE	4077.6	-4.35	-90.4	-2.17%	2019-03-15	48	-10.94%
IC1906.CFE	4024.0	-4.37	-144.0	-3.46%	2019-06-21	115	-7.27%

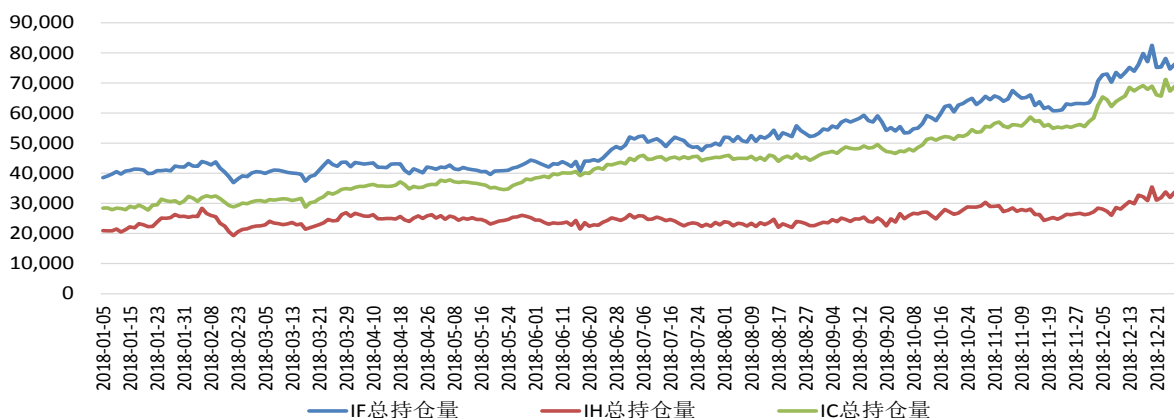
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 股指期货成交量



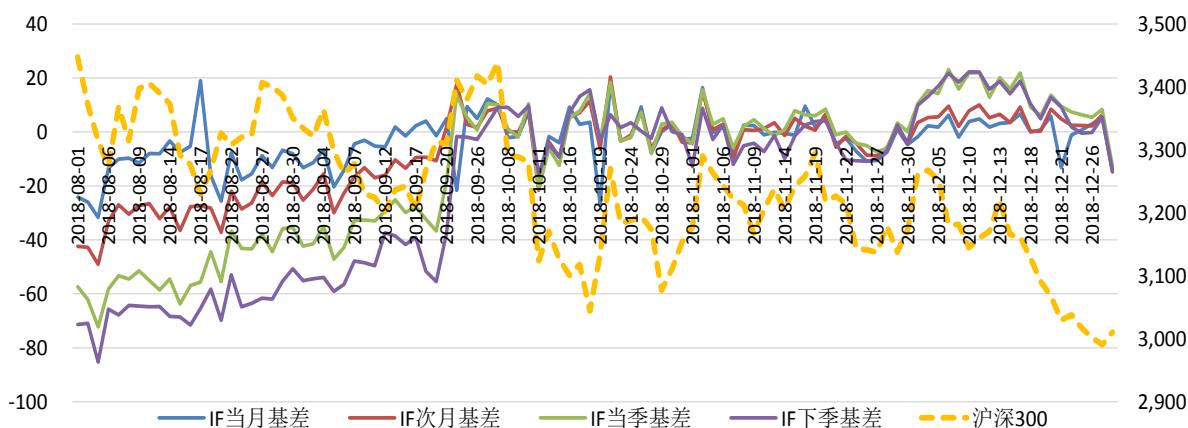
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5：股指期货持仓量



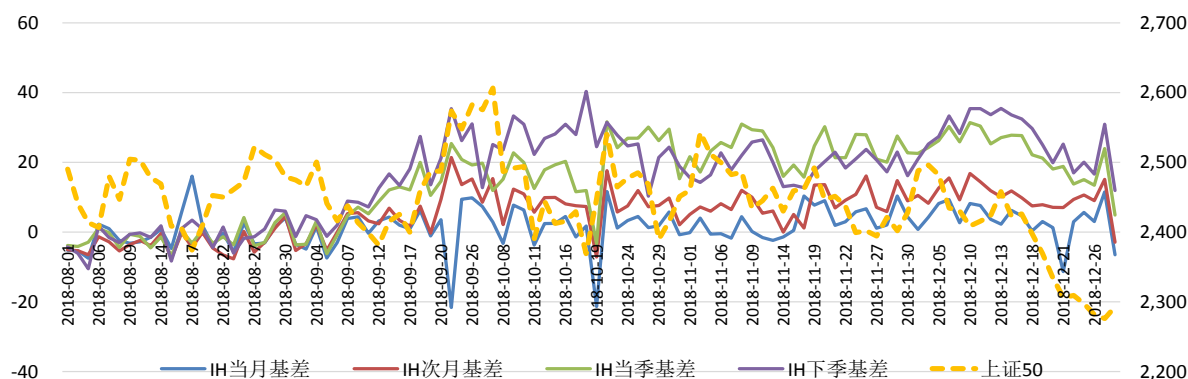
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：IF 各合约期现基差走势



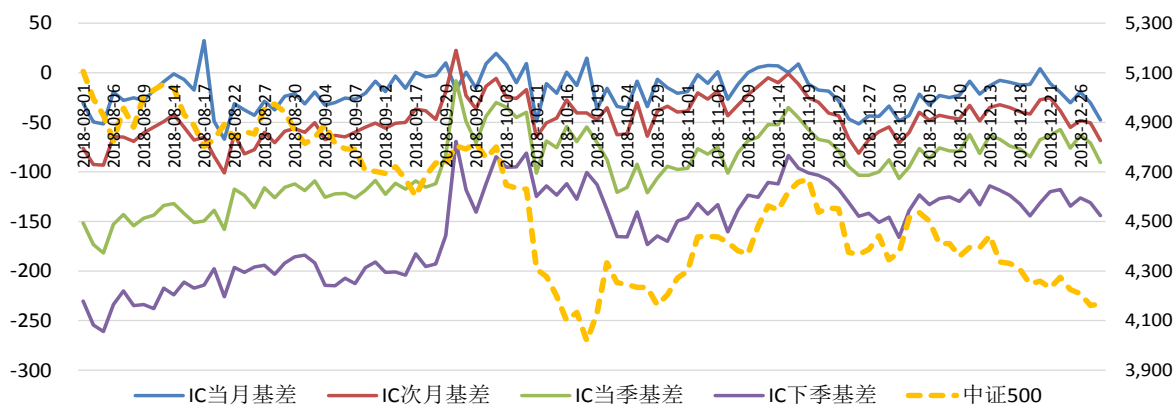
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：IH 各合约期现基差走势



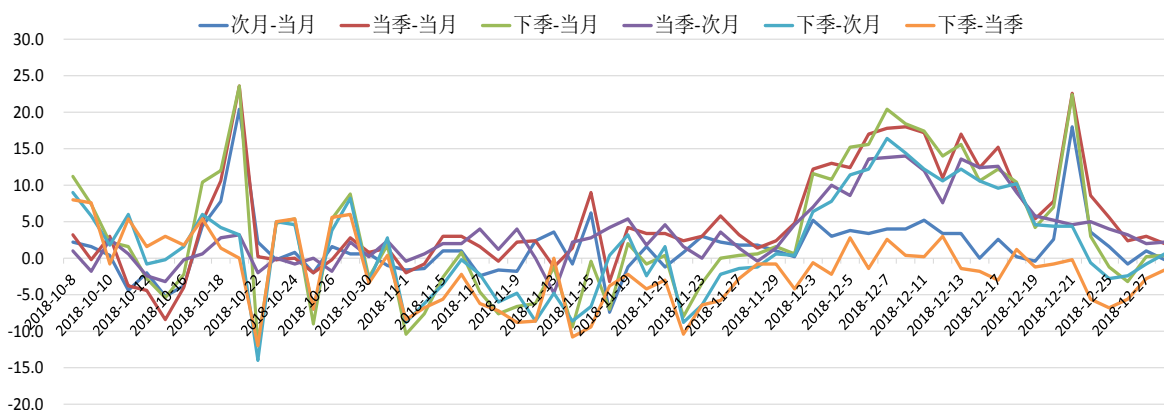
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8: IC 各合约期现基差走势



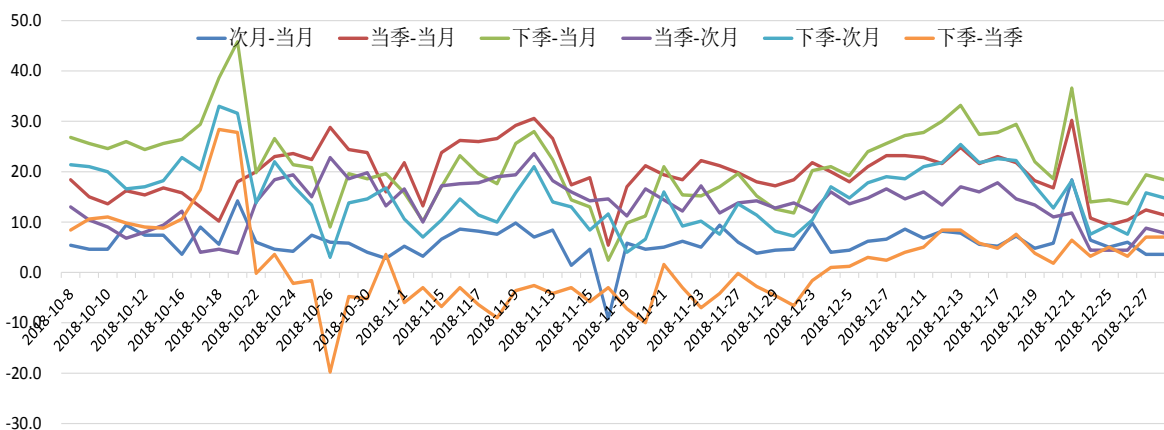
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IF 各合约跨期价差走势



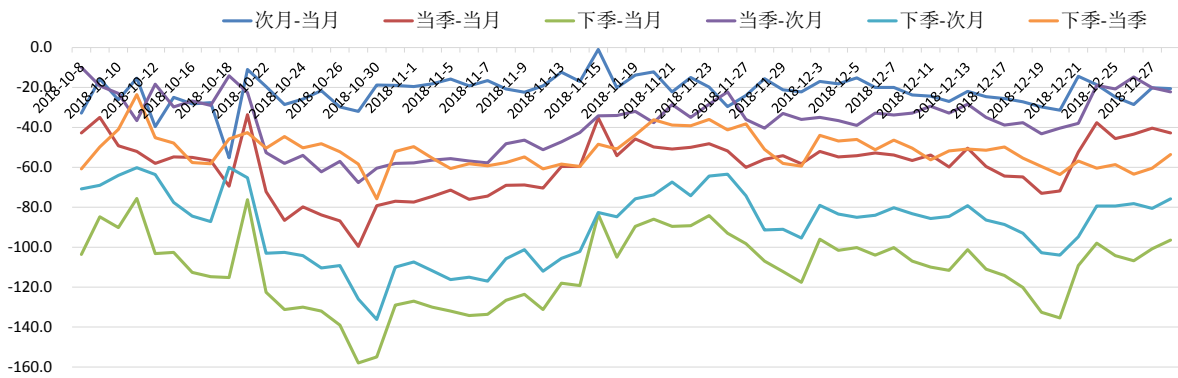
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IH 各合约跨期价差走势



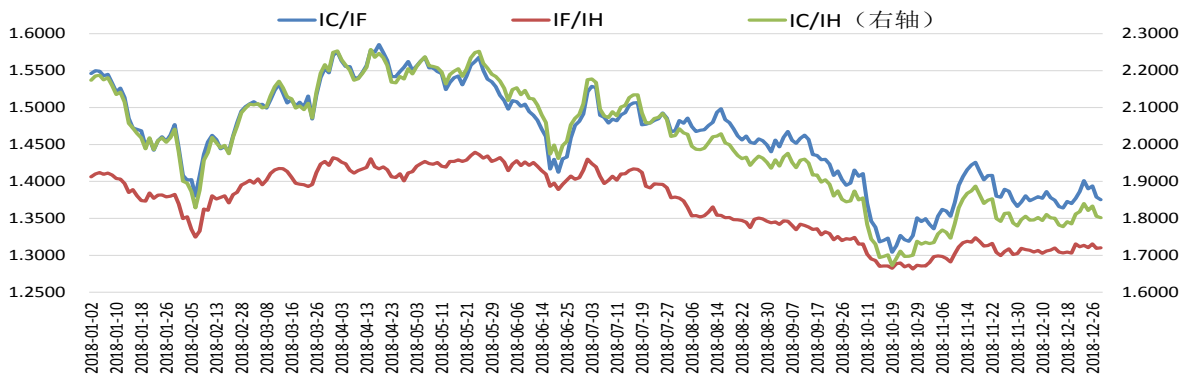
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: IC 各合约跨期价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 跨品种合约比值走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 市场基本面分析

### 2.1 宏观数据延续下滑，静候政策效果显现

从国内经济的宏观层面来看，十二月发布的经济数据整体延续下滑趋势，国内经济处于下行阶段且未来一段时间将持续承压，等待减税及逆周期调节的成效兑现。

从推动经济的动能来看，三大马车都被牵制。消费方面，11月数据继续回落，中国11月社会消费品零售总额增速跌至8.1%，较10月回落0.5%，低于市场预期。固定资产投资数据继续小幅回暖，1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.9%，增速比1-10月份回升0.2个百分点，连续三个月回升，主要是制造业投资继续改善，1-11月制造业投资同比增长9.5%，增速比1-10月份提高0.4%，连续八个月回升，基建及房地产投资增速则持平前期，但房地产销售面积增速及开发景气指数则有所回落。进出口方面增速大幅回落，按美元计，中国11月出口同比增长5.4%，前值18.2%，进口同比3.0%，前值21.4%，大幅低于上月和预期水平，一方面是前期基数较大，另外前期贸易抢跑力度减弱，未来需求有所透支，加上全球经济放缓及中美贸易等因素影响，进出口压力较大。

工业生产数据整体维持下滑态势，需求继续放缓。11月规模以上工业增加值同比实际增长5.4%，增速比10月份回落0.5%，环比增长0.36%；11月工业企业利润更是出现负增长，

同比下降 1.8%，前值 3.6%，连续第八个月出现下降，同时也是三年以来首次出现负增长。PPI 及制造业 PMI 数据亦有不同程度下滑，11 月 PPI 同比上涨 2.7%，进一步回落 0.6%，环比下降 0.2%，皆创年内最低值。同时 11 月官方制造业 PMI 为 50.0%，比上月回落 0.2 个百分点，勉强处于临界点，再创 2016 年 8 月以来新低。生产、采购量继续回落，需求维持弱势，新订单和进口指数连续第 6 个月回落，原材料购进价格和出厂价格指数明显下滑。

另外，从金融数据来看，M2 同比增长 8% 与前月持平且整体符合预期，但仍处于历史低位，M1 增速持续下降，11 月已降至 1.5% 仅次于 2014 年的历史低位的 1.2%，体现企业投资需求不振，人民币贷款季节性反弹，新增社融反弹，但存量同比再创新低，融资结构改善有限，银行风险偏好难言改善，实体融资需求面临下行压力。

宏观基本面继续走弱，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。

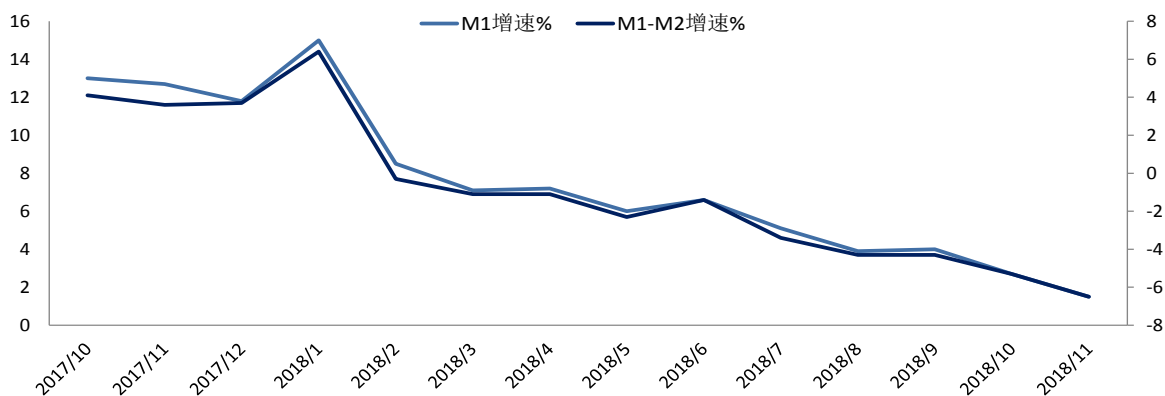
表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
12/03/2018 09:45	财新中国 PMI 制造业	Nov	50.1		50.2	50.1 --
12/05/2018 09:45	财新中国 PMI 综合	Nov	--		51.9	50.5 --
12/05/2018 09:45	财新中国 PMI 服务业	Nov	50.7		53.8	50.8 --
12/07/2018 16:34	外汇储备	Nov	\$3044.00b	\$3061.70b		--
12/08/2018 11:08	贸易余额人民币	Nov	226.50b	306.04b		233.63b 238.76b
12/08/2018 11:08	出口同比人民币	Nov	13.80%		10.20%	20.10% 20.00%
12/08/2018 11:08	进口同比人民币	Nov	18.30%		7.80%	26.30% 25.70%
12/08/2018 11:08	贸易余额	Nov	\$34.40b	\$44.74b		\$34.01b \$34.74b
12/08/2018 11:08	出口同比	Nov	9.40%		5.40%	15.60% 15.60%
12/08/2018 11:08	进口同比	Nov	14.00%		3.00%	21.40% 20.80%
12/09/2018 09:30	PPI 同比	Nov	2.70%		2.70%	3.30% --
12/09/2018 09:30	CPI 同比	Nov	2.40%		2.20%	2.50% --
12/11/2018 08:01	人力资源调查	1Q	--		10%	7% --
12/11/2018 17:01	货币供应 M2 同比	Nov	8.00%		8.00%	8.00% --
12/11/2018 17:01	New Yuan Loans CNY	Nov	1150.0b	1250.0b		697.0b --
12/11/2018 17:01	总融资人民币	Nov	1350.0b	1519.1b		728.8b 743.0b
12/11/2018 17:02	货币供应 M0 年同比	Nov	3.00%		2.80%	2.80% --
12/11/2018 17:02	货币供应 M1 年同比	Nov	3.00%		1.50%	2.70% --
12/13/2018 15:00	外国直接投资同比人民币	Nov	--		-26.30%	7.20% --
12/14/2018 10:00	彭博 12 月中国调查 (表格)					
12/14/2018 10:00	零售销售额同比	Nov	8.80%		8.10%	8.60% --
12/14/2018 10:00	社会消费品零售	Nov	9.10%		9.10%	9.20% --
12/14/2018 10:00	工业产值 同比	Nov	5.90%		5.40%	5.90% --
12/14/2018 10:00	工业生产 年迄今 (同比)	Nov	6.40%		6.30%	6.40% --
12/14/2018 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Nov	5.80%		5.90%	5.70% --
12/14/2018 10:00	Property Investment YoY	Nov	--		9.70%	9.70% --
12/14/2018 10:00	Surveyed Jobless Rate	Nov	--		4.80%	4.90% --
12/15/2018 09:30	New Home Prices MoM	Nov	--		0.98%	1.02% --
12/20/2018 19:52	中国银行结售汇 - 银行代客	Nov	--	-139.4b		-24.1b --
12/27/2018 09:00	Swift 全球支付人民币	Nov	--		2.09%	1.70% --
12/27/2018 09:30	Industrial Profits YoY	Nov	--		-1.80%	3.60% --
12/28/2018	经常账户余额	3Q F	--	--		\$16.0b --
12/31/2018 09:00	非制造业采购经理指数	Dec	53.1	--		53.4 --
12/31/2018 09:00	制造业采购经理指数	Dec	50	--		50 --
01/02/2019 09:45	财新中国 PMI 制造业	Dec	50.2	--		50.2 --

数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

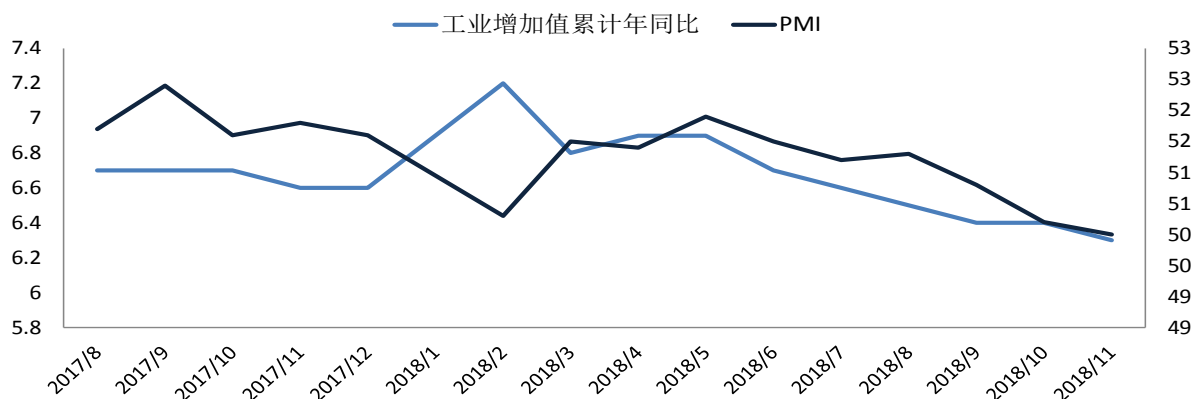


图 13: M1、M2 增速



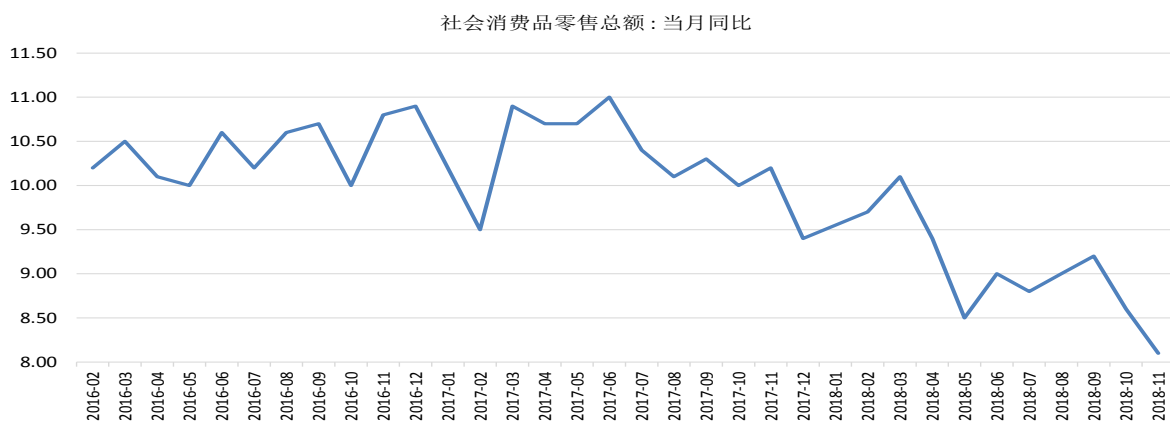
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 14: PMI 以及工业增加值 走势图



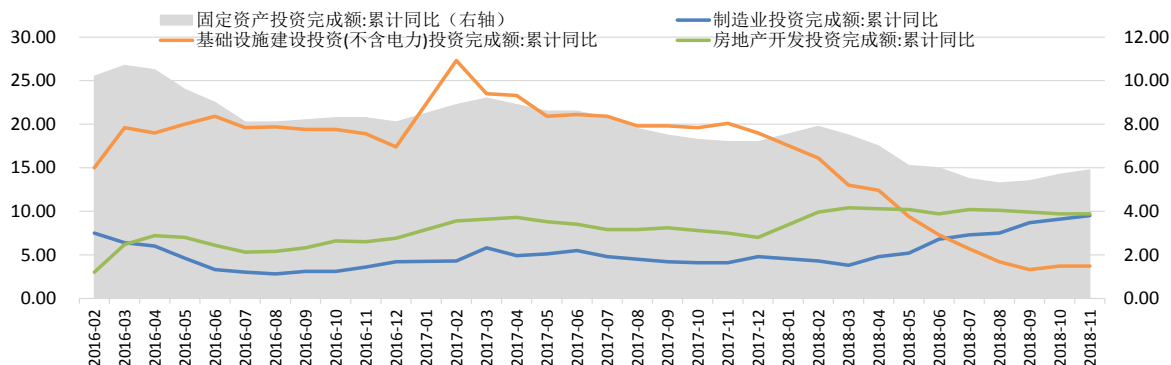
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 15: 消费增速



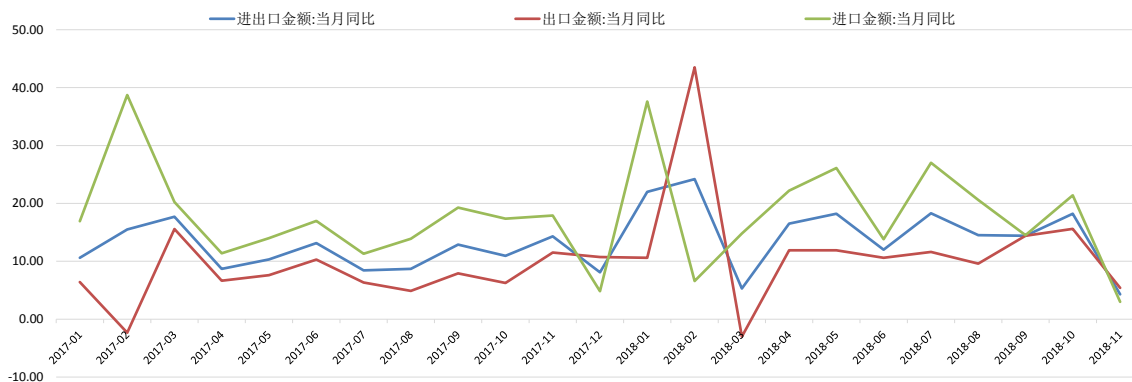
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 固定资产投资增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 政策托底预期巩固，风险偏好难有修复

12 月政策托底预期有所巩固，但一方面逆周期政策调节的效果尚未明显显现，宏观经济短期并未出现起色，市场仍在等待拐点出现，另外中美贸易关系的不确定性以及美股市场波动加剧等风险因素，压制 A 股风险偏好难有持续性修复。

首先，中美贸易赢得三个月谈判缓冲时间。12 月 1 日晚，国家主席习近平与美国总统特朗普在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行会晤，双方决定，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。但休战 3 个月只是缓冲不是彻底言和，终成正果还需双方继续谈判，加上华为 CFO 在加拿大事件，市场对和解的预期并不乐观，继续压制市场风险偏好。

月下旬召开的中央经济工作会议政策信号进一步转暖。会议提出，“经济稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”以及“要确保经济运行在合理区间”，继续释放强化宏观政策逆周期调节的信号，包括：稳健的货币政策要松紧适度，积极的财政政策加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。“推动制造业高质量发展”被作为首要工作，提到了制造业技术改造和设备更新的新型基础设施需求，并具体到 5G、人工智能、工业互联网、物联网等领域。中央经济工作会议为 2019 年的工作定调，但短期来看，市场仍在等待逆周期调节效果的显现，宏观经济下行仍构成压制市场风险偏好的重要因素。

利好方面，个人所得税法扣除细则正式公布，其中专项扣除略超预期，相较征求意见稿，上修了居民房租和大病医疗支出的扣除额度，也拓展了抵扣范围。另外在 12 月初，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》，在公募理财产品投资股票和销售起点方面，在前期已允许银行私募理财产品直接投资股票和公募理财产品通过公募基金间接投资股票的基础上，进一步允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票，有利于增量资金流入。

### 2.3 资金面维持平稳，股票需求有所减弱

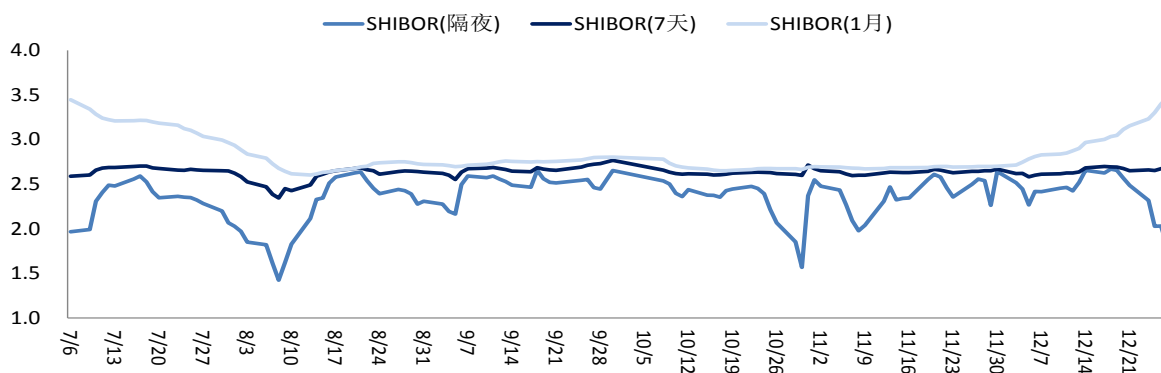
12 月资金流动性整体较为平稳，月末资金结构性分化加剧，Shibor 隔夜下行至 10 月 30 日以来低点，1 个月期及 3 个月期升至 7 月以来高位。

12 月 19 日，央行宣布决定创设定向中期借贷便利。根据央行的创设说明，TMLF 到期可以续作两年，实际使用期限长达三年，操作利率比 MLF 利率优惠 15bp。此次操作相当于定向降低 MLF 利率，并延长 MLF 使用期限，支持银行加大对实体经济，尤其是小微企业、民营企业等重点领域的支持力度。同时，央行还决定根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况，再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元，继续加码促进对小微和民营企业信用投放。

从股票市场的供需关系来看，12 月股票市场的供应压力有所上升，当月股权募集资金总额为 835.77 亿元，较 11 月水平上升了 66.40%，其中 5 家 IPO 募集 28.44 亿元，19 家增发募集 578.75 亿元，1 家发现优先股 50.00 亿元、13 家发行可转债募集 177.07 亿元及 1 家可交换债券募集 1.50 亿元。另外，12 月历年来皆为解禁高峰，12 月共有 232 家上市公司迎来限售股解禁，从 2018 年全年来看限售股数量位居第一，市值约 4000 亿元。

从 A 股需求来看，境内外资金 12 月较为谨慎，对于股票需求有所减弱。海外资金流入速度有所放缓，根据沪股通及深股通的情况来看，截止 12 月 28 日，沪股通、深股通 12 月分别净流入 135.15 亿元、26.28 亿元，较 11 月净流入 325 亿元及 144 亿元增速有所放缓。国内资金则持续减仓，两融余额持续走低，12 月 28 日为 7557.04 亿元，较 11 月 30 日的 7701.40 亿元下降了 144.36 亿元，续创近期新低。

图 18：短期 SHIBOR 走势



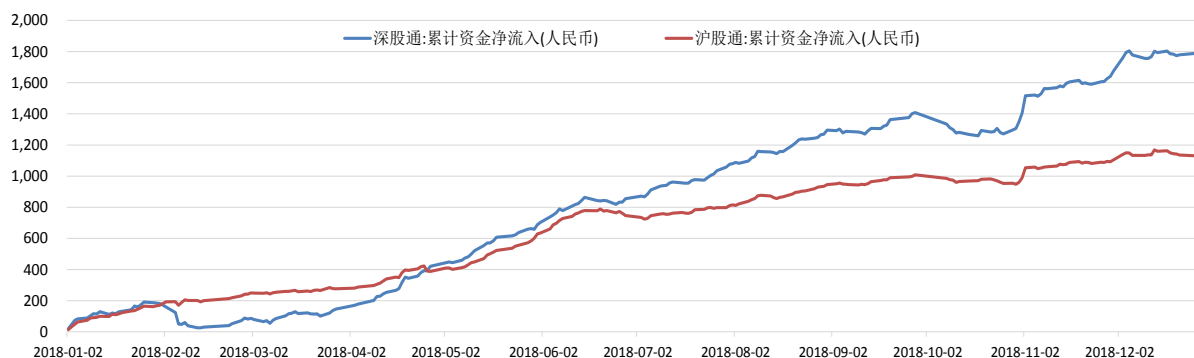
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

**表 3：股权融资规模一览**

日期	集资金额合计		IPO统计		增发统计		配股统计		优先股统计		可转债统计		可交换债统计	
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)	优先股家数(家)	优先股募集资金(亿元)	可转债家数(家)	可转债募集资金(亿元)	可交换债家数(家)	可交换债募集资金(亿元)
2018-12	39	835.77	5	28.441	19	578.753			1	50.000	13	177.074	1	1.500
2018-11	31	503.36	8	96.772	13	201.785	1	45.889	1	100.000	4	45.620	4	13.292
2018-10	18	267.23	5	98.710	10	133.752	1	17.160			1	10.973	1	6.633
2018-09	28	489.27	11	130.858	11	312.056					4	37.140	2	9.220
2018-08	41	1,071.24	6	48.017	21	912.367					12	101.095	2	9.760
2018-07	30	1,765.23	7	52.481	14	1,627.377	2	25.653			7	59.720		
2018-06	39	792.08	9	404.018	25	352.788	1	4.851			2	10.700	2	19.720
2018-05	33	440.86	8	62.813	18	276.735					4	54.710	3	46.600
2018-04	53	732.99	9	57.685	33	496.232	2	47.056			5	89.312	4	42.710
2018-03	51	921.15	10	117.505	29	675.723	3	18.464			6	91.270	3	18.190
2018-02	52	1,803.01	12	143.717	28	1,249.946	2	29.707	1	24.759	2	50.000	7	304.880
2018-01	92	2,405.34	15	137.136	44	626.181	3	39.537	4	1,175.000	17	343.482	9	84.000

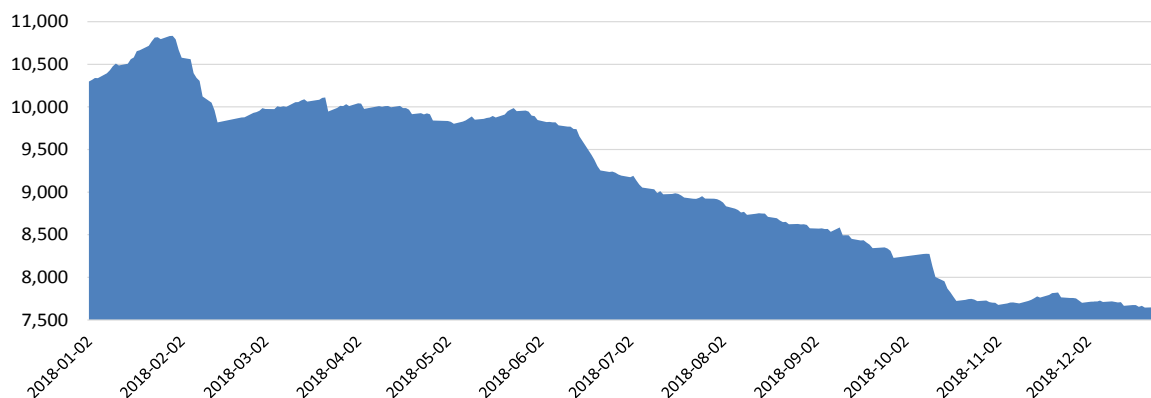
数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图 19：沪港通深股通资金流向**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

**图 20：融资余额**



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 指数估值继续下降，提供长线安全边际

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，目前沪深 300 指数的市盈率是 10.23，低于均值

0.74 个标准差，处于 2010 年以来 23.15% 的百分位；市净率是 1.26，低于均值 1.12 个标准差，处于 2010 年以来 6.54% 的百分位。上证 50 指数的市盈率是 8.52，低于均值 0.77 个标准差，处于 2010 年以来 18.52% 的百分位；市净率是 1.08，低于均值 1.09 个标准差，处于 2010 年以来最低位。中证 500 指数的市盈率是 16.24，低于均值 1.69 个标准差，处于 2010 年以来最低位；市净率是 1.55，低于均值 1.78 个标准差，处于 2010 年以来最低位。

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，下行空间有限，尤其是对于中证 500 指数来说，估值水平处于 2010 年至今的最低位置，股票的低估值提供长线配置的安全边际。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 4：三大指数估值数据一览（2010 年至今）**

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	<b>10.23</b>	<b>8.52</b>	<b>16.24</b>
平均市盈率	12.35	10.28	36.08
标准差	2.88	2.28	11.77
偏离标准差	-0.74	-0.77	-1.69
百分比排序	23.15%	18.52%	0.93%
最新市净率	<b>1.26</b>	<b>1.08</b>	<b>1.55</b>
平均市净率	1.69	1.48	2.79
标准差	0.39	0.37	0.69
偏离标准差	-1.12	-1.09	-1.78
百分比排序	3.70%	0.93%	0.93%

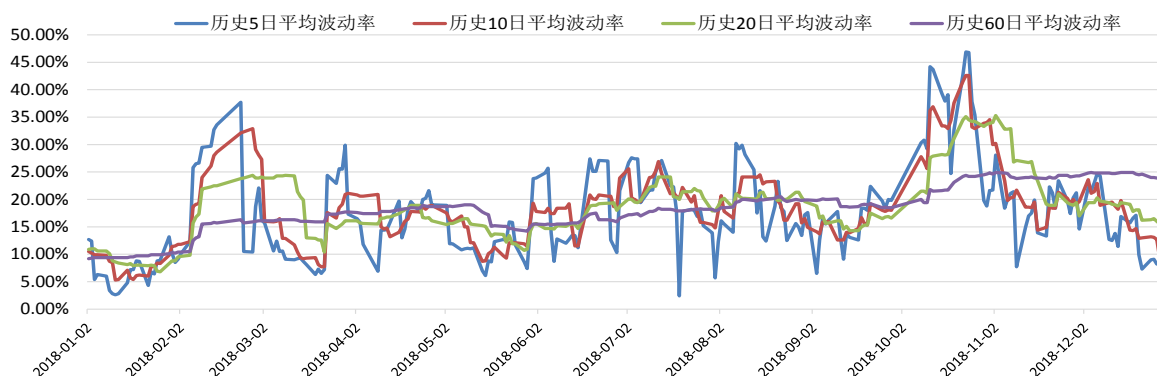
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.5 海外市场波动加剧，全球避险情绪联动

A 股市场 12 月短期波动率有所走低，但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，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 年预期仍有两次加息，全球权益类资产承压，引发金融市场波动加剧。

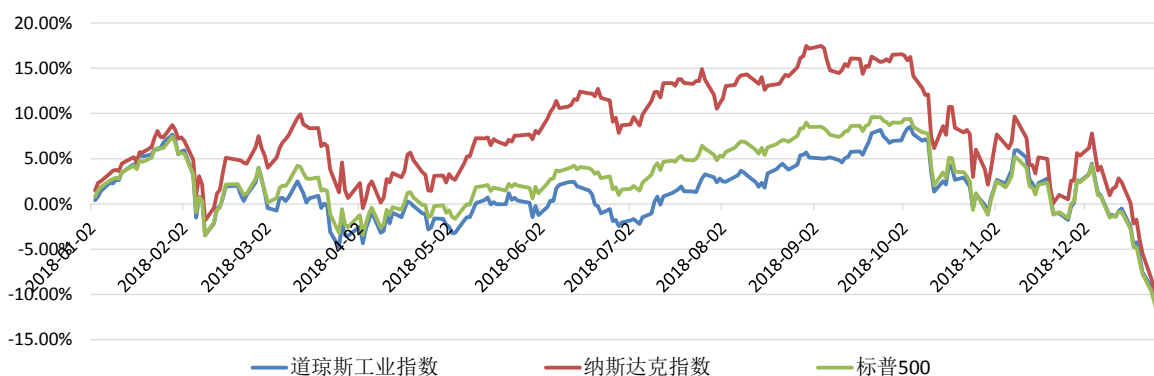
美国三大指数自 11 月开始快速回调，12 月延续弱势震荡，道琼斯指数月跌 8.66%，纳斯达克指数月跌 9.48%，标普 500 指数月跌 9.18%，前十个月的涨幅全部被吞噬，2018 年全年分别收跌 5.63%、3.88%、6.25%，未来持续走弱的概率较大，预计未来全球避险情绪联动性更强，A 股恐也不能幸免。

图 21：上证综指波动率变化



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：美三大指数 2018 年累计涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 5：我国及全球市场近期表现

	道琼斯工业	纳斯达克	标普500	富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	恒生指数	上证综指
最近一周	3.93	4.77	3.73	0.10	0.77	-0.70	-0.75	0.36	-0.89
12月	-8.66	-9.48	-9.18	-3.61	-5.46	-6.20	-10.45	-2.49	-3.64
最近三个月	-11.83	-17.54	-13.97	-10.41	-13.89	-13.78	-17.02	-6.99	-11.61
2018年至今	-5.63	-3.88	-6.24	-12.48	-10.95	-18.26	-12.08	-13.61	-24.59

数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 总结与展望

12月共20个交易日，纵观十二月行情，市场震荡走低。最终，12月上证综指下跌3.64%至2493.90点，创业板指下跌5.93%至1250.53点。行业板块多数收跌，仅有餐饮旅游、电力及公用事业、食品饮料小幅收涨，医药、非银金融、石油石化及电子元器件领跌。

三大期货品种集体收跌，其中IH跌幅较大，IC跌幅略小。12月股指期货迎来第三次松绑落地，市场流动性有所回升，期指成交量及持仓量均有增加，其中IC增幅较大。从基差水平来看，期现价差先强后弱，IF合约月底回到贴水状态，IH升水有所收窄，近月转为小幅贴水，IC合约月下旬贴水集体走扩。IF及IH远-近月价差先扬后抑，IC远-近月价差呈现V型

走势。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值先扬后抑，整体小幅反弹。

从宏观经济基本面来看，十二月发布的经济数据整体延续下滑趋势，中国经济增长的短期压力进一步显现，企业盈利增速下滑，等待政策发力对冲后的效果逐步显现。政策托底预期有所巩固，但一方面逆周期政策调节的效果尚未明显显现，市场仍在等待拐点出现，另外中美贸易关系的不确定性以及美股市场波动加剧等风险因素，压制 A 股风险偏好难有持续性修复。从资金面来看，资金流动性整体较为平稳，月末资金结构性分化加剧，海内外资金较为谨慎，沪股通及深股通流入增速放缓，两融余额继续走低。但从估值水平来看，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，股票的低估值提供长线配置的安全边际。但未来的风险点是，全球经济增速放缓加上美股市场波动加剧，全球避险情绪联动下，A 股难以幸免。

综合来看，虽然从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大，跨年资金回流造好年初流动性，但工业企业利润增速转负及制造业 PMI 跌落至荣枯线下方等宏观数据超预期走弱，金融数据显示“宽货币”到“宽信用”渠道仍未畅通，目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象，系统性风险尚存，市场流动性虽然较为充裕，但资金回流意愿偏弱，预计一月走势或延续弱势震荡，叠加外盘股市联动，风险偏好难有修复，建议股指以对冲思路为主，继续看好阿尔法策略等市场中性策略。仅供参考。

## 地方债提前发行，期债或先抑后扬

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12月期债震荡走高，其中2年期债月涨0.22%收于100.25元，5年期债月涨0.52%收于99.40元，10年期债月涨0.92%收于97.735元，创今年新高；现券方面，主要期限国债收益率短升长降，其中2Y上行1bp至2.71%，5Y下行17bp至2.97%，10Y下行13bp至3.23%，创今年新低，大多数活跃券基差下行。主要利多因素一是公布的经济数据对债市偏利多，二是央行创设TMLF，对比MLF利率下调15bp且期限可达三年，有利于引导长端利率的下行，而美联储如期加息25bp，央行维持OMO操作利率不变，且对19年加息次数偏鸽派，提高国内货币政策宽松的空间，三是利率债整体供给压力小，国债配置需求向好，四是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪升温。主要利空因素一是财政部公布关于支持优质企业直接融资的通知后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方债提前至1月发行，对国债需求或有“挤出效应”，三是部分获利盘有止盈压力。

#### ● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的12月官方PMI显示经济下行压力有所增加，基本面对债市偏利多；从政策面看，关注稳经济政策的出台和实施，市场对央行定向降准预期增加；从资金面看，跨年后临近春节，资金利率或先下后上；从供给端看，地方债供给压力边际增加可能带来利率债整体供给压力增加；从需求端看，国债需求或边际减少。关注地方债提前发行的节奏和央行是否进行定向降准，1月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线继续持有（多T空2TF）先多TF空T为主，后多T空TF为主。



## 1. 现券市场行情回顾

### 1.1 国债现券市场：一级市场需求较好，发行规模增加

2018年12月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为24891.62亿元，较上月减少572.71亿元，其中地方债供给规模为638.12亿元，较上月增加178.71亿元，地方债供给规模小幅增加；国债发行规模合计为3856.6亿元，较上月增加1257.8亿元，大多数期限发行利率低于二级市场收益率且投标倍数约超过2倍，国债需求边际增加；同业存单供给规模为18910.6亿元，较上月减少96.4亿元，同业存单利率短降长升，截止12月29日，1个月同业存单发行利率为3.2375%，3个月同业存单发行利率为3.3278%，6个月同业存单发行利率为3.406%，分别较上月底变动10.62bp、-8.95bp和-22.32bp；政策性银行债供给规模为1486.30亿元，较上月减少1912.82亿元，发行利率低于二级市场收益率，配置需求较好。

图1：利率债月度供给规模（亿）&国债月度一级市场发行



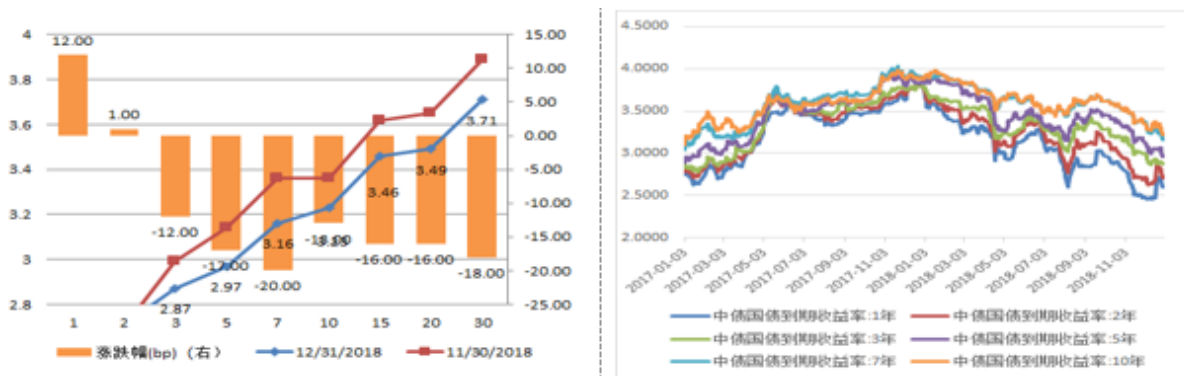
数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率短升长降

12月主要期限国债收益率短升长降，其中2年期收益率上行1bp至2.71%，5年期收益率下行17bp至2.97%，10年期收益率下行13bp至3.23%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走平约25bp，10-5年利差走陡约4bp。国债收益率前半个月先下后上，后半个月整体下行。主要利多因素一是市场对春节前央行再度定向降准的预期增加，二是公布的经济数据对债市偏利多，三是央行创设TMLF，对比MLF操作利率下调15bp且期限可以延长至三年，有利于引导长端利率的下行，四是美联储如期加息25bp，央行维持公开市场操作利率不变且美联储对19年加息次数言论偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间，四是利率债整体供给压力小，国债一级市场配置需求向好，带动二级市场收益率下行，五是虽在跨年时点资金利率较大幅上行，但整体看资金面仍维持略偏宽松，六是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪有所升温。主要利空因素一是财政部公布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方政府债提前至1月份开始发行，1月利率债供给压力边际增加，对国债配置需求或有“挤出效应”，三是前期较大幅上涨令部分获利盘有止盈压力。

从月度数据来看，1Y期上行12bp至2.60%，2Y期上行1bp至2.71%，3Y期下行12bp至2.87%，5Y期下行17bp至2.97%，7Y期下行20bp至3.16%，10Y期下行13bp至3.23%，15Y期下行16bp至3.46%，20Y期下行16bp至3.49%，30Y期下行18bp至3.71%。

图 2：12 月关键期限国债收益率变动&amp;关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

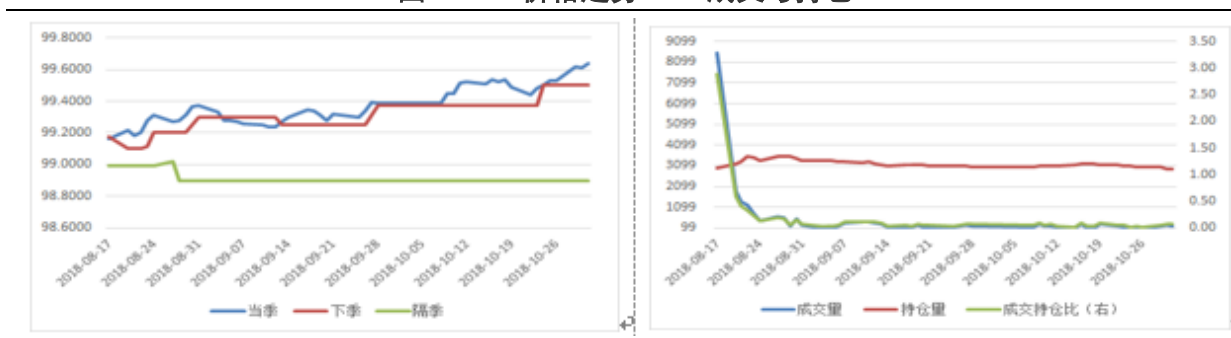
## 2. 期货市场行情回顾

### 2.1 国债期货较大幅走高

截止到 12 月 28 日收盘，两年期国债期货主力合约 TS1903 收于 100.25 元，月涨 0.235 或 0.22%；下季合约 TS1906 收于 100.095 元，月涨 0.09 或 0.06%；隔季合约 TS1909 收于 99.865 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TS1903 成交量日均 130 手，三个合约日均成交 132 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 TS1903 持仓量为 1018 手，三个合约持仓达到 1033 手，较上月底增加 290 手。五年期国债期货主力合约 TF1903 收于 99.40 元，月涨 0.495 或 0.52%；下季合约 TF1906 收于 99.40 元，月涨 0.425 或 0.44%；隔季合约 TF1909 收于 98.76 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 TF1903 成交量日均 5864 手，三个合约日均成交 5870 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 TF1903 持仓量为 14949 手，三个合约持仓达到 15010 手，较上月底增加 1111 手。十年期国债期货主力合约 T1903 收于 97.735 元，月涨 0.865 或 0.92%；下季合约 T1906 收于 97.695 元，月涨 0.81 或 0.87%；隔季合约 T1909 收于 97.60 元，月涨 0.00 或 0.00%；成交方面，主力合约 T1903 成交量日均 40518 手，三个合约日均成交 40649 手；持仓方面截止到 12 月 28 日，主力合约 T1903 持仓量为 62521 手，三个合约持仓达到 64017 手，较上月底增加 1560 手。

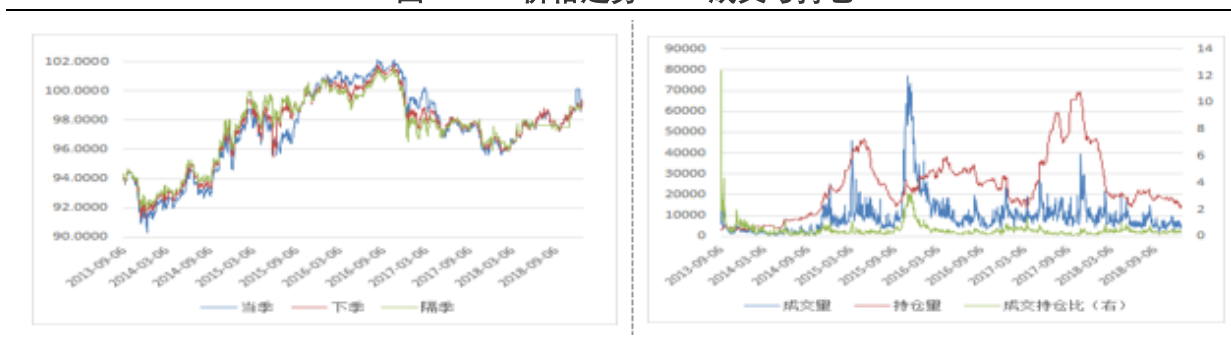
12 月期债震荡走高，前半个月期债先扬后抑，后半个月期债止跌上涨，主要利多因素一是市场对春节前央行再度定向降准的预期增加，二是公布的经济数据对债市偏利多，三是央行创设 TMLF，对比 MLF 操作利率下调 15bp 且期限可以延长至三年，有利于引导长端利率的下行，四是美联储如期加息 25bp，央行维持公开市场操作利率不变且美联储对 19 年加息次数言论偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间，四是利率债整体供给压力小，国债一级市场配置需求向好，带动二级市场收益率下行，五是虽在跨年时点资金利率较大幅上行，但整体看资金面仍维持略偏宽松，六是股市等风险资产走势偏弱，市场避险情绪有所升温。主要利空因素一是财政部公布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》后市场对稳增长政策出台的预期在增加，二是地方政府债提前至 1 月份开始发行，1 月利率债供给压力边际增加，对国债配置需求或有“挤出效应”，三是前期较大幅上涨令部分获利盘有止盈压力。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 期现对比: 期现利差

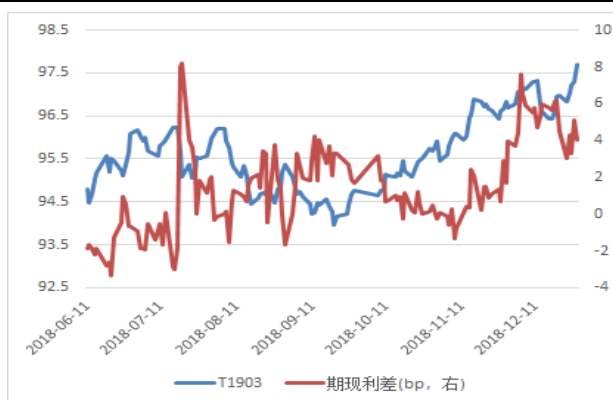
从 12 月份的期现利差来看, 12 月国债期货价格震荡上行, 现券收益率震荡下行。2 年期现券走势弱于期债, 合约 TS1903 合约期现利差震荡下行至约 15bp; 5 年期现券走势先强于期债后弱于期债, 合约 TF1903 的期现利差先上后下至约 17bp; 10 年期现券走势先强于期债后弱于期债, 合约 T1903 的期现利差先上后下至约 4bp。

图 6: TS1903 结算价与期现利差&TF1903 结算价与期现利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: T1903 结算价与期现利差

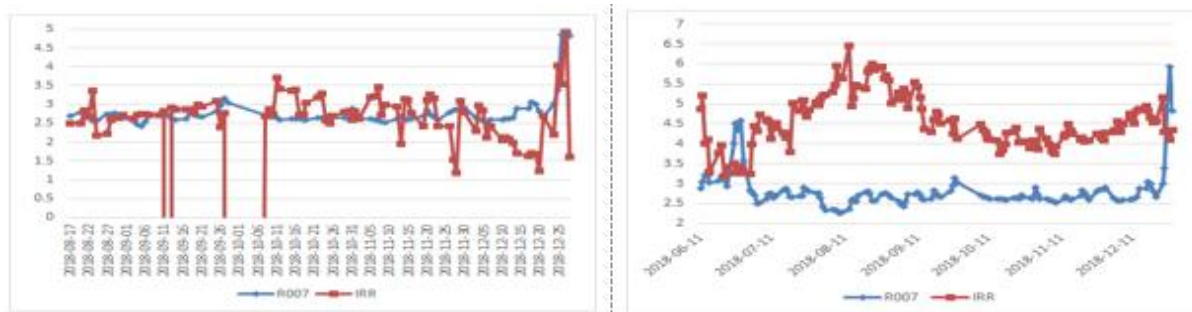


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 2.3 期现套利

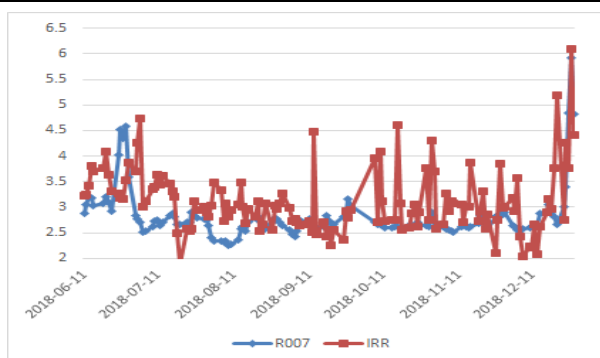
从 12 月份 TS1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 先下后上, 而 R007 震荡上行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; 从 12 月份主力合约 TF1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡上行, 而 R007 震荡上行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; 从 12 月份主力合约 T1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 先上后下, 而 R007 震荡上行, 仅在 12 月 21 日 T1903 合约有较明显的正向期现套利机会。

图 8: TS1903 活跃 CTD 券 IRR&TF1903 活跃 CTD 券 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: T1903 活跃 CTD 券 IRR

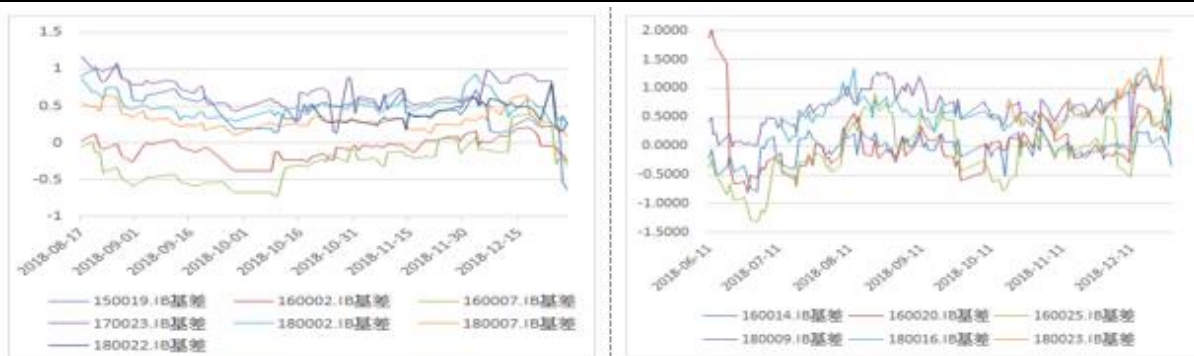


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 活跃券基差

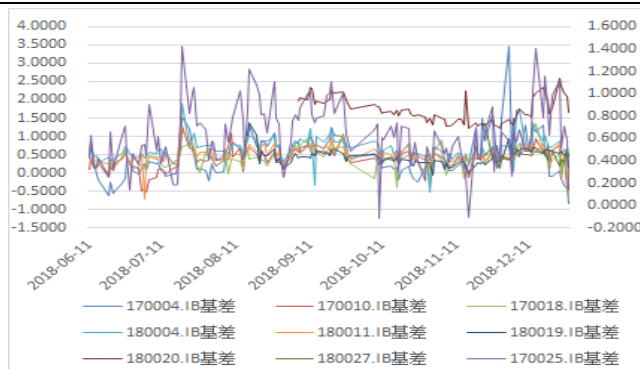
TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、170023.IB、180002.IB、180007.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1903 合约的活跃券 160014.IB 和 160025.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差, 160020.IB、180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差; T1903 合约的大多数活跃券基差震荡下行, 其中 160010.IB、160023.IB、170004.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180019.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差, 180020.IB 和 180027.IB 基差震荡上行, 适宜做多基差。

图 10: TS1903 活跃券基差走势&TF1903 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1903 活跃券基差走势

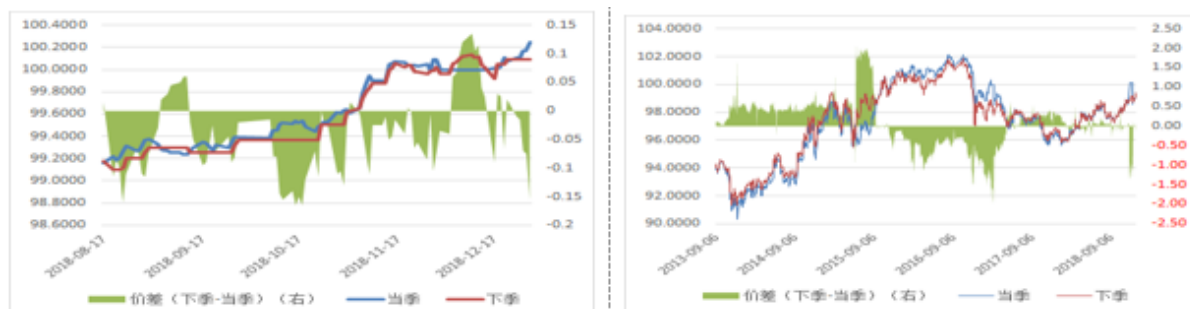


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 跨期价差

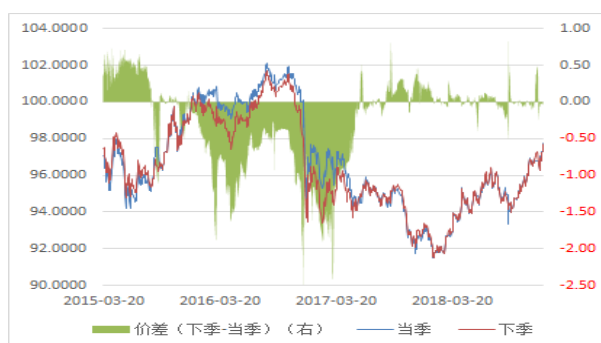
12月国债期货不处于移仓换月阶段，两年期债价差负向震荡走扩，无跨期策略推荐，五年期债价差由负转正，无跨期策略推荐；十年期债价差冲高回落，负向小幅走扩，无跨期策略推荐。

图 12: TS 当季、下季及价差走势&TF 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: T 当季、下季及价差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 3. 后市分析及展望

### 3.1 宏观经济

国家统计局公布的 12 月中国官方制造业 PMI 为 49.4%，较上月下行 0.6%，且低于 50.0% 的荣枯线。从官方制造业 PMI 的分类指数看，生产指数和新订单指数为 50.8% 和 49.7%，分别比上月下行 1.1% 和下行 0.7%，新订单指数延续下行走势且环比下滑幅度扩大，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为 46.6% 和 45.9%，比上月下行 0.4% 和 1.2%，受到贸易摩擦影响出口和进口回落。经济下行压力正在显现且压力有所加大。

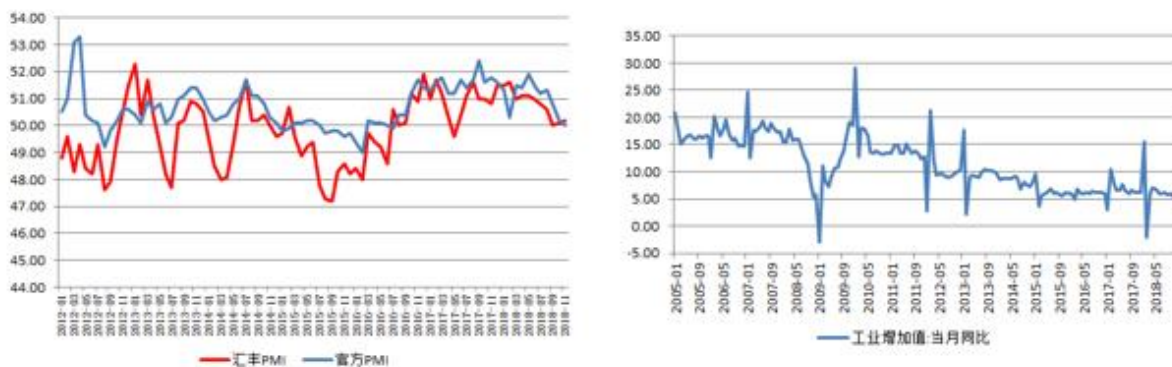
从房地产销售来看，房地产开发投资在 11 月维持不变为 9.7%，商品房销售面积增速继续下降 0.8% 至 1.4%，房地产开发增速目前仍在高位，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住

房市场体系和住房保障体系”，预计房地产投资将会回落；11 月份基建投资增速维持不变为 3.7%，基建增速小幅反弹后平稳，中央经济工作会议明确提出“加大基础设施等领域补短板力度”，考虑到地方政府债可能提前至 2019 年 1 月发行，预计基建投资增速大概率继续反弹，但受到地方政府隐性债务的制约反弹幅度存在不确定性；11 月份制造业投资增速继续回升 0.4% 至 9.5%，制造业投资增速延续小幅反弹走势，对固定资产投资增速形成支撑，但后续面临上行乏力的压力；社零增速下行 0.5% 至 8.1%，消费增速从高位回落；出口增速下行 10.2% 至 5.4%，进口增速下行 17.8% 至 3.0%，进出口增速出现超预期较大幅下滑，与 9 月以来 PMI 数据中的进出口订单回落走势一致，贸易顺差正向小幅增加，贸易摩擦的压力开始显现，考虑到中美贸易摩擦风险未消除，未来进出口仍承压。

通胀方面，11 月份 CPI 较上月下行 0.3% 至 2.2%，与市场预期一致，猪肉价格同比增速上行 0.2% 至 -1.1%，随着春节临近，猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速较大幅下行 8.6% 至 1.5%，受水灾影响消退，鲜菜价格回落，PPI 较上月继续下行 0.6% 至 2.7%，猪价仍可能是 2019 年拉动 CPI 的因素，而鲜菜价格随着天气因素的好转对 CPI 的正向拉动作用可能将继续减弱，预计 12 月 PPI 同比增速受到油价和大宗商品价格较大幅下跌影响或继续回落，CPI 同比或小幅回落。

2018 年 11 月新增人民币贷款 12302.33 亿元，较上月增加约 5161.05 亿元，企业债融资为 3162.72 亿元，较上月增加约 1676.68 亿元，地方政府专项债发行完后对企业债发行有挤出效应减弱，企业债融资恢复，委托贷款为 -1310.27 亿元，较上月多减少 361.63 亿元，信托贷款为 -467.19 亿元，较上月少减少 805.72 亿元，银行承兑汇票为 -126.89 亿元，较上月少减少约 326.40 亿元，目前看宽信用政策效果暂未显现，2019 年非标到期压力仍较大，但央行调整口径后，预计社融下行速度将趋缓；M2 同比为 8.0%，维持不变，M1 较上月下行 1.2% 至 1.5%，M1-M2 的剪刀差为正且小幅上行。预计 12 月社融增速或小幅下行，新增人民币贷款或减少，M2 增速或小幅上行。

图 14：制造业 PMI&工业增加值



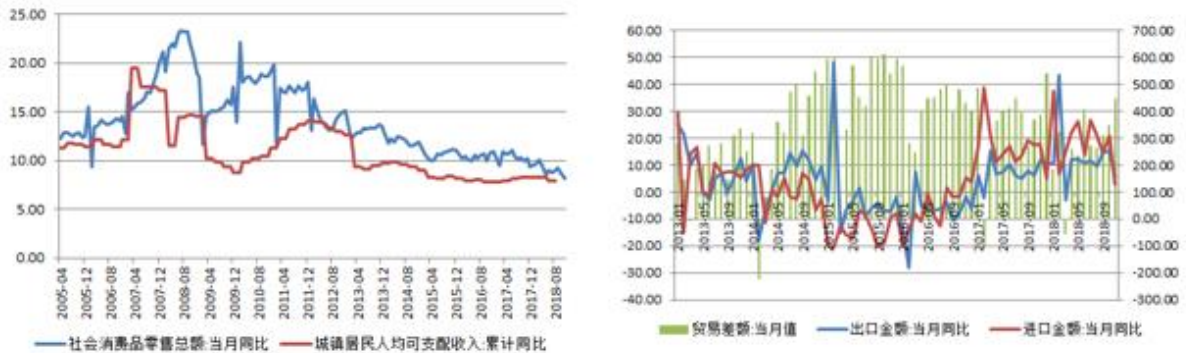
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



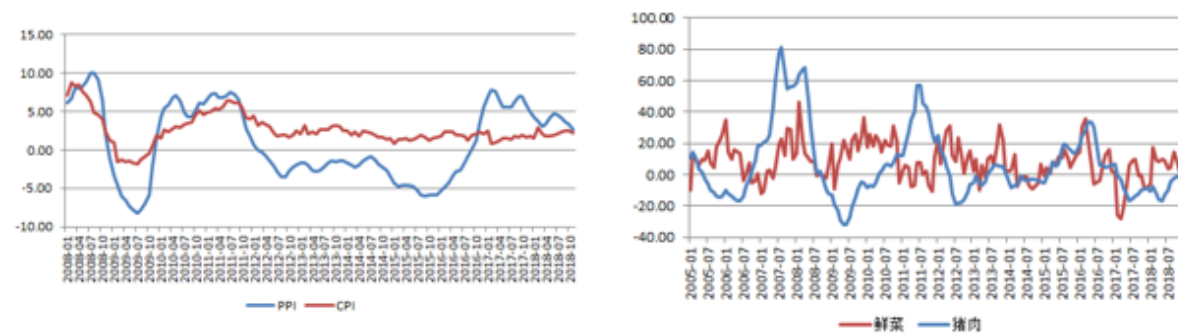
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

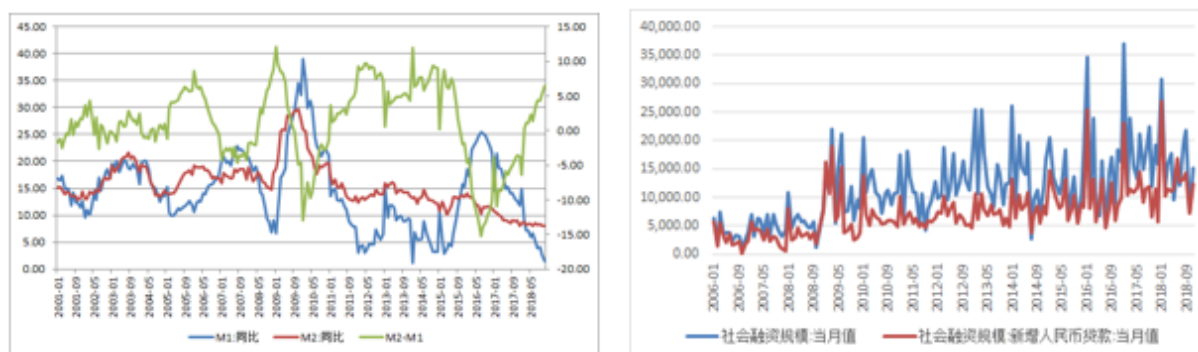
图 17: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部



图 18: M1 与 M2 增速&amp;社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.2 货币政策和监管政策

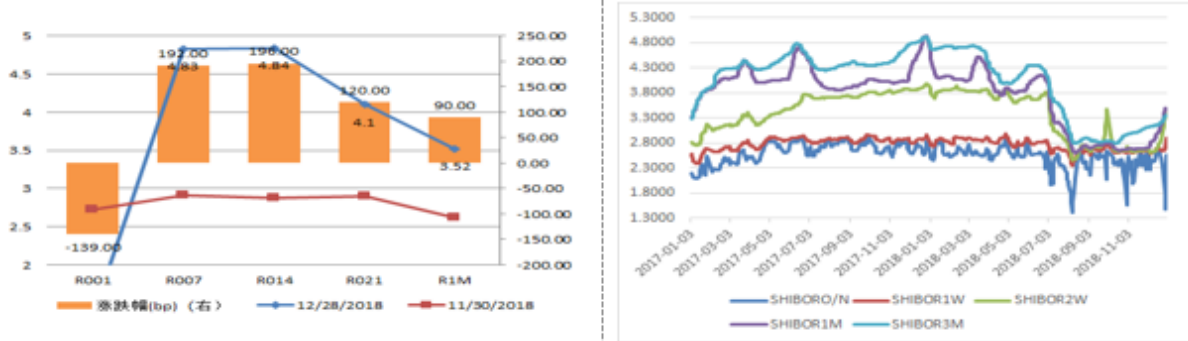
央行 12 月 19 日公告创设定向中期借贷便利 (TMLF), 意在加大对小微企业、民营企业的金融支持力度, 符合宏观审慎要求的商业银行 (大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行) 可以向央行提出申请, 相较于 MLF, TMLF 的操作利率低 15bp, 且资金可以使用三年 (期限一年, 可根据需求续做两次), 符合条件的商业银行可以获得更低成本和更长期限的流动性, 有利于引导长期利率的下行; 同时, 根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况, 央行决定再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元, 货币政策通过定向操作疏通传导机制; 20 日美联储如期加息 25bp, 央行维持公开市场操作利率不变, 且美联储对明年加息次数的预期言论偏鸽派, 提高国内货币政策进一步宽松的空间。在中央经济工作会议上强调“宏观政策要强化逆周期调节, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 适时预调微调, 稳定总需求。”

### 3.3 资金利率: 12 月跨年期限资金利率走高, 预计 1 月资金利率

#### 先下后上

12 月资金面第一周资金利率较大幅下行, 资金面跨月后偏宽松, 后三周在缴税、缴准和临近跨年的影响下, 资金面由偏宽松转为偏紧, 特别是跨年期限资金利率大幅上行, 央行在暂停公开市场操作近一个月后重启逆回购, 并在两次 MLF 到期时进行等量平价续作, 考虑到货币政策执行报告中“维持银行间流动性合理充裕”的要求, 资金面持续偏紧的可能性不大。从质押式回购利率来看, 隔夜下行 139bp 至 1.33%, 7 天上行 192bp 至 4.83%, 14 天上行 196bp 至 4.84%, 1M 上行 90bp 至 3.52%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜下行 117bp 至 1.47%, 7 天上行 5bp 至 2.72%, 14 天上行 70bp 至 3.37%, 1M 下行 79bp 至 3.49%, 3M 上行 25bp 至 3.36%。12 月份有 4900 亿元逆回购操作到期, 央行进行 13300 亿元投放, 净投放 8400 亿元, 12 月份有 4735 亿元 MLF 到期, 央行等量平价续作 4735 亿元, 净回笼 0 亿元, 12 月份有 1200 亿元国库现金定存到期, 进行 1000 亿元国库现金定存操作, 净回笼 200 亿元, 12 月央行在公开市场上净投放 8200 亿元 (包括国库现金定存); 1 月公开市场有 13300 亿元资金量到期, 其中包括 3900 亿元 1 年期 MLF 到期、1000 亿元国库现金定存到期和 8400 亿元逆回购到期, 到期压力较大且月末临近春节, 预计资金利率先下后上。

图 19：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.4 期债市场展望：1 月期债可能先抑后扬

从经济基本面来看，公布的 12 月官方 PMI 显示经济下行压力有所增加，基本面对债市偏利多；从政策面看，关注稳经济政策的出台和实施，市场对央行定向降准预期增加；从资金面看，跨年后临近春节，资金利率或先下后上；从供给端看，地方债供给压力边际增加可能带来利率债整体供给压力增加；从需求端看，国债需求或边际减少。关注地方债提前发行的节奏和央行是否进行定向降准，1 月期债可能先抑后扬。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者做平曲线继续持有（多 T 空 2TF）先多 TF 空 T 为主，后多 T 空 TF 为主。

## 基本面未见明显恶化，铜价不悲观

2019年1月2日 星期三

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](mailto:sunec@xzfutures.com)

### 内容提要

#### ● 行情回顾

12月铜价下跌4.62%。年初至12月底LME3月铜价累计跌19%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-25%)，铅(-21%)。

#### ● 后市展望及策略建议

**1. 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，铜矿产量增速长期支撑铜价走强。**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。

**2. 冬季消费旺季推升11月铜管开工率季节性回升。**随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，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%。

**3. 电网投资继续支撑国内铜消费企稳。**据中电联最新数据，1-11月国内电网基本建设投资完成额4511亿元，同比降幅缩窄至-3.2%，其中11月单月投资额达697亿元，同比增30.19%，环比增58.05%，电网投资自8月份以来连续回暖，叠加空调进入冬季生产销售相对旺季，支撑国内铜消费企稳。

**4. 铜库存降至相对低位。**截至2018年12月28日三大交易所及保税区库存为80.79万吨，处于近几年低位。2018

年三大交易所库存从3月份高点90万吨附近下滑至年末不足35万吨，下滑幅度超过60%。值得注意的是本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱（历时9个月，产业链参与者的主动去库存），这与2002年4月至2005年6月（历时37个月，库存下滑伴随铜价上涨，被动去库存），2013年6月至2014年6月（历时12个月，库存下滑伴随铜价震荡）两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

我们认为全球铜矿产量增速下滑将制约精炼铜供应释放压力，需求端随着电网投资持续回暖，空调产销季节性回升，国内铜消费大概率企稳。海外方面，欧洲国家制造业景气度边际转弱，但仍处于扩张区间，美国制造业表现强劲，铜消费大概率维持低速增长。综上，我们认为铜基本面未见明显恶化，铜价不悲观。仅供参考。

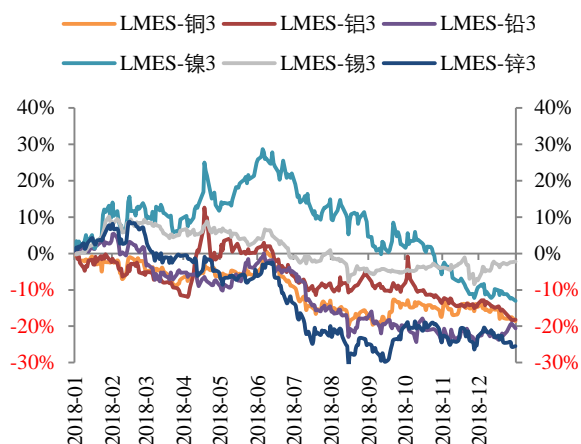
● **风险提示：**

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

## 1.行情回顾

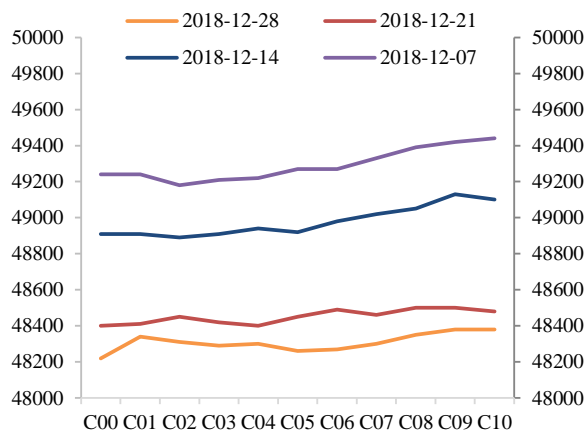
12月铜价下跌4.62%。年初至12月底LME 3月铜价累计跌19%，在有色金属中跌幅仅次于锌(-25%)，铅(-21%)。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.基本面

### 2.1 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

#### 度产量增速下滑至 2%以下

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。

#### A. 预期四季度产量增速下滑至 2%以下

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%
	<b>总计</b>	<b>268.66</b>	<b>262.54</b>	<b>6.11</b>	<b>2.33%</b>	<b>51.67</b>	<b>6.96%</b>	<b>9.41%</b>

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	<b>56.42</b>	<b>5.54%</b>	<b>-3.96%</b>
	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。

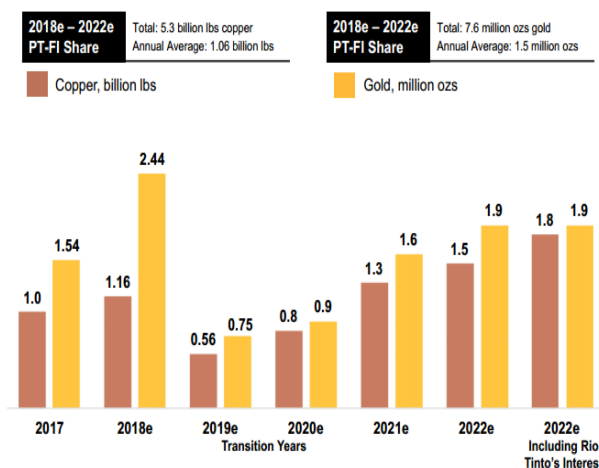
但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。

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：预期 2019 年全球矿山产量增量 41.3 万吨

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

图 3：Grasberg 由露天开采转为地下开采销量规划（10 亿磅）



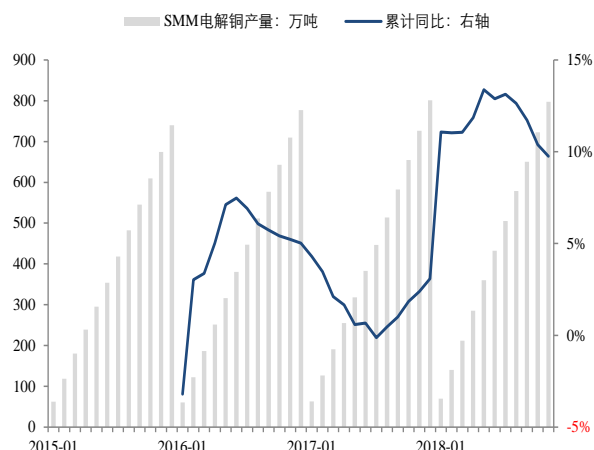
数据来源：公司公告、SMM、兴证期货研发部

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

**2.2 国内 11 月精炼铜产量同比 3.91%，1-11 月累计增速下滑至 10%以下**

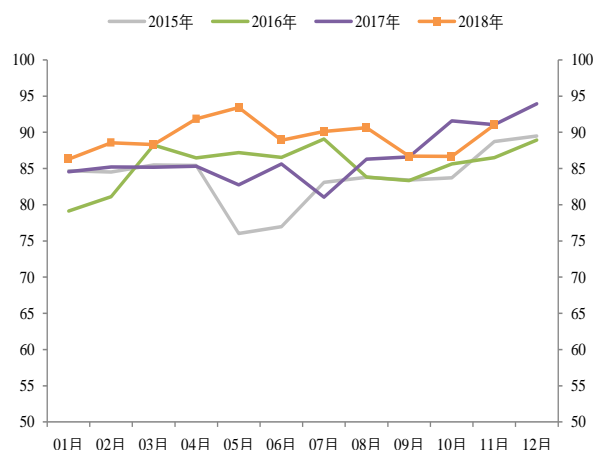
国内 11 月精铜产量为 74.61 万吨，环比增长 3.53%，同比增长 3.91%。1-11 月累计产量 797.27 万吨，累计同比增长 9.75%。11 月国内精铜产量基本未受到冶炼厂检修所影响，现货铜精矿 TC 和硫酸价格保持高位为冶炼厂保持高开工率提供动能。年内投建和复产的中铝东南铜业、西矿青海、国投金城、梧州金升等冶炼厂，产能利用率进一步提升。2018 年内新扩产的冶炼厂项目均已有电解铜输出，其中中原黄金冶炼厂、铜陵金昌搬迁项目、豫光金铅均已达产。根据 SMM 预估的 12 月炼厂排产来看，12 月产量将提升 76.76 万吨，全年产量 874.02 万吨，增长 9.1%。

图 4：国内电解铜产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 5：国内冶炼企业开工率（%）

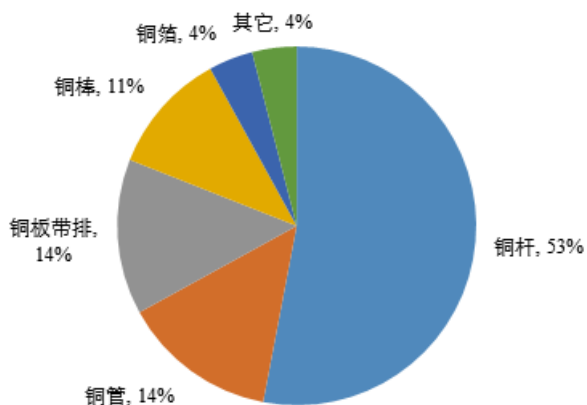


数据来源：SMM，兴证期货研发部

### 2.3 铜材开工：冬季消费旺季推升 11 月铜管开工率季节性回升

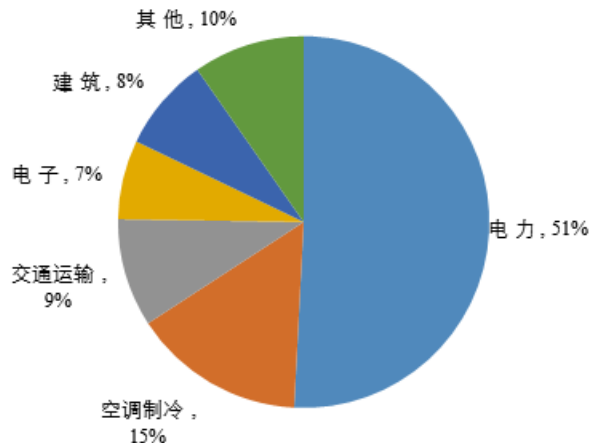
随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，铜管消费预计好转，开工率将明显回升。据 SMM 调研，预计 2018 年 11 月铜管企业开工率为 71.90%，环比增加 7.70%。

图 6：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

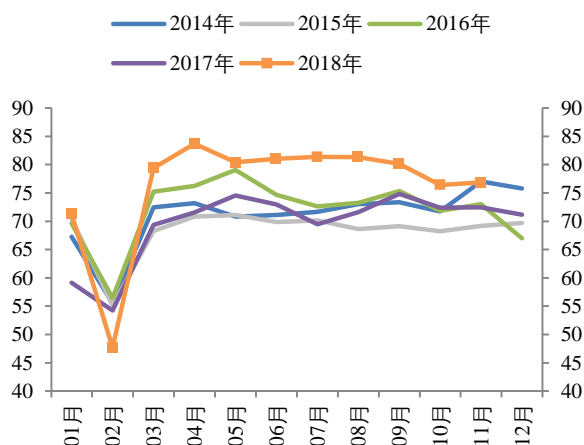
图 7：国内铜终端消费行业分布



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

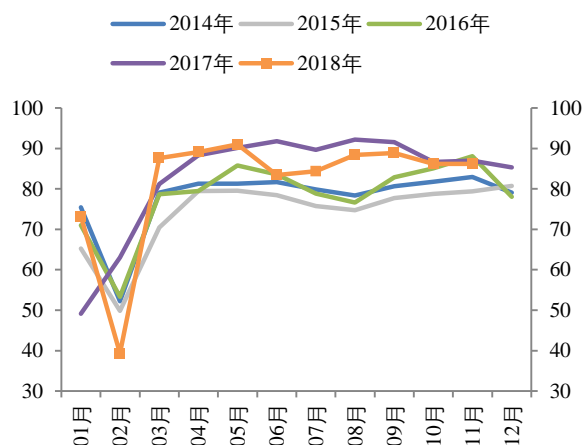


图 8：铜杆企业开工率 (%)



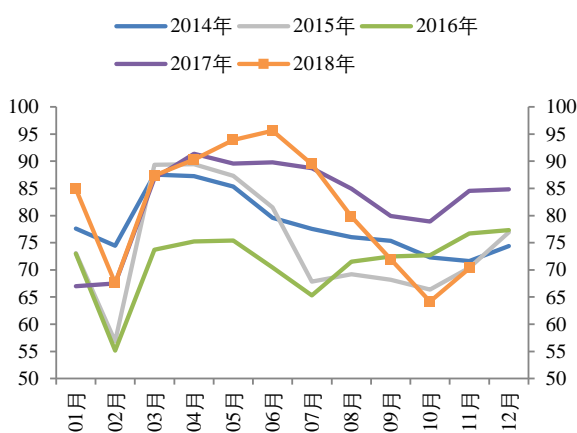
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 9：电线电缆企业开工率 (%)



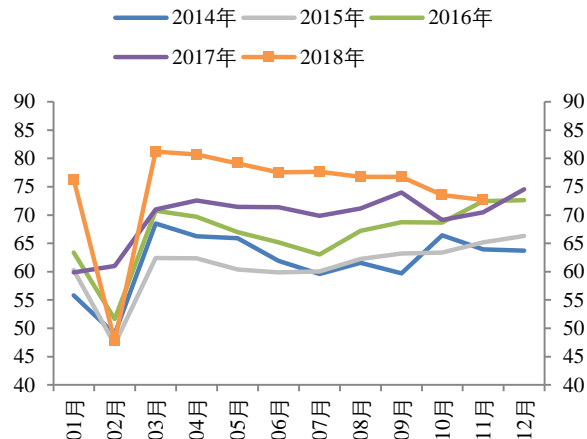
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：铜管企业开工率 (%)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：铜板带箔企业开工率 (%)



数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.4 终端行业：空调产量季节性回升

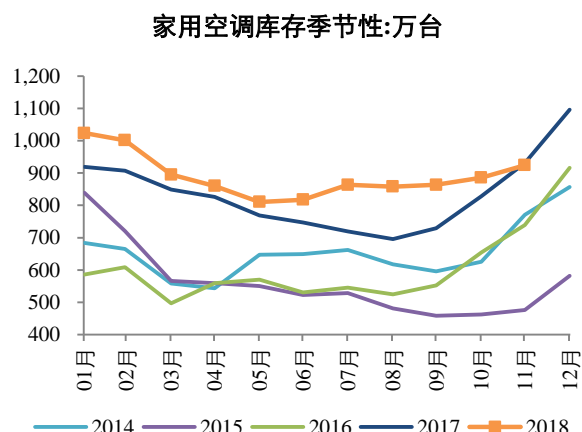
产业在线数据显示，2018 年 11 月家用空调总产量 921.40 万台，同比微幅增加 0.30%，1-11 月国内家用空调总产量 13795.90 万台，同比增速下滑至 4.29%。11 月空调库存环比 10 月回升 39 万台，至 8924.50 万台。

图12:空调产量大幅下滑 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图13:空调库存 (万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.5 终端行业：11月电网投资继续回暖

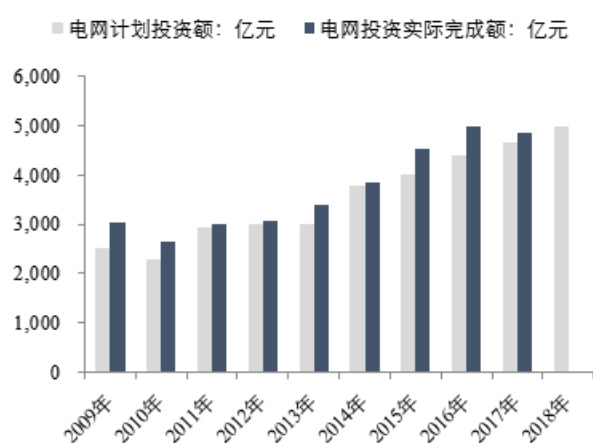
据中电联最新数据,1-11月国内电网基本建设投资完成额4511亿元,同比降幅缩窄至-3.2%,其中11月单月投资额达697亿元,同比增30.19%,环比增58.05%,电网投资自8月份以来连续回暖,叠加空调进入冬季生产销售相对旺季,支撑国内铜消费企稳。

图 14: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 国家电网计划与实际投资完成额

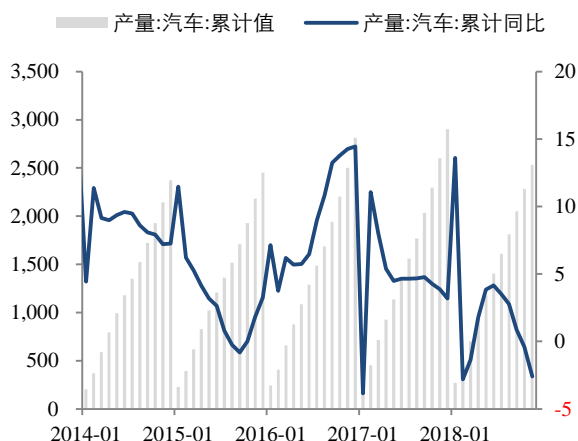


数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

## 2.6 终端行业：传统汽车行业表现较差

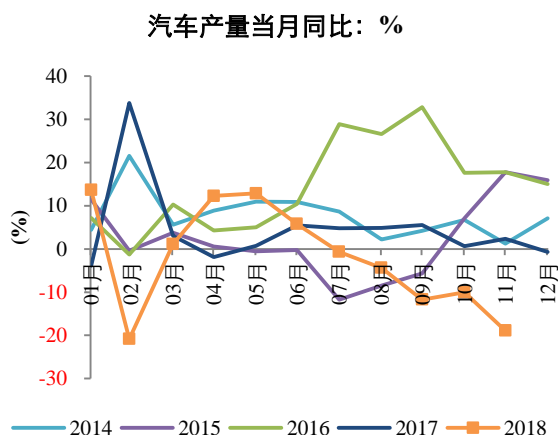
下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2018年11月全国共生产汽车249.84万辆,同比下滑-18.89%,1-11月生产汽车2532.52万辆,同比出现-2.59%的负增长。短期来看,12月前三周乘联会统计的日均销量增速仍在-20%以下,传统汽车产业未见好转迹象。

图16:汽车产量大幅下滑 (万量, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图17:汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图18: 乘联会11月汽车销量仍未见好转 (单位: 辆/日)



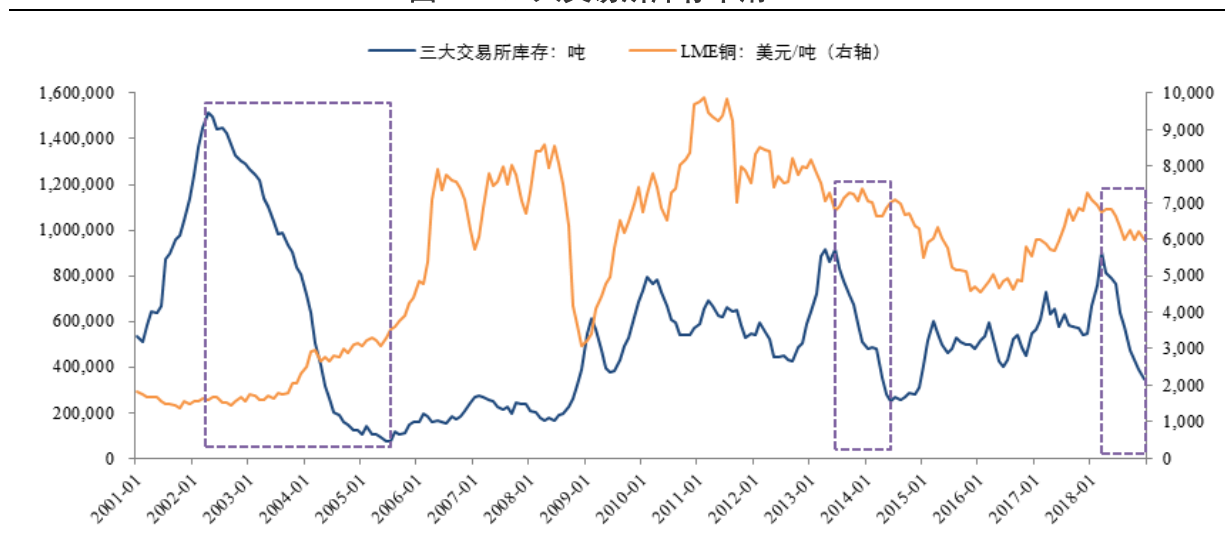
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.6 三大交易所及保税区库存下滑至 80 万吨附近

截至 2018 年 12 月 28 日三大交易所及保税区库存为 80.79 万吨，处于近几年低位。

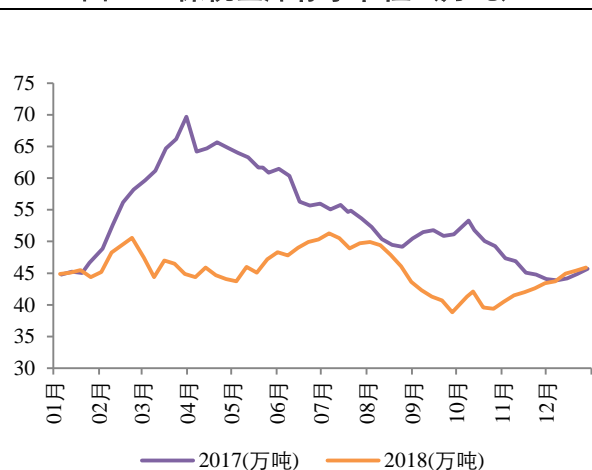
2018 年三大交易所库存从 3 月份高点 90 万吨附近下滑至年末不足 35 万吨，下滑幅度超过 60%。值得注意的是本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱（历时 9 个月，产业链参与者的主动去库存），这与 2002 年 4 月至 2005 年 6 月（历时 37 月，库存下滑伴随铜价上涨，被动去库存），2013 年 6 月至 2014 年 6 月（历时 12 个月，库存下滑伴随铜价震荡）两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

图 19: 三大交易所库存下滑 60%



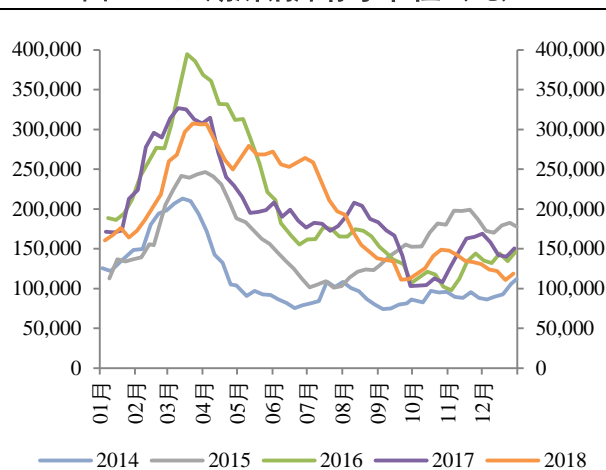
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 保税区库存季节性 (万吨)



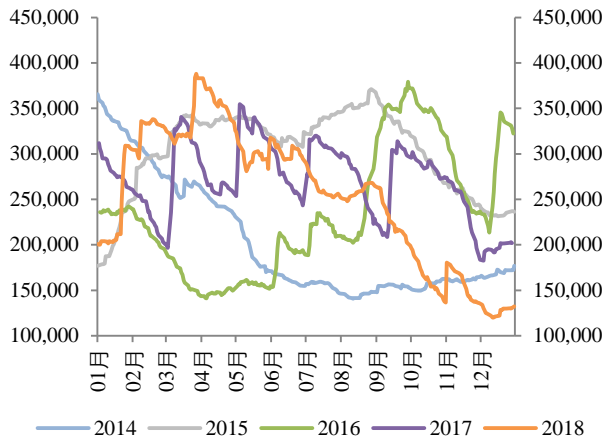
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 上期所铜库存季节性 (吨)



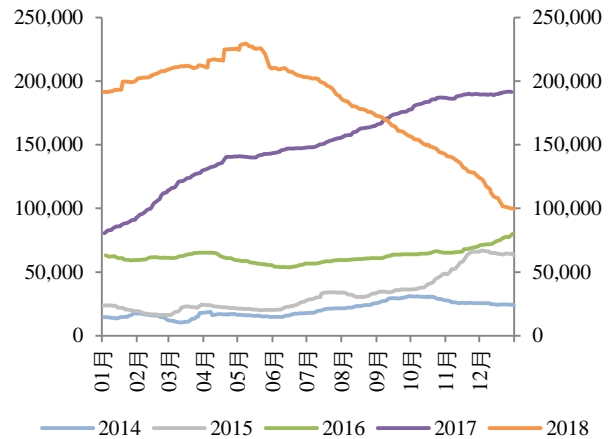
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: COMEX 铜库存季节性 (吨)



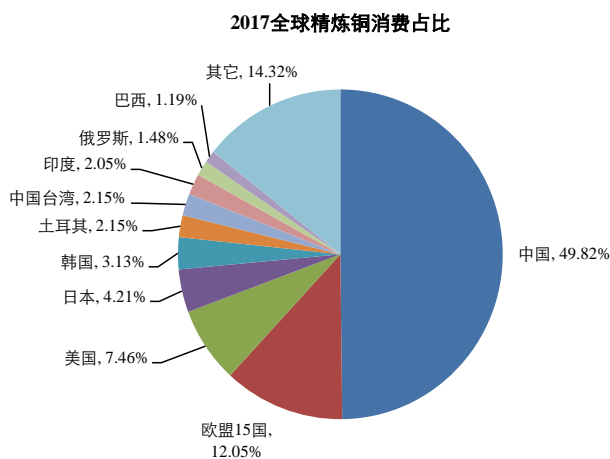
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.宏观面

#### 3.1 欧美国国家制造业 PMI 小幅下滑

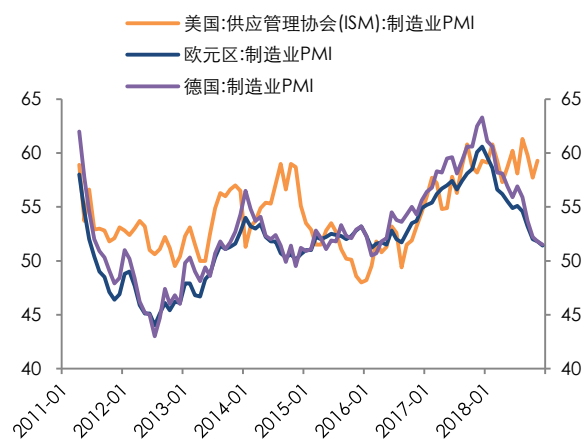
欧美国国家精铜消费占全球比例在 20%左右,是中国以外最大的两个消费区域。美国实体经济一枝独秀,欧洲制造业边际转弱,但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态,尤其美国,ISM 11 月制造业 PMI 反升至 59.30 高位。我们认为海外市场对铜消费难以出现明显的下滑。

图 24: 欧美国国家铜消费占比 20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 25: 美国制造业表现强劲, 欧洲边际走弱



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

#### 3.2 铜金融属性相关指标

12 月美元指数小幅走弱,月末收于 96.0741,环比上月末下滑 1.16%,对铜金融投机属性压制力度有所减弱。

图26：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 结论

**1. 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，远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。**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 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，远低于 2018 年铜矿产出增速。

**2. 冬季消费旺季推升 11 月铜管开工率季节性回升。**随着冬季来临，空调行业进入消费旺季，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%。

**3. 电网投资继续支撑国内铜消费企稳。**据中电联最新数据，1-11 月国内电网基本建设投资完成额 4511 亿元，同比降幅缩窄至 -3.2%，其中 11 月单月投资额达 697 亿元，同比增 30.19%，环比增 58.05%，电网投资自 8 月份以来连续回暖，叠加空调进入冬季生产销售相对旺季，支撑国内铜消费企稳。

**4. 铜库存降至相对低位。**截至 2018 年 12 月 28 日三大交易所及保税区库存为 80.79 万吨，处于近几年低位。2018 年三大交易所库存从 3 月份高点 90 万吨附近下滑至年末不足 35 万吨，下滑幅度超过 60%。值得注意的是本轮库存快速下滑伴随着铜价的走弱（历时 9 个月，产业链参与者的主动去库存），这与 2002 年 4 月至 2005 年 6 月（历时 37 月，库存下滑伴随铜价上涨，被动去库存），2013 年 6 月至 2014 年 6 月（历时 12 个月，库存下滑伴随铜价震荡）两个阶段的铜库存快速下滑表现有所不同。

我们认为全球铜矿产量增速下滑将制约精炼铜供应释放压力，需求端随着电网投资持续回暖，空调产销季节性回升，国内铜消费大概率企稳。海外方面，欧洲国家制造业景气度边际转弱，但仍处于扩张区间，美国制造业表现强劲，铜消费大概率维持低速增长。综上，我们认为铜基本面未见明显恶化，铜价不悲观。仅供参考。

## 铝锭库存出现拐点，空头氛围延续

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾:

12月伦铝价格单边下挫，最后一个交易日创新低，最终收至1853美元/吨，俄铝即将解除制裁在一定程度上利空铝价，年初至12月底LME3月铝价累计跌17%；沪铝主力合约先跌后涨，震荡运行，月中最低跌至13505元/吨，月末收于13590元/吨。新一轮的采暖季限产对氧化铝供应限制远不及市场预期，国内电解铝产量下滑对氧化铝需求减弱。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，北方铝土矿商有降价意愿，氧化铝价格下跌至3000元/吨以下。

#### ● 后市展望及策略建议:

铝价低迷，铝企亏损严重，减产消息不断传出，据百川资讯统计，2018年电解铝企已经减产约275.6万吨年产能，仍有14万吨待减产。12月21日，中国有色金属工业协会在广西南宁召开国内电解铝骨干企业座谈会，会后宣称将联合减产80万吨电解铝产能，但是限产企业、限产时间等细则均未公布，需关注减产能否兑现。需求方面，铝棒加工费跌至低位，房地产、汽车等板块景气度下降，终端消费依旧疲软。铝棒库存下降缓慢，铝锭社会库存出现拐点，停止连续数周下降趋势，侧面反映需求更弱，预计年前库存会出现回升。成本端，2019年1月魏桥预焙阳极采购价确定下调130元/吨，氧化铝价格继续走弱，目前跌至2900元/吨附近，成本下移施压铝价，同时山西、河南的矿石紧张程度有所缓解。预计铝价会延续弱势，仅供参考。

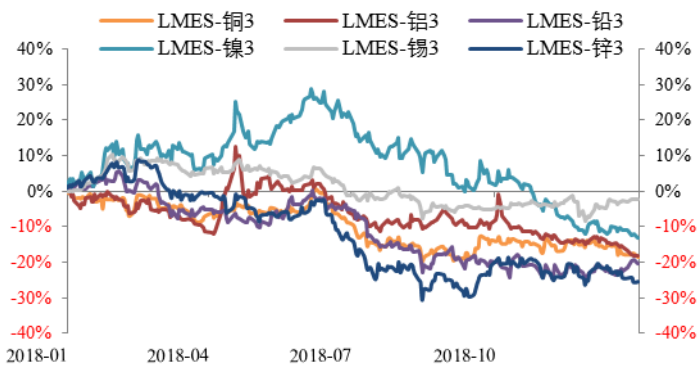
#### ● 风险提示:

铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

## 1.行情回顾

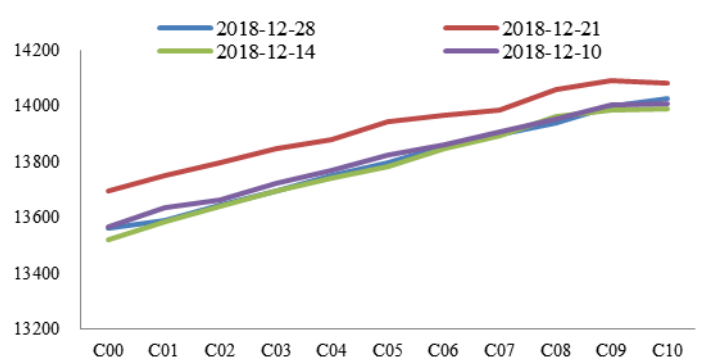
12月伦铝价格单边下挫，最后一个交易日创新低，最终收至1853美元/吨，俄铝即将解除制裁在一定程度上利空铝价，年初至12月底LME3月铝价累计跌17%；沪铝主力合约先跌后涨，震荡运行，月中最低跌至13505元/吨，月末收于13590元/吨。新一轮的采暖季限产对氧化铝供应限制远不及市场预期，国内电解铝产量下滑对氧化铝需求减弱。与此同时，山西、河南两地的环保压力有所缓解，矿山开工率和供应量逐渐增加，北方铝土矿商有降价意愿，氧化铝价格下跌至3000元/吨以下。

图 1: LME 各品种 2018 年以来的涨幅



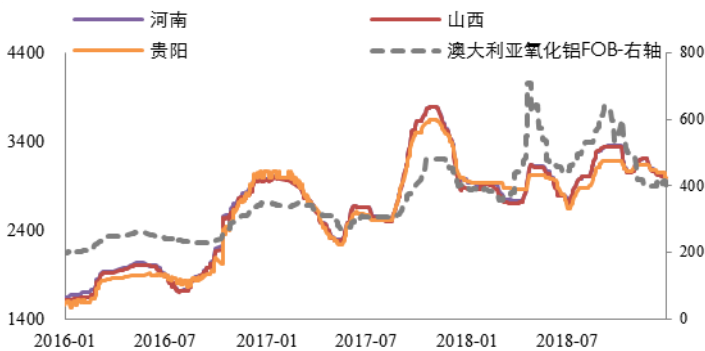
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 沪铝期限结构



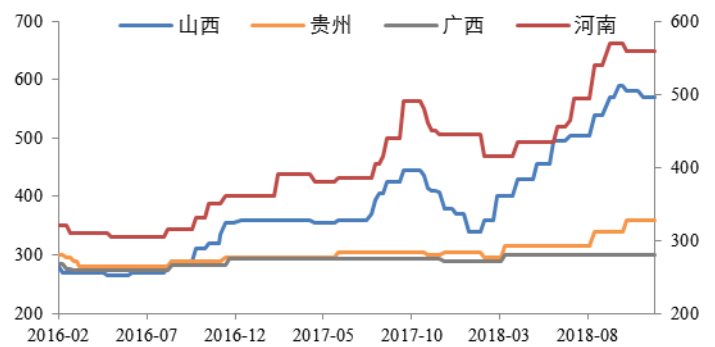
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 国内外氧化铝价格: 元/吨、美元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 国内高品位铝土矿价格: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

## 2.基本面

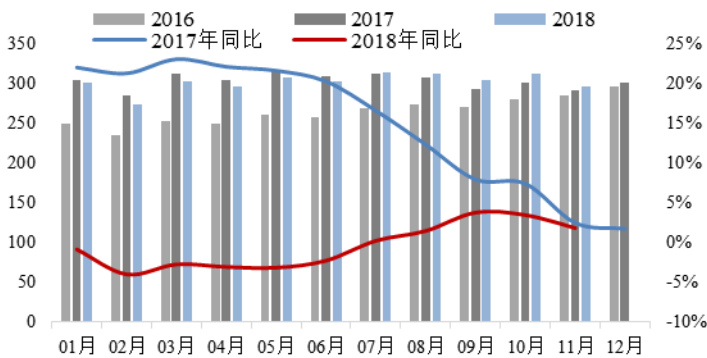
### 2.1 电解铝减产扩大，氧化铝供应预期增强

11月国内电解铝产量为295.9万吨，同比回升1.8%，前11月累计同比下降0.5%。目前电解铝企普遍亏损严重，减产规模扩大，据百川资讯统计减产达到275.6万吨，仍有14万吨待减产。12月21日，中国有色金属工业协会在广西南宁召开国内电解铝骨干企业座谈会，会后公布消息称受亏损影响，未来一段时间内将新增减产电解铝年产能80万吨，需关注减产能否兑现。



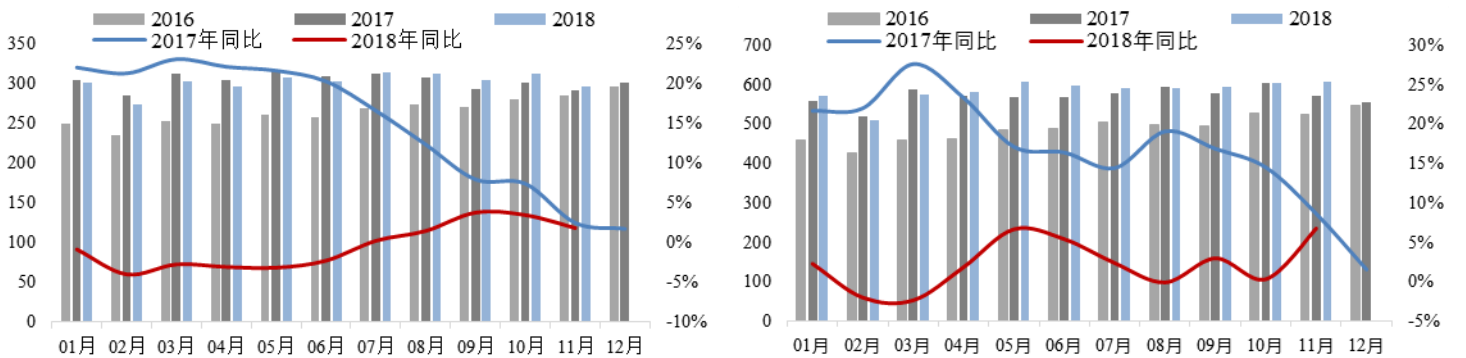
11月国内氧化铝产量为608.2万吨，同比回升6.7%，前11月累计同比为2.2%。新一轮的采暖季限产对氧化铝供应限制远不及市场预期，山西省吕梁市坐拥1415万吨的氧化铝产能，却不在限产企业名单内。2018年氧化铝新增产能逐渐投放，2019年预计还要新增760万吨产能，供应预期增强。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨



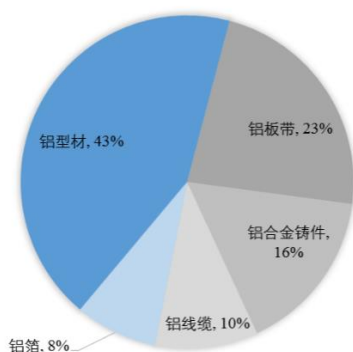
数据来源：SMM，兴证期货研发部

## 2.2 光伏订单回升带动工业型材开工率，但铝材开工率整体呈现下降

### 降

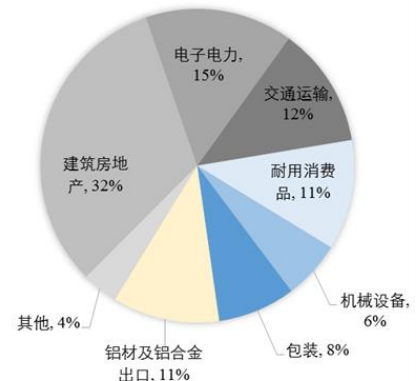
11月份，铝材开工率整体仍呈现下降。因冬季天气原因多处工地施工进度会受到影响，进而影响下游建材相关订单的增长。同时，农村市场萎缩状态在年底并未改善，对部分建筑型材企业也造成了影响。11月工业型材企业普遍反映自身产量及订单好于10月，其中尤为为光伏型材相关订单增长明显，而国内几家分布在安徽、河南、福建及山东等地型材企业均表示自身厂内光伏相关订单有明显回升，且预计12月份将延续回暖之势。

图 7：国内铝材产量占比



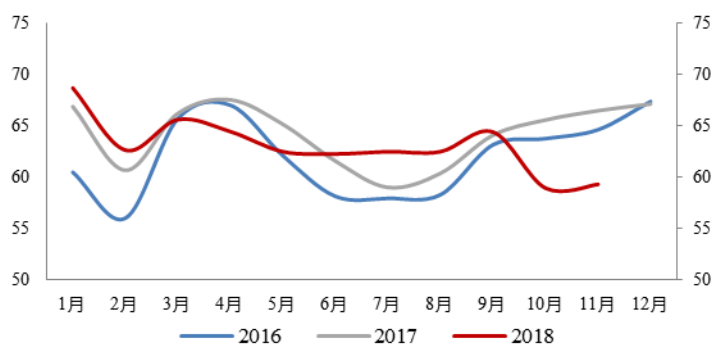
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



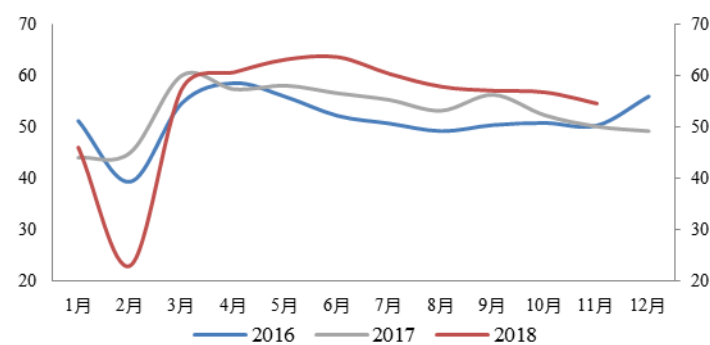
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



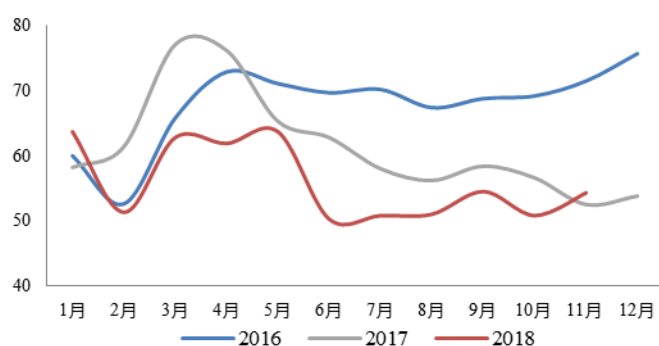
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



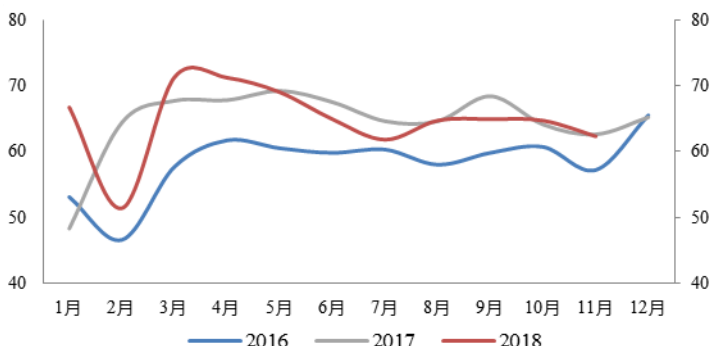
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：工业型材开工率：%



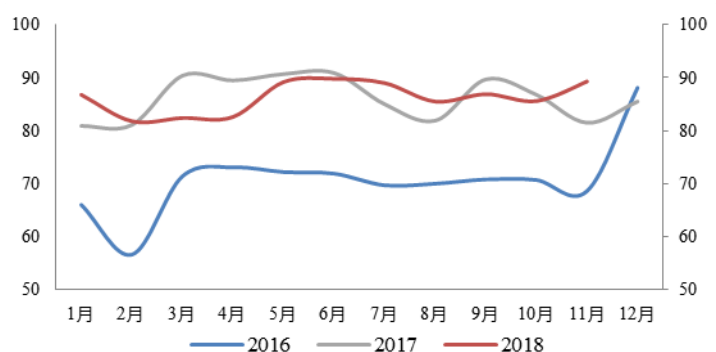
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铝板带开工率：%



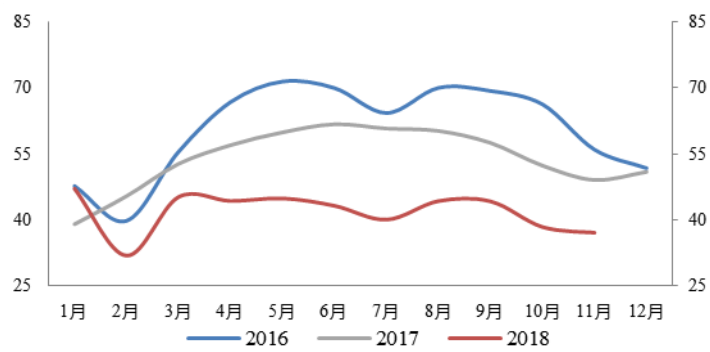
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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

### 2.3 国内铝终端消费依旧疲软

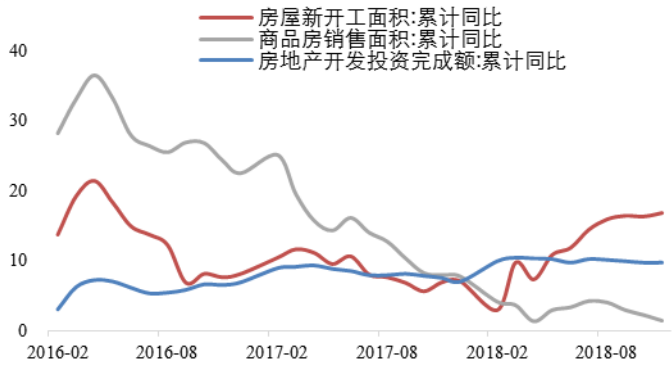
11 月房屋新开工面积累计同比增长 16.8%，商品房销售面积累计同比增长 1.4%，房地产开发投资完成额累计同比增长 9.7%。今年房地产市场景气度不及往年，房地产开发商年底资金较为紧张，所下门窗幕墙相关订单减少，影响了企业产量的扩张，且年底属于行业季节性淡季，

11 月电网基本建设投资累计完成额为 4511 亿元，同比下降 3.20%，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。

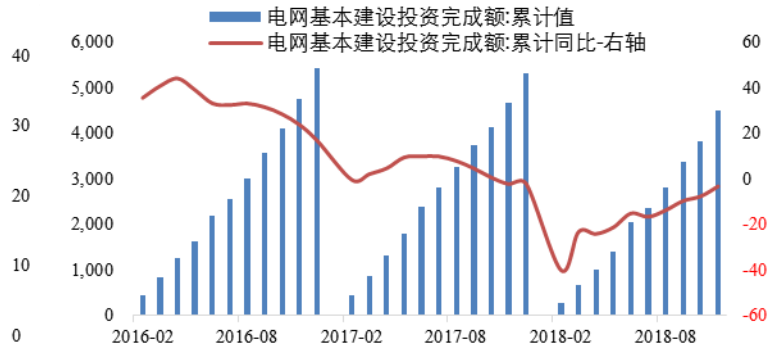
11 月汽车累计产量 2532.52 万吨, 累计销量 2541.97 万吨, 累计同比分别为-2.59%、-1.65%, 累计同比进一步下滑。新能源汽车累计产量 105.4, 累计销量 103.0 万吨, 累计同比分别增长 64.95%、69.13%, 新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看, 铝终端消费依旧疲软。

图 15: 建筑房地产情况: %



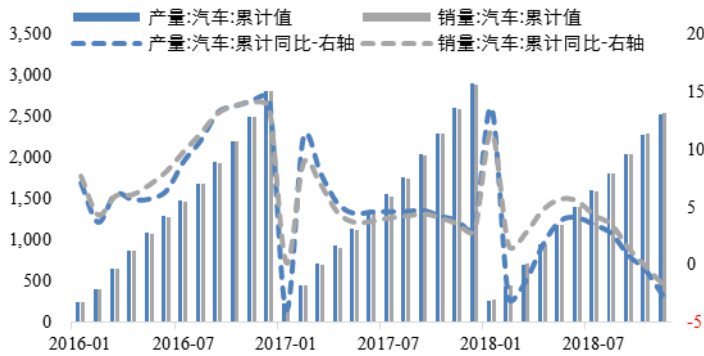
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



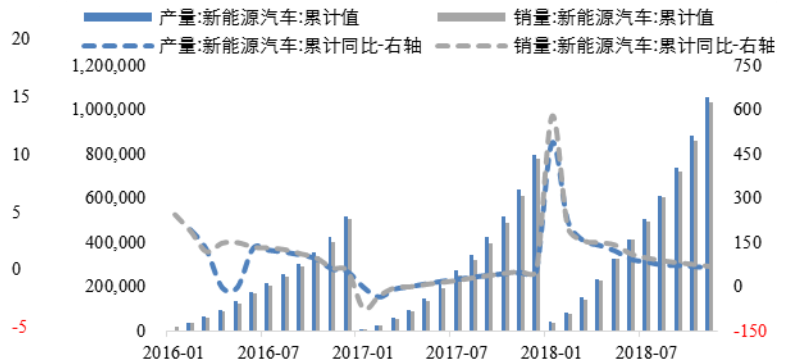
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 汽车产销情况: 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: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 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

库存方面: 上海有色网铝锭社会库存持续去化, 12 月份下降 10 万吨, 至 128.6 万吨。铝棒库存小幅下滑, 12 月下降 1.1 万吨, 至 11 万吨。12 月份 LME 铝库存攀升 21.5 万吨, 至 126.7 万吨。国内铝棒和铝锭库存降幅缩小, 主要原因在于铝厂减产, 还有部分运输原因, 因年底物流运输较为紧张, 以新疆地区为例, 当地铁路运输局专用的敞、平、棚车严重不足, 铁路集装箱不足, 车皮紧张, 而从西北至华南、华东的汽运运费较高, 中小型企业较难承受, 运输缓慢使得一部分转为在途库存, 到货因此减少。年底消费不旺, 铝棒厂为回笼资金及清库存考虑倾向于降价冲量销售, 这一点从近期华东华南市场铝棒加工费的下浮可以体现出来。

结合当前铝供需双弱的情况, 且采暖季限产不及预期, 铝锭社会库存已经出现拐点, 预计年前库存会出现回升。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

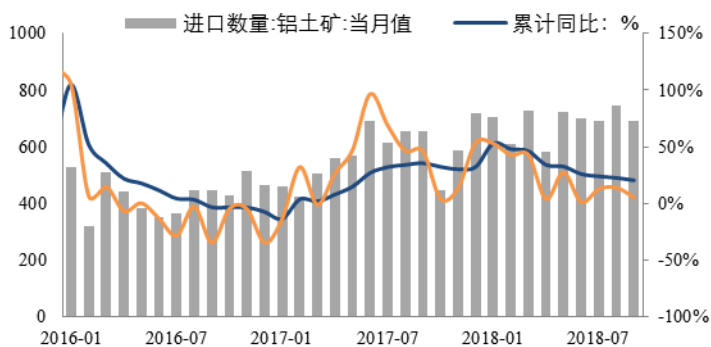
### 3. 贸易情况

11 月中国铝土矿进口量达 809.7 万吨, 同比增长 38.14%。2018 年 1-11 月中国进口铝土矿 7960.2 万吨, 同比增长 29.2%。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。

11 月氧化铝依旧呈现净出口, 且达到 27.71 万吨, 随着海外氧化铝价格走低, 国外与国内氧化铝价差缩小, 出口利润为负, 氧化铝出口窗口逐渐关闭。

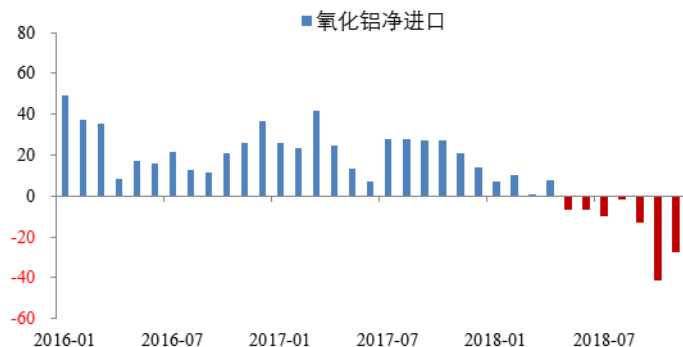
11 月铝材出口依旧强劲, 未锻造的铝及铝材当月出口数量为 54 万吨, 1-11 月累计出口 527 万吨, 累计同比为 21.10%。虽然当前沪伦比值出现回升, 但是由于人民币持续贬值且出口利润较高, 有利于铝材的出口。2018 年 12 月初, 中美元首达成共识停止加征新关税, 美方原先对 2000 亿美元中国商品加征的关税, 2019 年 1 月 1 日后仍维持在 10%, 而不是此前宣布的 25%。预计铝材出口会维持向好趋势。

图 21: 铝土矿进口数量: 万吨



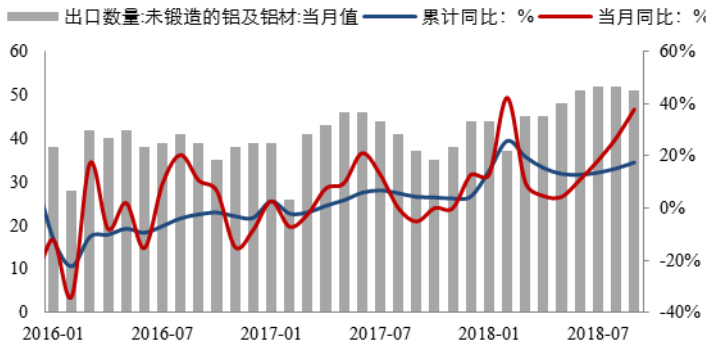
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 22: 氧化铝净进口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 23: 铝材出口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 沪伦比值



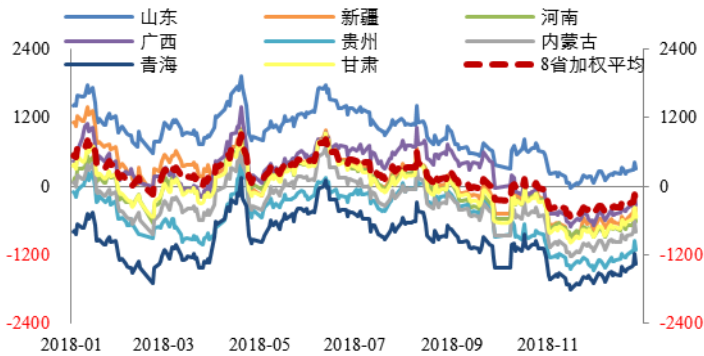
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

## 4. 电解铝、氧化铝利润

12 月份电解铝价格依旧低迷, 各省份亏损明显。截至 12 月底, 根据完全成本测算, 山东利润为 314.5 元/吨, 新疆利润-433.9 元/吨, 河南利润为-641.9 元/吨, 广西利润为-323.0 元/吨, 贵州利润为-1116.85 元/吨, 内蒙古利润为-787.4 元/吨, 青海利润为-1357.2 元/吨, 甘肃利润为-538.9 元/吨, 8 省加权平均利润为-255.8 元/吨。

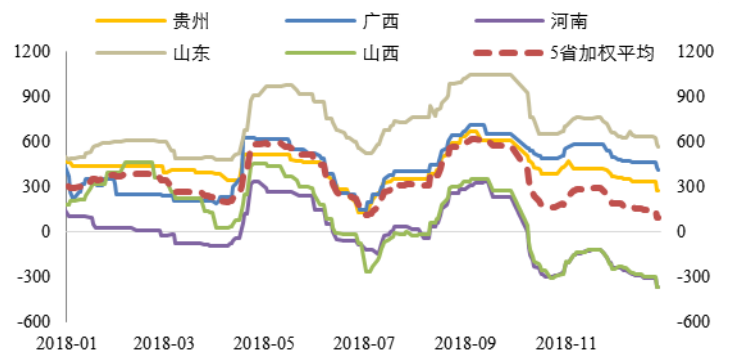
12 月份由于氧化铝价格出现下跌, 而铝土矿价格依旧在高位, 所以企业利润出现回落。截至 12 月底, 根据完全成本测算, 贵州利润为 269.4 元/吨, 广西利润 406.1 元/吨, 山西利润为-370.0 元/吨, 河南利润为-376.3 元/吨, 山东利润为 566.0 元/吨, 5 省加权平均利润为 87.7 元/吨。

图 25: 国内电解铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图 26: 国内氧化铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

## 5. 后市展望及策略建议

铝价低迷, 铝企亏损严重, 减产消息不断传出, 据百川资讯统计, 2018 年电解铝企已经减产约 275.6 万吨年产能, 仍有 14 万吨待减产。12 月 21 日, 中国有色金属工业协会在广西南宁召开国内电解铝骨干企业座谈会, 会后宣称将联合减产 80 万吨电解铝产能, 但是限产企业、限产时间等细则均未公布, 需关注减产能否兑现。需求方面, 铝棒加工费跌至低位, 房地产、汽车等板块景气度下降, 终端消费依旧疲软。铝棒库存下降缓慢, 铝锭社会库存出现拐点, 停止

连续数周下降趋势，侧面反映需求更弱，预计年前库存会出现回升。成本端，2019年1月魏桥预焙阳极采购价确定下调130元/吨，氧化铝价格继续走弱，目前跌至2900元/吨附近，成本下移施压铝价，同时山西、河南的矿石紧张程度有所缓解。预计铝价会延续弱势，仅供参考。

## 6.风险提示

铝下游消费增速下滑；贸易摩擦不确定性；海外突发事件扰动风险。

## 震荡

2019年1月2日 星期三

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

#### 螺纹钢: 或以震荡反弹为主

上周螺纹钢期现货继续回落, 上海螺纹钢现货价格回落 60 元每吨, 期螺回落 104 元每吨; 热卷现货下跌 120 元每吨, 期货热卷下跌 122 元每吨。期现随着利多出尽联袂走弱。基差小幅拉大。随着市场步入绝对淡季, 需求迅速下滑, 基于对未来的悲观, 现货冬储意愿薄弱。

从供需层面来说, 我们认为目前供需仍然紧平衡为主。钢材社会库存上升 1.11% 由降转升, 市场步入累库阶段, 预期未来累库会有加快。其中螺纹钢社会库存上升 4.91% 预示长材需求的萎缩。而热轧社会库存出现 4.02% 的下降, 需求不错有所支撑。随着淡季延续, 预计螺纹钢市场成为预期主导的市场。从调研的情况来看, 市场期现结合的公司大量增加, 冬储的贸易商如果选择期现结合的公司报价, 承担盘面贴水的价格作为冬储价格会比直接从钢厂拿货更便宜。期货的存在也在影响和改变着市场的预期和业态。我们预计这类情况的增多会导致基差在 1 月有实质性的收敛。出现现货弱期货强的情况, 给未来套保留出空间。

从宏观层面来看, 市场短期利多出尽, 但后期政策层面仍然以稳经济为主。刺激钢材的需求应该是未来的必选项。我们认为对未来不必过度悲观。

总体来说, 1 月我们认为钢材是收基差为主。期货强于现货。热卷季节性强于螺纹。建议观望或轻仓多热卷。仅供参考。

#### 铁矿石: 震荡

铁矿石期价 12 月震荡上行。港口库存方面, 上周全国 45 个港口铁矿石库存为 14156.43 万吨, 环比增加 271.05 万吨; 分品种看, 巴西矿库出现大幅上升, 澳洲矿库仍然小幅下滑。发货量方面, 澳洲、巴西铁矿石发货总量为 2680.2 万吨, 环比增加 298.6 万吨, 其中澳洲发往中国的量环比大幅增加 220.2 万吨。供应方面整体来看, 外矿发货达到年内新高, 持平于去年同期水平, 而未来检修计划较少, 或维持相对较高的发货水平; 目前疏港量下滑至年内低位水平,

港口库存出现回升，我们预计未来短期铁矿石供应方面将整体趋于宽松。

钢厂方面，上周全国 163 家钢厂高炉开工率 64.92%，环比降 0.14%；高炉产能利用率 74.76%，环比增 0.12%；钢厂盈利率 69.94%，环比降 0.61%；目前唐山等地因天气等因素环保整体趋严，但整体高炉开工率仍然高于去年同期水平，若后期环保继续趋严的话，未来铁水产量或继续小幅下降。上周钢厂烧结粉矿库存小幅增加 10 万吨左右，与此前一周近百万吨的增量相比出现大幅回落，显示钢厂短期补库或告一段落。我们预计由于采暖季需求的下降，烧结日耗的持续走低，钢厂短期补库的空间较为有限。

整体来看，受前期库存偏低的影响，钢厂近两周对铁矿进行了补库，加之铁矿石港口库存处于年内低位，故铁矿石期货价格仍然受到支撑；但受环保等因素的影响，钢厂日耗继续下降，后期补库空间有限，同时外矿发货出现大幅增长，未来铁矿石供需或趋于宽松，矿石走势或偏弱震荡为主。建议投资者暂时观望，激进投资者可尝试逢高沽空，仅供参考。



## 1. 行情回顾

12月份铁矿石收涨，截至12月28日，I1905收于494.5元/吨，月涨40元/吨，涨幅8.8%。月末持仓量为74.23万手。

12月份螺纹钢收涨，截至12月28日，RB1905收于3404元/吨，月涨135元/吨，涨幅4.13%。月末持仓量为237万手。

图 1：铁矿石主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：螺纹钢主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 铁矿石基本面分析

### 2.1 现货价格

截至 12 月 29 日，青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 548 元/吨，月环比涨 33 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 570 元/吨，月环比涨 35 元/吨。

图 3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 28 日，普氏指数报收于 72.7 美元/吨，月环比上涨 7.25 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）

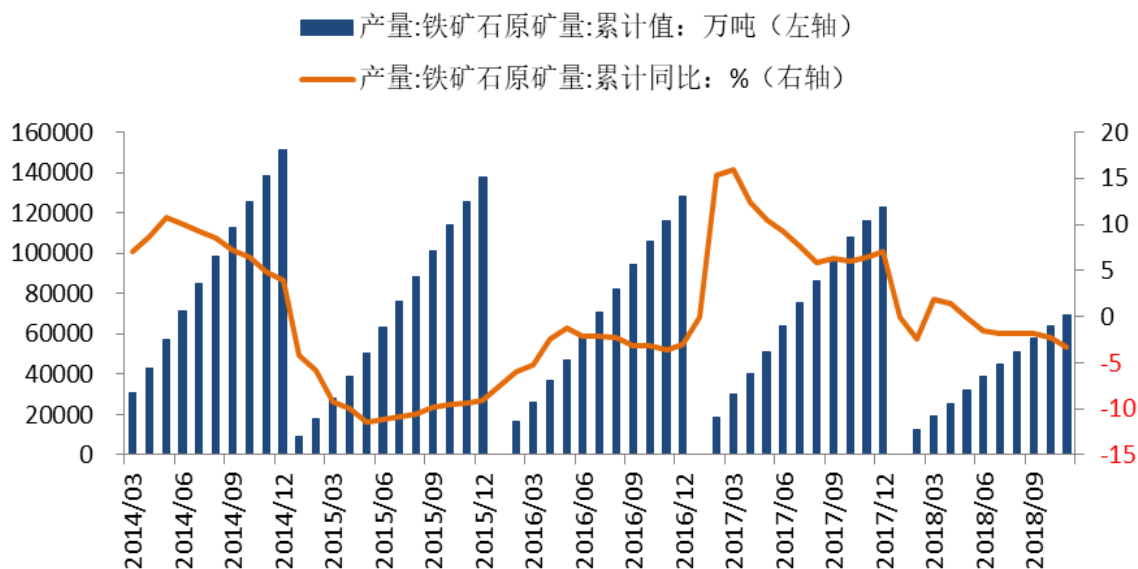


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2 国产原矿产量维持偏低水平

截至 2018 年 11 月，国内铁矿石原矿累计生产 6.95 亿吨，累计同比下跌 3.3%。

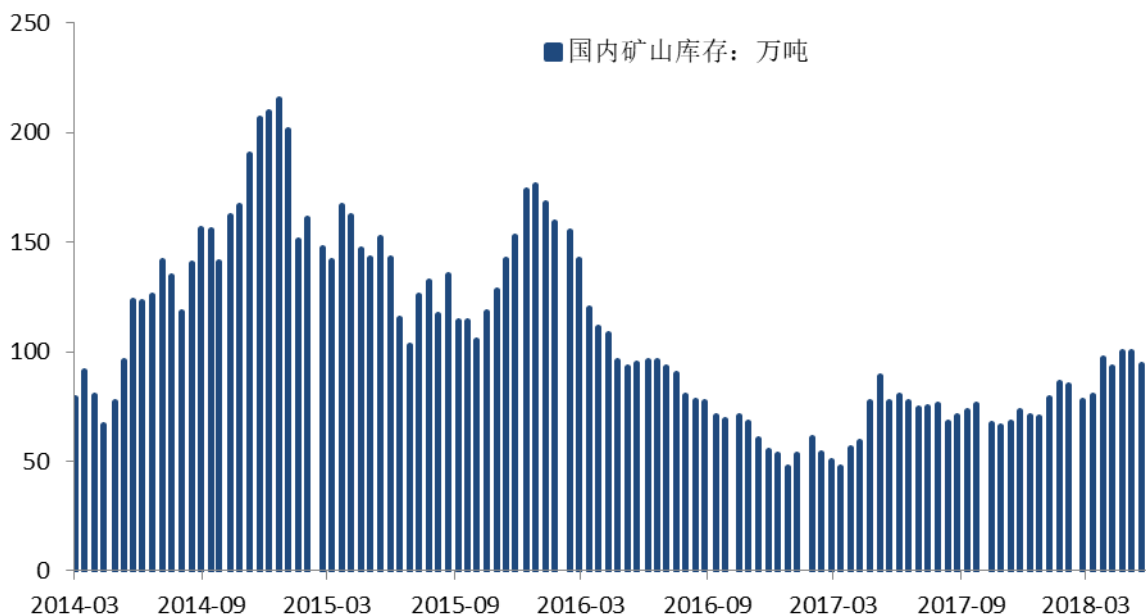
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 21 日，国内矿山铁精粉库存 60 万吨，与 11 月底相比增加 15 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

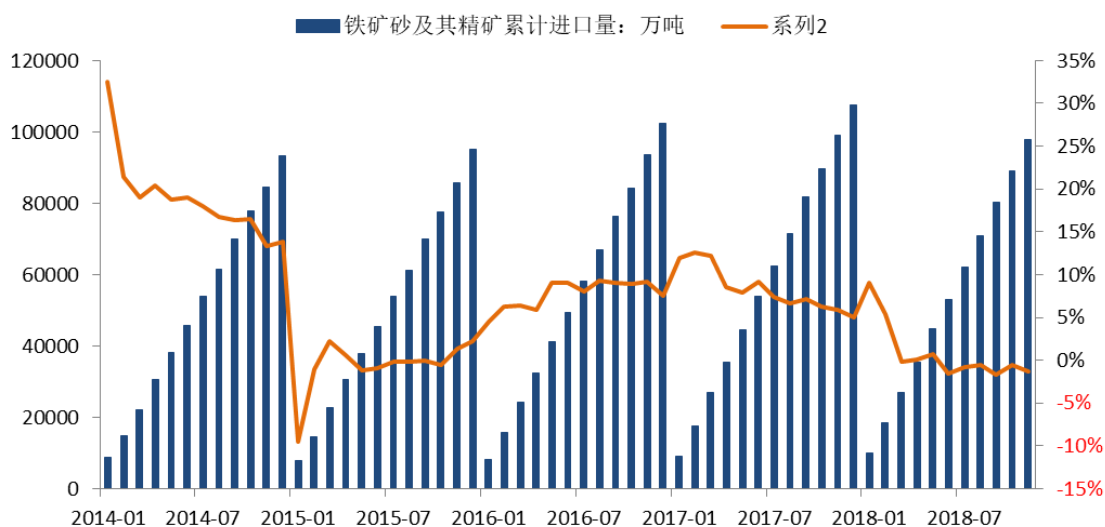


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.3 铁矿石进口量小幅下降

截至 2018 年 11 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 97789 万吨，同比下降 1.3%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.4 铁矿石港口库存继续下降

截至 12 月 28 日，铁矿石港口库存为 14357.4 万吨，与 11 月底相比上升 121.5 万吨；钢厂进口矿库存可用天数 28 天，与 11 月底相比上升 1.5 天。铁矿港口库存本月出现企稳回升，但港口澳粉库存任然偏紧，给与矿价支撑。

图 8：铁矿石港口库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 3. 螺纹钢基本面分析

### 3.1 钢材现货价格

截至 12 月 29 日，北京螺纹钢收于 3810 元/吨，月跌 60 元/吨；上海螺纹钢收于 3850 元/吨，月跌 30 元/吨；广州螺纹钢收于 3300 元/吨，月涨 220 元/吨。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

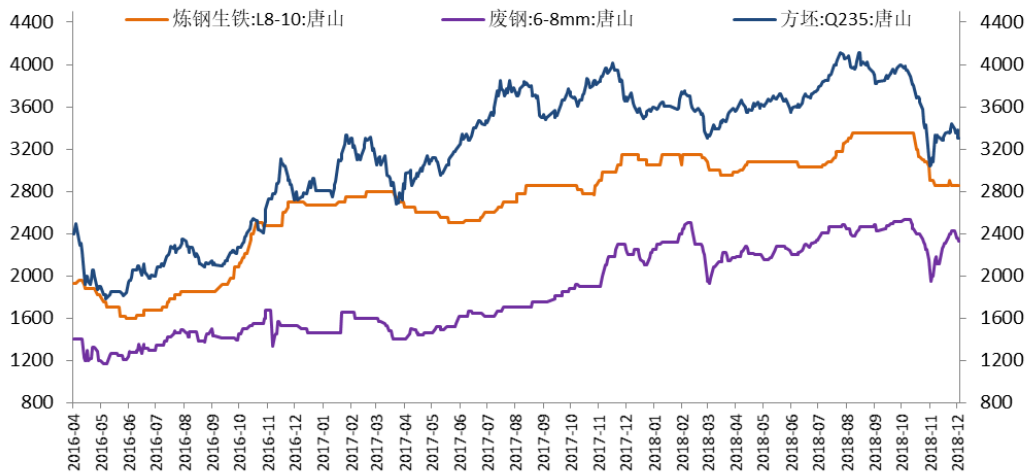


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 生铁废钢价格

截至 12 月 29 日，唐山方坯收于 3300 元/吨，月涨 220 元/吨；生铁价格收于 2850 元/吨，月跌 50 元/吨；废钢价格上涨 330 元/吨，收于 2330 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

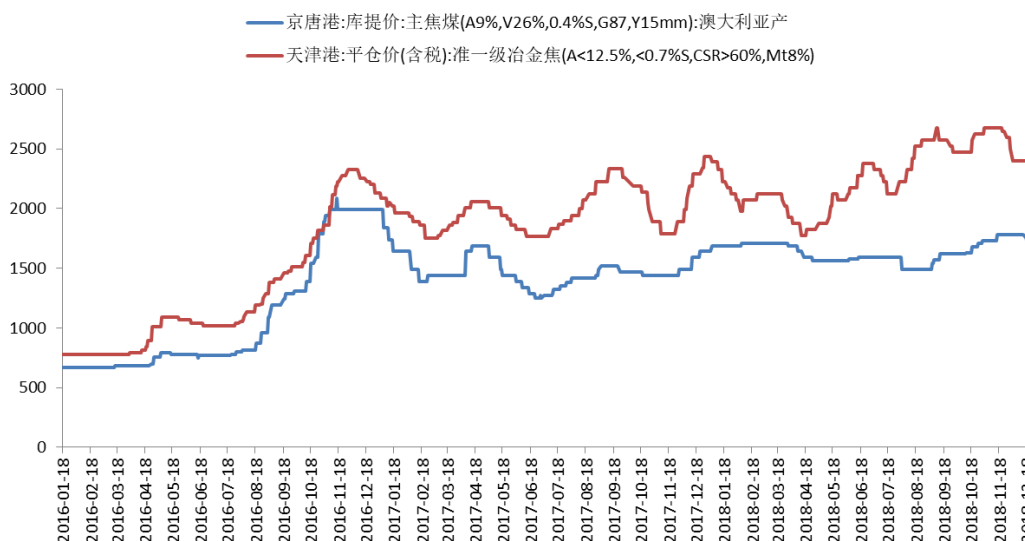


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.3 焦煤焦炭价格

截至 12 月 29 日,京唐港焦煤收于 1690 元/吨,月跌 90 元;天津港焦炭下跌 200 元,至 2300 元/吨。

图 11: 焦煤、焦炭现货价格 (元/吨)

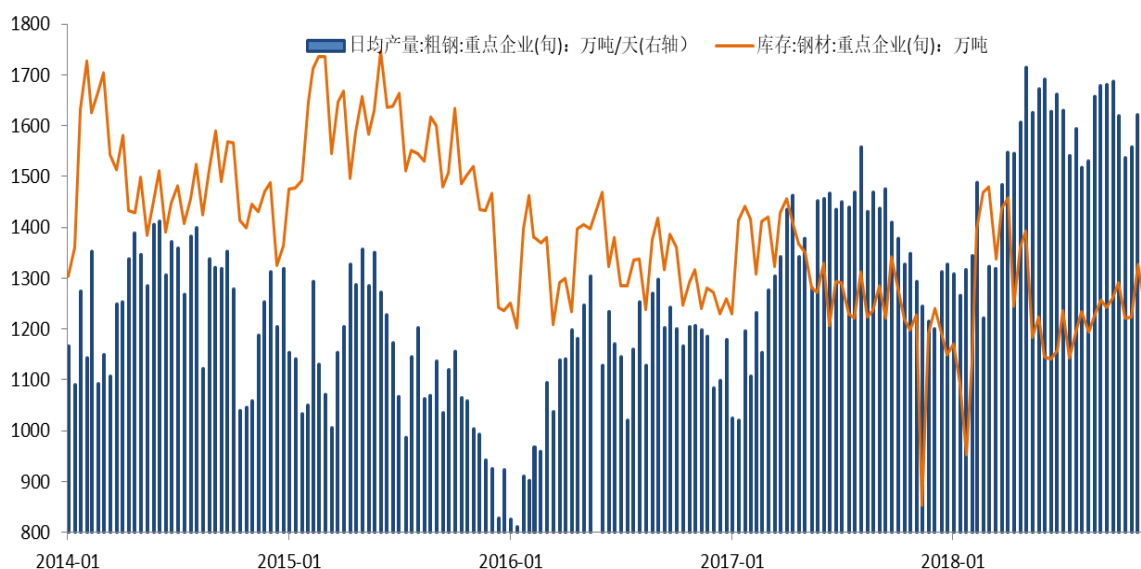


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.4 钢厂日均产量与库存

与 11 月上旬相比,2018 年 12 月上旬重点钢企粗钢日产 185.82 万吨,环比下跌 5.82 万吨;重点企业库存 1216.43 万吨,环比下跌 6.45 万吨。

图 12: 粗钢产量与钢厂钢材库存

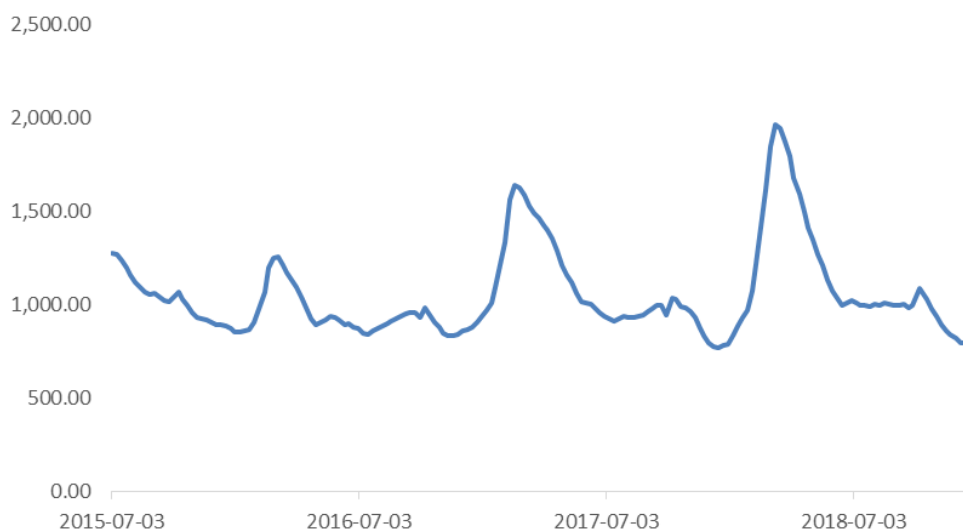


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.5 钢材社会库存

截至 12 月 28 日，全国主要钢材品种库存总量为 797.56 万吨，与 11 月底相比下降 25.27 万吨。分品种来看，螺纹钢库存增加 19.83 万吨，线材库存增加 7.64 万吨，热卷库存减少 31.55 万吨，冷轧库存减少 7.46 万吨。

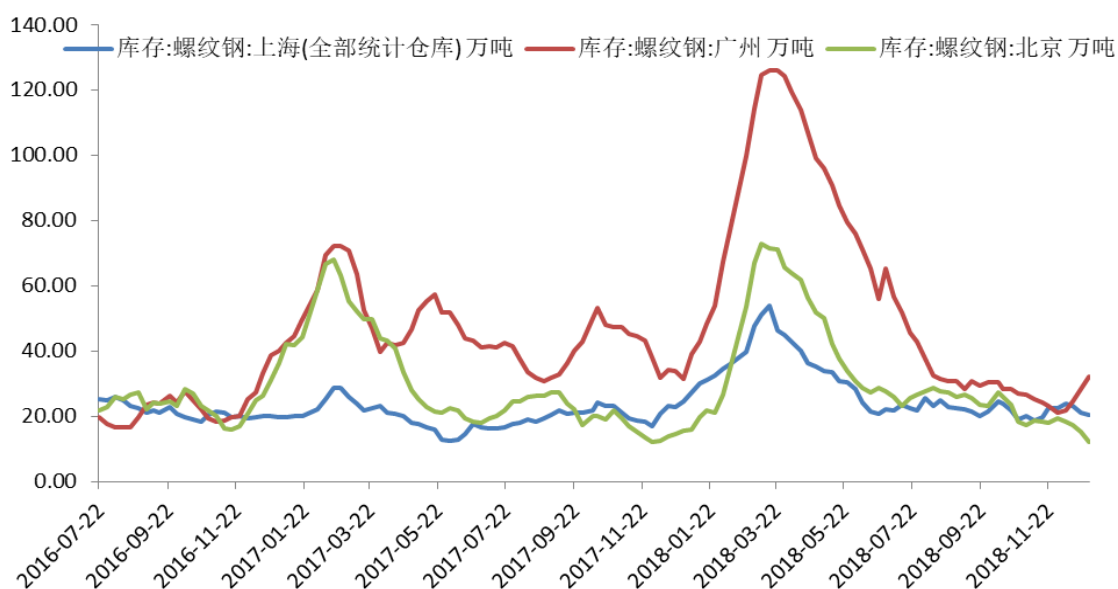
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 28 日，螺纹钢上海库存 20.41 万吨，与 11 月底相比下降 1.97 万吨；广州库存 32.25 万吨，月环比上涨 11.26 万吨；北京库存 12.1 万吨，月环比下降 7.16 万吨。

图 14：北上广三地螺纹钢社会库存（万吨）

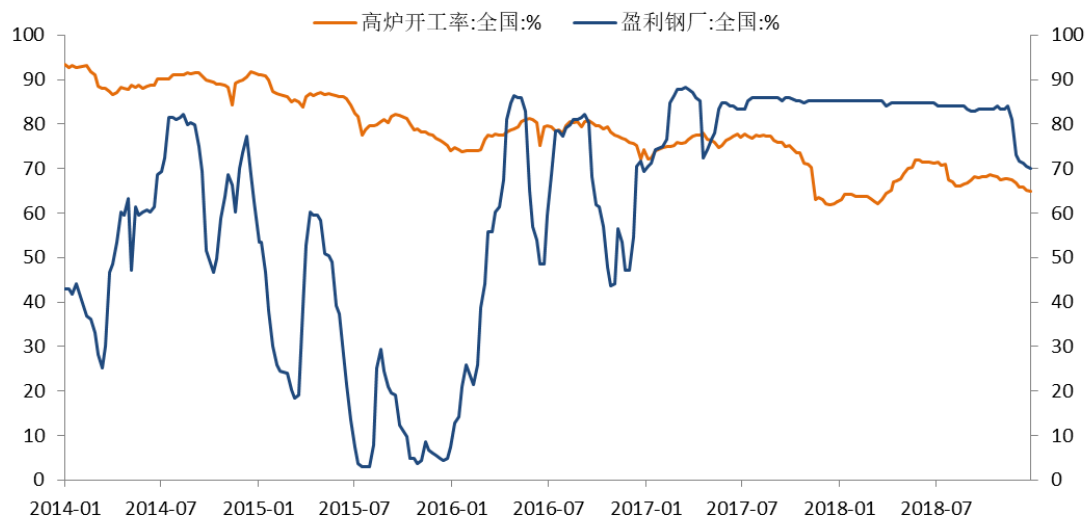


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.6 钢厂高炉开工率

截至 12 月 28 日,163 家钢厂盈利比例为 69.94%,月环比下跌 3.1%;高炉开工率为 64.92%,月环比下跌 1.79%。随着采暖季限产的趋严和北方天气的转差,高炉开工率缓步下行。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.7 终端采购

截至 12 月 28 日,上海地区线螺采购量 12 月周度均值 23052.5 吨,环比 11 月下降 2908 吨。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量



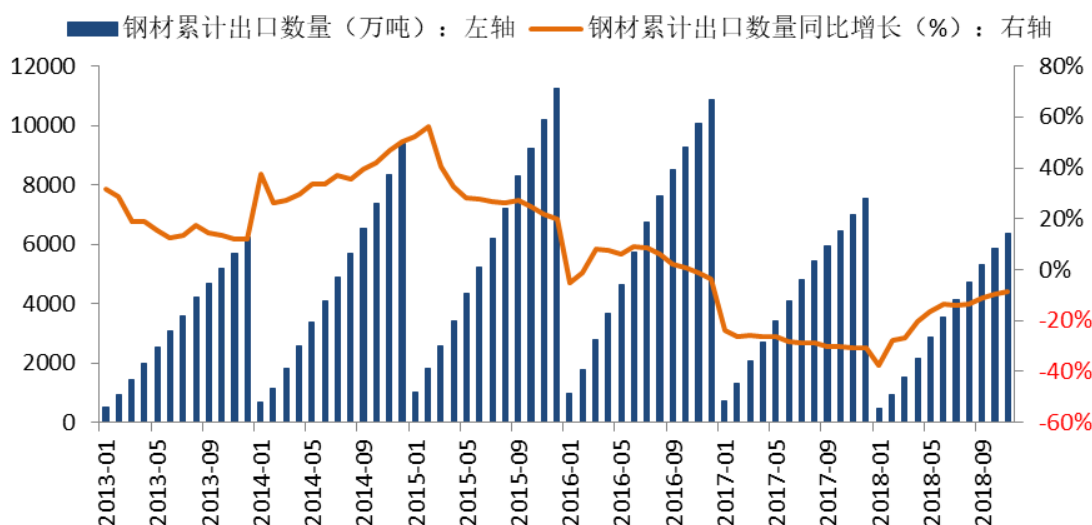
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.8 钢材出口

2018 年 11 月钢材出口为 532 万吨,当月同比下降 0.56%,截至 11 月累计出口 6382 万吨,累计同比下滑 8.61%。



图 17: 钢材出口 (万吨)

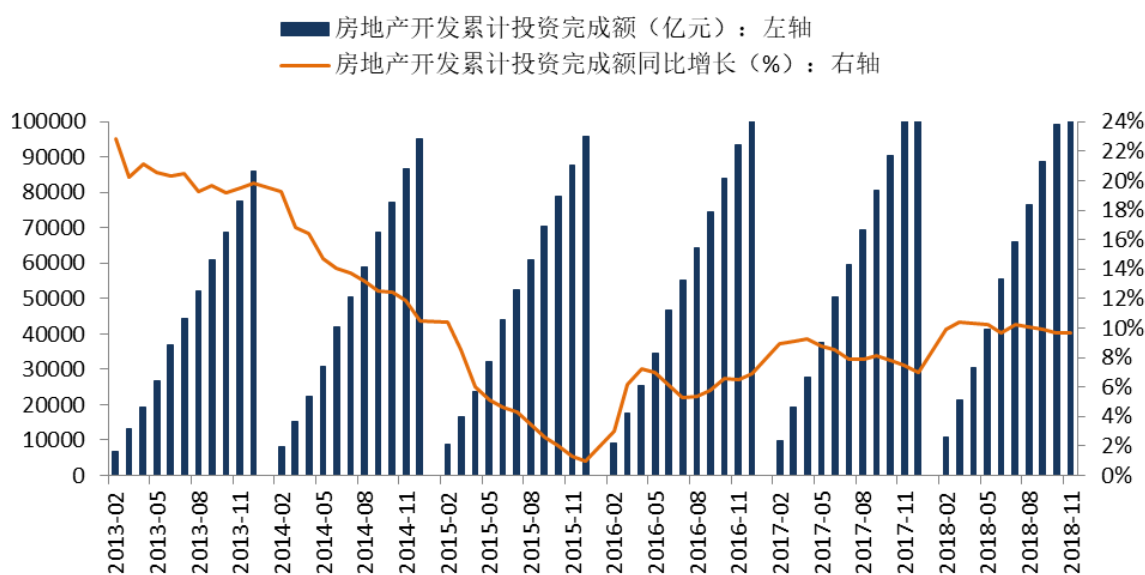


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3.9 房地产投资

截至 11 月, 今年上半年房地产累计开发投资为 11 万亿元, 同比去年增加 9.7%, 房地产投资数据整体表现较好。

图 18: 房地产开发投资完成额 (亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 4. 总结

### 铁矿石:

铁矿石期价 12 月震荡上行。港口库存方面, 上周全国 45 个港口铁矿石库存为 14156.43 万吨, 环比增加 271.05 万吨; 分品种看, 巴西矿库出现大幅上升, 澳洲矿库存仍然小幅下滑。发货量方面, 澳洲、巴西铁矿石发货总量为 2680.2 万吨, 环比增加 298.6 万吨, 其中澳洲发往中

国的量环比大幅增加 220.2 万吨。供应方面整体来看，外矿发货达到年内新高，持平于去年同期水平，而未来检修计划较少，或维持相对较高的发货水平；目前疏港量下滑至年内低位水平，港口库存出现回升，我们预计未来短期铁矿石供应方面将整体趋于宽松。

钢厂方面，上周全国 163 家钢厂高炉开工率 64.92%，环比降 0.14%；高炉产能利用率 74.76%，环比增 0.12%；钢厂盈利率 69.94%，环比降 0.61%；目前唐山等地因天气等因素环保整体趋严，但整体高炉开工率仍然高于去年同期水平，若后期环保继续趋严的话，未来铁水产量或继续小幅下降。上周钢厂烧结粉矿库存小幅增加 10 万吨左右，与此前一周近百万吨的增量相比出现大幅回落，显示钢厂短期补库或告一段落。我们预计由于采暖季需求的下降，烧结日耗的持续走低，钢厂短期补库的空间较为有限。

整体来看，受前期库存偏低的影响，钢厂近两周对铁矿进行了补库，加之铁矿石港口库存处于年内低位，故铁矿石期货价格仍然受到支撑；但受环保等因素的影响，钢厂日耗继续下降，后期补库空间有限，同时外矿发货出现大幅增长，未来铁矿石供需或趋于宽松，矿石走势或偏弱震荡为主。建议投资者暂时观望，激进投资者可尝试逢高沽空，仅供参考。

### 螺纹钢：

上周螺纹钢期现货继续回落，上海螺纹钢现货价格回落 60 元每吨，期螺回落 104 元每吨；热卷现货下跌 120 元每吨，期货热卷下跌 122 元每吨。期现随着利多出尽联袂走弱。基差小幅拉大。随着市场步入绝对淡季，需求迅速下滑，基于对未来的悲观，现货冬储意愿薄弱。

从供需层面来说，我们认为目前供需仍然紧平衡为主。钢材社会库存上升 1.11% 由降转升，市场步入累库阶段，预期未来累库会有加快。其中螺纹钢社会库存上升 4.91% 预示长材需求的萎缩。而热轧社会库存出现 4.02% 的下降，需求不错有所支撑。随着淡季延续，预计螺纹钢市场成为预期主导的市场。从调研的情况来看，市场期现结合的公司大量增加，冬储的贸易商如果选择期现结合的公司报价，承担盘面贴水的价格作为冬储价格会比直接从钢厂拿货更便宜。期货的存在也在影响和改变着市场的预期和业态。我们预计这类情况的增多会导致基差在 1 月有实质性的收敛。出现现货弱期货强的情况，给未来套保留出空间。

从宏观层面来看，市场短期利多出尽，但后期政策层面仍然以稳经济为主。刺激钢材的需求应该是未来的必选项。我们认为对未来不必过度悲观。

总体来说，1 月我们认为钢材是收基差为主。期货强于现货。热卷季节性强于螺纹。建议观望或轻仓多热卷。仅供参考。

## 双焦承压运行，建议以观望为主

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12 月份焦炭主力合约震荡运行，焦炭实现主力换月，收于 1901 元/吨。

12 月份焦煤主力合约走势震荡运行，价格波动小于焦炭，收 1179.5 元/吨。

#### ● 后市展望及策略建议

##### 焦煤：

焦煤目前供给偏紧，但受焦炭下跌影响，焦煤承压运行。供给方面，临近年关，多数煤矿年度生产任务已经完成，部分提前结钱让工人回家过春节，叠加查超政策影响仍在，短期焦煤供给难有增量。库存方面，煤矿内几乎零库存，焦化厂与钢厂冬储焦煤已至高位，部分配煤种库存较高，市场价格已有下跌，但优质主焦煤供应仍然紧张，价格暂时坚挺。需求方面，焦化厂利润进一步收窄，焦企内焦炭库存有所累积，对焦煤采购速度放缓，焦煤承压运行。近期甘其毛道口岸通关车数升至 400-500 车左右，1 月份进口煤量或有增加，对煤价形成压制，短期焦煤价格以震荡偏弱运行为主，仅供参考。

##### 焦炭：

供给方面，由于环保设备齐全，焦化厂开工率仍处高位，受采暖季环保限产影响较小，今年冬季环保限产不及去年同期，供给相对宽松。需求方面，本月河北地区钢厂环保限产升级，加上钢厂利润下降，部分钢厂趁势对高炉进行停产检修，高炉开工率有所下滑，钢厂内焦炭库存有累积，对焦炭采购节奏放缓，部分焦化厂内焦炭库存也有小幅增加。在此轮钢焦博弈中，焦化厂因需求下滑明显、库存累积，逐渐处于弱势，本月现货下降 100 元/吨，提降范围预计将有所扩大。焦炭短期震荡偏弱运行，建议暂观望，仅供参考。

## 1.行情回顾

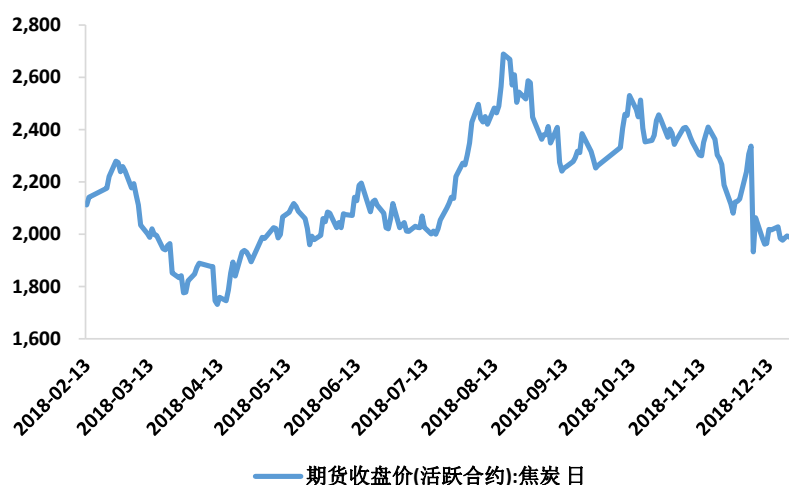
### 1.1 期货市场价格

12月份焦炭主力合约震荡运行，焦炭实现主力换月，收于1901元/吨。

12月份焦煤主力合约走势震荡运行，价格波动小于焦炭，收1179.5元/吨。

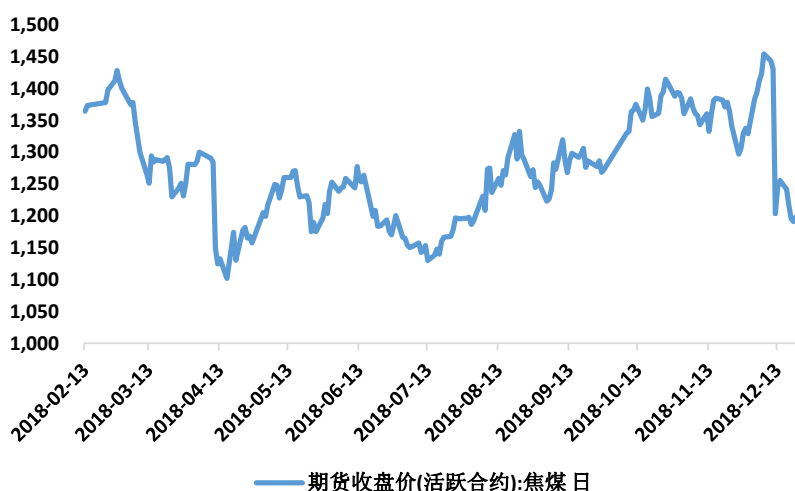
12月份盘面焦化利润较11月份有大幅下降，其中6号左右断崖式下跌是由于焦炭主力合约换月1905造成，至焦煤换月后又恢复正常走势。12月焦炭/焦煤比较11月较为平稳。除焦煤焦炭换月期间外，整个12月焦炭/焦煤比一直保持在1.6以上。

图 1：焦炭主力合约行情走势



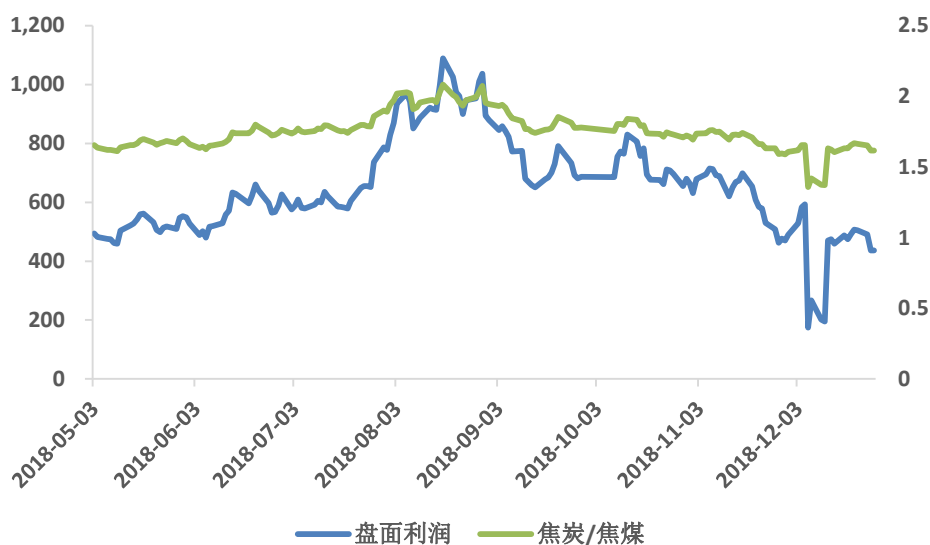
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：焦煤主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：盘面焦化利润及焦炭焦煤比

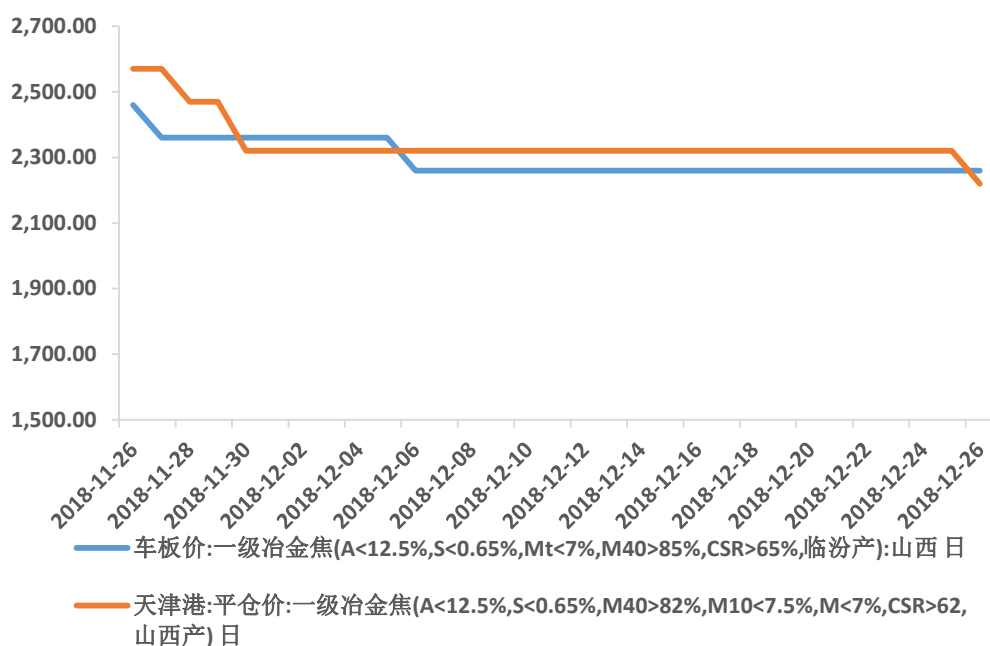


数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 1.2 现货市场价格

自 11 月份钢材价格超跌，利润传导至压缩原料成本，焦炭已经经历四轮下跌，降幅达 450 元/吨，进入 12 月份后，焦化厂提涨 100 元/吨，钢厂并没有接受，12 月钢焦博弈激烈，现货价格持稳。12 月中旬后，由于河北钢厂环保限产升级，叠加季节性因素，部分高炉进入检修状态，对焦炭需求减少，钢厂内焦炭库存有所累积，25 日山西、河北、内蒙古部分钢厂针对焦炭提降 100 元/吨，此轮下跌已有部分接受，预计范围将扩大，天津港准一级冶金焦现货价格 2300 元/吨，较月初下跌 100 元/吨。

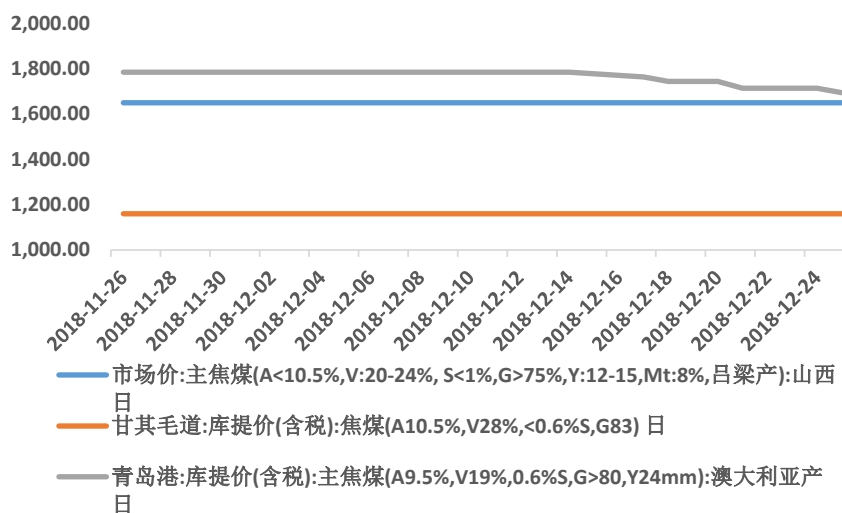
图 4：焦炭现货价格 (元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦煤现货价格整体持稳，山西吕梁主焦煤价格为 1650 元/吨，甘其毛道蒙古煤价格为 1160 元/吨，本月较为平稳。青岛港澳煤本月价格下跌，跌幅为 90 元/吨，目前价格为 1695 元/吨。目前多数煤矿已经完成年度生产任务，且煤矿工人多为外省打工人员，临近元旦春节，已经提前结钱放假回家，这对于煤矿生产有较大影响。煤矿查超影响仍然在持续，部分煤矿反映已经影响白天生产进度，因此供给端难有增量，焦炭利润下滑也难以挤压焦煤利润，焦煤价格持稳难跌。但部分配煤种由于库存累积，有价格进一步下降的趋势，优质主焦煤供应紧张，价格坚挺。

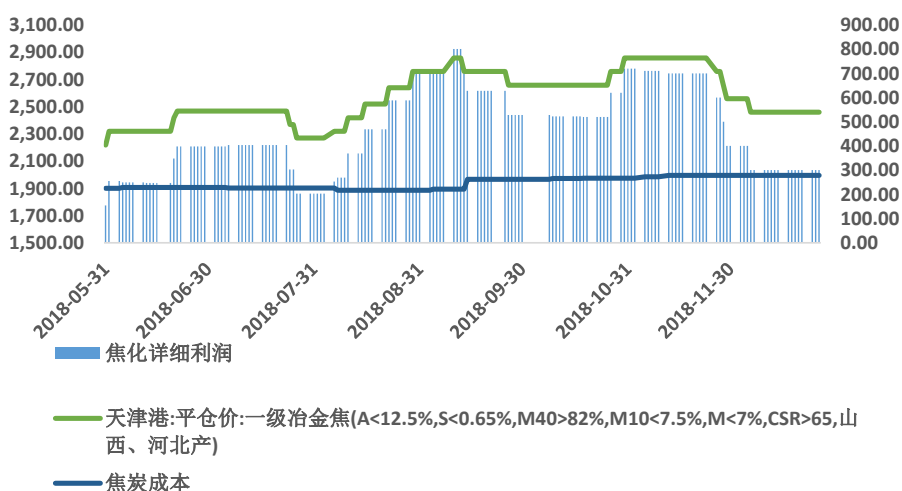
图 5：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货焦化利润上，本月从 401 元左右上涨至 300 元左右，焦化利润收窄，焦化现货有持续下跌趋势，焦煤价格相对坚挺持稳，焦化利润有进一步收窄可能。

图 6：现货焦化利润



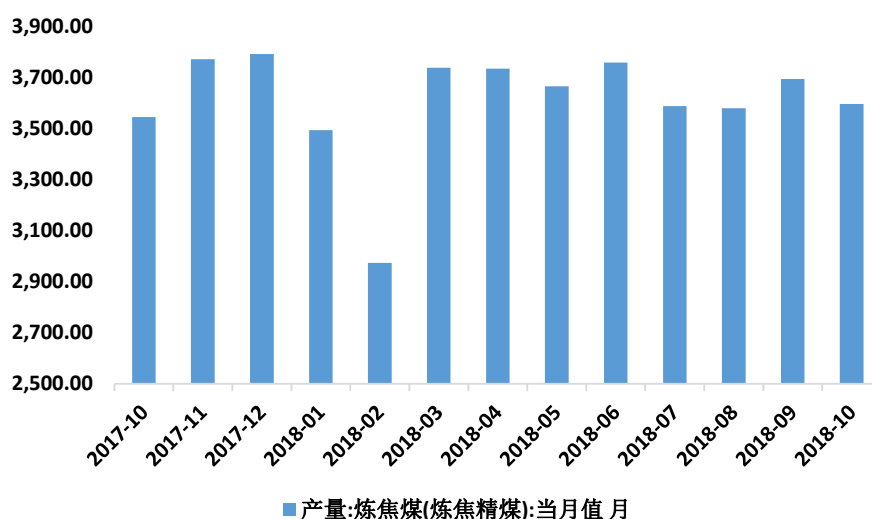
数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2.焦煤、焦炭基本面分析

### 2.1 焦煤供给

2018年10月，我国炼焦煤产量为3596万吨，月同比下降98万吨。1-10月我国共生产炼焦煤35820万吨，较去年同比下降1172万吨。

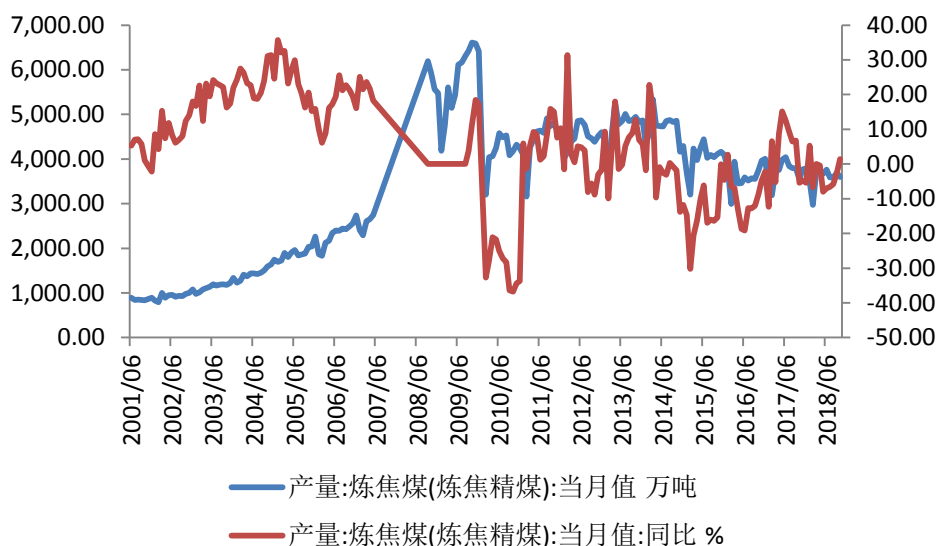
图7：炼焦煤月产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

11月份我国共进口炼焦煤488万吨。1-11月我国共进口炼焦煤6179万吨，较去年同比减少143.6万吨。

图8：炼焦煤进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

自10月后我国炼焦煤供应出现紧张情况。国庆节后，山西省接连颁布政策，规定煤矿开始核查超能力生产，政府督察人员在坑口安装摄像督查，对部分煤矿生产造成一定影响。10月山东煤矿矿难事故造成42座煤矿停产检查，一周后虽然有部分煤矿复产，但大多为动力煤

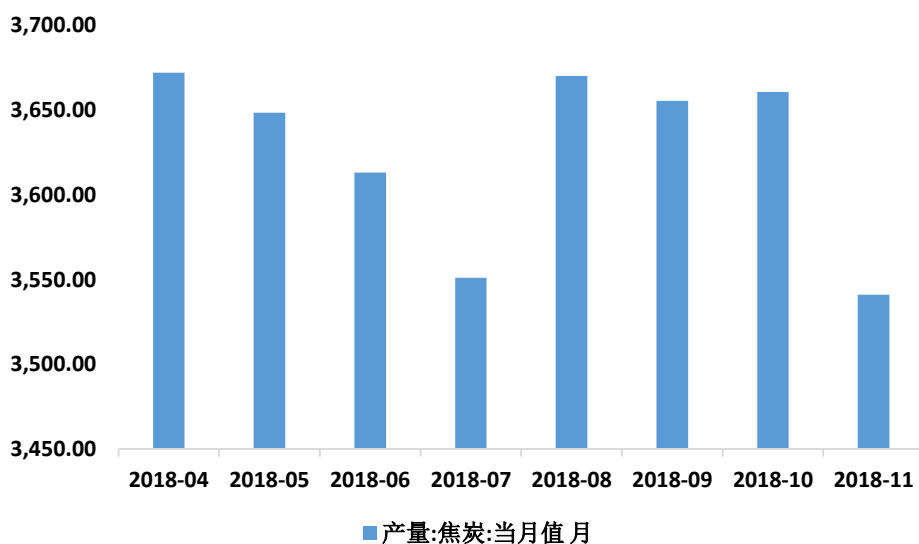
矿，炼焦煤虽有小量复产，但供应仍然紧张。此外临近年关安全检查加严，叠加查超政策共同影响煤矿生产。进入 12 月份，多数煤矿已经完成全年生产任务，暂停生产，部分煤矿提前结钱放工人回家过春节，春节前炼焦煤供应难见增量。

进口煤方面，9 月后发改委制定煤炭平控政策，争取今年煤炭进口数额与去年持平。1-10 月煤炭进口已达 2.5 亿，距离 2017 年全年 2.7 亿进口只差 2000 万吨的进口数量。在平控进口煤炭后，炼焦煤进口边际量也将减少。蒙古煤甘其毛道通关车数已经有所减少，11 月炼焦煤进口少于去年同期水平。

## 2.2 焦煤需求/焦炭生产

2018 年 11 月我国焦炭产量为 3541.1 万吨，较 10 月下降约 119 万吨。1-11 月我国共生产焦炭 32569.5 万吨，较去年同比下降 552 万吨，降幅 0.16%。

图 9：焦炭产量

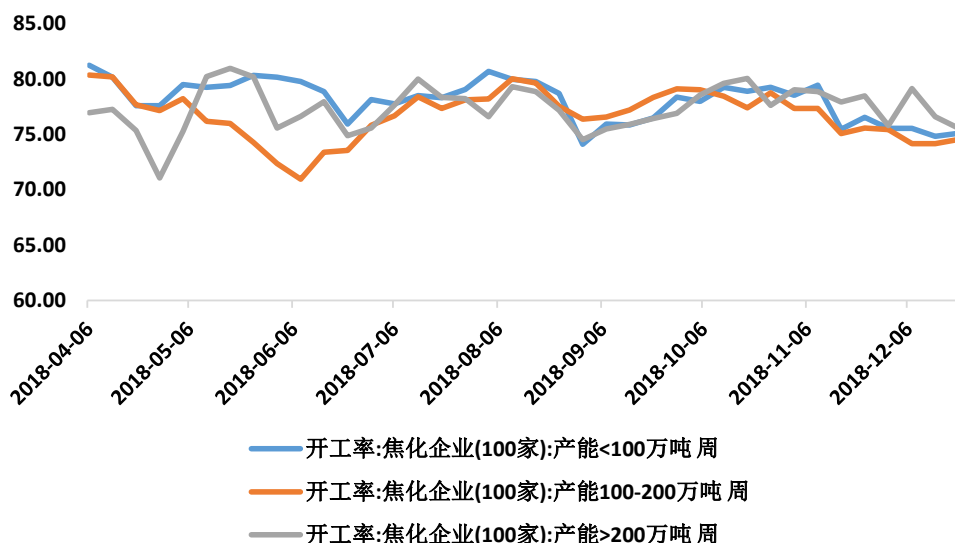


数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 12 月 21 日，我国小于 100 万吨产能焦化厂开工率为 75.09%，100-200 万吨产能焦化厂开工率为 74.56%，大于 200 万吨产能焦化厂开工率为 75.54%。



图 10: 焦化厂开工率



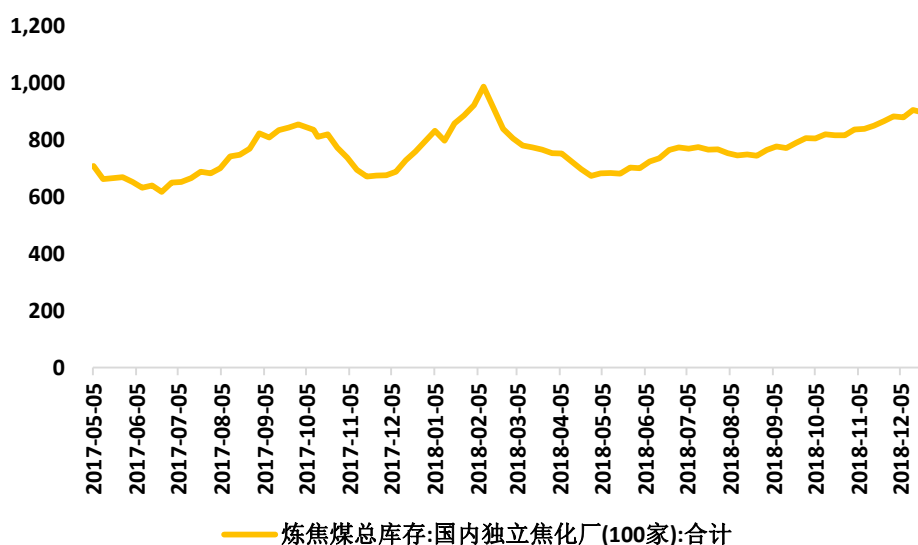
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

受环保常态化影响,焦炭全年产量略低于 2017 年水平,但冬季采暖环保限产以来,焦化厂仍然保持较高开工水平,限产不及去年同期水平,产量有所放松。据调研情况来看,多数焦化厂已经配备脱硫脱硝脱白设备,受环保限产影响较小,除去天气污染程度加深导致的临时性限产外,多数时间保持正常生产状态。因此 11、12 月份焦炭产量高于去年同期水平。

## 2.5 焦煤、焦炭库存状况

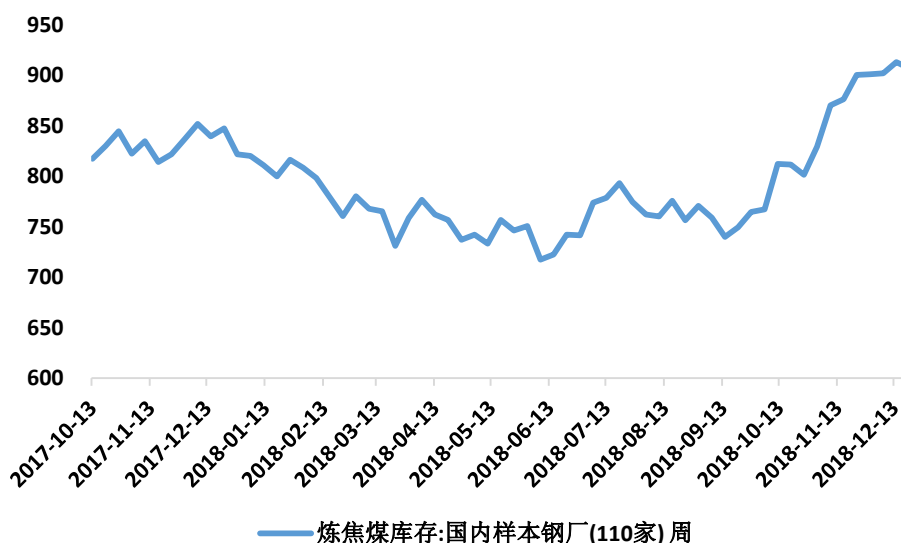
截至 12 月 28 日,我国炼焦煤焦化厂库存为 945.3 万吨,月环比上涨 62 万吨左右,炼焦煤钢厂库存为 898.94 万吨,月环比下降 2 万吨左右,炼焦煤六港口库存为 258.2 万吨,月环比下降 12 万吨。由于多数煤矿已经完成生产任务,加上焦化厂开工不减,目前煤矿内炼焦煤库存较低。冬储后焦化厂与钢厂炼焦煤库存均有增加,目前焦化厂与钢厂焦煤已经储至高位,但多数为配煤种,因此对配煤需求下降,但优质主焦煤库存仍然偏低,需求旺盛。

图 11: 炼焦煤焦化厂库存



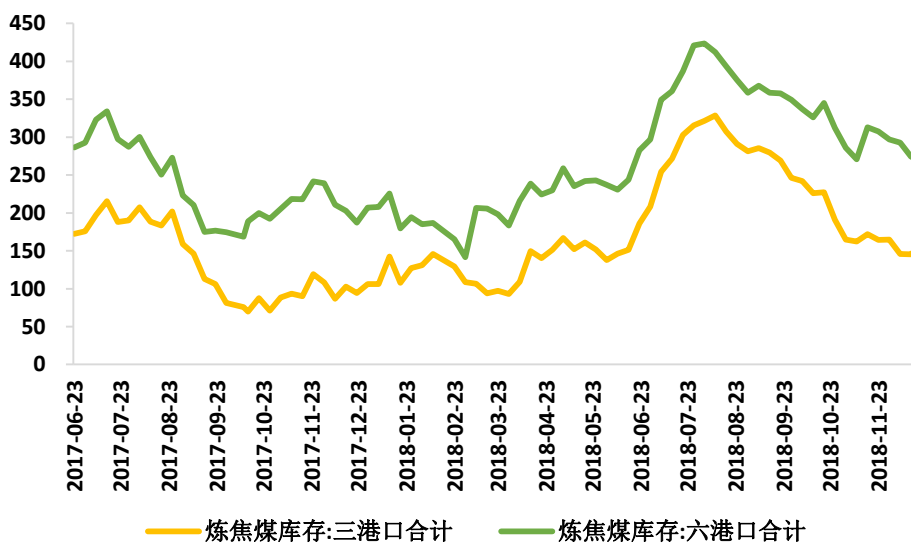
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 炼焦煤钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 炼焦煤港口库存

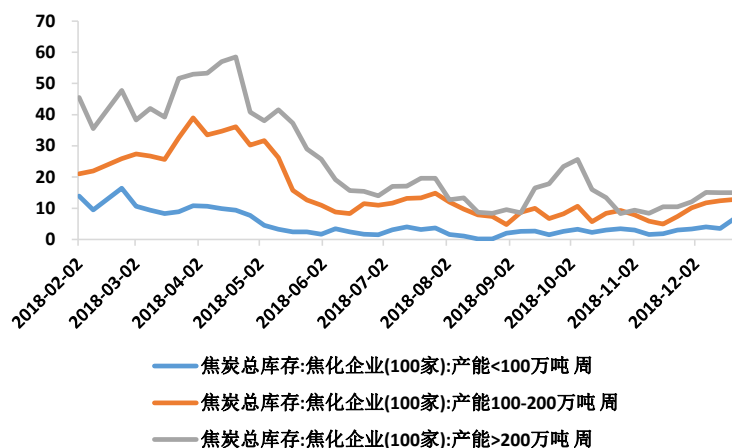


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 12 月 28 日, 我国小于 100 万吨产能焦化厂焦炭库存为 6.56 万吨, 100-200 万吨产能焦化厂库存为 13.28 万吨, 大于 200 万吨产能焦化厂库存为 18.83 万吨。焦化钢厂可用天数为 10 天, 较上月钢厂库存略有累积。焦炭港口库存为 287.7 万吨, 港口库存又有小幅累积态势出现。

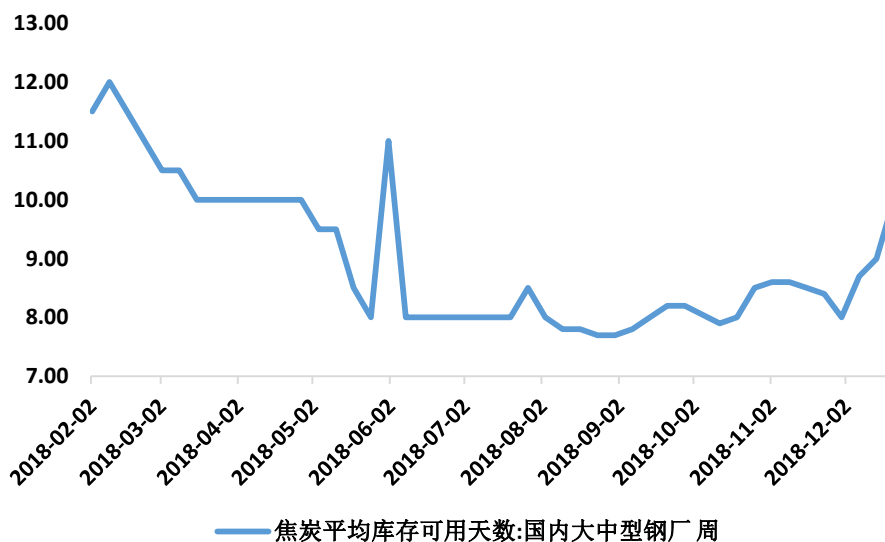
12 月份河北地区钢厂环保限产升级, 开工率下降, 对于焦炭需求减少, 钢厂内焦炭库存有所累积, 延缓了焦炭采购速度, 部分焦化厂因此也开始累积库存, 因此 12 月份钢厂焦化厂库存量有所上升。在钢焦博弈中, 焦化企业受库存累积影响压力骤增, 于本周接受了钢厂的新一轮提降 100 元/吨的通知, 预计提降范围将继续扩大。港口上周有 30 万吨集港, 也造成了一定的供给压力。

图 14: 焦炭焦化厂库存



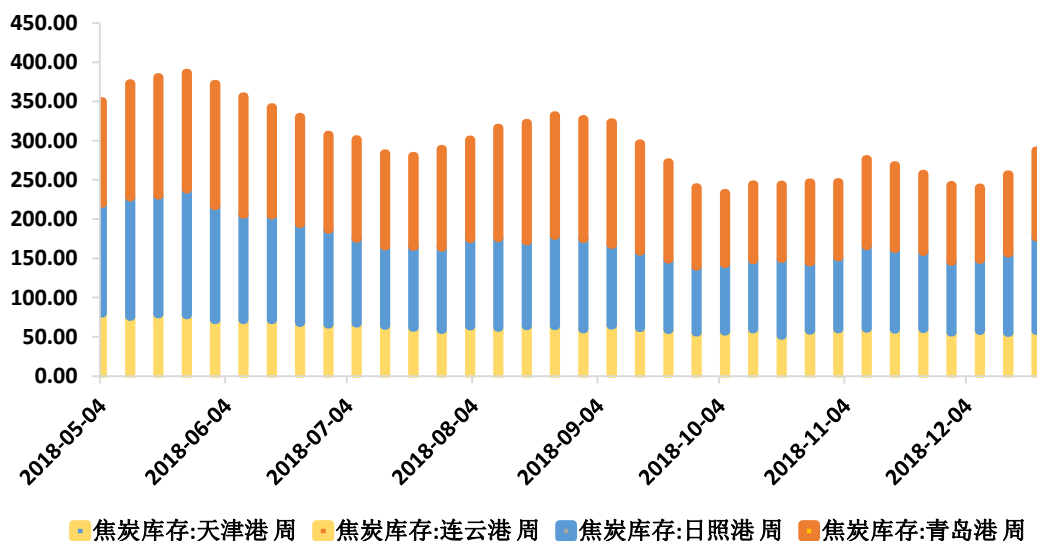
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 焦炭钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 焦炭港口库存

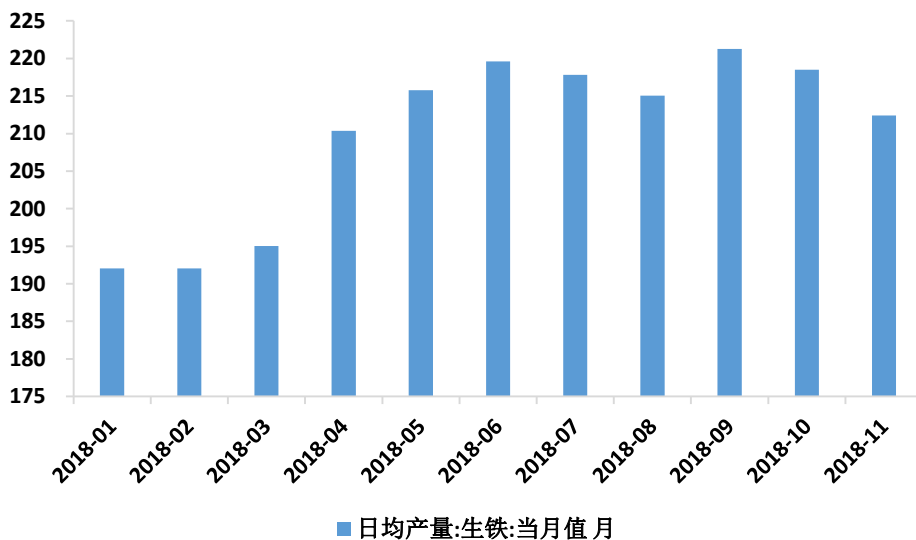


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.4 焦炭需求

2018 年 11 月我国生铁产量 6372.6 万吨, 环比降低 5.92%, 同比增长 9.9%。11 月生铁日均产量 212.42 万吨, 较 10 月日均产量低 6.08 万吨。而 1-11 月生铁累计产量 7.08 亿吨, 同比小幅增长 2.4%。

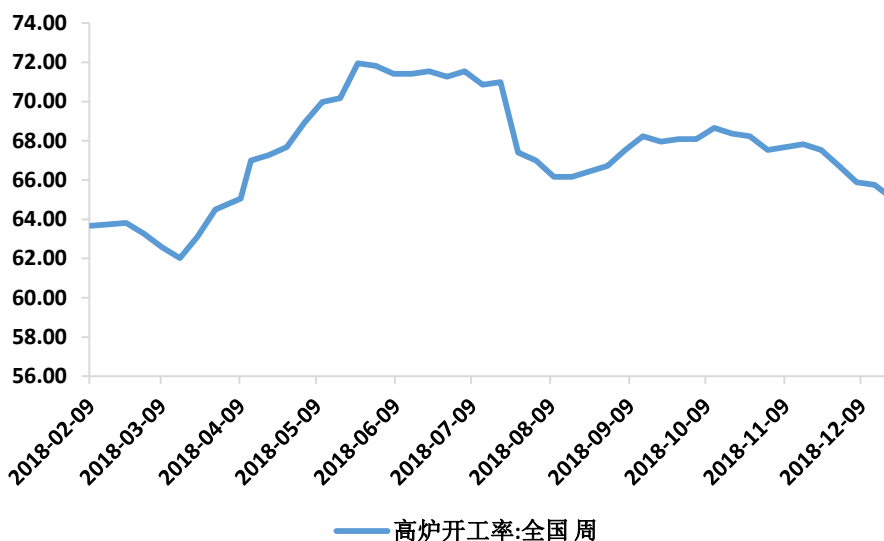
图 17: 生铁产量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截止 12 月 28 日, 我国高炉开工率为 64.92%。12 月份河北地区钢厂环保限产升级, 唐山自 21 号至 31 号钢铁烧结机全停, 限产加剧, 高炉开工率下滑。

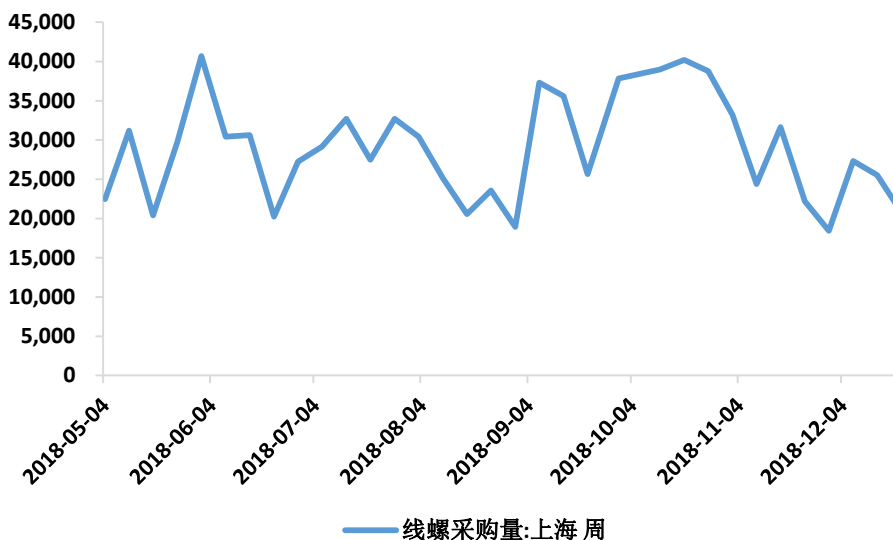
图 18: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

终端需求上, 截至 12 月 21 日, 我国线螺采购量为 20760 万吨, 较月初有所下滑。线螺采购量自 12 月初回升之后, 有下滑趋势, 季节性需求淡季已经来临, 临近春节工地放假, 终端需求减弱。

图 19: 上海线螺采购量

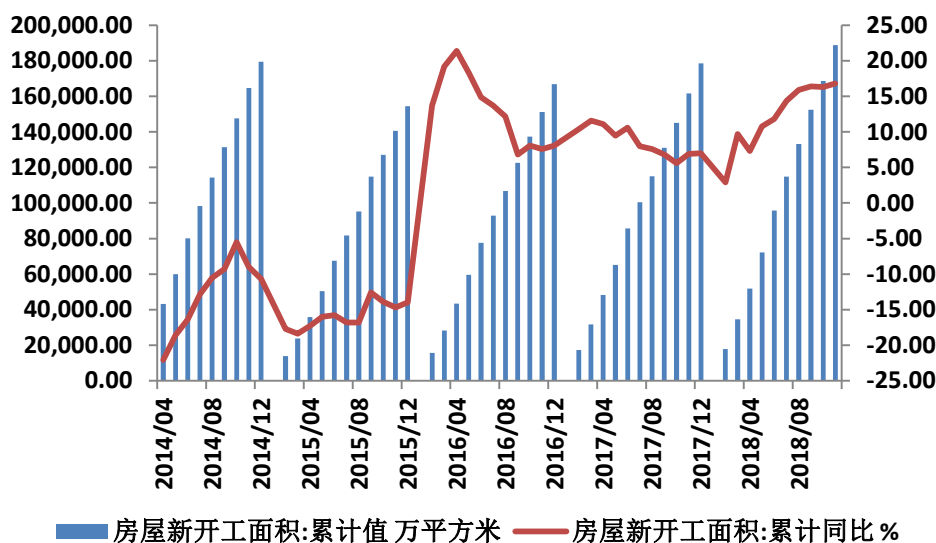


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

11 月我国房地产新开工面积累计数据为 188894 万平方米, 同比增速为 16.8%。房地产行业需求韧性充足, 仍旧支撑钢材的需求端。

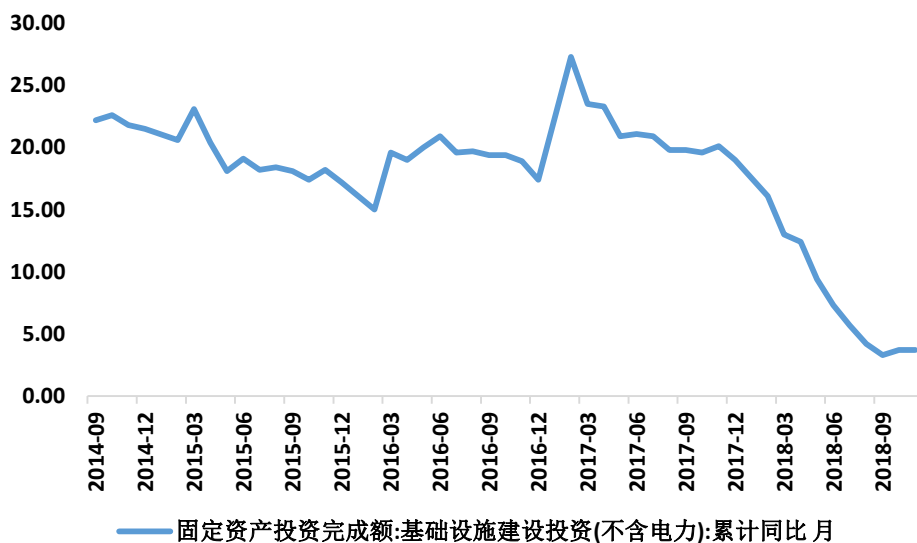
11 月固定基建投资累计同比为 3.7%, 与上月持平, 目前基建成为钢材需求最大的拖累。自 7 月以来国家点明要促进微小民企进步, 要坚持“两个毫不动摇”, 促进多种所有制经济共同发展, 研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难, 同时要实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 提供宽松的资金环境, 力图稳投资、稳预期, 但政策制定和实施以及取得效果是存在时滞性的, 尽管目前基建数据并不乐观, 明年在国家政策托底的情况下, 基建投资回暖可能性较大。

图 20：房地产开工面积及同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：固定资产投资：基建



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3. 总结

焦煤：

焦煤目前供给偏紧，但受焦炭下跌影响，焦煤承压运行。供给方面，临近年关，多数煤矿年度生产任务已经完成，部分提前结钱让工人回家过春节，叠加查超政策影响仍在，短期焦煤供给难有增量。库存方面，煤矿内几乎零库存，焦化厂与钢厂冬储焦煤已至高位，部分配煤种库存较高，市场价格已有下跌，但优质主焦煤供应仍然紧张，价格暂时坚挺。需求方面，焦化厂利润进一步收窄，焦企内焦炭库存有所累积，对焦煤采购速度放缓，焦煤承压运行。近期甘其毛道口岸通关车数升至 400-500 车左右，1 月份进口煤量或有增加，对煤价形成压制，短期焦

煤价格以震荡偏弱运行为主，仅供参考。

焦炭：

供给方面，由于环保设备齐全，焦化厂开工率仍处高位，受采暖季环保限产影响较小，今年冬季环保限产不及去年同期，供给相对宽松。需求方面，本月河北地区钢厂环保限产升级，加上钢厂利润下降，部分钢厂趁势对高炉进行停产检修，高炉开工率有所下滑，钢厂内焦炭库存有累积，对焦炭采购节奏放缓，部分焦化厂内焦炭库存也有小幅增加。在此轮钢焦博弈中，焦化厂因需求下滑明显、库存累积，逐渐处于弱势，本月现货下降 100 元/吨，提降范围预计将有所扩大。焦炭短期震荡偏弱运行，建议暂观望，仅供参考。

## OPEC+减产待考察，油价或筑底震荡

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12月初,油价的逻辑集中于对OPEC+减产的预期,加之加拿大阿尔伯塔省减产,12月4日,美、布两油升至12月高点,WTI报53.25美元/桶;布伦特报62.08美元/桶。12月7日OPEC+达成减产120万桶/日的协议,油价短暂企稳。但沙特、美国及俄罗斯本月公布的产量数据仍继续创新高,市场焦点又重新回到对供给过剩的担忧中。加之中、美经济增长皆有放缓迹象,全球经济预期不佳,原油需求端始终疲软。油价连续三周下跌。并于12月日达到12月低点,WTI报美元/桶;布伦特报美元/桶。12月26日,美股暴涨拉动原油,WTI收涨9.59%,创三年多以来最大单日涨幅。布伦特收涨8.69%,报55.18美元/桶,两油均刷新一周新高。WTI月跌10.05%,布伦特月跌8.93%。

#### ● 后市展望及策略建议

俄罗斯产量在12月继续增加,导致市场怀疑俄罗斯是否会遵守与OPEC达成的减产协议,需谨防俄罗斯消极减产。同时市场也对OPEC本身的承诺缺乏信心,新一轮减产协议从2019年1月1日起才生效,减产时长只有六个月,减产承诺的有效性和执行效率都有待考察,OPEC对油市的影响力也在不断下滑。美国在此时继续增产。从钻井数上看,未来可增产余地也较大。供给面偏强的局势愈演愈烈。需求端上,经济增速放缓拉低需求的情况并没有改善。基本面目前没有明显好转。在当前油价已大幅下跌的情况下,如减产协议被证实,供需情况会逐渐平衡,跌幅会得到遏制,2019年1月油价将震荡上行;如证伪,则延续震荡偏空走势。同时近期油价与美股联动性加剧,建议关注美股日内走势,仅供参考。

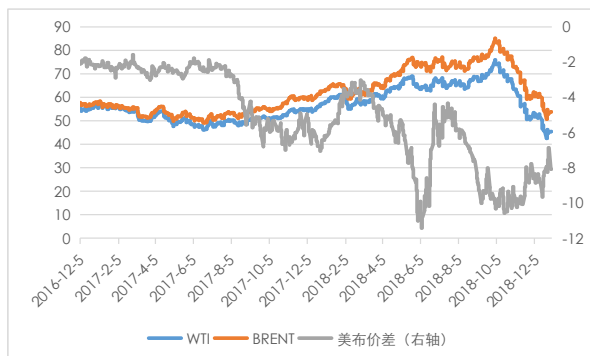


## 1.月度行情回顾

期货端：12月4日，因OPEC+减产的预期，加拿大阿尔伯塔省减产，美、布两油升至12月高点，WTI报53.25美元/桶；布伦特报62.08美元/桶。但随后12月均处于供给过剩，需求不振的阴影中。沙特、美国及俄罗斯12月公布的产量数据仍在高位，供给偏强的格局并未因达成减产协议得到改善。这也导致了市场对OPEC+未来的减产执行情况存疑，同时也进一步证实了OPEC对油市的影响力在逐步下滑。12月21日当周贝克休斯钻井数增加10座，创6周以来最大增幅，提示未来美国仍有增产的意愿，使本已不振的基本面雪上加霜。美国EIA库存降幅始终不及预期，出现旺季不旺的趋势，显示需求不振。同时全球经济增速放缓，股市暴跌的情形时有发生，导致市场对原油未来的需求担忧大增。12月美联储再度加息，美元受到提振，再对油价形成打压。12月的基本面处于不断恶化的态势，油价多次暴跌。美油于12月17日、18日、20日、24日出现3.89%-7.89%的暴跌行情；布油于12月10日、18日、20日及24日出现3.02%-6.32%的暴跌行情。12月26日，圣诞节后美股暴涨拉动原油，WTI收涨9.59%，创三年多以来最大单日涨幅。布伦特收涨8.69%，报55.18美元/桶，两油均刷新一周新高。两油于12月24日达到本月低点，WTI报42.53美元/桶；布伦特报50.47美元/桶。WTI月跌10.05%，布伦特月跌8.93%。阿曼原油也于12月4日达到本月高点，报61.39美元/桶，于12月24日达到本月低点，报49.80美元/桶，整体走势于美、布两油趋同。上期所SC于12月4日达到本月高点，报439.2元/桶，于12月26日达到本月低点，报357.2元/桶，走势仍略为滞后于国际油价，且波动较大。SC于12月19日及25日出现5.40%-6.96%的暴跌行情。上期所于11月28日将交易保证金比例上调为10%，涨跌停板幅度上调为8%之后，于12月27日再度临时上调交易保证金为11%，涨跌停板幅度为9%。

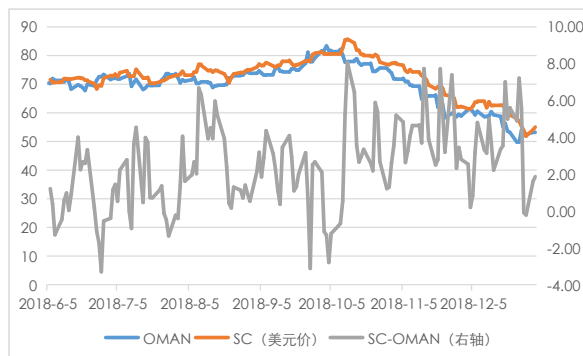
现货端：12月OPEC一揽子原油现货价跌15.78%，报53.92美元/桶。布伦特Dtd跌16.24%，报50.34美元/桶；WTI库欣交割跌13.48%，报44.61美元/桶。全球原油现货价格普跌13%以上，显示目前现货市场仍处于明显的供给过剩状态。

图 1: WTI 及 BRENT 走势与价差 (美元/桶)



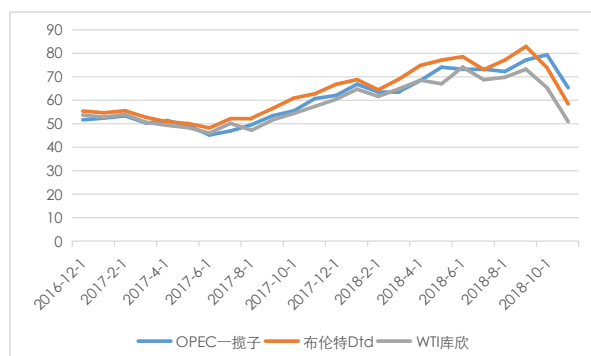
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 2: OMAN 及 SC 走势与价差 (美元/桶)



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 3：国际主要原油现货价格走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

## 2.月度市场要闻

### 2.1 利多

1.OPEC+达成减产 120 万桶/日的协议，其中 OPEC 将在 2018 年 10 月份的基础上减产石油 80 万桶/日，非 OPEC 成员国将减产 40 万桶/日，2019 年 1 月份生效。确认在 10 月份石油产出的基础上减产六个月。伊朗、委内瑞拉、利比亚获得减产豁免权。OPEC 提到全球经济增长面临不确定性。下一次会议将于 2019 年 4 月份在维也纳举行，届时将再次评估减产。

2.利比亚沙拉拉油田的安全护卫队威胁称要关闭这一该国境内最大油田，不过利比亚国家石油公司称，石油工人拒绝这么做。当地时间 12 月 8 日早间，利比亚石油设施卫队(PFG)在该油田发起抗议并威胁工人停止生产。外媒稍早前报道，生产活动已经停止。沙拉拉油田产量约为 30 万桶/日。

3.伊朗预计明年原油出口量将降至 150 万桶/日。伊朗石油开采下降了 31 万桶/日，降至 301 万桶/日的水平。

4.2019 年俄罗斯的原油产量或降至 1110 万桶/日下方；俄罗斯预计将在 2019 年第一季度削减原油出口量和运输量，同时与 2018 年 10 月至 12 月相比，俄罗斯 2019 年 1 月至 3 月的原油出口量将下降 1.1%（当前俄罗斯产量 1142 万桶/日，1.1%产量相当于 12.562 万桶/日）。

5.加拿大阿尔伯塔省下令削减 32.5 万桶/日的产量，以缓解加拿大能源行业危机。

6.加拿大过去两周的钻井数量从 174 口下跌至仅仅 70 口，刷新 2016 年 6 月以来新低。12 月降幅创纪录新高。

7.2019 年 1 月份北海原油产量将较前月下滑 2.5%，至 6 月以来最低水平。12 种北海原油等级的装运量将平均为每日 170.8 万桶，低于 12 月初始计划的每日 175.2 万桶。产量下滑部分是由于 Buzzard 油田的关闭。该油田从 11 月 19 日当周开始关闭，持续到 12 月 14 日，以对管道腐蚀进行维修。

8.预计伊朗从明年 3 月开始出口石油 150 万桶/日。

9.中国海关总署：前 11 个月，中国进口原油 4.18 亿吨，增加 8.4%，进口均价为每吨 3442.9 元，上涨 31.5%。

### 2.2 利空

1.美联储宣布加息 25 个基点至 2.25%-2.5% 区间，接近决策者所估计的 2.5%-3.5% 的中性利率底部区域，这是美联储年内的第四次加息。美联储预计明年加息次数将减少，并暗示在金融

市场动荡和全球经济增长放缓的背景下，政策的紧缩周期正接近尾声。

2.美国 11 月非农新增就业人数不及预期，仅增加 15.5 万人，且非农报告显示薪资增速不及预期。

3.美国统计局：美国 10 月原油出口量升至 232.6 万桶/日。

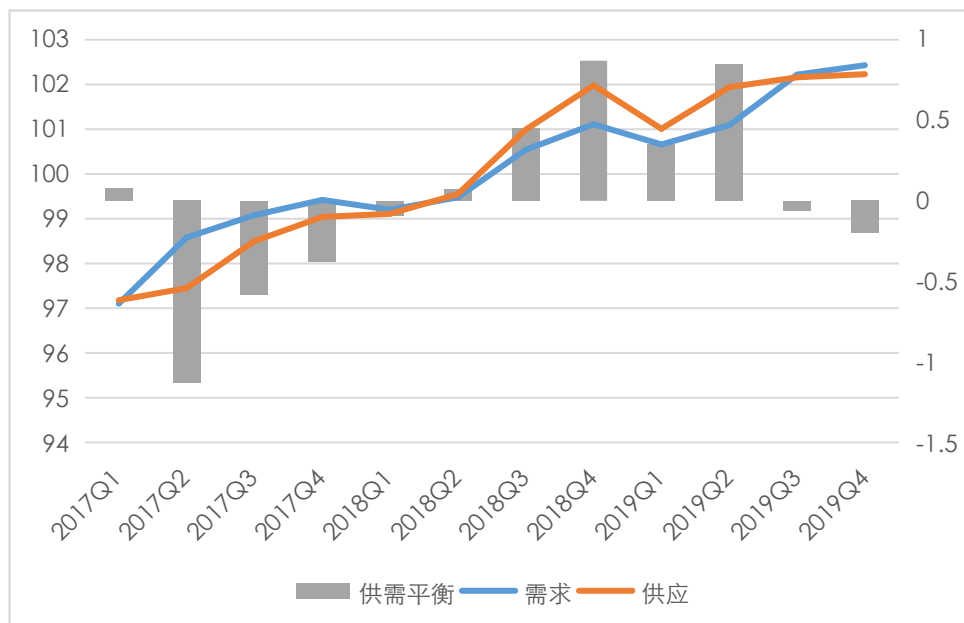
4.11 月份 OPEC 15 个成员国的原油日产量达到了 3308 万桶，比 10 月份平均日增 4 万桶。这是 OPEC 自 2017 年 7 月以来的最高原油日产量，当时来自刚果共和国(2018 年 6 月才加入 OPEC)的原油产量未包括在内。11 月沙特产油量为 1110 万桶/日，供应量在 1130 万桶/日。

5.俄罗斯 12 月 1-25 日原油产量为 1144 万桶/日。俄罗斯副总理 Kozak：俄罗斯起草有关长期支持原油产出的计划。

### 3.EIA、OPEC 月度预测

EIA 预测 2019 年上半年仍将延续 2018 年下半年以来的供给过剩。这显示 EIA 对于 OPEC+ 减产的力度并不乐观，尤其美国的增量可能足以覆盖 OPEC+ 减产的幅度。同时，2019 年上半年的需求恐不见好转，需至下半年才有恢复的迹象，因此 2019 年下半年的供需面可能恢复紧平衡。另一种可能来自于美国在 2019 年上半年成功通过低油价抢占市场份额后的小幅减产。

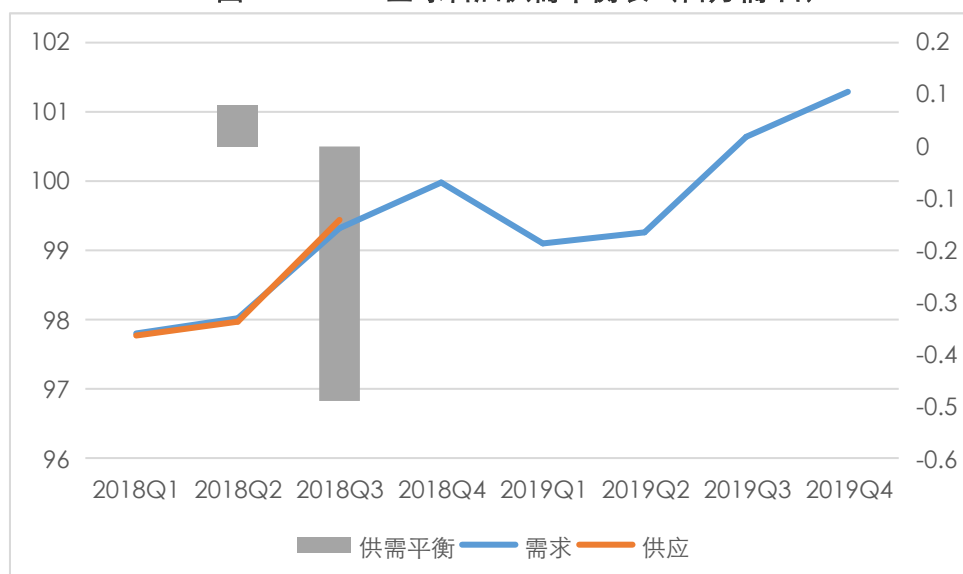
图 4：EIA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2018 年全球原油的需求量预计为 9879 万桶/日，2019 年为 10008 万桶/日。OPEC 2018 年的原油需求预计为 3240 万桶/日，较 2017 年下降了 110 万桶/日。2019 年，OPEC 原油需求预计为 3140 万桶/日，较 2018 年约下滑 100 万桶/日。

图 5: OPEC 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

## 4.宏观影响

12月, 2018年全球经济增长的预期仍是3.7%, 2019年仍是3.5%。OECD国家中: 美国2018年及2019年的经济预期都不变, 分别为2.9%及2.6%; 欧元区也维持在2018年的1.9%及2019年1.7%; 日本2018年的预期下调为1.0%, 2019年不变, 仍为1.1%。非OECD国家中: 印度及中国2018年的增长分别维持在7.5%及6.5%, 2019年维持在7.2%及6.1%; 巴西保持不变, 为2018年的1.1%及2019年的1.8%; 俄罗斯保持不变, 为2018年的1.6%及2019年的1.7%。全球经济存在下行风险, 主要因为持续演进的贸易摩擦、财政紧缩及地缘危机。

表 1: 2018 年及 2019 年世界主要经济体 GDP 增长率 (%)

	2018 GDP增长率	2019 GDP增长率
全球	3.7	3.5
经合组织		2.0
美国	2.9	2.6
欧元区	1.9	1.7
日本	1.0	1.1
非经合组织		3.8
中国	6.5	6.1
印度	7.5	7.2
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.7

数据来源: EIA, OPEC, 兴证期货研发部

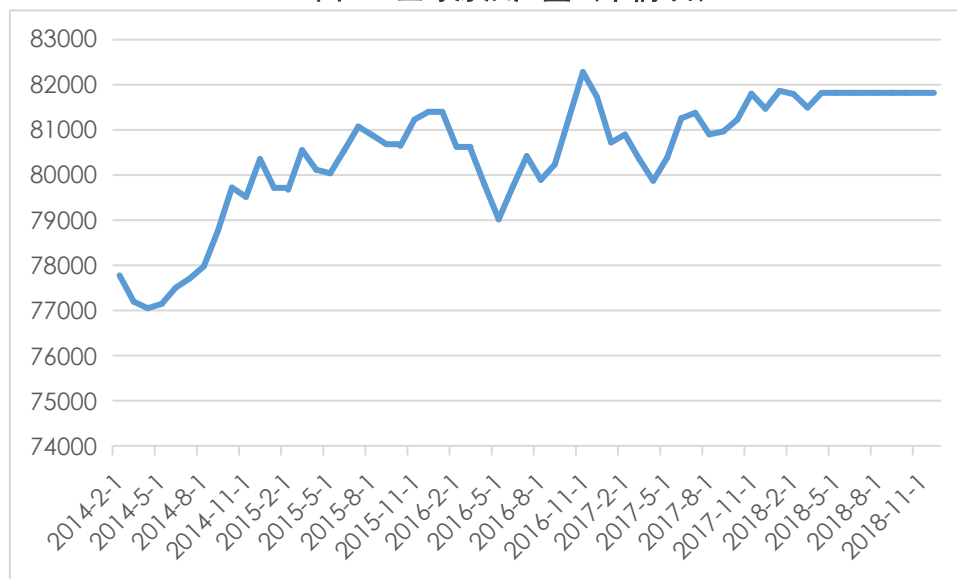
## 5.基本面情况

### 5.1 供给端

OPEC 12 月预计 2018 年的原油供应增量为 250 万桶/日，较上月上调了 19 万桶/日。美国、加拿大、俄罗斯及哈萨克斯坦为增量的主要贡献者。非 OPEC 2018 年的总供应量预计将达到 6003 万桶/日，2019 年的供应量增速预计下调 8 万桶/日，至 216 万桶/日，总供应量预计为 6219 万桶/日。增速放缓的原因在于加拿大阿尔伯塔省的减产及 10 个非 OPEC 将在 2019 年上半年联合减产。美国、巴西、俄罗斯及英国将为增速作出主要贡献。EIA 预测 2019 年全球原油产量将增加 1400 万桶/日。增量主要来自于美国增产，抵消了 OPEC 及其他产油国的减产量。预计 OPEC 在 2019 年将减产 90 万桶/日。

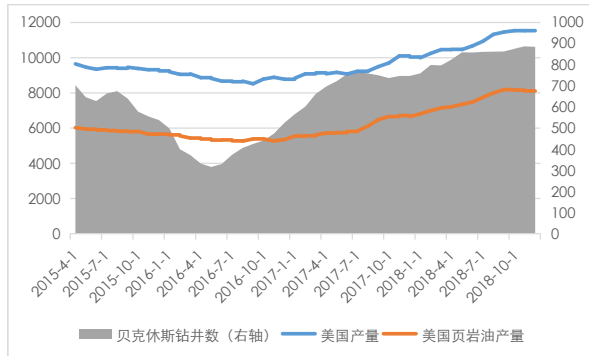
美国 11 月原油平均产量为 1150 万桶/日，较之 10 月份增加了 1.5 万桶/日；美国 10 月原油出口量升至 232.6 万桶/日，整体供应仍在增加。美国 2018 年原油平均产量为 1090 万桶/日，较之 2017 年增加 150 万桶/日，2019 年平均产量将达 1210 万桶/日。11 月沙特产油量为 1110 万桶/日，供应量在 1130 万桶/日，仍处于历史高位。沙特 12 月石油出口量可能降至 770 万桶/日。俄罗斯 12 月迄今原油产量达到 1144 万桶/日，创纪录新高，目前俄罗斯尚未显示明确的减产意图。伊朗目前的原油产量已低于 300 万桶/日，为 295.4 万桶/日。随着明年制裁豁免期来临，伊朗原油出口量可能比产量下降得更快。目前预计 2019 年 3 月起，伊朗石油出口量为 150 万桶/日，比之前预计的低于 200 万桶/日还要少了 50 万桶/日。加拿大阿尔伯塔省 2019 年的原油产量预计将下滑 12 万桶/日，至 510 万桶/日。

图 6：全球原油产量（千桶/日）



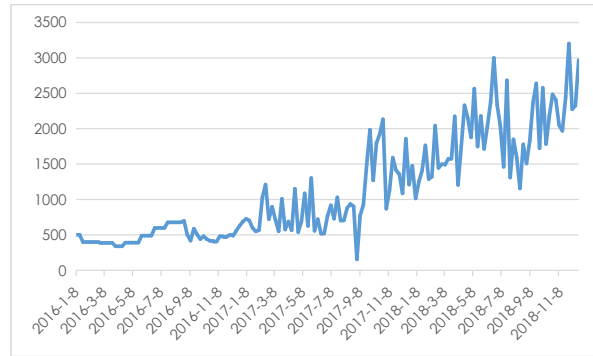
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 7：美国原油、页岩油产量（千桶/日）及贝克休斯钻井数（座）



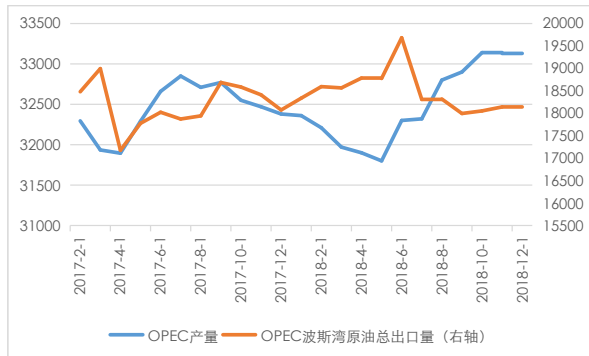
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 8：美国原油出口量（千桶/日）



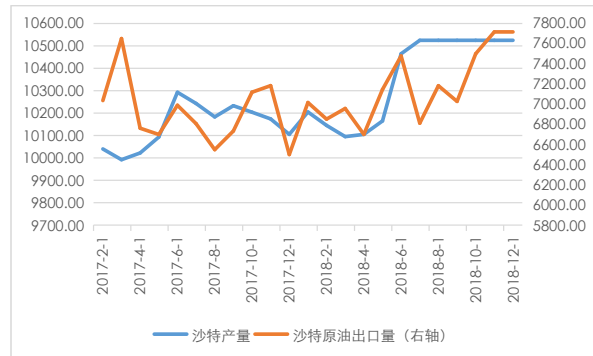
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 9：OPEC 原油产量及 OPEC 波斯湾原油出口量（千桶/日）



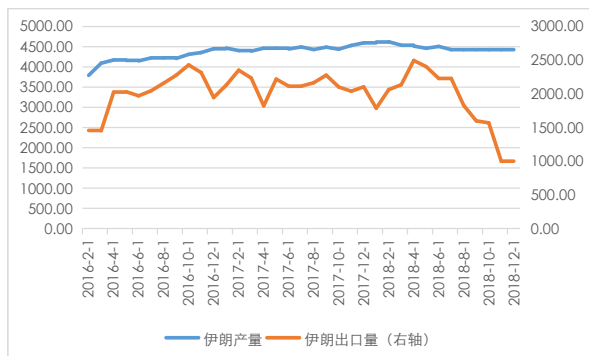
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 10：沙特原油产量及出口量（千桶/日）



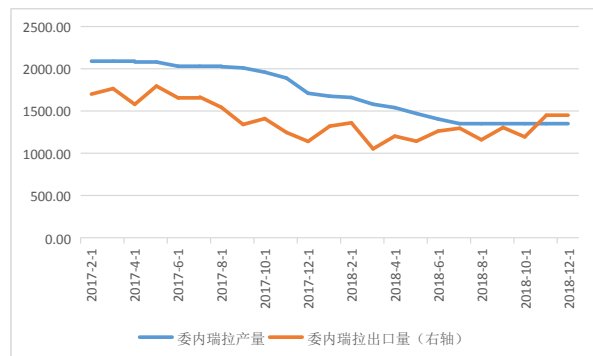
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 11：伊朗原油产量及出口量（千桶/日）



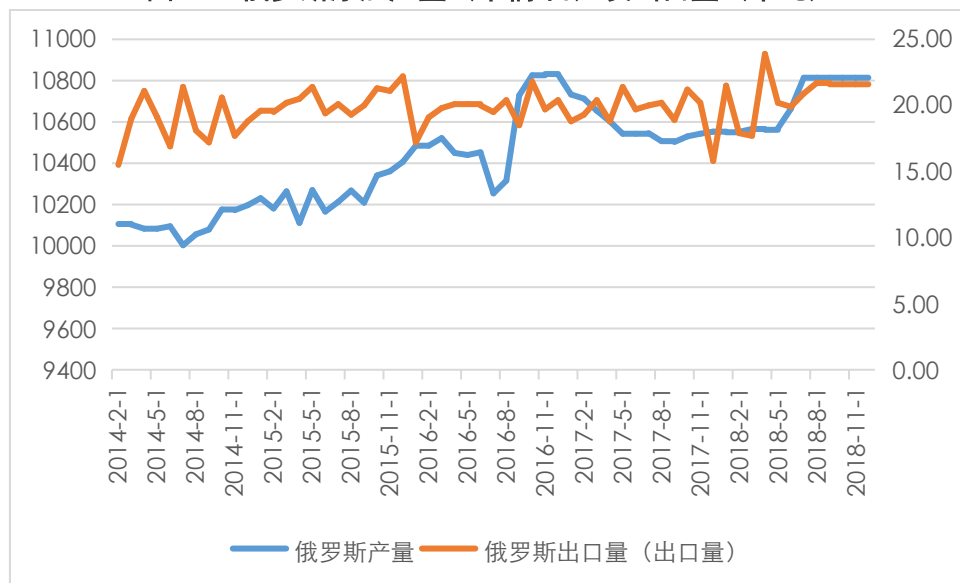
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 12：委内瑞拉原油产量及出口量（千桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 13: 俄罗斯原油产量 (千桶/日) 及出口量 (千吨)

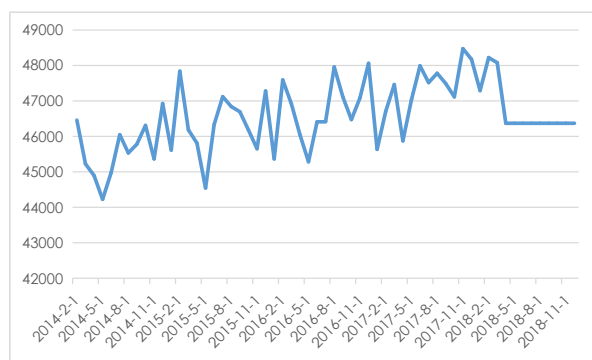


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

## 5.2 需求端

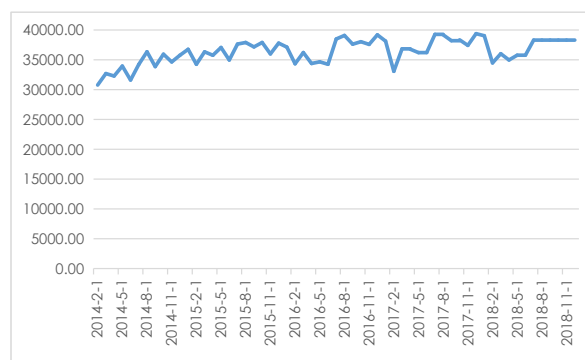
2018 年, 全球原油需求增量预计为 150 万桶/日。OECD 国家中, 美洲国家因对轻油及中质柴油的需求而领跑增长。在全球及非 OECD 国家中, 亚洲国家仍然是主要增长动力, 尤其是印度、印尼、新加坡及泰国。2018 年的总体需求约为 9879 万桶/日。2019 年全球原油需求量将达到 10008 万桶/日, 主要增量仍然来自于中国、美国及印度。2019 年, OECD 国家需求增量约为 25 万桶/日, 而非 OECD 国家需求增量为 104 万桶/日。欧洲地区因英国脱欧、法国“黄背心”事件影响, 局势动荡, 经济预期不佳, 加之 11 月欧洲汽车销量下滑 8.1%, 为连续第三个月下滑, 欧洲未来原油需求恐难有提振。中国海关总署数据显示: 前 11 个月, 中国进口原油 4.18 亿吨, 增加 8.4%。但中国未来的经济增长预期放缓, 汽车销量也开始下滑, 未来预期增长为 0, 显示中国未来原油需求的增量不容乐观。

图 14: OECD 原油消费量 (千桶/日)



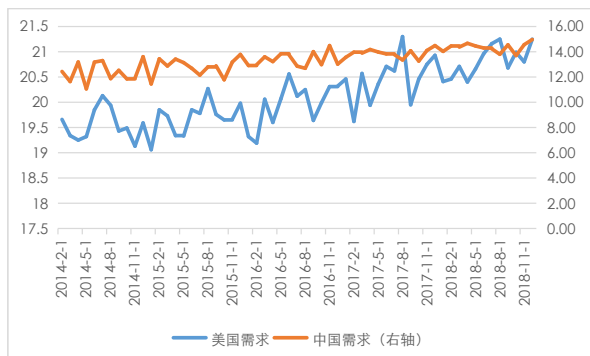
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



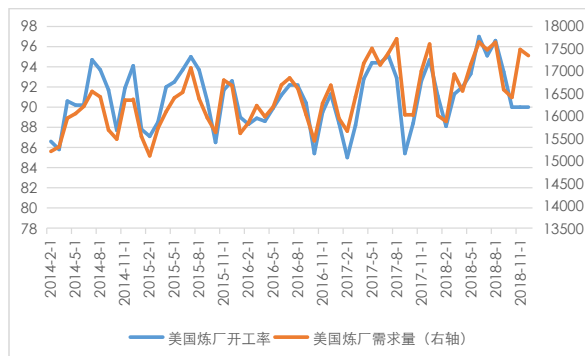
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 美国、中国原油需求量 (百万桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

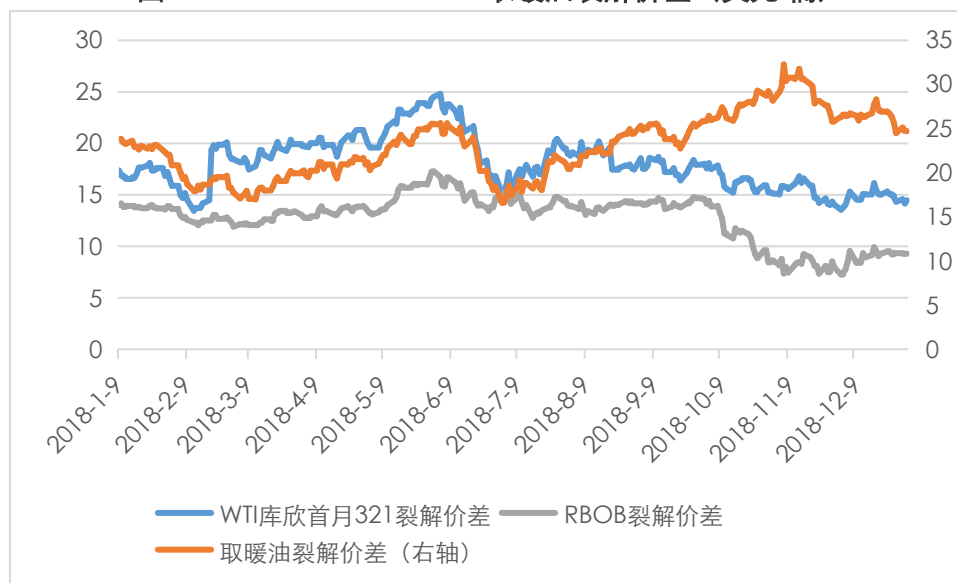
图 17: 美国炼厂开工率 (%) 及炼厂需求量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

美国汽油的裂解价差疲软显示汽油需求不振, 而供给仍在增加。这或会导致未来美国汽油出口的下滑。EIA 预计美国汽油的出口量在 2018 年 11 月同比可能下滑 2.89 万桶/日。美国的汽油需求量在 2018 年 9 月同比减少了 2.6 万桶/日, 预计未来的汽油需求量也难有好转。2018 年冬季气候较往年同期偏冷, 因此取暖油需求好于往年同期, 成品油的主要利润都集中在取暖油上。2018 年的取暖油需求量可能达到历史同期的高点, 为 420 万桶/日。

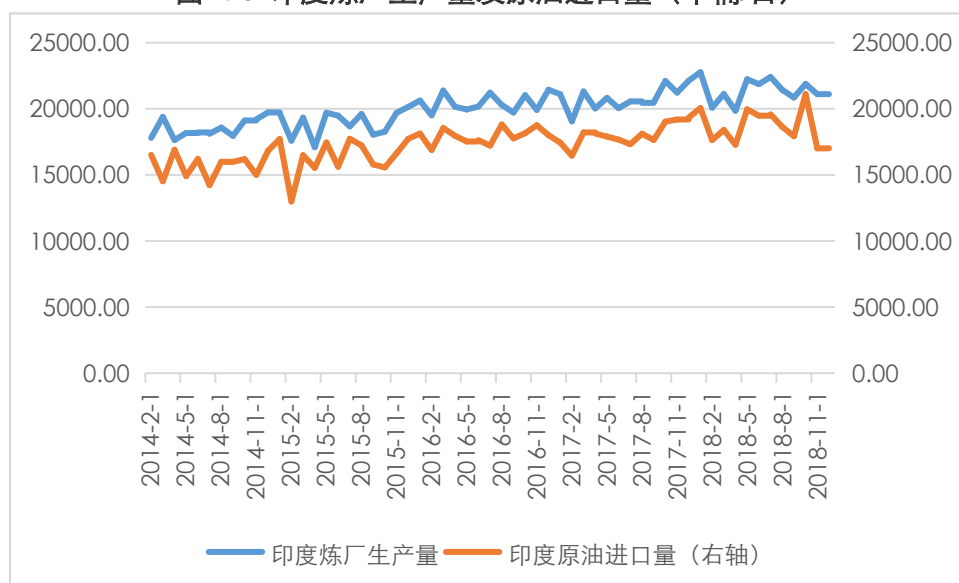
图 18: WTI 321、RBOB、取暖油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部



图 19: 印度炼厂生产量及原油进口量 (千桶/日)



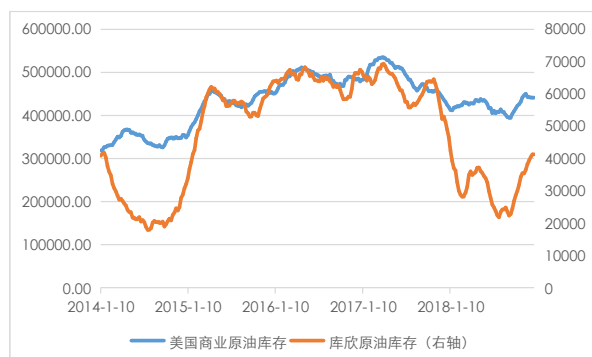
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

2018 年 12 月, 美国 EIA 原油库存虽然连续四周下滑, 但降幅均不及预期, 显示美油增产导致的过剩及整体需求疲软并未因季节性旺季而明显好转。2018 年冬季气候冷于往年同期, 因此美国精炼油库存较 5 年均值低 10%。精炼油需求升至 2003 年 1 月以来的最高水平, 对油价形成支撑, 季节性改善了不振的需求。

2018 年 10 月, OECD 商业原油库存环比增加了 7.6 百万桶, 已连续四个月增长, 至 2883 百万桶。该数值较去年同期下降了 41 百万桶, 但较 5 年均值高出 22.5 百万桶。

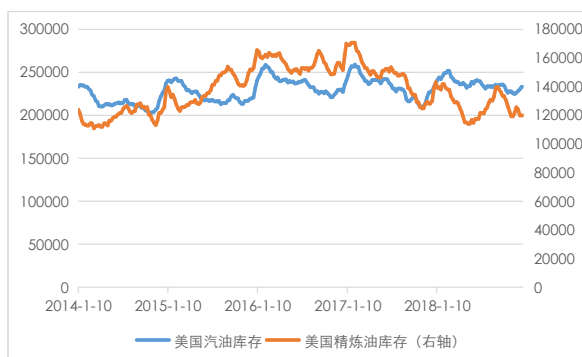
EIA 预计 2018 年全球原油库存将增加 30 万桶/日, 2019 年将增加 20 万桶/日。近期全球原油库存回升也导致跨期价差升水, 显示当前供给偏宽松的状态。全球原油浮仓也在增加, 表明现货充足, 但市场购买意愿却不强; 另一方面也可能是因为伊朗制裁导致该国无法公开出售原油, 导致浮仓库存累库。新加坡成品油库存出现了一定的累库。主因在于越南的新炼厂开工减少了该国的汽油进口量; 中国的新炼厂也导致汽油出口的增加; 中国政府最近也第四次新批复了更多的出口配额给炼厂, 增加了区域性供给。

图 20: 美国原油、库欣库存 (千桶/日)



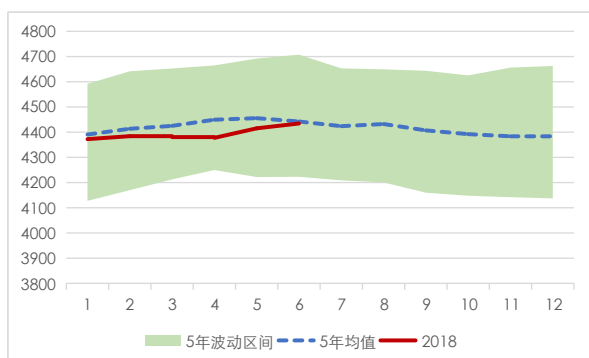
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 21: 美国汽油、精炼油库存 (千桶/日)



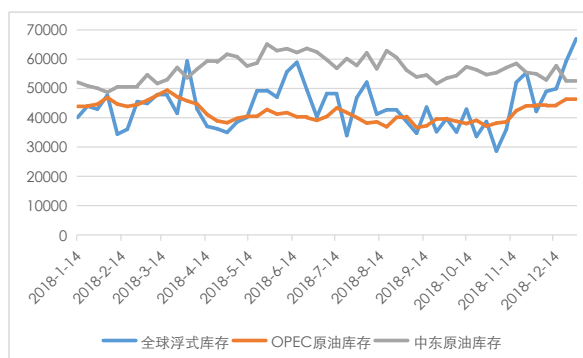
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 22: OECD 原油库存 (百万桶)



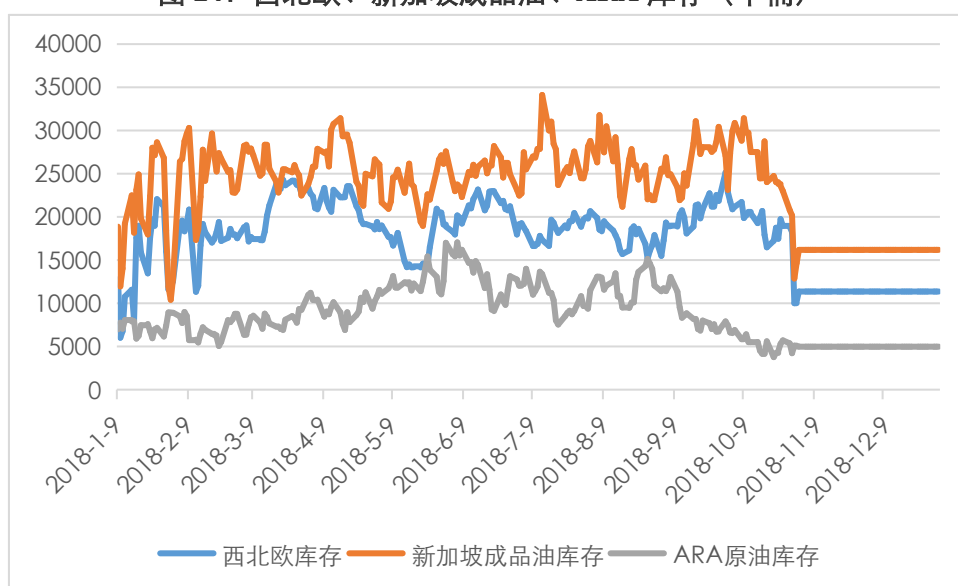
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 23: 全球、OPEC、中东原油库存 (千桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 西北欧、新加坡成品油、ARA 库存 (千桶)

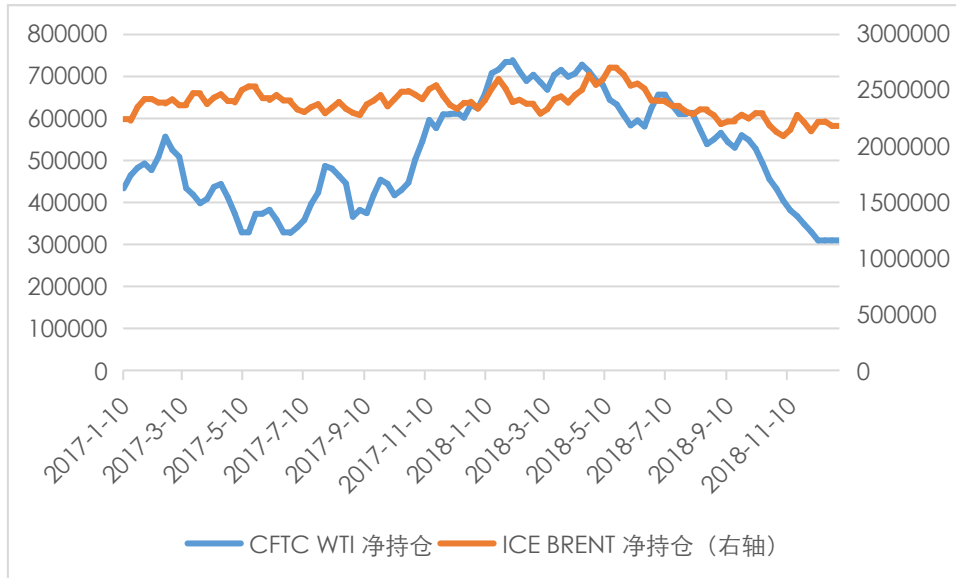


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

### 5.3 机构持仓

12月，原油净多头持仓连续三周下滑，显示投资者因当前基本面情况不佳及对未来经济预期的担忧，对原油看多情绪继续降温。

图 25: CFTC WTI 及 ICE BRENT 净持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

# 进口煤政策未明朗，中长期煤价下行压力不减

2019 年 1 月 2 日 星期三

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

### ● 行情回顾

12 月份尽管煤炭需求已进入旺季，但电厂库存去化速度不及预期，中下游库存高企仍将抑制下游采购需求，市场悲观情绪不断蔓延，现货价格逐渐向绿色价格区间回归，动力煤期货价格偏弱震荡下行，ZC905 合约一度下探至 551 元/吨；短期动力煤期现价均有企稳迹象，但煤炭市场整体供需宽松格局仍未改变。主力合约 ZC905 收于 561.6 元/吨，月跌 1.6 元/吨，跌幅 0.28%；持仓 30.8 万手，成交 302.7 万手，放量增仓，主力合约完成移仓换月。

### ● 后市展望及策略建议

当前临近年底，煤炭主产地部分大矿将以保安全为主，但随着煤炭新增产能陆续释放，煤炭产量仍有望维持高位，供应相对宽松；加之当前进口煤政策尚未明朗，如果元旦节后集中通关，将对煤价形成一定的冲击。

进入 1 月份，气温将继续下降，电厂耗煤需求增加，终端为春节还有一定的补库可能；但在中下游高库存的情况下，电厂仍将以去库存或小规模按需采购为主，下游需求难以有效放大，煤价的上涨空间仍将受到抑制。

整体来看，从产地产量释放、中下游库存高企以及下游需求暂未有显著提升来看，中长期煤价仍有一定的下行压力，但跌幅或有所收窄。预计后期动煤或低位震荡运行为主，继续关注电厂日耗回升的可持续性以及进口煤相关动态，仅供参考。

## 1.信息回顾

### 1.1 中央经济工作会议 12 月 19 日至 21 日在北京举行

中央经济工作会议 12 月 19 日至 21 日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在会上发表重要讲话，总结 2018 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2019 年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。

中央经济工作会议：宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

中央经济工作会议：打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。

### 1.2 制造业景气度有所减弱

2018 年 12 月 31 日，国家统计局发布数据显示，2018 年 12 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.4%，比上月回落 0.6 个百分点，低于临界点，制造业景气度有所减弱。

进入下半年后，制造业 PMI 连续下降，12 月落入收缩区间，较去年同期下降超过 2 个百分点，表明经济下行压力进一步加大。但从全年 PMI 看，经济运行依然保持基本平稳格局，企业生产意愿和经营预期较好，新的一年经济仍具有趋稳运行的基础。

### 1.3 2019 年全国能源工作会议召开

12 月 27 日，2019 年全国能源工作会议在北京召开。会议以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中全会及中央经济工作会议精神，传达学习李克强总理、韩正副总理关于能源工作的重要批示要求，总结 2018 年工作成绩，分析当前面临形势，部署 2019 年重点任务。

### 1.4 多省完成 2018 年度煤炭去产能任务

12 月 26 日，wind 资讯消息，山西省 2018 年拟关闭的 36 座煤矿已全部通过省级验收，完成了 2018 年度煤炭去产能任务，2016 年以来山西省累计关闭煤矿 88 座、退出产能 6920 万吨。

从山东省能源局了解到，山东省超额完成 2018 年煤炭去产能任务，化解产能 485 万吨；其中关退计划内煤矿 10 处，化解产能 465 万吨；此外核减生产煤矿产能 2 处，压减产能 20 万吨。

### 1.5 神华集团出台 2019 年定价政策

数量上，除三年战略长协外，外部客户自产煤取消。

关于定价年协定价是两个变三个 bspi、cctd 加 ceci，月协定价是三个变四个 cctd、cci、api8 加 ceci；注明：关于 ceci 指数，自产煤部分用综合，外购部分用成交指数。

除年度长协计价方式不变单卡计价，月度定价用户热值分二档计价，Q5500/5200 以上，

Q5000/5200，改变以 Q5500 为基准，单卡计价当市场发生重大变故或指数异常时，双方可自行协商，调整价格。

针对所有客户，新增互保机制，个别用户需要交纳合同保证金，约定合同约定兑现率，年长协用户兑现率自产外购互保 90-110%，月兑现率必须达到 80-120%，兑现没达到，按月度价格 10% 罚。

## 1.6 神华集团大幅下调 1 月份长协煤价

2019 年 1 月神华集团年度长协价 553 元/吨；Q5500 月度长协价 582 元/吨，下降 49 元/吨，Q5000 月度长协价 512 元/吨，下降 62 元/吨。

## 2.行情回顾

### 2.1 动力煤期货走势

12 月份尽管煤炭需求已进入旺季，但电厂库存去化速度不及预期，中下游库存高企仍将抑制下游采购需求，市场悲观情绪不断蔓延，现货价格逐渐向绿色价格区间回归，动力煤期货价格偏弱震荡下行，ZC905 合约一度下探至 551 元/吨；短期动力煤期现价格有企稳迹象，但煤炭市场整体供需宽松格局仍未改变。主力合约 ZC905 收于 561.6 元/吨，月跌 1.6 元/吨，跌幅 0.28%；持仓 30.8 万手，成交 302.7 万手，放量增仓，主力合约完成移仓换月。

图 1：动煤 ZC905 行情走势



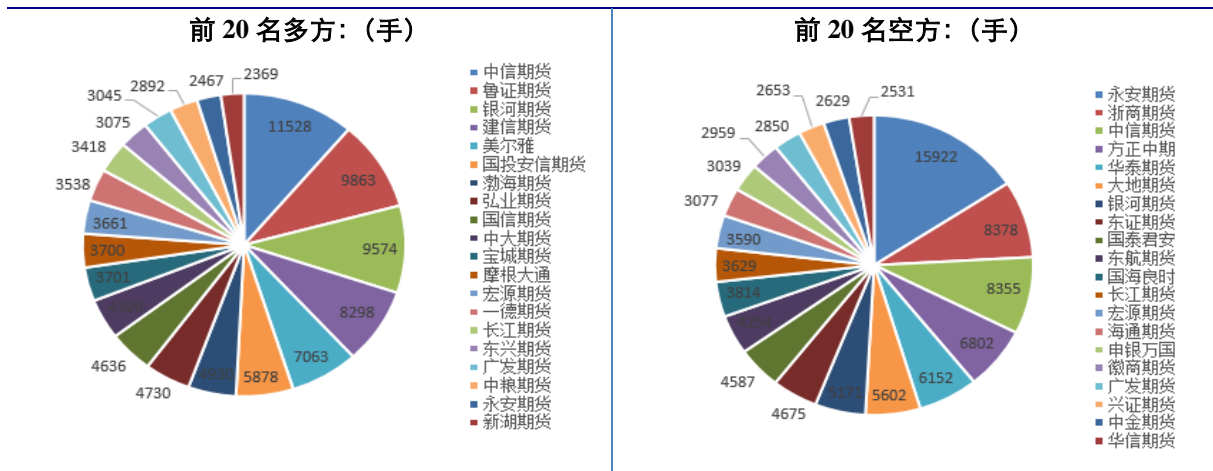
数据来源：兴证期货研发部，文华财经

### 2.2 持仓情况

截止 12 月 28 日，主力合约 ZC905 前 20 名多方持仓由 58460 手增至 102765 手，前 20 名空方持仓由 51281 手增至 100669 手；ZC 合约前 20 名多方持仓 138419 手，前 20 名空方持仓

133830 手。从机构持仓层面看，多方较空方仍维持一定的优势。

图 2：ZC805 合约多空双方持仓情况



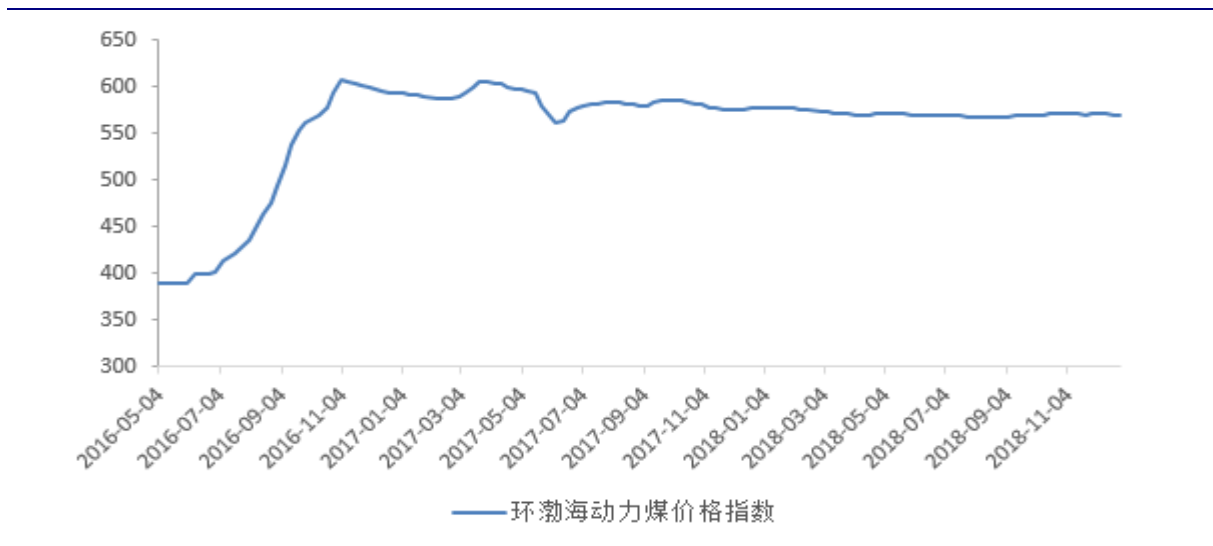
数据来源：兴证期货研发部，郑州商品交易所

### 3. 现货市场

#### 3.1 环渤海价格指数

截至 12 月 26 日，环渤海动力煤价格指数报 569 元/吨，较前一月下跌 2 元/吨，跌幅 0.35%。虽然电厂日耗快速回升，但库存去化速度不及预期，中下游库存高企仍将抑制采购需求，市场悲观情绪不断蔓延，现货价格逐渐向绿色价格区间回归，促使近期 BSPI 指数小幅回落。

图 3：环渤海动力煤价格指数走势图（元/吨）



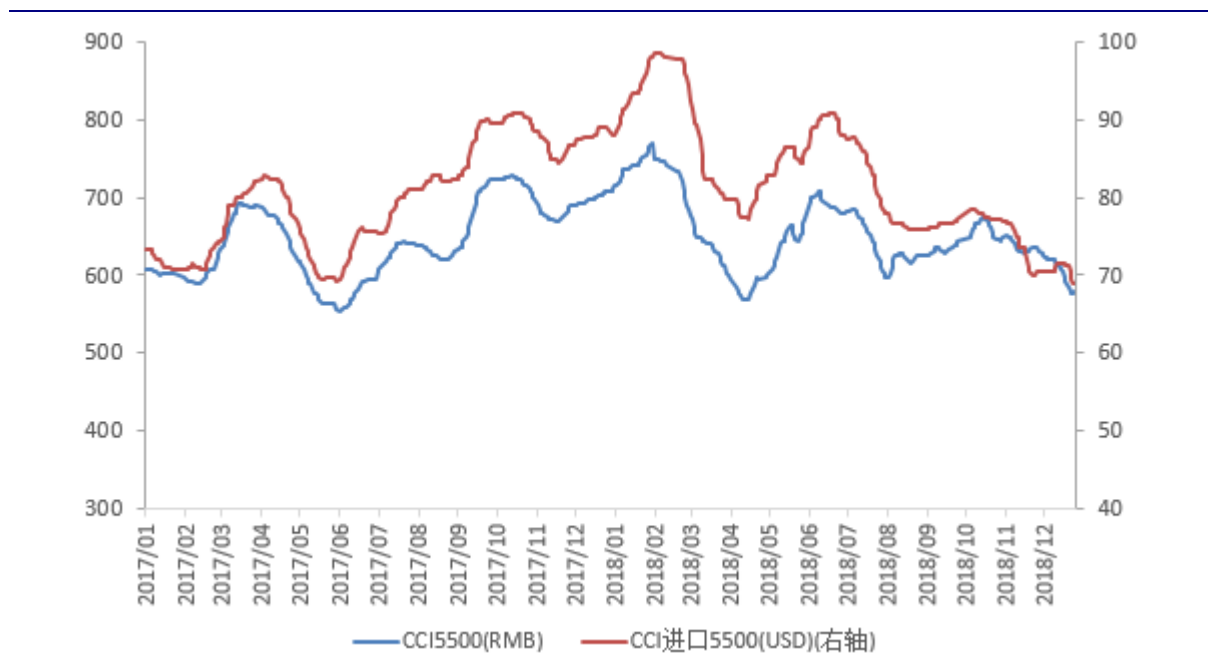
数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 3.2 CCI 指数

12 月份尽管煤炭需求已进入旺季，但电厂库存去化速度不及预期，中下游库存高企仍将抑制下游采购需求，市场悲观情绪不断蔓延，现货价格逐渐向绿色价格区间回归。12 月份 CCI5500

指数弱势震荡下行，近期有所企稳，由 632 元/吨一路下跌至 577 元/吨后回升至 582 元/吨；CCI 进口 5500 指数小幅冲高回落，由 70.5 美元/吨小幅上涨至 71.5 美元/吨后下跌至 68.8 美元/吨。

图 4：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 3.3 国际动力煤市场

12 月份，国际动力煤市场全线上行，整体高位偏强运行。

(单位: 美元/吨)	11 月 30 日	12 月 7 日	12 月 14 日	12 月 21 日	12 月 27 日
纽卡斯尔 NEWC	99.95	101.95	102.40	100.56	102.68
理查德 RB	89.88	93.31	95.45	97.69	96.88
欧洲 ARA 港	82.12	86.33	86.56	89.23	86.88

截止 12 月 27 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 102.68 美元/吨，较上月上涨 2.73 美元/吨，涨幅为 2.73%；南非理查德港动力煤价格指数 96.88 美元/吨，较上月上涨 7 美元/吨，涨幅为 7.79%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 86.88 美元/吨，较上月上涨 4.76 美元/吨，涨幅为 5.80%。



图 5：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4. 基本面

### 4.1 新增产能陆续释放，煤炭产量仍有望维持高位

2018 年 1-11 月，全国原煤累计产量 32.14 亿吨，累计同比增长 5.4%；其中 11 月份原煤产量 3.15 亿吨，同比增长 4.5%，环比增长 3.4%。单月产量创下 2016 年以来的月产新高，随着新增产能陆续释放，煤炭产量仍有望维持高位，供应相对宽松。

2018 年 1-11 月，山西省原煤累计产量 81094 万吨，累计同比增长 3.3%；其中 11 月份原煤产量 7663 万吨，同比增长 5.8%。2018 年 1-11 月，陕西省原煤累计产量 56752 万吨，累计同比增长 14.1%；其中 11 月份原煤产量 5619 万吨，同比增长 7.4%。2018 年 1-11 月，内蒙古原煤累计产量 84248 万吨，累计同比增长 11.1%；其中 11 月份原煤产量 8753 万吨，同比增长 10.9%。

2018 年 1-11 月，动力煤累计产量 26.75 亿吨，累计同比增长 1.21%；其中 11 月份动力煤产量 2.67 亿吨，同比增长 6.81%，环比增长 4.65%。

图 6：原煤产量

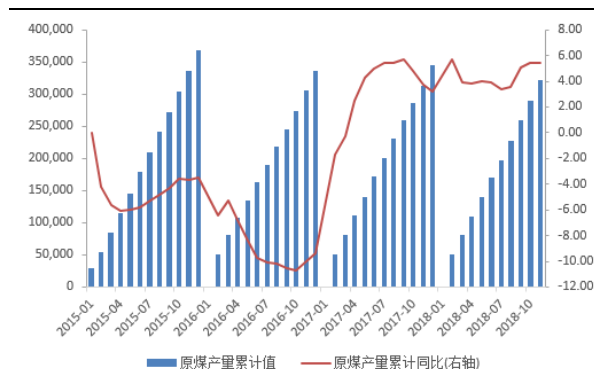
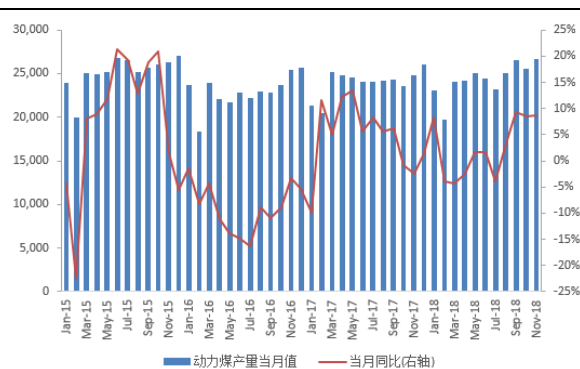


图 7：动力煤产量

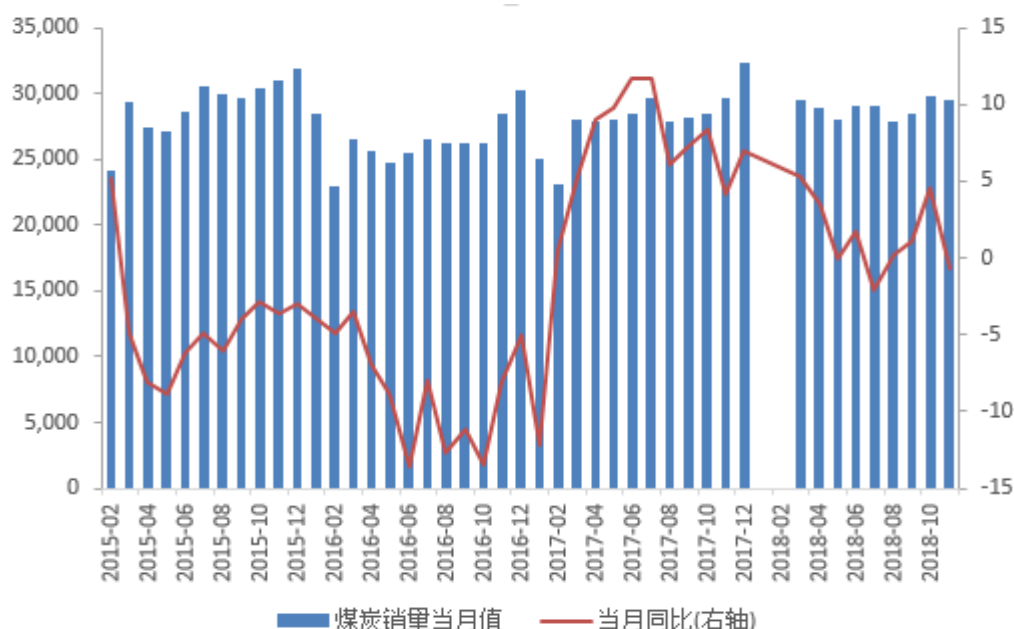


数据来源：兴证期货研发部，wind

数据来源：兴证期货研发部，wind

2018 年 11 月，全国煤炭销量 29500 万吨，同比下降 0.67%。

图 8：全国煤炭销量（万吨）



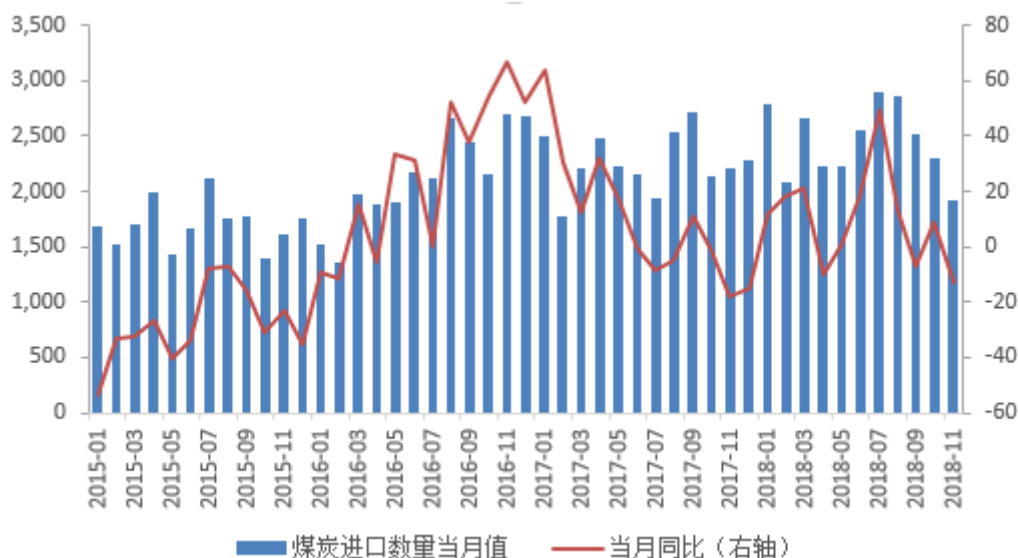
数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 4.2 进口煤政策尚未明朗

2018 年 1-11 月份，全国共进口煤炭 27119 万吨，累计同比增长 9.3%。其中 11 月份，进口煤炭 1915.3 万吨，同比减少 290 万吨，下降 13.15%；环比减少 392.6 万吨，下降 17.01%。在进口平控政策的影响下，预计 12 月份进口煤量可能进一步缩减，但 2019 年 1 月份进口煤量可能会出现恢复性增长。

2018 年 1-11 月份，全国累计进口动力煤 10933 万吨，累计同比增长 13.45%；其中 11 月份，进口动力煤 747 万吨，同比下降 8.34%，环比下降 17.55%。

图 9：进口煤情况

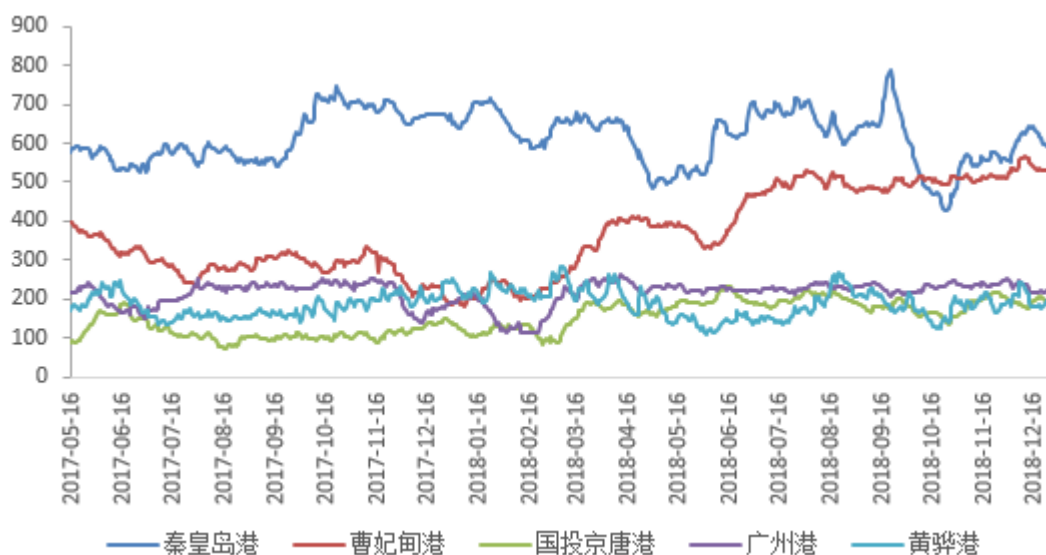


数据来源：兴证期货研发部，WIND

### 4.3 港口库存维持高位

由于下游拉运积极性不高，港口煤炭库存维持高位。截至 12 月 29 日，环渤海四港煤炭库存 1876.6 万吨，较上月同期减少 6.9 万吨，减幅为 0.37%。秦皇岛港煤炭库存 576.5 万吨，较上月同期增加 18 万吨，增幅为 3.22%。黄骅港煤炭库存 215.5 万吨，较上月大幅增加 23.6 万吨；曹妃甸港煤炭库存 499.2 万吨，较上月减少 11.8 万吨；京唐国投港煤炭库存 190 万吨，较上月减少 11 万吨。同期，广州港煤炭库存 207.6 万吨，较上月同期大幅减少 43.7 万吨，减幅为 17.39%。

图 10：港口煤炭库存（万吨）

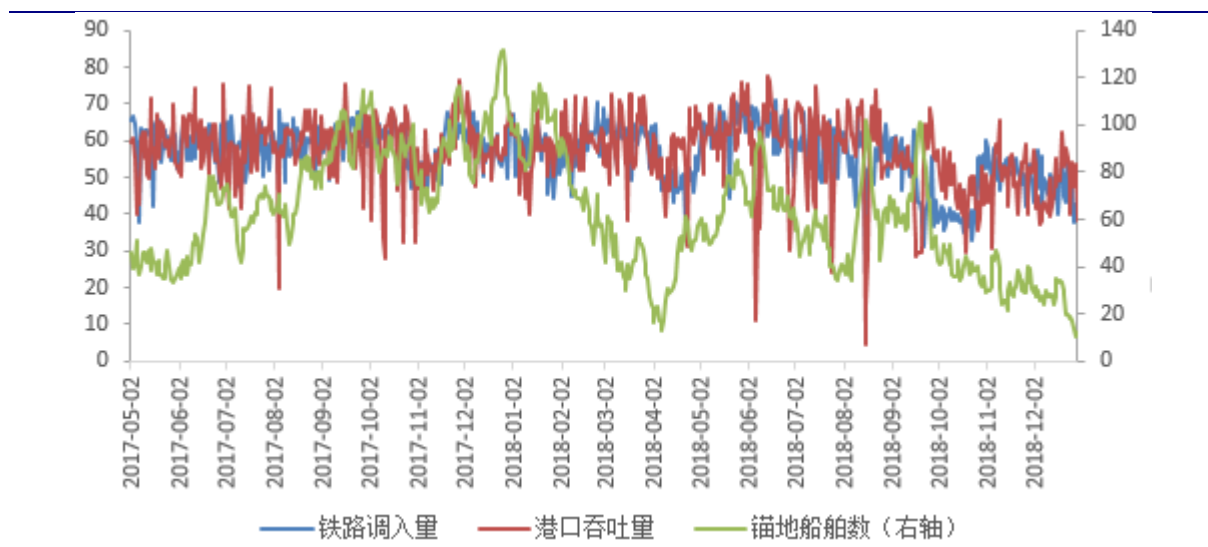


数据来源：兴证期货研发部，WIND

由于坑口-港口价格存在一定的倒挂，贸易商发运积极性不高，港口煤炭调入量维持低位；加之下游采购拉运意愿偏低，港口锚地船舶数处于低位，吞吐量有所下降。12 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 5970 车，环比减少 501 车；日均调入量 47.92 万吨，环比减少 3.68 万吨；日均

吞吐量 47.7 万吨，环比减少 2.68 万吨。锚地船舶数日均 25.38 艘，环比减少 7.45 艘。

图 11: 秦皇岛港调入量、吞吐量 (万吨) 与锚地船舶数 (艘)

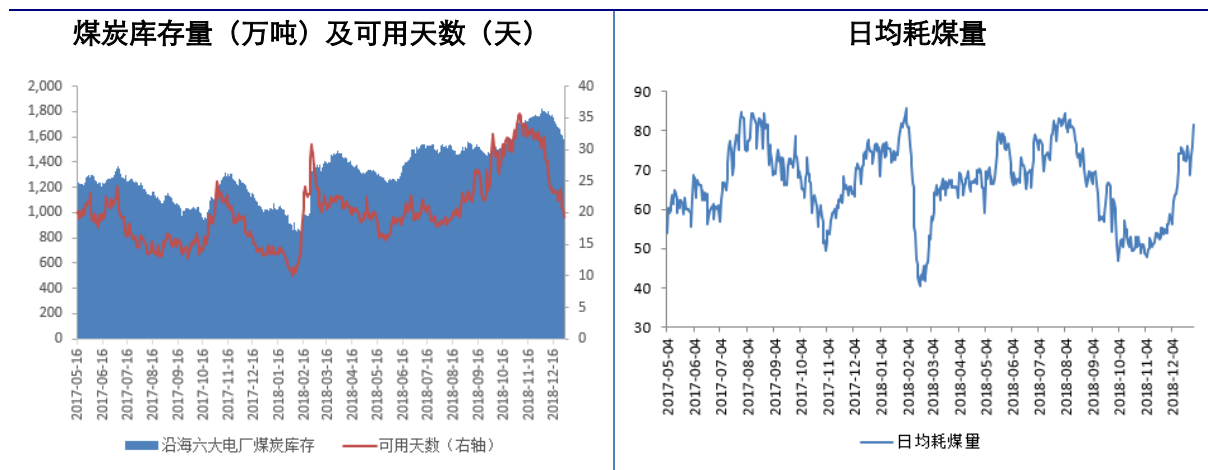


数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.4 电厂库存依然较高，打压采购积极性

近期天气转冷，电厂日耗快速回升，但电煤库存仍处于相对高位，库存可用天数依然维持在 20 天左右；加之市场对于后期需求预期并不乐观，进一步打压了采购积极性。截止 12 月 29 日，沿海六大发电集团煤炭库存为 1566.36 万吨，较上月同期减少 221.49 万吨，减幅为 14.14%；可用天数由 31.74 天至 19.22 天。日均耗煤量 81.49 万吨，较上月同期增加 25.17 万吨。

图 12: 六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

#### 4.5 春节假期临近，煤炭需求改善有限

电力：天气转凉，电厂日耗快速回升，但临近春节假期，工业用电将有所受限，电煤需求预期并不乐观。2018 年 1-11 月，全国发电量 61626 亿千瓦时，累计同比增长 6.9%；其中 11 月份全国发电量 5543 亿千瓦时，同比增长 3.6%。2018 年 1-11 月，火电产量 44963 亿千瓦时，累计同比增长 6.2%；其中 11 月份火电产量 4051 亿千瓦时，同比增长 3.9%。2018 年 1-11 月，水

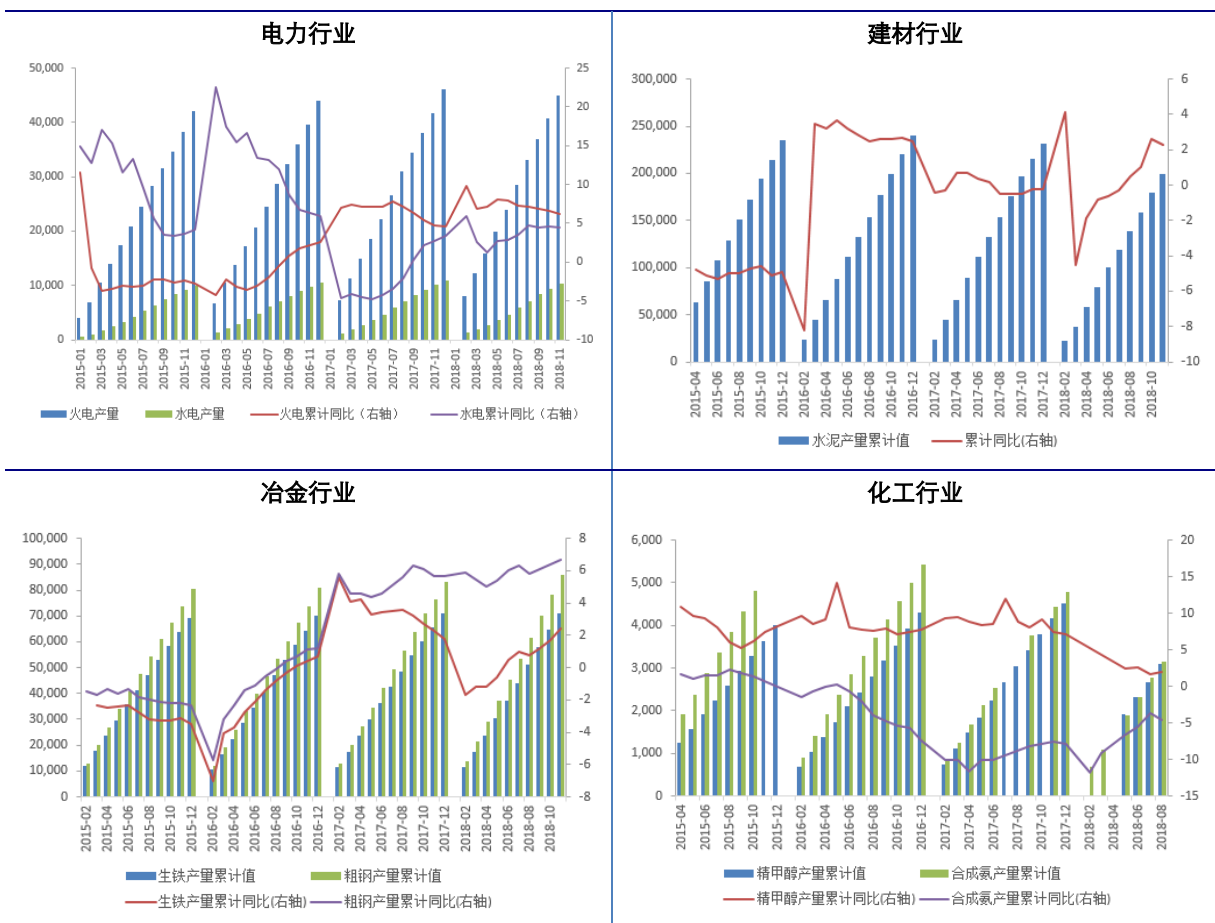
电产量 10297 亿千瓦时，累计同比增长 4.4%；其中 11 月份水电产量 879 亿千瓦时，同比增长 1.5%。

建材：水泥价格高位运行，产量增速略有放缓。2018 年 1-11 月，全国水泥产量 199848 万吨，累计同比增长 2.3%；其中 11 月份水泥产量 20521 万吨，同比增长 1.6%。

冶金：在钢铁行业持续高利润的情况下，钢厂开工居高不下，生铁粗钢产量继续增长。2018 年 1-11 月，全国生铁产量 70785 万吨，累计同比增长 2.4%；其中 11 月份生铁产量 6373 万吨，同比增长 9.9%。2018 年 1-11 月，全国粗钢产量 85737 万吨，累计同比增长 6.7%；其中 11 月份粗钢产量 7762 万吨，同比增长 10.8%。

化工：原油价格大幅下挫，化工品市场弱势运行。2018 年 1-8 月，全国甲醇产量 3088 万吨，累计同比增长 2.0%；其中 8 月份水泥产量 394 万吨，同比增长 0.3%。2018 年 1-8 月，全国合成氨产量 3149 万吨，累计同比减少 4.6%；其中 8 月份合成氨产量 387 万吨，同比减少 9.1%。

图 13：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

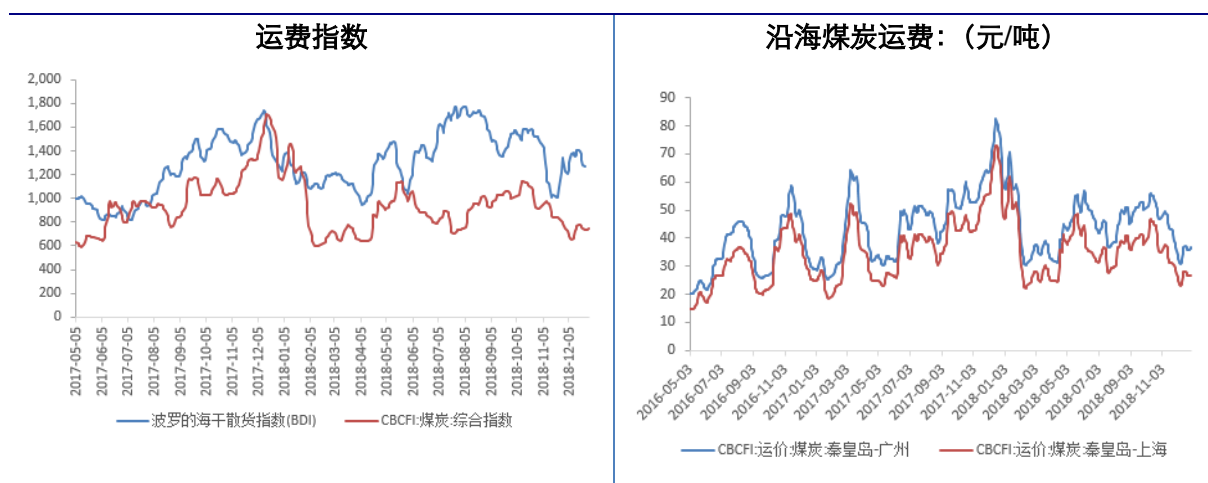
## 4.6 国际运费偏弱运行，沿海运费冲高回落

月初受中美贸易摩擦缓和影响，国际航运运费有所上涨；随后在原油价格大幅下挫的影响下，大宗商品需求预期转差，国际航运运费也不断回落，形势不容乐观，波罗的海干散货指数 (BDI) 冲高回落。截止 12 月 24 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 1271 点，较上月同期上涨 40 点，涨幅为 3.25%。

截至 12 月 29 日，沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 为 741.19 点，较上月同期下降 5.54 点，减幅为 0.74%。月初由于沿海电厂库存居高不下，电厂补库积极性偏低，航运需求不佳，沿海煤炭运费弱势走低；随后由于我国大范围降温，电厂日耗快速回升，市场拉运需求略有增多，加之部分港口封航导致船舶周转缓慢，导致市场可用运力紧张，促使沿海煤炭运费快速反弹走高；但近期由于现货价格阴跌不止，下游拉运需求依然不高，船多货少格局未改，沿海煤炭运费整体呈现小幅下降趋势。预计后期在下游采购需求有限的情况下，沿海煤炭运费仍将弱稳运行。

截止 12 月 28 日，秦皇岛-广州运费 36.6 元/吨，较上月上涨 1 元/吨；秦皇岛-上海运费 26.7 元/吨，较上月下降 0.4 元/吨。

图 14：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

## 5. 总结

当前临近年底，煤炭主产地部分大矿将以保安全为主，但随着煤炭新增产能陆续释放，煤炭产量仍有望维持高位，供应相对宽松；加之当前进口煤政策尚未明朗，如果元旦节后集中通关，将对煤价形成一定的冲击。

进入 1 月份，气温将继续下降，电厂耗煤需求增加，终端为春节还有一定的补库可能；但在中下游高库存的情况下，电厂仍将以去库存或小规模按需采购为主，下游需求难以有效放大，煤价的上漲空间仍将受到抑制。

整体来看，从产地产量释放、中下游库存高企以及下游需求暂未有显著提升来看，中长期煤价仍有一定的下行压力，但跌幅或有所收窄。预计后期动煤或低位震荡运行为主，继续关注电厂日耗回升的可持续性以及进口煤相关动态，仅供参考。

## 年关将至，TA 预计显著累库

2019 年 1 月 2 日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12 月份 PTA 先强后弱，中上旬在宏观利好以及现实货源紧缺下出现反弹，但随 TA 装置恢复以及聚酯降负，PTA 货紧情况缓解，加之外盘原油再度下挫，价格回落。现货加工差好转在 1000 元/吨，05 合约盘面加工差好转至 500 元/吨。

#### ● 后市展望及策略建议

1 月，PTA 有两套大装置检修存不确定性，但聚酯负荷降负确定性较高，PTA 存在大幅累库趋势，预计在 30-50 万吨上下，成本上，腾龙芳烃及福建炼化均有提负预期，PX 供应增多，PX 加工差或快速收缩，1 月 PTA 面临淡季特征预计明显。

操作建议上，PTA1901/美原油至 2.12，处于中枢偏上水平，PX 与 PTA 的加工差均有一定压缩空间，且一月有大幅累库预期，预计 TA 走势呈震荡或回调，单边建议观望或逢高沽空。5-9 价差预计随库存积累而呈现近弱远强，观望或逢高沽空。PTA/INE 临近区间高点，PX 与 PTA 加工差均有压缩空间，建议观望或逢高沽空。仅供参考。

## 1.PTA

### 1.1 生产与库存

12月PTA负荷显著回升，除仪征化纤35万吨装置推迟检修、65万吨装置推迟重启；三房巷月末一条线检修15天，其余装置几无变动。12月月均负荷持平在80%左右，按31天计，月产量在356万吨附近。

聚酯方面，12月聚酯负荷基本持平，月初月末终端有集中补货，其余时间产销平淡，加之涤纶亏损，临近月末局部涤纶工厂开始降负，短纤及瓶片库存尚可，负荷维持。12月聚酯月均负荷在88%附近，按31天计，聚酯产量约405万吨，对应PTA需求在348万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，12月份PTA社会库存预计小幅增加5万吨左右，期末库存在80万吨附近。

2019年1月份，PTA生产方面，1月存在较多不确定性检修，目前尚未确定的是恒力石化220万吨和桐昆嘉兴二期的220万吨的各10天左右检修，较为确定的是福海创提负以及逸盛前期技改装置重启。若两套大装置均检修10天估计，1月份PTA月均负荷约在81%左右，按30天计，1月PTA产量约350万吨；若一套装置检修10天，产量预估在356万吨；若均不检修，产量预估在362万吨。

聚酯方面，当下POY、FDY库存同比偏高，DTY及短纤处于历史中位，今年春节在2月初，目前终端订单一般，终端负荷逐步下降，后期或再有1到2次集中备货，POY及FDY高库存消化不易，已有较多聚酯工厂安排了检修计划，12月底开始，时长多在一个月上下，涉及负荷变动在10%以上，且不排除未来有更多装置检修，因此暂估1月月均负荷为82-83%，按30天计算，1月聚酯产量约在365万吨，对应PTA需求在315万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，1月PTA显著供过于求，预计社会库存变化+35~+45万吨，期末库存至110万吨上下。

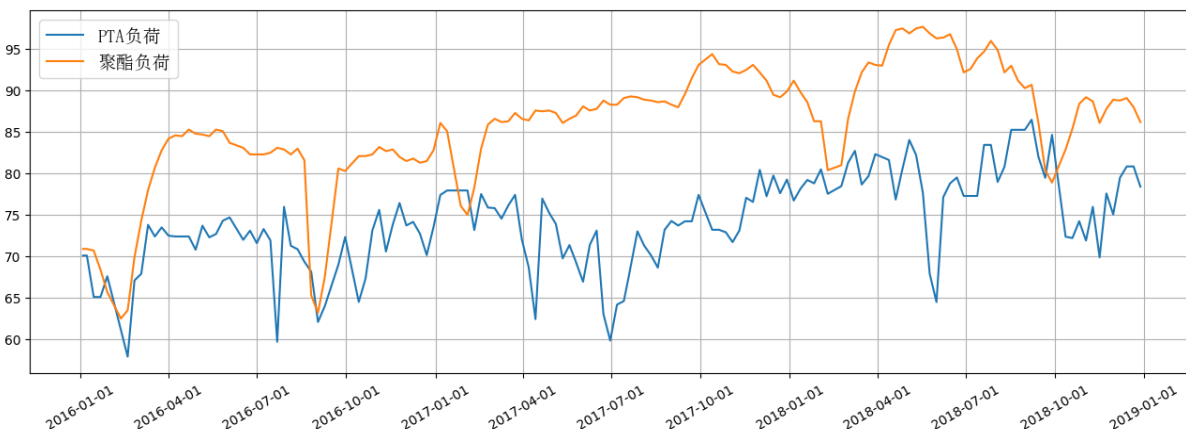
表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化福海创	450	漳州	腾龙芳烃已于12月25日晚出料，预计1月中上旬PTA负荷开始逐渐提升
扬子石化	35	南京	11.1起因故停车，初步计划1.7日前后重启
仪征化纤	35	仪征	正常运行，原计划12.23-1.23检修，预计延后至大线重启
仪征化纤	65	仪征	10.16停车检修，计划1月上旬重启
逸盛（大连）	225	大连	11.25起停车检修，预计1.20左右重启
三房巷	120	江阴	12.25起停车检修，计划半个月
恒力	220	大连	目前正常运行，1月份停车计划尚未落实
桐昆嘉兴二期	220	嘉兴	目前正常运行，此前有计划在1月中停车7-10天，但未明确

数据来源：CCF，兴证期货研发部

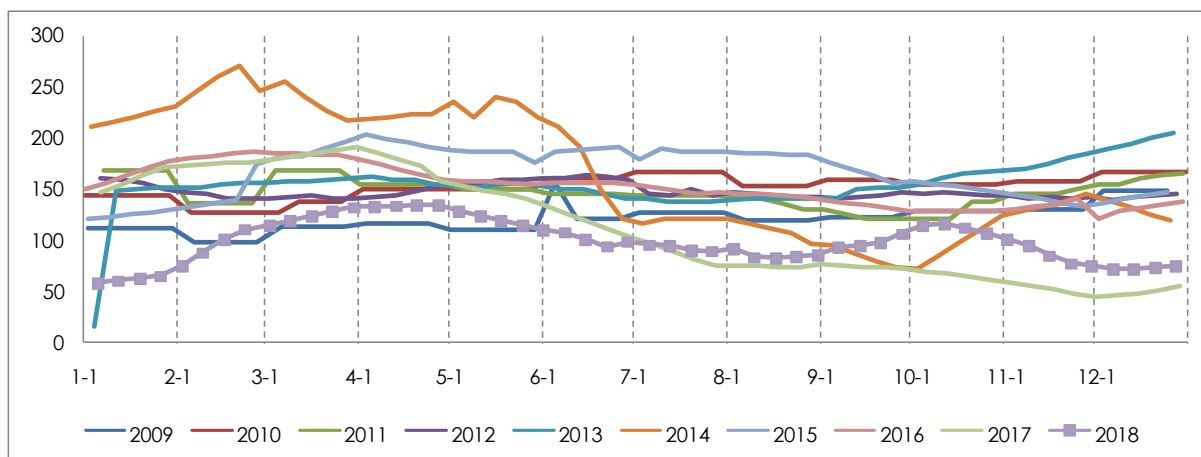


图 1: PTA 负荷小幅走弱, 聚酯负荷下降



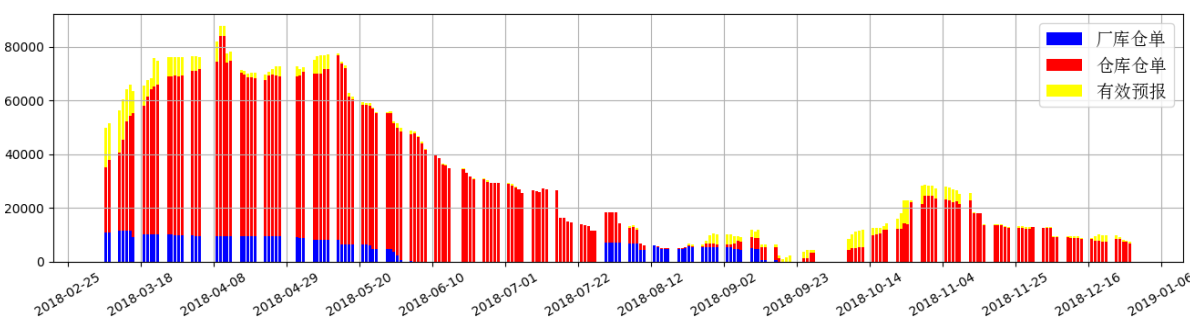
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: PTA 周度社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 仓单小幅减少



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

## 1.2 产业链利润方面

12 月产业链利润表现聚酯弱、PTA 强、PX 逐步走弱。

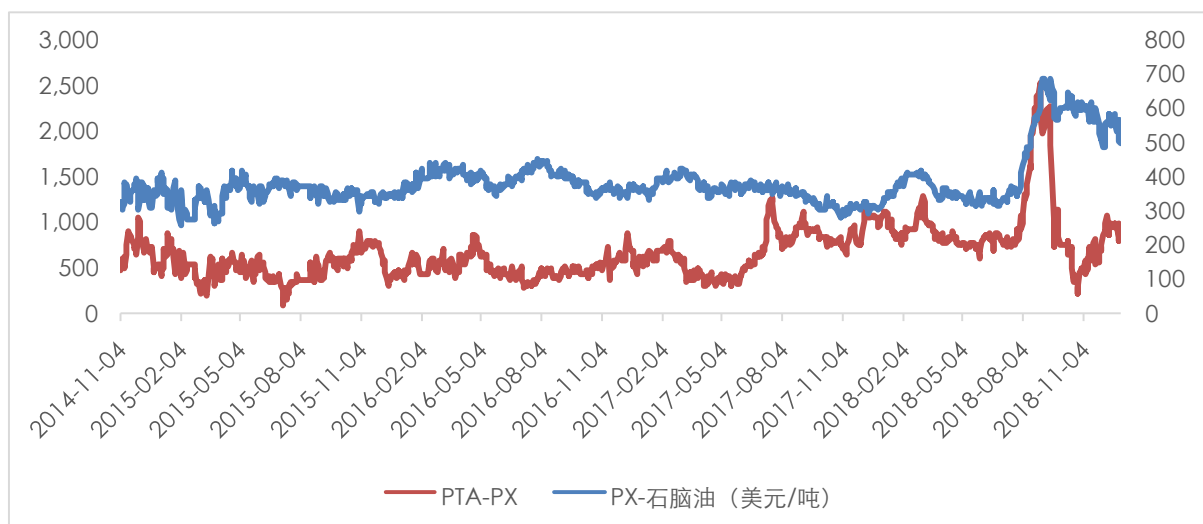
PX 环节表现高位回落, 12 月开始, 亚洲 PX 装置负荷陆续提升, 腾龙芳烃成功产出合格品, 负荷从月初 80.6% 提升至 85.5%, 国内 PX 社会库存继续积累 2 万吨左右, 12 月未能谈成, CFR 中国/台湾月均价在 1034 美元/吨, PX-石脑油月均在 547 美元/吨。

PTA 表现强势, 因 12 月 PTA 负荷提升有限, 中上旬货源均紧张, 下旬才逐步好转, 现货月均价在 6437 元/吨, 现货月均加工差在 938 元/吨。

聚酯各产品现金流表现不一, 虽仍有盈利, 但基本在成本线上小幅波动, 其中 POY 显著走弱, 切片、FDY、DTY、瓶片及短纤尚可, 环比持平或小幅提升。

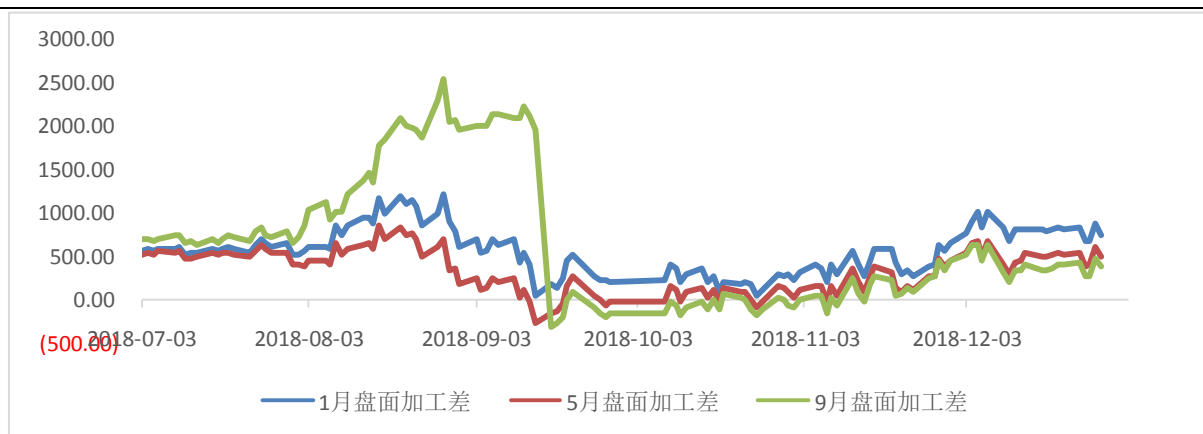
1 月, PX 的 ACP 仍未能谈成, 亚洲 PX 负荷预计继续提升, 福建炼化及腾龙芳烃均有提负预期, 检修仅有新加坡裕廊美孚 180 万吨, 预计 PX 将维持供过于求, PX 加工差继续压缩; PTA 预计 1 月有显著累库, 加工差目前在 1000 元/吨左右, 预计有一定压缩空间; 聚酯环节, 1 月或再有 1 到 2 次备货, 若 PTA 加工差回调到位, 不排除终端有为年后投机性备货可能, 各产品加工差有望提升。

图 4: PX-石脑油压缩, PTA 加工差持稳



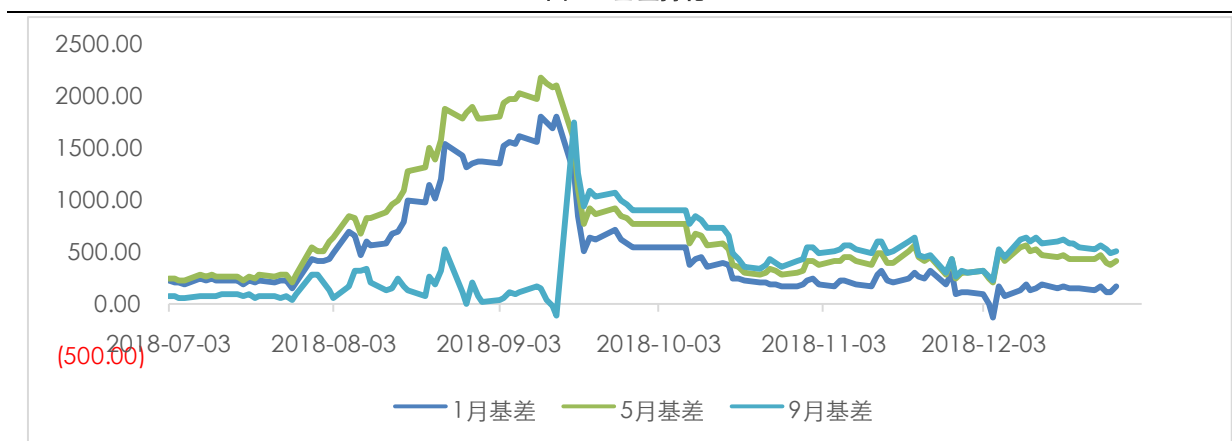
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 盘面加工差尚可



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 基差持稳



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 聚酯

### 2.1 切片

切片方面, 12月表现先强后弱, 中上旬在终端集中备货下, 小幅反弹, 中下旬在产销回落后, 重归弱势, 至月末, 半光、有光切片价格分别至 7675 元/吨、7650 元/吨, 较 11 月底基本持平。

效益稳步回升, 11月中旬效益见底后, 随采购增多而逐步反弹, 12月中下旬集中补货完成后, 效益维稳, 在成本线上小幅波动。聚酯半光、有光切片 12月平均现金流分别为盈利 110 元/吨、200 元/吨左右, 较 11 月份平均现金流分别增加 100、110 元/吨左右。

### 2.2 长丝

长丝方面, 12月, 涤丝先强后弱, 中上旬在终端集中采购中, 价格有所反弹, 但反弹高度有限, 中下旬随产销回落, 价格重新随聚酯原料下移, 月底价格环比基本持平。POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F 月末分别在 8170、9160 和 9880 元/吨左右。

效益方面, 涤丝现金流表现不一, POY、DTY 表现偏弱, FDY 触底反弹, POY150D/48F、FDY150D/96F 和 DTY150D/48F 月均现金流分别在-84.58、206 和 500 元/吨, 环比-100、+140 和-85 元/吨左右。

涤丝产销, 12月国内主流直纺工厂长丝平均产销在 8.5 成附近, 环比高 15%。

长丝库存, 月末 POY、FDY、DTY 分别在 13 天、14 天和 16 天, 去年同期在 5 天、8.5 天、16 天, POY 与 FDY 均高于去年同期, 接近 15 年水平。

### 2.3 瓶片

瓶片方面, 12月价格逐步走弱。内销市场, 月底价格较月初低约 200 元/吨, 月均价在 8267 元/吨, 环比低 200 元/吨。外销市场, 华东工厂商谈区间从 1100 美元/吨 FOB 上海港附近回落至 1035 美元/吨 FOB 上海港附近。

效益方面, 现金流略有回升, 内盘月均现金流在 240 元/吨, 环比增 60 元/吨, 略有好转。

### 2.4 短纤

短纤方面，反弹力度有限，价格震荡，12月底价格在8730元/吨左右，较上月末略高50元/吨，月均价在8909元/吨，环比降220元/吨。

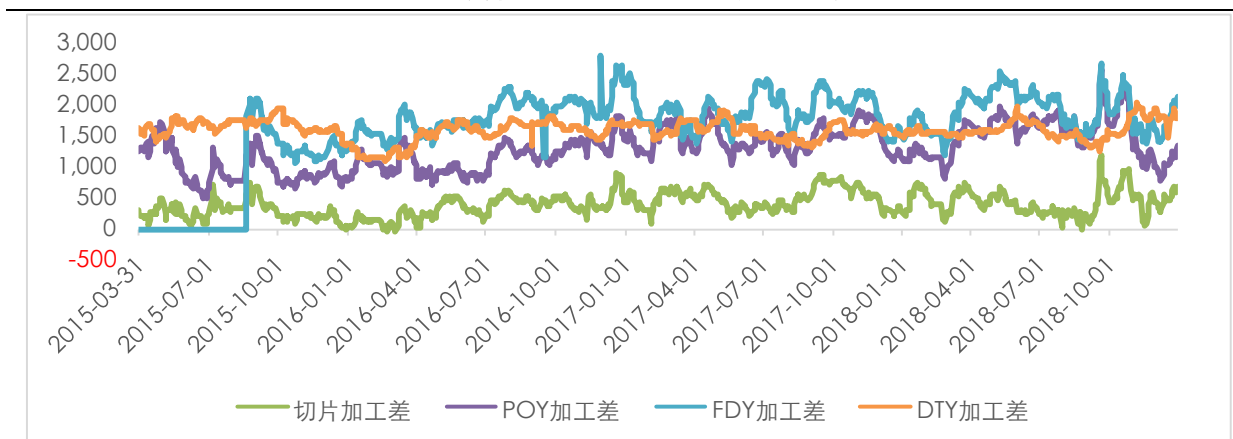
效益方面，效益持平，12月月均现金流在550元/吨。

库存方面，12月底库存在16天左右，去年同期在16天，与往年同期持平，库存尚可。

## 2.5 展望

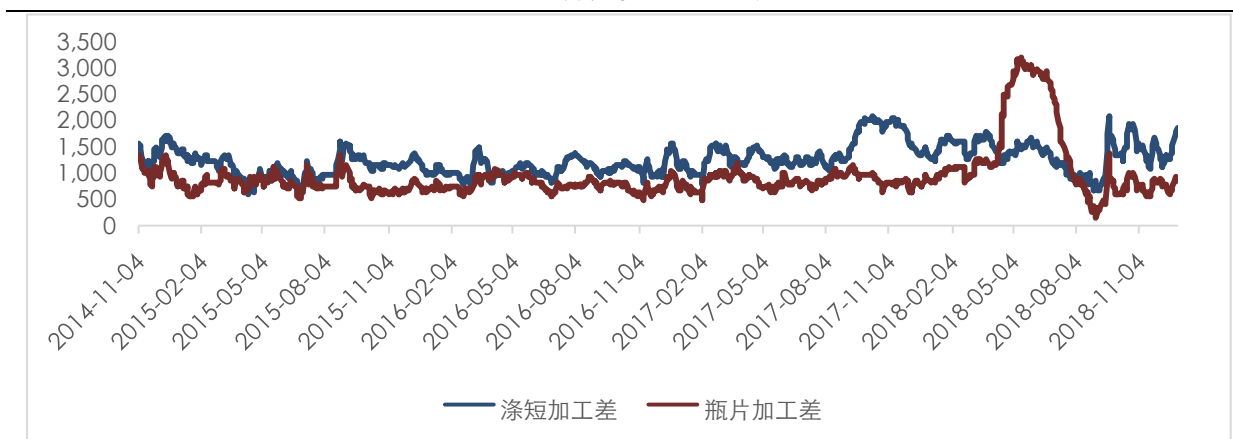
年前预计产销平淡，临近过年，终端同样逐步降负，刚需收缩，月中或有1到2次涤丝及短纤的集中采购，但库存水平难有显著下降，目前POY及FDY库存水平偏高，1月聚酯负荷特别是长丝负荷预计将有显著下降。

图7：切片、POY、FDY、DTY加工差回升



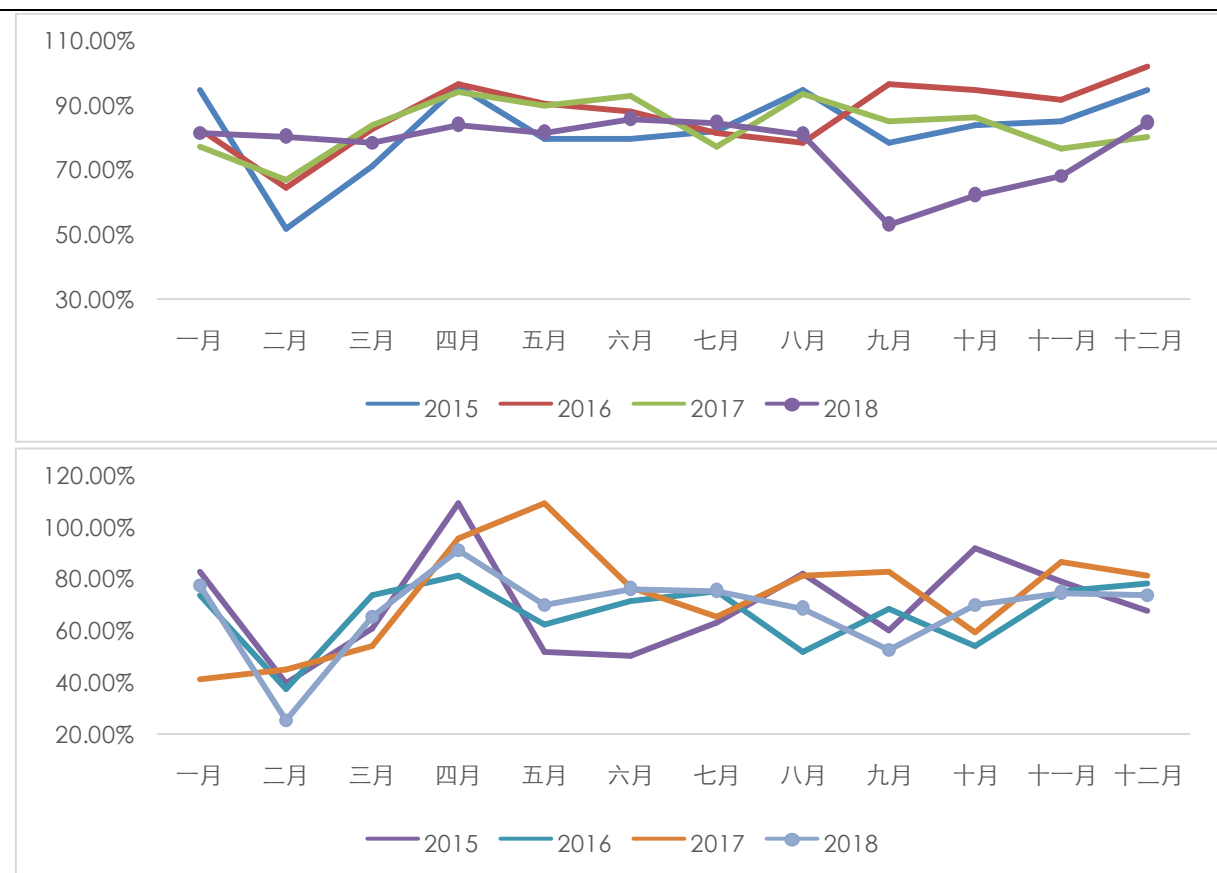
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：瓶片及涤短加工差回升



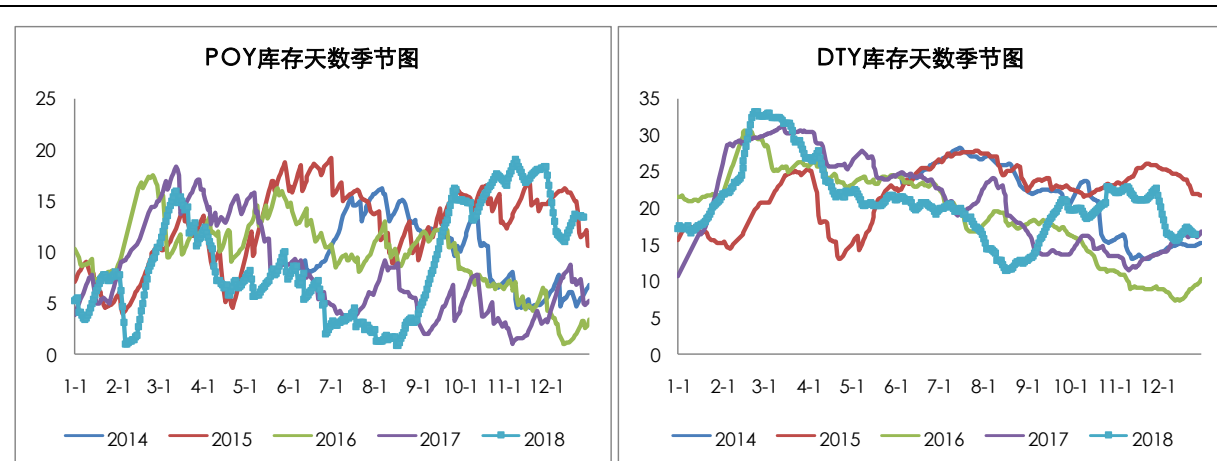
数据来源：Wind，兴证期货研发部

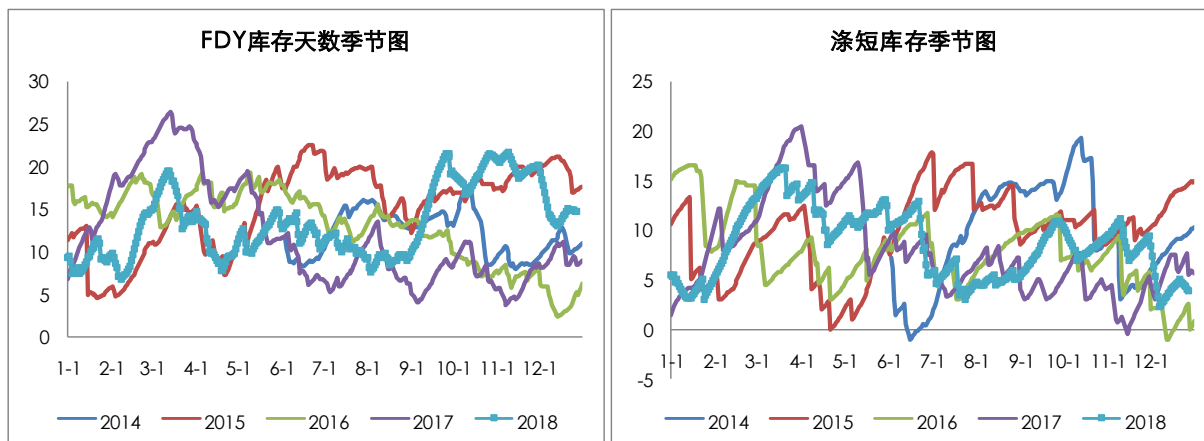
图 9：涤丝（上）和涤短（下）月均产销回暖



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

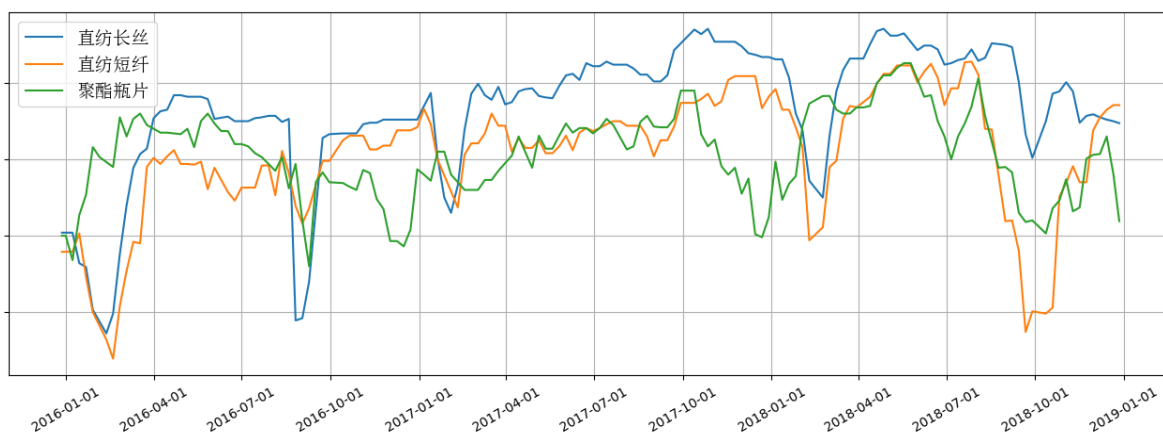
图 10：POY、FDY 同比偏高，DTY、涤短库存同比尚可





数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 11：长丝、瓶片负荷走弱，涤短负荷企稳



数据来源：CCF，兴证期货研发部

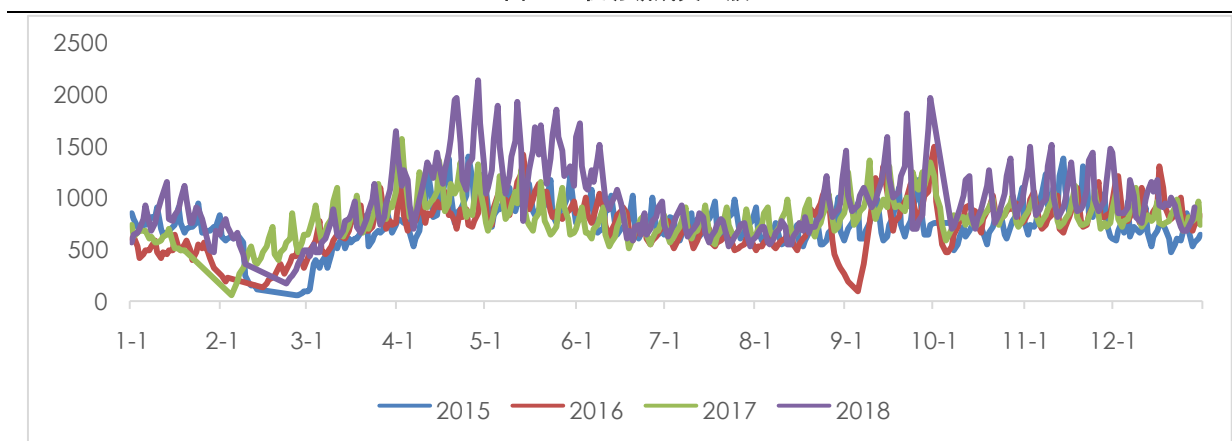
### 3.终端

12月，终端各品种负荷先升后降，月初宏观情绪企稳后，有一定新订单及补库需求，中下旬逐步走弱。1月临近过年，终端负荷预计将有显著下降。江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、涤纱12月月均负荷在77%、69%、61%、30%、35%、42%、77%，月环比持平或小幅上升。

轻纺城数据来看，12月坯布成交一般，12月轻纺城成交总量平均在941万米/天，月环比下降140万米/天左右，同比上升100万米/天左右，化纤布成交平均在702万米/天左右，月环比下降100万米/天左右。

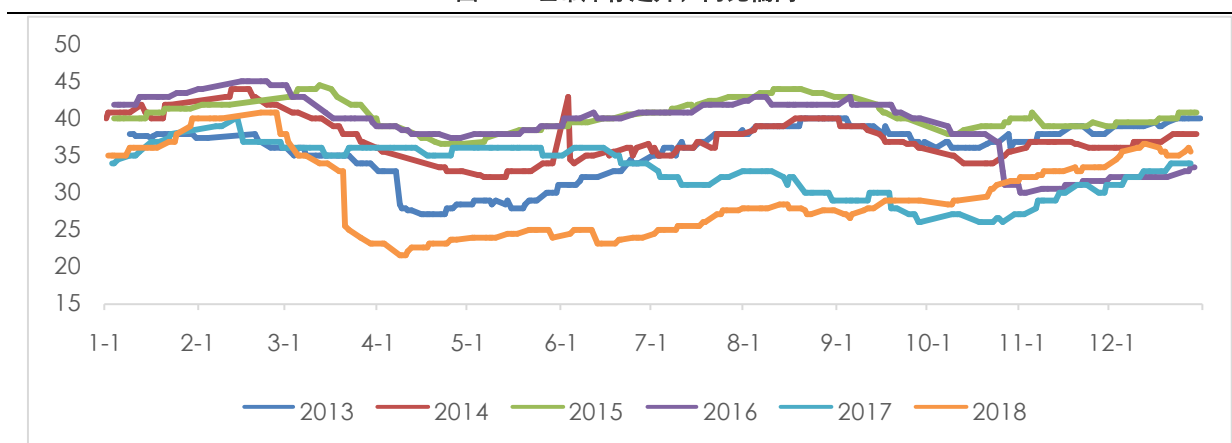
终端坯布库存12月延续累库，月底在35天左右，环比上升1.5天，去年同期在34天。

图 12: 轻纺城成交一般



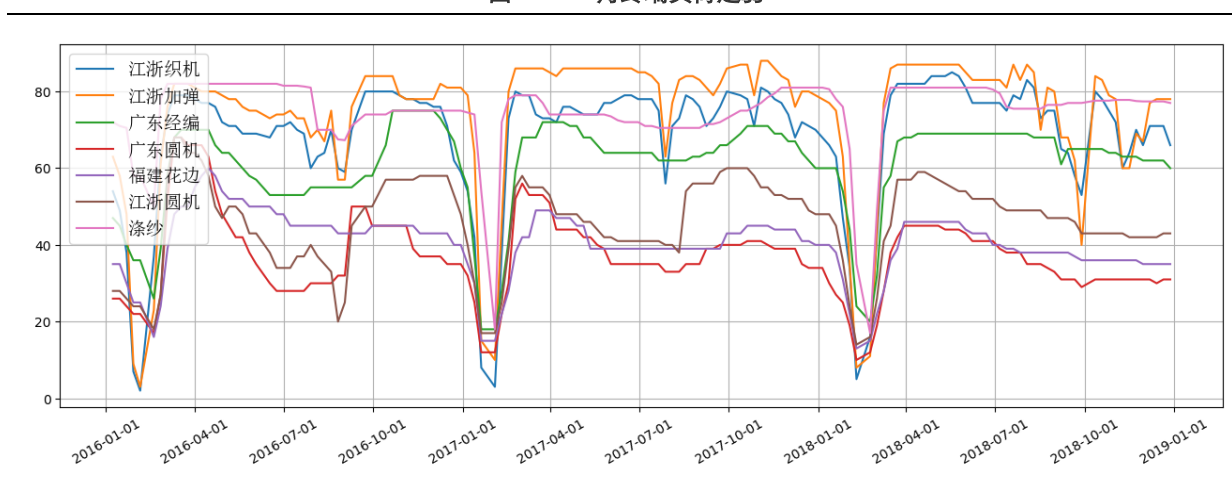
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 坯布库存走升, 同比偏高



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 12 月终端负荷走弱

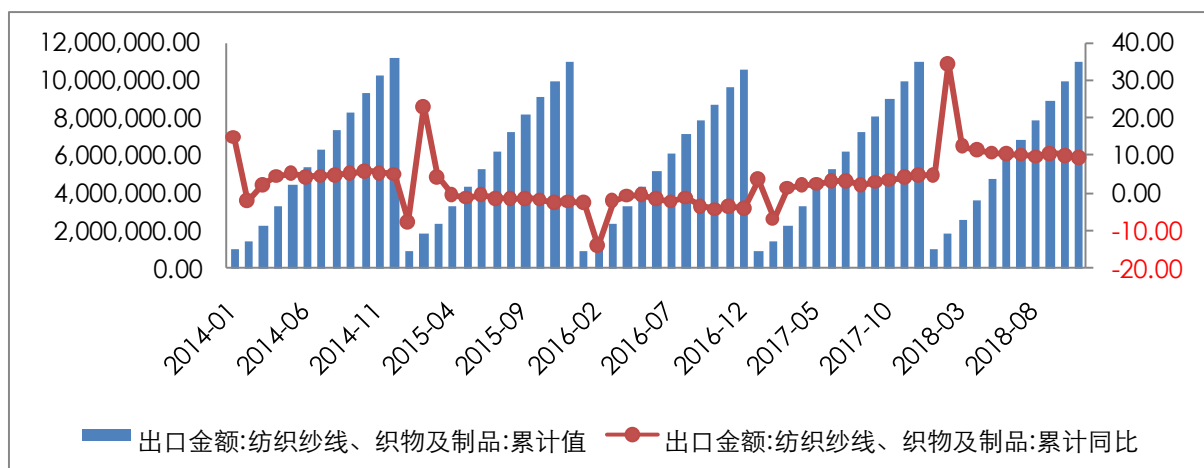
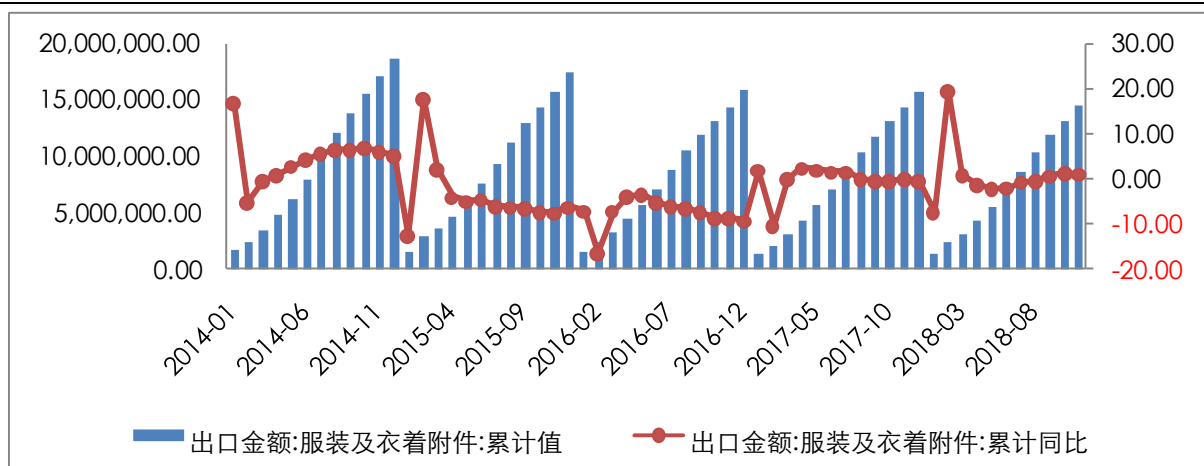


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-11 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 10930455 万美元, 累计同比 9.3%, 去年同期在 4%。累计出口服装及衣着附件

14465176 万美元，累计同比在 0.9%，去年同期在-0.1%。

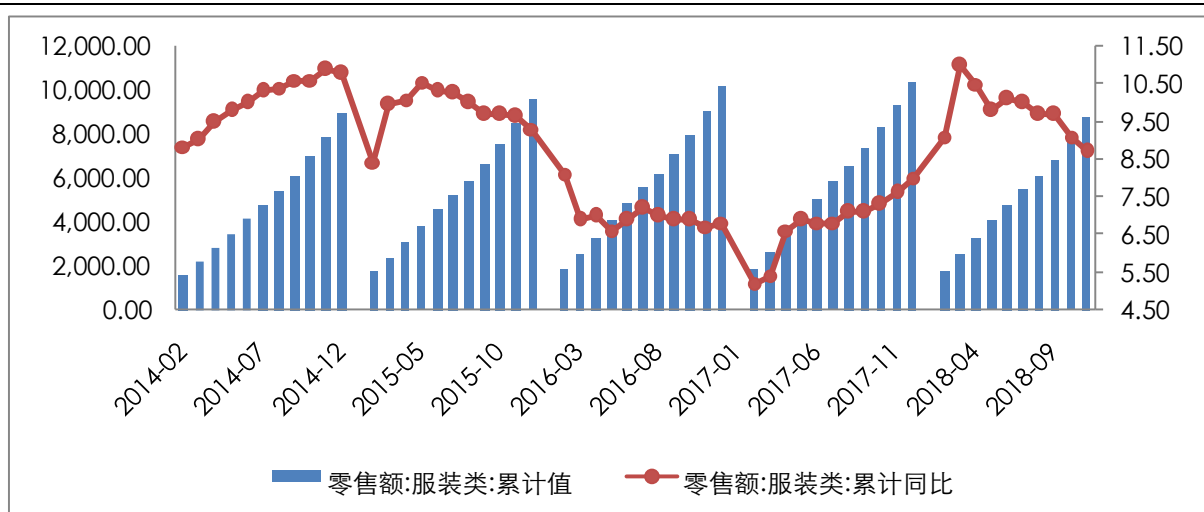
图 15: 纺织品出口



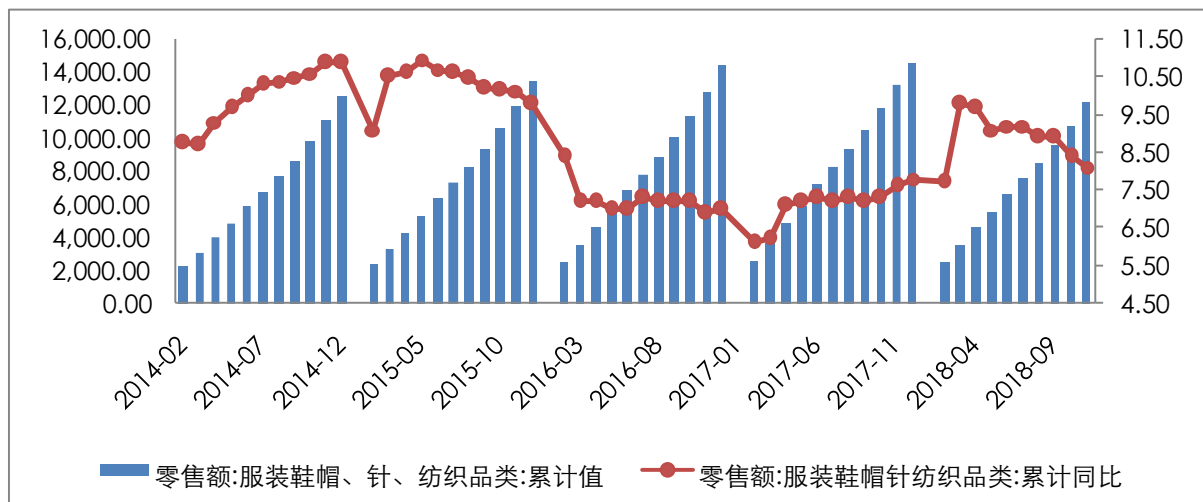
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

内需方面, 2018 年 1-11 月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在 8757 亿元, 累计同比在 8.7%, 去年同期在 7.6%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在 12197 亿元, 累计同比在 8.1%, 去年同期在 7.6%。

图 16: 限额以上零售额（服装类、服装鞋帽针纺织品类）







数据来源：Wind，兴证期货研发部

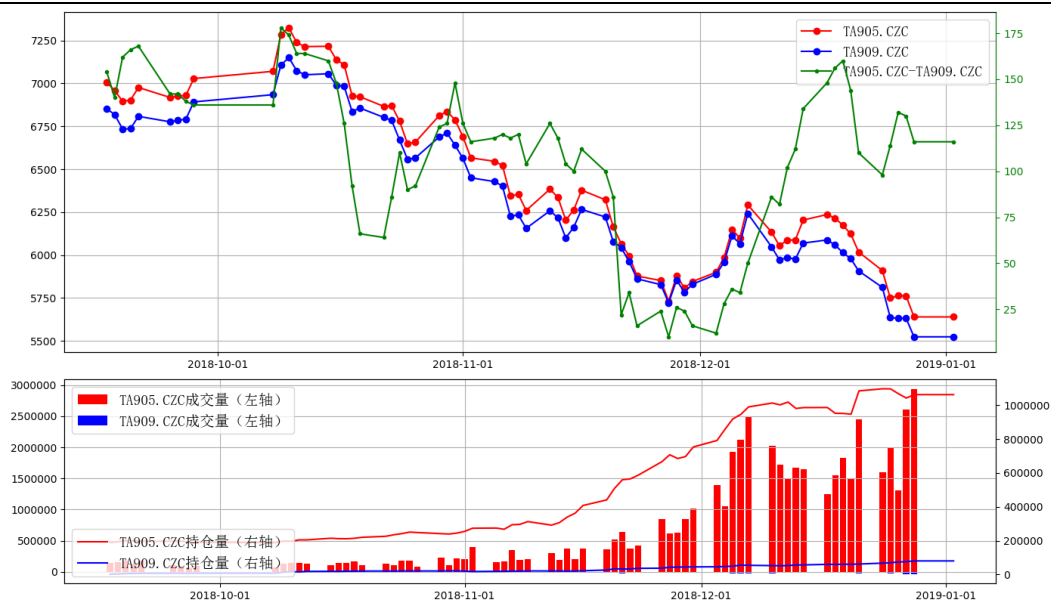
### 4.操作建议

12 月份 PTA 先强后弱，中上旬在宏观利好以及现实货源紧缺下出现反弹，但随 TA 装置恢复以及聚酯降负，PTA 货紧情况缓解，加之外盘原油再度下挫，价格回落。现货加工差好转在 1000 元/吨，05 合约盘面加工差好转至 500 元/吨。

1 月，PTA 有两套大装置检修存不确定性，但聚酯负荷降负确定性较高，PTA 存在大幅累库趋势，预计在 30-50 万吨上下，成本上，腾龙芳烃及福建炼化均有提负预期，PX 供应增多，PX 加工差或快速收缩，1 月 PTA 面临淡季特征预计明显。

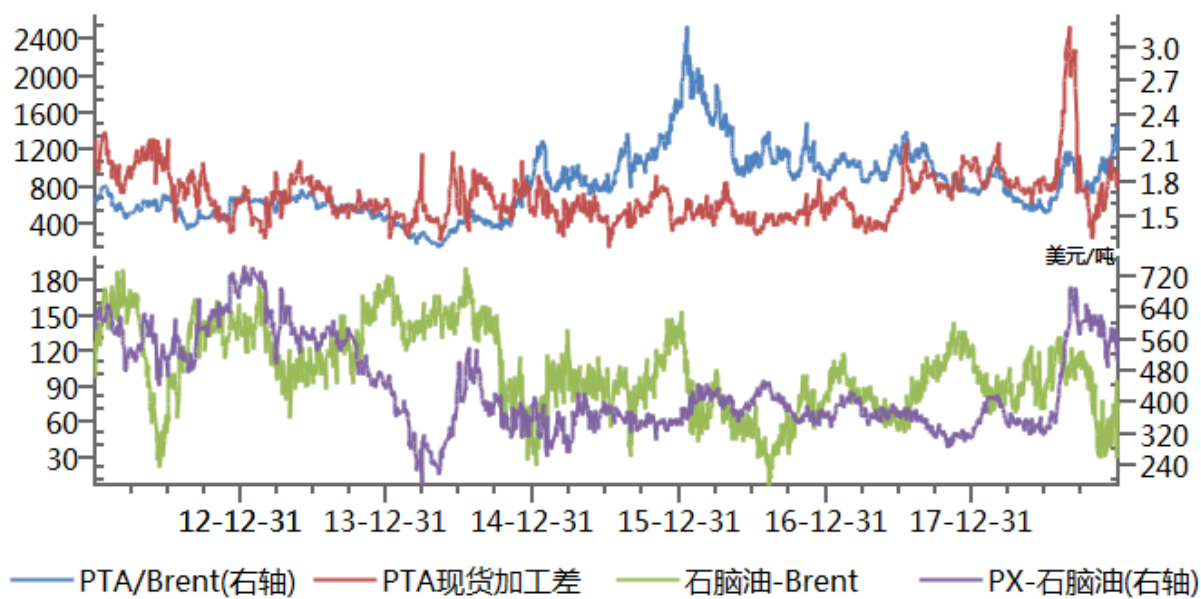
操作建议上，PTA1901/美原油至 2.12，处于中枢偏上水平，PX 与 PTA 的加工差均有一定压缩空间，且一月有大幅累库预期，预计 TA 走势呈震荡或回调，单边建议观望或逢高沽空。5-9 价差预计随库存积累而呈现近弱远强，观望或逢高沽空。PTA/INE 临近区间高点，PX 与 PTA 加工差均有压缩空间，建议观望或逢高沽空。仅供参考。

图 17：5-9 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18: PTA/美原油, PTA-PX, PX-石脑油, 石脑油-原油



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 重启美豆进口，油脂低位震荡

2019年1月2日 星期三

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

#### ● 行情回顾

12月豆油维持震荡走低的行情；油厂供应压力较大，尽管年末需求有所好转，库存小幅走低，但由于国际能源价格暴跌以及中国进口美豆对远月利空使得油脂震荡走低；美国国内大豆压榨数据较好、出口有所好转，但巨大的库存压力仍旧对价格利空；南美大豆种植顺利，巴西大豆面积增加、增产概率大；阿根廷受天气影响，生长有所影响，但产量恢复性反弹可大幅提高供应，对远期价格压力较大。棕榈油库存维持震荡，接近40万吨；12月马来棕榈油的产量同比预期减少，出口仍旧萎缩，期末库存预期增加；目前来看，整体油脂供求宽松状态压制价格。

#### ● 后市展望及策略建议

进入1月以后，中美贸易谈判及进口美豆的关税税率将对国内豆类油脂价格有最直接影响，可能导致豆油价格剧烈变动；东南亚棕榈油进入减产，对棕榈油价格利多，但需求疲弱不利于棕榈油消费；综合来看，豆油和棕榈油基本面维持宽松状态，以逢高沽空偏空交易为主。

## 1. 油脂基本面

### 1.1 豆油

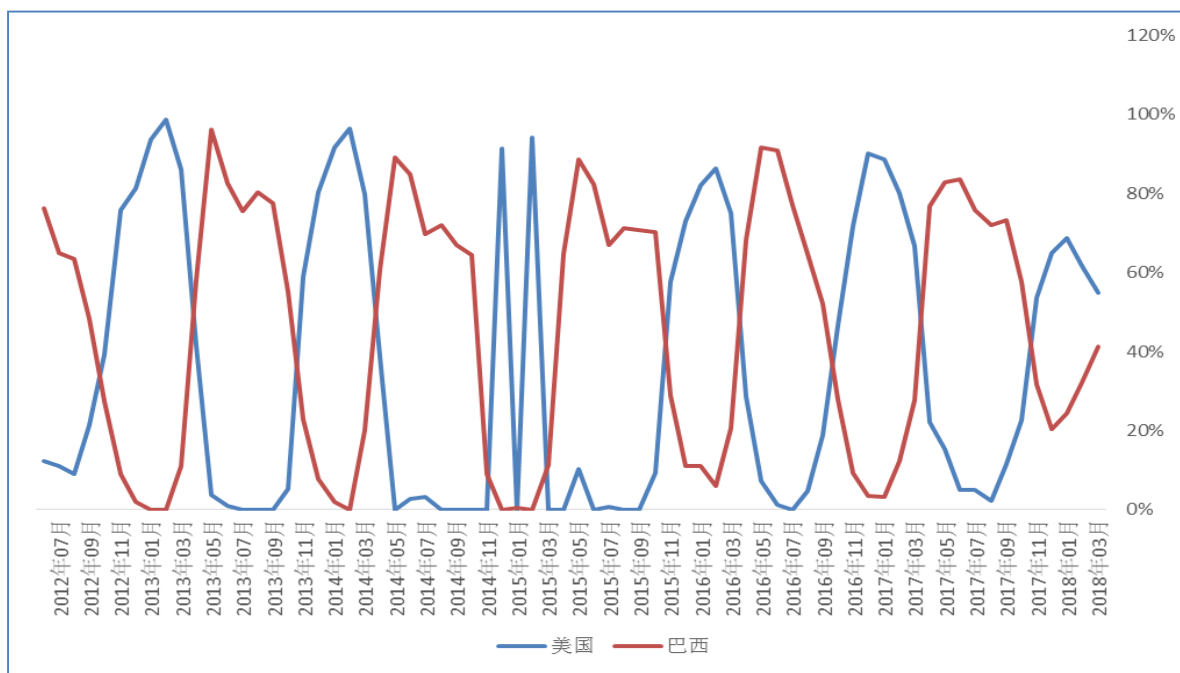
#### 1.1.1 南美大豆丰产预期打压价格

巴西方面，美国农业部预估 2018/19 年度，巴西大豆种植面积较去年增加 7% 以上，按照趋势单产水平，产量可能达到 1.22 亿吨以上；根据国内的调研，巴西大豆的种植面积增幅可能超过 8%，产量也可能创出历史新高，甚至超过美豆的 1.25 亿吨的产量；阿根廷大豆的种植受近期天气的影响出现重播的情况，但种植面积大幅增加 13% 以上，若不再经历去年的严重干旱，大豆的产量也将恢复到 5000 万吨以上的水平，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。美国方面，由于前期贸易战影响，大豆价格偏高，制约了中国对大豆的需求，美国大豆的出口受到极大的抑制，库存将创出历史新高，后期的出口压力也非常大，给全球大豆价格带来压力。

#### 1.1.2 重启美豆进口，豆类油脂压力重现

4 月以来，中美贸易战曲折进行，直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况，从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。12 月 2 日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆。12 月 13 日，美国农业部报道中国进口了 113 万吨美国大豆，中美贸易摩擦暂缓后期，中国将从美国进口 700—1000 万吨的大豆，对美豆有一定的利多影响，但利空国内大豆。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

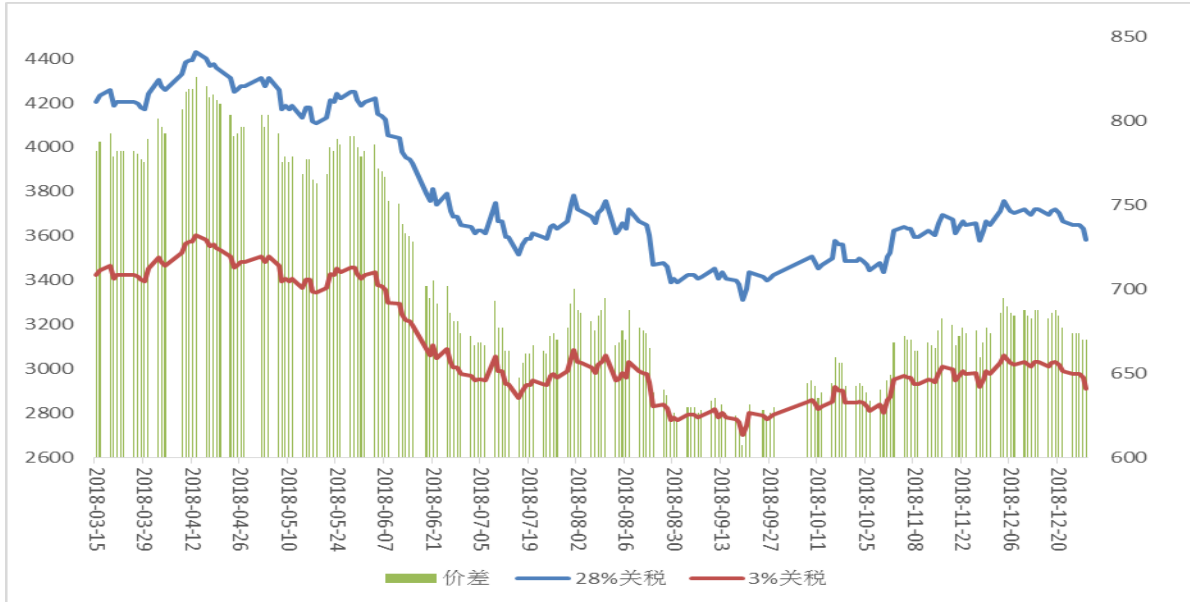


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

虽然中国开始进口美豆，但若按照 28% 的进口税率，压榨利润为负，企业不可能进口，而只

有国储进口且不可能直接进入市场流通；后期国储抛售这些大豆的价格（即如何处理 28%的关税），对市场影响较大。如图 2 所示，按照 28%的进口关税，美豆进口到岸成本为 3580 元/吨，国内港口进口大豆价格在 3480 元/吨。美豆在成本附近波动，继续下跌空间不大，这就意味着后期国内进口大豆的成本可能维持在高位。但若贸易争端解决，豆类油脂的定价体系将重估。

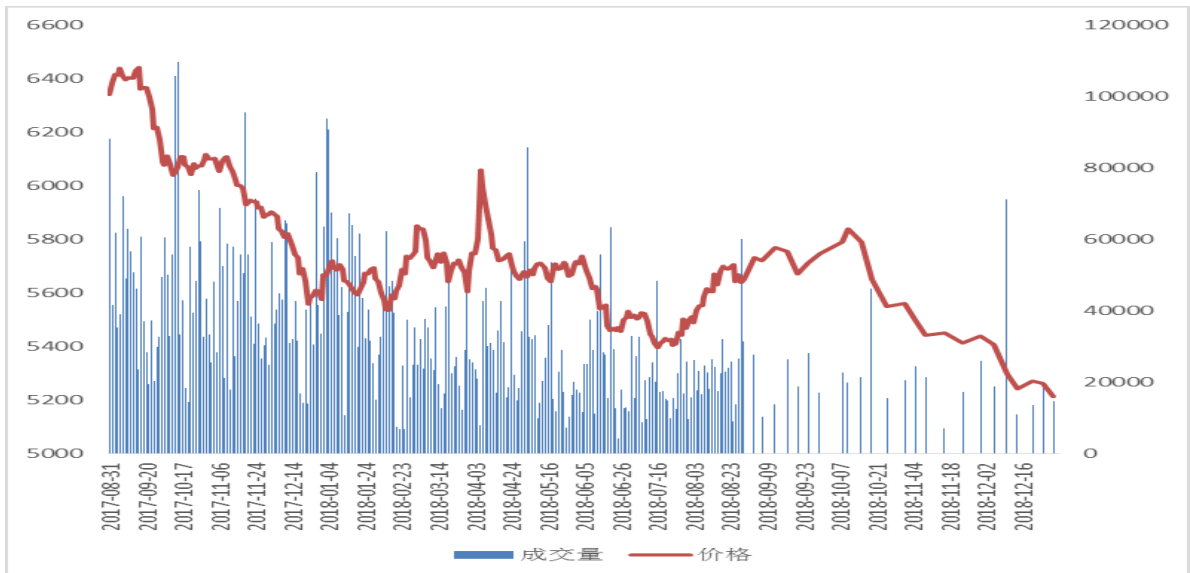
图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

### 1.1.3 国内开工维走低，豆油成交有所好转

图 3：豆油价格及成交量走势



数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面,12月整个国内油厂开工率维持震荡走低,进口大豆受贸易战影响出现一定下降,港口库存出现一定下滑,但仍旧维持高位;年末备货启动,豆油的需求转好,库存继续震荡走低,供求宽松的状态有所好转;近期,随着原油价格的大幅下挫,豆油的生物柴油需求预期减

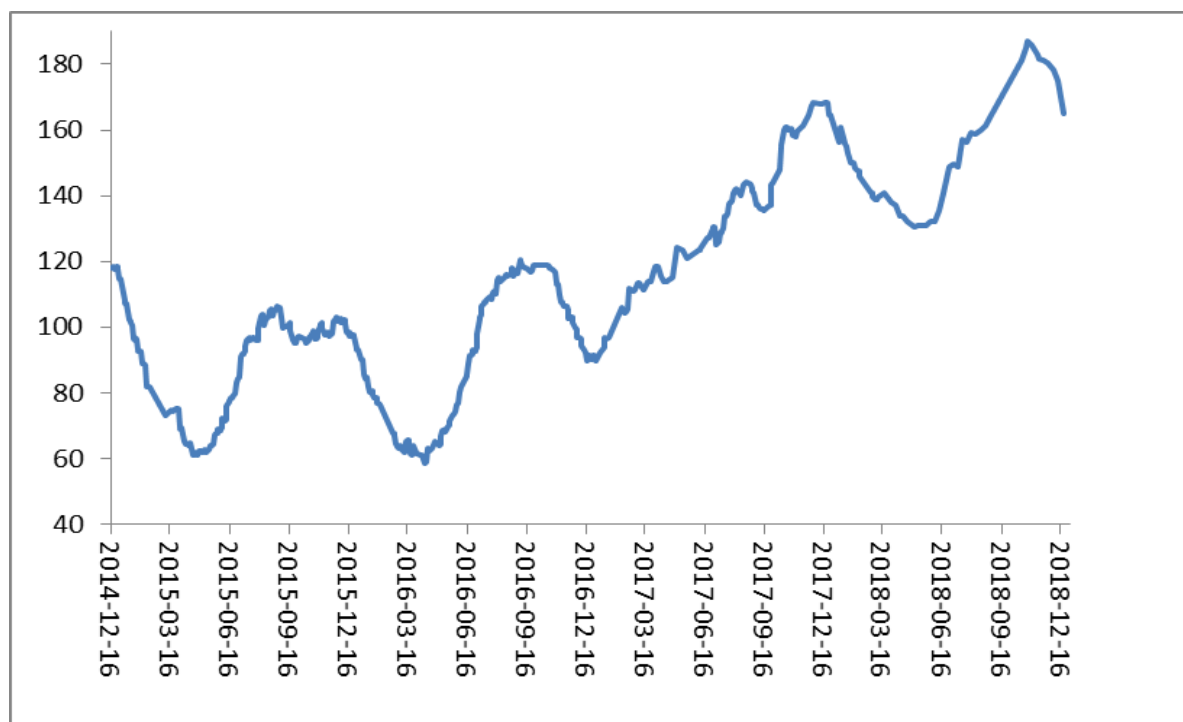
弱，对豆油价格有一定的利空。

图 3 为国内豆油的成交价格及成交量的走势图。自 2018 年 10 月下旬以来，豆油的现货价格维持震荡走低行情，目前维持在 5200 到 5400 元/吨的区间；由于供求宽松，豆油的价格可能维持低位震荡。

### 1.1.4 豆油库存走低，宽松局面有所好转

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 10 月末以来持续走低，由于大豆压榨亏损，开机率走低，国内需求年末有所好转，豆油库存维持震荡走低；目前豆油的库存为 165 万吨，较最高下降 25 万吨。

图 4：豆油商业库存



数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.5 进口亏损，后期对价格有支撑

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 400 元；近期国内和外盘豆油的价差有所收窄，进口亏损出现了小幅减小。短期来看，外盘豆油价格下跌幅度较国内豆油价格下跌更多，导致进口亏损缩小。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会大量装船，发往中国，更具中国和阿根廷政府的协议，2019 年可能进口 30 万吨的阿根廷豆油，后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到很大的打压。

图 5：豆油进口利润

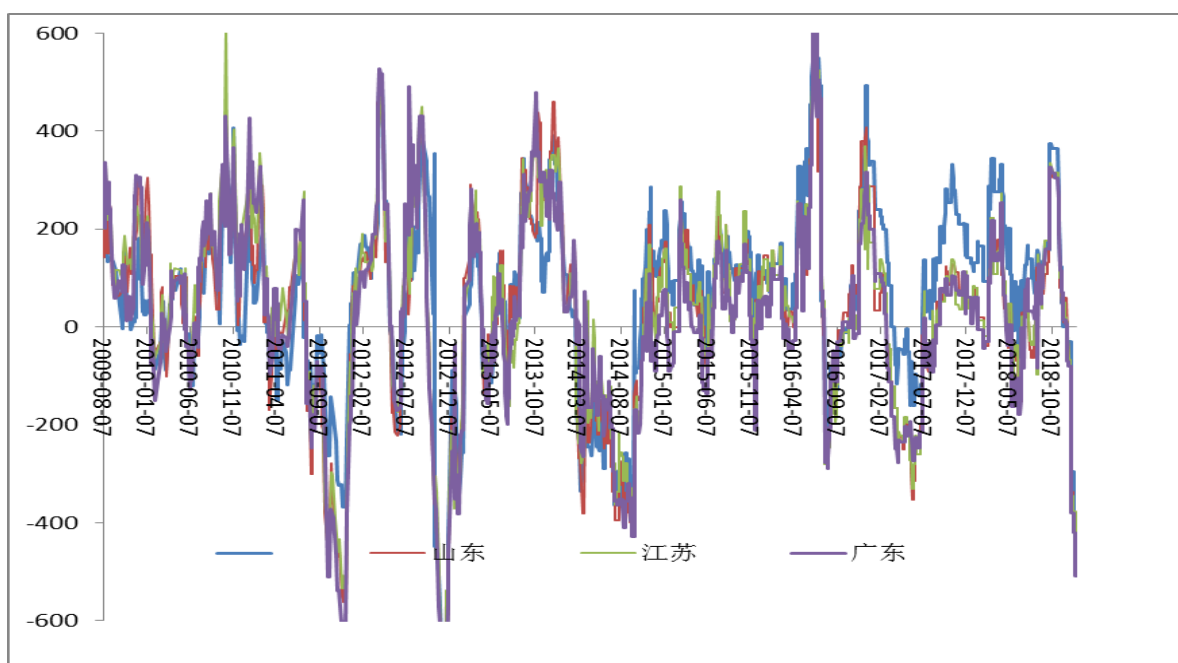


数据来源：兴证期货研发部、WIND

### 1.1.6 压榨利润大幅走低，对价格有支撑

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持高位，豆粕、豆油现货价格大幅下跌使得国内大豆压榨利润出现大幅走低，压榨亏损严重。

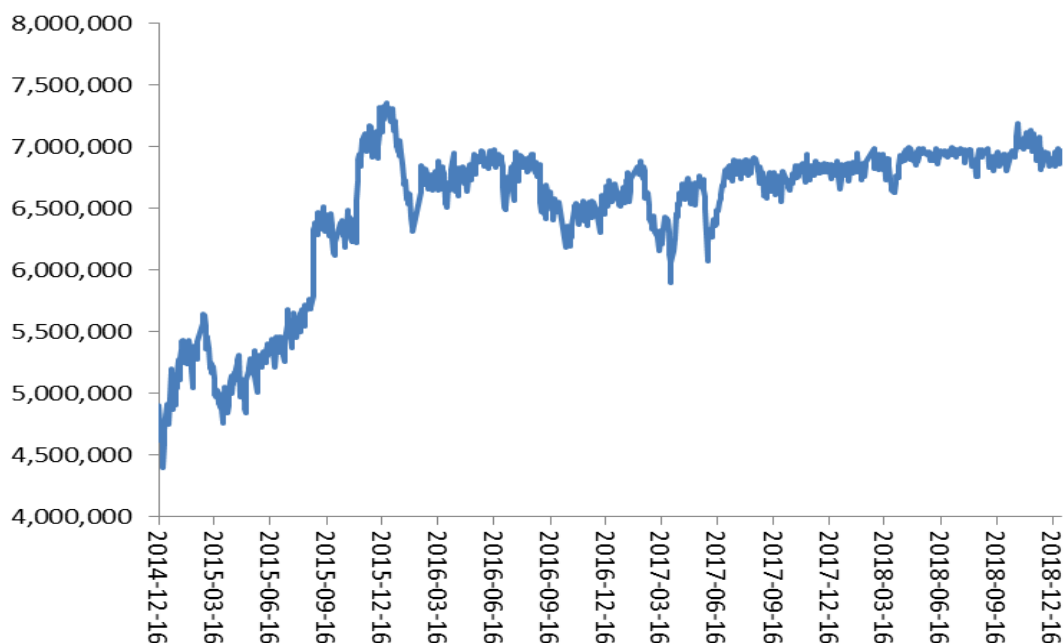
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，尽管近期猪价止跌反弹，但由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，11月进口大豆量大幅萎缩，但受压榨开工率下降影响，进口大豆的库存量维持高位。目前，进口大豆库存为697万吨，维持在近年中值偏高水平，对价格有一定的压力。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，1月中国开始进口美豆对外盘有支撑对内盘有压力，但中美贸易争端的走势还将影响国内大豆价格；南美方面供应压力将逐步增加，巴西丰产预期打压价格，阿根廷天气存在一定不确定性，但产量恢复的概率较高，对价格有压力；国内油厂开机率大幅下降，使得豆油的供应压力持续走低，节前备货需求增加的情况下，库存不断下降；但国际方面，在生物柴油需求预期转弱的情况下，不利于豆油的消费；整体来看，预期1月油脂可能维持宽松状态，建议投资者低位区间震荡对待。



## 1.2 棕榈油基本面

### 1.2.1 产量增加，库存走高，棕榈油价格疲软

每年的 11 月到次年 3 月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现减少的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向紧张的局面，由于全球气候逐步正常，棕榈油的月度产量数据将恢复正常的趋势，对价格不利；需求方面，随着能源价格的下跌，棕榈油的生物柴油需求增幅将低于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018 年 11 月，马来西亚棕榈油产量同比出现减少，出口则受需求不振影响出现大幅减少，期末库存继续走高，对棕榈油价格利空。从 12 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能下降但出口需求仍旧维持萎靡，棕榈油的库存将继续走高，整体对价格有一定压力。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的提高，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的放缓；由于近期原油价格大幅下挫，棕榈油的生物柴油需求预期减缓，对棕榈油的消费利空；出口数据方面，12 月棕榈油出口量预期出现环比走低；综合马来西亚和印度尼西亚供求，12 月棕榈油供求数据可能偏利空，对棕榈油价格有一定压力。

表 1: 马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/10	2,008,841	2,190,106	1,548,724	19.7%	39.1%
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%

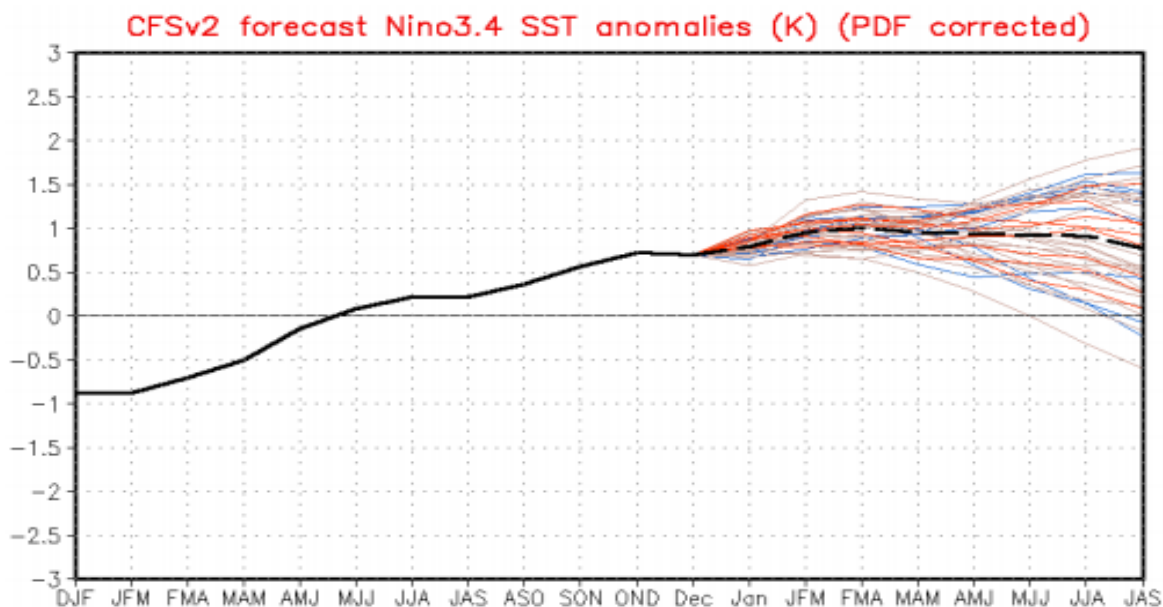
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，11 月马来西亚棕榈油的产量为 185 万吨，同比减少 5%。预期马来和印尼的棕榈油 12 月产量将继续维持同比下降局面，供应的减少对棕榈油的价格有一定支撑。出口方面，马来西亚 11 月棕榈油出口量为 137 万吨，较 10 月出现了大幅减少；目前情况看，由于关税利多影响边际效应递减，12 月棕榈油的出口需求可能会小幅下降，会对棕榈油的价格有一定压力。

### 1.2.2 全球气候变化，不利棕榈油生产

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据 NOAA 的最新预测，近期天气维持中性，但到年末厄尔尼诺现象出现的概率达到 90%，带来干旱气候影响棕榈油的产量。

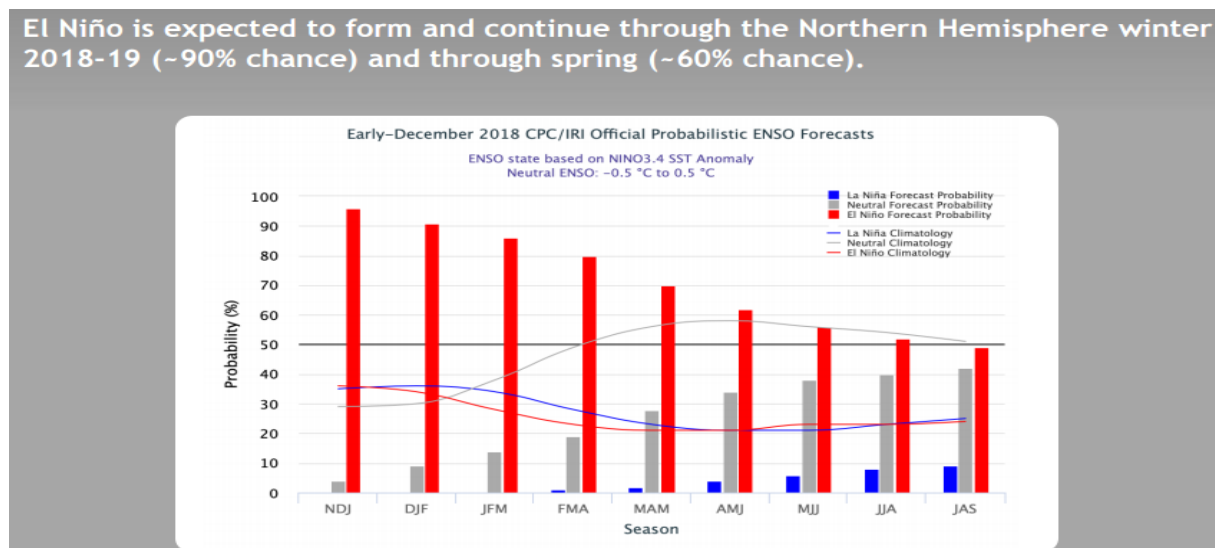
图 1：天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，目前全球可能已经进入厄尔尼诺气候，到 2019 年春季全球厄尔尼诺现象的概率降至 60%。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量有所下降，后期棕榈油的产量可能出现减少。

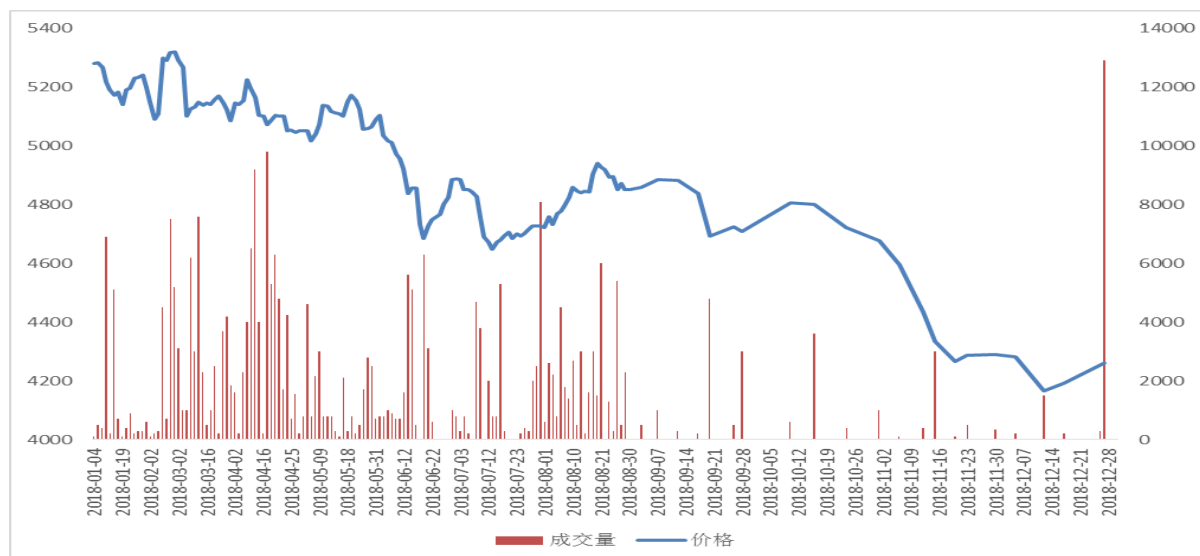
图 2：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部

### 1.2.3 国内消费低迷，成交价格维持低位震荡

图 3：棕榈油成交量及价格走势



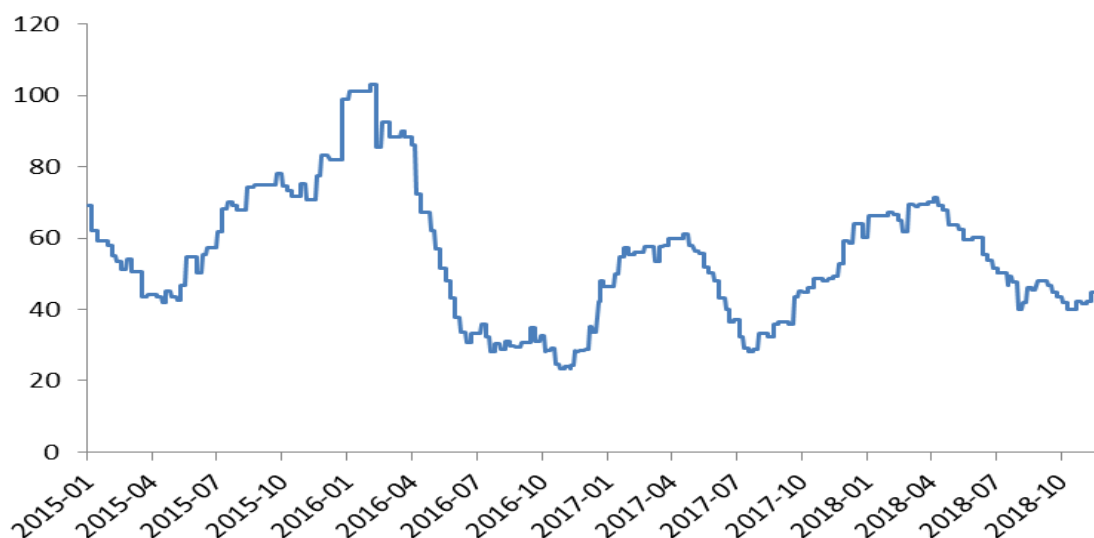
数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

从现货的角度来看，目前国内棕榈油的成交量维持低位；目前国内棕榈油库存维持低位震荡，消费的低迷对价格有压力。

### 1.2.4 库存震荡，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 40 万吨的水平，近期出现震荡情况；主要是因为棕榈油进口量减少，国内需求萎靡。国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代，棕榈油的成交偏弱。

图 4：棕榈油库存走势

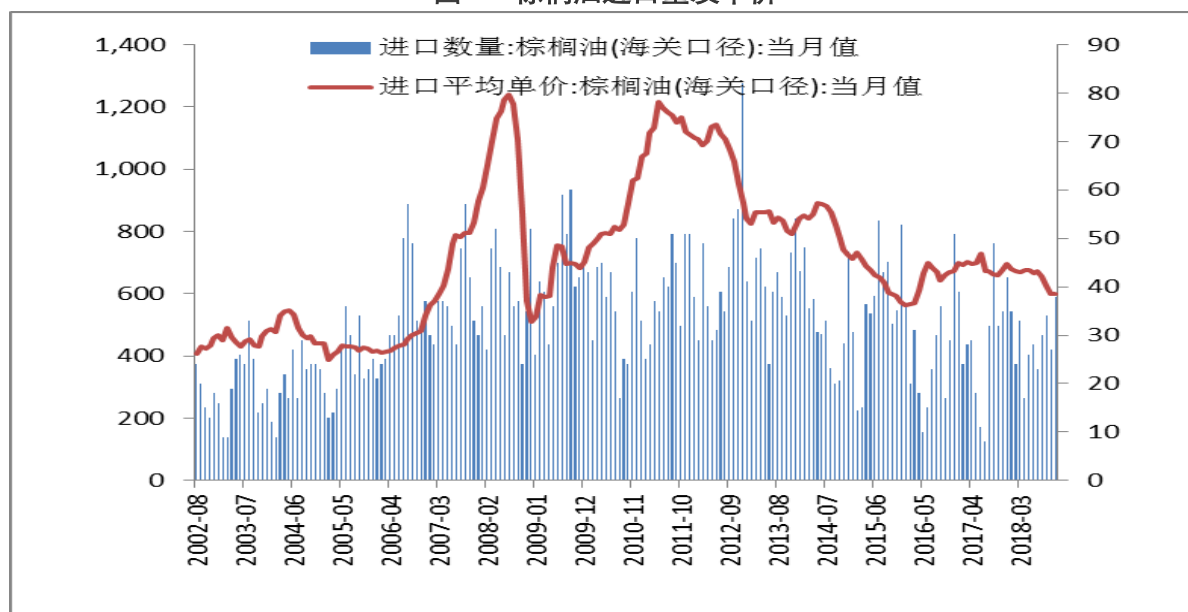


数据来源：wind，兴证期货研发部

如下图所示为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从今年开始始终维持低位，7 月进口量为 23 万吨，8 月进口量为 30 万吨，9 月进口 34 万吨，10 月进口 27 万吨；11 月进口 38 万

吨进口量有所增加。

图 5：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

从价差来看，目前国内棕榈油的进口价差维持大幅亏损，主要是因为国外价格走高所致。

图 6：马来西亚棕榈油进口成本

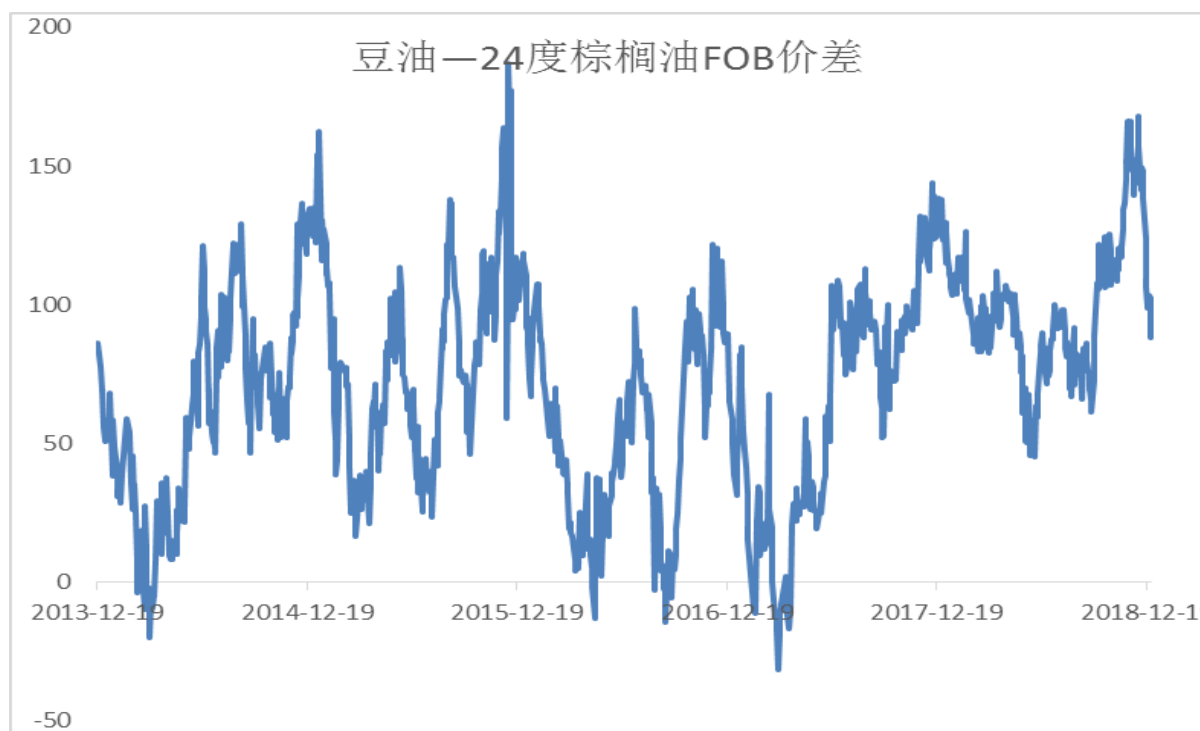
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	1月	515	00.00	25	540	4510	(华南)
		515	00.00	30	545	4550	(华东)
		515	00.00	35	550	4590	(华北)
	2月	532.5	00.00	25	557.5	4650	(华南)
		532.5	00.00	30	562.5	4690	(华东)
		532.5	00.00	35	567.5	4730	(华北)
	3月	535	00.00	25	560	4670	(华南)
		535	00.00	30	565	4710	(华东)
		535	00.00	35	570	4750	(华北)
	4/5/6月	555	00.00	25	580	4830	(华南)
		555	00.00	30	585	4870	(华东)
		555	00.00	35	590	4920	(华北)
33度棕榈油	1月	510	00.00	30	540	4510	(华东)
	2月	527.5	00.00	30	557.5	4650	(华东)
	3月	530	00.00	30	560	4670	(华东)
	4/5/6月	550	00.00	30	580	4830	(华东)
44度棕榈油	1月	492.5	00.00	30	522.5	4090	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

### 1.2.5 豆棕价差大幅收窄，不利棕榈油消费

豆油和棕榈油的价差震荡走低；主要因为受进口美豆影响，豆油价格大幅下挫；后期需要关注中美贸易战的影响情况。

图 7: 豆油棕榈油价差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

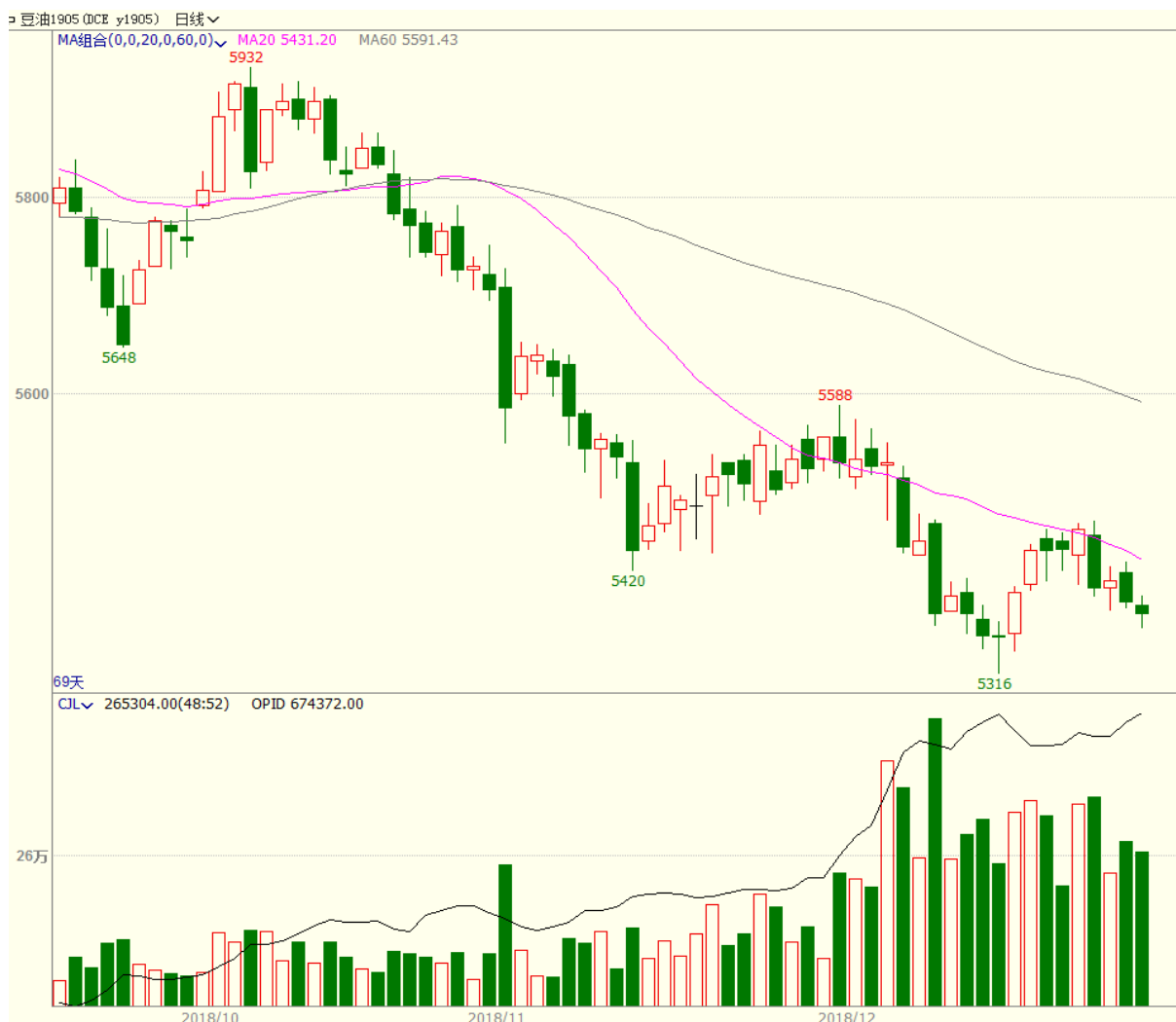
综合来看, 东南亚地区棕榈油产量同比下降, 后期供应减少给价格带来支撑; 需求方面, 生物柴油的需求利空, 对棕榈油消费不利; 1 月以后棕榈油维持宽松状态, 价格可能会维持低位区间震荡, 建议投资者等待逢高沽空。

## 2. 技术分析及操作策略

### 2.1 豆油

由日线图看，12月豆油价格维持震荡走低行情，基本面供求宽松，中美贸易冲突缓和、中国开始进口美豆导致预期利空，豆油后期将维持低位弱势震荡。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

## 2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持震荡偏弱，近期供应压力有所缓解但需求不见起色，建议投资者可逢高沽空。

图 2：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

## 震荡下行

2019年1月2日 星期三

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

假期期间美糖偏弱震荡。国内方面，节前郑糖一度反弹到 5020，但是之后盘面向下破位并快速下跌。从基本面的看，在前期较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，而且今年广西开榨同比略偏晚，因此前期盘面出现了一个反弹。但是由于国内糖价仍处于下跌周期中，生产成本对糖价形成明显压制。据悉节前广西糖厂加快销售节奏，虽然新糖上市的量不多，但糖厂走货意愿较强使得现货承受了一定的压力，这和我们之前的判断比较一致。由于广西甘蔗收购价相对糖价下跌较少，糖厂在榨季初期有较大的资金压力，销售策略上可能会选择顺价走量。去年糖厂在榨季前期的销糖率同比处于历史低位，因此今年可能会选择积极走货，但是这很难扭转糖价的下行趋势。



## 1.行情回顾

郑糖震荡下行，美糖关注 12 美分支撑。

图 1：郑糖 1905 日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 2. 国外基本面分析

### 2.1 巴西收榨，关注一季度醇油比

截止到 12 月中旬，巴西中南部地区 2018-19 榨季中南部地区甘蔗压榨量为 5.568 亿吨，同比下滑 4.1%。巴西甘蔗行业协会主管表示 2019-20 榨季的压榨量将持稳于当前榨季水平。下一榨季的单产预计将每公顷增加 0.5 吨，因蔗田的平均年龄将从 3.72 年降至 3.66 年，这将有助于抵消种植面积因农户改种谷物而减少约 1% 的影响。

截至 12 月 16 日，巴西 2018/19 榨季中南部地区糖产量同比下滑 26.7%，至 2,620 万吨，乙醇产量同比增加 19%，至 298 亿公升。生产糖的甘蔗比例为 35.56%，同比下降 11.44%。

据报道，近期巴西政府机构（Conab）调降该国甘蔗压榨量及糖产量预估，同时调升乙醇产量预估，预计巴西 2018/19 年度甘蔗压榨量为 6.158 亿吨，8 月预估为 6.355 亿吨。对中南部地区甘蔗压榨量的预估由 5.875 亿吨下调为 5.66 亿吨。Conab 将全国糖产量预估从 3,420 万吨下修至 3,170 万吨。对中南部地区糖产量的预估由 3,160 万吨下调为 2,910 万吨，将全国乙醇产量预估从 304 亿公升上修至 323 亿公升。对中南部地区乙醇产量的预估从 284 亿公升上修至 302 亿公升。

由于糖价较低且乙醇需求较好，预计本榨季甘蔗制糖比创下历史新低。近期油价大幅下跌，关注明年一季度巴西醇油比的变化，这将决定巴西新榨季的甘蔗制糖比。

图 1：巴西中南部双周甘蔗压榨量（吨）

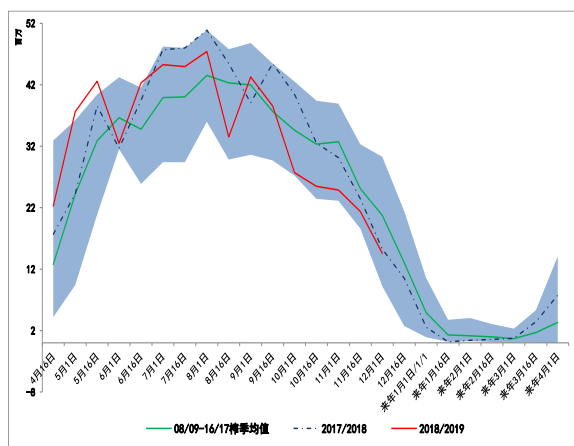
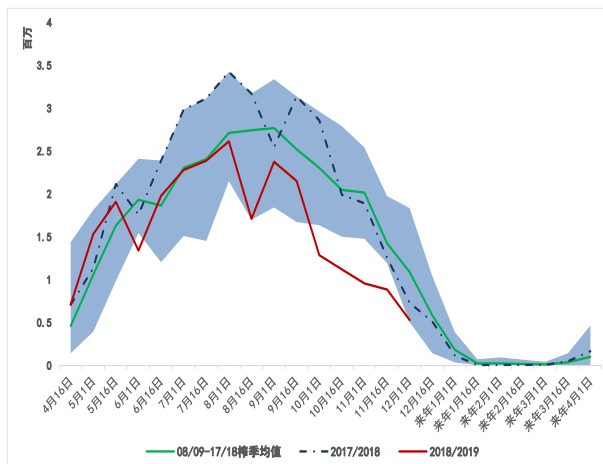


图 2：巴西中南部双周产糖量（吨）



数据来源：Unica，兴证期货研发部

图图:5巴西西南部每周乙醇汽油比

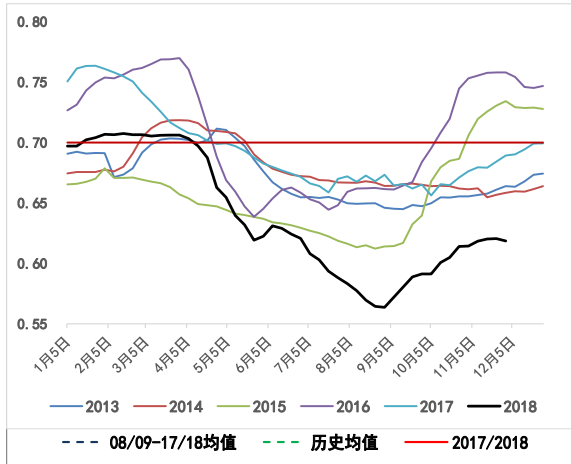
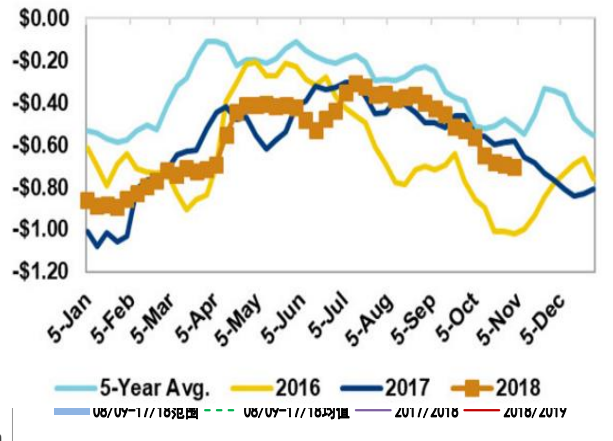


图 6: 美国 巴西 中南部 及 周 中 燕 制 乙醇 地 价 差



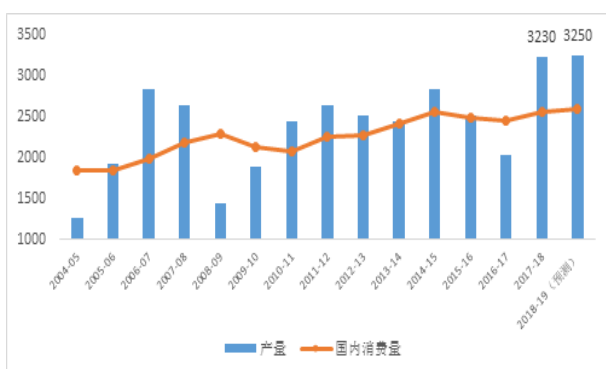
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2.2 印度产量或维持高位

据报道,印度糖厂协会 (ISMA) 数据显示,2018-19 榨季截至 12 月 15 日,该国共计 462 家糖厂开榨,产糖 705 万吨,较去年同期的 690 万吨增加 2.1%。印度最大的食糖生产州马哈拉施特拉邦产糖 290 万吨,去年同期为 257 万吨。该邦约有 176 家糖厂开榨,到目前为止,平均出糖率为 10.18%,而去年同期为 10.10%。第二大生产州北方邦的产量为 189 万吨,去年同期为 233 万吨。据 ISMA 预测,2018-19 榨季印度产量为 3150 万吨,略低于上榨季的 3250 万吨。

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 1800 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。

图 7: 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 8: 印度糖价



数据来源: 印度气象局

### 3. 国内基本面分析

#### 3.1 关注新榨季销糖率

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。

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。

由于今年广西的甘蔗收购价相对糖价下跌较少，糖厂在榨季初期有较大的资金压力，销售策略上可能会选择顺价走量，关注今年的销糖率。

图 9：上一个增产周期中广西的销糖率

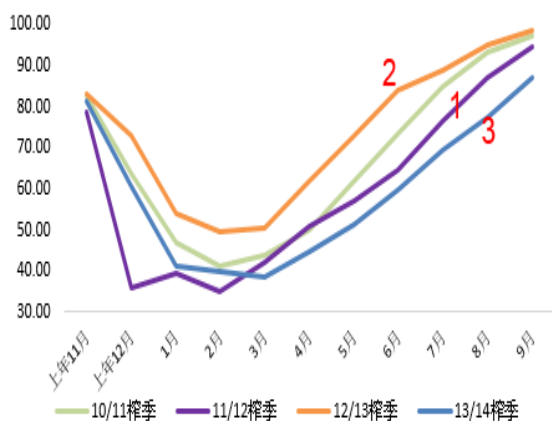
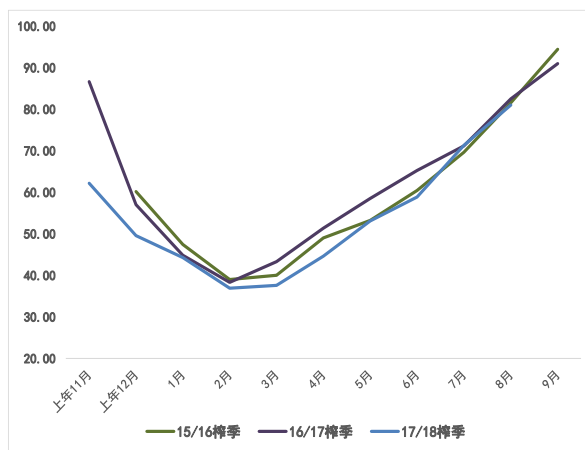


图 10：本轮增产周期中广西的销糖率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 3.2 郑糖仍处于下跌周期

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。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。

白糖此次反弹未能突破 5020，随后盘面一路下跌，跌破前低后继续增仓下行，糖价有继续下跌的风险。

## 4. 总结

假期期间美糖偏弱震荡。国内方面，节前郑糖一度反弹到 5020，但是之后盘面向下破位并快速下跌。从基本面看，在前期较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，而且今年广西开榨同比略偏晚，因此前期盘面出现了一个反弹。但是由于国内糖价仍处于下跌周期中，生产成本对糖价形成明显压制。据悉节前广西糖厂加快销售节奏，虽然新糖上市的量不多，但糖厂走货意愿较强使得现货承受了一定的压力，这和我们之前的判断比较一致。由于广西甘蔗收购价相对糖价下跌较少，糖厂在榨季初期有较大的资金压力，销售策略上可能会选择顺价走量。去年糖厂在榨季前期的销糖率同比处于历史低位，因此今年可能会选择积极走货，但是这很难扭转糖价的下行趋势。

## 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。