



兴证期货研发部 2019 年理财 3 月报 目录

股指期货	3
普涨后存回调风险 期指震荡偏弱.....	3
国债期货	14
关注市场风险偏好和政策，期债或先抑后扬	14
有色金属·铜	23
电网投资计划回升且库存低位，铜价有望走强	23
有色金属·铝	37
传统消费旺季，铝价或偏强震荡	37
有色金属·锌	47
锌库存处历年低位，锌价下跌空间有限	47
螺纹钢&铁矿石	60
3 月走势不会太弱	60
焦煤&焦炭	74
需求驱动，双焦走势偏强	74
原油	85
OPEC 减产托底，地缘危机提供上升动力	85

动力煤.....	99
安全检查不断升级，短期煤价难言下跌	99
PTA.....	110
终端订单同比持平，关注终端备货情绪	110
豆类油脂.....	121
消费进入淡季，油脂偏强调整	121
白糖	133
广西放开甘蔗价格，糖价或继续探底	133
纸浆	140
库存继续增加，震荡偏弱为主	140
分析师承诺	160
免责声明.....	160

普涨后存回调风险 期指震荡偏弱

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号: Z0010856

尚芳

投资咨询号: Z0013058

高歆月

投资咨询号: Z0013780

联系人: 高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年2月共15个交易日,纵观二月行情,市场震荡走高,上证综指大涨13.79%至2940.95点,创业板指大涨25.06%至1535.86点,行业板块普涨,电子元器件、通信、计算机及综合领涨。

三大期货品种集体收涨,其中IC涨幅较大。市场流动性延续回升,期指成交量及持仓量继续增加,其中IH合约成交持仓增幅较大。合约期现价差明显走强,IF及IH升水继续走高,IC近月合约回归升水状态,远月贴水大幅收窄,另外远-近月价差亦荡走强。从跨品种来看,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值低位反弹,多IC策略较为占优。

● 后市展望及策略建议

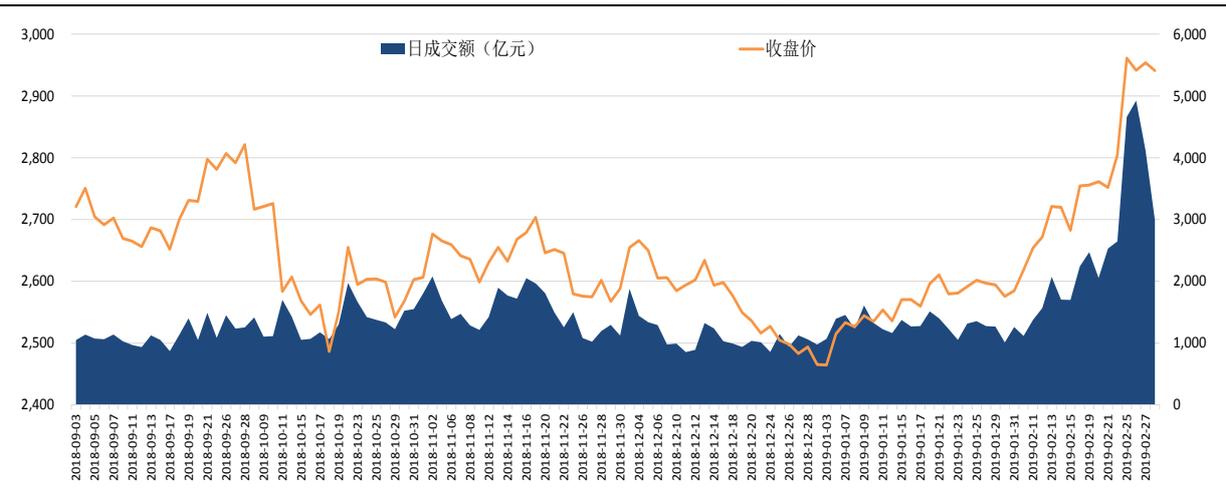
综合来看,春季躁动影响下,2月A股市场迎来普涨,其中中小创股幅度较大。目前短期来看估值修复的空间有限,两会后概念炒作热度将有所降温,MSCI扩容落地后外资增量资金的推动作用也将有所减弱,考虑到三月将公布多项年初的经济数据,不确定性较强,且沪指位于3000点附近套牢盘压力较大,需要时间换空间进行震荡整理,目前从波动率来看市场分歧有所放大,预计三月走势以偏弱震荡为主,三大期指存在回调风险,建议投资者控制风险,看好市场中性策略,IH走势相对稳健,跨品种策略可考虑轻仓试多IH空IC策略。中长期看好市场基本面边际改善,预计期指调整后将延续震荡上行。仅供参考。

1. 期指市场回顾

1.1 股票市场震荡走高

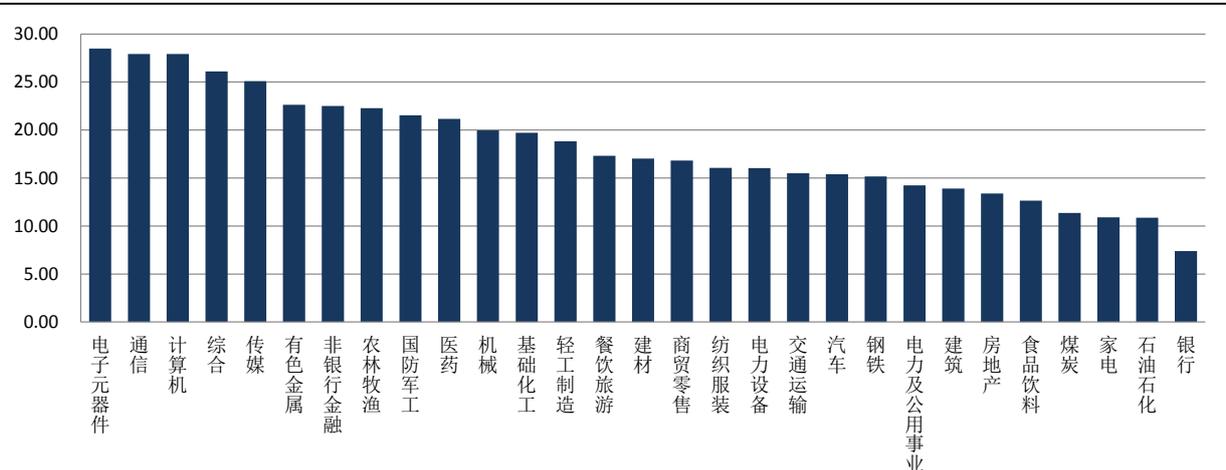
2019年2月共15个交易日,纵观二月行情,市场震荡走高,上证综指大涨13.79%至2940.95点,创业板指大涨25.06%至1535.86点,沪深300指数涨14.61%,上证50指数涨10.49%,中证500指数上涨20.32%。行业板块普涨,电子元器件、通信、计算机及综合领涨。

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

1.2 股指期货成交持仓继续上升, 期现价差明显走强

三大期货品种2月集体收涨,其中IC涨幅较大,IF1903合约上涨22.28%,IH1903上涨19.55%,IC1903合约上涨23.13%。

市场流动性延续回升，期指成交量及持仓量继续增加，IF、IH、IC 1月日均成交量较1月均值分别增长了28.77%、34.64%、34.59%，IF、IH、IC 1月日均持仓量较1月均值分别增加9.55%、14.97%、8.77%，其中IH合约成交持仓增幅较大。

从基差水平来看，合约期现价差明显走强，月中股指期货升水一度大幅走扩，IF及IH升水继续走高，IC近月合约回归升水状态，远月贴水大幅收窄，截止2月28日，IF、IH及IC主力分别升水0.22%、0.36%、0.19%。另外，远-近月价差亦荡走强。

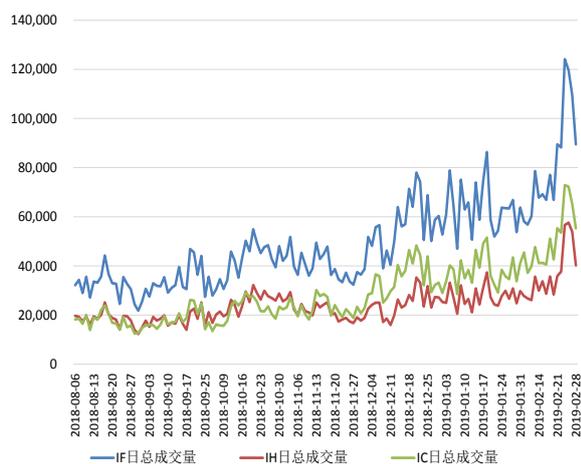
从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值低位反弹。截至2月28日，IF/IH主力合约点数比值回升3.54%至1.3354，IC/IF主力合约点数比值反弹4.96%至1.3691，IC/IH主力合约比值大幅回升8.67%至1.8282。

表 1: 股指期货 2019 年 2 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
IF1903.CFE	3677.4	22.28	8.0	0.22%	2019-03-15	11	4.81%
IF1904.CFE	3686.0	0.00	16.6	0.45%	2019-04-19	35	3.13%
IF1906.CFE	3694.8	23.09	25.4	0.69%	2019-06-21	78	2.15%
IF1909.CFE	3680.6		11.2	0.31%	2019-09-20	142	0.52%
IH1903.CFE	2753.8	19.55	9.8	0.36%	2019-03-15	11	7.88%
IH1904.CFE	2760.2	0.00	16.2	0.59%	2019-04-19	35	4.09%
IH1906.CFE	2766.6	19.81	22.6	0.82%	2019-06-21	78	2.56%
IH1909.CFE	2760.0		16.0	0.58%	2019-09-20	142	1.00%
IC1903.CFE	5034.6	23.13	9.3	0.19%	2019-03-15	11	4.08%
IC1904.CFE	5033.4	0.00	8.1	0.16%	2019-04-19	35	1.12%
IC1906.CFE	5016.0	24.39	-9.3	-0.18%	2019-06-21	78	-0.57%
IC1909.CFE	4998.6		-26.7	-0.53%	2019-09-20	142	-0.91%

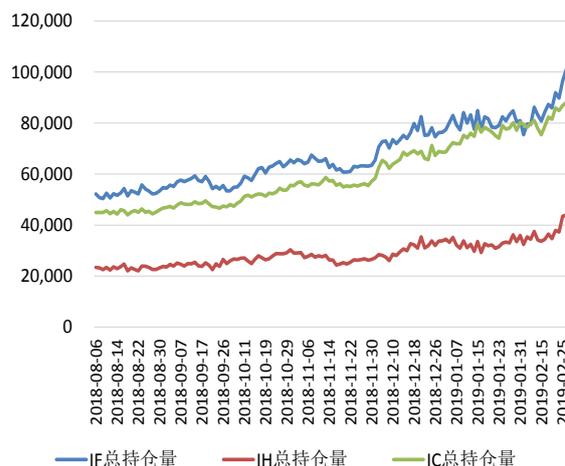
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 股指期货成交量



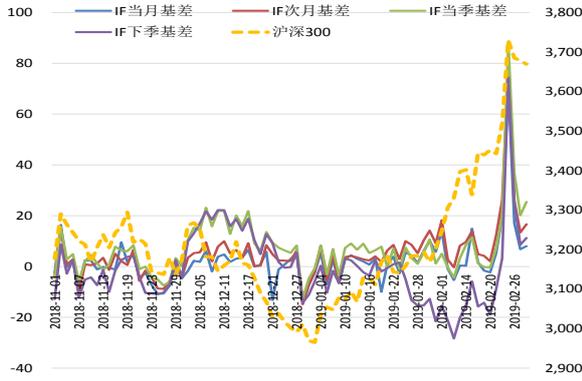
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 股指期货持仓量



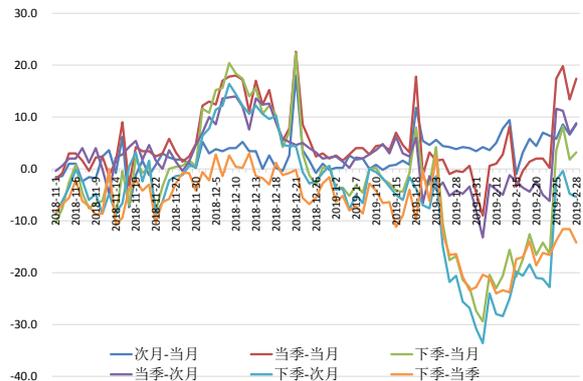
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



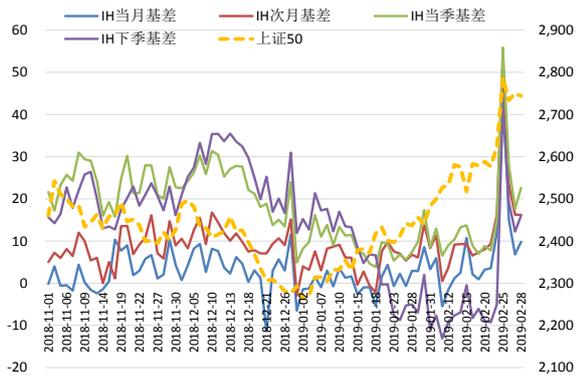
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IF 各合约跨期价差走势



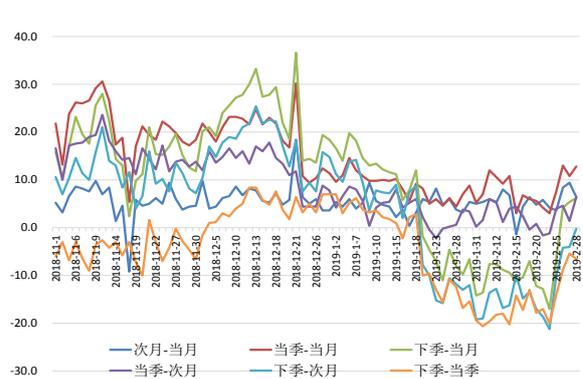
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势



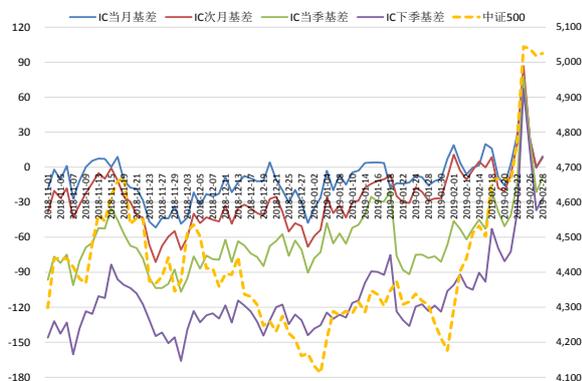
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IH 各合约跨期价差走势



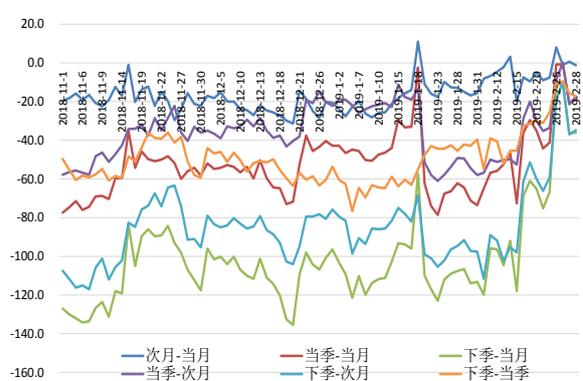
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



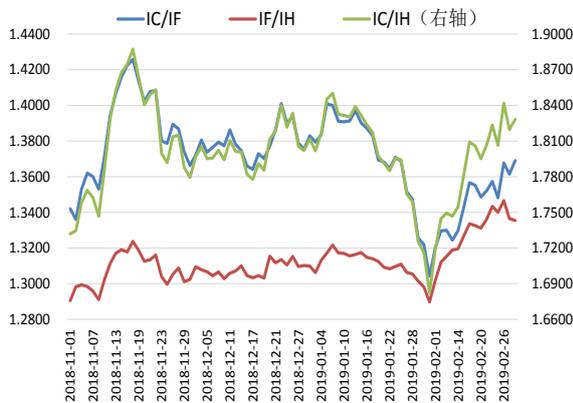
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



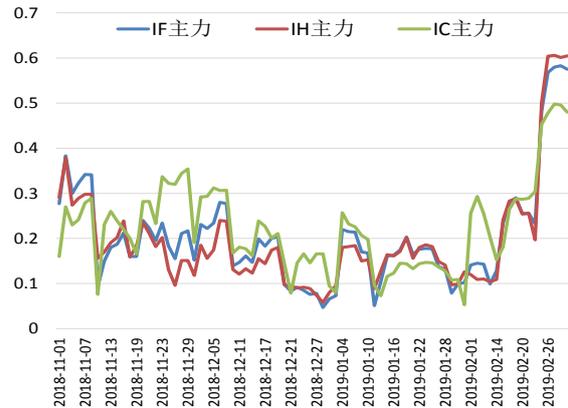
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 跨品种合约比值走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 期指短期波动率 (5 日平均)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 经济数据处于真空期，金融数据超预期

从国内经济的宏观层面来看，2月发布的经济数据较少，但金融数据放出天量，超出市场预期，宽信用政策有所显现。

2月期间公布的基本面数据较少，未公布消费及投资数据，进出口数据则超市场预期，按美元计中国1月出口由负转正，增长9.1%，预期降3.3%，前值降4.4%；进口下降1.5%，预期降10.2%，前值降7.6%；进出口的超预期表现可能较大程度受春节“错月”效应影响，各企业节前抢出口，因此1月份出口数据表现良好。而从2月PMI分项来看，官方新订单指数比上月上升1.0个百分点，但进、出口指标环比分别下滑2.3和1.7个百分点至44.8%和45.2%，目前中美贸易阶段性缓和，“抢出口”效应消退后，随着全球制造业PMI持续回落，全球需求面临放缓，我国出口的压力开始显现。

制造业PMI继续低于荣枯线，2月官方制造业PMI较上月下降0.3个百分点至49.2，连续第三个月落在荣枯线下方，从结构来看，新订单指数比上月上升1.0个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求有所改善，但生产指数比上月下降1.4个百分点，落于临界点之下，体现企业对经济仍有担忧，生产相对谨慎。财新制造业PMI录得49.9，预期48.5，较前值大幅反弹1.6个百分点，但仍略低于荣枯线。

从金融数据来看，1月M2同比增长8.4%，较上月回升0.3个百分点，M1则继续走低，同比增加0.4%。新增贷款及社融均放出天量，1月新增人民币贷款32300亿人民币，同比多增3284亿元，创下单月增量新高；社会融资规模为46353亿人民币，除了一部分季节性因素的影响，银行同比多投放约9000亿，票据、直接融资亦有明显增长。

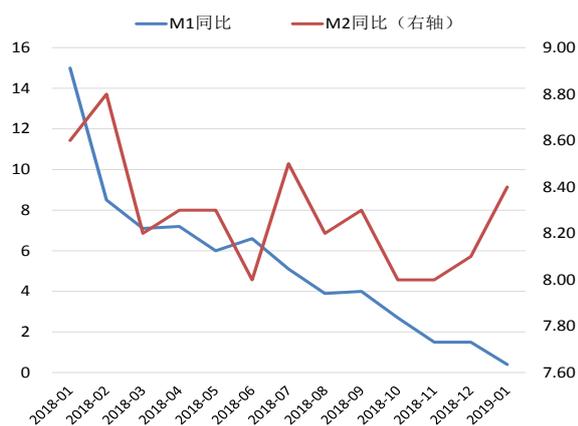
金融数据的超预期表现说明，宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现，货币政策传导至实体经济出现边际改善，后续仍需关注宽信用政策对实体经济的持续效果。

表 2: 近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
01/21/2019 10:00	GDP 同比	4Q	6.40%	6.40%	6.50%	--
01/21/2019 10:00	GDP经季调季环比	4Q	1.50%	1.50%	1.60%	--
01/21/2019 10:00	GDP年迄今同比	4Q	6.60%	6.60%	6.70%	--
01/28/2019 09:30	Industrial Profits YoY	Dec	--	-1.90%	-1.80%	--
01/29/2019 10:00	彭博1月中国调查					
01/31/2019 09:00	Swift全球支付人民币	Dec	--	2.07%	2.09%	--
01/31/2019 09:00	非制造业采购经理指数	Jan	53.8	54.7	53.8	--
01/31/2019 09:00	制造业采购经理指数	Jan	49.3	49.5	49.4	--
01/31/2019 09:00	综合PMI	Jan	--	53.2	52.6	--
02/01/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Jan	49.6	48.3	49.7	--
02/03/2019 09:45	财新中国PMI综合	Jan	--	50.9	52.2	--
02/03/2019 09:45	财新中国PMI服务业	Jan	53.4	53.6	53.9	--
02/11/2019 17:00	外汇储备	Jan	\$3080.00b	\$3087.92b	\$3072.71	--
02/14/2019 11:02	贸易余额人民币	Jan	245.00b	271.16b	394.99b	--
02/14/2019 11:02	出口同比人民币	Jan	3.80%	13.90%	0.20%	--
02/14/2019 11:02	进口同比人民币	Jan	-1.90%	2.90%	-3.10%	--
02/14/2019 11:02	贸易余额	Jan	\$34.30b	\$39.16b	\$57.06b	--
02/14/2019 11:02	出口同比	Jan	-3.30%	9.10%	-4.40%	--
02/14/2019 11:02	进口同比	Jan	-10.20%	-1.50%	-7.60%	--
02/14/2019 15:00	外国直接投资同比人民币	Jan	--	4.80%	24.90%	--
02/15/2019 09:30	CPI 同比	Jan	1.90%	1.70%	1.90%	--
02/15/2019 09:30	PPI同比	Jan	0.30%	0.10%	0.90%	--
02/15/2019 15:00	总融资人民币	Jan	3307.0b	4640.0b	1589.8b	--
02/15/2019 15:00	New Yuan Loans CNY	Jan	3000.0b	3230.0b	1080.0b	--
02/15/2019 15:01	货币供应M2同比	Jan	8.20%	8.40%	8.10%	--
02/15/2019 15:02	货币供应M1年同比	Jan	1.90%	0.40%	1.50%	--
02/15/2019 15:02	货币供应M0年同比	Jan	10.00%	17.20%	3.60%	--
02/15/2019 17:09	经常账户余额	4Q P	--	\$54.6b	\$23.3b	--
02/22/2019 09:30	新建住宅均价环比	Jan	--	0.61%	0.77%	--
02/22/2019 10:00	彭博2月中国调查 (表格)					
02/22/2019 16:26	中国银行结售汇 - 银行代客	Jan	--	103.1b	-56.0b	--
02/28/2019 09:00	Swift全球支付人民币	Jan	--	2.15%	2.07%	--
02/28/2019 09:00	综合PMI	Feb	--	52.4	53.2	--
02/28/2019 09:00	非制造业采购经理指数	Feb	54.5	54.3	54.7	--
02/28/2019 09:00	制造业采购经理指数	Feb	49.5	49.2	49.5	--
03/01/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Feb	48.5	--	48.3	--
03/05/2019 09:45	财新中国PMI综合	Feb	--	--	50.9	--
03/05/2019 09:45	财新中国PMI服务业	Feb	53.7	--	53.6	--
03/07/2019	外汇储备	Feb	--	--	\$3087.92	--

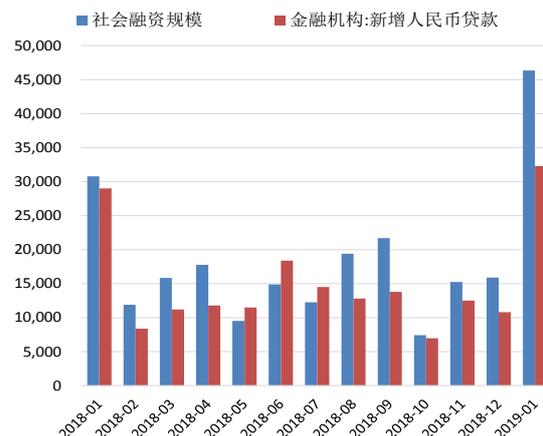
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: M1、M2 增速



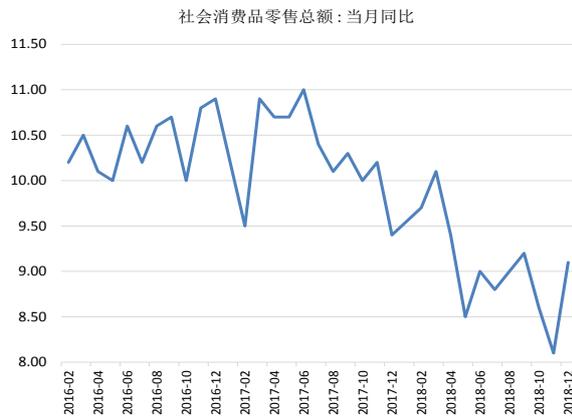
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 人民币贷款与社融



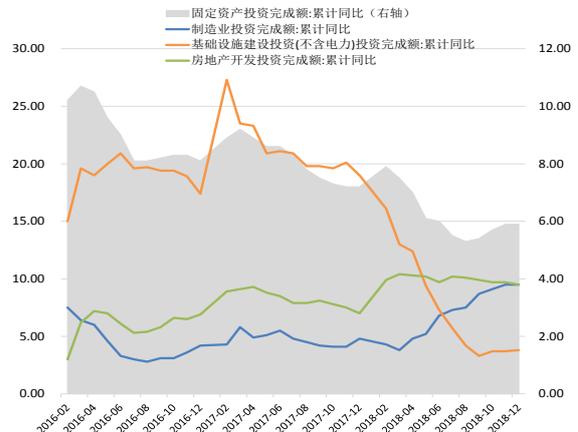
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 消费增速



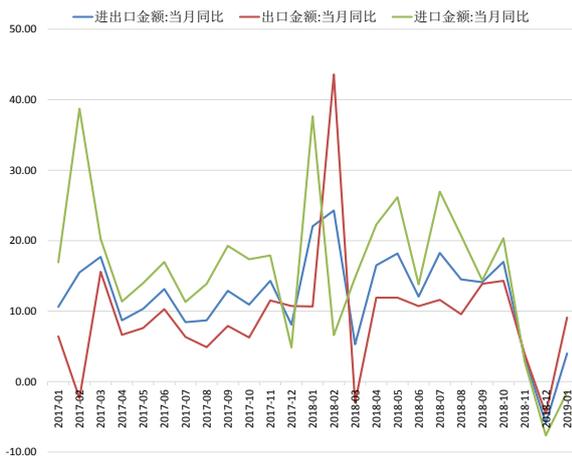
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 固定资产投资增速



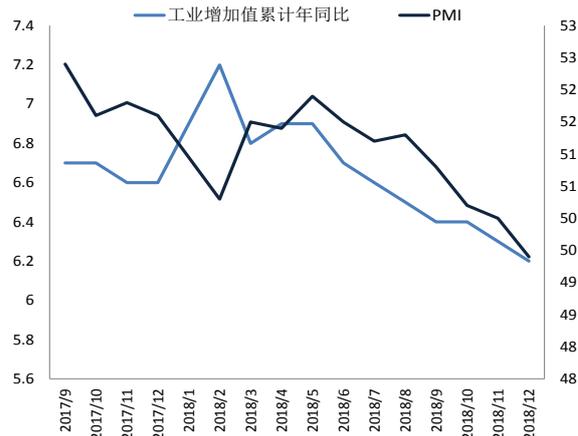
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: PMI 以及工业增加值 走势图



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 月末市场利率回升, 股票估值明显修复

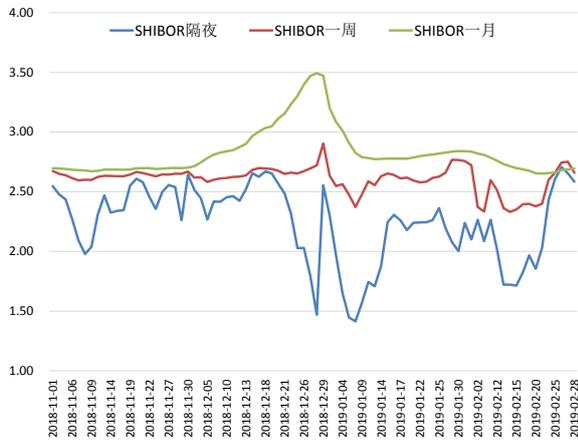
由于 1 月全面降准净释放, 2 月资金流动性整体平稳偏松, 尤其是春节前后, 短期 SHIBOR 及银行质押式回购利率出现下行, 实现平稳过渡, 而在 2 月下半旬, 受缴税、地方债密集发行等一系列因素影响, 市场利率回到节前水平, 资金面略有收敛, 但是整体仍保持宽松, 由于股票市场行情较为火热, 也一定程度上影响股债跷跷板效应下收益率上行。

但市场利率的小幅回升并不影响股票估值修复, 由于宏观经济及企业业绩数据真空, 消息面利多因素推动下市场风险偏好大幅走高, 从 2 月股票指数的市盈率及市净率来看, 三大指数市盈率及市净率较 1 月得到明显修复, 尤其是沪深 300 指数及上证 50 指数市盈率基本回到均值水平, 目前来看中证 500 指数估值水平仍在历史低位。

从估值水平的角度来看, 中长期估值依然存在向上修复的空间, 但经历了年初的普涨行情,

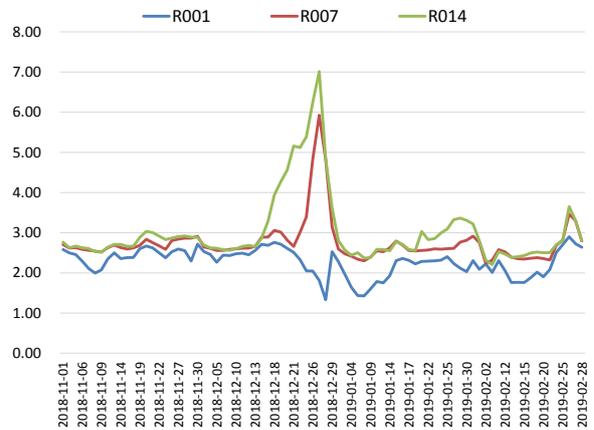
市场短期修复空间相对有限，尤其是沪深 300 指数上证 50 指数的估值水平回到均值附近，本轮上行估值修复充分的板块空间有限，而科创板的上市也将对中小创股的估值体系进行重塑，后续关注估值修复的轮动机会。

图 19：短期 SHIBOR 走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：短期银行质押式回购走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：三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	12.23	9.94	22.41
平均市盈率	12.52	10.44	36.19
标准差	3.08	2.50	12.09
偏离标准差	-0.09	-0.20	-1.14
百分比排序	50.91%	44.55%	7.27%
最新市净率	1.48	1.24	1.86
平均市净率	1.71	1.50	2.80
标准差	0.41	0.40	0.72
偏离标准差	-0.57	-0.66	-1.30
百分比排序	36.36%	35.45%	7.27%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 利好消息密集发布，风险偏好大幅走高

2月消息面上迎来重大利好，两国贸易迎来阶段性缓和。第七轮中美贸易磋商，中美双方进一步落实两国元首阿根廷会晤达成的重要共识，在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展。至此美国宣布，对2018年9月起加征关税的自华进口商品，暂时不提高加征关税税率，继续保持10%。

MSCI方面也迎来扩容利好，MSCI宣布分三步将A股纳入比例提高至20%，同时将样本股范围从目前的大盘股扩大至中盘股。扩容后，A股将有253只大盘股（含创业板股12只）和168只中盘股（含创业板股15只）纳入MSCI新兴市场指数。本次扩容未来可为A股市场迎来4000亿以上增量资金，对蓝筹大盘股更为有利，但创业板及中盘股纳入节奏超预期，意味着符合条件的中小型A股公司也将进入外资投资的范围，进一步激发中小股票市场活力。

科创板方面，证监会正式发布实施设立科创板并试点注册制相关业务规则和配套指引，共

2+6 个相关政策，包括：个人投资者 50 万元的资产门槛不变，T+1 交易机制不变，但新增了红筹企业上市标准，对核心技术人员股份锁定期被缩短至 1 年，不再要求保荐机构发布投资研究报告及就上市公司更换会计师事务所发表意见的强制要求，但券商跟投的要求并没有取消。

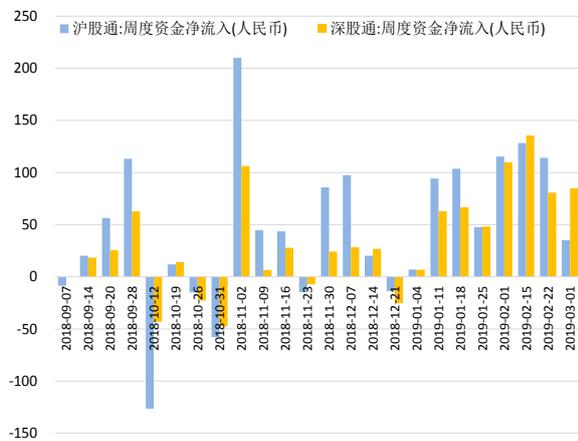
2 月利好消息密集发布，叠加中小创股商誉减值等业绩爆雷风险利空出尽，市场情绪修复，风险偏好明显回升。从 A 股需求来看，国内外资金均有加仓。2 月海外资金延续大幅净流入，截止 2 月 28 日，沪股通、深股通 2 月分别净流入 294.66 亿元、309.26 亿元，其中前三周流入速度较快，最后一周有所放缓。国内资金亦有所加仓，两融余额快速反弹，2 月 28 日为 8046.7 亿元，较 1 月 31 日的 7281.8 亿元大幅增加 764.9 亿元。

表 4：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)
2019-02	29	1,457.63	6	34.277	17	1,142.098					4	276.451	2	4.800
2019-01	61	1,212.77	16	126.860	35	1,015.296					7	59.883	3	10.730
2018-12	41	915.60	5	28.441	21	658.584			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

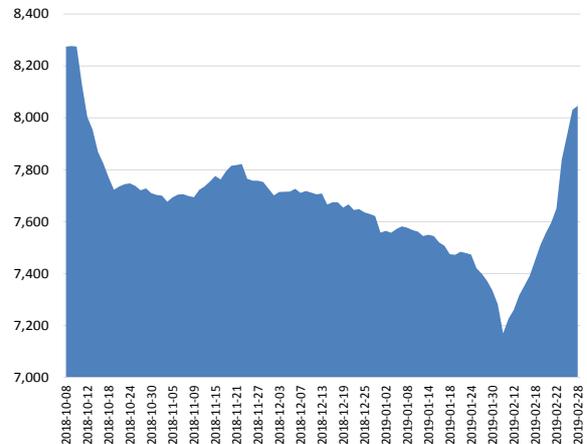
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：沪港通深股通资金流向



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：融资余额



资料来源：Wind，兴证期货研发部

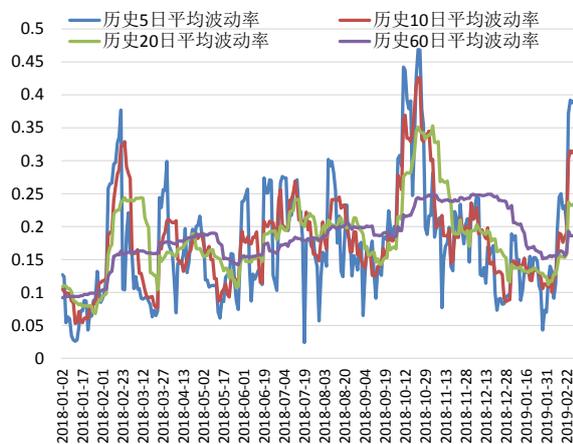
2.4 海外市场延续上行，A 股短期波动上升

2018 年 12 月加息后，美联储态度偏鸽，包括鲍威尔在内的央行官员，一直不愿发出进一步收紧货币政策的信号。目前美国经济数据延续稳健，美联储公布 1 月议息会议纪要，显示公开市场委员会（FOMC）认为未来加息的程度与时间均变得不那么清晰，对进一步加息保持耐心。美联储主席鲍威尔暗示将很快敲定联储缩减资产负债表规模（缩表）的计划。

美元指数 2 月先扬后抑，全球风险偏好继续回升，美国三大指数延续反弹态势，道琼斯指

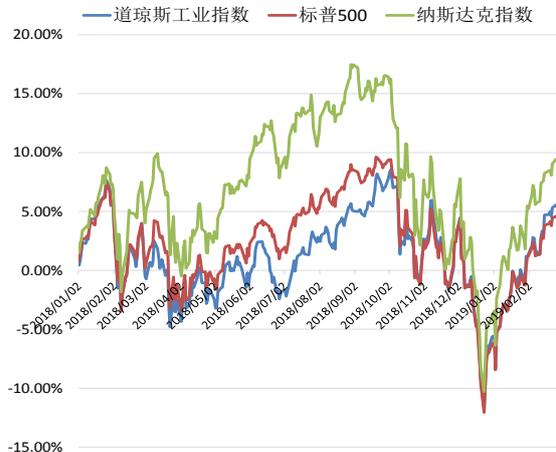
数月涨 3.67%，纳斯达克指数月涨 3.44%，标普 500 指数月涨 2.97%。A 股市场交易情绪继续升温，但 2 月上证综指的波动率震荡走高，市场分歧明显上升。

图 23：上证综指波动率变化



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：美三大指数 2018 年以来涨跌走势



资料来源：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	-0.44	0.07	-0.29	-1.45	0.47	0.51	-0.19	-0.64	4.88
2019年2月	3.67	3.44	2.97	1.52	4.96	3.07	2.94	2.47	13.79
最近三个月	1.48	2.76	0.88	1.35	4.73	2.30	-4.32	8.02	13.63
2019年至今	11.10	13.52	11.08	5.15	10.78	9.06	6.85	10.79	17.93

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.总结与展望

2019年2月共15个交易日，纵观二月行情，市场震荡走高，上证综指大涨13.79%至2940.95点，创业板指大涨25.06%至1535.86点，行业板块普涨。

三大期货品种2月集体收涨，其中IC涨幅较大。市场流动性延续回升，期指成交量及持仓量继续增加，其中IH合约成交持仓增幅较大。从基差水平来看，合约期现价差明显走强，月中股指期货升水一度大幅走扩，IF及IH升水继续走高，IC近月合约回归升水状态，远月贴水大幅收窄，另外远-近月价差亦荡走强。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值低位反弹，多IC策略较为占优。

从国内经济的宏观层面来看，2月发布的经济数据较少，但金融数据放出天量，超出市场预期，宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现，货币政策传导至实体经济出现边际改善，后续仍需关注宽信用政策对实体经济的持续效果。从资金面来看，资金流动性整体较为平稳，春节前后市场利率不升反降，但月末受缴税、地方债密集发行、股债跷跷板效应等一系列因素影响，市场利率回到节前水平，资金面略有收敛。股票估值在月内得到明显修复，但经历了年初的普涨行情，短期继续向上修复空间的相对有限，尤其是沪深300指数上证50指数的估值水平回到均值附近，而科创板的上市也将对中小创股的估值体系进行重塑，后续

关注估值修复的轮动机会。消息面上，中美贸易阶段性缓和、MSCI 宣布 A 股扩容及科创板落地等利好密集发布，叠加中小创股誉减值等业绩爆雷风险利空出尽，市场风险偏好修复，国内外资金均有加仓，2 月海外资金延续大幅净流入，其中前三周流入速度较快，最后一周有所放缓，国内资金亦有所加仓，两融余额大幅反弹。海外市场方面，美元指数 2 月先扬后抑，全球风险偏好继续回升，美国三大指数延续反弹态势，A 股市场交易情绪继续升温，但上证综指的波动率震荡走高，市场分歧明显上升。

综合来看，春季躁动影响下，2 月 A 股市场迎来普涨，其中中小创股幅度较大。目前短期来看估值修复的空间有限，两会后概念炒作热度将有所降温，MSCI 扩容落地后外资增量资金的推动作用也将有所减弱，考虑到三月将公布多项年初的经济数据，不确定性较强，且沪指位于 3000 点附近套牢盘压力较大，需要时间换空间进行震荡整理，目前从波动率来看市场分歧有所放大，预计三月走势以偏弱震荡为主，三大期指存在回调风险，建议投资者控制风险，看好市场中性策略，IH 走势相对稳健，跨品种策略可考虑轻仓试多 IH 空 IC 策略。中长期看好市场基本面边际改善，预计期指调整后将继续震荡上行。仅供参考。

关注市场风险偏好和政策，期债或先抑后扬

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号：Z0010856

尚芳

投资咨询号：Z0013058

高歆月

投资咨询号：Z0013780

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月国债期货震荡走低，其中10年期债月跌0.92或0.97%收于96.945元；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中10Y上行7bp至3.17%。2月前三周期债高位震荡，最后一周较大幅走低。前三周市场多空因素交织，期债高位震荡，具体看，利多因素一是市场部分投资者有降息的预期，二是跨春节后资金面趋松，三是地方政府债对国债的挤出效应减弱，四是物价数据低于预期，五是十年期债出现反向套利的机会，利空因素一是金融数据和进出口数据较大幅高于预期，二是中美贸易摩擦出现阶段性缓和，三是市场风险偏好有所回升，四是缴税和缴准等因素导致资金面边际收紧。最后一周期债较大幅走低，主要原因是股市大幅上涨令市场风险偏好持续回升，叠加临近月末和政府债券发行量较大令资金面收紧。

● 后市展望及策略建议

从经济基本面来看，公布的经济数据有所改善，但需关注经济数据改善的可持续性，基本面对债市目前仍有支撑，但边际利多效应有所减弱；从政策面看，货币政策仍在进行逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台主要是为了促进宽信用，美联储发表鸽派言论，对国内货币政策提供空间；从资金面看，3月资金量到期压力不大，但在季末资金利率仍有上行压力，预计资金面整体偏平稳；从供需来看，地方债对国债的挤出效应边际减弱，国债的配置需求相对稳定。3月在两会上可能会继续出台“稳增长”的政策，期债或有承压，可能先抑后扬，目前经济仍有下行压力，货币政策仍在进行逆周期调节，利率中长期下行趋势暂未改变。

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）或先多TF空T后再多T空TF。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场发行规模减少，需求相对稳定

2019年2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19508.02亿元，较上月减少1256.04亿元，其中地方债供给规模为3641.72亿元，较上月减少537.94亿元，地方债供给规模同比增加且发行时间较往年提前；国债发行规模合计为1600亿元，较上月减少100亿元，地方债发行利率下限下调后，对国债的挤出效应边际减弱，配置需求相对稳定；同业存单供给规模为11301.3亿元，较上月增加746.2亿元；政策性银行债供给规模为2950亿元，较上月减少1379.3亿元，需求亦受到地方债提前发行影响而边际减少。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行



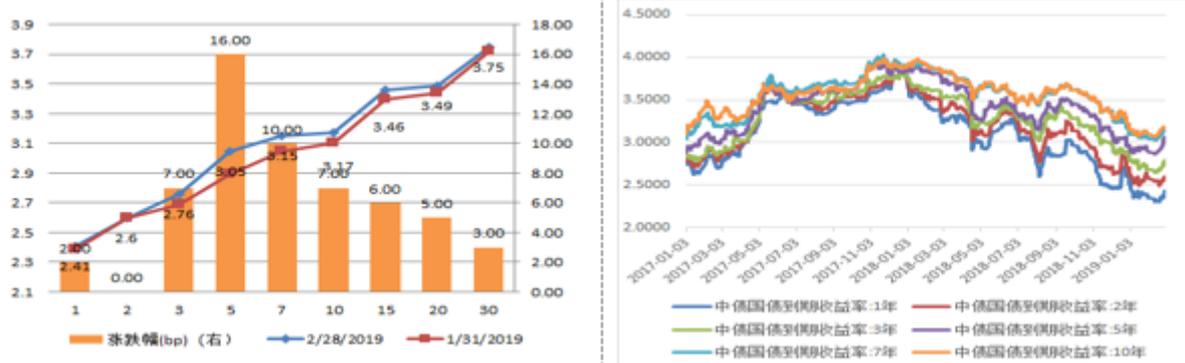
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率上行

2月主要期限国债收益率出现程度不一的上行，其中2年期收益率上行0bp至2.60%，5年期收益率上行16bp至3.05%，10年期收益率上行7bp至3.17%，收益率曲线走平，其中10-1年利差走陡约5bp，10-5年利差走平约9bp。

从月度数据来看，1Y期上行2bp至2.41%，2Y期上行0bp至2.60%，3Y期上行7bp至2.76%，5Y期上行16bp至3.05%，7Y期上行10bp至3.15%，10Y期上行7bp至3.17%，15Y期上行6bp至3.46%，20Y期上行5bp至3.49%，30Y期上行3bp至3.75%。

图 2：2 月关键期限国债收益率变动&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 国债期货震荡走低

截止到 2 月 28 日收盘，两年期国债期货近交割月合约 TS1903 收于 101.00 元，月涨 0.62 或 0.62%；主力合约 TS1906 收于 100.325 元，月跌 0.10 或 0.09%；隔季合约 TS1909 收于 99.865 元，月涨 0.62 或 -0.36%；成交方面，主力合约 TS1906 成交量日均 24 手，三个合约日均成交 70 手；持仓方面，主力合约 TS1906 持仓量为 260 手，三个合约持仓达到 473 手，较上月底减少 105 手。五年期国债期货近交割月合约 TF1903 收于 99.665 元，月跌 0.32 或 0.21%；主力合约 TF1906 收于 99.12 元，月跌 0.665 或 0.68%；隔季合约 TF1909 收于 98.685 元，月跌 0.83 或 -1.16%；成交方面，主力合约 TF1906 成交量日均 3283 手，三个合约日均成交 6712 手；持仓方面，主力合约 TF1906 持仓量为 12607 手，三个合约持仓达到 12823 手，较上月底减少 4768 手。十年期国债期货近交割月合约 T1903 收于 98.05 元，月涨 0.00 或 -0.01%；主力合约 T1906 收于 96.945 元，月跌 0.92 或 0.97%；隔季合约 T1909 收于 96.535 元，月跌 1.215 或 1.26%；成交方面，主力合约 T1906 成交量日均 24392 手，三个合约日均成交 47288 手；持仓方面，主力合约 T1906 持仓量为 47268 手，三个合约持仓达到 49163 手，较上月底减少 11927 手。

2 月期债震荡走弱，前三周期债高位震荡，最后一周较大幅走低。前三周市场多空因素交织，期债高位震荡，具体看，利多因素一是市场部分投资者有降息的预期，二是跨春节后资金面趋松，三是地方政府债对国债的挤出效应减弱，四是物价数据低于预期，五是十年期债出现反向套利的机会，利空因素一是金融数据和进出口数据较大幅高于预期，二是中美贸易摩擦出现阶段性缓和，三是市场风险偏好有所回升，四是缴税和缴准等因素导致资金面边际收紧。最后一周期债较大幅走低，主要原因是股市大幅上涨令市场风险偏好持续回升，叠加临近月末和政府债券发行量较大令资金面收紧。

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

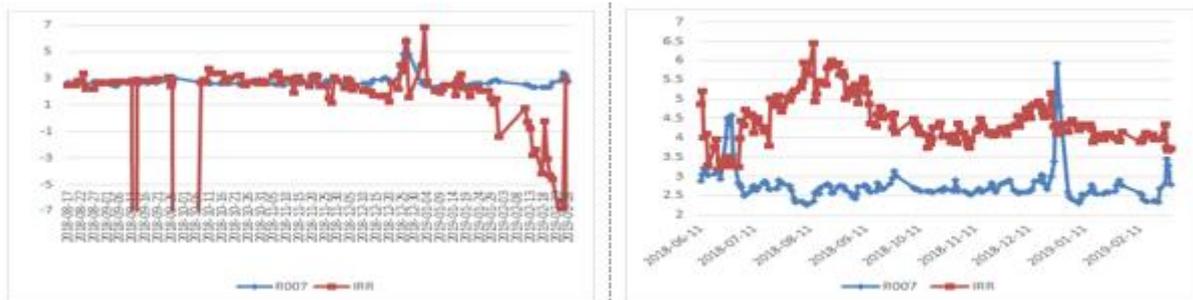


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现套利

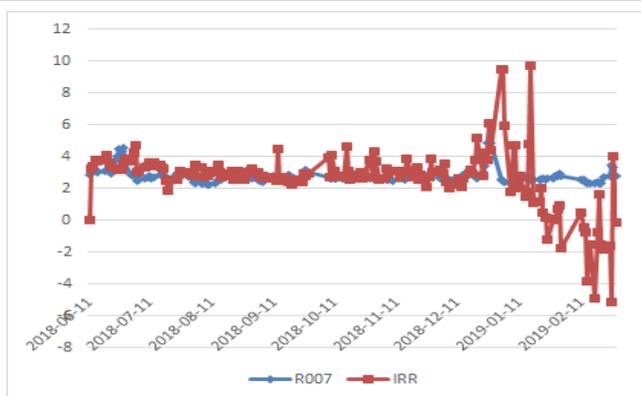
从 2 月份 TS1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 先下后上, 而 R007 震荡上行, 在下半月有较明显的反向期现套利机会; TF1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡下行, 而 R007 震荡上行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; T1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 先下后上, 而 R007 震荡上行, 在下半月有反向期现套利机会。

图 6: 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 7：T1903 活跃 CTD 券 IRR

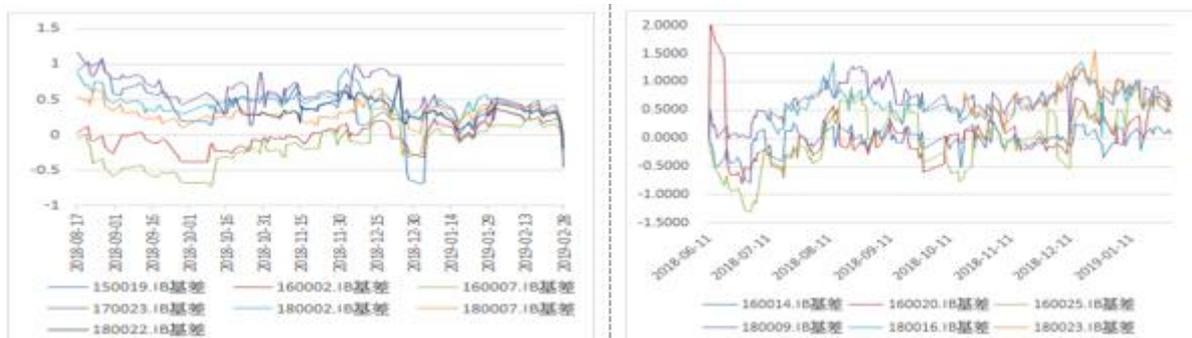


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 活跃券基差

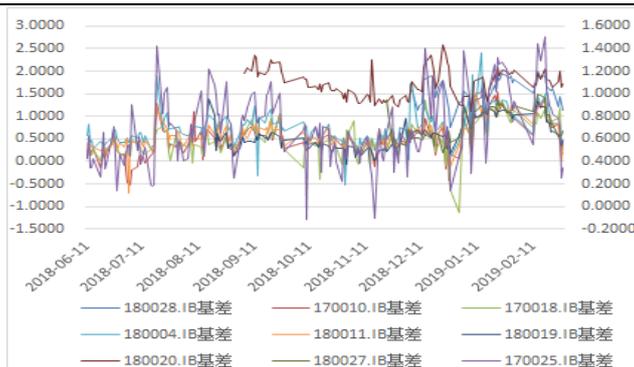
2 月份 TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、170023.IB、180002.IB、180007.IB 和 180022.IB 的基差震荡下行；TF1903 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB 和 180009.IB 的基差震荡上行，适宜做多基差，160025.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差；T1903 合约活跃券 170010.IB、170018.IB、170025.IB、180004.IB、180011.IB、180019.IB、180020.IB、180027.IB 和 180028.IB 的基差震荡下行，适宜做空基差。

图 8：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 9：T1903 活跃券基差走势



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2月中国官方制造业PMI为49.2%，较上月下行0.3%，连续3个月低于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49.5%和50.6%，分别比上月下行1.4%和上行1.0%，新订单指数止跌小幅反弹，反映需求有所改善，新出口订单指数和进口指数为45.2%和43.6%，比上月下行1.7%和0.1%。财新PMI为49.9%，较上月上行1.6%，与官方制造业PMI走势分化，虽然低于荣枯线但高于市场预期。虽然个别分项数据有所改善，但整体看经济下行压力仍在显现。

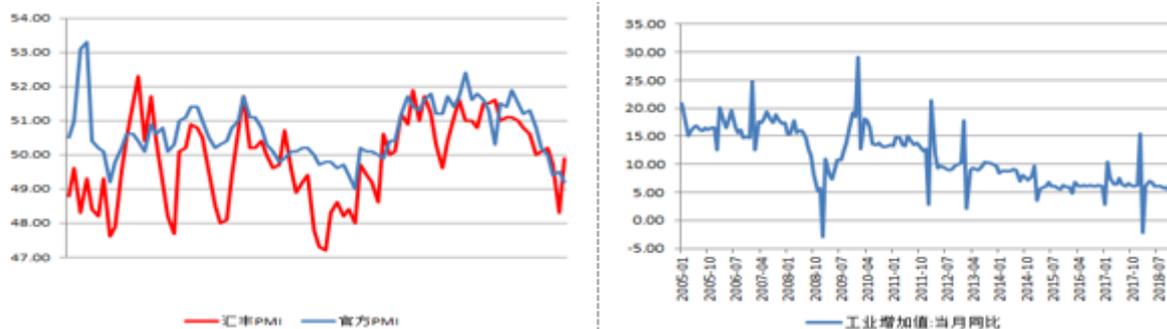
从房地产销售来看，由于春节因素，暂无房地产开发投资增速数据，考虑到前期土地增值费增速影响将继续减弱，且目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，预计房地产投资增速将会继续缓慢回落；由于春节因素，暂无基建投资增速数据，中央经济工作会议明确提出“加大基础设施等领域补短板力度”，考虑到地方政府债提前至2019年1月下旬开始发行，预计基建投资增速大概率继续反弹，但受到严控地方政府隐性债务的制约反弹幅度存在不确定性；由于春节因素，暂无制造业投资增速，制造业增速可能上行乏力；由于春节因素，暂无社零消费数据，考虑到国家对扩大消费的扶持政策，社零增速虽有下行压力但降幅可能缓慢；1月出口增速大幅反弹至9.1%，进口增速反弹至-1.5%，超出市场预期，可能是中美贸易摩擦阶段性缓和和对进出口有拉动作用，贸易顺差正向小幅减少，考虑到中美贸易摩擦地继续缓和，未来进出口增速虽仍承压，但在缓和期可能出现阶段性的反弹。

通胀方面，1月份CPI较上月下行0.2%至1.7%，略低于市场预期，猪肉价格同比增速下行1.7%至-3.2%，猪价虽有下跌，但猪瘟令猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速下行0.4%至3.8%，鲜菜价格小幅回落；PPI较上月继续下行0.8%至0.1%，环比跌幅收窄，油价止跌反弹，预计PPI可能转负。猪价上涨仍可能是2019年拉动CPI的因素。

金融数据方面，1月新增人民币贷款35668.36亿元，较上月大幅增加约26386.9亿元，企业债融资为4990.22亿元，较上月增加约1232.98亿元，委托贷款为-699.28亿元，较上月少减少1511.21亿元，信托贷款为345.02亿元，较上月增加约853.66亿元，银行承兑汇票为3786.18亿元，较上月增加约2763.08亿元，1月社融规模大幅增加，既有季节效应，也有宽信用政策效果的体现，随着地方政府债提前发行、非标融资的改善和宽信用政策效果的不断加码，预计社融下行速度将继续趋缓；M2同比为8.4%，小幅上行0.3%，M1维持下行至0.4%，或受到春节

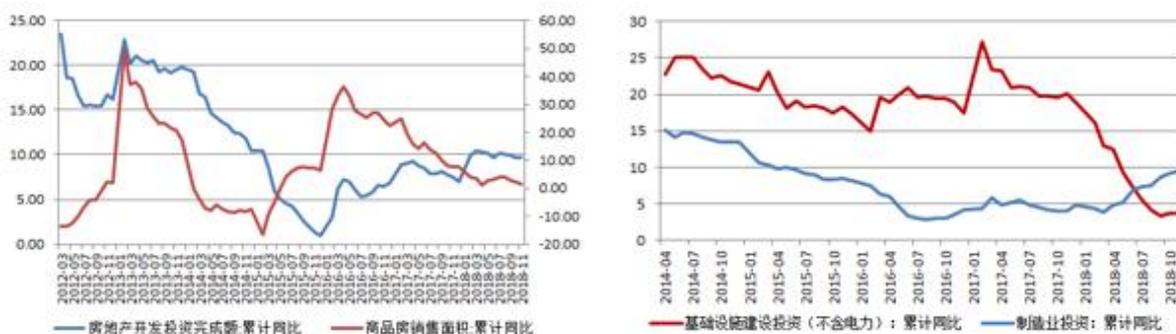
效应的影响，M1-M2 的剪刀差为正且小幅上行。预计 2 月社融增速或略有下滑。

图 10: 制造业 PMI&工业增加值



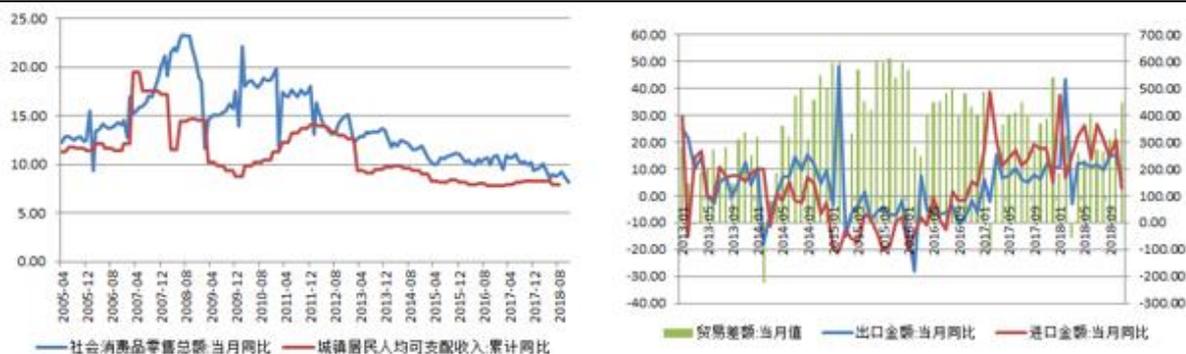
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 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



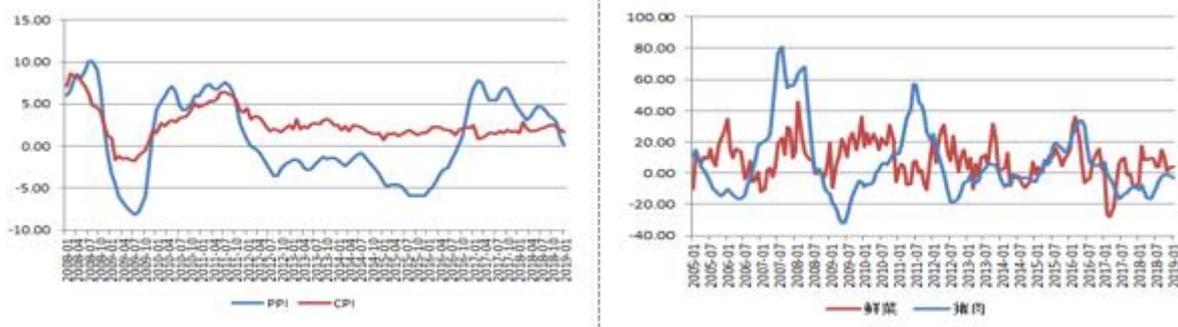
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



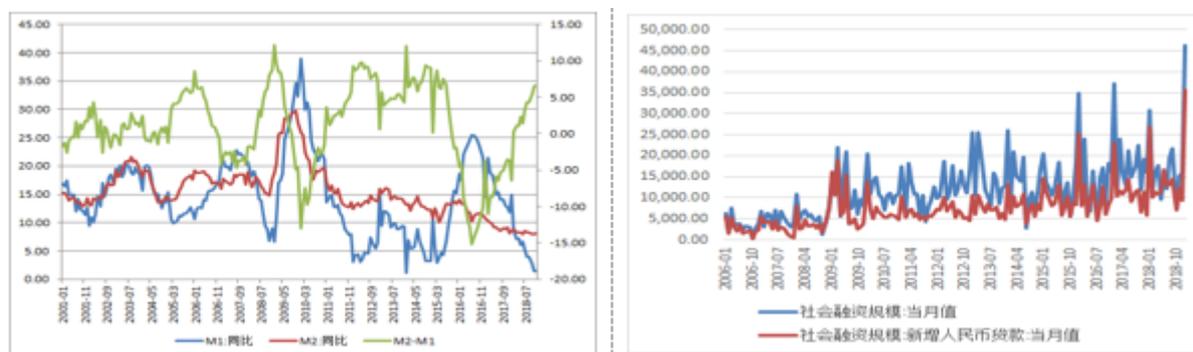
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 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 14: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

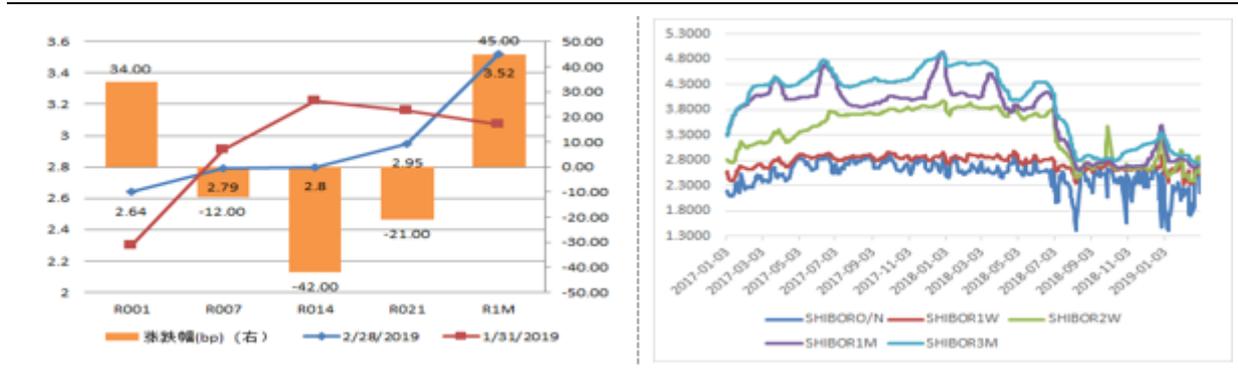
3.2 货币政策和监管政策

从央行发布的《2018 年四季度货币政策执行报告》来看, 货币政策目前仍在进行逆周期的调节, 疏通货币政策传导机制, 增加宽信用力度, 保持银行体系流动性的合理充裕, 短期内暂无降息的可能性, 但如果经济下行压力有所加大, 央行可能会继续进行降准或降息来进行逆周期的调节。近期美联储议息会议偏鸽派, 国内货币政策进一步宽松的空间有所提高。

3.3 资金利率: 3 月资金利率或先下后上

2 月资金利率先下后上, 为了应对春节效应, 央行提前进行降准对冲, 叠加 TMLF 和在公开市场上进行逆回购操作, 资金面整体较平稳, 但临近月末时点市场风险偏好提高、缴税和政府债券发行的影响, 资金利率冲高, 隔夜上行幅度较大。从质押式回购利率来看, 隔夜上行 34bp 至 2.64%, 7 天下行 12bp 至 2.79%, 14 天下行 42bp 至 2.8%, 1M 上行 45bp 至 3.52%; 从 shibor 利率变动来看, 月度隔夜上行 34bp 至 2.58%, 7 天下行 10bp 至 2.66%, 14 天下行 25bp 至 2.73%, 1M 下行 15bp 至 2.69%, 3M 下行 15bp 至 2.75%。3 月公开市场有 6915 亿元资金量到期, 其中包括 4315 亿元 1 年期 MLF 到期和 2600 亿元逆回购到期, 到期压力相对不大, 且央行维稳资金面意图较明显, 资金面可能继续偏平稳, 但在季末有上行的压力。

图 15: 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：3 月期债可能先抑后扬

从经济基本面来看，公布的经济数据有所改善，但需关注经济数据改善的可持续性，基本面对债市目前仍有支撑，但边际利多效应有所减弱；从政策面看，货币政策仍在进行逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台主要是为了促进宽信用，美联储发表鸽派言论，对国内货币政策提供空间；从资金面看，3 月资金量到期压力不大，但在季末资金利率仍有上行压力，预计资金面整体偏平稳；从供需来看，地方债对国债的挤出效应边际减弱，国债的配置需求相对稳定。3 月在两会上可能会继续出台“稳增长”的政策，期债或有承压，可能先抑后扬，目前经济仍有下行压力，货币政策仍在进行逆周期调节，利率中长期下行趋势暂未改变。

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）或先多 TF 空 T 后再多 T 空 TF。

电网投资计划回升且库存低位,铜价有望走强

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月份LME铜价大涨317.5美元/吨,涨幅5.15%。截至3月1日,本年LME铜价累计涨9%,在有色金属中涨幅次于镍(24%),锌(13%),锡(11%)。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿产量增速下滑,供应压力逐步缓解。2019年全球铜矿产量增量37.8万吨,铜矿供应增速下滑至2%以下,远远低于2018年,铜矿产量增速大幅下滑长期支撑铜价。截至3月1日,铜矿加工费TC从年初92美元/吨下滑至77.5美元/吨,已经低于2019年长单加工费(80.8美元/吨),市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期正在逐步兑现。

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

3. 海外精炼铜负面供应干扰加大,2019年精炼铜供应增速难以提升。vedanta旗下40万吨冶炼产能复产受阻,海外精炼铜供应偏紧状态短期难以改变。

4. 国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱,铜消费大概率持稳。国内基建刺激预期强烈,截至3月1日,本年地方债发行规模已经达到7821.38亿元,其中2月15日至21日当周发行1976.27亿,2月25日至3月1日当周发行1665.45亿,近期发行速度明显加快,未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域,有望延续2018年8月份以来持续的恢复性增长状态。2月27日最新公布的国家电网社会责任报告显示,国家电网2019年电网投资计划达到5126亿元,比2018年实际完成额上升4.84%。

虽然海外发达国际实体经济边际转弱,但结合海内外

来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

5.全球铜显性库存处于低位。截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨，同比 2018 年减少 39 万吨，处于近几年低位。海外 LME，COMEX 库存持续下滑，LME 铜现货价格已经升水期货，随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻，海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

基于以上分析，我们认为在供应压力逐步缓解，基建刺激带动电网投资回暖，全球显性库存处于相对低位的供需格局下，铜价有望继续走强。仅供参考。

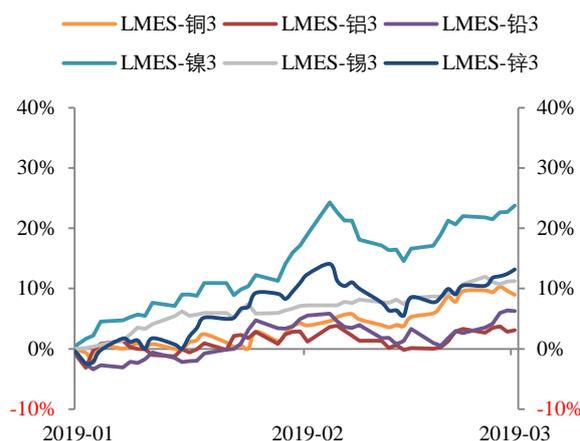
● **风险提示：**

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

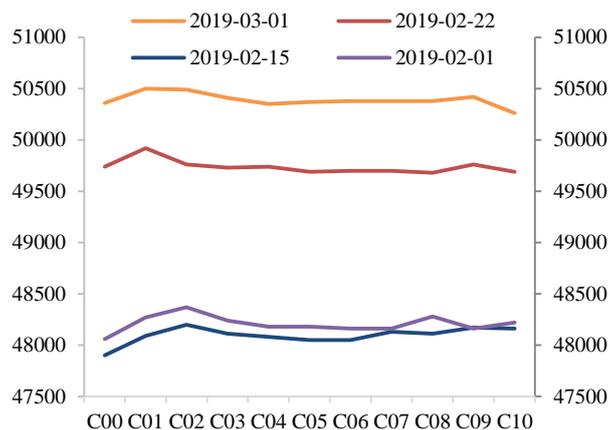
2 月份 LME 铜价大涨 317.5 美元/吨，涨幅 5.15%。截至 3 月 1 日，本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（24%），锌（13%），锡（11%）。

图1:LME各品种2019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：铜矿供应增速下滑驱动铜价重心上移

2.1 供应：铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解

从矿企角度看，根据我们对全球主要十几家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增速快速下滑。已公布的 11 家公司铜矿产量预期负增长-2.68 万吨，远远低于 2108 年实际的正 8.43% 的增速。

从矿山角度看，2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨。叠加全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，损失大约 27.2 万吨产量，我们预期全球 2019 年铜矿产量增量仅有 37.8 万吨，增速下滑至 2% 以下。铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

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

国外精炼铜冶炼干扰频发，Vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能复产受阻，海外精炼铜供应相对偏紧的状态短期难以改变。

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

2.1.1. 已公布 11 家矿企 2019 年产量预期-2.68 万吨

Glencore 四季度产量保持正增长。2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区矿山开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨，公司 2019 年产量计划随着下调至 150 万吨左右，相较 2018 年增量仅为 4.63 万吨。

Freeport 由于印尼地区 Grasberg 矿山铜矿品位下滑，PT Smelting 意外检修影响矿石发货，导致 2018 年四季度产量大幅下滑 7.53 万吨 (-16.48%)。公司 2019 年产量预期由于在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采，相较 2018 年大幅下滑 23.18 万吨。

BHP 因 2018 年 9 月份 Spence 矿区电解厂火灾及后续检修影响，四季度产量仍小幅下滑 3%。由于公司与 EMR Capital 关于交易出售 Cerro Colorado 的谈判终止，2019 财年产量预期再次上调 3.5 万吨至 174.55 万吨。

MMG 方面，Kinsevere 矿区几起设备故障导致开采矿石品位较低，以及位于老挝的 Sepon 矿区在 2018 年 11 月出售给赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司后四季度产量终止计入公司财报(对应 2017 年四季度产量 1.78 万吨)，公司四季度产量整体下滑 2.88 万吨 (-18.06%)。2019 年产量预期由于 Las Bambas 产量的恢复将上升 3.59 万吨。

Anglo American 由于旗下矿区矿石品位及回收率提高，四季度产量增 3.49 万吨 (23.49%)，2019 年产量预期下滑 2.33 万吨。

表 1: 已公布部分矿企 2019 年产量预期-2.68 万吨

序号	公司	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	-	-	-	-
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	4.63	3.18%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
6	Antofagasta	70.43	72.53	4.47	6.16%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64	-	-	-	-
9	MMG	59.82	51.78	3.59	6.93%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.33	-3.49%	15.36%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
13	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
	小计	893.98	969.37	-2.68	-0.28%	8.43%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.1.2 预计全球新增铜矿产量 37.8 万吨，增速下滑至 2%以下

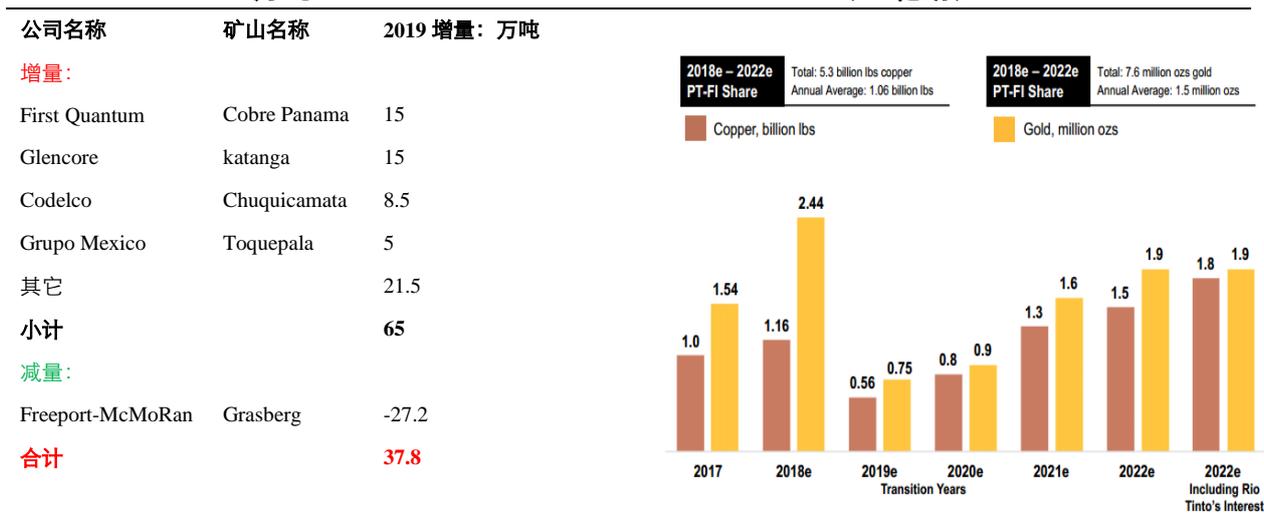
2019 年主要的矿山增量有两个，First Quantum 在巴拿马的 cobre Panama 项目，Glencore 在刚果金的 katanga 地区矿山产量继续释放 15 万吨。其它还有 Codelco 旗下的 Chuquicamata 释放大约 8.5 万吨，以及墨西哥集团子公司南方铜业在秘鲁的 Toquepala 释放 5 万吨的增量。

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 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。

2019 年 2 月 20 日 Glencore 最新公告宣布调整非洲 Mutanda 矿区开采计划，Mutanda 矿区 2019 年产量增量下调 10 万吨。

结合 Grasberg 的减量以及最新 Mutanda 的产量调整来看，我们预计 2019 年铜矿产量只有 37.8 万吨，增速下滑至 2%以下，远远低于 2018 年铜矿产出增速。

表 2: 预期 2019 年全球矿山产量增量 37.8 万吨 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

2.1.3 国内冶炼产能加速投放，但受制于原料供应，精炼铜产量增速有限

由于铜矿加工费处于相对高位，冶炼厂盈利较好，国内冶炼产能近两年开始大规模投放。预计 2019 年国内粗炼冶炼产能大约投放 73 万吨，精炼产能投放 93 万吨，但受制于原料端铜矿产量增速下滑以及废铜进口的减少，预计明年国内精炼铜产量增速会大幅下滑，国内精铜供应压力大概率会远远小于 2018 年。

春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 1 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 77.5 美元/吨，已经低于 2019 年长单加工费 (80.8 美元/吨)，市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期

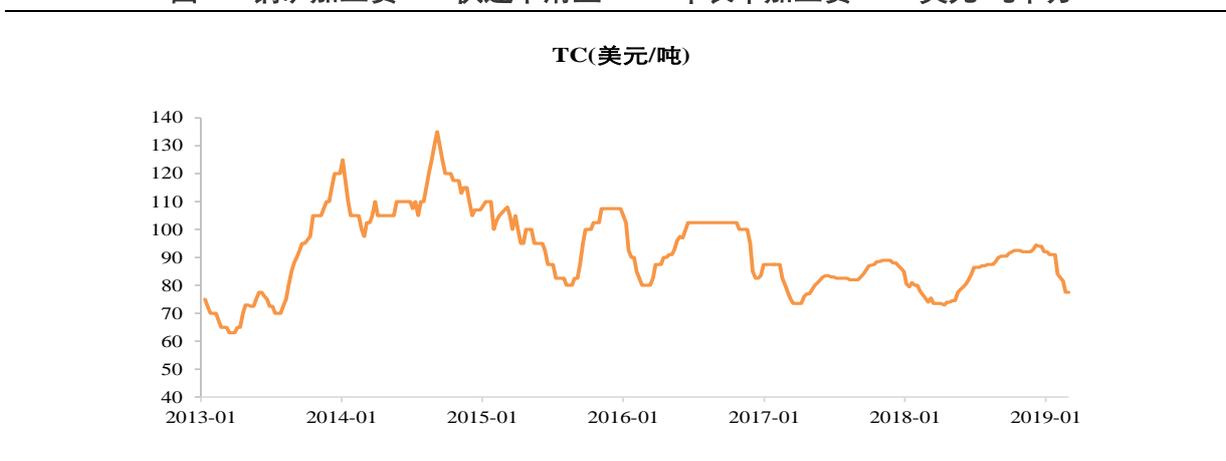
正在逐步兑现。

表 3：预计 2019 年国内冶炼产能投放量达 73 万吨

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

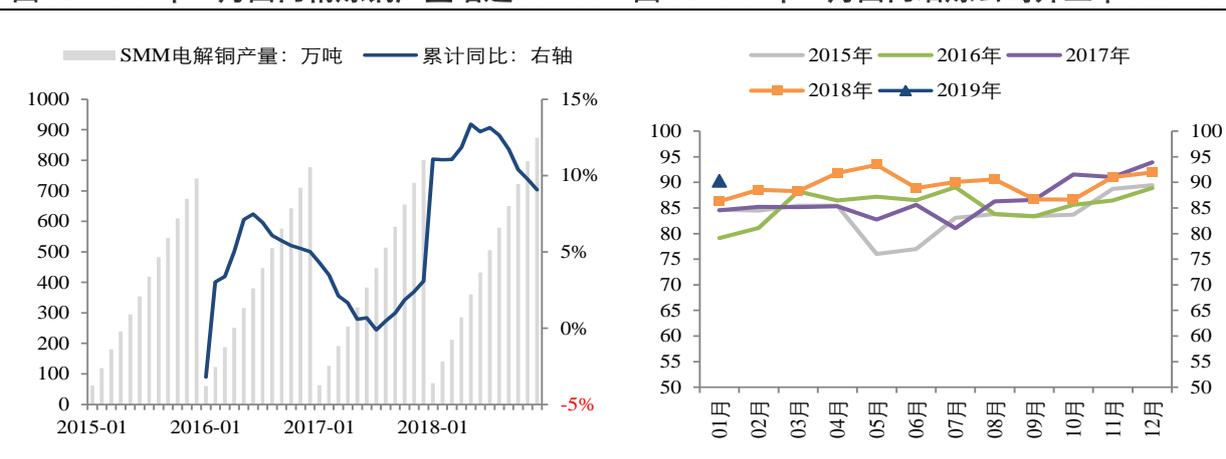
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 4：铜矿加工费 TC 快速下滑至 2019 年长单加工费 80.8 美元/吨下方



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：2019 年 1 月国内精炼铜产量增速 5.22% **图 6：2019 年 1 月国内冶炼公司开工率 90.27%**



数据来源：SMM，兴证期货研发部

数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.1.4 外生因素干扰海外冶炼厂生产

vedanta 旗下位于印度 Tami Nada 邦的 40 万吨 Tuticorin 冶炼厂（印度第二大冶炼厂）由于环保等因素自 2018 年 3 月 26 日起关停，2019 年 2 月中旬印度最高法院(Supreme Court)推翻了

绿色法庭 2018 年 12 月提出的重启冶炼厂的命令，冶炼厂复产遥遥无期。

虽然 vedanta 旗下 Silvassa 精炼厂一直开启，但由于缺乏粗炼原料，2018 年二季度只生产 2.4 万吨精炼铜，三季度下滑至 1.6 万吨。印度 2017 年精炼铜产量仅为 84.5 万吨，Tuticorin 冶炼厂持续关停对印度本国精铜供应影响巨大。

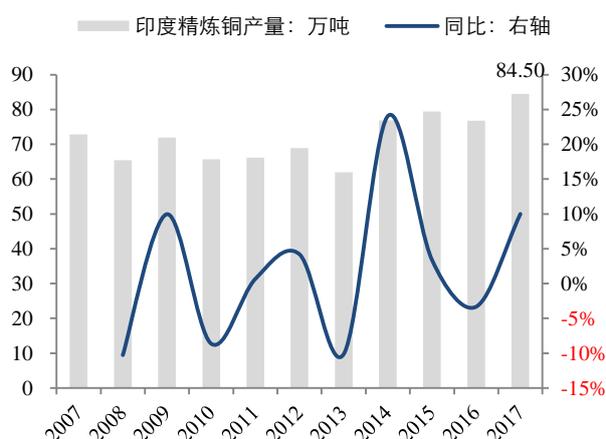
表 4: Vedanta 阴极铜产量 (万吨)

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

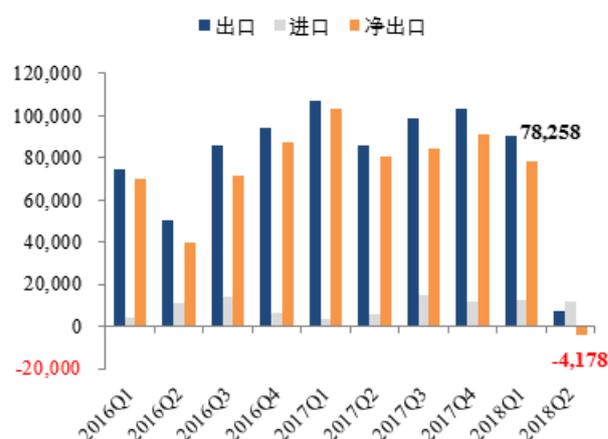
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 7: 2017 年印度精炼铜产量仅为 84.5 万吨

图 8: 印度 2018 年二季度转为精炼铜净进口国 (吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部



数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

2.2 需求：国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱，铜消费大概率持稳

国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 1 日，本年地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元，其中 2 月 15 日至 21 日当周发行 1976.27 亿，2 月 25 日至 3 月 1 日当周发行 1665.45 亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续 2018 年 8 月份以来持续的恢复性增长状态。

2月27日最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网2019年电网投资计划达到5126亿元，比2018年实际完成额上升4.84%。

虽然海外发达国家实体经济边际转弱，但结合海内外来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

2.2.1 基建刺激有望提振国内铜消费

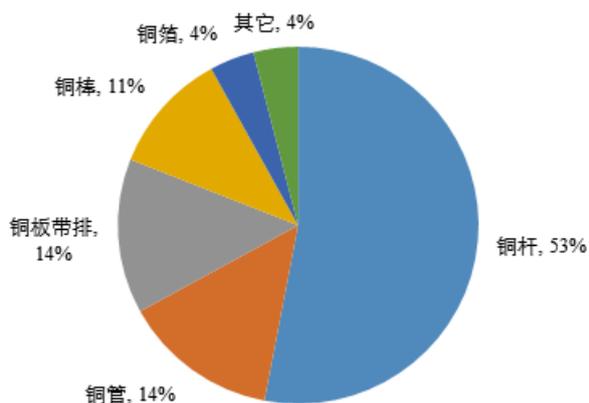
截至3月1日，本年地方债发行规模已经达到7821.38亿元，其中2月15日至21日当周发行1976.27亿，2月25日至3月1日当周发行1665.45亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

表5：地方债发行规模已经达到7821.38亿元

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)
地方政府债	177	3.34	7821.38

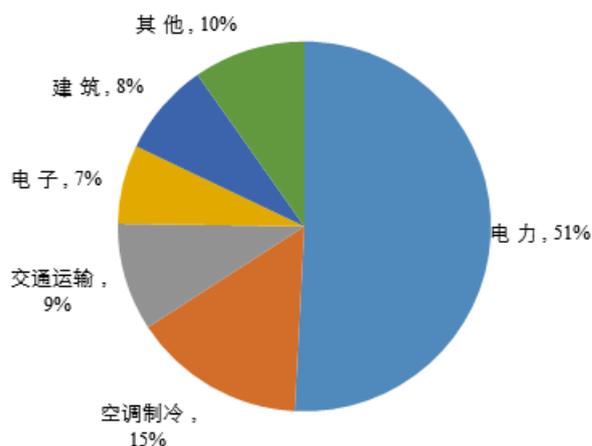
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图9：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10：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

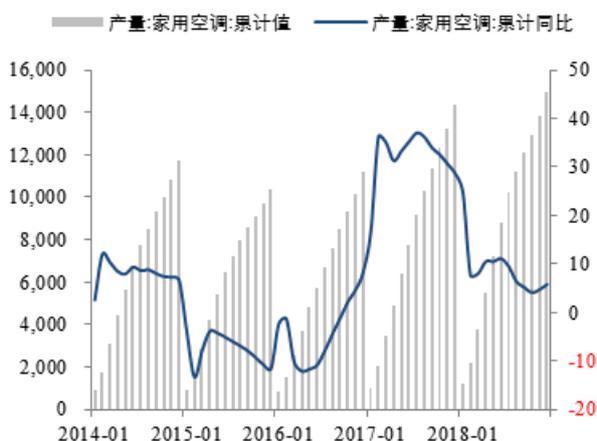
电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续2018年8月份以来持续的恢复性增长状态。2月27日最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网2019年电网投资计划达到5126亿元，比2018年实际完成额上升4.84%。

图 11: 国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 2018 年 8 月份以来电网投资持续恢复



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 基建投资增速有望恢复向上

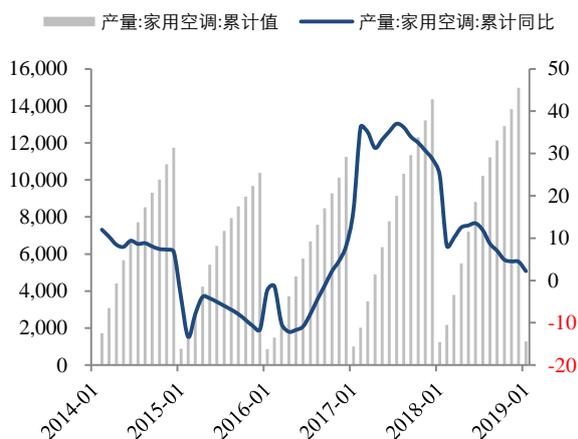


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.2 空调产量继续回升

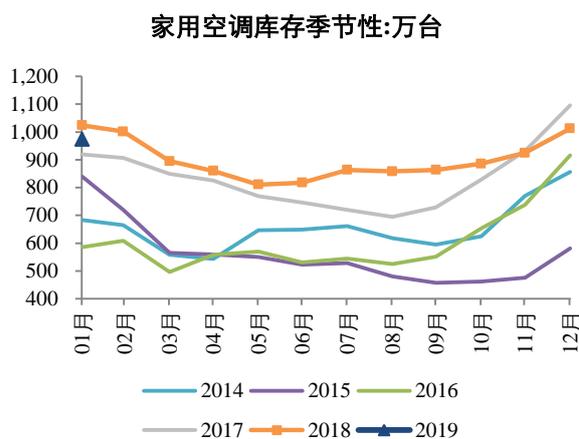
产业在线数据显示, 2019 年 1 月家用空调总产量 1270.5 万台, 同比增加 2.20%, 自 2018 年 11 月份以来, 空调产量维持单月正增长。1 月空调库存环比去年 12 月下滑 38.2 万台, 至 974 万台, 空调库存压力相对弱于去年同期。

图 14: 空调产量继续回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 空调库存季节性低位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 传统汽车表现低迷

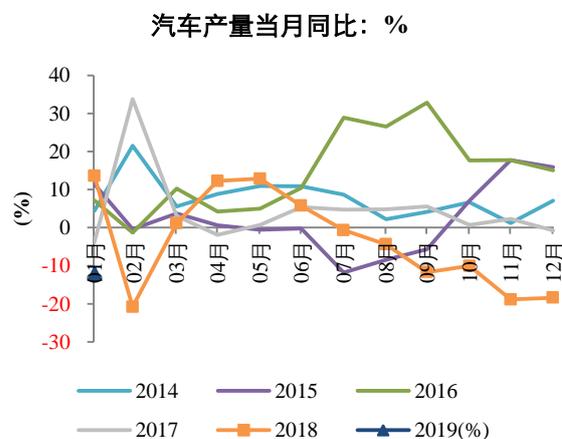
2018年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2019年1月全国共生产汽车 236.52 万辆,同比下滑-12.05%,传统汽车对铜消费的拖累未见好转。

图 16: 汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



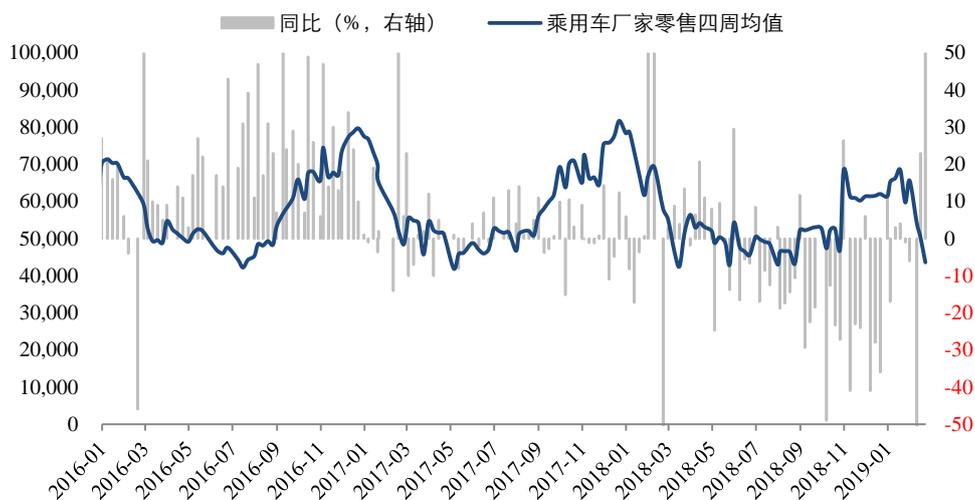
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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2月前三周汽车销量情况 (单位: 辆/日)

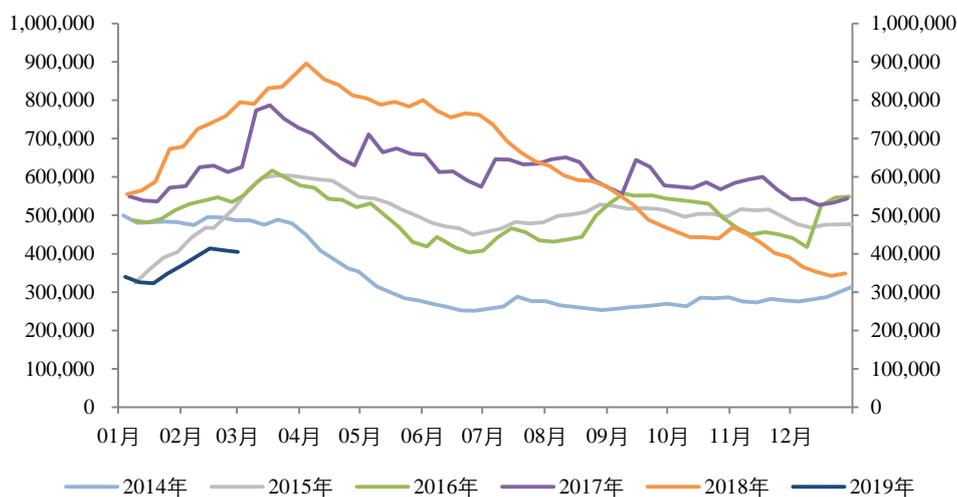


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

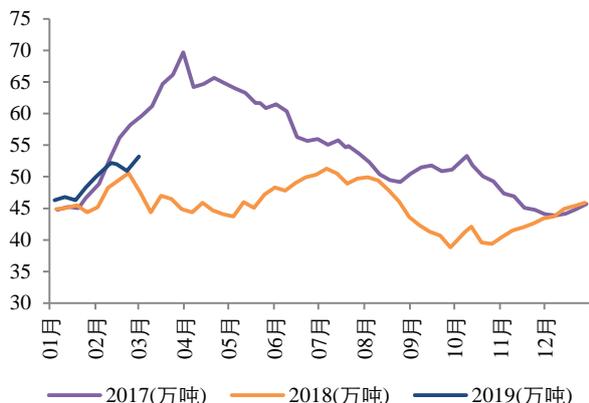
截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨, 同比 2018 年减少 39 万吨, 处于近几年低位。海外 LME, COMEX 库存持续下滑, LME 铜现货价格已经升水期货, 随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻, 海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

图 19: 三大交易所库存低于去年同期 39 万吨



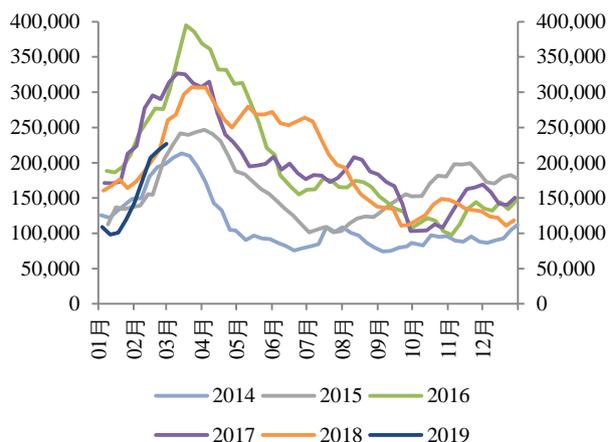
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 保税区库存季节性 (万吨)



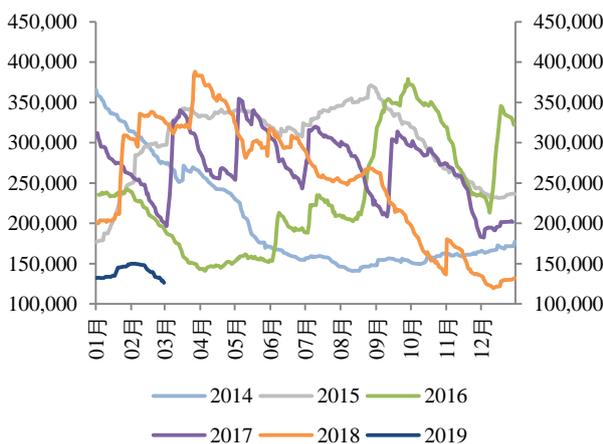
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 上期所铜库存季节性 (吨)



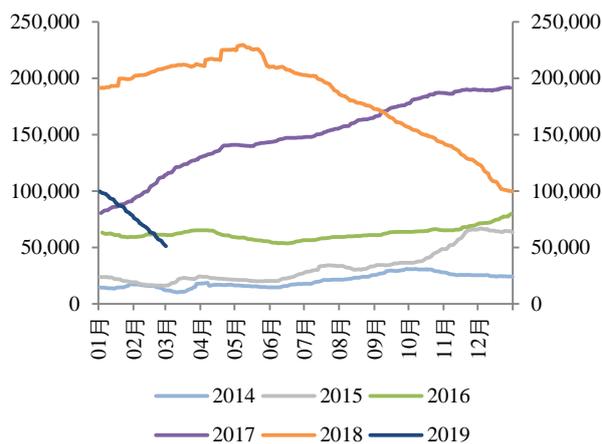
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



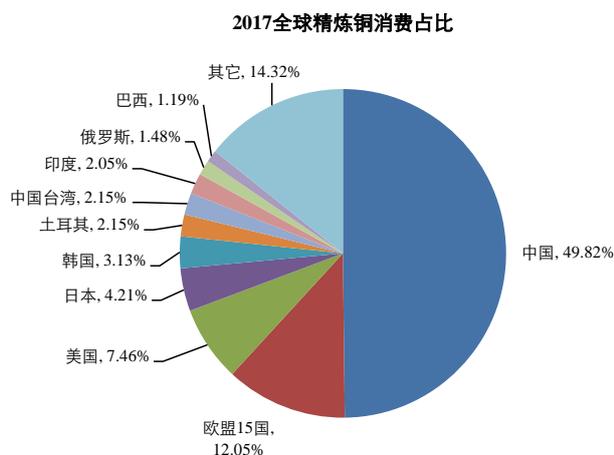
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 海外欧美发达国家制造业 PMI 边际转弱

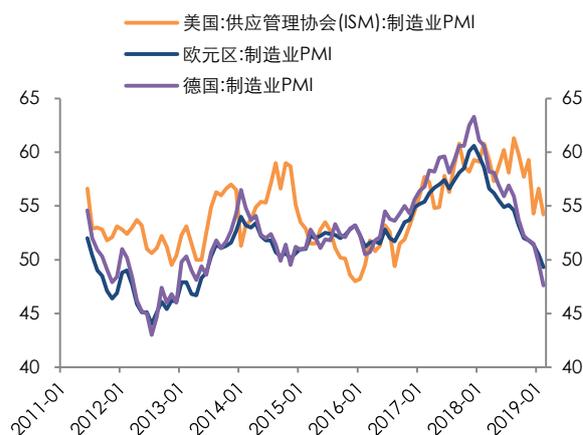
欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。海外欧美发达国家制造业边际转弱, 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 54.20, 欧元区 2 月制造业 PMI 下滑至荣枯线下方 49.30, 其中德国制造业 PMI 已经跌至 47.6 低位。整体看, 欧美发达国家实体经济在逐步转弱, 对铜的消费相对不太乐观。

图 24：欧美国家铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：欧美发达国家制造业 PMI 边际转弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

截至 3 月 1 日，美元指数小幅走弱，月末收于 96.4637，较 2 月初上涨 0.89%。

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. 铜矿产量增速下滑，供应压力逐步缓解。2019 年全球铜矿产量增量 37.8 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 以下，远远低于 2018 年，铜矿产量增速大幅下滑长期支撑铜价。截至 3 月 1 日，铜矿加工费 TC 从年初 92 美元/吨下滑至 77.5 美元/吨，已经低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），市场对铜矿释放相对冶炼产能偏紧的预期正在逐步兑现。

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

3. 海外精炼铜负面供应干扰加大，2019 年精炼铜供应增速难以提升。vedanta 旗下 40 万吨冶炼产能复产受阻，海外精炼铜供应偏紧状态短期难以改变。

4. 国内基建等刺激预期对冲海外实体经济边际走弱，铜消费大概率持稳。国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 1 日，本年地方债发行规模已经达到 7821.38 亿元，其中 2 月 15 日至 21 日当周发行 1976.27 亿，2 月 25 日至 3 月 1 日当周发行 1665.45 亿，近期发行速度明显加快，未来有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

电网投资作为基建刺激的重要领域，有望延续 2018 年 8 月份以来持续的恢复性增长状态。2 月 27 日最新公布的国家电网社会责任报告显示，国家电网 2019 年电网投资计划达到 5126 亿元，比 2018 年实际完成额上升 4.84%。

虽然海外发达国际实体经济边际转弱，但结合海内外来看，我们认为铜消费出现大问题概率不大，对铜价难以形成实质性的拖累。

5. 全球铜显性库存处于低位。截至 2019 年 3 月 1 日三大交易所仅为 40.44 万吨，同比 2018 年减少 39 万吨，处于近几年低位。海外 LME，COMEX 库存持续下滑，LME 铜现货价格已经升水期货，随着 vedanta 旗下 40 万吨冶炼厂复产受阻，海外精铜供应相对紧张局面短期难以缓解。

基于以上分析，我们认为在供应压力逐步缓解，基建刺激带动电网投资回暖，全球显性库存处于相对低位的供需格局下，铜价有望继续走强。仅供参考。

传统消费旺季，铝价或偏强震荡

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号：Z0012934

胡佳纯

从业资格号：F3048898

胡悦

从业资格号：F3050247

联系人：胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2月伦铝价格在区间震荡运行，最终收于1905美元/吨。春节期间在无沪铝指引下，伦铝基本跟随外汇波动，呈现震荡走势。月中，south 32旗下 Hillside 电解铝厂宣布计划裁员，该厂年产能为72万吨，此消息提振伦铝价格，带动国内价格上涨。2月份沪铝主力合约呈现先跌后涨的走势，春节后因需求较弱，沪铝价格出现回调；2月下旬，在整体市场偏暖带动下，沪铝呈现低位企稳反弹走势。第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束，特朗普表示美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施，宏观氛围转好是铝价近期回暖的原因。2月魏桥预焙阳极采购价下调37.5元/吨至3420元/吨，各地氧化铝价格下跌10-25元/吨不等。铝土矿价格有所松动，北方地区下跌10-20元/吨不等，广西地区下跌30元/吨，氧化铝成本仍存下跌空间。

● 后市展望及策略建议：

春节过后，库存端仍有增幅，铝锭库存相比上周增加7.2万吨至174.4万吨，从地区来看，属南海及巩义仓库增幅明显，据悉巩义地区最近到货增加，而广东及巩义地区消费暂且表现疲软，难以消化库存。目前下游加工厂已经陆续开工，多数在消化节前所接订单，部分中小型铝型材企业表示今年1月及2月新接订单不及去年，但仍对今年3月传统消费旺季保持良好预期；铝杆企业节后成品库存相比去年同期较低，根据SMM调研，今年节后铝杆库存量同比下降的主要原因是节前不少下游线缆企业提前订货，订货力度强于去年，铝杆的加工费企稳回升。但是从国内供应端来看，目前2019年新增产能开始有投放趋势，云南其亚80万吨电解铝项目开始建设，预计年底投产10万吨，且政府给予其优惠电价近0.25元，2019年电解铝新增产能将近284万吨。成本端，国内氧化铝价格下跌至2800元/

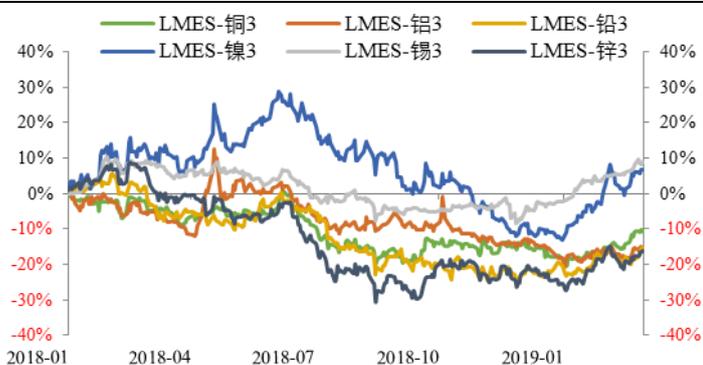
吨左右，铝土矿价格有所松动，广西高品位矿下降 30 元/吨至 270 元/吨，氧化铝成本仍存下跌空间。魏桥 3 月份预焙阳极采购价再次下调至 3420 元/吨附近，铝锭成本下行压力凸显。目前宏观氛围转好带动铝价有所回暖，同时成本下行使得企业的利润有所修复，企业已没有大幅减产行为，因此多空因素交织下，预计铝价会延续震荡走势，整体呈现偏强。仅供参考。

1.行情回顾

2月伦铝价格在区间震荡运行，最终收于1905美元/吨。春节期间在无沪铝指引下，伦铝基本跟随外汇波动，呈现震荡走势。月中，south 32旗下Hillside电解铝厂宣布计划裁员，该厂年产能为72万吨，此消息提振伦铝价格，带动国内价格上涨。2月份沪铝主力合约呈现先跌后涨的走势，春节后因需求较弱，沪铝价格出现回调；2月下旬，在整体市场偏暖带动下，沪铝呈现低位企稳反弹走势。第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束，特朗普表示美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施，宏观氛围转好是铝价近期回暖的原因。

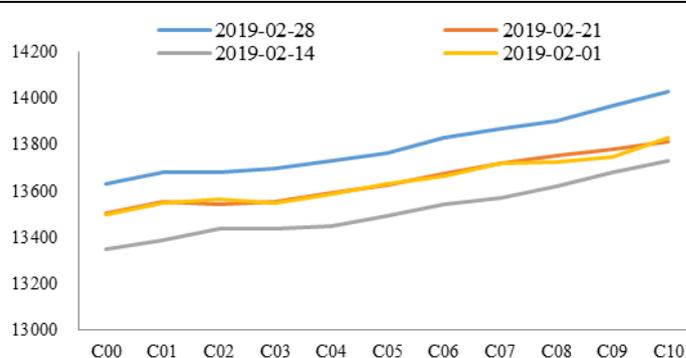
2月魏桥预焙阳极采购价下调37.5元/吨至3420元/吨，各地氧化铝价格下跌10-25元/吨不等。铝土矿价格有所松动，北方地区下跌10-20元/吨不等，广西地区下跌30元/吨，氧化铝成本仍存下跌空间。

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

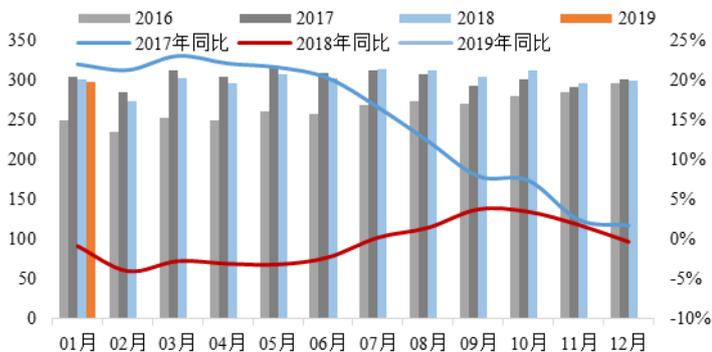
2. 市场基本面分析

2.1 2019 年国内电解铝新增产能有投放趋势，国外供应预期缩减

2019 年 1 月国内电解铝产量为 296.9 万吨，环比下降 0.77%，同比下降 1.4%。尽管环比和同比均出现下降，但是 2019 年电解铝新增产能开始有投放趋势，云南其亚 80 万吨电解铝项目开始建设，预计年底投产 10 万吨，且政府给予其优惠电价近 0.25 元。截至 2 月，SMM 预计 2019 年新增产能将近 284 万吨。

2019 年 1 月国内氧化铝产量为 613.3 万吨，环比下降 0.7%，同比回升 7.4%，2018 年全年累计产量为 7041.5 万吨，同比上升 3.0%。广西华昇 200 万吨氧化铝项目热电站工程于 2 月 20 日上午正式开工，氧化铝的供应压力不容小觑，SMM 预计 2019 年国内冶炼厂将新增 620 万吨产能，且采暖季对氧化铝限制不达预期，未来氧化铝供应压力增加。

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

反观国外，几家大型电解铝企业陆续公布 2018 年四季度财报，2018 年 6 家国外铝企电解铝产量相比 2017 年下滑，美铝、力拓下调了其 2019 年电解铝产量预期，原因在于 2018 年铝价低迷，成本端氧化铝价格相对于铝价较高，导致企业利润下降，South 32、世纪铝业在第四季度甚至出现亏损。

表 1: 国外电解铝企业产量 (单位: 百万吨)

电解铝企业	2017 年	2018E	2018 年	2019E
俄罗斯铝业	3.71	-	3.75	-
力拓	3.55	3.5-3.7	3.46	3.2-3.4
美国铝业	2.33	3.1-3.3(shipments)	2.26	2.8-2.9(shipments)
挪威海德鲁	2.09	-	1.99	-
South 32	0.99	0.99	0.99	0.99
世纪铝业	0.75	-	0.75	-
小计	16.26	-	13.21	-

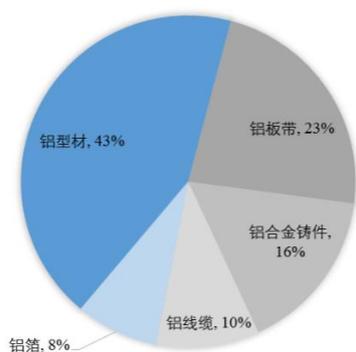
数据来源: 世纪铝业公告、兴证期货研发部

2.2 二月份铝材开工率进一步回落

2019年1月份，是铝材的传统消费淡季，整体开工率进一步下滑。1月份建筑型材和铝箔开工率与去年同期基本持平，分别为47.2%和87.6%。铝合金、铝线缆、工业型材、铝板带的开工率低于去年同期，分别为54.77%、32%、58.8%和64.9%。2月份进入春节长假，大多数加工企业复工速度较为缓慢，下游加工厂在大年初八至十五期间逐步复产开工，普遍恢复生产经营在元宵节以后，因此预计2月份铝材加工率将进一步回落。

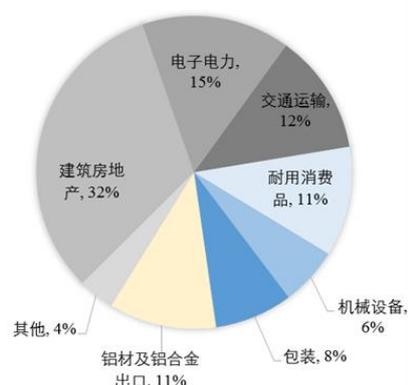
据SMM调研显示，当前铝线缆企业开工率较低，但是采购意愿开始增强，预计3月份铝杆开工率或将上升至50%左右，在手的订单量同比增加。

图 7：国内铝材产量占比



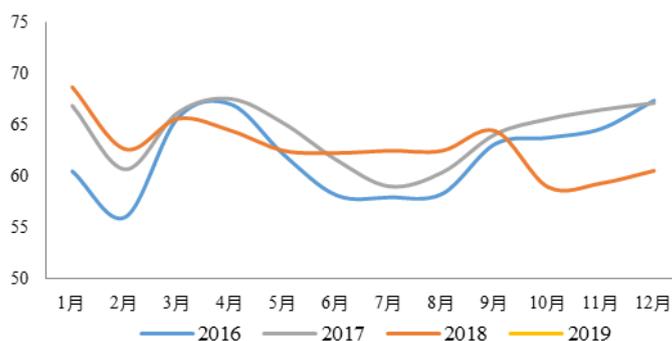
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



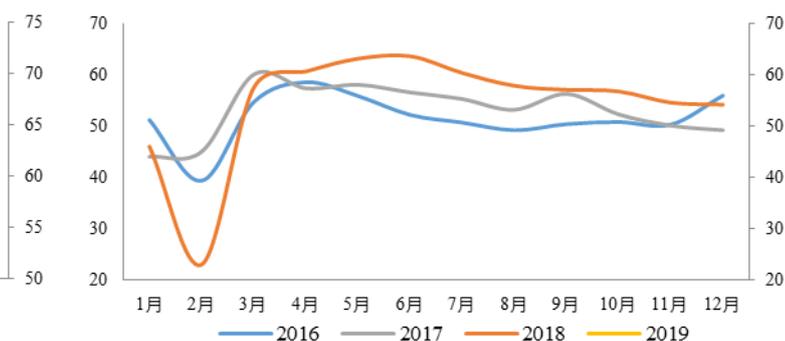
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



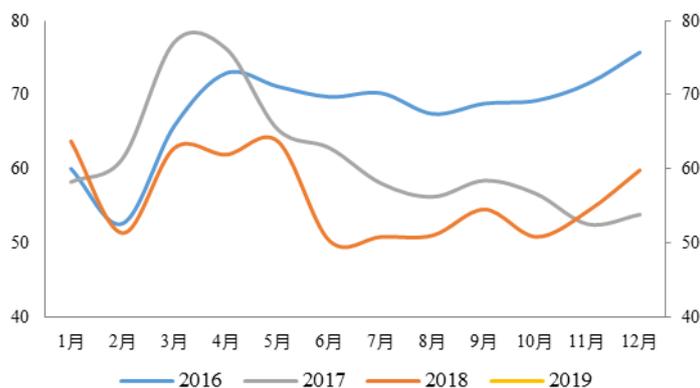
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



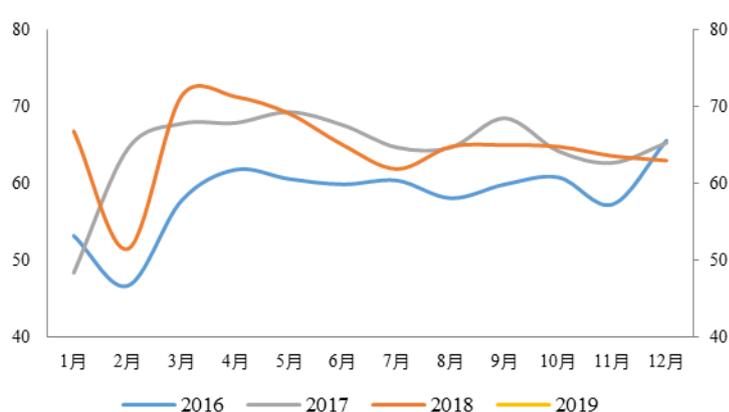
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11: 工业型材开工率: %



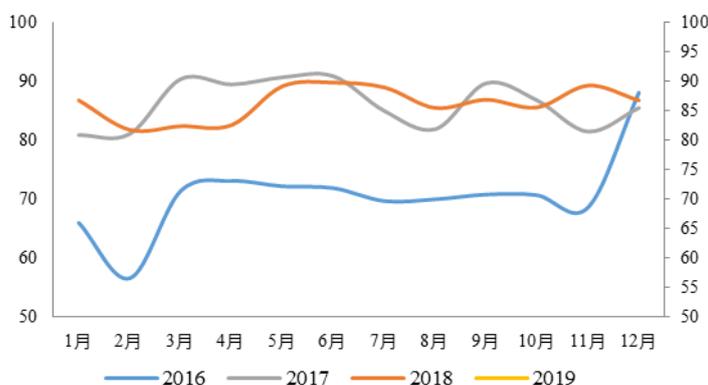
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 铝板带开工率: %



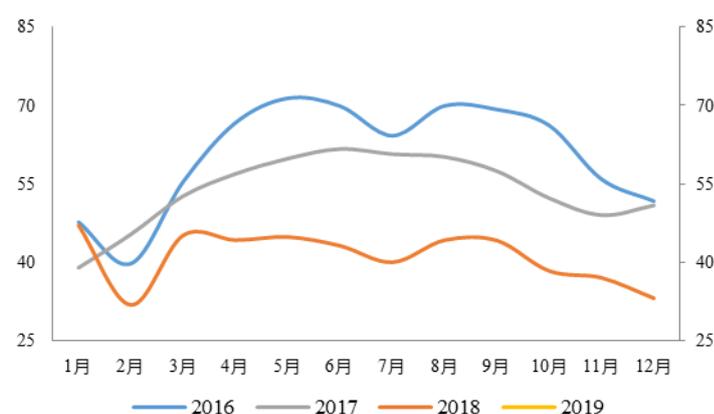
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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

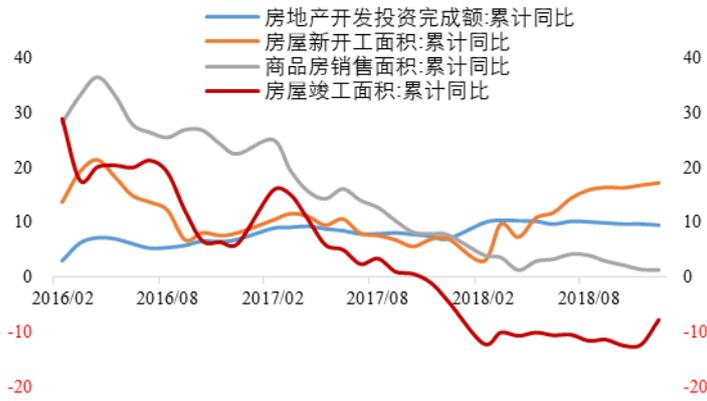
2.3 交通领域耗铝量难贡献明显增量

2018 年全年房屋新开工面积累计同比增长 17.2%，房屋竣工面积累计同比下降 7.8%，商品房销售面积累计同比增长 1.3%，房地产开发投资完成额累计同比增长 9.5%，2018 年房地产行业多项指标表现好于预期。到了年底，房地产企业冲刺业绩，刷新了单月市场销售面积和销售额的纪录，但这种增长势头难以持续。2019 年楼市调控严控风险、稳字当头，预计未来几个月市场将整体保持稳中有降，多项指标增速恐有所回落。

2018 年全年电网基本建设投资累计完成额为 5373 亿元，最终同比增速转负为正，为 0.6%。2018 年国家电网计划投资额 4989 亿元，实际完成情况超过计划投资额。

2019 年 1 月汽车产量 236.52 万吨，销量 236.73 万吨，同比分别下降 12.05%、15.76%。新能源汽车产量 9.07 万吨，销量 9.57 万吨，同比分别增长 123.66%、148.75%，新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看，若无强政策刺激，交通领域耗铝量仍难贡献明显增量。

图 15: 建筑房地产情况: %



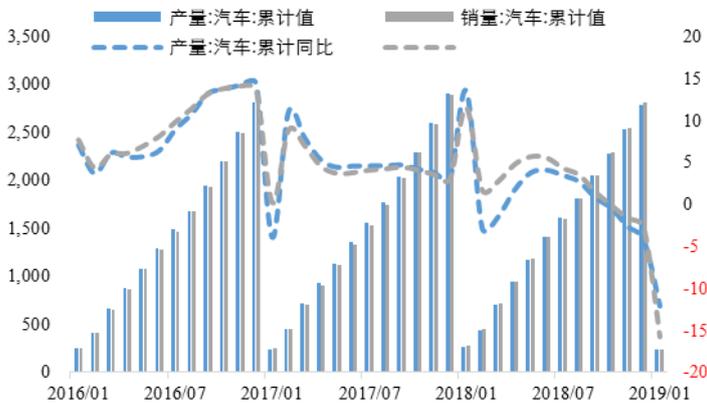
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



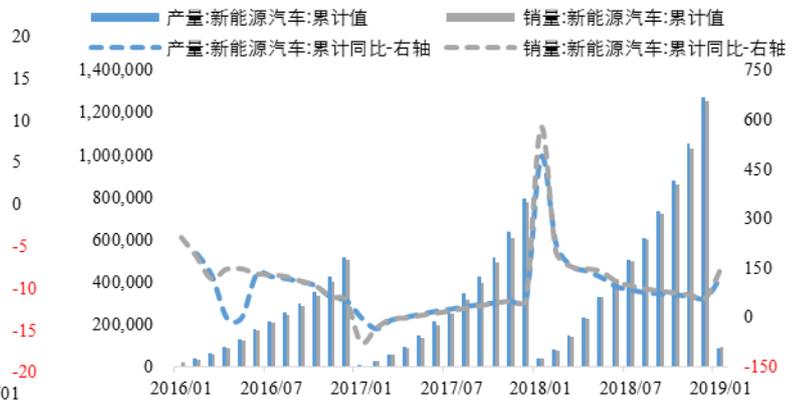
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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 铝锭社会库存大幅累库，铝杆加工费企稳回升

库存方面：上海有色网铝锭社会库存大幅增长，2 月份上升 36.6 万吨至 174.4 万吨，铝棒库存延续上涨至 14.67 万吨，LME 铝库存小幅下降 4 万吨至 122.4 万吨。通常每年第一季度是铝消费的淡季，电解铝企业生产全年不停歇与大多数下游加工企业放假休息形成错配，造成铝锭累库。目前下游加工厂已经开工，铝杆企业节后成品库存相比去年同期较低，根据 SMM 调研，今年节后铝杆库存量同比下降的主要原因是节前不少下游线缆企业提前订货，订货力度强于去年，铝杆的加工费企稳回升。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



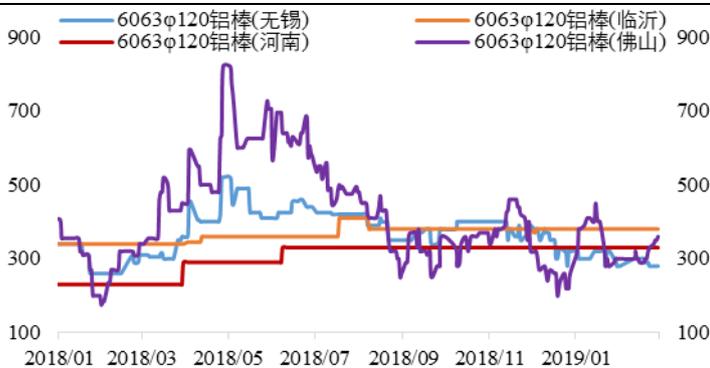
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



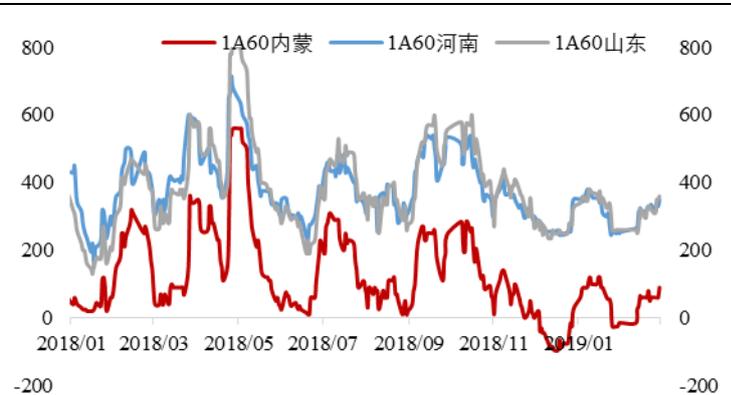
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 21: φ120 铝棒加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 1A60 铝杆加工费 (单位: 元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

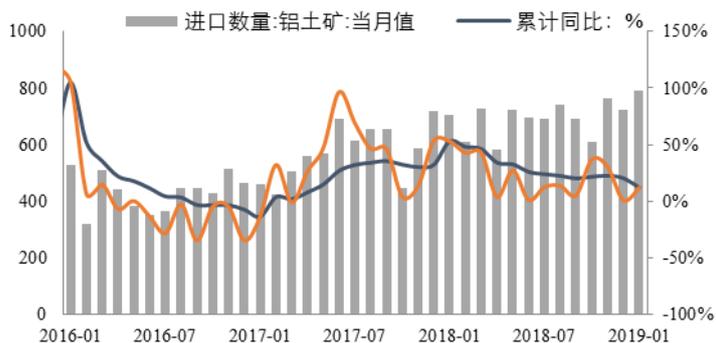
3. 贸易情况

2019 年 1 月, 中国铝土矿进口量飙升至 2014 年以来的最高水平, 铝土矿进口量增至 789 万吨, 仅次于 2014 年 1 月的 802 万吨, 同比增长 12.3%, 环比增长 9.1%。其中来自几内亚的进口创下纪录新高, 1 月份自几内亚的铝土矿进口量升至 426 万吨。

2019 年 1 月, 中国氧化铝出口 14.29 万吨, 环比下滑 19.48%, 进口 8 万吨, 录得 2018 年 4 月以来新高, 1 月净出口 6.29 万吨。海外“黑天鹅”事件已逐渐平息, 考虑到 10 月之后便再无新增出口签单, 且欧亚资源向新疆地区持续输入, 预计净出口量将继续下滑。

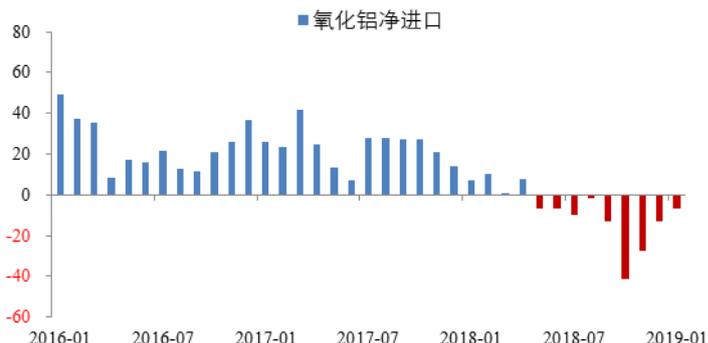
2019 年 1 月, 铝材出口依旧强劲, 未锻造的铝及铝材当月出口数量为 55 万吨, 同比增长 25.0%。虽然当前沪伦比值出现回升, 但是由于海外仍然存在一定的供应缺口, 且出口利润较高, 有利于铝材的出口。第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束, 特朗普表示美国将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施, 预计铝材出口会维持向好趋势。

图 23: 铝土矿进口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 氧化铝净进口数量: 万吨



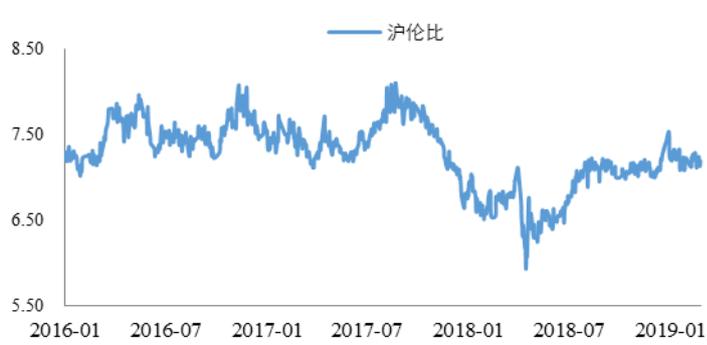
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 25: 铝材出口数量: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 26: 沪伦比值



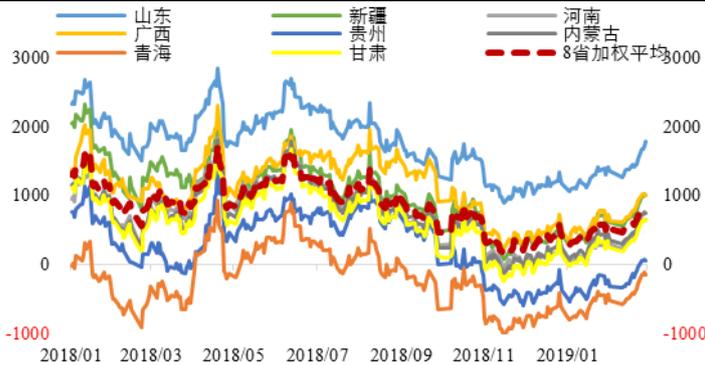
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 电解铝、氧化铝现金利润

2 月份电解铝价格有所回暖, 叠加成本氧化铝价格走弱, 各地电解铝企业利润有所回升, 但青海省的铝厂现金流依旧为负。截至 2 月底, 根据现金成本测算, 山东利润为 1785.3 元/吨, 新疆利润 996.6 元/吨, 河南利润为 658.7 元/吨, 广西利润为 1009.1 元/吨, 贵州利润为 52.1 元/吨, 内蒙古利润为 744.2 元/吨, 青海利润为-138.9 元/吨, 甘肃利润为 638.7 元/吨, 8 省加权平均利润为 849.4 元/吨。

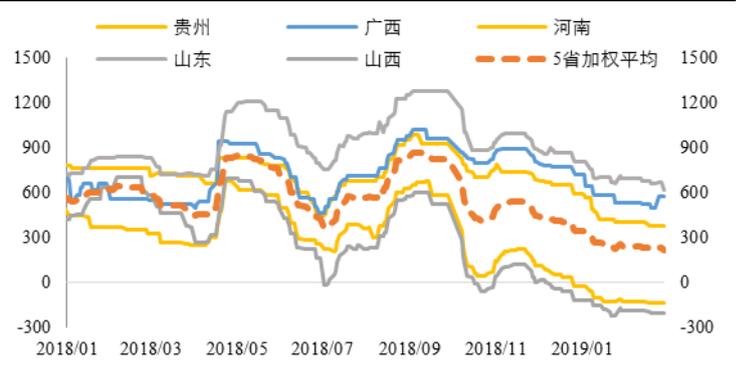
2 月份氧化铝和铝土矿价格呈现弱势下跌, 因此氧化铝企业利润变动较小。截至 1 月底, 根据现金成本测算, 贵州利润为 372.4 元/吨, 广西利润 571.05 元/吨, 山西利润为-210.0 元/吨, 河南利润为-141.3 元/吨, 山东利润为 615 元/吨, 5 省加权平均利润为 209.42 元/吨。

图 27: 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 28: 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

春节过后, 库存端仍有增幅, 铝锭库存相比上周增加 7.2 万吨至 174.4 万吨, 从地区来看, 属南海及巩义仓库增幅明显, 据悉巩义地区最近到货增加, 而广东及巩义地区消费暂且表现疲软, 难以消化库存。目前下游加工厂已经陆续开工, 多数在消化节前所接订单, 部分中小型铝型材企业表示今年 1 月及 2 月新接订单不及去年, 但仍对今年 3 月传统消费旺季保持良好预期; 铝杆企业节后成品库存相比去年同期较低, 根据 SMM 调研, 今年节后铝杆库存量同比下降的主要原因是节前不少下游线缆企业提前订货, 订货力度强于去年, 铝杆的加工费企稳回升。但是从国内供应端来看, 目前 2019 年新增产能开始有投放趋势, 云南其亚 80 万吨电解铝项目开始建设, 预计年底投产 10 万吨, 且政府给予其优惠电价近 0.25 元, 2019 年电解铝新增产能将近 284 万吨。成本端, 国内氧化铝价格下跌至 2800 元/吨左右, 铝土矿价格有所松动, 广西高品位矿下降 30 元/吨至 270 元/吨, 氧化铝成本仍存下跌空间。魏桥 3 月份预焙阳极采购价再次下调至 3420 元/吨附近, 铝锭成本下行压力凸显。目前宏观氛围转好带动铝价有所回暖, 同时成本下行使得企业的利润有所修复, 企业已没有大幅减产行为, 因此多空因素交织下, 预计铝价会延续震荡走势, 整体呈现偏强。仅供参考。

6.风险提示

贸易摩擦不确定性; 消费不及预期; 海外突发事件扰动风险。

锌库存处历年低位，锌价下跌空间有限

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2019年2月，锌价震荡整理，小幅下挫0.29%。2019年2月，有色板块中，仅锌价有所下跌。

● 后市展望及策略建议：

1. **2019年，根据已经公布产量计划的全球大型矿企测算，预计全球锌精矿增速在5%左右，中国全年锌矿供给增量在17万吨左右。**从矿企来看，增量主要来自于嘉能可，其预计新增产量达10万吨，而Teck受现金成本增加影响，产量将减少5万吨。内蒙古3月份的矿山检查，锌精矿供给恐受到影响。尽管全年预估锌矿有较大释放，但国内受寒冷天气影响，部分矿区关停，以及春节放假，预计一季度释放不及预期。

2. **冶炼产能受钳制，一季度产量下滑。**尽管目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，1月锌锭产量不及往年同期。株冶已于12月底关停30万吨产能，而新的冶炼厂仍在建设期，预计二季度才能正式有所产出。春节假期对冶炼有所影响，叠加冬季气候影响，部分冶炼厂恐供暖不足，锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. **初级消费开工率大幅下滑，终端需求较为疲弱。**2019年1月，受春节影响，下游加工厂开工率下滑较大，锌锭需求进一步下滑。房地产、基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，18年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

4. **锌库存处于近几年低位。LME库存持续下滑，降至7万吨以下，处11年以来低位。**国内锌锭受春节影响，增幅较大，但仍然不及往年同期。随着锌下游加工厂恢复生产，需求将有所恢复，库存增幅将有所放缓。三月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为国内锌矿产量增速一季度释放承压，锌锭受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，需求端疲弱，基本面变化不大，供需两淡的行情之下，库存仍为重点。目前，国内库存增长缓慢，LME 库存持续下行，短期内对锌价有一定支撑。综上，一季度锌价不适宜立即看空，进入二三季度，锌价或下行，仅供参考。

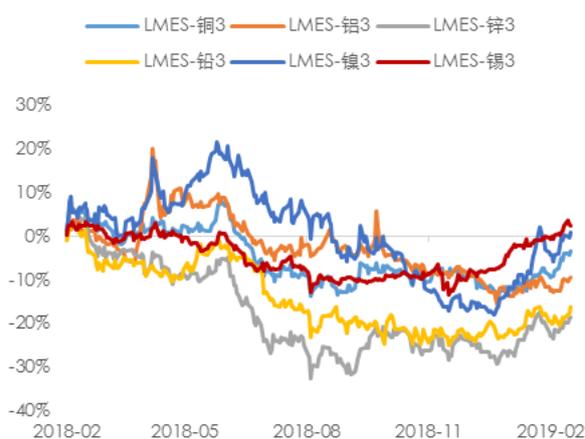
● **风险提示**

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 全球宏观经济超预期下滑；
3. 锌锭累库超预期。

1.行情回顾

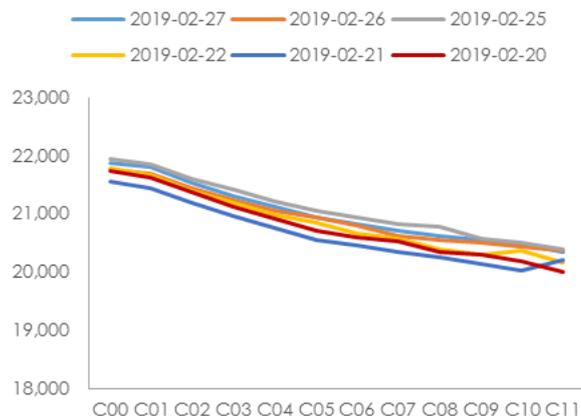
2019年2月，LME 锌小幅下挫，跌幅达 0.29%，2019年1月至今，锌价震荡上行，涨幅达 14.84%。2月，有色板块中，锌是唯一小幅下挫的品种，其余有色商品均小幅上涨。目前，沪锌仍维持 back 结构，但结构缩小，甚至出现 contango 结构，近期可密切关注沪锌期限结构。

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 :沪锌期限结构（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3 :LME锌及沪锌价格走势（右轴：沪锌）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4 :SMM 0#锌平均价（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 锌矿供给释放一季度难实现

据 ILZSG 统计,2018 年全球锌精矿产量达 1278.8 万吨,同比下滑 4.46%。12 月产量达 116.68 万吨,环比增长 5.64%,同比下滑 1.11%。亚洲地区减产较大,产量同比下滑约 11.92%,同比增速较大的系大洋洲,达 30.64%。

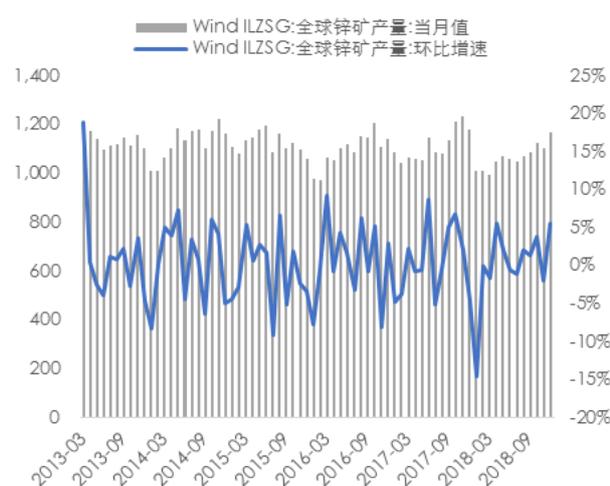
2018 年锌精矿产量在过去五年内处于历史低位,尤其是二三季度,锌精矿产量低迷。鉴于锌矿供应短缺传导至锌锭存在时间差,因此锌矿的短缺并未体现在二三季度的锌价上,而是体现在四季度锌价的震荡小幅上行,以及锌锭累库拐点迟迟未出现。

从矿企角度看,全球前 15 矿业集团锌精矿 2018 年产量总计 507.81 万吨,同比下滑 3.8%,产量占比全球达 39.71%。对比 2017 年,大部分矿企产量均有所下滑,产量下滑的主要原因系品位下降,以及一些矿区被关闭所致。MMG 产量增长高达 155%,主因其重启位于昆士兰的世纪锌矿,其年产量可达 50 万吨。其余产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高,及实施锌矿扩产计划。

部分矿企公布了 2019 年的产量计划,大部分企业对产量均有所上调。从已经公布计划产量的公司来看,2019 年产量增长 17.29 万吨,增速达 5.79%。Teck 对其锌矿产量有所下调,其三座矿山均有不同程度的产量下调,2019 年红狗矿产量预计在 53.5-55.5 万吨,下调 7%,Antamina 产量预计下调 2.5 万吨。2020-2022 年,红狗矿产量预计在 52-52 万吨。2019 年 Teck 现金成本预计在 0.35-0.4 美元/盎司,而 2018 年则仅有 0.31 美元/盎司,我们推测泰克下调产量或因锌矿现金成本有所上涨的缘故。嘉能可 2019 年的锌精矿产量增长主要来自于 McArthur River。随着世纪锌矿逐步达产,MMG 的产量进一步增长,预计 2019 年增量在 4 万吨。

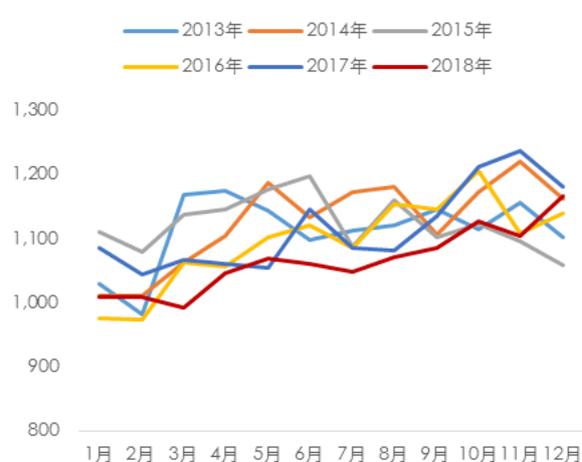
2018 年,全球前十大矿山产量达 285.9 万吨,全球占比 22.36%,较去年同期增长 2.84%。尽管去年全球锌矿供应减少,但十大矿山的产量却有所增加。全球矿供给下滑或因受到锌价下挫影响,小型矿山盈利受损,产量有所下滑。

图 5: 全球锌精矿产量及环比增速 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 全球锌精矿产量季节性变化 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 1: 2019 年计划产量增速达 5.79%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2018 同比增速	2018 占比	2019 计划产量 (万吨)
1	Glencore	106.81	109.02	-2.03%	8.35%	119.5
2	Hindustan Zinc	76.7	91.2	-15.90%	6.00%	-
3	Teck	70.5	65.9	6.98%	5.51%	63.5
4	Nexa Resources	37.3	37.5	-0.53%	2.92%	38.5
5	Boliden	29.1	30.5	-4.59%	2.28%	-
9	Industria Penoles	29	28.5	1.75%	2.27%	-
6	MMG	22.3	8.72	155.73%	1.74%	26
7	Sumitomo	20.2	22.6	-10.62%	1.58%	-
8	Minera Volcan	19.6	25.51	-23.17%	1.53%	-
10	紫金矿业	18.4	27	-31.85%	1.44%	-
11	中金岭南	17.7	20	-11.50%	1.38%	-
12	Nystar	15.9	12.3	29.27%	1.24%	-
13	Lundin	15.2	14.9	2.01%	1.19%	15
14	Trevali	14.7	17.9	-17.88%	1.15%	17
15	Goldcorp	14.4	16.3	-11.66%	1.13%	19
	合计	507.81	527.85	-3.80%	39.71%	298.5

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

表 2: 2018 全球大型矿山产量增速达 2.84%

序号	矿山	公司	2018 产量	2017 产量	增速
1	Red Dog	Teck	54.5	54.2	0.55%
2	Rampura Agucha	HZL	50	60.7	-17.63%
3	Antamina	Teck	39	37.2	4.84%
4	Mount Isa	Glencore	27.8	22.6	23.01%
5	San Cristobal	Sumitomo	25	22.6	10.62%
6	McArthur River	Glencore	25.4	21	20.95%
7	Sindesar Khurd	HZL	17.7	14.7	20.41%
8	Penasquito	Goldcorp	16.5	16.3	1.23%
9	Tara	Boliden	15	13.1	14.50%
10	Cerro Lindo	Nexa Resources	15	15.6	-3.85%
	合计		285.9	278	2.84%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

据 SMM 统计，2019 年 1 月，国内锌精矿产量达 27.12 万吨，同比下滑 10.88%，环比下滑 24.44%。1 月锌矿供给下滑主因受到春节放假影响，结束年底冲量后，整体矿山因加工费高企等原因，生产积极性并不高，有生产条件的更倾向于安排检修，为后续生产做准备，从而拖累了部分开工。

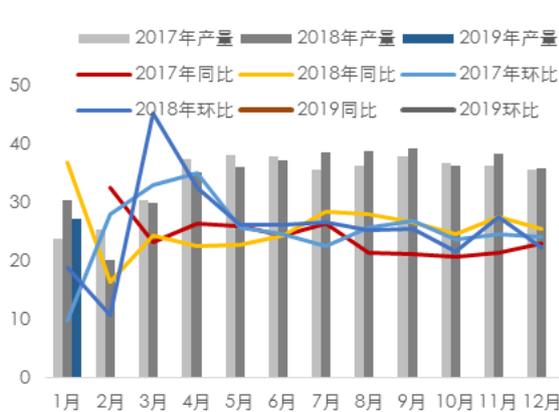
2 月 23 日，银漫矿业发生安全事故，内蒙古地区 12 盟市将展开为期一个月的安全检查，直到 3 月底，对锌矿生产将有所影响，内蒙古锌矿产量占全国 30% 左右，若安全检查拖累开工

率，对锌矿供给的影响较大。

从进口量来看，1月进口锌精矿为30.14万吨（实物吨），同比减少3.92万吨（实物吨）。从进口国别看，澳大利亚进口累计共12.30万实物吨，占总量的41%，位居第一位，秘鲁进口占比14%，位居第二位，西班牙超越俄罗斯，成为第三大锌精矿进口来源国，进口占8%。澳大利亚2月发生洪水，对汤斯维尔港有所影响，该港口向外发运澳洲约40%的锌产量，相当于每年70万吨左右，占全球5%。

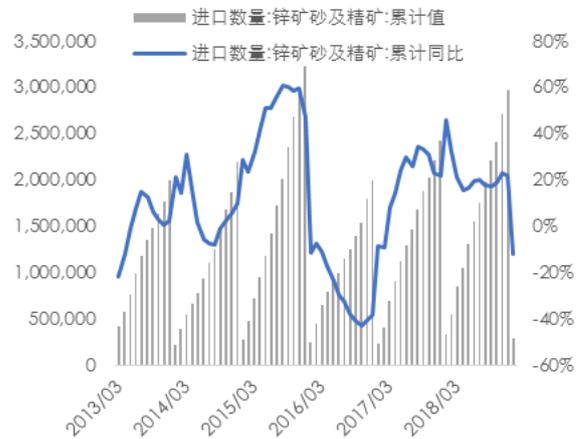
鉴于目前国内锌精矿供给受寒冬影响，开工率有所下滑。国内锌矿供应受安全检查、春节效应等影响，预计一季度产量释放不足。而进口矿方面，或受到澳大利亚的洪水影响，也将有所下滑。根据已经公布产量计划的锌矿产量来看，预计全球及中国锌矿供应增速在5%左右，中国2019年增量在17万吨左右。预计国内一季度锌矿供应增量释放的可能性较小，供应的释放大概率会出现在二三季度。

图 7：国内锌精矿产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 8：锌精矿进口量（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 尽管加工费上行，锌锭供给仍无有效改善

全球锌锭2018年产量达1328.6万吨，同比下滑3.08%。全球前十大冶炼厂18年产量达649.7万吨，占全球48.99%，同比增2.31%。下半年加工费大幅增长，冶炼厂开工热情上涨，2018年锌锭产量下滑速度好于锌精矿。

2019年1月，国内精炼锌产量达43.4万吨，同比下滑11.39%，环比减少3.13%。尽管加工费持续上行，冶炼厂利润丰厚，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，1月锌锭产量进一步下滑。2月受春节影响，叠加冬季气候影响，锌锭产量预计进一步下滑。

株冶集团在湖南省株洲市石峰区清水塘生产区冶炼产能已于2018年12月底关停退出，公司拟新建年产30万吨锌基材料项目。新建产能共两条生产线，产能分别为15万吨，目前新冶炼厂尚在试生产，尚未有锌锭投入市场，预计第一条生产线将于二季度才能达成。

2月韩国锌业的温山冶炼厂发生火灾，但火情较小，迅速被控制，后期会有相关的检修和检查。公司表示不会影响后续的交货日期，需密切关注后续锌锭进口量。

2019年1月，锌锭进口量6.92万吨，环比下降26.2%，同比上升3.11%。12月进口大幅亏损，恐影响2月精炼锌到货量，预计今年1、2月进口量将锐减，而1月份进口盈利窗口再度打开，若韩国锌业能正常交付，则3月进口量或恢复。

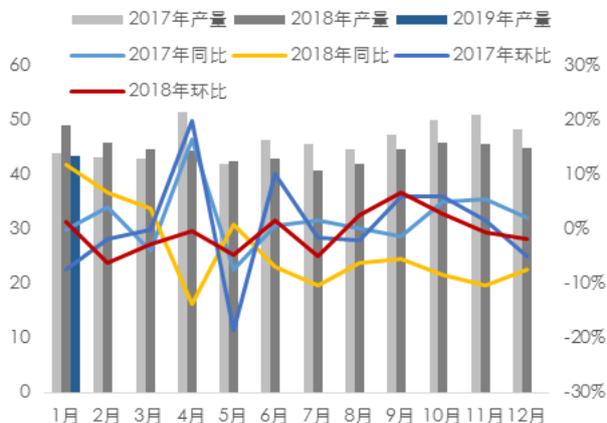
国内受锌精矿供给紧张，春节假期影响，锌锭供应或进一步下滑，而进口方面由于进口盈利亏损较大，预计一季度进口量难增，1月锌锭整体供给紧张，相较2018年12月或进一步下滑。2月作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期，今年相较于往年可能会出现低位。目前加工费处于高位，冶炼厂加工热情度较高，3月锌锭供给有望逐步恢复。

表 3：2018 全球大型冶炼厂产量增速达 2.31%

序号	公司	2018(万吨)	2017(万吨)	2018 同比增速	2018 占比
1	Korea Zinc Group	123.6	119.2	3.69%	9.32%
2	Nystar	107.5	101.8	5.60%	8.11%
3	Glencore	99	101.1	-2.08%	7.47%
4	Hindustan Zinc	78.2	80.1	-2.37%	5.90%
5	Nexa Resources	60.2	58.3	3.26%	4.54%
6	Boliden	50.2	45.7	9.85%	3.79%
7	陕西有色	41	45.8	-10.48%	3.09%
8	河池南方	32	32	0.00%	2.41%
9	Teck	30.7	31	-0.97%	2.32%
10	Noranda Income Fund	27.3	20	36.50%	2.06%
合计		649.7	635	2.31%	48.99%

数据来源：公司公告、Woodmac、兴证期货研发部

图 9：国内锌锭产量（万吨）



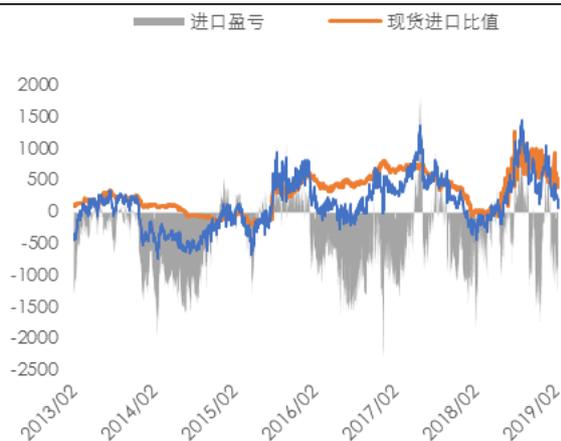
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：国内锌加工费情况（万吨）



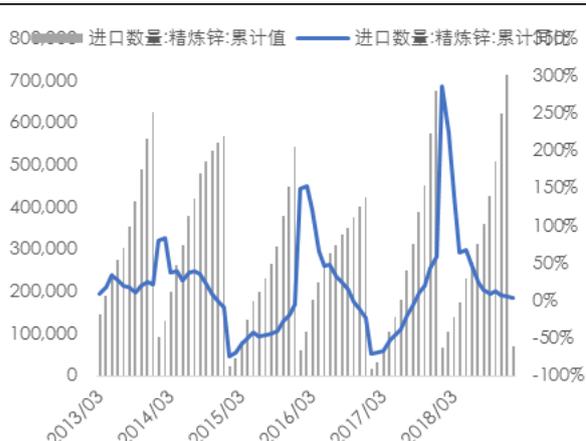
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11: 国内锌锭进口盈亏 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 12: 国内锌锭进口量 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

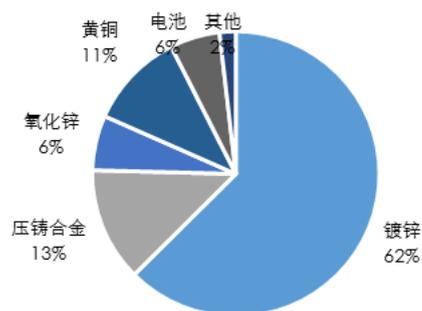
2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

锌锭初级消费主要为镀锌、氧化锌及压铸合金,从终端行业看,建筑、交运及基建为锌的主要消费领域。

2018年,锌锭开工率整体处于近几年低位。2019年1月,锌锭开工率达71.38,较去年12月下滑5.3个百分点。尽管加工费高位,锌价居高不下,但锌锭开工率仍处于低位,究其原因,主要系受到环保的刚性钳制,叠加部分冶炼厂搬迁,株冶的30万吨产能尚处试运行,以及锌精矿的供给释放不足。此外,1月春节假期较长,导致锌锭的开工率继续下滑。

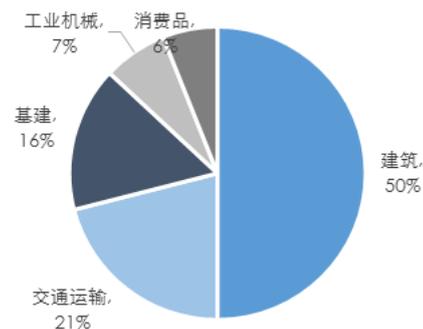
2019年1月,镀锌合金开工率达52.98%,环比下滑29个百分点;氧化锌开工率达48.2%,环比下滑11个百分点;压铸合金开工率达35.95%,环比下滑4个百分点。下游加工厂受春节假期影响较大,开工率下滑严重,2月开工率将进一步下滑。随着春节效应结束,3月开工率将恢复,但1月下游加工厂除镀锌厂外,开工率均不及去年同期,预计3月开工率不及往年。

图 13: 国内锌初级消费占比



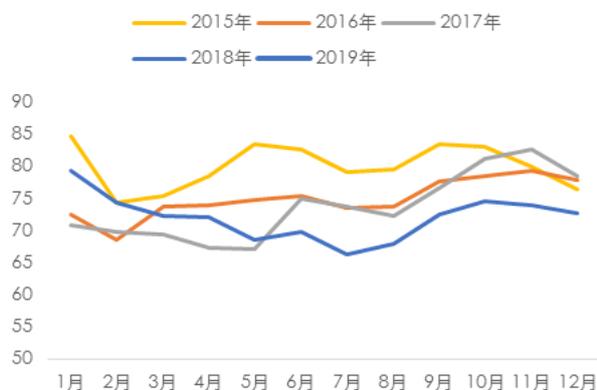
数据来源: 兴证期货研发部

图 14: 国内锌终端消费行业占比



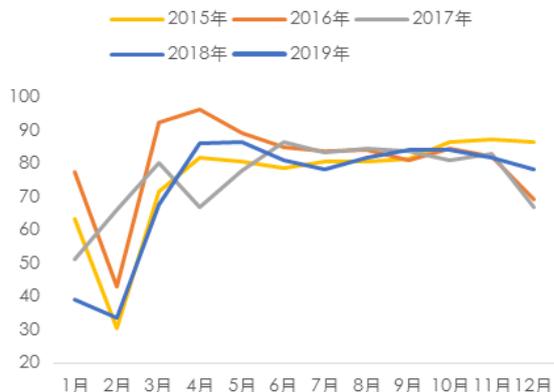
数据来源: 兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



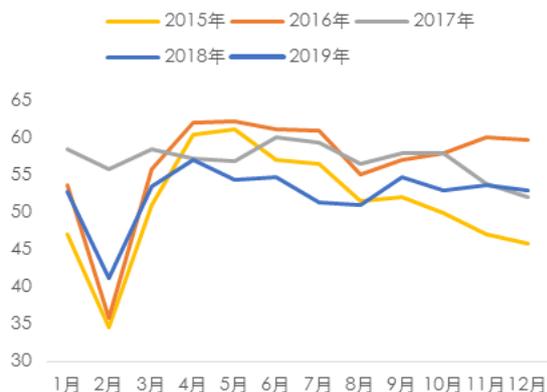
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 镀锌锌合金开工率 (%)



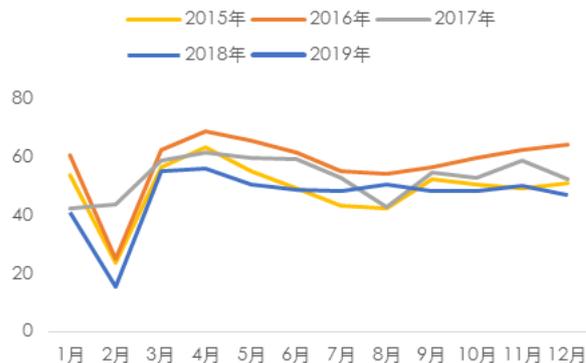
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 17: 氧化锌锌合金开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 18: 压铸锌合金开工率 (%)

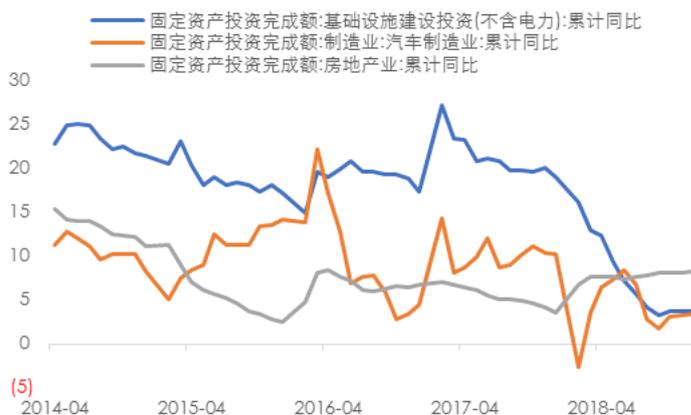


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2018 年 12 月，房地产固定资产投资累计同比达 8.3%，全年累计同比变化不大；汽车行业固定资产投资累计同比达 3.2%，汽车投资增速放缓；基建行业固定资产投资累计同比达 3.5%，18 年下滑幅度较大。整体而言，18 年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

图 19: 终端行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年 12 月, 房屋新开工面积累计同比达 17.2%, 房屋竣工面积累计同比达-7.8%。纵观 2018 全年, 房屋新开工面积累计同比逐渐增长, 12 月竣工面积累计同比小幅上行。新开工面积同比恢复, 预计今年房地产竣工面积将有所增长。而商品房销售面积 12 月累计同比增速进一步下滑至 1.3%, 锌作为房地产后期使用金属, 需求恐有所回落。

图 20: 中国房地产建设情况 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 房地产开发投资及销售面积情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

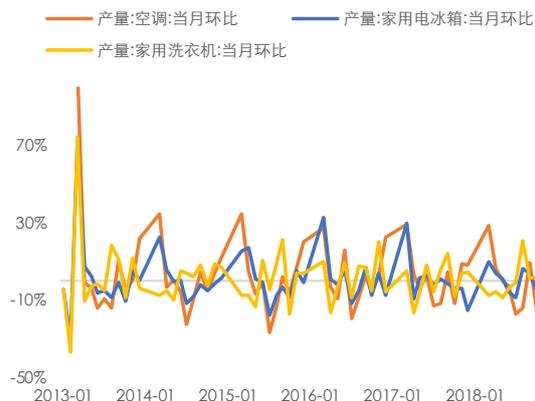
2019 年 1 月, 汽车销量累计同比为-15.76%, 销量累计同比相较 18 年 12 月下滑 13 个百分点, 产销同比增速均位于五年低位。2018 年 12 月, 空调当月环比增 20.54%, 洗衣机环比增 9.55%, 冰箱环比减 12.48%。空调环比增速大幅增长主要系行业冲刺业绩目标所致, 预计 2019 年汽车行业需求仍比较低迷, 家电行业由于受到房地产行业需求疲弱的影响, 增速恐进一步下滑。

图 22:汽车产销量同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23:家电三大白产量环比情况

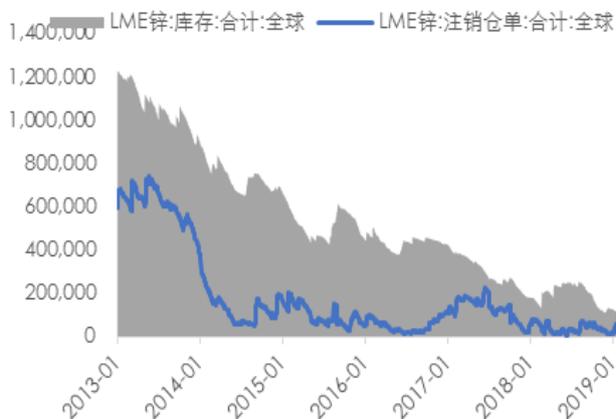


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 全球锌库存均处于历史低位

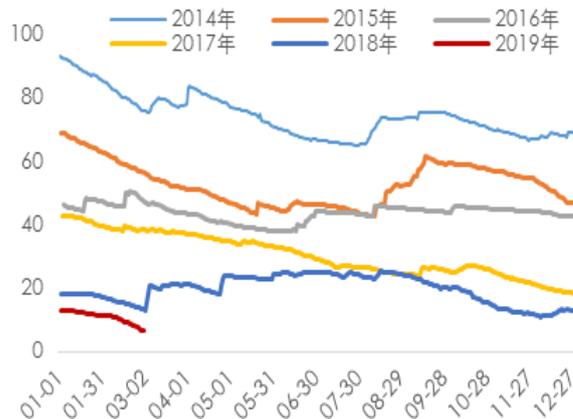
2019年3月1日, LME库存较2月1日下滑4.87万吨, 仅6.46万吨, 处11年来低位。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初增6.6万吨, SMM三地社会库存较月初增7.8万吨。国内库存大涨主因受到春节影响。但目前LME及SMM库存均处于近几年低位, 目前供需市场两清, 库存仍为关注的重点, 低库存是目前支撑锌价的主要原因。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



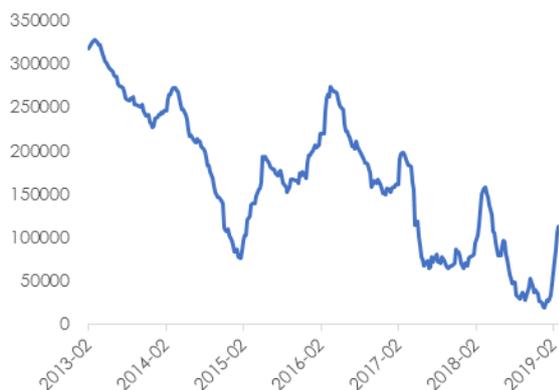
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (吨)



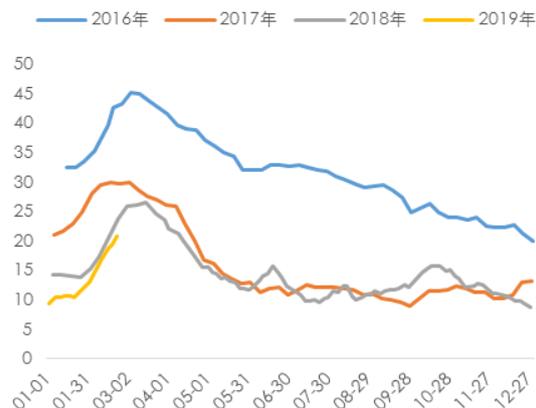
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 上期所库存 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: SMM 三地库存 (万吨)



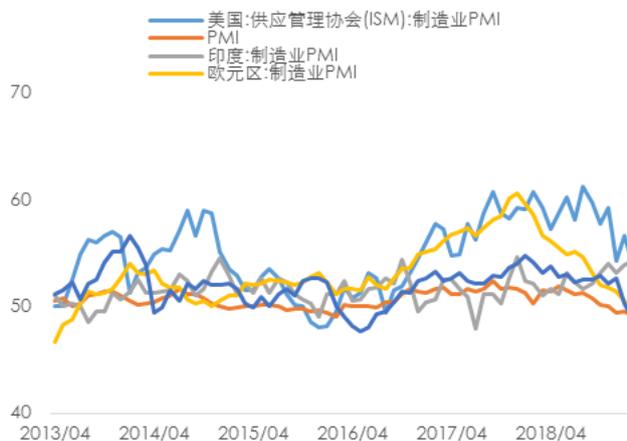
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 连续三个月低于荣枯线, 2 月达 49.2, 经济仍面临下行风险。除印度 PMI 指数略有好转外, 欧洲及日本均有所下滑。海外市场宏观面表现一般, 对锌价有所承压。进入 18 年三季度, LME 锌价与美元指数呈正相关, 预计 19 年美元走势与锌价或趋同。

图 28: 主要锌消费国家 PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 锌价与美元指数走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论

1. **2019 年，根据已经公布产量计划的全球大型矿企测算，预计全球锌精矿增速在 5% 左右，中国全年锌矿供给增量在 17 万吨左右。**从矿企来看，增量主要来自于嘉能可，其预计新增产量达 10 万吨，而 Teck 受现金成本增加影响，产量将减少 5 万吨。内蒙古 3 月份的矿山检查，锌精矿供给恐受到影响。尽管全年预估锌矿有较大的释放，但国内受寒冷天气影响，部分矿区关停，以及春节放假，预计一季度释放不及预期。

2. **冶炼产能受钳制，一季度产量下滑。**尽管目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，1 月锌锭产量不及往年同期。株冶已于 12 月底关停 30 万吨产能，而新的冶炼厂仍在建设期，预计二季度才能正式有所产出。春节假期对冶炼有所影响，叠加冬季气候影响，部分冶炼厂恐供暖不足，锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. **初级消费开工率大幅下滑，终端需求较为疲弱。**2019 年 1 月，受春节影响，下游加工厂开工率下滑较大，锌锭需求进一步下滑。房地产、基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，18 年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

4. **锌库存处于近几年低位。**LME 库存持续下滑，降至 7 万吨以下，除 11 年以来低位。国内锌锭受春节影响，增幅较大，但仍然不及往年同期。随着锌下游加工厂恢复生产，预计需求将有所恢复，库存增幅将有所放缓。三月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为国内锌矿产量增速一季度释放承压，锌锭受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，需求端疲弱，基本面变化不大，供需两淡的行情之下，库存仍为重点。目前，国内库存增长缓慢，LME 库存持续下行，短期内对锌价有一定支撑。综上，一季度锌价不适宜立即看空，进入二三季度，锌价或下行，仅供参考。

3月走势不会太弱

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

螺纹钢: 或以震荡反弹为主

2月螺纹钢走出N字走势,主力合约1905录得上涨。展望3月走势,我们认为不会太弱,尤其不太可能出现和2018年3月类似的走势。原因如下:

第一,需求层面。2019年需求恢复较早。首先2019年春节比2018年早11天,则工人回来复工的时间会比较早一点。其次2018年冬季限产力度,尤其工地土石方限产的力度要弱于2017年冬,这使得2019年初的用钢在土建中比较早。需求面上2019年3月和2018年3月是完全不同的状态。

第二,供给层面。2019年废钢要比2018年初更紧张一些,所以在2018年底暴跌之后,电炉钢处于不太赚钱的情形;高炉因为废钢价高,添加量也有所减少。这就使得虽然取暖季限产力度减少,但是供应的压力还是不如2018年那么大。预计节后第三周社会库存就录得见顶。

所以从供需层面我们还是比较看好螺纹钢3月走势的。而且在3月中旬往后巴西铁矿发货量以及报盘减少会实际影响到市场的供需,也会对螺纹钢产生成本支撑。

但是钢材4月以后的供需则值得关注。由于3月开工早,4月的需求可能不存在赶工的现象。而且如果3月钢材价格上涨,废钢供应增加,电炉出现利润,则供应也会有所恢复。此外长周期地产、基建以及货币政策面也会随着3月数据出炉得到印证。4月以后钢材价格才会面临真正的风险。

铁矿石: 高位震荡

铁矿石价格2月收涨。港口库存方面,截至3月1日,铁矿石港口库存为14687.73万吨,与2月初相比上升713.8万吨,虽然港口库存近两月出现了累积,但库存上升幅度弱于去年同期水平。发货量方面,2月澳洲巴西发货总量相比去年同期处于较高位置,主要是由于澳洲发货水平较高;虽然巴西相对去年同期发货也出现一定程度回暖,但是仍

然不及前几年同期的发货量，未来需要关注巴西发货下滑的风险。

钢厂方面，截至 3 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 73.62%，月环比持平；高炉开工率为 65.75%，月环比持平；受两会即将召开和汾渭平原、河北地区环保限产的影响，预计下周开工率仍有小幅下降。钢厂库存方面，上周进口矿可用天数上升 1.5 天至 30 天，烧结粉矿库存下滑 72.11 万吨至 1640.75 万吨，目前烧结粉矿库存处于偏低水平，但由于矿石价格处于高位以及环保限产的原因，钢厂上周补库积极性依然不高；预计随着后期旺季的来临，钢厂的补库需求可能才会有比较大幅的好转，近期或仍以按需采购为主。

由于春节期间淡水河谷事故发酵，年产 3000 万吨的 Brucutu 矿区将暂时关停，外盘在此期间涨幅较大，故内盘节后开盘出现补涨。但由于未有进一步的事件发酵，市场炒作逐渐有所降温，铁矿石逐步回落。本次事件目前来看，最多或影响铁矿 7000 万吨的产量，但由于淡水河谷表示将增加其他矿区产量并寻求法律手段恢复 Brucutu 矿区的生产，故最终影响的量目前仍然难以确定，预计影响铁矿年产量在 5000 万吨之内；同时若后续 Brucutu 矿区超预期提前复产，矿价或有较大下行压力。

近期淡水河谷铁矿事故对盘面的影响减弱，目前事故短期对于供应的影响还未有明显体现，但随着时间的推移，巴西发货量后期有着一定回落风险。后期主要关注钢厂方面的补库力度，若下游需求较好，钢厂补库积极性较高，铁矿或仍有一定上行空间。我们预计铁矿石短期仍然高位震荡为主，建议投资者暂时观望，仅供参考。

1.行情回顾

2月份铁矿石收涨，截至2月28日，I1905收于609.5元/吨，月涨25元/吨，涨幅4.28%。月末持仓量为108万手。

2月份螺纹钢收涨，截至2月28日，RB1905收于3750元/吨，月涨54元/吨，涨幅1.46%。月末持仓量为263万手。

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 2 月 28 日，青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 612 元/吨，月环比下跌 1 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 580 元/吨，月环比上涨 15 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 2 月 28 日，普氏指数报收于 84.8 美元/吨，月环比下跌 0.6 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）

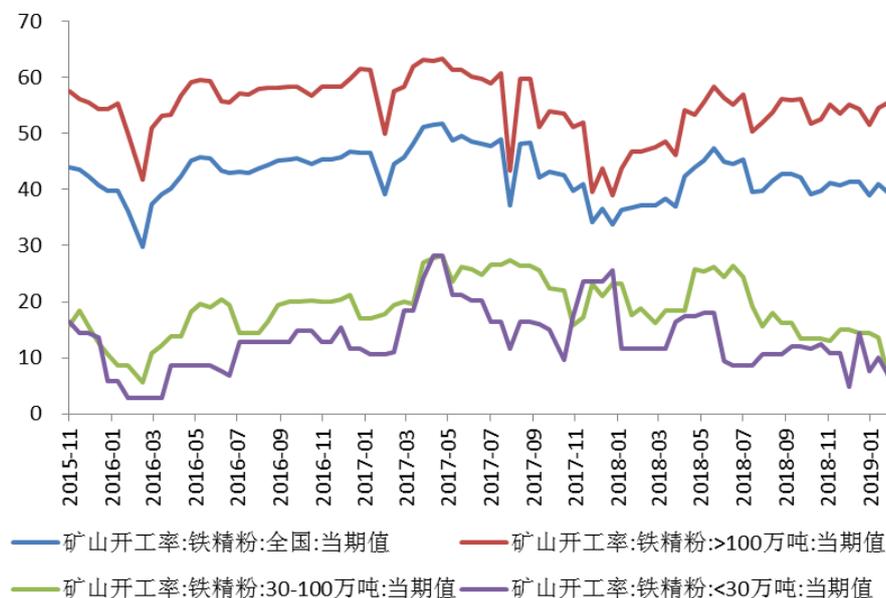


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国内矿山开工率整体持平

截至 2 月 1 日，全国铁矿山开工率为 39.4%，今年以来矿山开工整体好于去年同期水平。

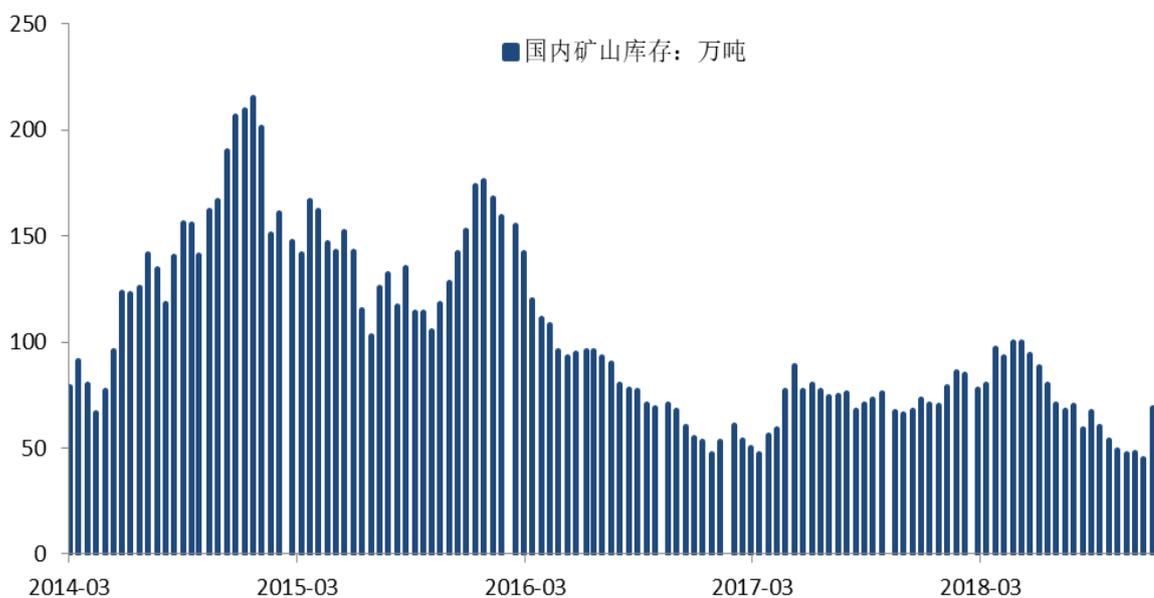
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 2 月 1 日，国内矿山铁精粉库存 35 万吨，与 1 月初相比下降 20 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 铁矿石进口量同比下降

截至 2019 年 1 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 9126 万吨，同比下降 9.05%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存上升

截至 3 月 1 日，铁矿石港口库存为 14687.73 万吨，与 2 月初相比上升 713.8 万吨；虽然港口库存近两月出现了累积，但库存上升幅度弱于去年同期水平。截至 3 月 1 日，钢厂进口矿库存可用天数 30 天，与 1 月底相比下降 3 天。

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 钢材现货价格上涨

截至 2 月 28 日，北京螺纹钢收于 3790 元/吨，月涨 10 元/吨；上海螺纹钢收于 3820 元/吨，月涨 40 元/吨；广州螺纹钢收于 4200 元/吨，月涨 70 元/吨。但是近期北方价格率先复苏。

图 9：螺纹钢现货价格（元/吨）

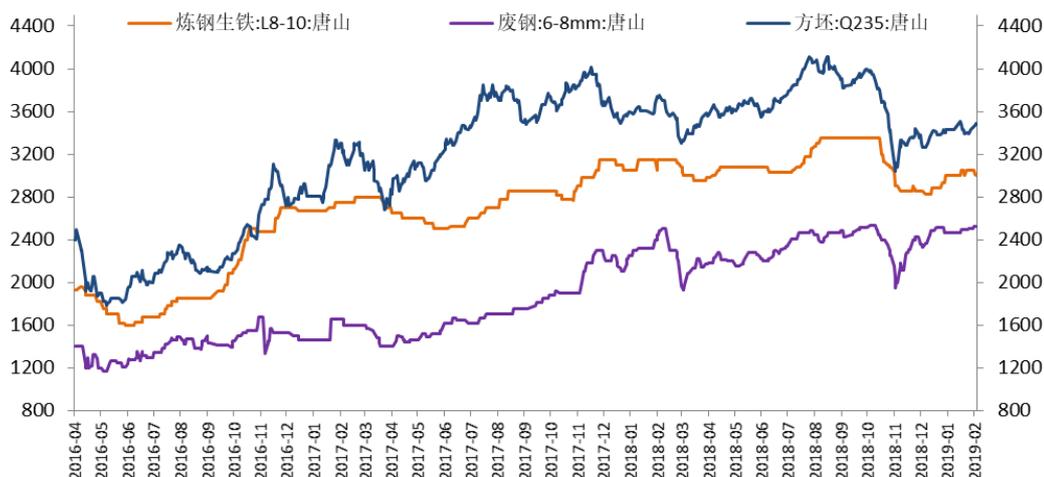


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 生铁废钢价格

截至 2 月 28 日，唐山方坯收于 3480 元/吨，月涨 50 元/吨；生铁价格收于 3010 元/吨，月涨 10 元/吨；废钢价格上涨 60 元/吨，收于 2520 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

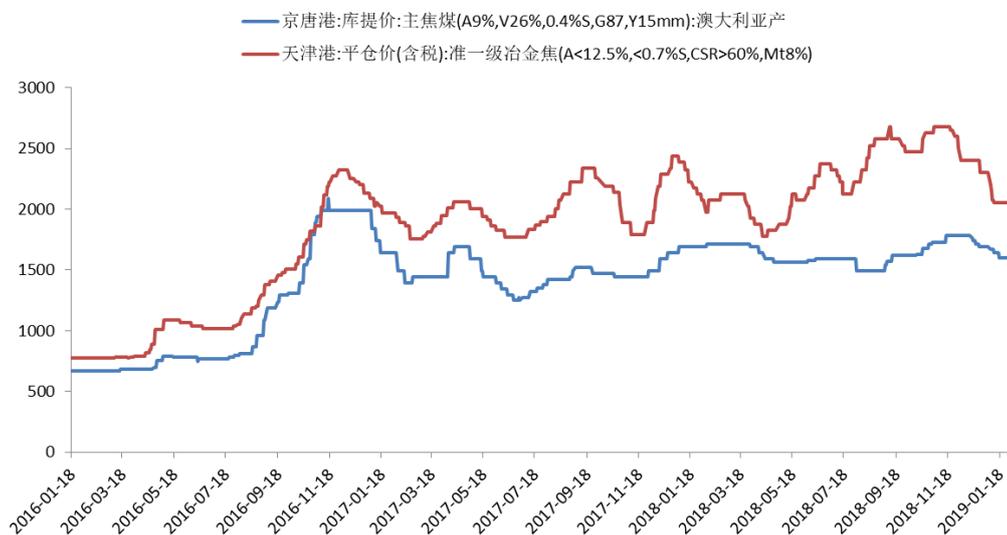


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤焦炭价格

截至 2 月 28 日，京唐港焦煤收于 1680 元/吨，月涨 70 元；天津港焦炭上涨 75 元，至 2175 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

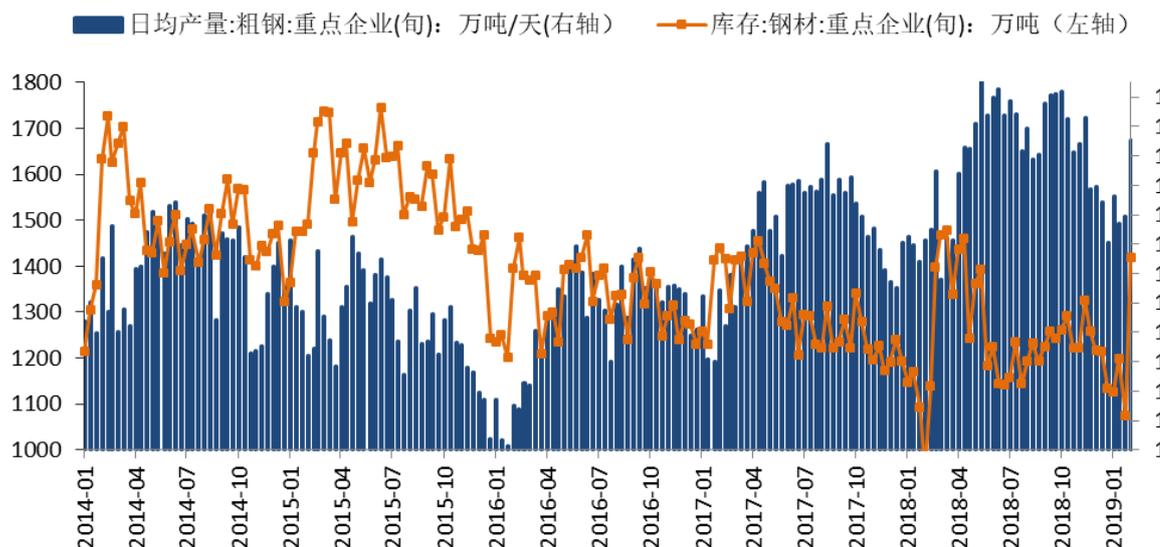


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量与库存

与 2019 年 1 月上旬相比，2 月上旬重点钢企粗钢日产 192.19 万吨，环比上涨 7.75 万吨；重点企业库存 1420.03 万吨，环比上涨 293.24 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

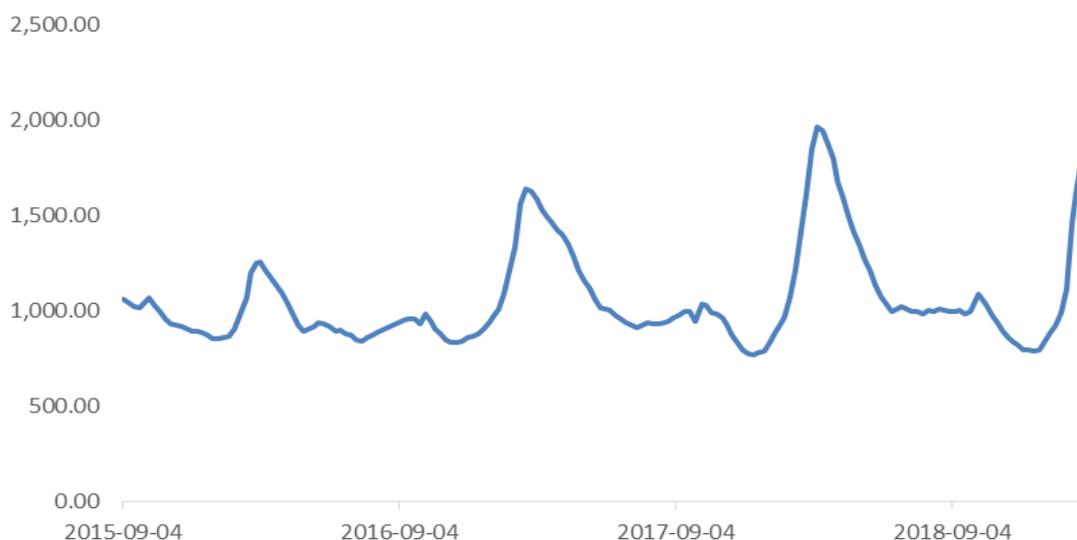


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存

截至3月1日,全国主要钢材品种库存总量为1868.66万吨,与2月初相比上涨750.7万吨。分品种来看,螺纹钢库存增加496.49万吨,线材库存增加137.34万吨,热卷库存增加73.93万吨,冷轧库存增加9.93万吨。预计社会库存见顶。3月会持续回落。

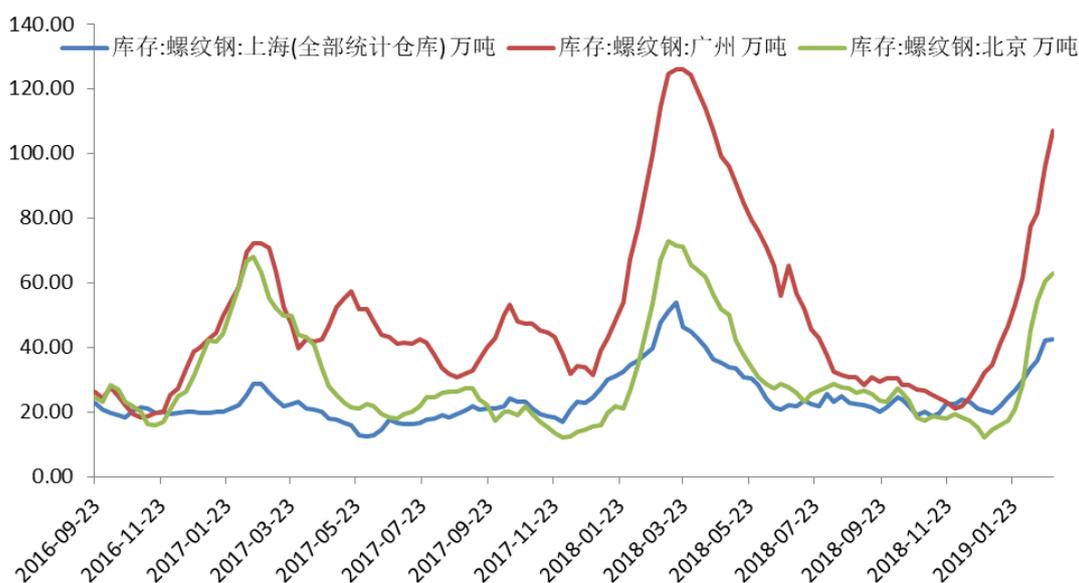
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至3月1日,螺纹钢上海库存42.4万吨,与2月初相比上涨12.58万吨;广州库存107.08万吨,月环比上涨45.68万吨;北京库存63.02万吨,月环比上涨34.8万吨。

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 3 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 73.62%，月环比持平；高炉开工率为 65.75%，月环比持平。

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 3 月 1 日，上海地区线螺采购量 2 月周度均值 15722.5 吨，环比 1 月下降 10099.25 吨。

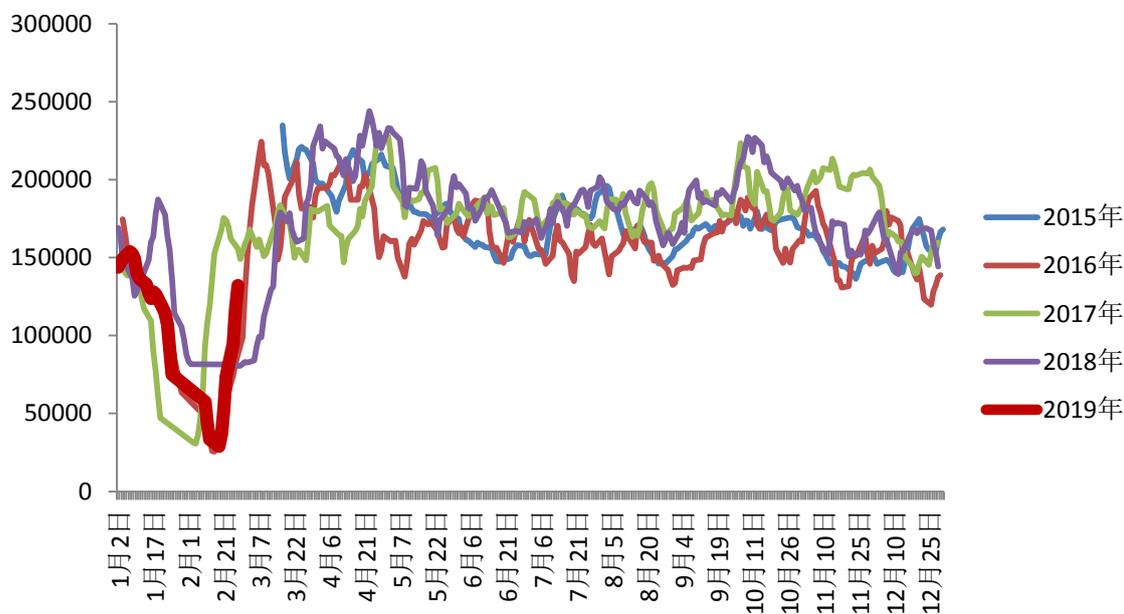
图 16: 上海地区周度终端线螺采购量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从钢联给的全国贸易商螺纹钢成交的数据来看，我们用平滑 5 天的数据来表示。近期节后需求恢复还不错，直线恢复中，本周二突破了 15 万吨水平。可以说需求恢复还是比较好、比较早的。可以和 2018 年的数据作个对比，明显斜率要陡峭，时间要早。印证我们之前的看法，3 月需求应该恢复得不错。

图 17：上海地区周度终端线螺采购量

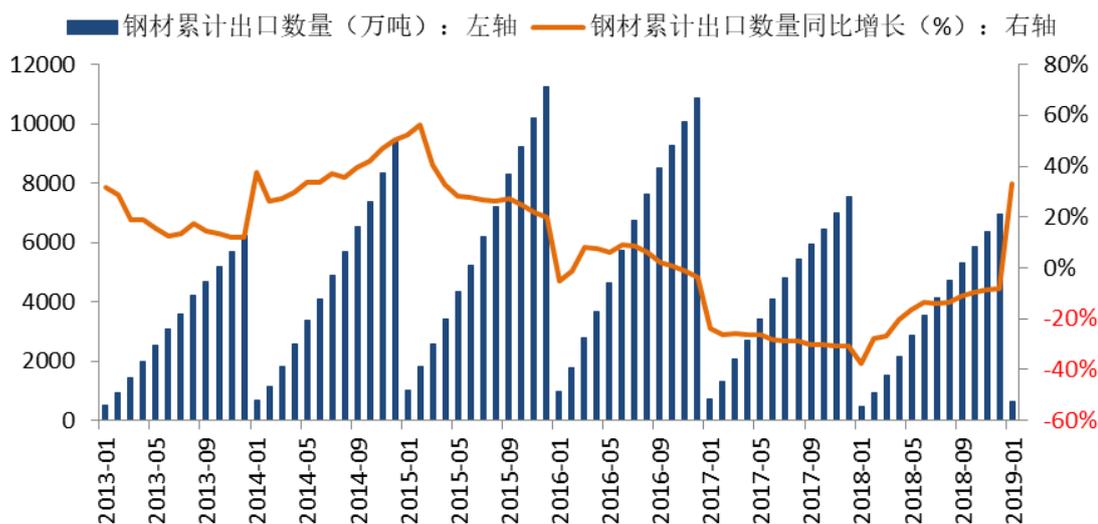


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.8 钢材出口

2019 年 1 月钢材出口为 619 万吨，月环比上涨 63 万吨，同比上涨 33.12%。

图 18：钢材出口（万吨）

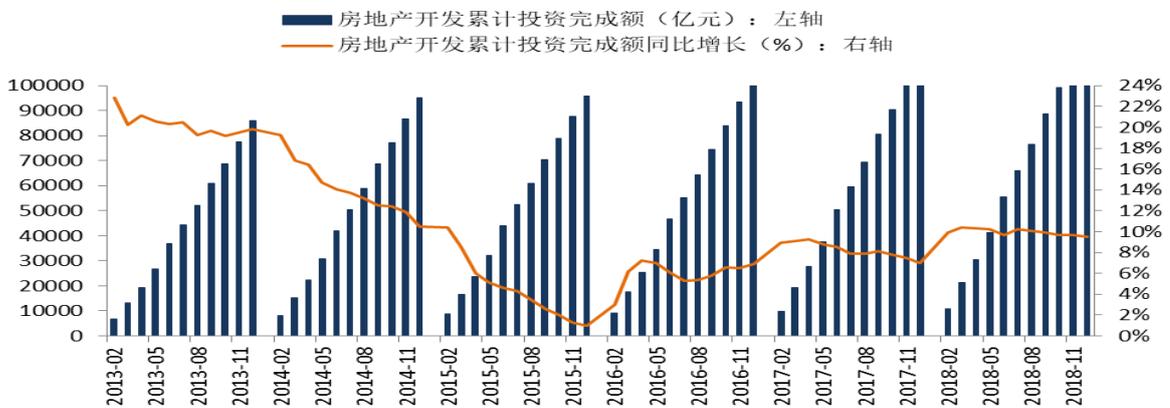


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资

截至 2018 年 12 月，全年房地产累计开发投资为 12.03 万亿元，同比去年增加 9.5%，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）

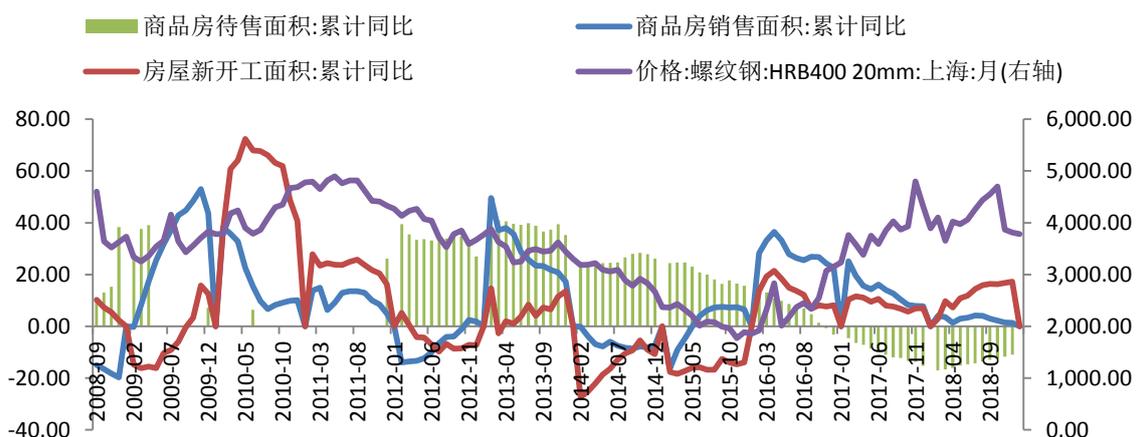


数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们可以看到 2018 年新开工和房地产销售出现了分化。新开工好导致了我们的钢铁需求好，但是销售一般意义上又领先新开工，会不会导致 2019 年新开工迅速下降呢。我们认为还要再看一下房地产库存的情况。2009 年在房地产库存高的时候，销售领先新开工时间是比较长的，领先性是比较明显的，年初销售就变好了，但是新开工到年底才真正复苏。12、15 年也是销售好了，新开工却推迟较长时间复苏。开发商有足够的库存可以卖，卖出之后就不会太着急新建。所以一般意义我们会说销售领先新开工 6 个月左右。

但是本轮周期由于地产库存很少。销售目前看是下去的，但是如果 19 年销售有所好转。那么低库存的状态可能会导致新开工仍然不差。

图 19：房地产开发投资完成额（亿元）

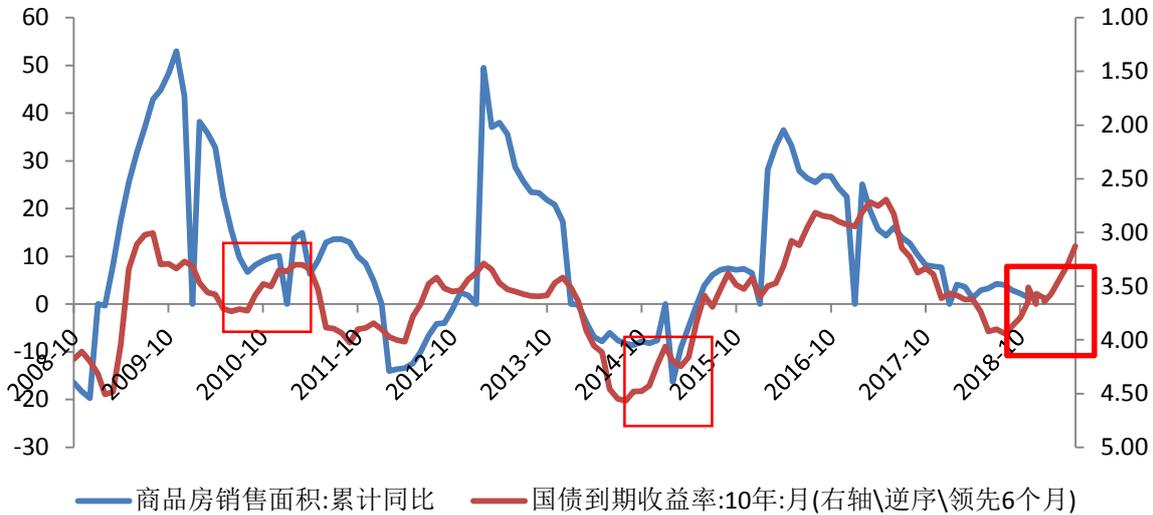


数据来源：Wind，兴证期货研发部

我们来看一下对房地产销售的预测。其实大家已经注意到很多地方房地产的调控有所放松。特别是银行下调了对房地产的利息上浮比例。从历史上来看，一旦货币开始走宽，银行还是更

愿意贷给居民买房。原因就是居民的房贷比较稳，不太有风险。银行只要钱多，还是会希望赚比较稳定的钱。目前我国居民房贷首付比例还是很高的，在 30%-50%，而且银行审核收入也比较严格。因此我们预计地产销售可能会有转暖。带动整体地产新开工不会太差。

图 20：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：

铁矿石价格 2 月收涨。港口库存方面，截至 3 月 1 日，铁矿石港口库存为 14687.73 万吨，与 2 月初相比上升 713.8 万吨，虽然港口库存今年初出现累积，但上升幅度弱于去年同期水平。发货量方面，2 月澳洲巴西发货总量相比去年同期处于较高位置，主要是由于澳洲发货水平较高；虽然巴西相对去年同期发货也出现一定程度回暖，但是仍然不及前几年同期的发货量，未来需要关注巴西发货下滑的风险。

钢厂方面，截至 3 月 1 日，163 家钢厂盈利比例为 73.62%，月环比持平；高炉开工率为 65.75%，月环比持平；受两会即将召开和汾渭平原、河北地区环保限产的影响，预计下周开工率仍有小幅下降。钢厂库存方面，上周进口矿可用天数上升 1.5 天至 30 天，烧结粉矿库存下滑 72.11 万吨至 1640.75 万吨，目前烧结粉矿库存处于偏低水平，但由于矿石价格处于高位以及环保限产的原因，钢厂上周补库积极性依然不高；预计随着后期旺季的来临，钢厂的补库需求可能才会有比较大幅的好转，近期或仍以按需采购为主。

近期淡水河谷铁矿事故对盘面的影响减弱，目前事故短期对于供应的影响还未有明显体现，但随着时间的推移，巴西发货量后期有着一定回落风险。后期主要关注钢厂方面的补库力度，若下游需求较好，钢厂补库积极性较高，铁矿或仍有一定上行空间。我们预计铁矿石短期仍然高位震荡为主，建议投资者暂时观望，仅供参考。

螺纹钢：

2 月螺纹钢走出 N 字走势,主力合约 1905 录得上涨。展望 3 月走势，我们认为不会太弱，尤其不太可能出现和 2018 年 3 月类似的走势。原因如下：

第一，需求层面。2019 年需求恢复较早。首先 2019 年春节比 2018 年早 11 天，则工人回来复工的时间会比较早一点。其次 2018 年冬季限产力度，尤其工地土石方限产的力度要弱于 2017 年冬，这使得 2019 年初的用钢在土建中比较早。需求面上 2019 年 3 月和 2018 年 3 月是完全不同的状态。

第二，供给层面。2019 年废钢要比 2018 年初更紧张一些，所以在 2018 年底暴跌之后，电炉钢处于不太赚钱的情形；高炉因为废钢价高，添加量也有所减少。这就使得虽然取暖季限产力度减少，但是供应的压力还是不如 2018 年那么大。预计节后第三周社会库存就录得见顶。

所以从供需层面我们还是比较看好螺纹钢 3 月走势的。而且在 3 月中旬往后巴西发货量以及报盘减少会实际影响到市场的供需，也会对螺纹钢产生成本支撑。

但是钢材 4 月以后的供需则值得关注。由于 3 月开工早，4 月的需求可能不存在赶工的现象。而且如果 3 月钢材价格上涨，废钢供应增加，电炉出现利润，则供应也会有所恢复。此外长周期地产、基建以及货币政策面也会随着 3 月数据出炉得到印证。4 月以后钢材价格才会面临真正的风险。

需求驱动，双焦走势偏强

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月份焦炭主力合约震荡运行，临近3月需求释放，近日发力上涨，收于2168元/吨，月涨55.5元/吨。现货二轮提涨，涨幅累计200元/吨。2月份焦煤主力合约震荡上行，受供给偏紧影响，焦煤价格坚挺，收于1313.5元/吨，月涨25元/吨，现货价格坚挺，主焦、肥煤探涨。

● 后市展望及策略建议

焦煤方面，由于安全检查影响，山西、内蒙等地煤矿复工速度缓慢，部分地区文件指示C类煤矿延后至“两会”后才可以申请复产，加上上周末突发内蒙矿难事件影响，煤矿安全检查力度加强，必将延缓煤矿复工速度。进口煤方面，部分港口澳洲进口煤仍然不许卸货等待清关，而蒙古煤通关车数恢复较慢，日通关500-700车，因此国内主焦煤资源目前较为紧张。下游焦化厂生产受限产影响较小，焦炭现货提涨后，利润提升，开工积极性提高，焦化厂开工率保持较高水平。短期内炼焦煤供需错配支撑焦煤价格。

焦炭方面，山西限产情况对供应影响力度有限。焦化本月经两轮提涨，焦化利润有所恢复，更加刺激焦炉开工积极性，焦炭供应偏宽松。钢厂方面，高炉开工率没有明显的复产迹象，下周唐山地区进入环保限产阶段，并且面临“两会”召开，或将对高炉生产产生影响，短期刚性需求表现不强。但从本周新出钢材库存数据来看，螺纹钢库存仅有小量增加，而卷板等库存几乎没有增加，预估本周钢材库存或许见顶，下游需求开始释放。据了解西南地区工地复工需求释放，部分主流钢种已经断货。房地产新开工数据韧性以及预期基建改善的情况下，我们预计下游需求将会正常释放，利好钢材及焦化。预计短期焦煤、焦炭震荡偏强，可轻仓做多JM1905、J1905，警惕需求持续性不足带来的双焦回落风险。

1.行情回顾

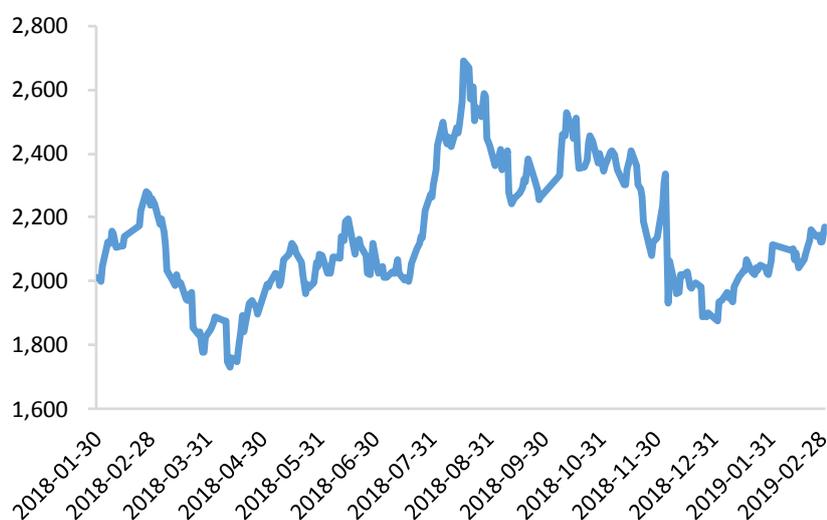
1.1 期货市场价格

2月份焦炭主力合约震荡运行，临近3月需求释放，近日发力上涨，收于2168元/吨，月涨55.5元/吨。

2月份焦煤主力合约震荡上行，受供给偏紧影响，焦煤价格坚挺，收于1313.5元/吨，月涨25元/吨。

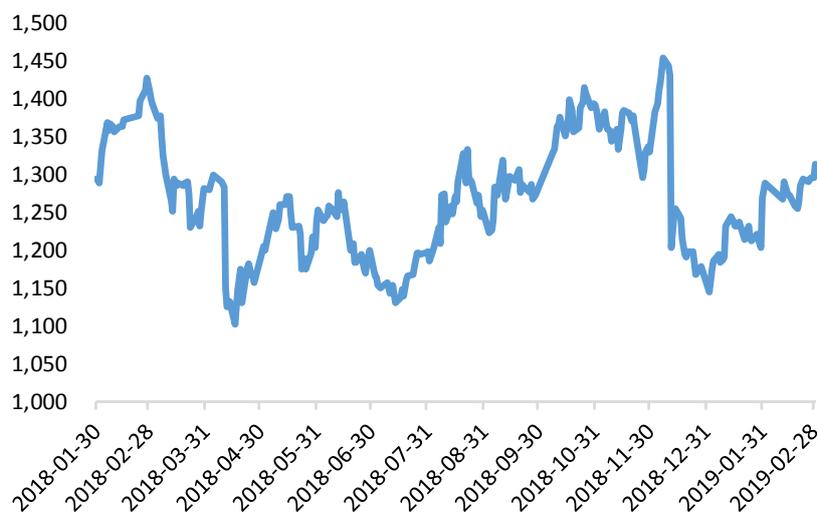
2月份盘面焦化利润较为稳定，焦炭/焦煤比稳定在1.65左右，近日由于焦煤供给偏紧，基本面较好，焦煤略强于焦炭，焦炭/焦煤比有走低趋势。

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：焦炭二轮提涨，焦煤价格坚挺

2 月由于春节假期由于雨雪天气影响，焦炭出厂困难，下游钢厂大部分以消化冬储库存为主，节后继续补库，焦化厂内库存陆续下降，部分焦化厂内库存较低，对现货价格较为乐观，第一轮提涨 100 元/吨结束后，钢厂陆续恢复了到货速度，采购焦炭以按需采购为主，市场上零星出现第二轮 100 元/吨的提涨，但钢厂尚未结束。3 月 1 日，河北焦协宣布正式上调 100 元/吨价格，第二轮提涨落地。

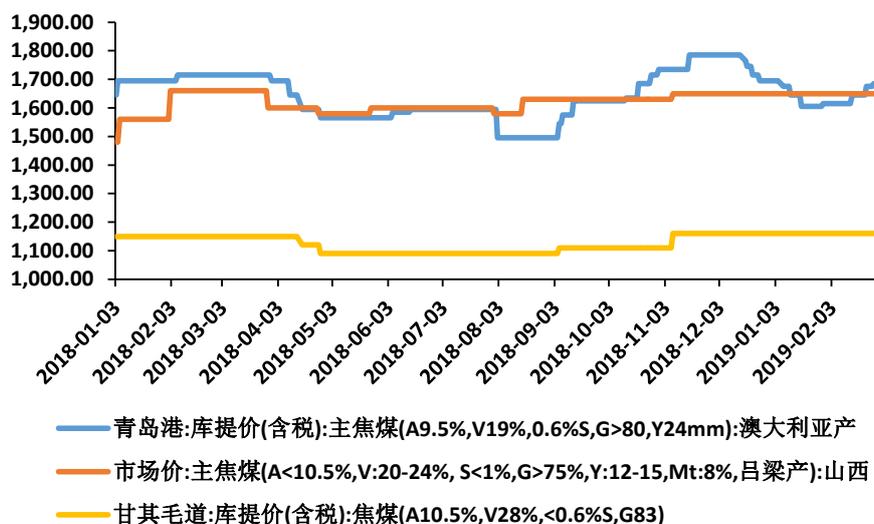
图 4：焦炭现货价格 (元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦煤现货价格稳中偏强，山西吕梁主焦煤价格为 1650 元/吨，甘其毛道蒙古煤 2 月 28 日上涨 50 元，价格为 1210 元/吨。青岛港澳煤涨幅较大，本月上涨 70 元/吨，价格为 1685 元/吨。焦煤国内供应恢复速度较慢，进口煤政策仍然紧张，没有放松迹象，主焦煤、肥煤资源紧张，因此焦煤现货价格易涨难跌。

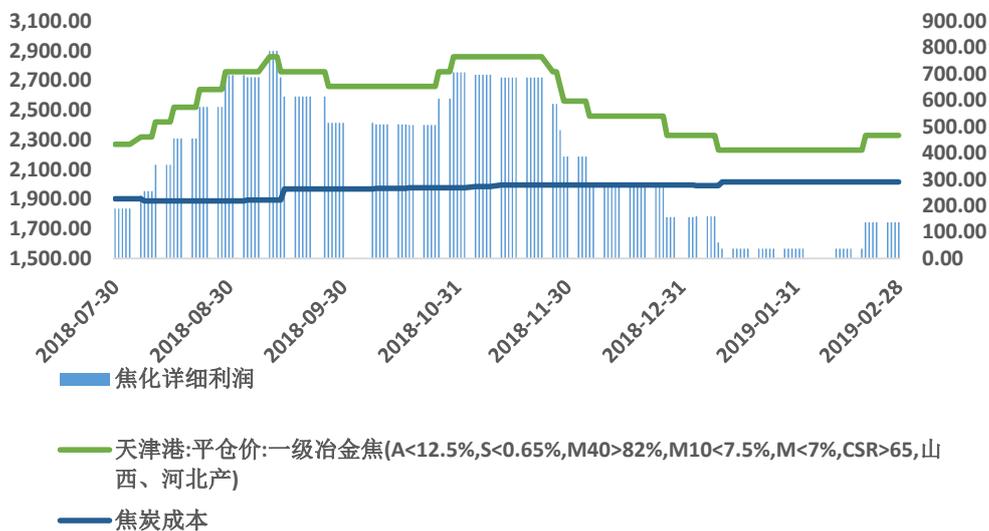
图 5：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

本月由于一轮提涨落地，焦化利润稍有增加。但焦化厂利润仍然微薄。一方面由于钢厂方面需求尚未启动，钢材利润收窄，倒逼焦化厂利润承压，另一方面，目前焦煤价格稳中走强，焦化企业将低价冬储库存消耗后，重新购入高成本焦煤，也会挤压焦炭利润。

图 6：现货焦化利润



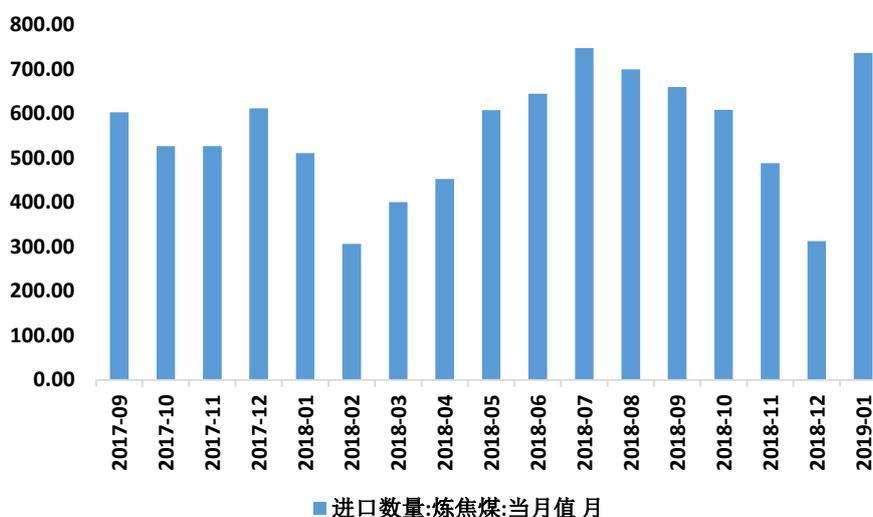
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.焦煤、焦炭基本面分析

2.1 焦煤供给：国内供给恢复较慢，进口煤依然紧张

春节后，山东地区煤矿复工速度较快，但山东主产气精煤，因此气精煤资源较为充足。而生产主焦煤、肥煤的山西、内蒙等地均处于煤矿安全检查中，煤矿复工速度较慢，山西部分地区有文件称，2月20日允许A类煤矿申请复产，而C类煤矿推迟至“两会”后。此外，内蒙银漫矿业突发矿难，导致全国范围的煤矿安全检查力度进一步加强，更加延缓了煤矿复工速度，因此2月国内主焦煤、肥煤的资源紧张。

图7：炼焦煤进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

进口煤方面，由于去年12月煤炭进口平控政策，大量进口煤堆积没有通关。进入新年1月份，等待通关的进口煤数量激增，1月份我国共进口炼焦煤737万吨，同比增长44.1%，环比增加424万吨，增长135.46%。2月份进口政策再次变化，澳洲煤禁止通关，港口只能卸货不能清关，而蒙煤方面通关车数依然低位，每日500-700车左右，因此预计2月份进口焦煤数量将大幅减少。我国进口焦煤以优质主焦煤资源为主，能够填补我国对优质主焦资源的需求缺口，结合国内供应情况来看，主焦煤等优质资源供应持续偏紧。

2.2 焦煤库存：产业链库存下降，以消耗冬储库存为主

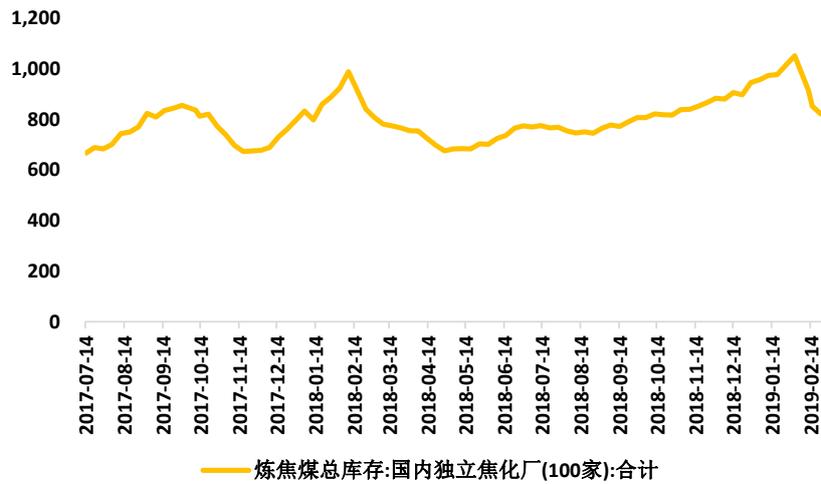
截至3月1日，生产企业炼焦煤库存为394万吨，较上周减少8万吨。焦煤焦化厂库存816.25万吨，较月初下降235万吨，炼焦煤六港口库存为287万吨，较月初减少万吨左右，炼焦煤钢厂库存861.87万吨，较月初减少92.06万吨。节后由于煤矿复产速度较慢以及矿难事故影响，原煤供应受到限制，多数洗煤厂采购原煤较为困难。在供应偏紧，焦煤价格成本上升的情况下，下游企业及消化冬储低库存成本为主，对于目前价格较高的焦煤资源以按需采购为主，因此下游钢厂、焦化厂、港口方面炼焦煤库存均有大幅下降。

图 8：生产企业炼焦煤库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：炼焦煤焦化厂库存



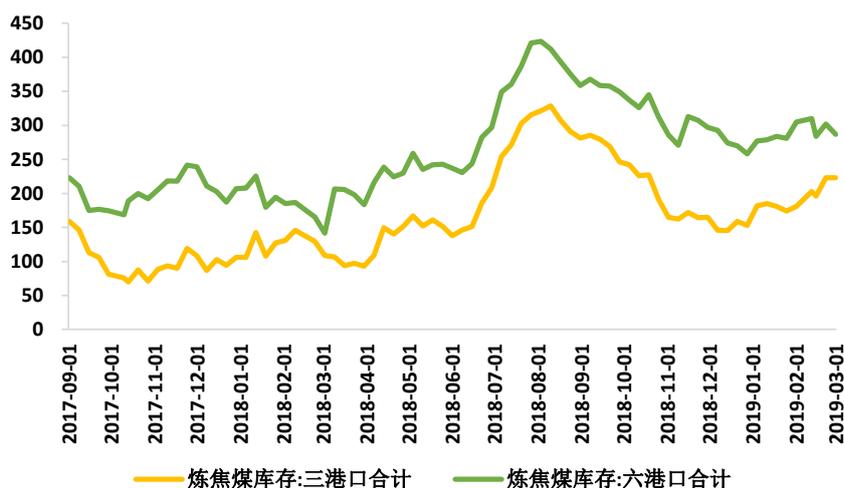
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：炼焦煤钢厂库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：炼焦煤港口库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 焦煤需求/焦炭生产：焦化开工率居高不下，供给弹性有限

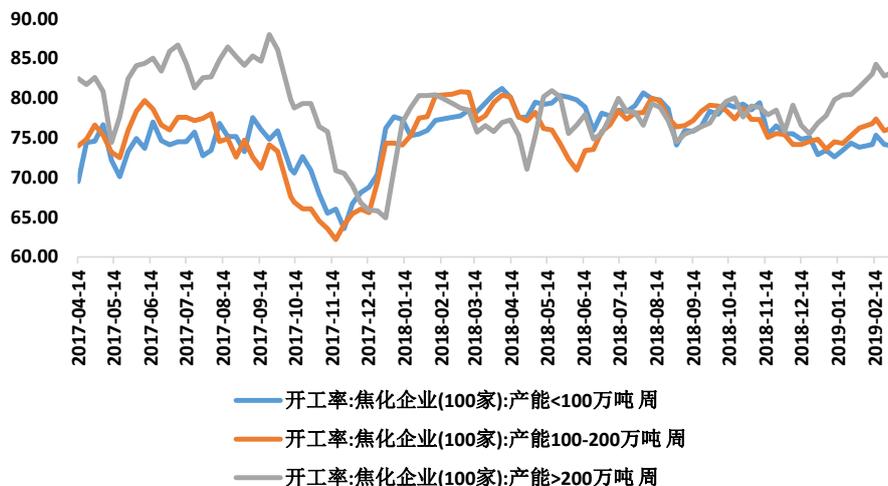
截至 3 月 1 日，我国小于 100 万吨产能焦化厂开工率为 74.00%，100-200 万吨产能焦化厂开工率为 76.29%，大于 200 万吨产能焦化厂开工率为 83.28%。从图 8 中可以看出 2018 年-2019 年冬季焦化厂的开工率一直维持在高位。主要有两个原因：一、2018 年冬季环保限产政策优化，不再实行“一刀切”，并且焦化厂多数完成脱硫脱硝改造，符合生产条件。二、尽管焦化厂利润受到钢厂利润倒逼挤压，但还是有利润存在的，并不影响焦化厂生产的积极性。

从近期消息来看，山西临汾等地进入限产，部分焦化厂限产幅度要求延长出焦时间至 48 小时，为盘面带来部分利好，但从本周数据上来看，对焦化厂开工情况影响不大，对供应影响十分有限。

2018 年-2019 年全年焦炭开工率居于高位，焦炉产能利用率已经达到最大利用值，焦炭供

给提升空间十分有限，其供给弹性低于高炉供给弹性。

图 11: 焦化厂开工率

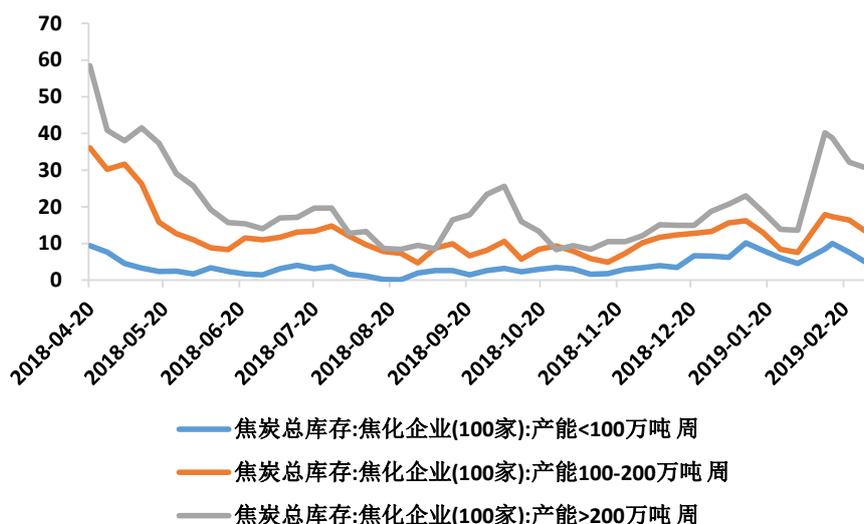


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 焦炭库存: 港口库存压力显现, 预计下周去库

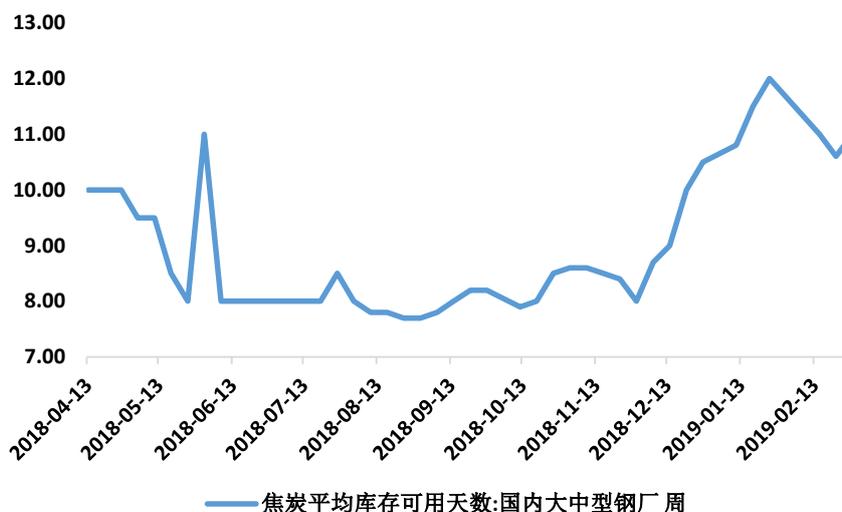
截至 3 月 1 日, 焦炭焦化厂库存 48.33 万吨, 较上周减少近 17 万吨, 焦炭港口库存 372 万吨, 较上周增加 15 万吨。焦炭钢厂可用天数 11 天, 较上周增加 0.4 天。目前焦炭库存的矛盾焦点在港口库存上。2018 年 1-3 月焦炭港口库存以消化去库为主, 而今年 1-3 月焦炭港口库存是逐渐累积的。自春节后焦炭一轮提涨后, 贸易商开始询价囤货, 港口库存累至高位。此外目前港口报价逐渐上升, 天津港一级冶金焦报价 2175 元/吨, 但成交情况较为冷清。钢厂库存及可用天数目前处于较为合理位置, 以按需采购为主, 并无强烈的补库需求, 因此港口库存压力较大。根据市场调研日照港情况显示, 预计下周起装船量将会提升, 届时或将缓解港口库存压力。

图 12: 焦炭焦化厂库存



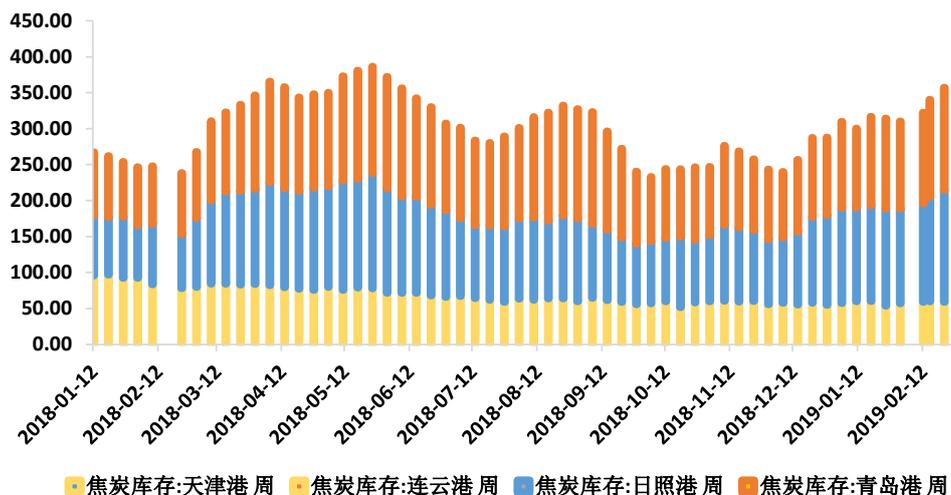
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13：焦炭钢厂库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：焦炭港口库存

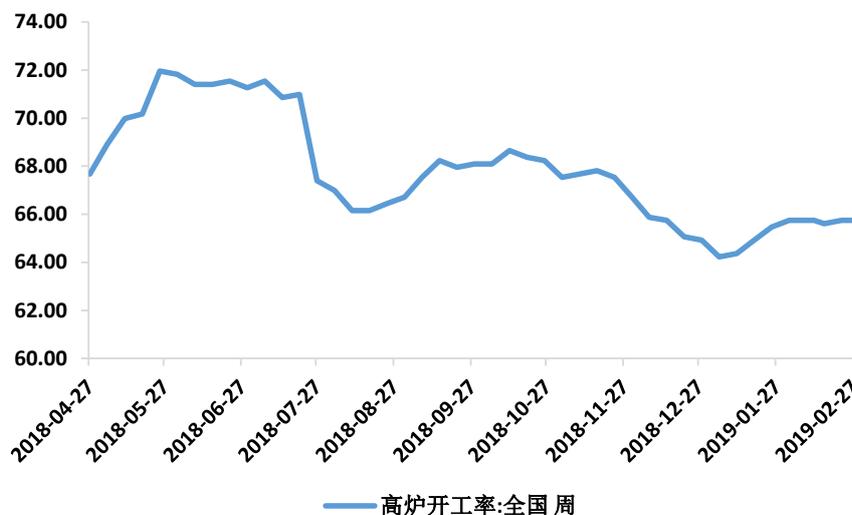


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 焦炭需求：预计 3 月需求正常释放，警惕高炉限产

截至 3 月 1 日，钢厂高炉开工率 65.75%，与上周持平。根据我的钢铁网统计，本期数据复产高炉 5 座，检修高炉 8 座；受汾渭平原限产力度加强影响，本期华北区域检修样本增加；复产样本以内陆地区钢企为主，多为例检结束正常复产。预计下周开工率将有小幅下降，一是由于唐山地区进入 I 级重污染天气限产，对高炉生产影响较大，二是由于下周“两会”将要召开，势必对钢铁、焦化厂的生产有一定的政策调节。

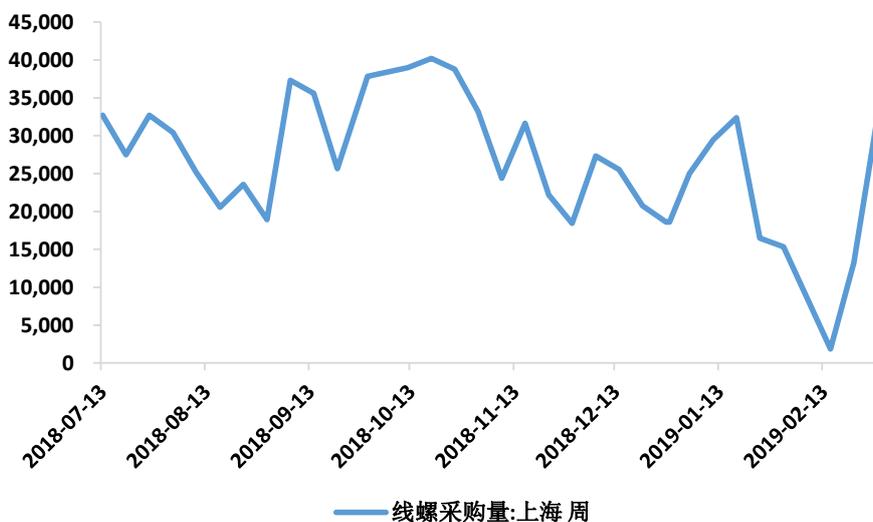
图 15: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

终端需求上, 截至 3 月 1 日, 我国线螺采购量为 32492 万吨, 较为明显的需求抬升, 预计 3 月需求释放正常。根据西南地区钢贸商反应, 目前部分钢种已经断货, 钢材价格提升较快, 可以看出下游需求较好。

图 16: 上海线螺采购量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 总结

焦煤方面, 由于安全检查影响, 山西、内蒙等地煤矿复工速度缓慢, 部分地区文件指示 C 类煤矿延后至“两会”后才可以申请复产, 加上上周末突发内蒙矿难事件影响, 煤矿安全检查力度加强, 必将延缓煤矿复工速度。进口煤方面, 部分港口澳洲进口煤仍然不许卸货等待清关, 而蒙古煤通关车数恢复较慢, 日通关 500-700 车, 因此国内主焦煤资源目前较为紧张。下游焦化厂生产受限产影响较小, 焦炭现货提涨后, 利润提升, 开工积极性提高, 焦化厂开工率保持

较高水平。短期内炼焦煤供需错配支撑焦煤价格小幅探涨。

焦炭方面，市场多关注山西限产情况，但对供应影响力度有限。焦化本月经历两轮提涨，焦化利润有所恢复，更加刺激焦炉开工积极性，焦炭供应偏宽松。钢厂方面，高炉开工率没有明显的复产迹象，下周唐山地区进入环保限产阶段，并且面临“两会”召开，或将对高炉生产产生影响，短期刚性需求表现不强。但从本周新出钢材库存数据来看，螺纹钢库存仅有小量增加，而卷板等库存几乎没有增加，预估本周钢材库存或许见顶，下游需求开始释放。据了解西南地区工地复工需求释放，部分主流钢种已经断货。房地产新开工数据韧性以及预期基建改善的情况下，我们预计下游需求将会正常释放，利好钢材及焦化。预计短期焦煤、焦炭震荡偏强。

OPEC 减产托底，地缘危机提供上升动力

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

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

2月上旬的油价延续了1月的震荡走势。尽管OPEC减产初见成效，但美国原油产量连续6个月创新高，全球经济放缓、中美贸易谈判不明朗及欧盟下调经济增速预期均限制了油价涨幅，布油在62美元/桶附近调整。2月11日，美、布两油达到本月低点，分别报52.45及61.58美元/桶。2月中旬OPEC月报显示减产得力，油价的主要逻辑集中于OPEC减产带来的利好，且沙特继续释放减产意图，又关闭了其最大的海上油田，供给端利好明确。此外，受委内瑞拉、俄罗斯制裁，尼日利亚政局动荡等地缘危机的推动，油价走出了单边上涨的行情，连涨7日。2月20日，美、布两油达到本月高点，分别报57.24及67.22美元/桶。2月下旬，油价再度进入调整走势。伊朗原油出口量高于预期，欧盟经济增速放缓对布油打压较大，导致美、布两油出现涨跌互现的情况。美国原油产量继续走高，也使美油承压。但下旬油价仍受OPEC减产支撑，中美贸易谈判取得良好进展，也使市场对经济预期和原油需求增添乐观情绪，加之伊朗军演的推助，限制了油价跌幅。2月25日，特朗普发声打压油价，形成本月最大的突发利空，油价日内暴跌逾3%。随后OPEC表示坚定减产，且将在4月及6月召开会议讨论减产，稳定了市场情绪，油价企稳回升。2月底美国原油库存意外大降，提振了短期油价，但美国原油产量续创新高，俄罗斯减产速度及幅度均不及预期，仍对供给端形成一定压力。2月美油涨6.43%，布油涨8.94%，均连涨两个月。

● 后市展望及策略建议

OPEC减产将会继续成为3月油价的底部支撑，但该利好的热度基本已被市场所消化，所能提供的上行动力不足。供给端的最大压力仍来自于美国增产，近期油价回升或促

使美国产油商继续增产。俄罗斯或继续其消极减产的策略，这是供给端的另一大隐忧。需求方面，中美贸易谈判取得阶段性进展或使短期的宏观经济压力及两大国的原油需求有所缓和，但中长期对经济增速放缓及原油需求不振的隐忧仍在，还是会对油价形成一定阻力。主要推升油价的动力或来自于地缘危机的集中爆发，如委内瑞拉、俄罗斯制裁；伊朗因制裁豁免将到期而可能采取行动；尼日利亚政局动荡等。综上，预计 3 月油价以震荡走势为主，地缘危机或造成油价短期上行。操作上建议谨慎做多，可关注轻、重质油之间的品种差套利机会。

风险提示：特朗普打压油价；OPEC 放松减产；全球经济走弱造成股市波动。

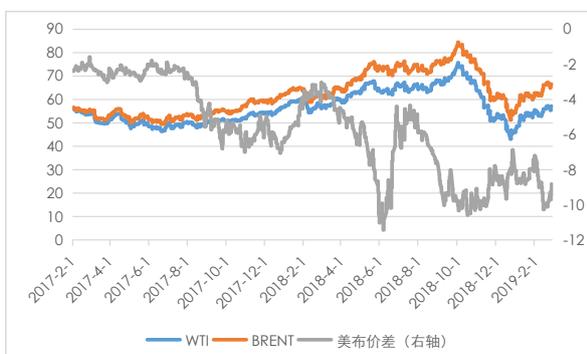
1.月度行情回顾

期货端：2月上旬的油价延续了1月的震荡走势。尽管OPEC减产初见成效，但美国原油产量连续6个月创新高，全球经济放缓、中美贸易谈判不明朗及欧盟下调经济增速预期均限制了油价涨幅，布油在62美元/桶附近调整。2月11日，美、布两油达到本月低点，分别报52.45及61.58美元/桶。2月中旬OPEC月报显示减产得力，油价的主要逻辑集中于OPEC减产得力带来的利好。沙特继续释放减产意图，又关闭了其最大的海上油田，供给端利好明确。此外，受委内瑞拉、俄罗斯制裁，尼日利亚政局动荡等地缘危机的推动，油价走出了单边上涨的行情，连涨7日，涨幅约7%。2月20日，美、布两油达到本月高点，分别报57.24及67.22美元/桶。2月下旬，油价再度进入调整走势。伊朗原油1月出口量为110-130万桶/日，2月目前数据为125万桶/日，均高于市场预期的低于100万桶/日；俄罗斯减产不及预期，迄今至多减产15万桶/日；欧盟下调经济增速预期等多重原因对布油打压较大，导致美、布两油出现涨跌互现的情况。美国原油产量继续走高，也使美油承压。但下旬油价仍受OPEC减产支撑，中美贸易谈判取得良好进展，也使市场对经济预期和原油需求增添乐观情绪，加之伊朗军演的推助，限制了油价跌幅。2月25日，特朗普发声打压油价，形成本月最大的突发利空，油价日内暴跌逾3%。随后OPEC表示坚定减产，且将在4月及6月召开会议讨论减产，稳定了市场情绪，油价企稳回升，在65美元/桶附近震荡。2月底美国原油库存意外大降，提振了日内油价，但美国原油产量续创新高，俄罗斯减产速度及幅度均不及预期，仍对供给端形成一定压力。2月美油涨6.43%，布油涨8.94%，均连涨两个月。

目前油市最明显的问题在于重质油供给紧缩。全球两大原油需求国，美国海湾地区及中国的炼厂均以炼制重质油为主，但重质油接连出现供应萎缩的问题。首先，2019年1月加拿大阿尔伯塔省强制减产重质原油及沥青产量，减产幅度达32.5万桶/日。其次，本月沙特关闭的海上油田也是其重质油的主要产区，损失了约120-150万桶/日的重质油产量。尽管沙特声称会提升其他油田的产量以弥补缺口，但其他油田的增量以轻质油为主，并不能弥补市面上的品种差。第三，本月美国制裁委内瑞拉落地，地缘危机或导致委内瑞拉重质油产量骤降，预计缺口可达约50-100万桶/日。同时，美国不断增产的都是以轻质油为主的页岩油，油市上轻质油处于供给过剩的状态。因此可以关注轻、重质油之间品种差套利机会。

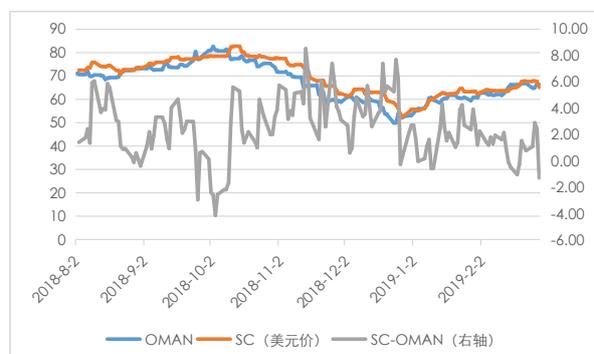
现货端：2月OPEC一揽子原油现货价涨6.68%，报65.28美元/桶。布伦特Dtd涨4.58%，报65.25美元/桶；WTI库欣交割6.38%，报57.22美元/桶。全球原油现货价格普%以上，显示受减产利好推动，现货市场继续回暖。

图 1: WTI 及 BRENT 走势与价差 (美元/桶)



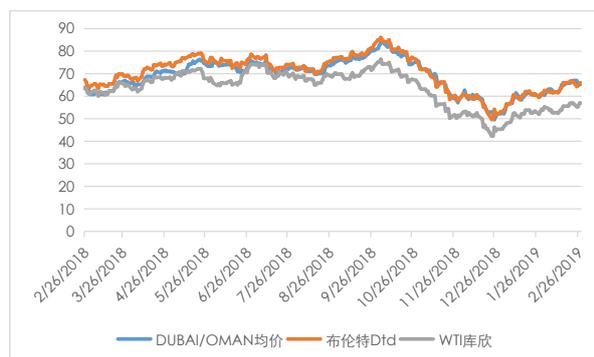
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

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.欧佩克月报：据二手资料显示，沙特 1 月原油产出减少 35 万桶/日至 1021.3 万桶/日；阿联酋 1 月原油产出减少 14.6 万桶/日至 307.8 万桶/日；科威特 1 月原油产出减少 9 万桶/日至 271 万桶/日。欧佩克 1 月原油产量为 3080 万桶/日，较 12 月减少 79.7 万桶/日；1 月欧佩克国家减产执行率为 86%；经合组织 12 月原油库存下滑 1080 万桶，比五年均值水平高出 2800 万桶。

2.能源咨询机构 JBC 称，欧佩克 14 国的产量 2 月下滑了 55 万桶/日至 3039 万桶/日。

3.沙特能源大臣法利赫表示，沙特 3 月将减产至 980 万桶/日水平附近；3 月原油出口量将降至 690 万桶/日。

4.沙特阿美在世界上最大的海上油田 Safaniyah 因事故损坏了通往该设施的主电力电缆而停产，损失产量约为 120-150 万桶/日。该油田关闭可能要关闭至 2019 年 3 月初。沙特阿美表示将提高其他油田的产量以弥补亏损。

5.欧佩克官员透露，预计沙特阿拉伯及其他欧佩克成员国将于 4 月的会议上继续支持减产协议。

6.欧佩克秘书长巴尔金都：同意在 4 月举行额外会议以评估市场反应。欧佩克计划在 6 月 25 日在维也纳举行会晤。

7.全美第二大炼油厂因周日大火而被迫关闭相关设备，直接影响到 33 万桶/日的原油加工能力。

8.美国能源信息署（EIA）称，美国 2018 年 12 月原油产量下降 0.5%至 1185 万桶/日，11 月原油产量增加 3%。

9.超千名中国和沙特政商界代表 22 日齐聚北京，探讨“一带一路”倡议同沙特“2030 愿景”对接，签署 35 份、价值超过 280 亿美元的合作协议。

10.据俄罗斯卫星通讯社 2 月 22 日报道，伊朗部队新闻处援引汉扎迪的话称，“伊朗海军的大规模军演将于周五开始，为期三天。”据介绍，在霍尔木兹海峡、莫克兰沿海地区、阿曼湾以及印度洋部分地区进行演习的水域面积为 200 万平方公里。

11.委内瑞拉总统马杜罗 23 日宣布，委内瑞拉与哥伦比亚断绝外交和政治关系。

12.委内瑞拉国家石油公司一座日转运量 30 万桶的原油泵站发生火灾。

13.据 PDVSA 和路孚特 Eikon，委内瑞拉原油出口在美国制裁开始后的第一个整月下降

40%。

14.当地时间 16 日凌晨，尼日利亚政府召开新闻发布会，宣布原定于 16 日开始的总统和国民议会选举将被推迟一周。在选举开始前的两周内，尼日利亚多地曾发生暴力事件。尼日利亚 1 月原油产量降至 166 万桶/日，去年 12 月为 178 万桶/日。

15.据 Jazeera 报道，苏丹总统 Al-Bashir 宣布国家紧急状态，解散联邦政府。

16.据彭博报道，欧盟将同意就亚速海问题制裁俄罗斯。

17.据市场消息，美国炼油商 Citgo 正式与母公司委内瑞拉国家石油公司断绝关系。

2.2 利空

1.美国总统特朗普：油价涨得太高，欧佩克应该要放轻松点；全球不能再承受油价上涨了。

2.美国能源部长佩里：法案将允许特朗普政府起诉欧佩克，因欧佩克减产问题带来了不好的影响，可能会导致油价上升。

3.美国能源信息署 (EIA)：美国 2018 年 11 月石油产出增长 34.5 万桶/日，至 1190 万桶/日；10 月份产出上修 1.8 万桶/日，至产出 1155.5 万桶/日。

4.美国国家统计局：美国去年 11 月原油出口达到 260.9 万桶/日，创历史新高，10 月份为 232.6 万桶/日。

5.美国 12 月北达科他州石油产出增至 140 万桶/日，创历史新高。

6.美国 2 月 22 日当周原油进口跌至 1996 年以来新低。美国原油库存变化值连续 5 周录得增长后 2 月 22 日当周录得下滑，且创 2018 年 7 月 13 日当周 (33 周) 以来新低。美国国内原油产量创 2018 年 12 月 14 日当周 (11 周) 以来新高。

7.追踪油轮数据的 Oil Movements 表示，截至 3 月 16 日四周的 OPEC 原油出货量将增加 44 万桶至 2411 万桶/天。

8.2018 年 12 月份巴西石油产量比 11 月份出现增长，因为来自于该国巨大的盐下层油田产量增加。12 月份巴西石油产量升至 270 万桶/日，比 11 月份增加 4.8%，比 2017 年 12 月增加 3%。12 月份来自于盐下层油田的产量比 11 月份增加 3.9% 达到 190 万桶石油当量/日，其中石油产量达到 150 万桶/日。

9.IFX 称，俄罗斯 1 月份原油产量降低至 1138 万桶/天。

10.俄罗斯 2 月原油产量较 10 月份减少 6 万桶/日。

11.伊朗石油部：伊朗 1 月原油总出口量日均为 364.9 万桶。

12.委内瑞拉油长：石油产出并未受制裁影响；委内瑞拉产油量为 150 万桶/日，销售量为 120 万桶/日。

13.尼日利亚国家石油公司：尼日利亚目前的产量约为 220 万桶/日，其中 40 万桶为凝析油。将遵守欧佩克减产协议。

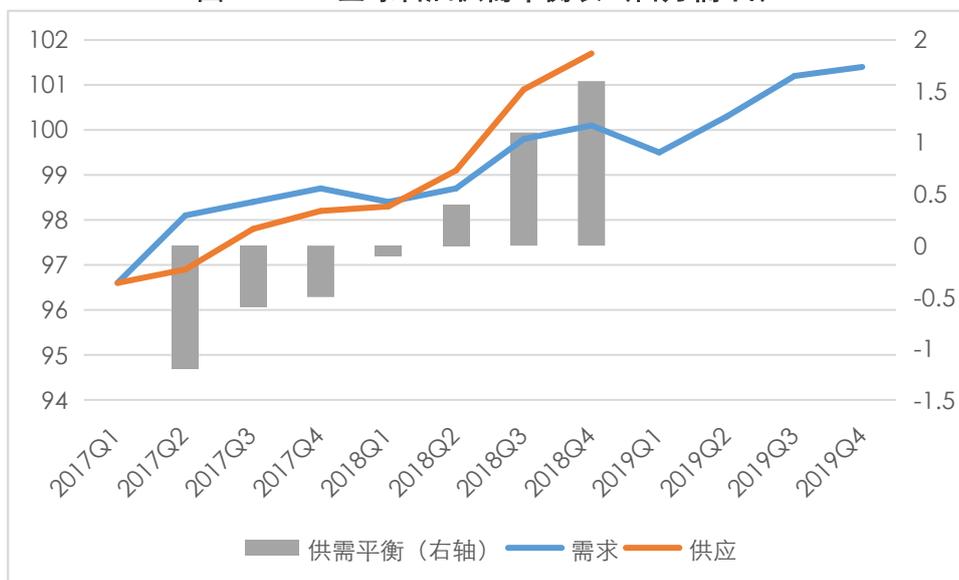
14.加拿大阿尔伯塔省将 4 月石油产量上限上调至 36 万桶/日，较 1 月上限增加 10 万桶/日。

3.IEA、EIA、OPEC 月度预测

IEA 本月没有改变对全球原油需求的预判。当前的低油价及中美炼厂开工率回升均对需求形成支撑，但经济增速放缓还是使需求承压。全球原油供应量在 OPEC 减产协议及加拿大阿尔伯塔省减产的带动下减少了 140 万桶/日，至 9970 万桶/日。非 OPEC 的增量在 2019 年预计为 180 万桶/日，主要来自于美国。OPEC 产量下滑了约 93 万桶/日，至 3083 万桶/日，接近 4 年低点。OPEC 总体减产率为 86%，沙特、阿联酋和科威特均超额减产，而非 OPEC 减产率仅为 25%。

目前来看，2019 Q1 的供应量有显著的回落，但 IEA 对未来供应量的预测仍不断走高，但需求量却不变。这或暗示了 2019 年油市供应仍将供大于求。

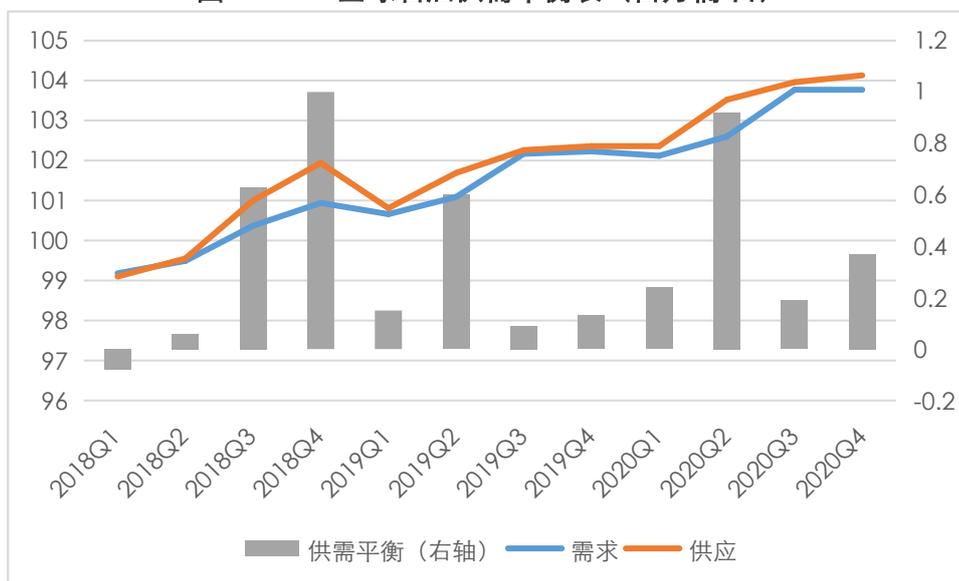
图 4：IEA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

经过连续两个季度的供大于求，油市在 2019 Q1 恢复至弱平衡状态。这显示 OPEC 减产协议执行有效，特别是沙特领衔超额减产，加之利比亚意外损失 80 万桶/日的产量，均使油市往平衡方向发展。加拿大阿尔伯塔省继续维持减产 40 万桶/日的计划及美国对委内瑞拉实施制裁虽然尚未显示对油价的影响，但会增加供给短缺的风险。

图 5：EIA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）

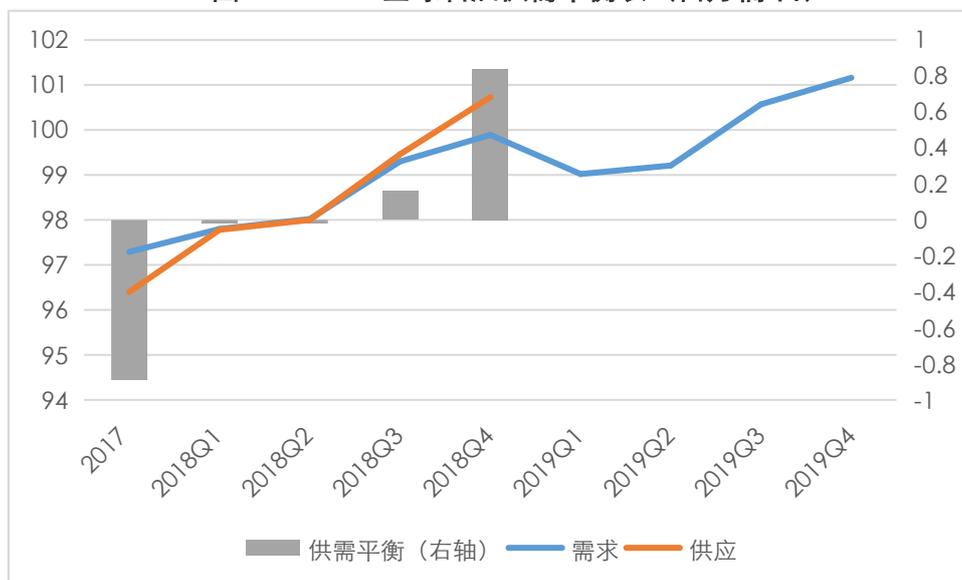


数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2018 年，全球原油需求增长下修了 3 万桶/日至 147 万桶/日。经合组织的欧洲及亚太国家需求增长慢于预期，非经合组织的亚洲和中东国家也增长缓慢。2019 年的需求增长下调 5 万桶/日至 124 万桶/日。需求下滑的主因仍是 2019 年经济预期走低，尤其是经合组织的欧美国家、拉丁美洲及中东。非 OPEC 2018 年的供应量增加了 11 万桶/日，主要增量来自于美国的 224 万

桶/日。非 OPEC 2019 年的供应量预计上调 8 万桶/日，至 218 万桶/日，主要增量仍来自于美湾地区。对于 OPEC 2019 年需求增量的预期，较 2018 年下滑了 100 万桶/日，为 3060 万桶/日。

图 6：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

2019 年全球经济预期下调 0.2%至 3.3%，2018 年也下修 0.1%至 3.6%。经合组织中，美国 2019 年经济预期下调 0.1%至 2.5%；日本维持不变。非经合组织中，中国 2019 年经济预期未变，2018 年经济增长上修 0.1%至 6.6%；印度、巴西保持不变；俄罗斯 2019 年经济预期下调 0.1%至 1.6%。

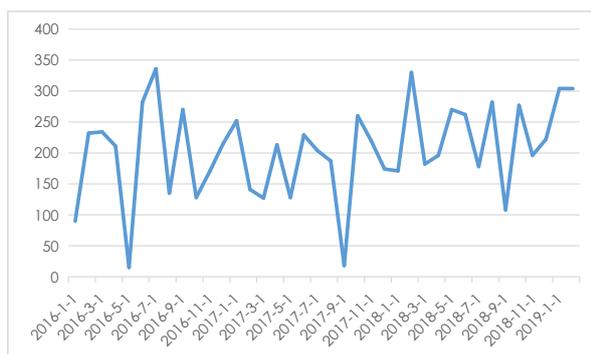
虽然目前全球经济增长出现了一些积极信号，如中美贸易谈判势头良好，日本和欧盟、中国和沙特均签订新的合作计划，中国推出了新的财政刺激政策。但这些利好是否能缓解全球经济不景气还未可知。因此，目前油市最大的利空来自于全球经济放缓，这会使油价中长期承压。

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	3.6	3.3
经合组织	2.3	1.9
美国	2.9	2.5
欧元区	1.3	1.8
日本	0.8	1.0
非经合组织		3.8
中国	6.6	6.1
印度	7.5	7.2
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.6

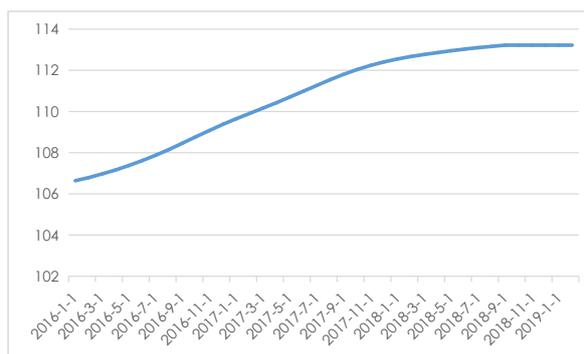
数据来源：EIA，OPEC，兴证期货研发部

图 7: 美国新增非农就业人数 (千人)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 8: OECD 综合领先指标



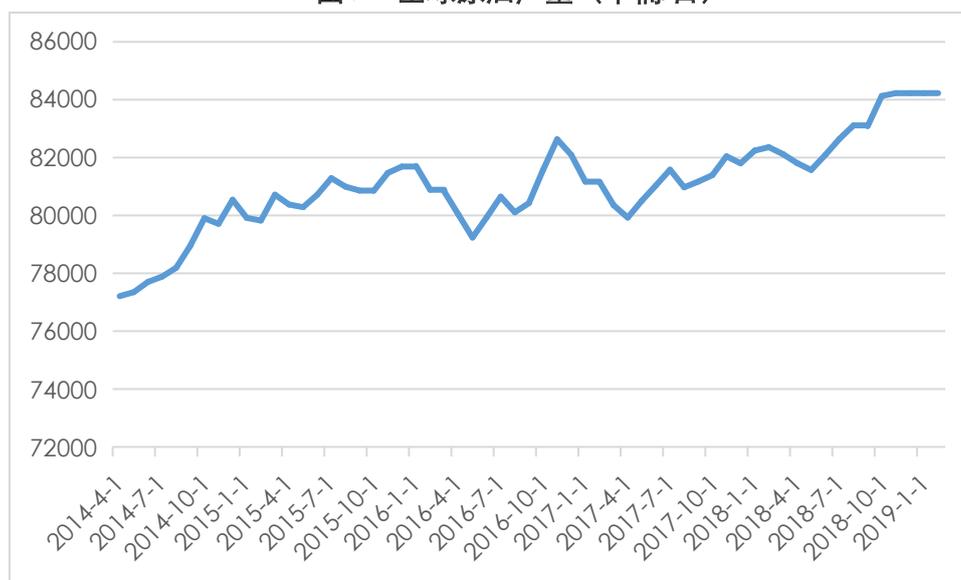
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5. 基本面情况

5.1 供给端

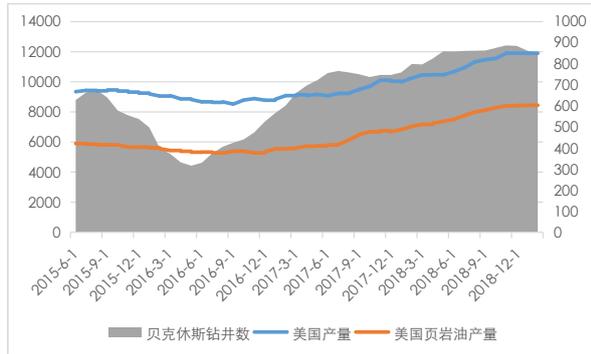
2019 年 2 月供给端的主要逻辑在于 OPEC 减产得力。据各大机构数据显示, OPEC1 月的减产执行率在 83%-86% 之间, 整体在 12 月基础上进一步下降 79.7 万桶/日, 当前产量已经降至 3081 万桶/日的低点, 比 10 月减产前下降 155 万桶/日。沙特 1 月原油产出减少 35 万桶/日至 1021.3 万桶/日, 阿联酋 1 月原油产出减少 14.6 万桶/日至 307.8 万桶/日; 科威特 1 月原油产出减少 9 万桶/日至 271 万桶/日, 是减产最多的三个国家。EIA 预计美国 2019 年 1 月的原油产量达到 1200 万桶/日, 较 2018 年 12 月增加了 9 万桶/日。2019 年美国原油产量预计将达到 1240 万桶/日, 2020 年将达到 1320 万桶/日, 仍为供给端最大增长来源。俄罗斯 2018 年 12 月份以来已经减产石油大约 14-15 万桶/日, 减产速度及幅度均不及承诺预期, 是减产协议中最大的不稳定因素。

图 9: 全球原油产量 (千桶/日)



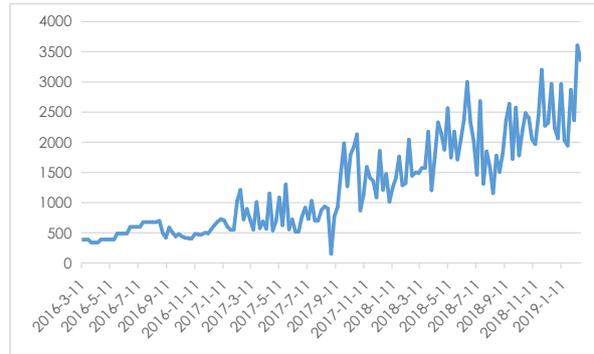
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 10: 美国原油、页岩油产量 (千桶/日) 及贝克休斯钻井数 (座)



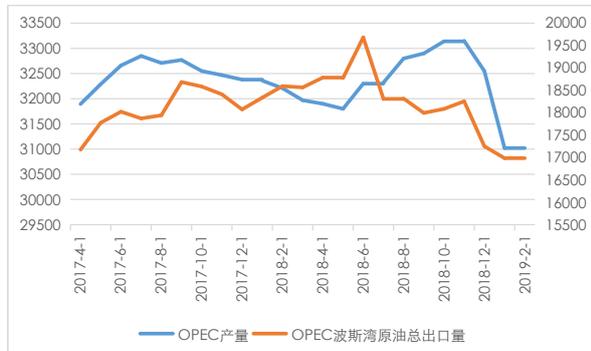
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 11: 美国原油出口量 (千桶/日)



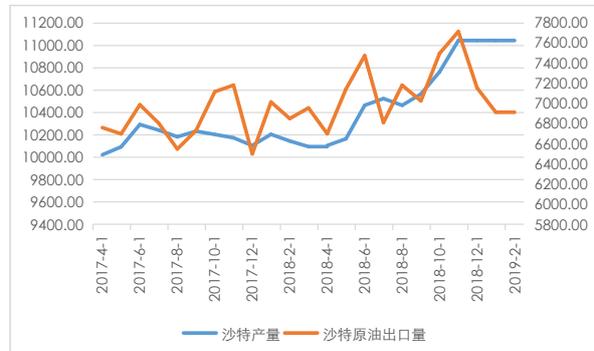
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 12: OPEC 原油产量及 OPEC 波斯湾原油出口量 (千桶/日)



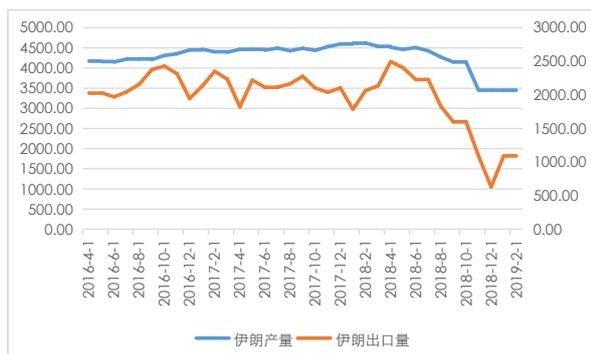
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 沙特原油产量及出口量 (千桶/日)



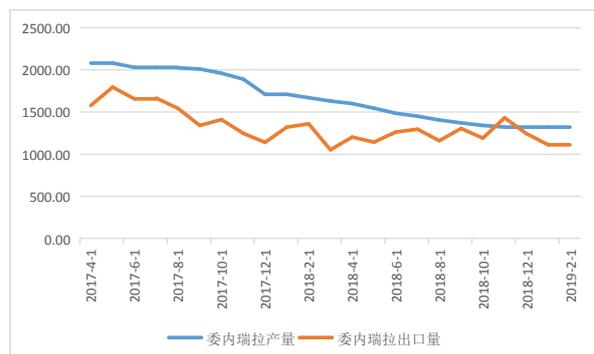
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 14: 伊朗原油产量及出口量 (千桶/日)



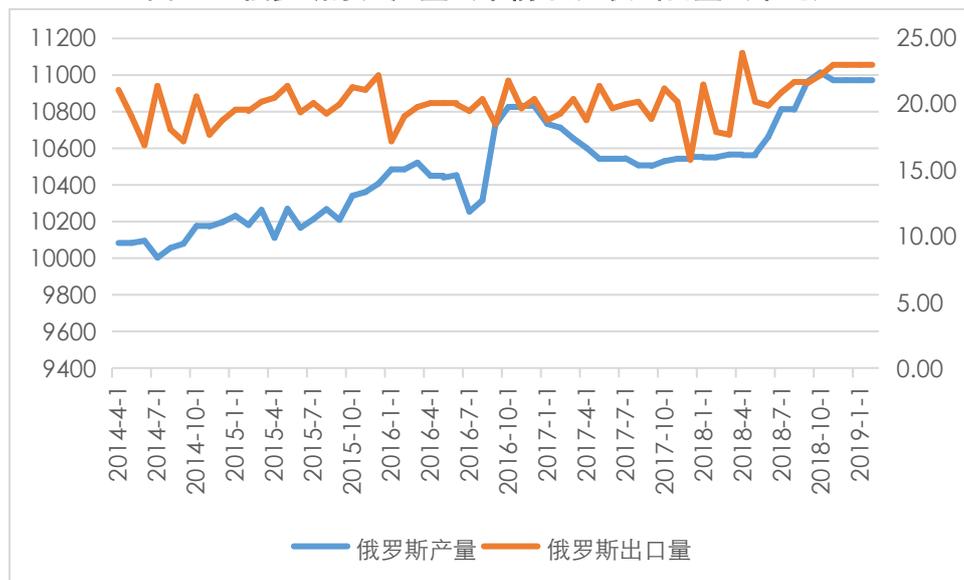
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 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 16: 俄罗斯原油产量 (千桶/日) 及出口量 (千吨)

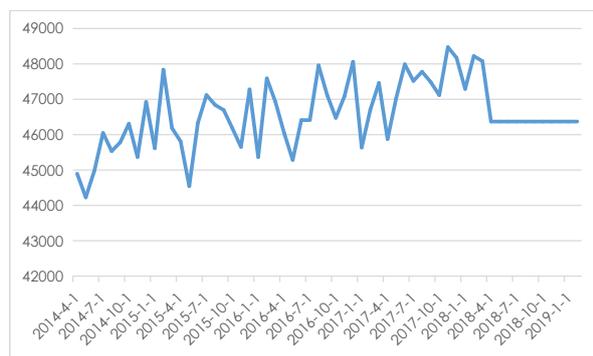


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.2 需求端

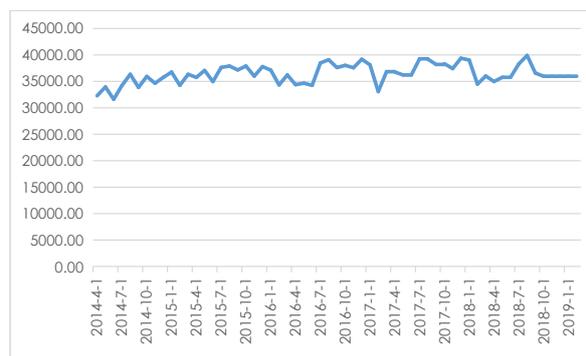
2019年2月,需求端的主要利好来自于原油第二大需求国中国,中美贸易磋商向好及中沙特签订了加之超过280亿美元的合作协议或提振中国的需求增量,但中国经济增速放缓仍使其原油需求增长存在隐患。第一大需求国美国原油2018年的净进口量下滑了140万桶/日,至240万桶/日,2019年将继续下滑90万桶/日。2020年美国将转为净出口国,出口原油及石化产品达1100万桶/日。美国的原油对外依存度不断下降,未来的需求增量也将趋于稳定。第三大需求国印度则因经济稳定、交通基建部门增长而需求稳健。因此,总体来看,需求端有一定的向好趋势,但仍需注意宏观经济走弱对原油需求的打压。

图 17: OECD 原油消费量 (千桶/日)



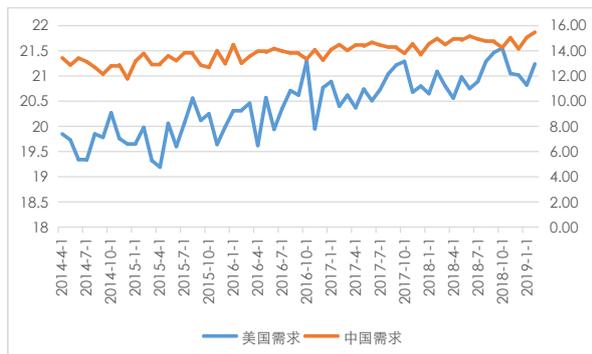
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



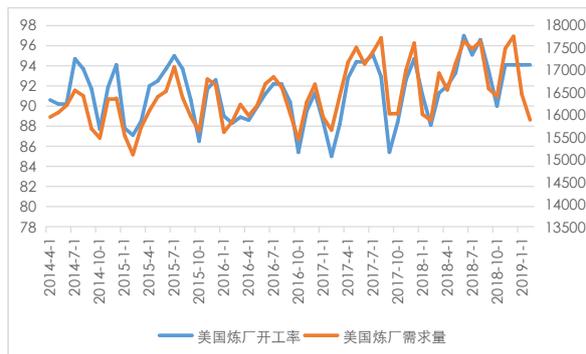
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 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 20: 美国炼厂开工率 (%) 及炼厂需求量 (千桶/日)



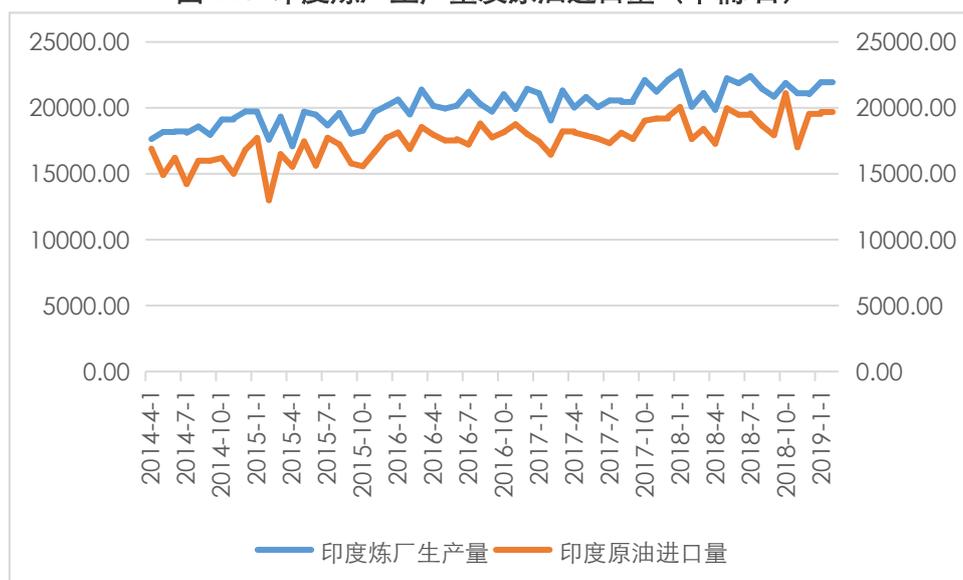
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 21: 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 22: 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

5.3 库存

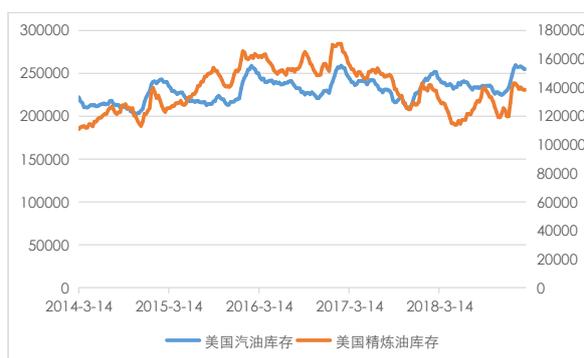
2018 年全球原油库存预计增加了 50 万桶/日, 2019 年或增加 40 万桶/日, 2020 年增加 60 万桶/日。2018 年 12 月经合组织库存环比回落 1080 万桶至 28.51 亿桶, 同比回落 250 万桶, 但较 5 年均值高出 2800 万桶。从季节性来看, 原油库存过剩了约 5000 万桶, 因此预计 OPEC 仍将坚持减产, 以期将库存降至 5 年均值以下。美国原油库存环比增长了 1680 万桶至 12.59 亿桶, 同比增长了 4380 万桶, 较 5 年均值高出 4570 万桶。这也显示了美国原油产量大增, 而油市上轻质油供应过剩, 因此美国的原油出口量并不能缓解累库的状况。OECD 库存 2018 年 12 月下月滑了 560 万桶, 主要由于美国和欧洲季节性去库。

图 23: 美国原油、库欣库存 (千桶/日)



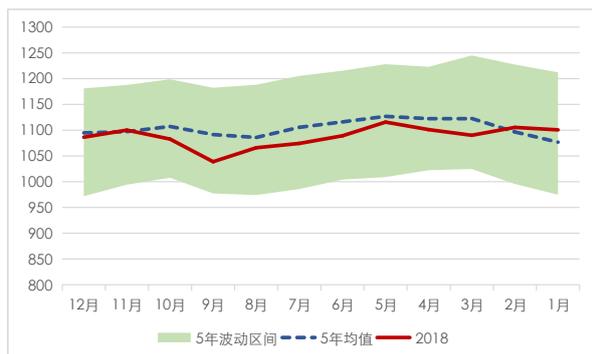
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 美国汽油、精炼油库存 (千桶/日)



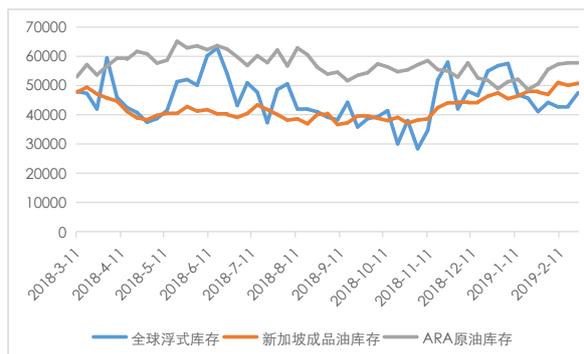
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 25: OECD 原油库存 (百万桶)



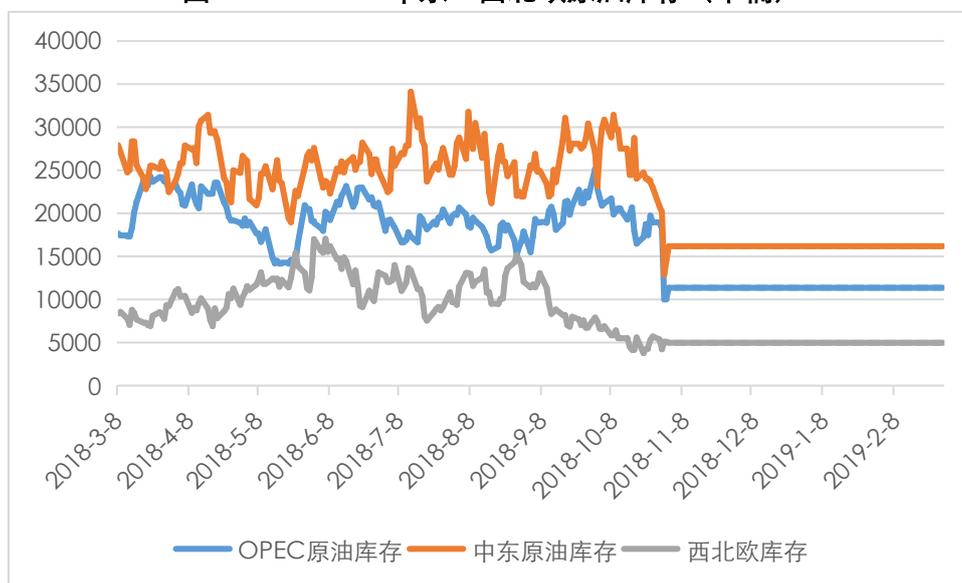
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 26: 全球、新加坡、ARA 原油库存 (千桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 27: OPEC、中东、西北欧原油库存 (千桶)

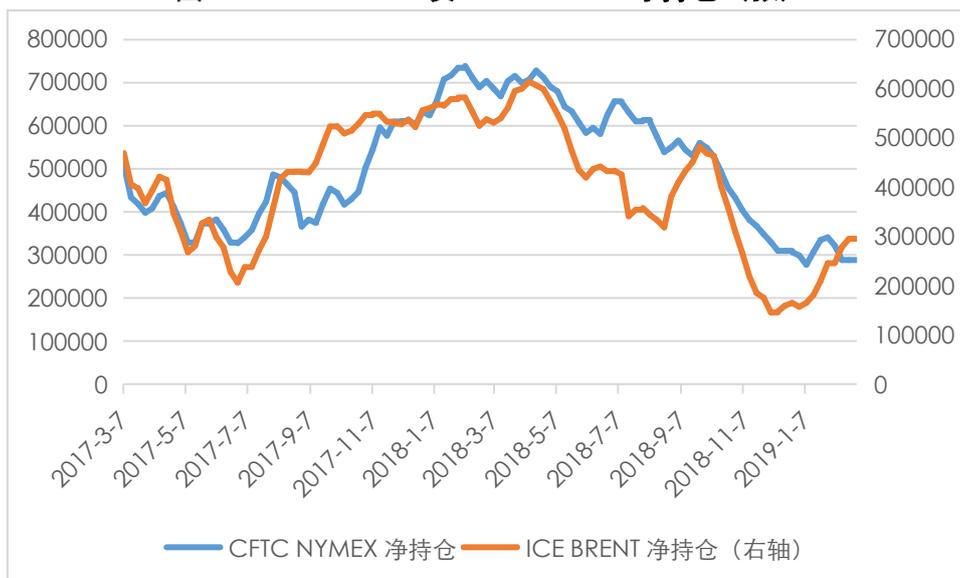


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.4 机构持仓

本月由于 OPEC 减产得力, 对布油的利好更为显著, 因此 ICE 原油净多头头寸连续增加, 原油看多情绪升温。洲际交易所 (ICE): 截至 2 月 12 日当周, 投机者所持布伦特原油净多头头寸增加 32062 手至 266057 手合约。洲际交易所 (ICE) 持仓周报: 截至 2 月 19 日当周的布伦特原油期货投机性净多头头寸增加 9392 手至 275449 手。洲际交易所 (ICE) 持仓周报: 截至 2 月 19 日当周的布伦特原油期货投机性净多头头寸增加 9392 手至 275449 手。但美油不断突破产量记录, 加之全球经济放缓, 均对美国投资者形成压力, CFTC 净多头持仓连续两周回落, 看多情绪 CFTC 能源持仓周报: 2 月 5 日当周, 投机者所持美布原油期货和期权投机性净多头头寸减少 6330 手合约, 至 145509 手合约。2 月 12 日当周, 投机者所持原油净多头头寸降至 130548 手合约。

图 28: CFTC WTI 及 ICE BRENT 净持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

安全检查不断升级，短期煤价难言下跌

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

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

2月份动力煤市场整体保持高位运行。中上旬受下游需求疲软影响，坑口煤价稳中下行，进入下旬受银漫矿业事故影响，安全检查力度加大，坑口煤价开始提涨；受发运成本倒挂以及优质货源紧缺影响，港口动力煤价格同样维持相对强势运行。动力煤期货价格中上旬维持震荡调整，下旬受矿难影响，震荡上行。主力合约 ZC905 收于 604.4 元/吨，月涨 18.2 元/吨，涨幅 3.10%；持仓 35.9 万手，成交 313.2 万手，缩量增仓。

● 后市展望及策略建议

由于春节假期前后矿难频发，主产区煤矿安全检查全面开展，检查力度不断加强，同时恰逢 3 月份“两会”召开，主产地煤炭生产复产的进程不及预期；加之市场传言禁止澳洲煤进口，加剧市场对煤炭供给的疑虑，将对煤炭价格形成支撑。

进入 3、4 月份，用电、供暖需求将随着温度回升而下降，动力煤需求将出现季节性回落；但由于今年下游工业企业复产复工时间较早，电厂日耗水平恢复加快，下游需求逐渐回升，后续仍需重点关注非电下游需求的恢复情况。

整体来看，目前宏观层面利好不断，同时未来一段时间内，煤炭供给受限、需求逐渐回暖，煤炭市场供需偏紧，加之神华集团大幅上调 3 月份月度长协煤价，短期煤价仍将偏强运行，但继续上涨空间仍需关注下游复产复工情况以及安全检查的影响程度，仅供参考。

1.信息回顾

1.1 第七轮中美经贸高级别磋商取得进展，美国延后对华加征关税

美国当地时间2月24日下午，第七轮中美经贸高级别磋商在美国首都华盛顿结束。美国总统特朗普表示，磋商取得实质性进展，美国将延后原定于3月1日对中国产品加征关税的措施。

1.2 制造业 PMI 连续位于荣枯线下方，生产仍弱

2019年2月28日，国家统计局发布数据显示，2019年2月制造业PMI为49.2%，较上月回落0.3个百分点；2月份指数继续回落，主要是春节期间，企业生产处在淡季，制造业生产有所趋缓。同期，3月1日公布的2月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得49.9，较1月大幅回升1.6个百分点，创三个月新高；2月制造业景气度或在基建的带动下出现了明显修复，经济下滑态势得到明显缓和。

财新制造业PMI与统计局制造业PMI走势明显不一致，但二者均位于荣枯线下方运行，显示经济放缓趋势并未扭转，逆周期政策仍有待发力。

1.3 总理李克强签署国务院令，公布《生产安全事故应急条例》

日前，国务院总理李克强签署国务院令，公布《生产安全事故应急条例》，自2019年4月1日起施行。

条例以安全生产法和突发事件应对法为依据，对生产安全事故应急工作体制、应急准备、应急救援等作了规定。

1.4 国家煤矿安全监察局印发《进一步做好全国“两会”期间煤矿安全生产工作的通知》

为深刻吸取内蒙古银漫矿业公司“2·23”事故教训，切实解决工作深不下去、隐患查不出来、主体责任不落实、监督责任不到位等突出问题，全力做好全国“两会”期间煤矿安全生产工作，国家煤矿安全监察局印发《进一步做好全国“两会”期间煤矿安全生产工作的通知》。

1.5 1月社融数据亮眼，货币政策效果逐渐显现

中国央行15日公布最新金融统计数据显示，2019年1月份中国社会融资规模增量为4.64万亿元，比上月多3.05万亿元，比上年同期多1.56万亿元。

1月份社会融资规模新增较多，增速明显回升，显示出金融对实体经济支持力度加大，是货币政策效果逐渐显现的结果。

1.6 神华集团大幅上涨3月月度长协煤价

神华集团大幅上调3月份月度长协煤价，其中外购5500大卡煤长协价608元/吨，环比上涨23元/吨。

2.行情回顾

2.1 动力煤期货走势

2 月份动力煤市场整体保持高位运行。中上旬受下游需求疲软影响，坑口煤价稳中下行，进入下旬受银漫矿业事故影响，安全检查力度加大，坑口煤价开始提涨；受发运成本倒挂以及优质货源紧缺影响，港口动力煤价格同样维持相对强势运行。动力煤期货价格中上旬维持震荡调整，下旬受矿难影响，震荡上行。主力合约 ZC905 收于 604.4 元/吨，月涨 18.2 元/吨，涨幅 3.10%；持仓 35.9 万手，成交 313.2 万手，缩量增仓。

图 1：动煤 ZC905 行情走势

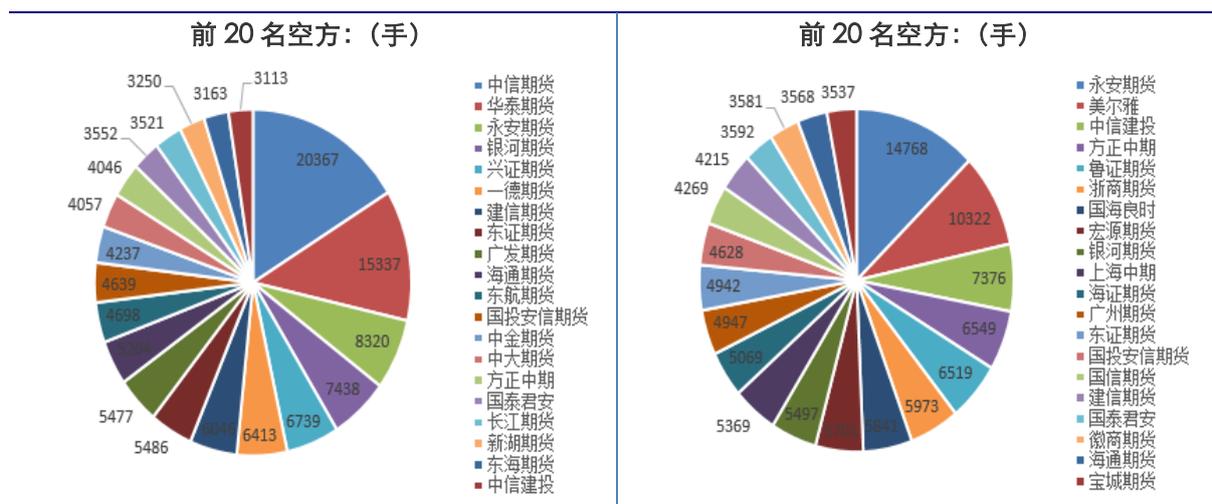


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截止 3 月 1 日，主力合约 ZC905 前 20 名多方持仓由 85281 手增至 125103 手，前 20 名空方持仓由 91507 手增至 116263 手；ZC 合约前 20 名多方持仓 158267 手，前 20 名空方持仓 150795 手。从机构持仓层面看，多方较空方呈现出一定的优势。

图 2：ZC905 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 2 月 27 日，环渤海动力煤价格指数报 575 元/吨，较前一月上涨 4 元/吨，涨幅 070%。由于受春节假期前后安全事故影响，煤矿复产进度不及预期，同时煤炭进口政策仍未明朗，供应相对偏紧；加之节后工业企业陆续复产复工，采购需求放量支撑煤价上涨，促使近期 BSPI 指数连续上行。

图 3：环渤海动力煤价格指数走势图（元/吨）

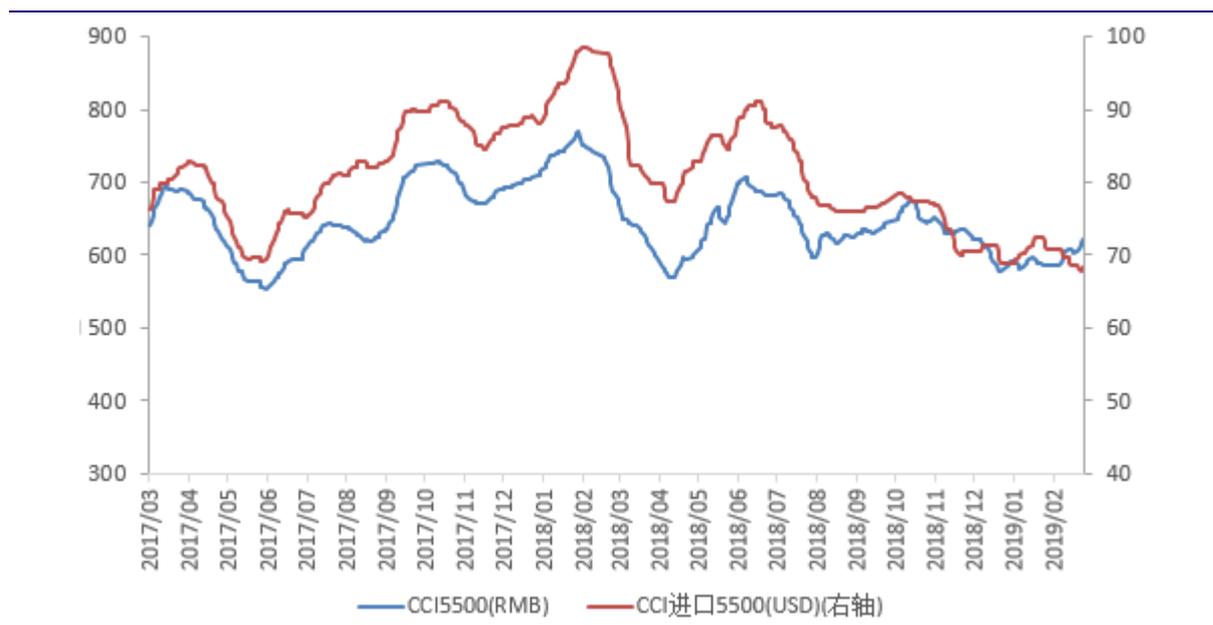


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2 CCI 指数

2 月份动力煤市场整体保持高位运行。中上旬受下游需求疲软影响，坑口煤价稳中下行，进入下旬受银漫矿业事故影响，安全检查力度加大，坑口煤价开始提涨；受发运成本倒挂以及优质货源紧缺影响，港口动力煤价格同样维持相对强势运行。2 月份 CCI5500 指数震荡上行，由 587 元/吨上涨至 622 元/吨；受进口煤政策尚未明朗影响，进口贸易趋于谨慎，CCI 进口 5500 指数弱势震荡走低，由 71 美元/吨下跌至 68.3 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

2 月份，国际动力煤市场整体偏弱运行，其中纽卡斯尔 NEWC 动力煤价格指数、理查德 RB 动力煤价格指数探底回升。

(单位：美元/吨)	1 月 31 日	2 月 8 日	2 月 15 日	2 月 22 日	2 月 28 日
纽卡斯尔 NEWC	99.66	96.92	90.71	94.64	95.30
理查德 RB	88.53	84.27	77.54	79.90	81.93
欧洲 ARA 港	77.64	74.53	70.25	70.25	69.75

截止 2 月 28 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 95.3 美元/吨，较上月下跌 4.36 美元/吨，跌幅为 4.37%；南非理查德港动力煤价格指数 81.93 美元/吨，较上月下跌 6.6 美元/吨，跌幅为 7.46%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 69.75 美元/吨，较上月下跌 7.89 美元/吨，跌幅为 10.16%。

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

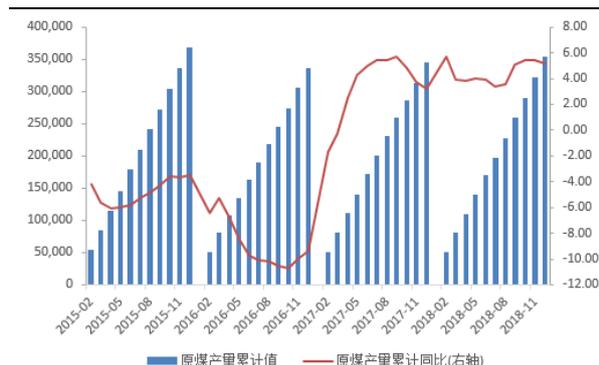
4.1 安全检查不断升级，煤炭供应仍将受限

2018年1-12月，全国原煤累计产量35.46亿吨，累计同比增长5.2%；其中12月份原煤产量3.2亿吨，同比增长2.1%，环比增长1.6%。由于春节假期前后矿难频发，主产区煤矿安全检查全面开展，检查力度不断加强，同时恰逢3月份“两会”召开，主产地煤炭生产复产的进程不及预期，煤炭供应仍将受限。

2018年1-12月，山西省原煤累计产量89340万吨，累计同比增长3.7%；其中12月份原煤产量7658万吨，同比增长3.5%。2018年1-12月，陕西省原煤累计产量62325万吨，累计同比增长13.4%；其中12月份原煤产量5573万吨，同比增长6.3%。2018年1-12月，内蒙古原煤累计产量92598万吨，累计同比增长8.7%；其中12月份原煤产量8848万吨，同比增长2.7%。

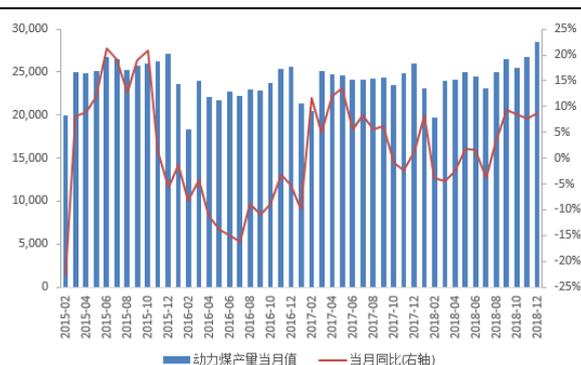
2018年1-12月，动力煤累计产量29.6亿吨，累计同比增长2.99%；其中12月份动力煤产量2.85亿吨，同比增长8.6%，环比增长4.6%。

图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，wind

图 7：动力煤产量



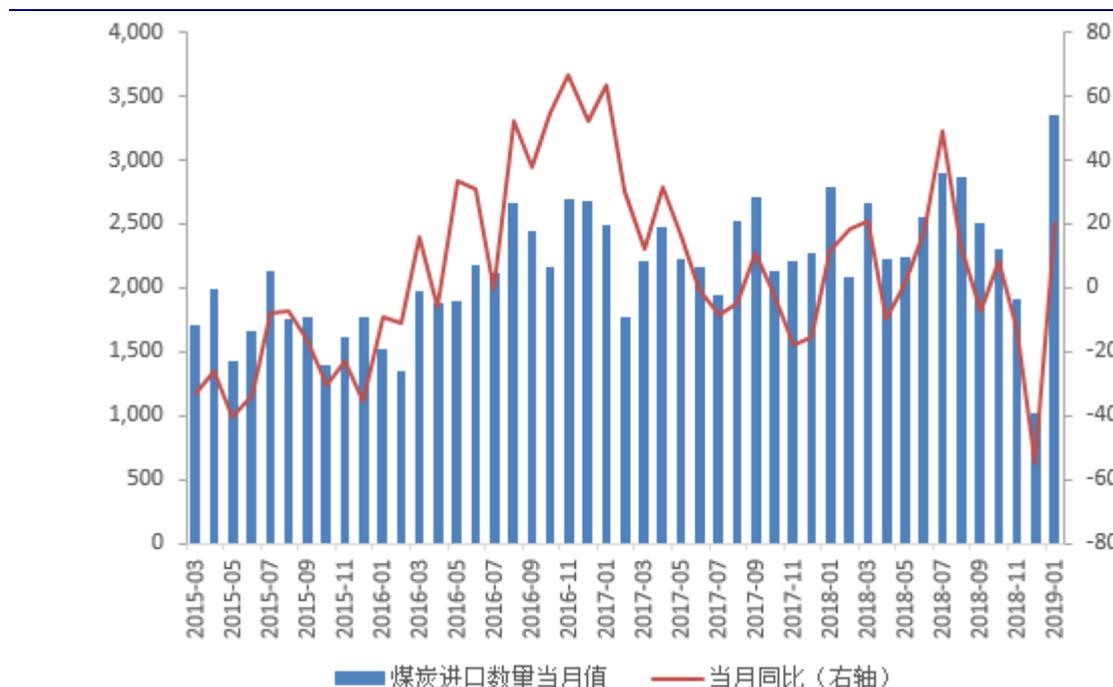
数据来源：兴证期货研发部，wind

4.2 进口煤政策不确定性增强

2019 年 1 月份，全国进口煤炭 3350.3 万吨，同比增加 547.4 万吨，增长 19.52%；环比增加 2327.3 万吨，增长 227.5%；受进口煤集中报关影响，1 月份进口量创下 2014 年 2 月以来新高。但随着澳洲进口煤受限事件不断发酵，外媒采购更趋谨慎。

2019 年 1 月份，全国进口动力煤 1233 万吨，同比增加 57 万吨，增长 4.85%，环比增加 833 万吨，增长 208.25%。

图 8：进口煤情况



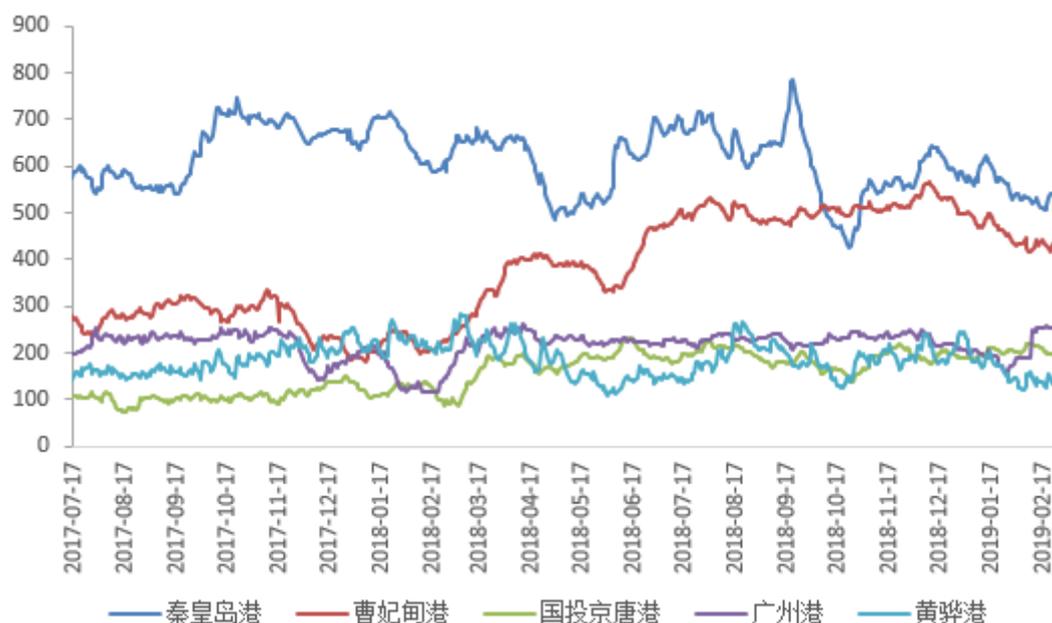
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存维持正常水平

受春节假期影响，前期市场成交清淡，港口库存维持正常水平运行。截至 3 月 1 日，环渤

海四港煤炭库存 1696.2 万吨，较上月同期增加 10.8 万吨，增幅为 0.64%。秦皇岛港煤炭库存 546 万吨，较上月同期增加 8.5 万吨，增幅为 1.58%。黄骅港煤炭库存 145.5 万吨，较上月减少 1.2 万吨；曹妃甸港煤炭库存 447.7 万吨，较上月增加 14.4 万吨；京唐国投港煤炭库存 182 万吨，较上月大幅减少 22 万吨。同期，广州港煤炭库存 249 万吨，较上月同期大幅增加 73 万吨，增幅为 41.48%。

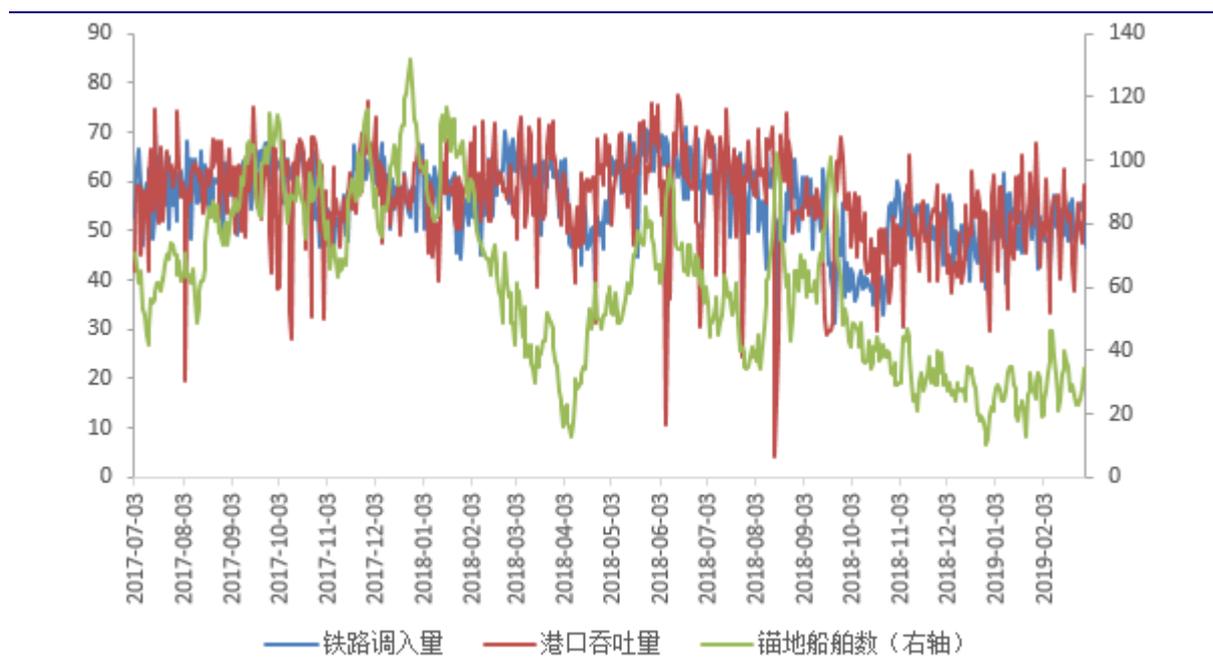
图 9：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

当前产地安全检查力度较大，煤矿复产进度不及预期，加之发运持续倒挂，港口调入量仍处于较低水平；同时受春节假期影响，前期市场成交清淡，但节后需求有所复苏，近期港口调出量略有增加。2 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 6337 车，环比减少 187 车；日均调入量 51.08 万吨，环比减少 0.81 万吨；日均吞吐量 51.06 万吨，环比减少 2.51 万吨。锚地船舶数日均 29.86 艘，环比增加 3.21 艘。

图 10：秦皇岛港调入量、吞吐量（万吨）与锚地船舶数（艘）

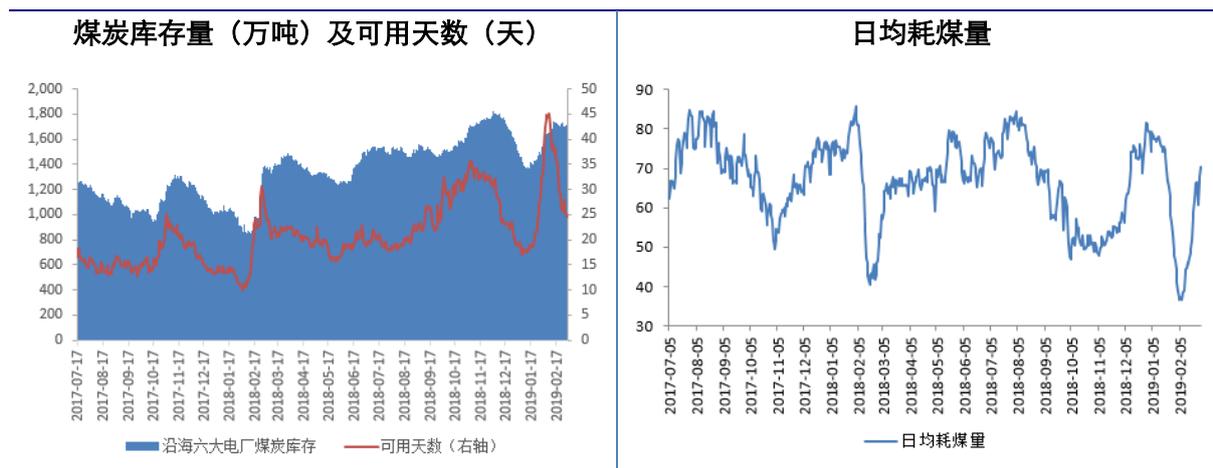


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 节后下游工业企业开工叠加气温偏低，日耗水平快速回升

节后下游工业企业陆续复工，加之气温偏低，终端煤耗水平呈现明显的上升趋势，沿海六大电厂日耗快速回升至 70 万吨上方，高于去年同期水平；但由于电厂库存水平整体较高，短期或按需采购为主。截止 3 月 1 日，沿海六大发电集团煤炭库存为 1720.76 万吨，较上月同期增加 147.26 万吨，增幅为 8.56%；可用天数由 35.55 天至 24.5 天。日均耗煤量 70.24 万吨，较上月同期增加 25.98 万吨。

图 11：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 下游工业企业复工，静待非电下游需求进一步恢复

电力：随着用电工业企业陆续复工，电厂日耗水平快速回升；但进入 3、4 月份，用电、供

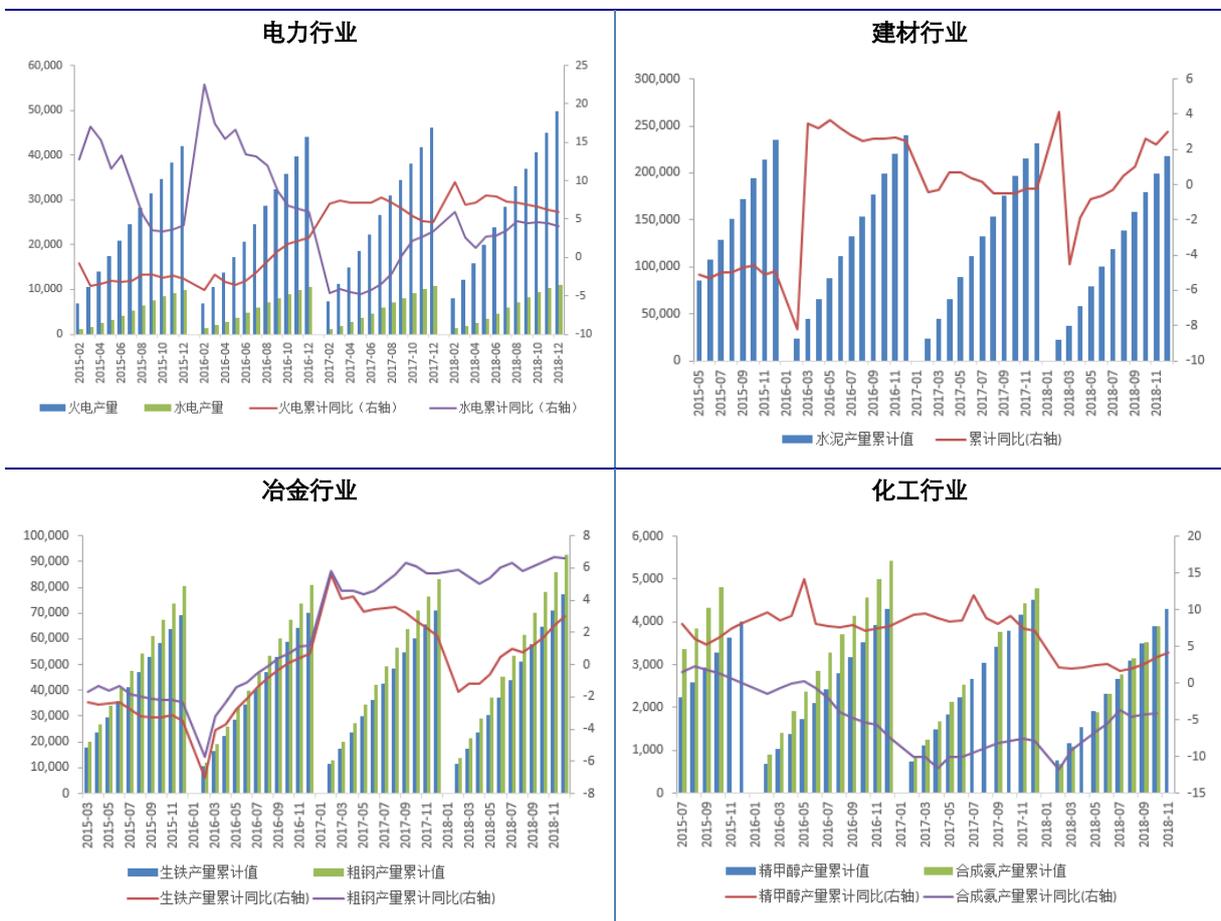
暖需求或随着温度回升而下降。2018年，全社会用电量 68449 亿千瓦时，累计同比增长 8.5%；其中 12 月份全社会用电量 6250 亿千瓦时，同比增长 8.8%。2018 年，全国发电量 67914 亿千瓦时，累计同比增长 6.8%；其中 12 月份全国发电量 6200 亿千瓦时，同比增长 6.2%。2018 年，火电产量 49795 亿千瓦时，累计同比增长 6.0%；其中 12 月份火电产量 4776 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2018 年，水电产量 11028 亿千瓦时，累计同比增长 4.1%；其中 12 月份水电产量 718 亿千瓦时，同比减少 0.9%。

建材：水泥价格延续涨势。2018 年，全国水泥产量 217667 万吨，累计同比增长 3.0%；其中 12 月份水泥产量 18394 万吨，同比增长 4.3%。

冶金：钢价止跌回升，静待开工需求回暖。2018 年，全国生铁产量 77105 万吨，累计同比增长 3.0%；其中 12 月份生铁产量 6320 万吨，同比增长 9.4%。2018 年，全国粗钢产量 92826 万吨，累计同比增长 6.6%；其中 12 月份粗钢产量 7612 万吨，同比增长 8.2%。

化工：原油价格偏强震荡运行，化工品市场表现相对良好。2018 年 1-11 月，全国甲醇产量 4315 万吨，累计同比增长 4.1%；其中 11 月份水泥产量 397 万吨，同比增长 3.4%。

图 12：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.6 国际海运费低位震荡，沿海运费有所反弹

受中国春节假期影响，大宗商品需求减弱，航运市场需求疲软；加之巴西淡水河谷发生溃坝事件，相关航线航运价格出现短时间大幅度下降，拖累了波罗的海干散货指数 (BDI)。截止

3月1日，波罗的海干散货指数（BDI）为664点，较上月同期上涨19点，增幅为2.95%；BDI指数探底回升，维持低位震荡。

沿海煤炭运费综合指数(CBCFI)为621.64点,较上月同期大幅上涨90.75点,增幅为17.09%。随着节后下游工业企业陆续复工,煤炭需求有所增加,加之燃料油价格上涨,一定程度支撑沿海煤炭运费走高。但下游库存依然高企,船多货少格局依然存在,预计后期沿海煤炭运费或维稳运行为主。

截止3月1日,秦皇岛-广州运费29.4元/吨,较上月大幅上涨4.4元/吨;秦皇岛-上海运费22.7元/吨,较上月大幅上涨4.7元/吨。

图 13: 煤炭运费情况



数据来源: 兴证期货研发部, WIND

5. 总结

由于春节假期前后矿难频发,主产区煤矿安全检查全面开展,检查力度不断加强,同时恰逢3月份“两会”召开,主产地煤炭生产复产的进程不及预期;加之市场传言禁止澳洲煤进口,加剧市场对煤炭供给的疑虑,将对煤炭价格形成支撑。

进入3、4月份,用电、供暖需求将随着温度回升而下降,动力煤需求将出现季节性回落;但由于今年下游工业企业复产复工时间较早,电厂日耗水平恢复加快,下游需求逐渐回升,后续仍需重点关注非电下游需求的恢复情况。

整体来看,目前宏观层面利好不断,同时未来一段时间内,煤炭供给受限、需求逐渐回暖,煤炭市场供需偏紧,加之神华集团大幅上调3月份月度长协煤价,短期煤价仍将偏强运行,但继续上涨空间仍需关注下游复产复工情况以及安全检查的影响程度,仅供参考。

终端订单同比持平，关注终端备货情绪

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

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

2月份PTA持稳走弱，5-9价差先弱后强，现货市场季节性淡季，库存积累约55万吨，促使基差快速走缩至-30元/吨左右。现货加工差同样压缩至600元/吨左右，05合约盘面加工差同样在600元/吨。

● 后市展望及策略建议

3月，PTA已知检修不多，聚酯产销一般下，负荷回升速度预计持稳，3月底至满负荷附近，因此3月PTA供需相对平衡，预计仍累库10万吨上下，社会库存预计至145~155万吨上下。

操作建议上，PTA3月受成本支撑力度仍预计较强，终端订单情况同比持平，聚酯刚需持稳，但聚酯库存偏高下，终端大量备货意愿不高，PTA若大幅涨价，价格向下传导较难，产业链角度而言，TA上下空间均有限。TA05/布油至1.95，相对中性。当前仍建议观望，年内TA产能增长有限，PX产量大量释放在下半年之后，刚需稳定下，仍有做多机会，但目前绝对价格稍高，仍建议等待回调。5-9价差同样偏高，基差走弱下，存在回调空间。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

2月PTA生产基本平稳，月内仅仅征化纤、逸盛两套装置意外停车，福建佳龙及华彬石化按计划检修，福化工贸于春节后成功提负，其余装置生产平稳，加工差维持低位下，没有超负荷运行。2月月均负荷在84.72%左右（4923万吨产能基数），按28天计，月产量在344万吨附近。

聚酯方面，2月聚酯季节性降负，月均负荷在80%（5477万吨产能基数），按28天计，聚酯产量约340万吨，对应PTA需求在290万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，1月份PTA社会库存增加55万吨左右，期末库存在145万吨附近。

2019年3月份，PTA生产预计仍将维持平稳，当前PX强势，PTA加工差偏低，超负荷运行无必要。计划重启的有华彬石化，预计3.5前后；计划检修的有恒力石化、汉邦石化、珠海BP，其中汉邦尚不确定，珠海月底检修。其余装置暂无消息，因此3月PTA供应仍相对充足。3月份PTA月均负荷预计在85%左右，按31天计，3月PTA产量约360万吨。

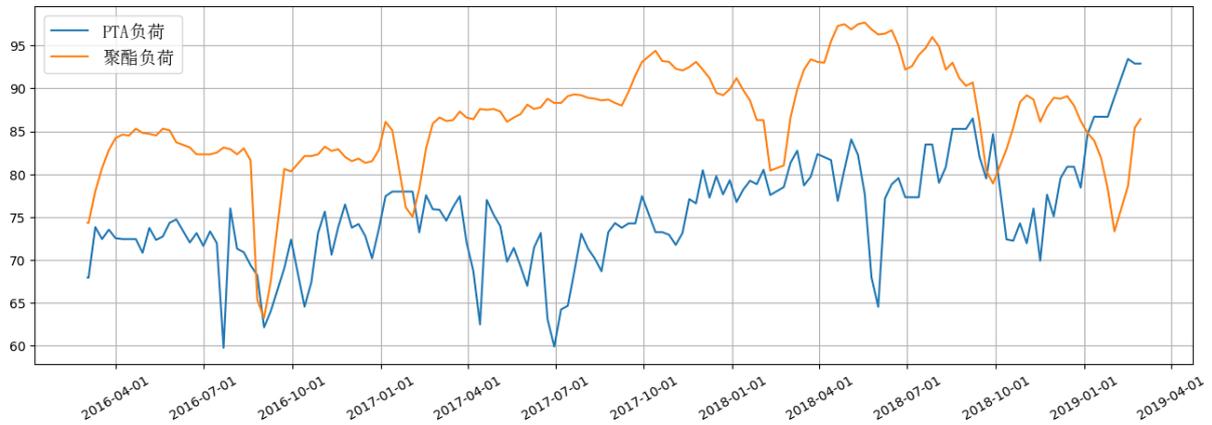
聚酯方面，负荷季节性回升，负荷回升速度同比基本持平。瓶片厂新订单较多，负荷回升速度较快；短纤环节库存压力尚可，负荷回升速度持平；长丝有一定库存压力，当下积极出货为主，负荷回升速度预计保持平稳，因此或到3月底聚酯总体才至满负荷水平，暂估3月月均负荷为84-85%，按31天计算，3月聚酯产量约在395万吨，对应PTA需求在340万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，3月PTA小幅供过于求，预计社会库存变化0~+10万吨，期末库存至145~155万吨。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化工贸	450	漳州	2.13起三条线负荷均提升至8成，5月份后或有检修
华彬石化	140	绍兴	计划3.5重启
珠海BP	125	珠海	正常运行，计划3月底检修25天
福建佳龙	60	石狮	上周末重启
汉邦石化	220	江阴	正常运行，3月份或有检修计划
恒力石化	220	大连	正常运行，计划3月份检修15天

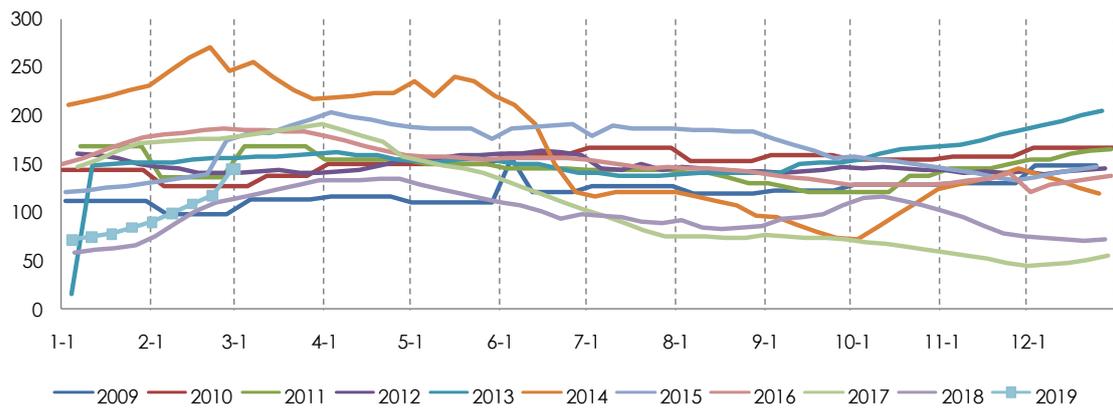
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷走平, 聚酯负荷继续回升



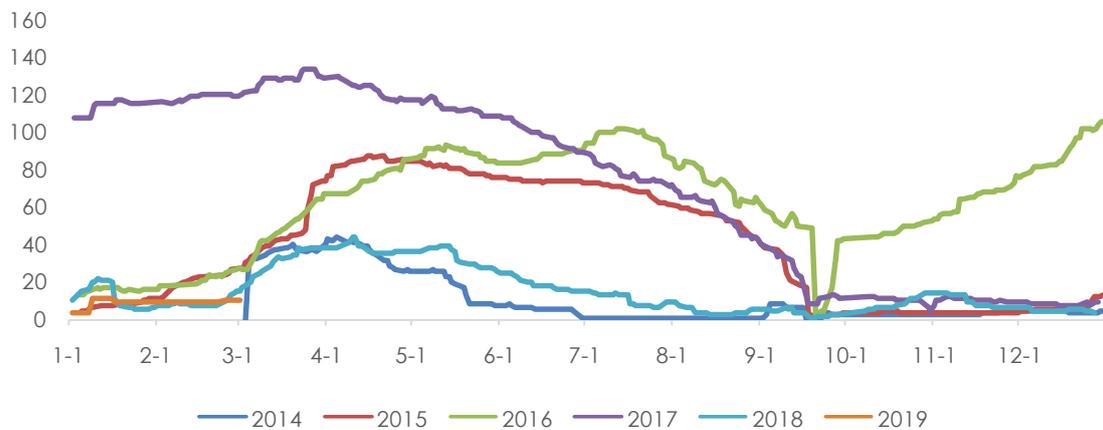
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: PTA 周度社会库存继续上升



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 仓单不多



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

1.2 产业链利润方面

2月产业链利润表现为PTA弱、聚酯走强及PX维持强势。

PX价格小幅波动，加工差企稳。2月亚洲PX月均负荷小降1%，月底在82.2%附近维持，进口量持稳约在144万吨，国内负荷在76.01%附近，产量约在88万吨，供略过于求，国内PX社会库存小幅积累6万吨左右，价格尚能顺畅传导，PX加工差暂时缺乏向下动力。2月ACP谈成在1050美元/吨，CFR中国/台湾月均价在1104美元/吨，PX-石脑油月均在584美元/吨，环比上升59美元/吨和26美元/吨。

PTA加工差季节性走弱，现货月均价在6493元/吨，现货月均加工差在736元/吨，环比变化+56元/吨和-124元/吨。

聚酯各产品加工差回暖，主要因MEG弱势运行，现买现做算，各品种现金流盈亏基本持稳，瓶片表现最好环比增加100元/吨，涤短现金流盈利减少100元/吨，其余品种基本持稳。

3月，PX检修高峰尚未来临，PTA已知检修不多，负荷预计环比持平，供求相对平衡，PX加工差向下动力仍不足，3月PX的ACP谈成在1080美元/吨，环比+30美元/吨，市场仍判断PX较强，石脑油若无大涨下，PX加工差预计持稳；PTA加工差已接近低位，再度压缩空间较小，但聚酯3月预计较长期处于积极去库状态中，高价TA向下传导较难，因此加工差大幅反弹可能弱；聚酯环节，终端近期零星备货，集中采购预计在3月中旬前后，3月聚酯各产品提价难度较大，预计加工差同样持稳。

图4：PX-石脑油维持高位，PTA加工差回调



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：盘面加工差回暖



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：基差逐步走弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

2.1 切片

切片方面，2月价格表现持稳偏弱，基本贴近聚酯原料运动，季节性淡季下，2月产销表现偏弱，至月末，半光、有光切片价格分别至7650、7850元/吨，环比1月末下降250元/吨和175元/吨。月均价半光、有光分别在7828、7806元/吨，环比上涨94、114元/吨。

2月效益尚可，2月聚酯原料月均成本上涨约100元/吨，半光、有光均价贴近原料运行，因此效益持稳，半光、有光切片2月平均现金流分别为盈利260、220元/吨左右。

2.2 长丝

长丝方面，2月季节性淡季，涤丝价格同样贴近聚酯原料，企稳走弱，月底价格环比显著走低。POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F月末分别在8170、9005和10060元/吨左右，环比下降300-400元/吨不等。月均价则环比上涨200元/吨不等。

效益方面，涤丝现金流持稳且均有所好转，POY150D/48F、FDY150D/96F和DTY150D/48F月均现金流分别在40、596和475元/吨，环比+70、+90和+5元/吨左右。

涤丝产销，2月国内主流直纺工厂长丝平均产销在45%附近，环比低13%。

长丝库存季节性积累，月末POY、FDY、DTY分别在15.3天、17.8天和28天，去年同期在10天、14天、32天，POY、FDY同比偏高，DTY同比偏低。

2.3 瓶片

瓶片方面，2月价格先强后随成本走弱。内销市场，价格从8400-8500元/吨至8200-8300元/吨出厂，月均价在8341元/吨，环比走强209元/吨。外销市场，华东工厂商谈区间从1080美元/吨FOB上海港附近走低至1070美元/吨FOB上海港附近，月均价在1082美元/吨，环比上涨31美元/吨。

效益方面，现金流走强，内盘月均现金流在410元/吨，环比增100元/吨。

2.4 短纤

短纤方面，价格较其它聚酯产品表现弱势，2月底价格在8720元/吨，环比下降240元/吨，月均价在8866元/吨，环比涨67元/吨。

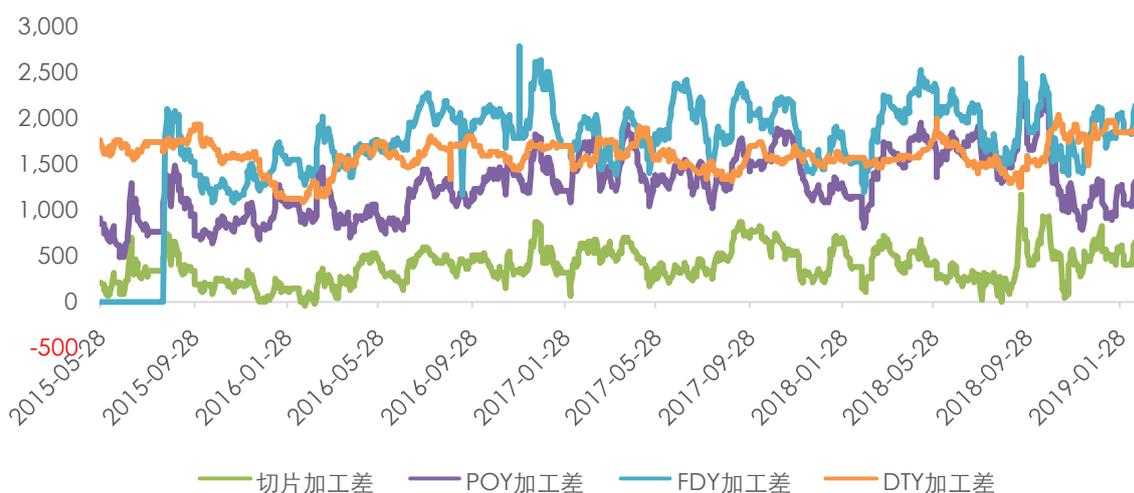
效益方面，效益显著略有走低，2月月均现金流在449元/吨，环比降80元/吨。

库存方面，仍处于历史低位，2月底库存在6.2天左右，去年同期在13天，仍显著低于往年。

2.5 展望

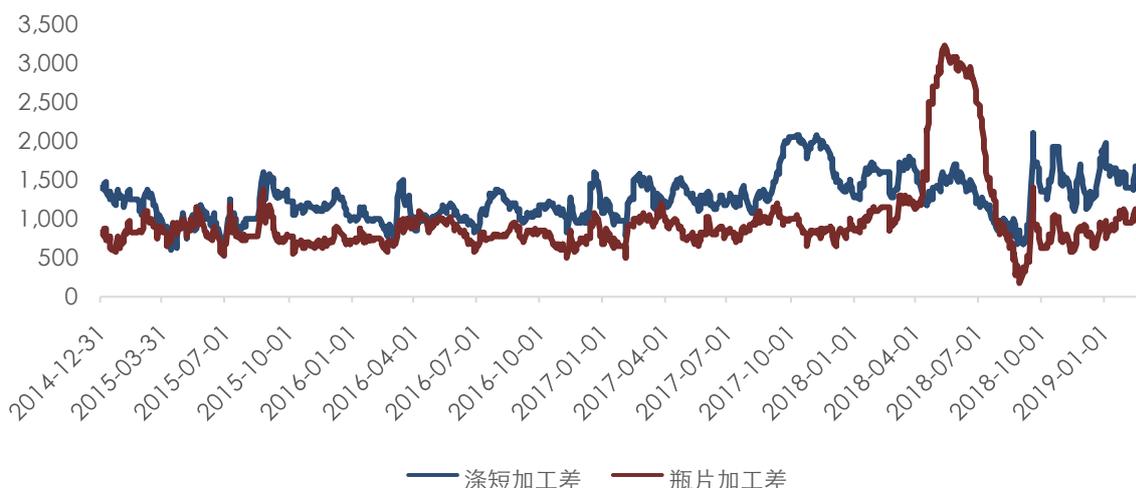
长丝、短纤终端复工进度同比持稳，刚需逐步显现，但今年终端原料库存同比稍高，经过节后消耗后，目前大部分在15-25天，仍较为充足，市场谨慎观望较多。终端订单方面，今年同比持平，节前订单多至3月中旬到3月底，刚需托底力度尚可。但节前备货及聚酯高库存仍限制了终端采购，预计3月中旬左右补货力度逐步加强，聚酯整体负荷回升速度预计保持稳定，3月底或至年内高点。

图7：切片、POY、FDY、DTY加工差持稳或小幅回调



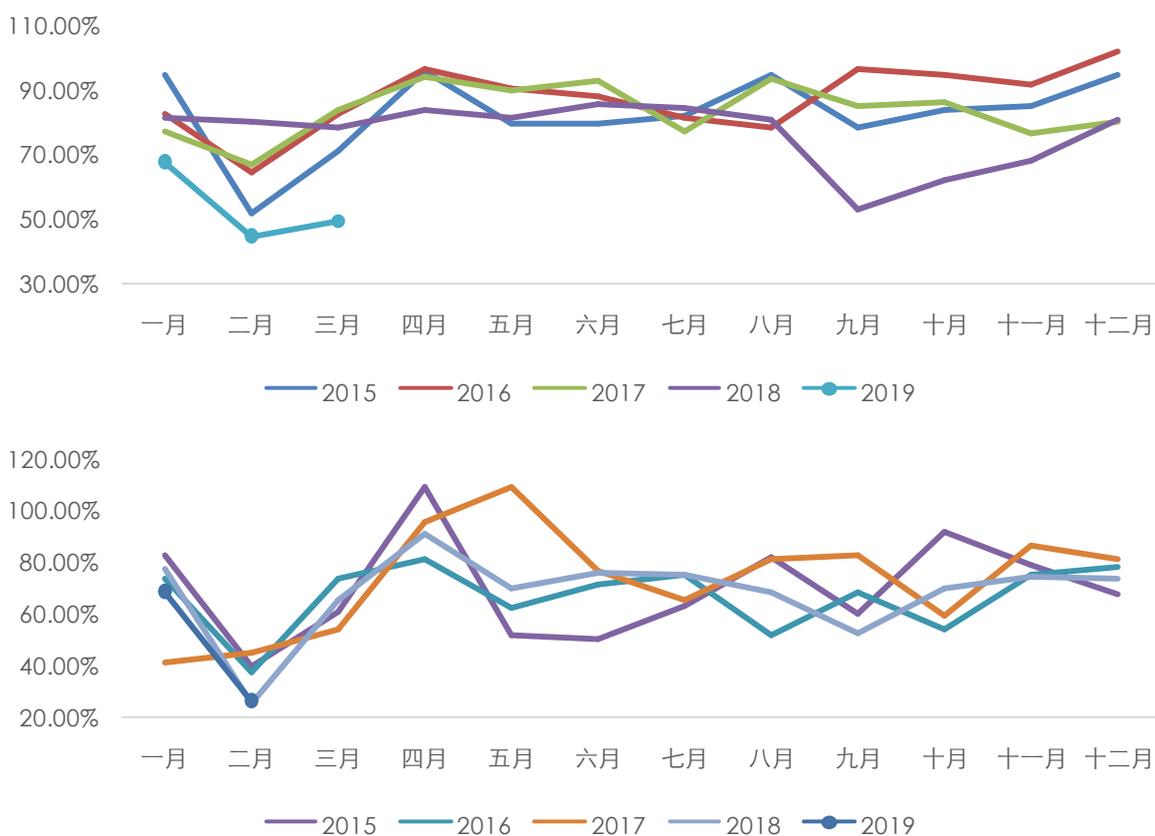
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：瓶片加工差稳步走升，涤短加工差走稳



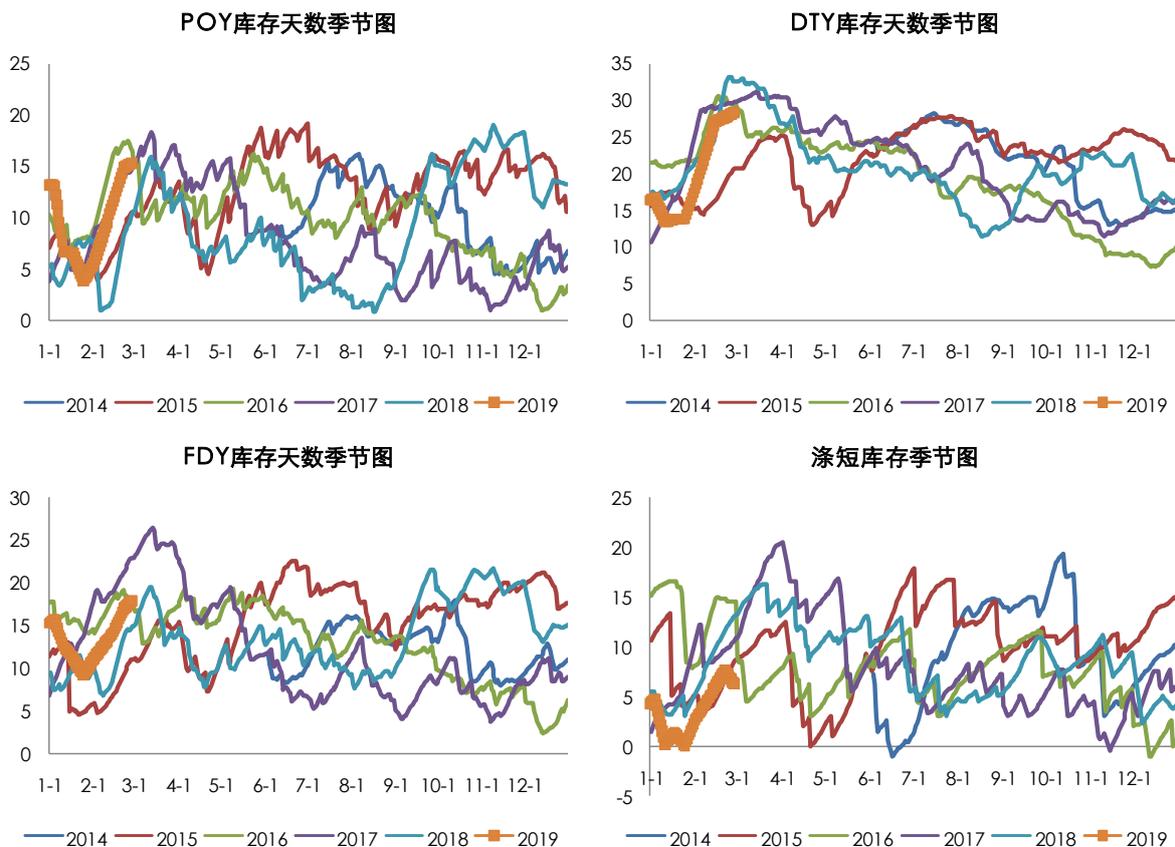
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：涤丝（上）和涤短（下）月均产销偏低



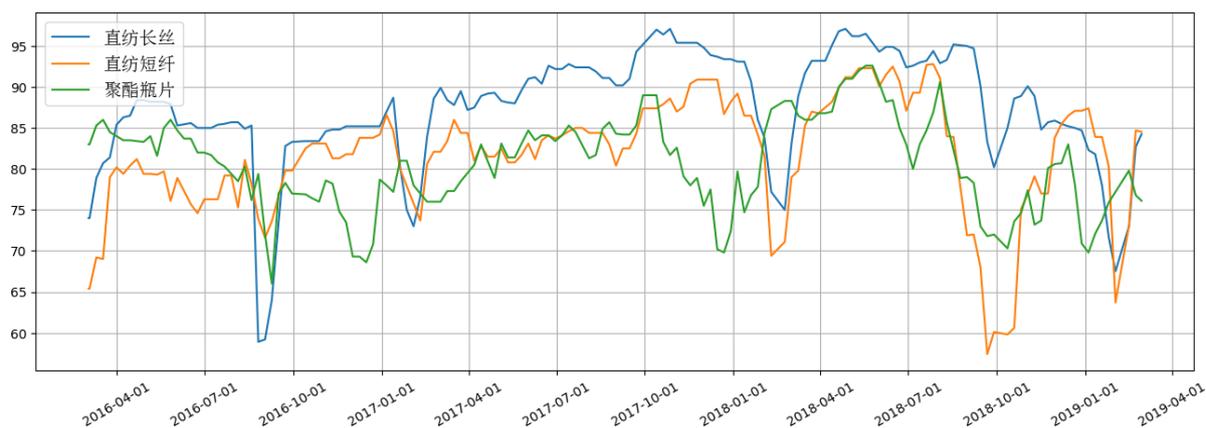
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

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、涤短负荷走弱, 瓶片负荷小幅回调



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

3. 终端

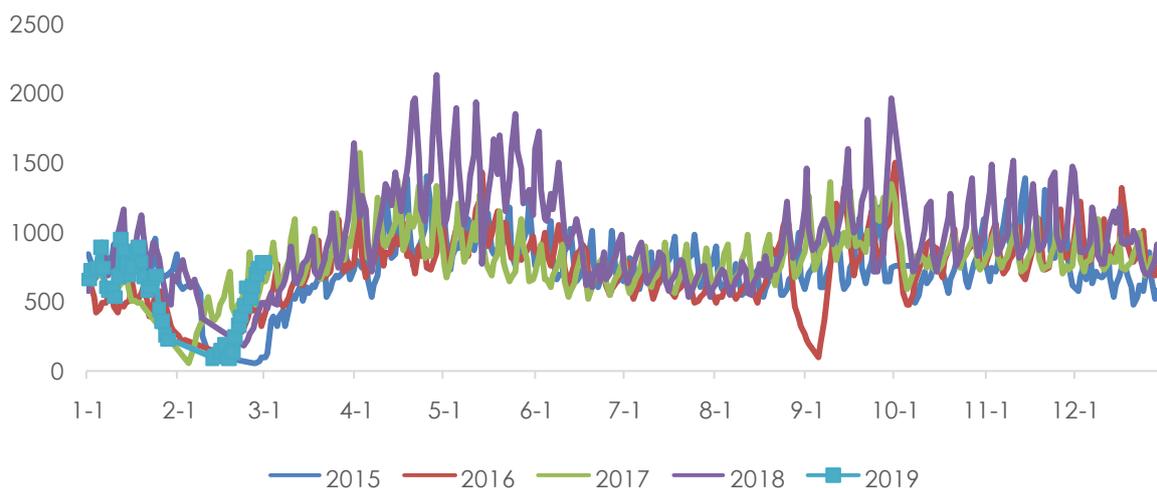
2 月, 终端各品种负荷处于节后回升状态, 春节周期来看, 负荷同比持平。截止 2 月底, 江浙织机、江浙加弹、华南织机已恢复至 81%、75%、45%, 广东经编、广东圆机、福建花边、

江浙圆机、涤纱恢复至 52%、30%、30%、37%、77.2%。

轻纺城数据来看，2 月季节性淡季，但恢复速度较快，2 月轻纺城成交总量平均在 338 万米/天，化纤布成交平均在 258 万米/天左右，截止月末，轻纺城成交总量已至 786 万米，同比增 200 万米。

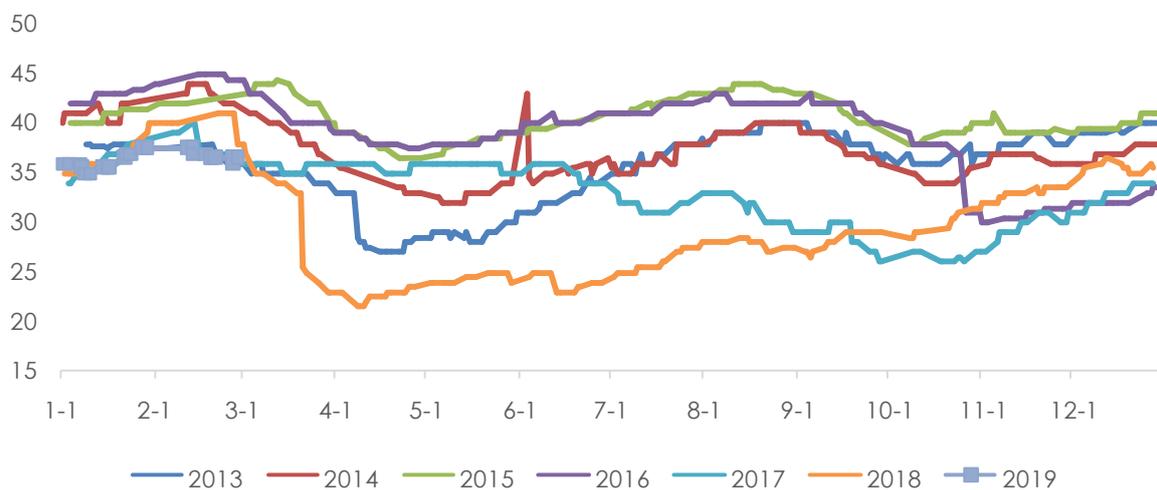
终端坯布库存小幅去化，月底在 36.5 天左右，环比下降 1 天，去年同期在 38 天。

图 12：轻纺城成交恢复速度较快



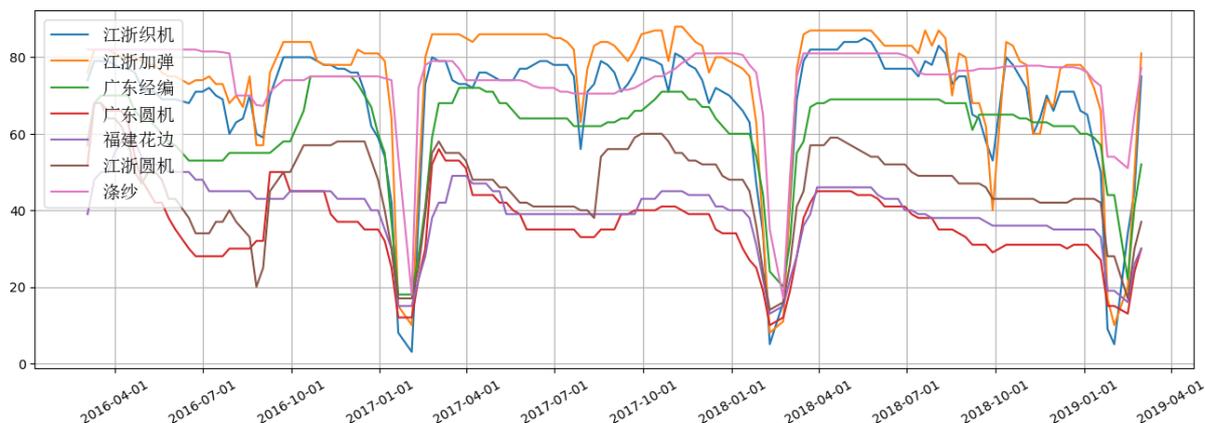
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：坯布库存同比尚可



数据来源：Wind，兴证期货研发部

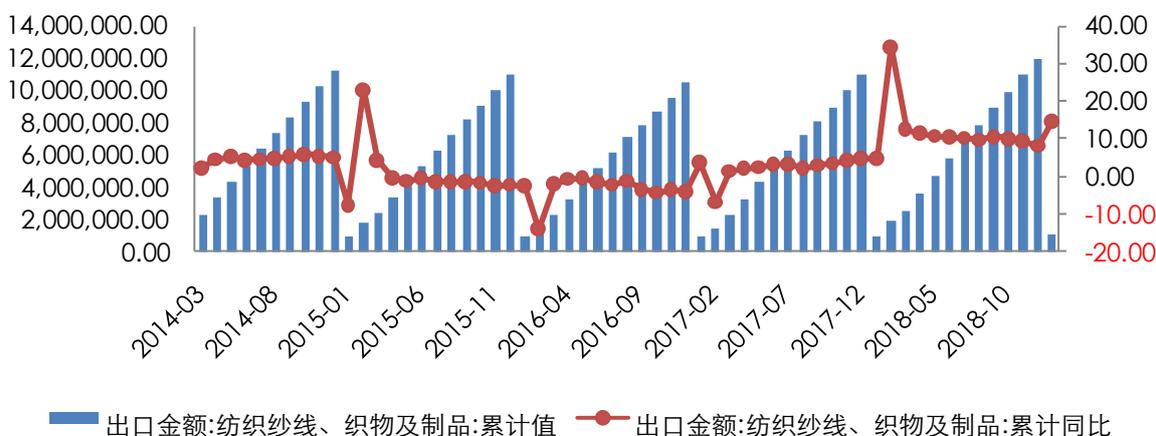
图 14: 终端负荷恢复速度同比持平



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, 2019 年 1 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 1141200.6 万美元, 累计同比 14.6%, 去年同期在 4.7%。累计出口服装及衣着附件 1365075.8 万美元, 累计同比在 5.1%, 去年同期在-7.6%。

图 15: 纺织品出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

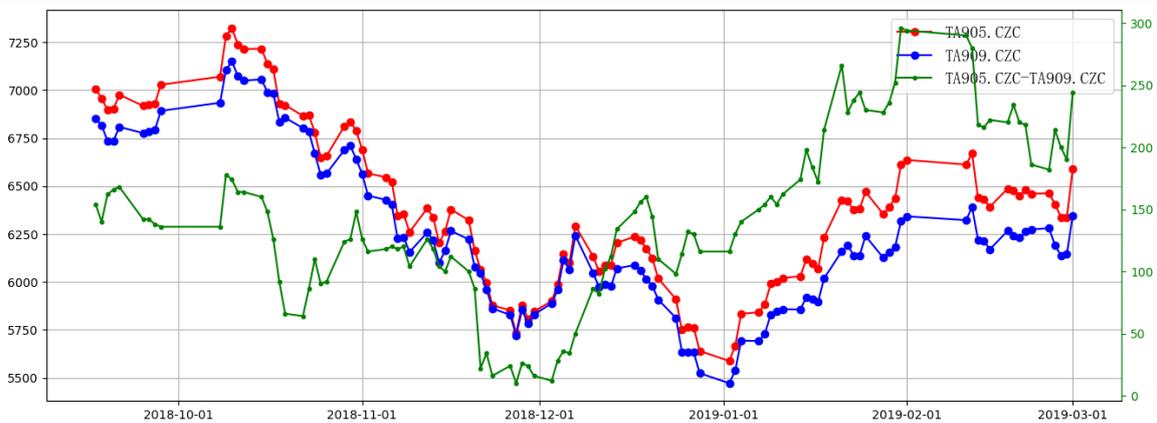
4.操作建议

2月份PTA持稳走弱，5-9价差先弱后强，现货市场季节性淡季，库存积累约55万吨，促使基差快速走缩至-30元/吨左右。现货加工差同样压缩至600元/吨左右，05合约盘面加工差同样在600元/吨。

3月，PTA已知检修不多，聚酯产销一般下，负荷回升速度预计持稳，3月底至满负荷附近，因此3月PTA供需相对平衡，预计仍累库10万吨上下，社会库存预计至145~155万吨上下，2月PTA面临淡季特征预计明显。

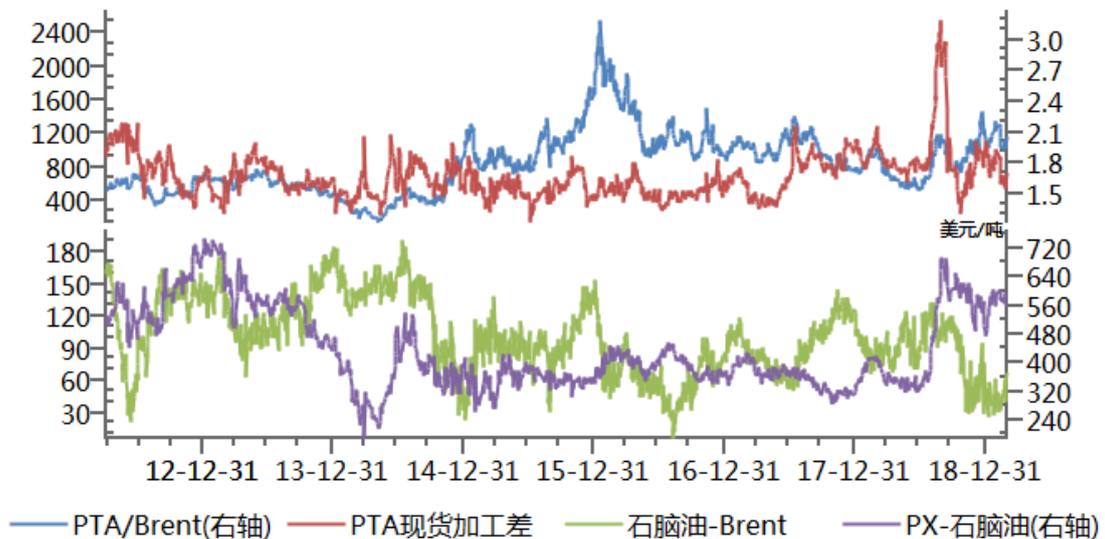
操作建议上，PTA3月受成本支撑力度仍预计较强，终端订单情况同比持平，聚酯刚需持稳，但聚酯库存偏高下，终端大量备货意愿不高，PTA若大幅涨价，价格向下传导较难，产业链角度而言，TA上下空间均有限。TA05/布油至1.95，相对中性。当前仍建议观望，年内TA产能增长有限，PX产量大量释放在下半年之后，刚需稳定下，仍有做多机会，但目前绝对价格稍高，仍建议等待回调。5-9价差同样偏高，基差走弱下，存在回调空间。仅供参考。

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

消费进入淡季，油脂偏强调整

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2月豆油维持偏强震荡行情；随着养殖行业转差、油厂开工率节后恢复后，油厂供应压力大增，部分油厂豆粕出现胀库停机，豆油库存尚可，但随着胀库停机，油厂可能出现挺油抛粕策略；美国国内大豆压榨数据较好、出口受中国采购影响好转，但巨大的库存仍旧对价格利空；南美大豆主产区天气尚可，巴西大豆收割速度高于往年，产量较年初预期有所下滑；阿根廷主产区大豆生长利好，产量恢复性反弹至5200万吨，对远期价格有一定利空。棕榈油库存维持震荡走高，接近78万吨；2月马来棕榈油的产量预期同比增加，出口有好转，期末库存预期减少；目前来看，整体油脂供求过剩状态有所好转。

● 后市展望及策略建议

进入3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较大影响，但市场预期解决概率较大；若进口美豆不加25%关税的概率很大，这将有利于美豆需求而利空国内豆粕豆油价格；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，豆油受供应减少影响将更强、棕榈油受包装新规影响需求减少，整体油脂价格偏强震荡、可能震荡走高，豆油价格将远强于棕榈油。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

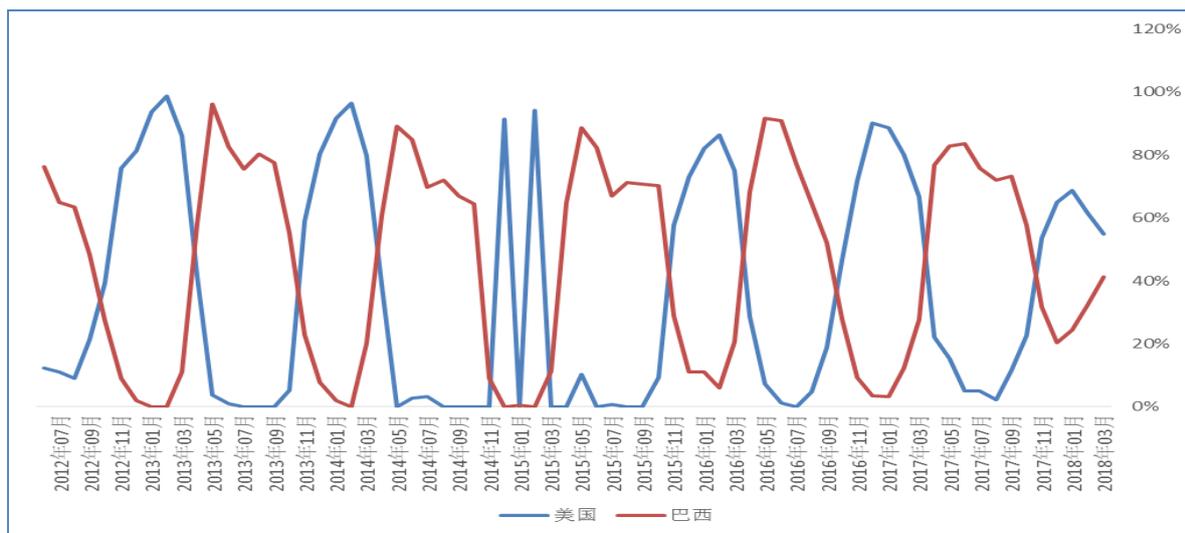
1.1.1 南美天气炒作对大豆利好

巴西方面，美国农业部预估 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.17 亿吨，较 12 月报告大幅下调了 500 万吨，主要因为 1 月以来巴西大豆主产区缺乏降雨，导致单产水平出现下降；阿根廷大豆的产量维持 5200 万吨的水平，虽然 1 月阿根廷大豆主产区降雨较为严重，但并未对产量造成较大影响，后期生长关键期的天气还需要重点关注；若不再经历去年的严重干旱，阿根廷大豆的产量预期恢复到 5000 万吨水平，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。

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，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。近期中美谈判顺利，据报道中国已经采购了美豆 700 万吨左右，后期可能还将继续增加采购至 1000 万吨，对美国庞大库存有利好作用。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

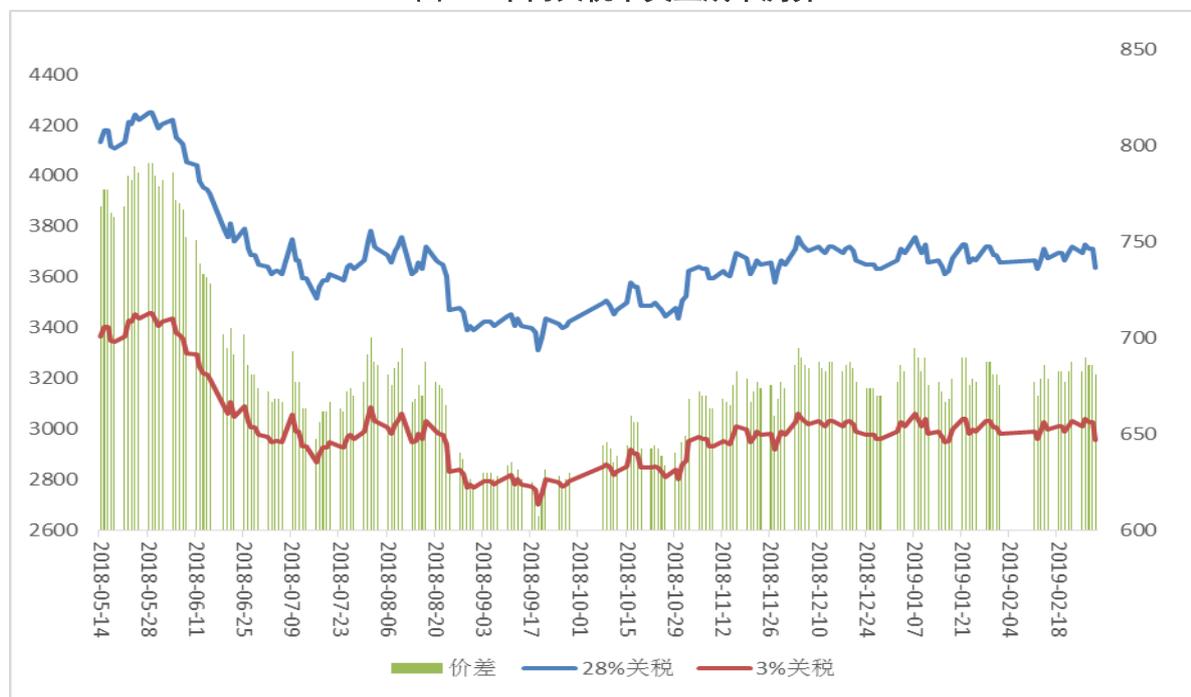


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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 3635 元/吨, 国内港口进口大豆价格在 3200 元/吨; 若后期关税取消, 3% 关税美豆成本在 2950 元/吨, 对国内大豆的压力较大; 目前美豆维持弱势震荡但种植成本在 860 美分/蒲式耳, 继续下跌空间不大。但若贸易争端解决, 豆类油脂定价体系将重估。

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 油厂胀库停机, 大豆进口增加

表 3: 3 月大豆进口预估

2019年3月	进口量	船数
东北地区	37.7	6
华北地区	108	18
山东地区	111	17
华东地区	219.5	35
福建地区	38.1	6
广东地区	98.3	15
广西地区	58.5	9
全国总计	671.1	106

数据来源: 兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面, 2 月经历了春节, 整个国内油厂开工率先降后升, 进口大豆受贸易战影响出现一定下降, 港口库存出现下滑; 节后豆油的需求转差, 库存维持 130 万吨震荡, 供求宽松; 近

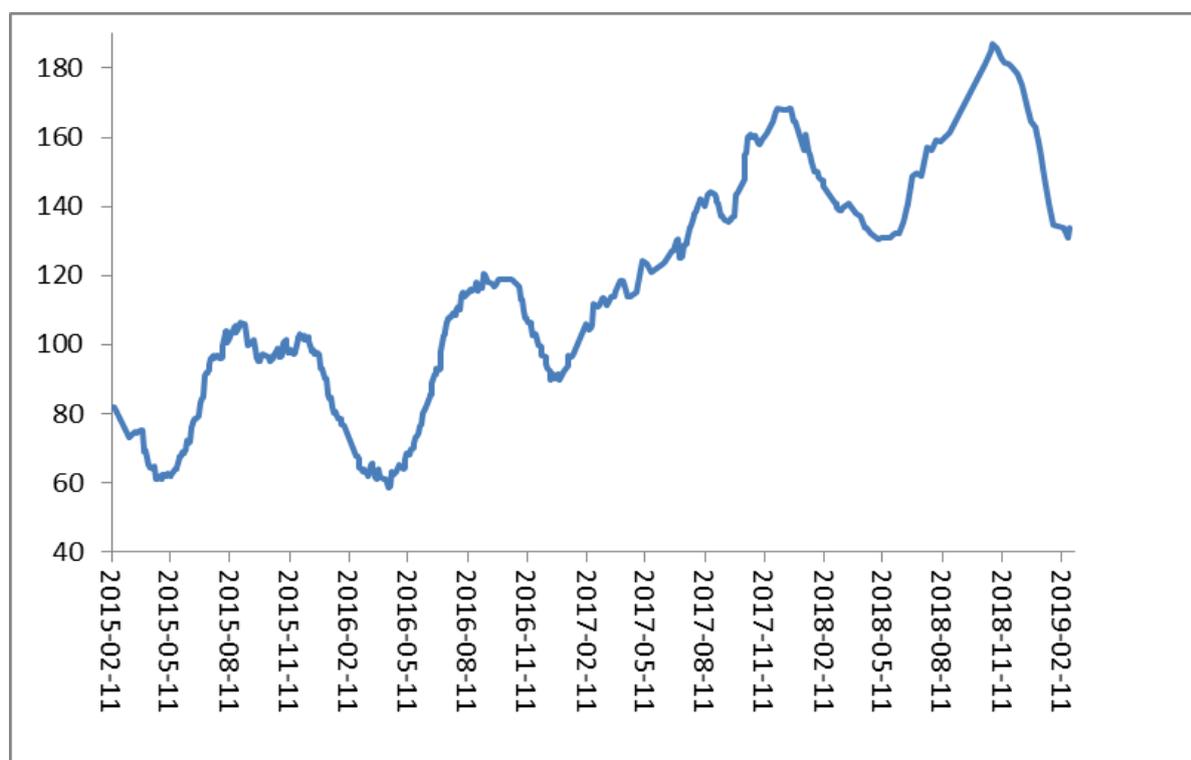
期，随着原油价格的小幅反弹，豆油的生物柴油需求预期有所恢复，对豆油价格有一定的利好。

表 3 为国内 3 月大豆进口预报，由预报看，我国 3 月大豆进口数量大幅增加，一方面由于国内库存下降；另一方面，由于南美大豆上市，尤其时巴西大豆销售量大幅增加国内进口积极性增加。

1.1.4 豆油库存震荡

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 10 月末以来持续走低，由于下游养殖需求较差，大豆压榨亏损，开机率低于往年，豆油库存维持震荡走低；目前豆油的库存为 133 万吨，较最高下降 55 万吨。

图 4：豆油商业库存



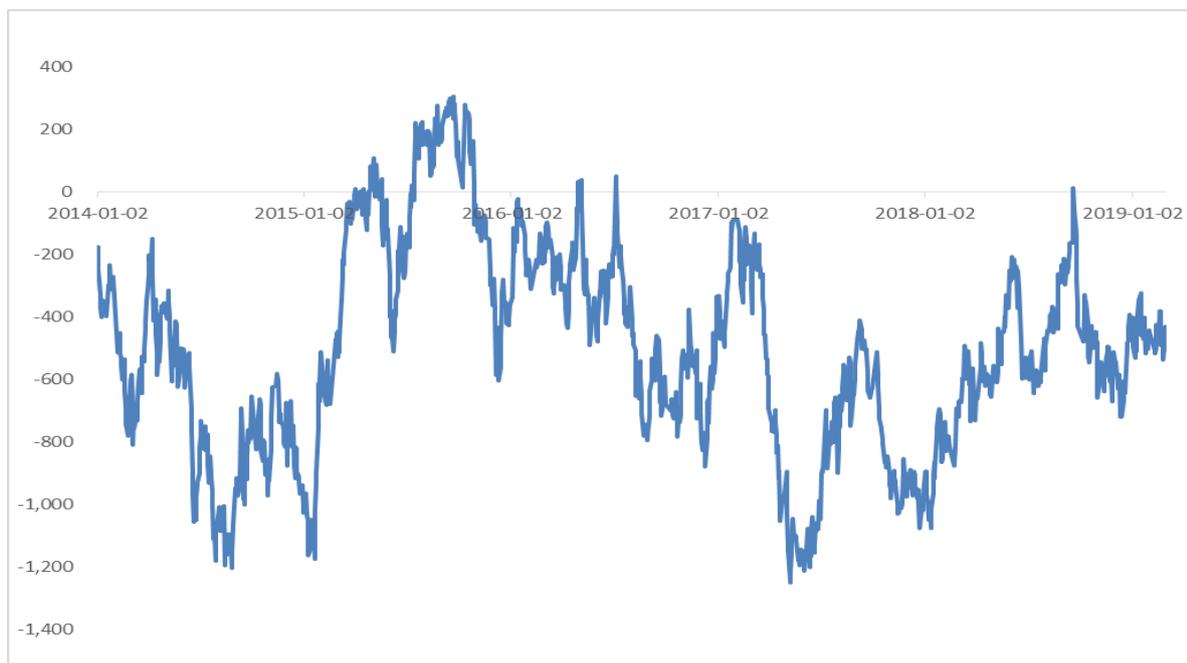
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 豆油进口亏损，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 453 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，进口亏损出现了小幅增加。短期来看，外盘豆油价格上涨幅度较国内豆油价格上涨更多，导致进口亏损增加。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，根据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一定的打压，但若国外豆油价格持续强于国内，可能导致亏损扩大而不能形成有效进口。

图 5：豆油进口利润

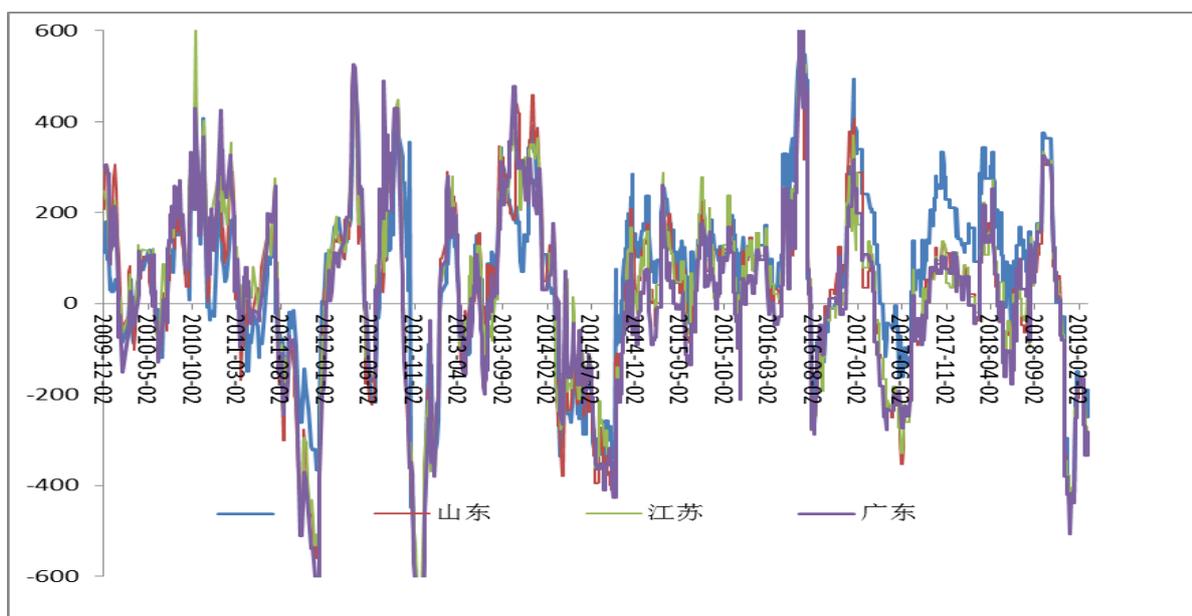


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨亏损有所扩大，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、豆油现货价格偏弱使得国内大豆压榨利润出现亏损。

图 6：进口大豆压榨利润

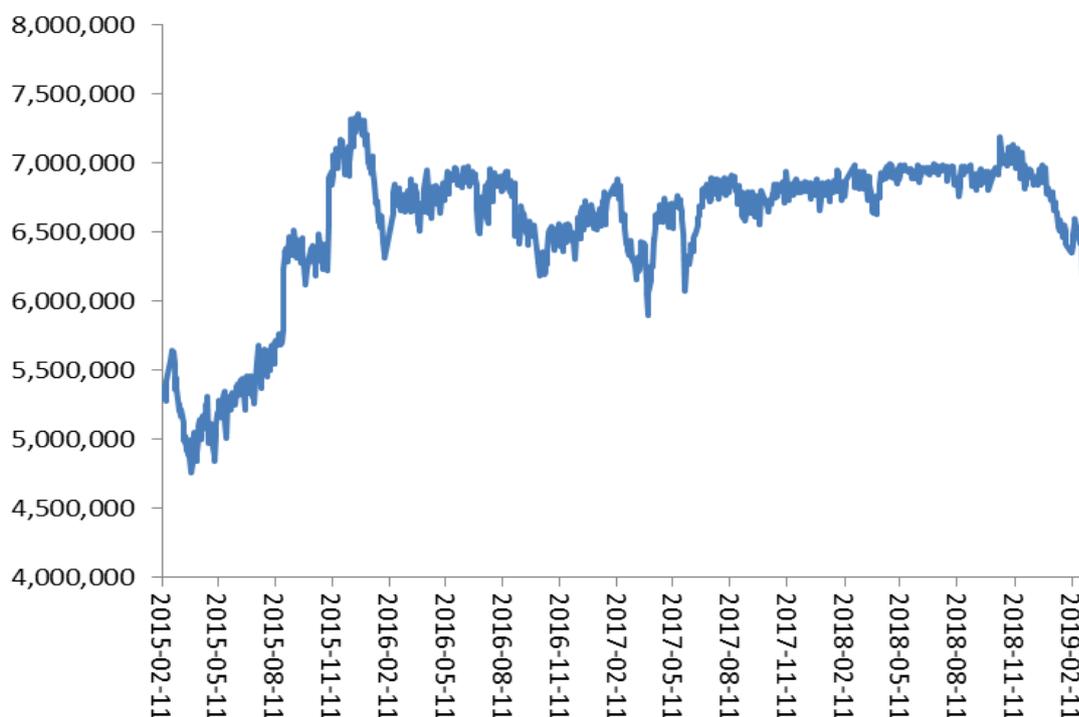


数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，春节后猪肉价格持续走强，但由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏大幅萎缩，后期对豆粕的需求可能大幅减少；从大豆供给的角度来看，1 月进

口大豆量大幅萎缩，目前，进口大豆库存为 635 万吨，维持在近年中值偏低水平，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，3 月中美贸易谈判仍旧继续，尽管中国开始进口美豆但中美贸易争端的不确定性仍旧较大；南美方面供应压力将逐步增加，巴西大豆上市对价格有压力；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，库存可能不断下降；但棕榈油受包装新规影响需求大幅下滑，整体来看，预期 3 月油脂过剩状态好转，价格降震荡偏强，豆油相对强于棕榈油。

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 12 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 1 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可能有所好转，棕榈油的库存将继续下降，整体对价格有一定利多。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的下调，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的增加；由于近期原油价格维持低位，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，1月棕榈油出口量预期出现环比走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，1月棕榈油供求数据中性偏多，对棕榈油价格有一定支撑。

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
2017/12	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%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%

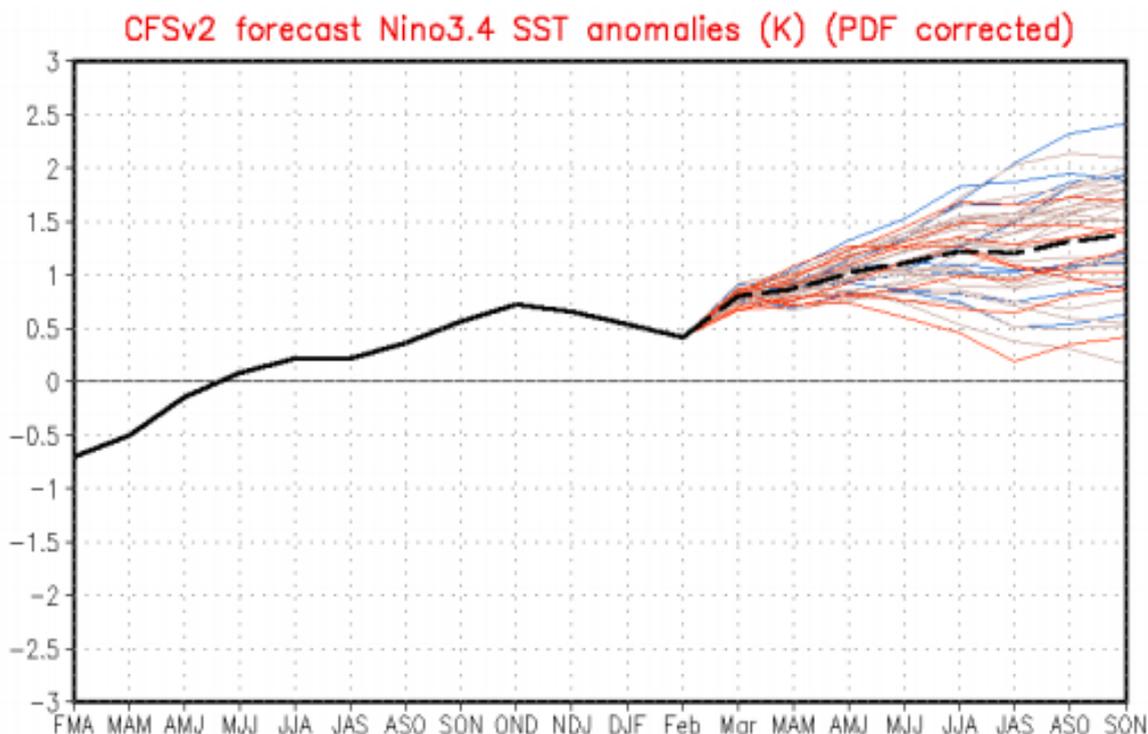
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，1月马来西亚棕榈油的产量为 174 万吨，同比大幅增加 10%。预期马来和印尼的棕榈油 2 月产量维持同比下降局面，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 1 月棕榈油出口量为 168 万吨，较 12 月出现了大幅增加；目前情况看，由于关税利多影响持续，2 月棕榈油的出口需求可能会小幅增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

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，全球气候可能已经进入厄尔尼诺，2019 年春季持续的概率下降到 55%，带来干旱气候影响棕榈油的产量。

图 1: 天气预测模型

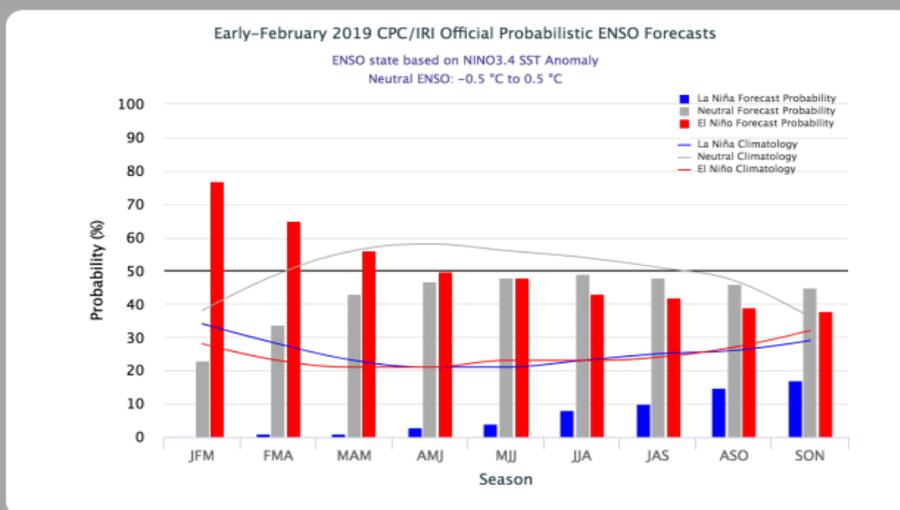


数据来源: NOAA, 兴证期货研发部

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 55%。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

El Niño conditions have formed and are favored to continue through the Northern Hemisphere spring 2019 (~55% chance).

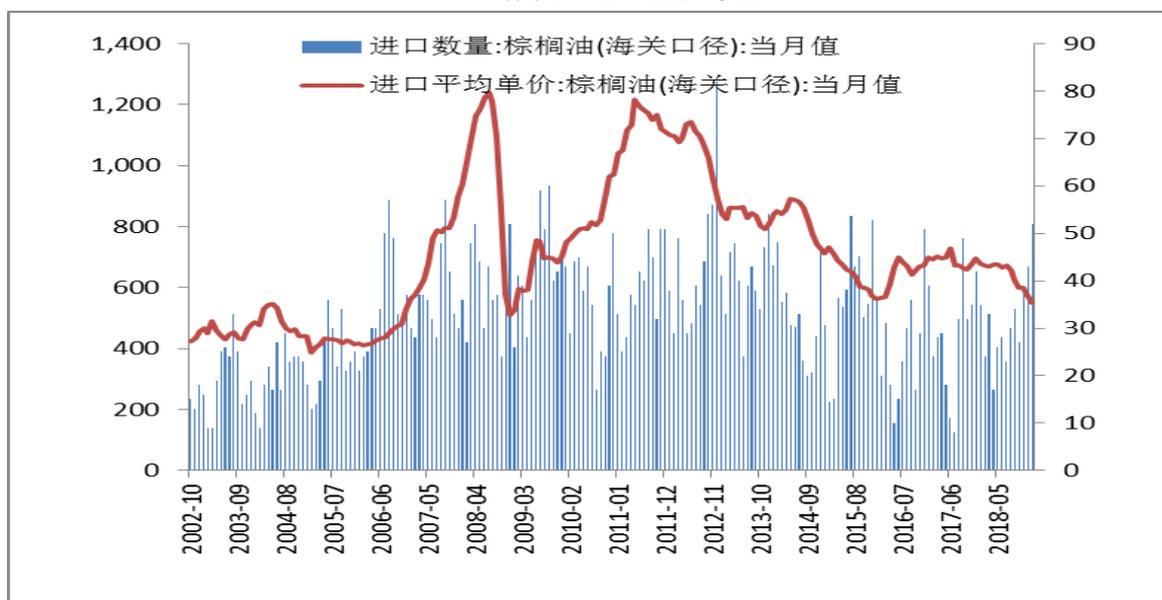


数据来源: 兴证期货研发部

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

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，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，12月进口43万吨，1月进口量为52万吨，进口量大幅增加。

图3：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亏损，主要是因为国内价格大跌所致。

图4：马来西亚棕榈油进口成本

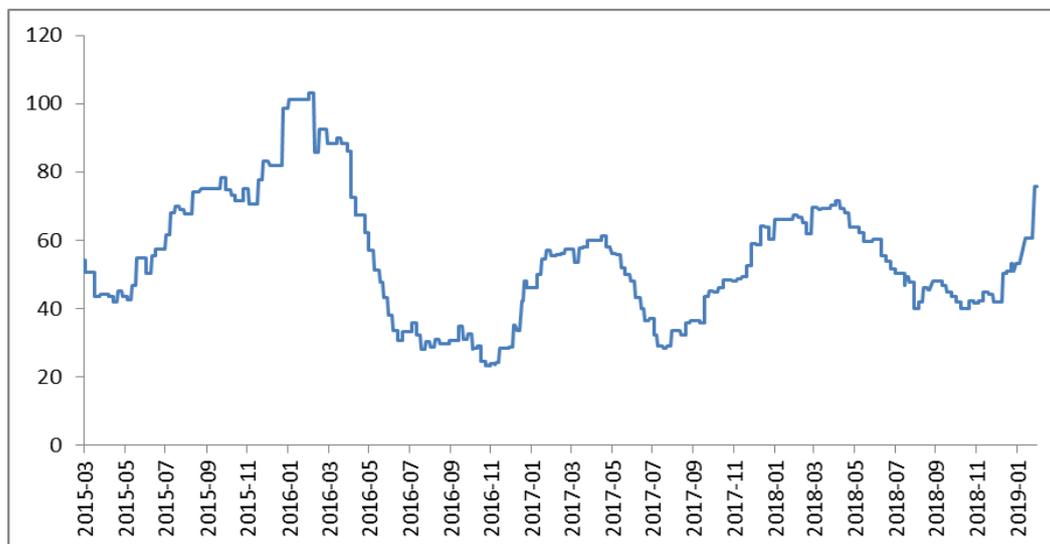
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	3月	532.5	-02.50	25	557.5	4548	(华南)
		532.5	-02.50	30	562.5	4588	(华东)
		532.5	-02.50	35	567.5	4628	(华北)
	4月	545	0.00	25	570	4648	(华南)
		545	0.00	30	575	4689	(华东)
		545	0.00	35	580	4729	(华北)
	5/6月	555	-02.50	25	580	4729	(华南)
		555	-02.50	30	585	4769	(华东)
		555	-02.50	35	590	4809	(华北)
7/8/9月	567.5	0.00	25	592.5	4829	(华南)	
	567.5	0.00	30	597.5	4869	(华东)	
	567.5	0.00	35	602.5	4909	(华北)	
33度棕榈油	3月	527.5	-02.50	30	557.5	4548	(华东)
	4月	540	0.00	30	570	4648	(华东)
	5/6月	550	-02.50	30	580	4729	(华东)
	7/8/9月	562.5	0.00	30	592.5	4829	(华东)
44度棕榈油	3月	525	-02.50	30	555	4243	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2.4 库存震荡走高，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 76 万吨的水平，近期出现震荡走高情况；主要是因为棕榈油进口量增加，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 5：棕榈油库存走势

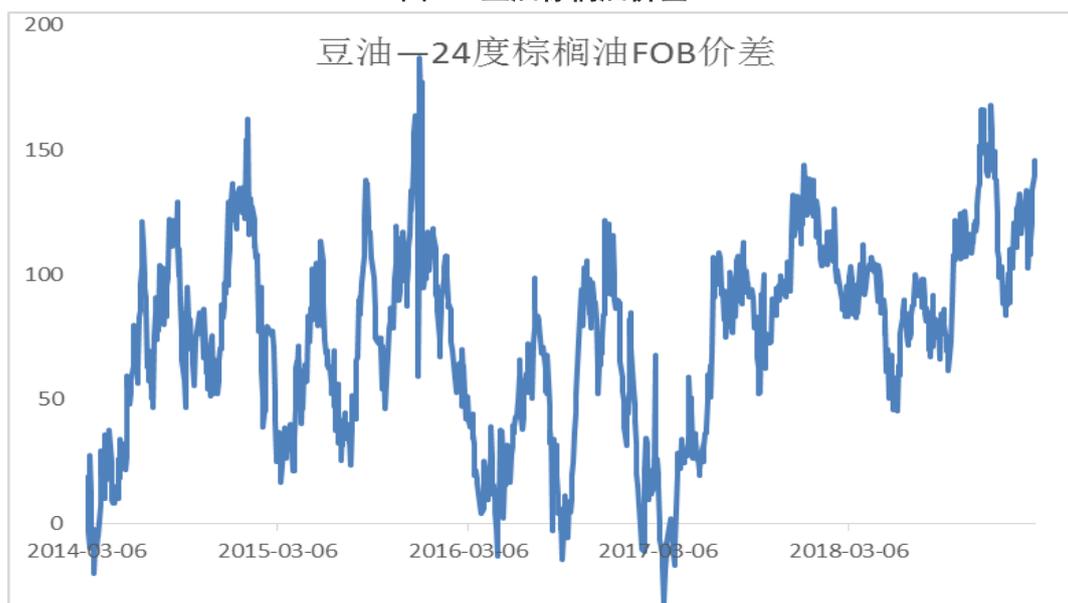


数据来源：wind，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差小幅扩大

豆油和棕榈油的价差震荡走高；主要因为植物油包装新规导致豆油增加棕榈油需求减少所致，二者价差有继续扩大的可能；后期需要关注中美贸易战及下游需求的影响情况。

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反弹，需求方面受价格偏低影响出口大幅增加，随着原油价格的上涨，棕榈油的生物柴油的需求增加，对棕榈油消费利好；3 月以后外盘棕榈油供求过剩逐步缓解而国内需求较差库存将走高，价格可能会维持区间震荡，建议投资者区间偏强震荡对待。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，2 月豆油价格维持偏强震荡行情，基本面供求宽松，中美贸易冲突缓和、中国开始进口美豆，但进入消费淡季，豆油成交放缓，后期将维持震荡反弹行情。

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，棕榈油维持震荡回调，近期供应压力有所缓解、但受中国植物油标签影响需求大幅放缓，库存增加，建议投资者区间震荡对待。

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

广西放开甘蔗价格，糖价或继续探底

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

郑糖反弹后高位震荡，从政策面看，广西放开甘蔗价格，中期利空。但是下榨季蔗价大概率继续下降，产量易降难升。我们认为放开甘蔗价格不会改变糖价的运行规律，如果糖价能够有超跌叠加减产周期到来的话，糖价依然会由熊转牛。另外未来印度，泰国的产量也有下降的可能，外盘有上涨的潜力。国内糖价可能会在探底后迎来上涨周期，但是从中期看，我们认为糖价将先有一个探底的过程。

从基本面看，1月产销双降，但近期广西的甘蔗入榨量已经有所回升。销售方面，截至到1月底的销售进度依然同比偏高，淡季来临现货压力可能会有所增加。

1.行情回顾

郑糖区间震荡，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.国内基本面分析

2.1 2月现货价格冲高回落

2月现货价格冲高回落。节后柳州现货价格一度上涨到5250，随后回落到5200附近，昆明价格冲高至5150后回落到5070附近，湛江报价维持在5160附近。销区价格也是冲高回落，节后北京报价冲高至5500后回落到5350，武汉报价在5560附近，上海报价5400左右。

从盘面看，郑糖反弹后高位震荡。基差方面，前期基差上升至较高位置，随着盘面快速反弹，基差有所回落，预计未来一段时间基差可能会继续偏弱运行。价差方面，郑糖价差一度呈现出近强远弱的格局，随后价差走弱至平水附近。

图 1：国内产销区食糖现货价

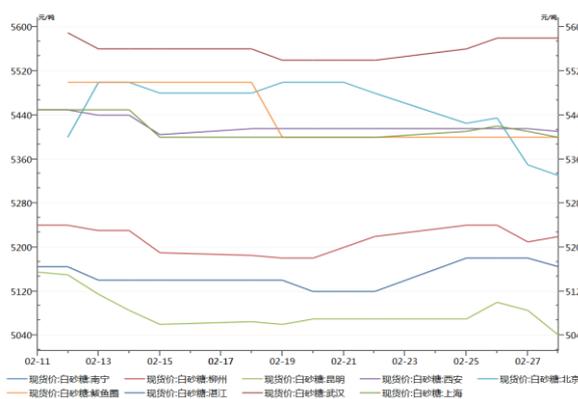


图 2：郑糖主连合约日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：图 3：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）

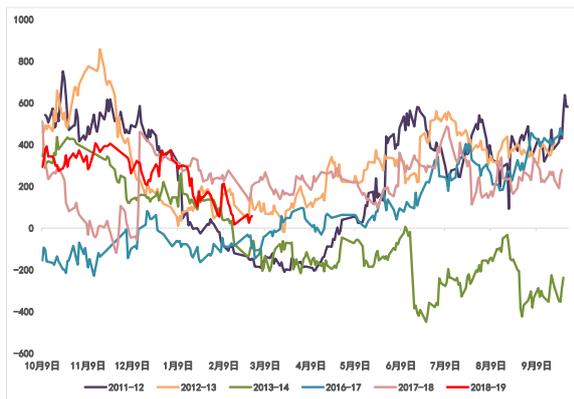


图 4：郑糖 5-9 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 广西甘蔗入榨量回升

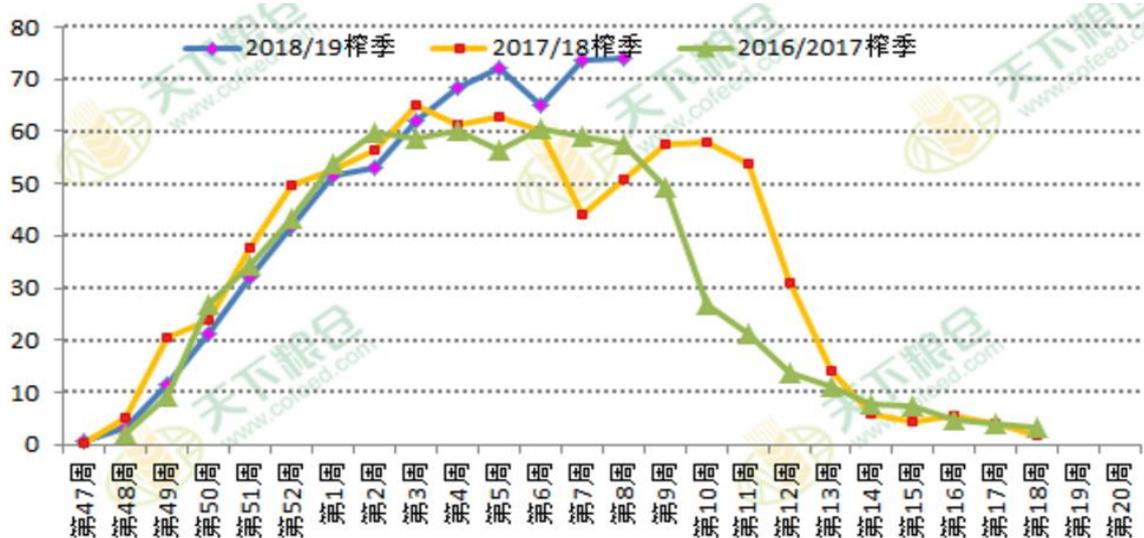
截止1月31日，广西全区共入榨甘蔗2551万吨，同比减少105万吨；产混合糖283.2万吨，同比减少19.4万吨；产糖率11.10%，同比下降0.29个百分点；累计销糖133万吨，同比减少1万吨；产销率46.94%，同比增加2.66%。其中1月份单月产糖169.7万吨，同比减少17.9万吨，销糖58.4万吨，同比减少18.6万吨。

2月16日至2月22日当周，根据天下粮仓对广西，云南，广东，海南四大产区184家糖厂的统计，四大产区共有169家糖厂开榨，较上周增加11家，其中广西地区共有84家糖厂开榨，较上周增加0家，云南产区54家，较上周增加9家，广东22家，较上周增加0家，海南产区9家，较上周增加0家。

当周四大产区共压榨甘蔗686.49万吨，较上周增加2.97%，产糖78.81万吨，较上周增加4.4%。目前广西地区产能利用率为99.5%，环比基本持平，云南为99.25%，广东为87.88%，海南为77%。

天下粮仓数据显示，2月22日当周广西压榨甘蔗449.59万吨，产糖52.71万吨，出糖率为11.72%，去年同期压榨甘蔗291.14万吨，产糖34.4万吨，出糖率同比下降0.09%。当周云南压榨甘蔗102.3万吨，产糖12.38万吨，产糖量同比增加19.38%，出糖率为10.77%，同比增加0.41%。

图5：同口径164家糖厂产量



数据来源：天下粮仓

2.3 广西或放开甘蔗价格

近期广西表示将深化体制机制改革，“完善糖料蔗购销市场机制”。对于广西将放开甘蔗价格，我们认为短期利空糖价，糖价可能会加速赶底，但是在探底后糖价可能会迎来牛市。

目前政策的具体细节仍未公布，包括是否有补贴等关键问题仍然有待确定，但是我们认为下榨季甘蔗价格大概率下降，广西产量易降难升。从逻辑上看，虽然政策发生了变化，但是糖价的运行规律没有发生根本的改变。食糖价格本质上是由供需决定的，其中供给端起到决定性的作用。其中供给主要受两方面的影响：种植面积和天气，其中种植面积是由种植甘蔗的经济效益，也就是甘蔗收购价决定的。也就是说糖价主要是由甘蔗收购价来决定的，同时甘蔗价格反过来也会影响糖价。两者相互影响，构成了糖价的周期运动。

即使政策由甘蔗最低收购价改为市场定价，这个逻辑也不会发生改变。我们认为未来糖价依然会围绕甘蔗价格来变化，而且甘蔗价格的变化必然是会落后于糖价的变化。所以才会形成糖价的大幅波动，超跌超涨。

下榨季成本大概率继续下降，目前糖价偏离本榨季成本并不多，糖价需要一个下跌的过程。但是国内产量大概率进入减产周期，同时印度，泰国的产量也处于历史高位，未来产量易降难升，糖价很有可能在探底后迎来上涨。

2.4 现货仍有压力，关注销售进度

从中长期看，国内糖价仍处于下跌周期中。减产的预期能否兑现需要观察 2 月的数据，我们推测降雨过多对甘蔗产量的影响可能不会特别大。现货压力方面，我们认为前期现货的抛压不仅仅是糖厂资金状况的问题，销糖率增加是熊市周期后期糖厂不得不采取的策略。去年糖价全年下跌，糖厂的惜售策略并不成功，因此 12 月我们看到销糖率同比大幅增加，之后随着糖价反弹，糖厂又开始惜售。目前看，产量能否减少还不可知，但淡季的到来是实实在在的，因此糖价的反转可能还为时尚早，因此我们认为市场形势可能会迫使糖厂继续选择较快的销售节奏。

糖厂资金缓解导致现货抛压减少的预期是本轮郑糖反弹的原因之一，但我们认为加快销售节奏可能是本轮榨季糖厂的长期策略，因此即使糖厂资金状况好转，也有可能继续选择加快销售节奏，后期的销糖率值得关注。

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。上个榨季截至 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，糖企不得不加快销售节奏并低价卖糖。

从上一个熊市周期的经验看，我们预计本轮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。结合历史上的经验，我们认为今年糖厂的销售策略可能是积极走货，现货可能会面临一定的压力。

图 6：上一个增产周期中广西的销糖率

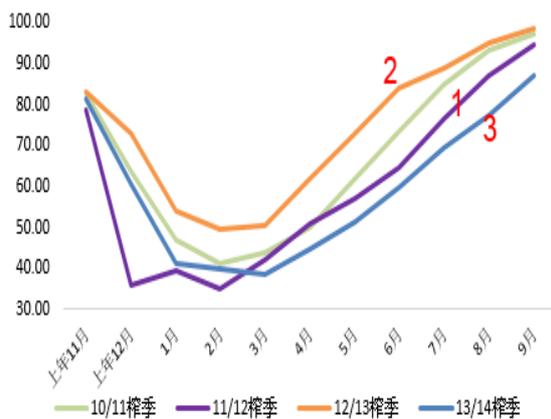
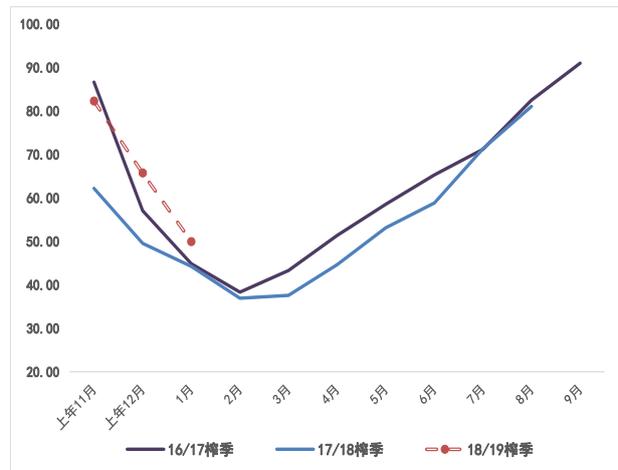


图 7：本轮增产周期中广西的销糖率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 国外基本面分析

3.1 巴西

据报道，巴西甘蔗行业协会 Unica 公布的数据显示，2 月上半月，巴西中南部地区含水乙醇销量较去年同期跳增 50%。中南部糖厂在 2 月上半月共销售含水乙醇 9.26 亿公升，之前一年同期为 6.14 亿公升。生产方面，Unica 数据显示，2 月上半月巴西中南部地区共压榨甘蔗 28 万吨，同比减少 51.47%。自去年 4 月 1 日以来的累计甘蔗压榨量为 5.6359 亿吨，同比下降 3.56%。目前压榨已接近尾声，2 月上半月仅 4 家糖厂仍在压榨。2 月上半月中南部糖厂产糖 2000 吨糖，低于上年同期的 5000 吨。

图 8：巴西东南部乙醇汽油比

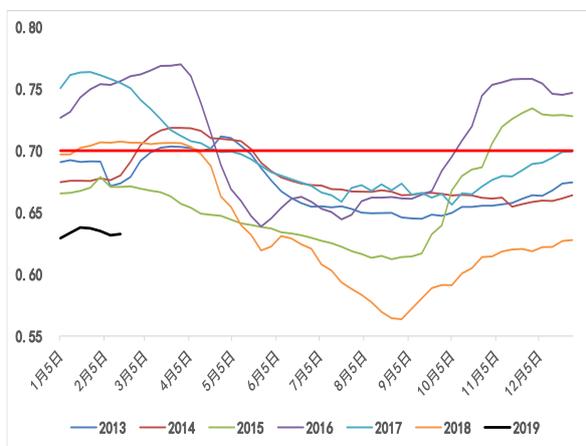
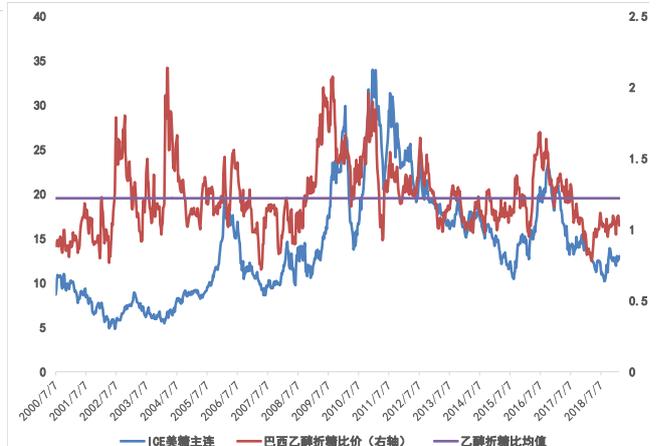


图 9：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：美国 Gulf 与巴西 Santos 离岸价差

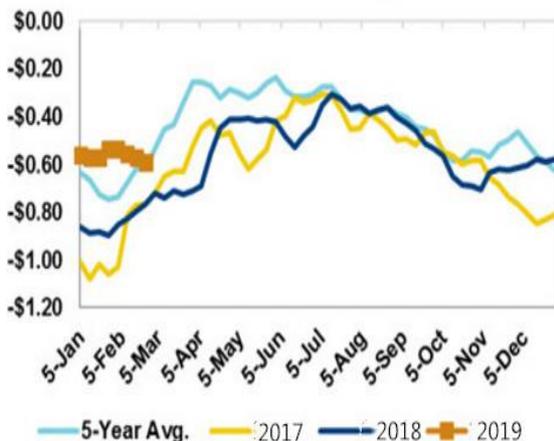
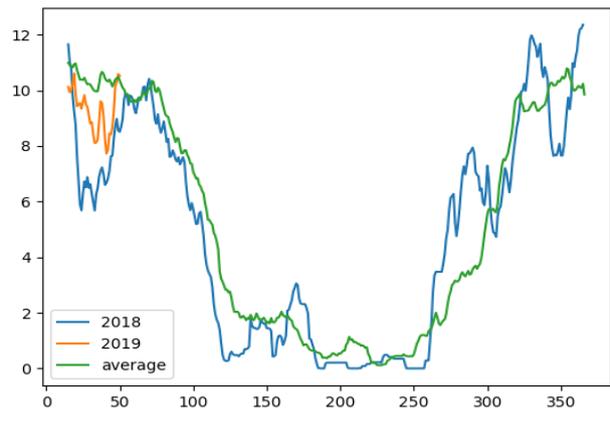


图 11：巴西中南部降雨量 (mm)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 印度、泰国

生产方面，截至 2019 年 2 月 15 日，印度全国 507 家糖厂累计产糖 2193 万吨，而去年同期 494 家糖厂生产了 2035.5 万吨糖。马哈拉施特拉邦截至 2019 年 2 月 15 日的糖产量为 829.8 万

吨，而去年同期为 747.4 万吨。该州仍有 187 家糖厂正在压榨，已有 6 家糖厂收榨，而去年同期有 183 家糖厂在压榨。北方邦 117 家糖厂压榨，截止 2019 年 2 月 15 日已产糖 639.3 万吨，去年同期 119 家糖厂产糖 645.4 万吨。本榨季的出糖率比上一季提高了约 0.77%，但单产低于去年。

泰国方面，2018/19 榨季截至 1 月 31 日泰国总计 56 家糖厂开榨，同比增加 2 家。2018/19 榨季截至 1 月 31 日泰国总计 56 家糖厂开榨，同比增加 2 家，累计产糖 662.4 万吨，同比增加 23.28%。出口方面，2019 年 1 月泰国共计出口糖约 47.2 万吨，同比增加约 6%。其中出口原糖 29.96 万吨，同比增加 18.7%；出口精制糖 12.54 万吨，同比减少 3.7 万吨。

4.总结

郑糖反弹后高位震荡，从政策面看，广西放开甘蔗价格，短期利空。但是下榨季蔗价大概率继续下降，产量易降难升。我们认为放开甘蔗价格不会改变糖价的运行规律，如果糖价能够有超跌叠加减产周期到来的话，糖价依然会由熊转牛。另外未来印度，泰国的产量也有下降的可能，外盘有上涨的潜力。国内糖价可能会在探底后迎来上涨周期。

从基本面看，虽然截至 1 月底广西的产量数据同比下降，但主要是由于前期阴雨过多导致收榨放缓，天下粮仓数据显示近期广西甘蔗入榨量已经有所回升。定性看，我们推测降雨过多对甘蔗产量的影响可能不会特别大。现货压力方面，我们认为前期现货的抛压不仅仅是糖厂资金状况的问题，销糖率增加是熊市周期后期糖厂不得不采取的策略。去年糖价全年下跌，糖厂的惜售策略并不成功，因此 12 月我们看到销糖率同比大幅增加，之后随着糖价反弹，糖厂又开始惜售。目前看，产量能否减少还不可知，但淡季的到来是实实在在的，因此糖价的反转可能还为时尚早，因此我们认为市场形势可能会迫使糖厂继续选择较快的销售节奏，随着淡季的到来，现货可能会面临一定的压力。

库存继续增加，震荡偏弱为主

2019年3月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡上涨。现货方面，漂针浆、漂阔浆外盘报价上调，3月智利 Arauco 针叶银星外盘报价上涨 30 美元/吨至 710 美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价上涨 45 美元/吨至 695 美元/吨，智利阔叶浆明星上调 30 美元/吨至 680 美元/吨。国内进口木浆市场价上涨，针叶浆银星、凯利普，阔叶浆明星、金鱼上涨 100-150 元/吨。

● 后市展望及策略建议

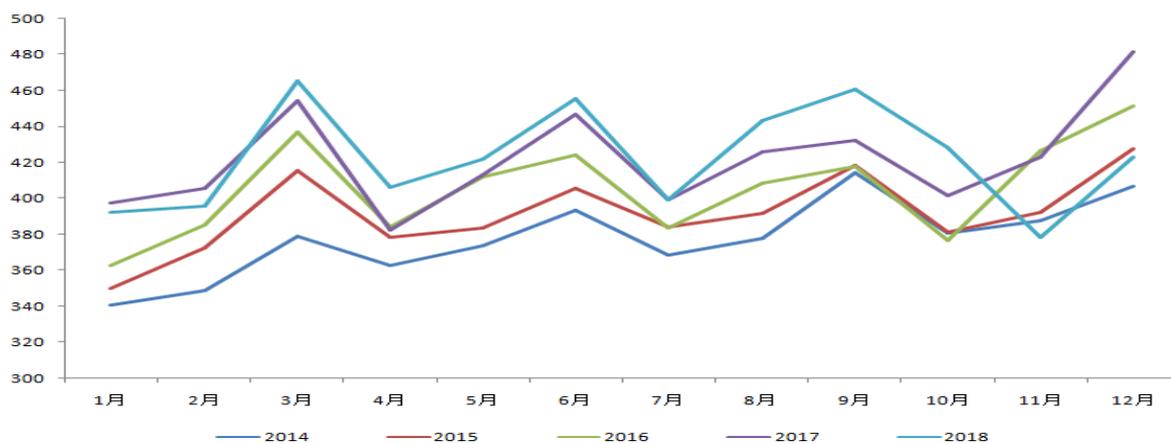
国际方面，全球木浆发运量增加，企业库存及港口库存偏高，压制国际纸浆价格。国内供应方面，2019年1月我国木浆进口量增加，其中漂阔浆的进口量增幅大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。下游消费方面，印刷用纸开机率下滑，行业利润持续下降，亏损严重，对于木浆需求偏弱；生活用纸虽然产量及利润下滑，但是目前行业利润仍处于较高位，后期对于木浆需求尚可。白卡纸产量回升，库存下降，对于木浆需求相对较好，整体来看造纸行业对于木浆需求较为一般，没有明显好转。国内港口库存处于历史高位，据卓创资讯不完全统计，二月下旬港口库存继续增加，库存压力较大，预计近期纸浆价格以震荡偏弱为主。

1. 国际木浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量回升

2018年12月全球木浆发运量止跌回升，12月发运量422.9万吨，比前一月发运量增加44.6万吨，增幅11.79%；12月全球木浆发运量较2017年同期下降58.8万吨，降幅12.21%。2018年全球木浆发运量共5069万吨，较2017年增加6.4万吨，增幅0.13%，全年发运总量持稳，略有增加。

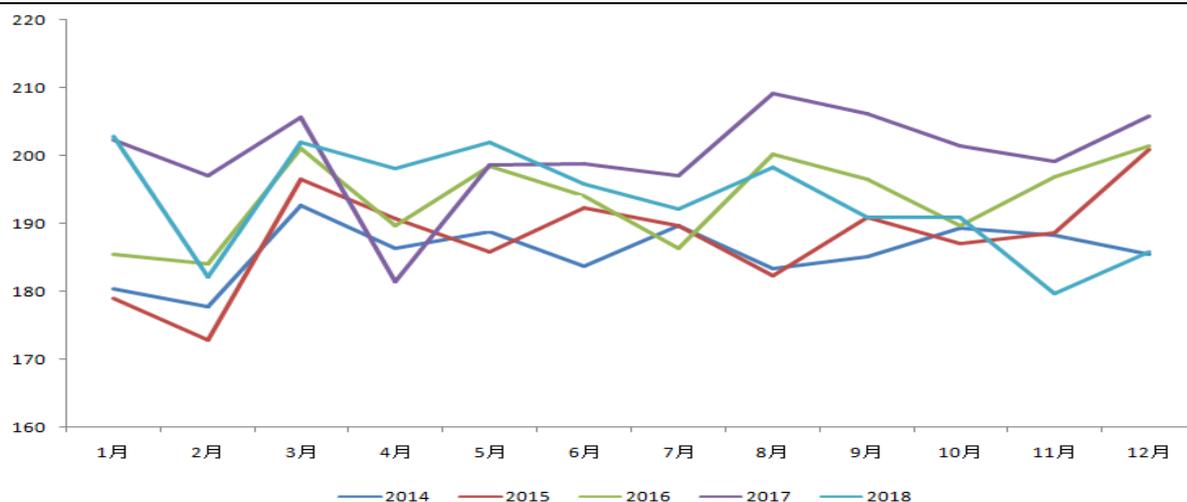
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆发运量止跌回升，12月发运量185.9万吨，比前一月发运量增加6.2万吨，增幅3.45%；12月全球针叶浆发运量较2017年同期下降19.9万吨，降幅9.67%。2018年全球针叶浆发运量共2320.9万吨，较2017年下降81.7万吨，降幅3.4%，全年发运总量小幅下降。

图 2：全球针叶浆发运量（万吨）

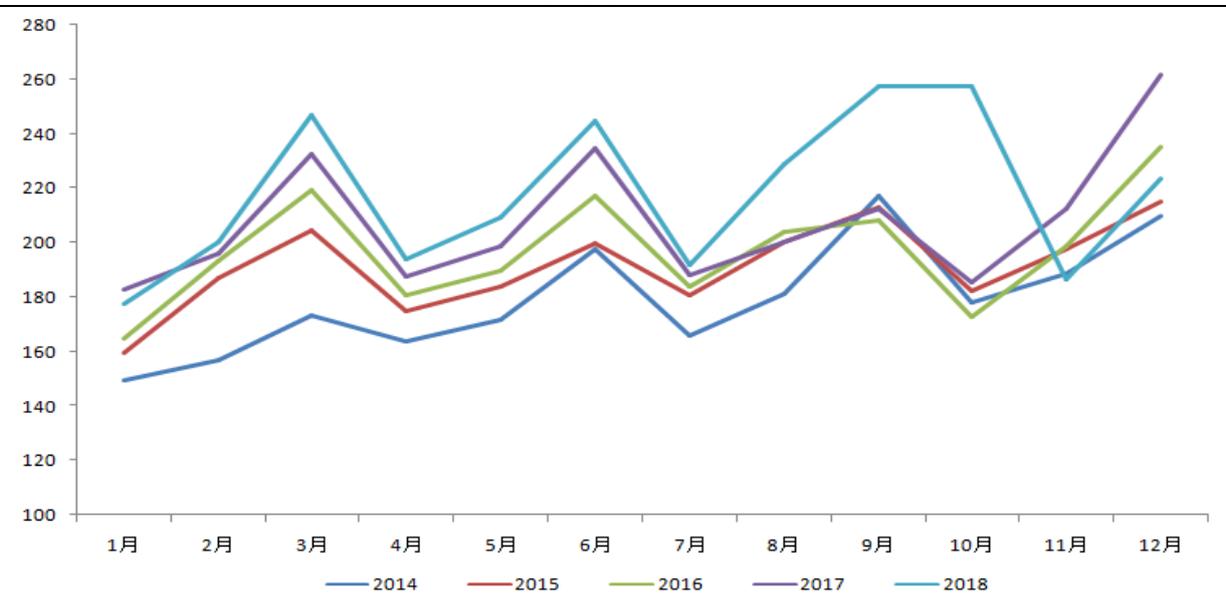


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆发运量止跌回升，12月发运量223.8万吨，比前一月发运量增加

37.5 万吨，增幅 20.13%；12 月全球阔叶浆发运量较 2017 年同期下降 38.1 万吨，降幅 14.55%。2018 年全球阔叶浆发运量共 2618.6 万吨，较 2017 年增加 125 万吨，增幅 5.01%，全年发运总量小幅增加。

图 3：全球阔叶浆发运量（万吨）

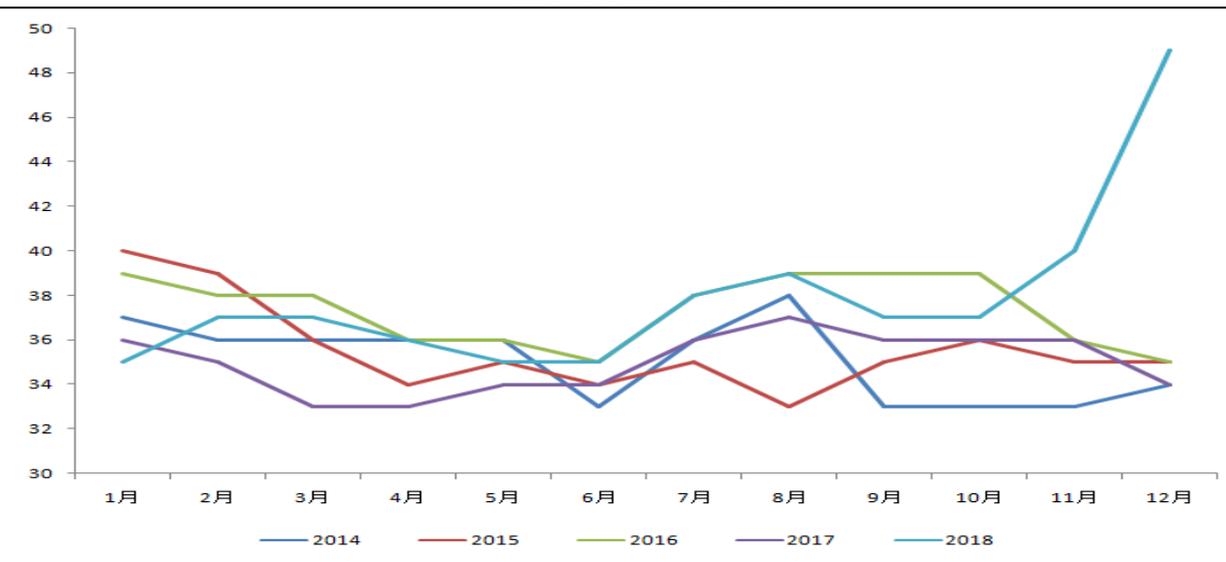


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 全球木浆企业月度库存天数偏高

2018 年 12 月全球木浆企业月度库存天数 49 天，较前一月增加 9 天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数 36 天高出 13 天，处于历史高位，全球木浆企业库存压力大。

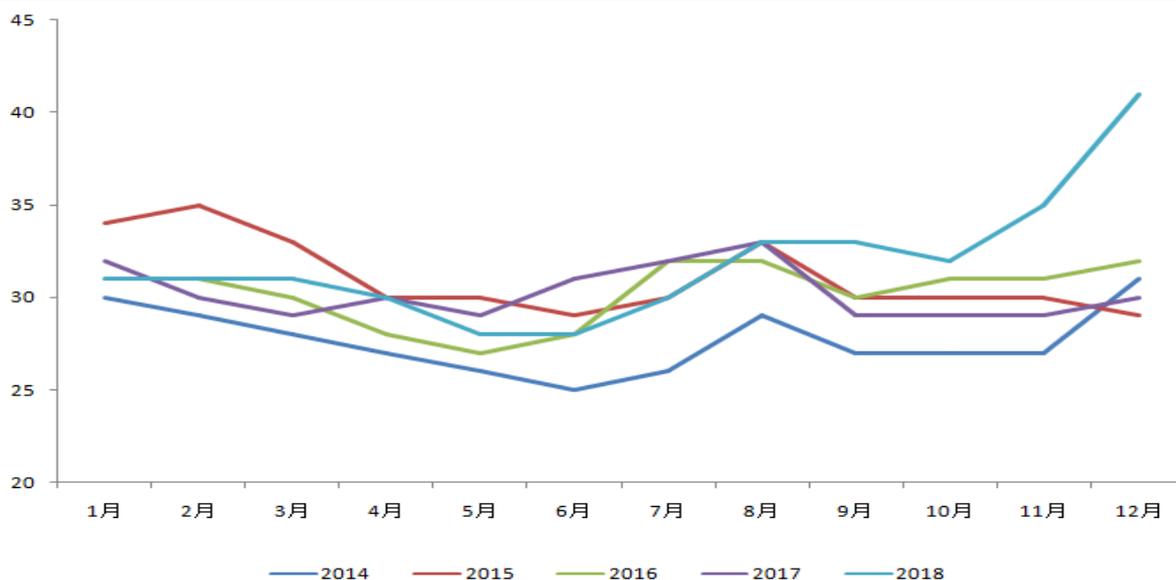
图 4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018 年 12 月全球针叶浆企业月度库存天数 41 天，较前一月增加 6 天，比近四年全球针叶浆企业月度库存平均天数 30 天高出 10 天，处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力大。

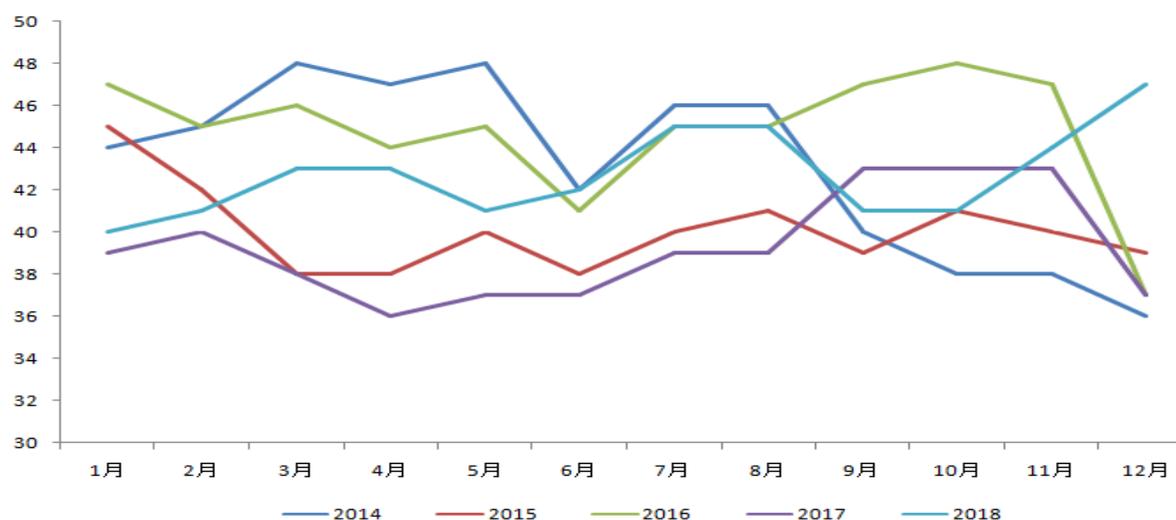
图 5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆企业月度库存天数47天，较前一月增加3天，比近四年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出5天，处于历史较高位，全球阔叶浆企业库存压力较大。

图 6：全球阔叶浆企业库存天数

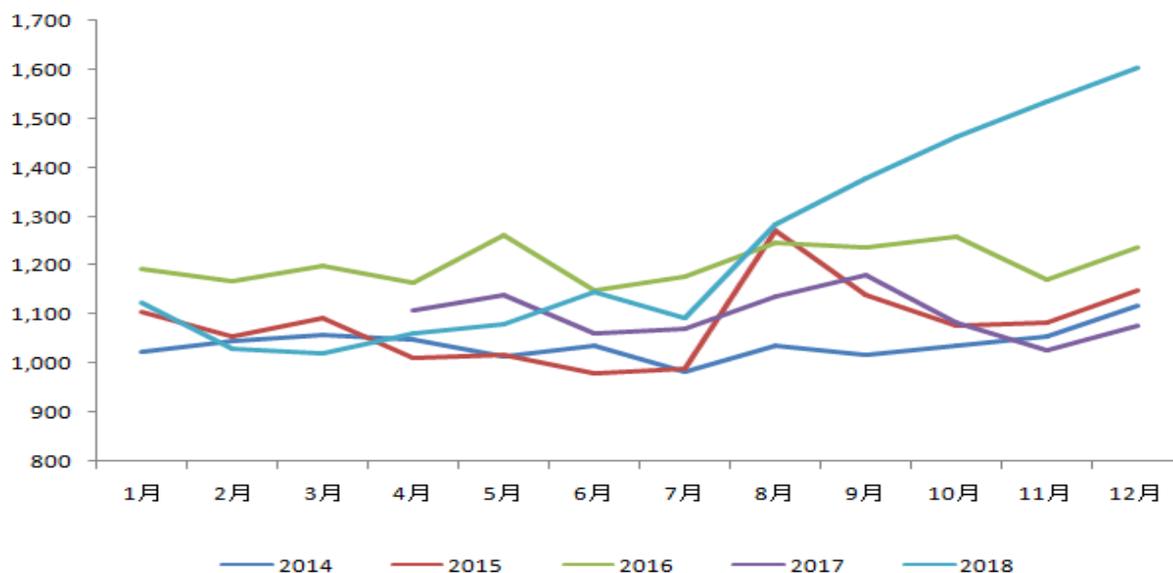


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 全球主要地区港口木浆库存偏高

欧洲是全球重要的木浆生产地区和出口地区，2018年12月欧洲港口木浆库存160.48万吨，较前一月增加7.12万吨，增幅4.64%，库存继续增加，比2017年同期增加52.67万吨，增幅48.85%。欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

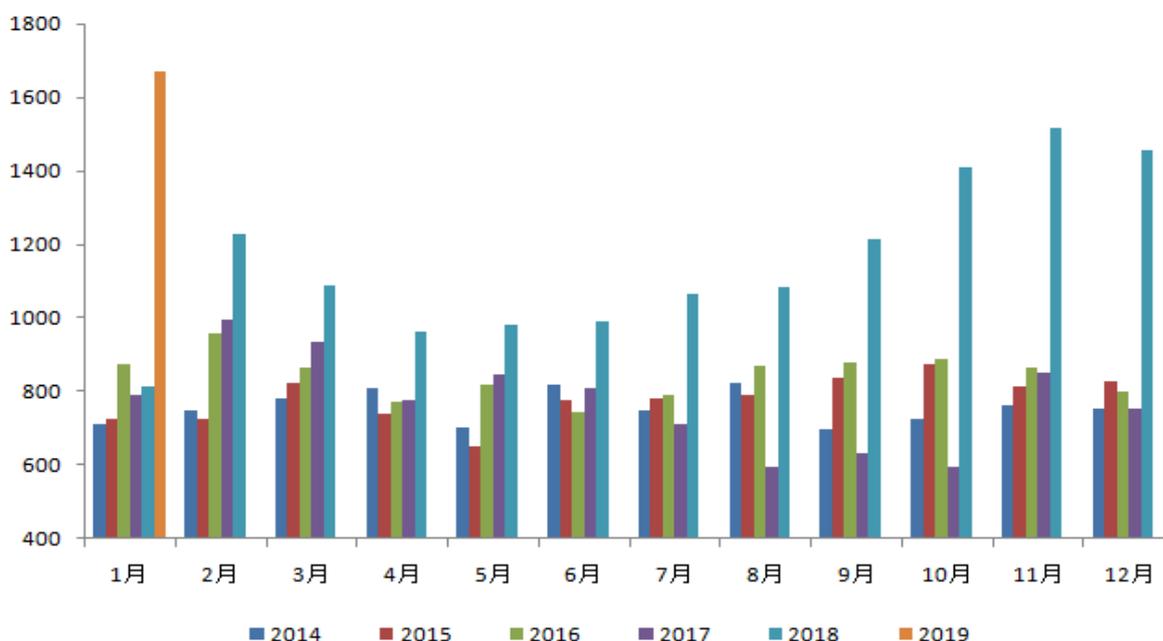
图 7：欧洲港口木浆库存（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

中国是全球最大的木浆进口国，2019年1月中国港口木浆库存167万吨，较前一月增加21.2万吨，增幅14.5%，比2017年同期增加85.7万吨，增幅105%。中国港口木浆库存处于近四年的历史高位。

图 8：中国港口木浆库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.4 总结

2018年12月全球木浆发运量止跌回升，2018年全年木浆发运量略有增加，供应量充足，其中全年针叶浆发运量小幅下降，阔叶浆发运量小幅增加。2018年12月全球木浆企业月度库存

天数继续增加，木浆企业库存天数均处于历史高位，全球木浆企业库存压力较大。港口木浆库存方面，欧洲地区和中国地区库存继续增加，港口木浆库存处于近四年的高位，压制国际纸浆价格。

2.国内纸浆基本面分析

2.1 国内纸浆概述

纸浆根据原材料不同可以分为木浆（针叶浆、阔叶浆），非木浆（竹浆、草浆），废纸浆。

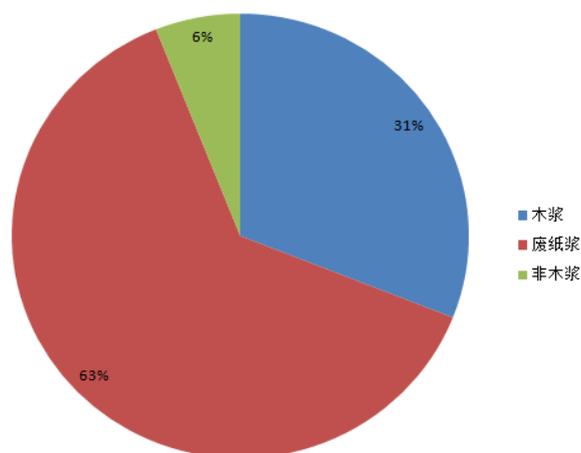
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高等特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

非木浆主要包括竹浆、草浆，其价格相对低廉，多用于生产卫生用纸、包装纸及手工纸等，如本色竹浆抽纸、宣纸等。

废纸浆是用回收废纸经过一系列工序重新打制成浆，多用于生产新闻纸、瓦楞原纸及箱板纸等。

2017 年我国纸浆消耗总量 10051 万吨，其中木浆 3152 万吨，占纸浆消耗总量的 31%；废纸浆 6302 万吨，占纸浆消耗总量的 63%；非木浆 597 万吨，占纸浆消耗总量的 6%。

图 9：我国纸浆消耗占比



数据来源：中国造纸协会，兴证期货研发部

2.2 相关环保政策变化

1、2015 年 1 月 1 日，《环保法修订案》施行，新的《环境保护法》作为一部行政法律，规定了行政拘留的处罚措施，对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段，修订后的环保法强化了企业污染防治责任，加大了对环境违法行为的法律制裁。造纸化工等行业受到严格监管。

2、2015 年 4 月 2 日，国务院发布关于印发《水污染防治行动计划的通知》，政策要求全面控制污染物排放，狠抓工业污染防治，取缔“十小”企业。2016 年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目，依法淘汰落后产能，调整产业结构。国内环

保设施不达标的中小型造纸企业关停，大量落后产能被淘汰。

3、2016年5月28日，《土壤污染防治行动计划》实施，重点监管有色金属矿采选、有色金属冶炼、石油开采、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业。

4、2016年7月15日环境保护部印发《“十三五”环境影响评价改革实施方案》的通知，严格环境准入，严格高能耗、高物耗、高水耗和产能过剩、低水平重复建设项目，以及涉及环境风险建设项目的环评审批。对有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等重点企业，研究开展企业关停、搬迁的环境风险评估。

5、2016年11月10日，国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》的通知，目标到2020年，完成覆盖所有固定污染源的排污许可证核发工作，全国排污许可证管理信息平台有效运转。对造纸行业企业核发排污许可证。

6、2016年12月7日，《中华人民共和国水污染防治法修正案（草案）》实施，强化地方责任，突出饮用水安全保障，完善排污许可与总量控制、区域流域水污染联合防治等制度，加严水污染防治措施，加大对超标、超总量排放等的处罚力度。造纸企业的环保成本提高。

7、2016年12月25日通过《中华人民共和国环境保护税法》，自2018年1月1日起施行。2017年4月10日印发《国家环境保护标准“十三五”发展规划》的通知，进一步完善环境保护标准体系。

8、2017年7月18日国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》的通知，完善固体废物进口管理制度，分行业、分种类制定禁止固体废物进口的时间表。7月20日，环保部在例行发布会上表示，我国已经向WTO进行通报，2017年底开始不再进口混杂类废纸。进口废纸政策的收紧导致2017年9月开始进口废纸量明显下降，2017年废纸进口量同比下滑9.7%，同时进口废纸政策变化引发国内纸制品市场对于后期原料的担忧，导致2017年下半年木浆进口需求增加，木浆价格大幅上涨。

9、2017年8月1日环保部公布《造纸工业污染防治技术政策》，对造纸行业污染防治进行规范和指导。

10、2017年12月，环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，对废纸进口进行规范。相比于老规定，对于废纸进口的限制更加严格：1) 限制5万吨以上纸企才有外废额度申请资格；2) 取消废纸贸易商的外废进口资格，于公布日起实施。

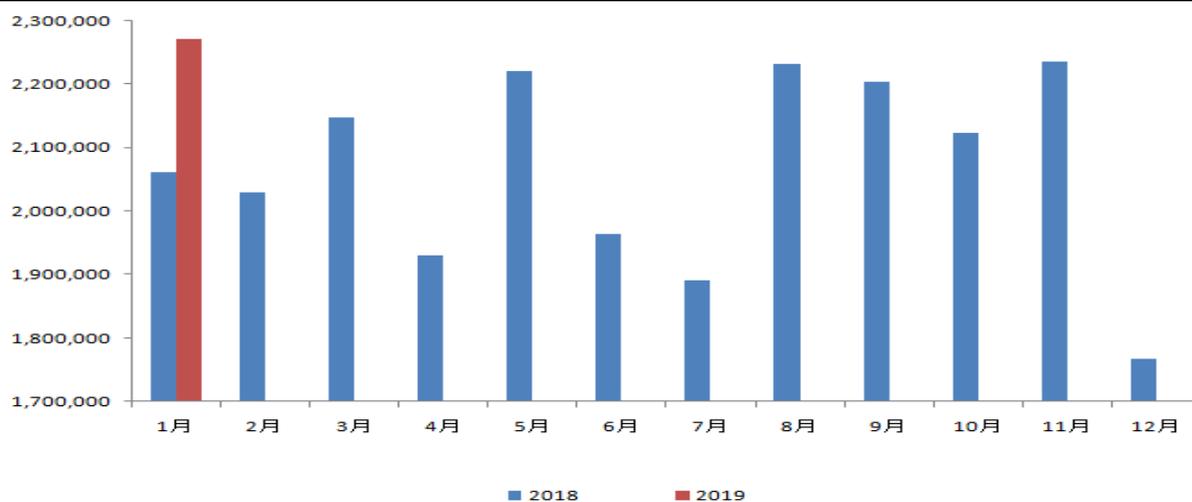
11、2017年12月29日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从1.5%降至0.5%。并确定2018年3月1日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时2018年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018年废纸进口量同比下滑33.8%。

12、2018年1月1日施行《中华人民共和国环境保护税法》。2018年1月5日公布《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》，规定了制浆造纸工业污染防治技术新标准，2018年3月1日起实施。2018年1月17日公布《排污许可管理办法》，实行控制污染物排放许可制。通过一系列环保政推出，造纸企业环保成本进一步提高。

2.3 纸浆进口量增加

2019年1月我国纸浆进口量227万吨，较前一月增加50万吨，增幅28.25%，比2018年同期增加21万吨，增幅10.19%。

图 10: 纸浆月度进口量

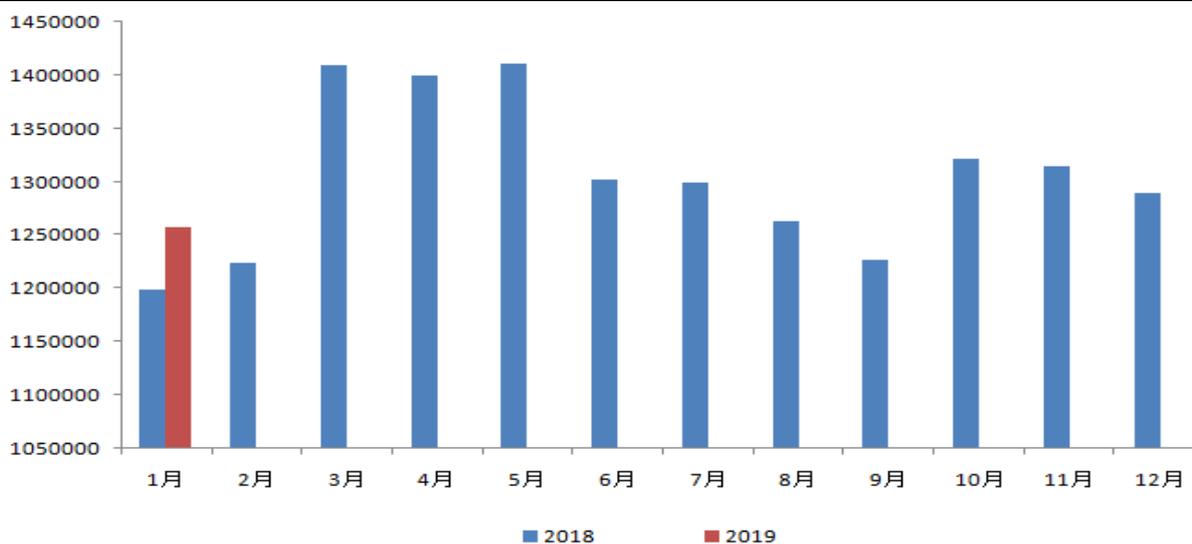


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 纸浆产量小幅下降

2019年1月我国纸浆产量126万吨,较前一月下降3万吨,降幅2.33%,比2018年同期增加6万吨,增幅5%。

图 11: 纸浆月度产量

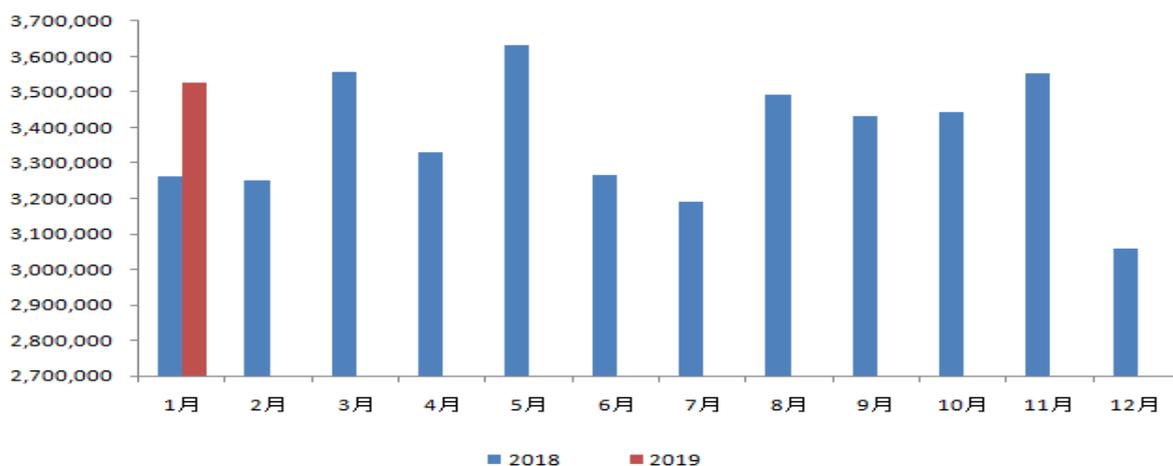


数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2.5 纸浆总供应量增加

2019年1月我国纸浆总供应量353万吨,较上月增加47万吨,增幅15.36%,比2018年同期增加27万吨,增幅8.28%,供应量的增加主要是由进口量增加所致。

图 12: 纸浆月度总供应量

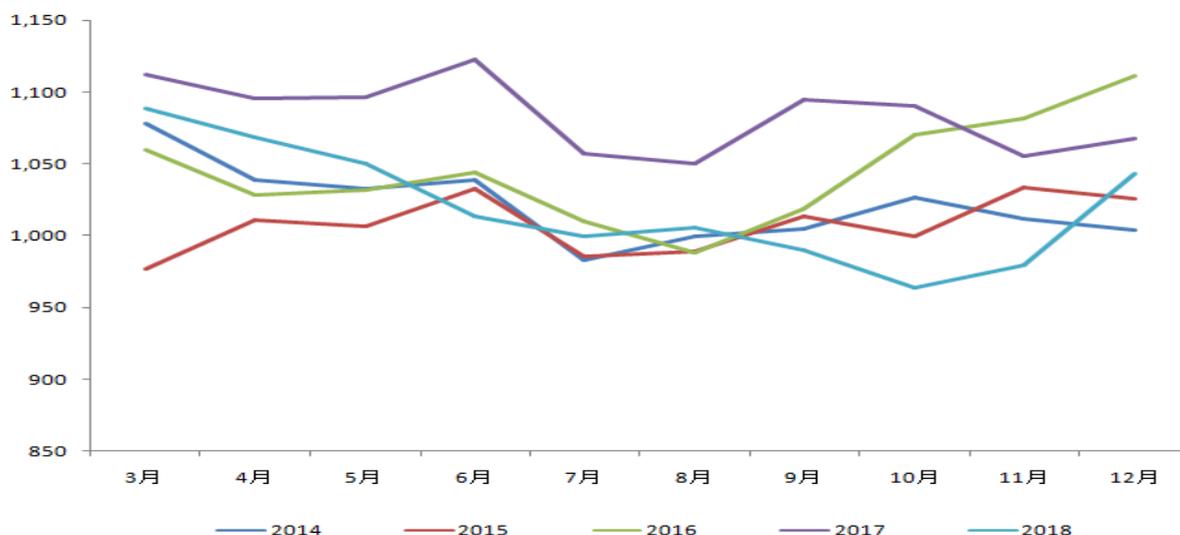


数据来源：兴证期货研发部

2.6 纸浆消费总体偏弱

2018年12月我国机制纸及纸板产量1043万吨，比前一月回升6.46%，但是仍低于2017年同期水平，比2017年同期下降2.33%。2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，纸浆消费需求总体偏弱。

图 13: 机制纸及纸板产量 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.7 总结

2019年1月我国纸浆总供应量增加，1月纸浆进口量和产量总计353万吨，较上月增加47万吨，增幅15.36%，供应量的增加主要是由进口量增加所致。而消费方面，2018年我国机制纸及纸板产量10201万吨，比2017年下降640万吨，降幅5.9%，虽然12月产量有所回升，但是纸浆消费需求总体还是偏弱。

3.针叶浆及阔叶浆基本面分析

3.1 针叶浆、阔叶浆简介

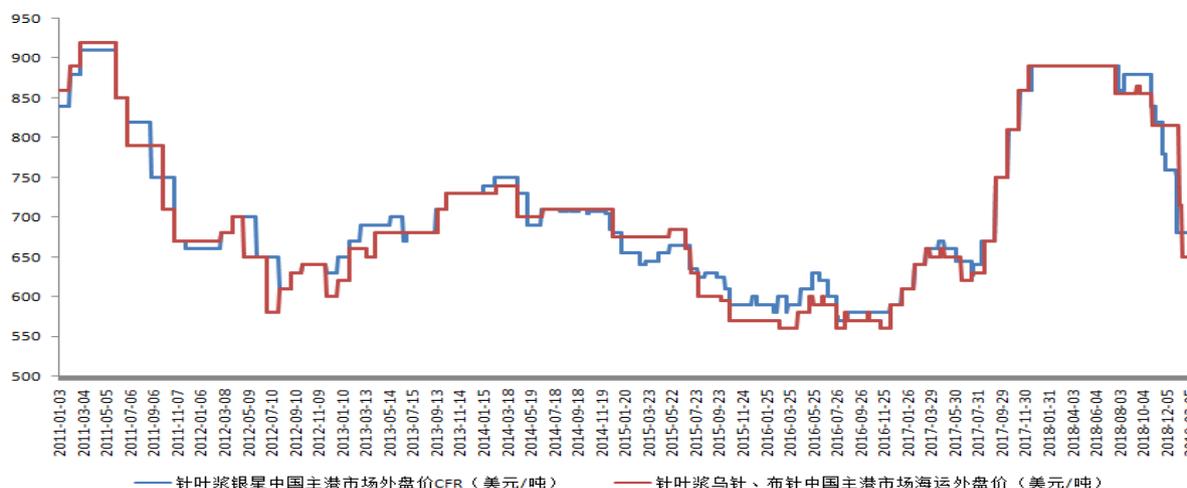
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25 年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近 100%，几乎完全依赖进口。

阔叶浆主要由阔叶树作为纤维原料制成。阔叶树叶状多呈阔宽状，因其质地较硬又称为硬木，如桉木、桦木等。阔叶树多生长于中低纬度地区，如美国南部、巴西、智利和印度尼西亚等地区。阔叶树具有生长周期短（3-5 年）、纤维长度短等特点。阔叶木浆纤维粗且短，且含有较多的杂质，成纸强度相对低，成纸比较疏松，吸收性能好，不透明度高，造出来的纸松厚度高，挺度高，包装性能好。我国阔叶浆进口依存度 55%左右，进口依赖度较高。

3.2 漂针浆现货价

2019 年 3 月外盘漂针浆 CFR 报价上调，银星外盘报价上涨 30 美元/吨至 710 美元/吨，俄罗斯乌斯布针外盘报价上涨 45 美元/吨至 695 美元/吨。

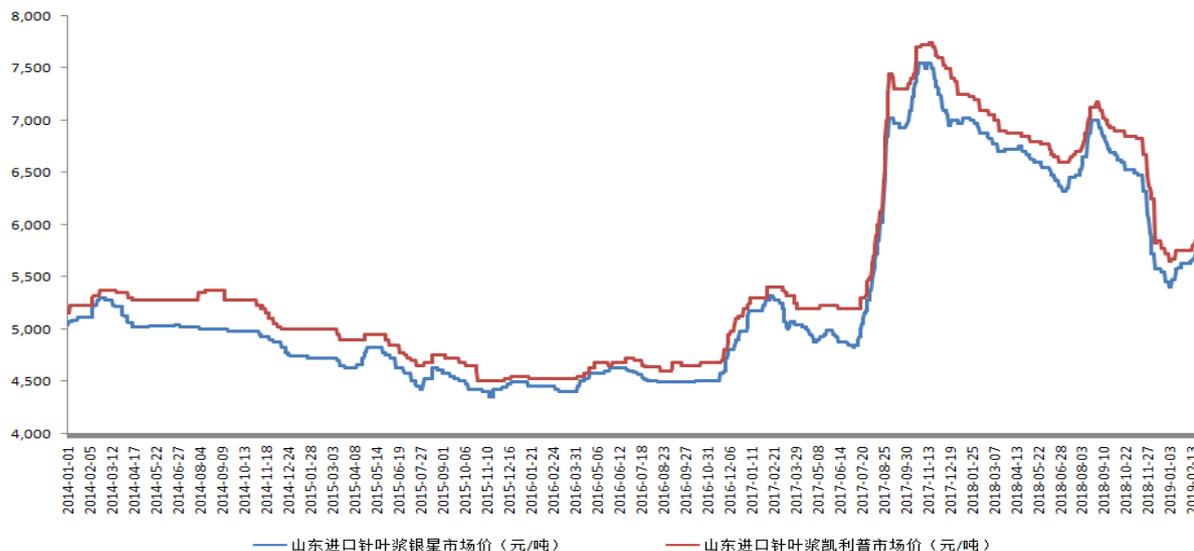
图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019 年 2 月国内进口针叶浆市场价回升，月末有所回调，月末山东进口针叶浆凯利普市场价 5850 元/吨，比月初上涨 100 元/吨；月末山东进口针叶浆银星市场价 5725 元/吨，比月初上涨 100 元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

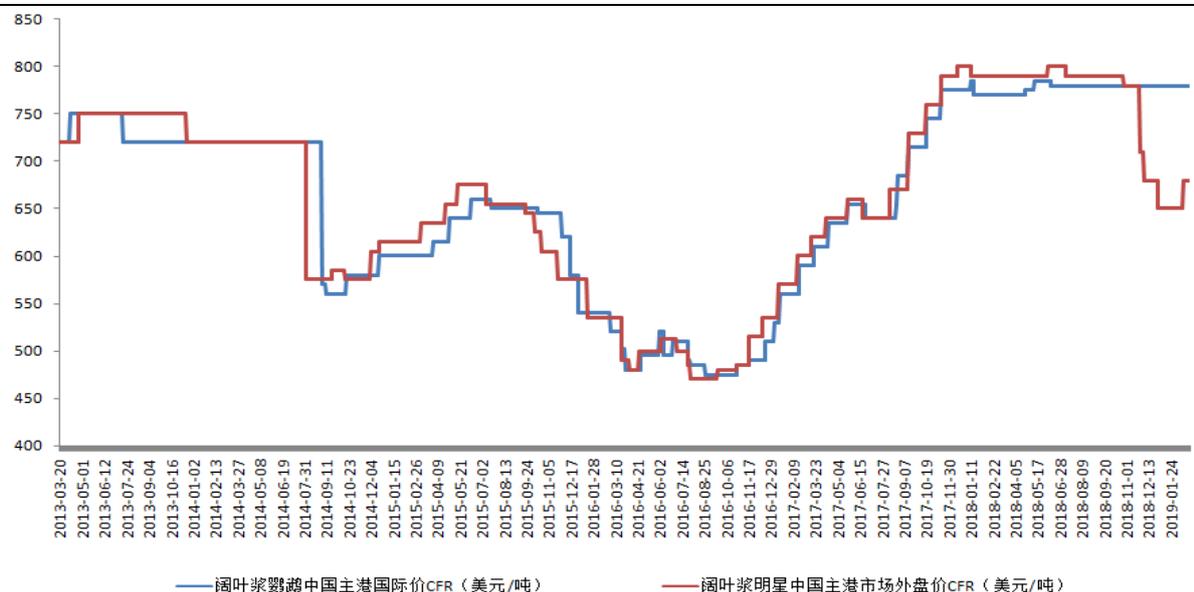


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3 漂阔浆现货价

2019 年 3 月外盘漂阔浆 CFR 现货报价稳中上调, 巴西鸚鵡维持 780 美元/吨; 智利明星上调 30 美元/吨至 680 美元/吨。

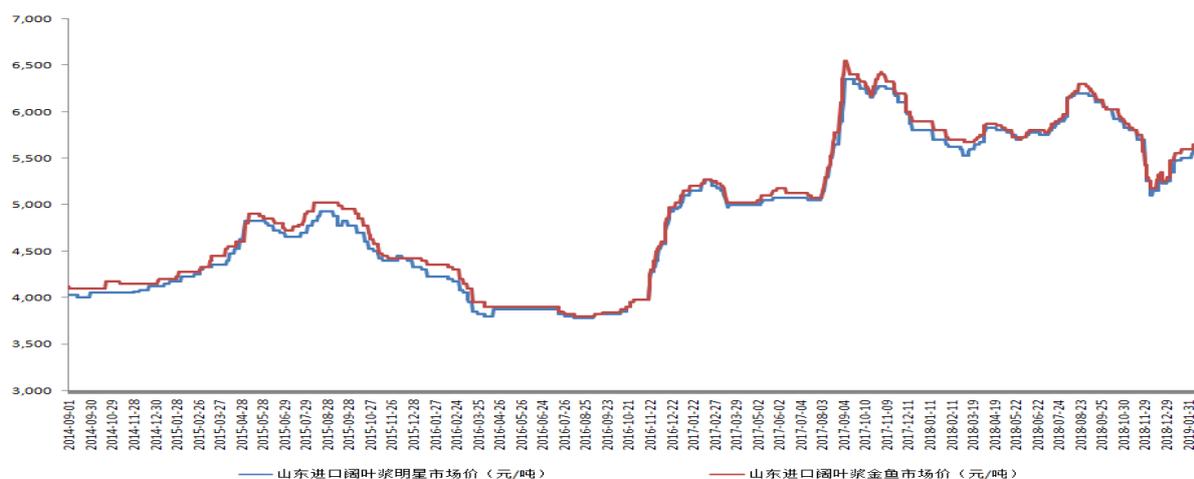
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

2019 年 2 月国内进口阔叶浆市场价回升, 月末山东进口阔叶浆明星市场价 5650 元/吨, 比月初上涨 150 元/吨; 月末山东进口阔叶浆金鱼市场价 5700 元/吨, 比月初上涨 100 元/吨。

图 17: 进口阔叶浆市场价 (元/吨)



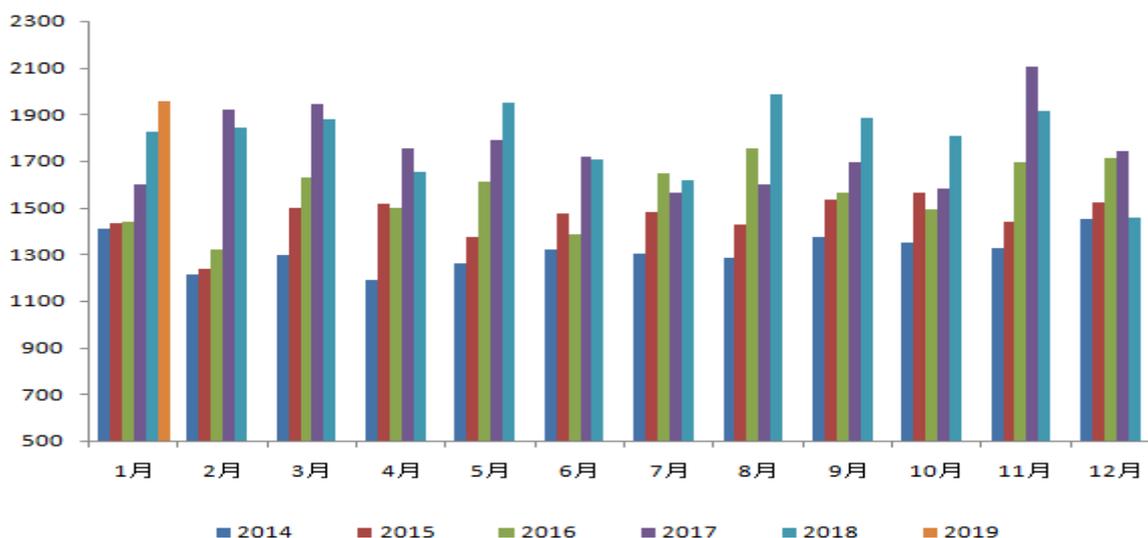
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.4 供应增加

3.4.1 木浆进口量增加

2018 年我国木浆进口量 21540 万吨, 较 2017 年增加 516 万吨, 增幅 2.45%。2019 年 1 月我国木浆进口量 195.6 万吨, 比前一月进口量增加 49.6 万吨, 增幅 33.97%; 1 月木浆进口量较去年同期增加 12.8 万吨, 增幅 7%。

图 18: 中国木浆月度进口量 (千吨)

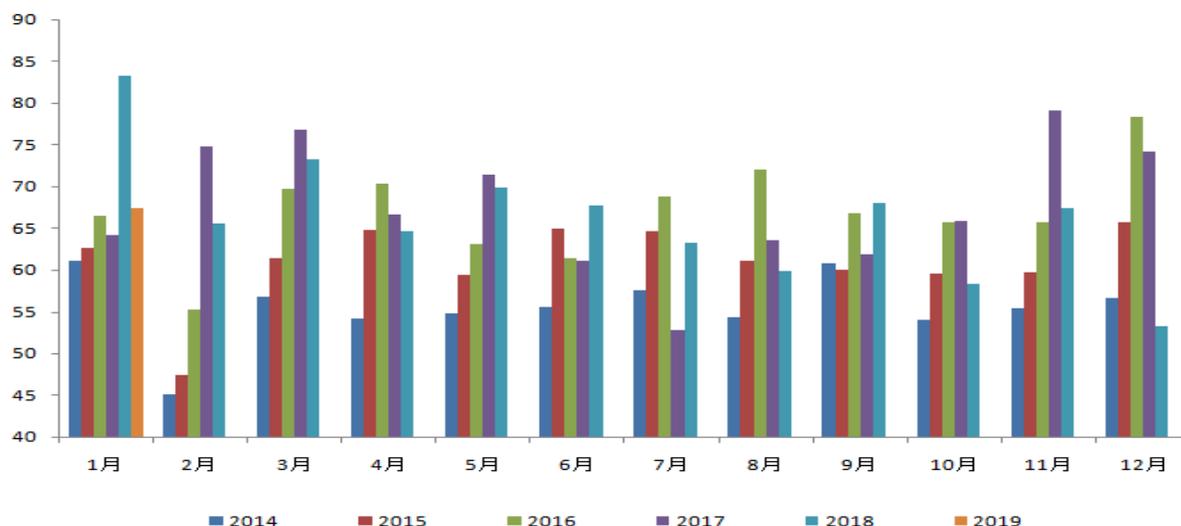


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.4.2 漂针浆进口量增加

2019 年 1 月我国漂针浆进口量 67.5 万吨, 较上月增加 14.2 万吨, 增幅 26.64%。较去年同期下降 15.75 万吨, 降幅 18.92%。

图 19：中国漂针浆月度进口量（万吨）

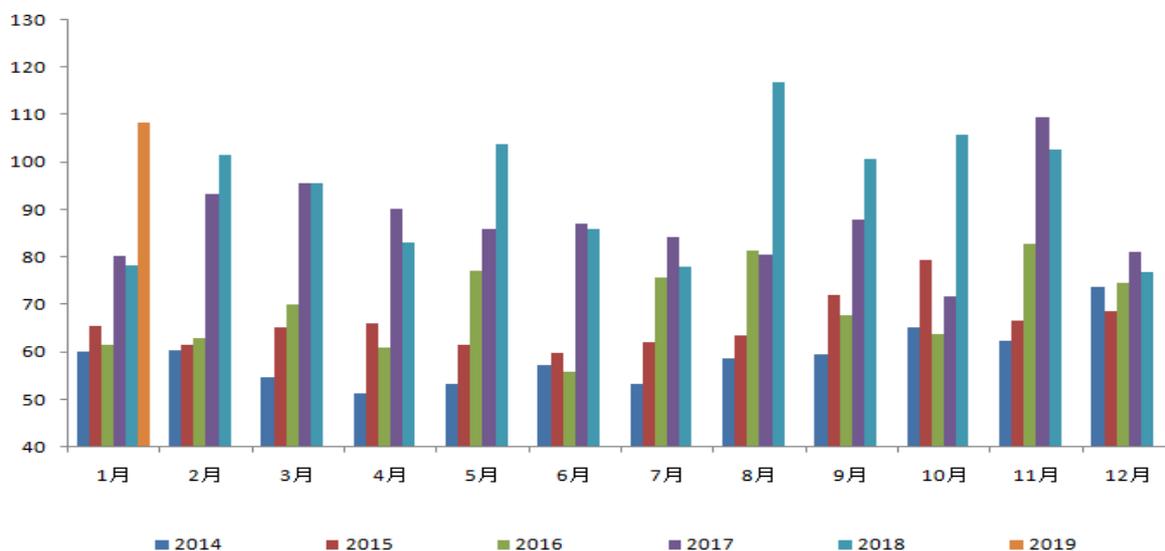


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4.3 漂阔浆进口量增加

2019年1月我国漂阔浆进口量108.33万吨，较上月增加31.49万吨，增幅40.98%。较去年同期增加29.97万吨，增幅38.25%。

图 20：中国漂阔浆月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4.4 供应小结

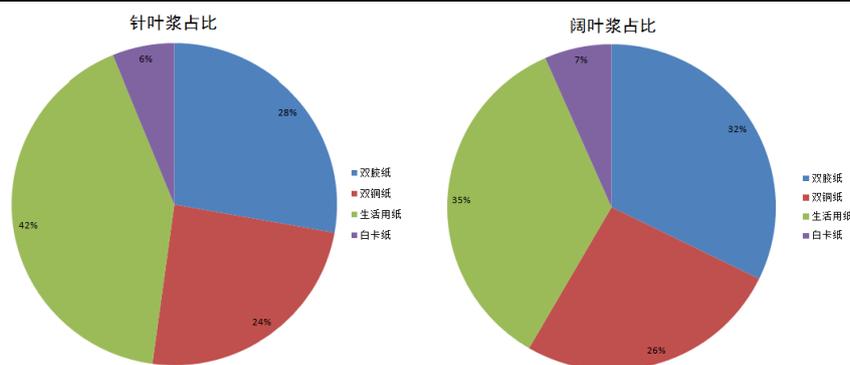
2019年1月我国木浆进口量195.6万吨，比前一月进口量增加49.6万吨，增幅33.97%；1月木浆进口量较去年同期增加12.8万吨，增幅7%，木浆供应量增加，其中漂阔浆的进口量增幅要明显大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。

3.5 消费需求一般

针叶浆下游消费方面，印刷用纸对针叶浆需求占比最大，占比 52%，印刷用纸中双胶纸占比 28%，双铜纸占比 24%。其次是生活用纸，占比 42%，最后是包装用白卡纸，占比 6%。

阔叶浆下游消费方面，印刷用纸对阔叶浆需求占比最大，占比 58%，印刷用纸中双胶纸占比 32%，双铜纸占比 26%。其次是生活用纸，占比 35%，最后是包装用白卡纸，占比 7%。

图 21：不同纸类对针叶浆、阔叶浆需求占比

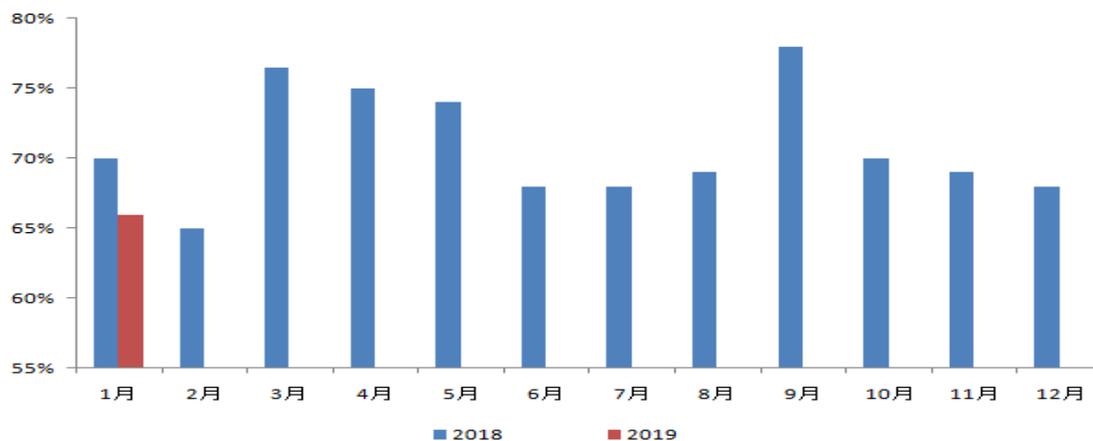


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.1 双胶纸开机率、利润下滑

自 2018 年 9 月开始双胶纸开机率持续下滑，2019 年 1 月双胶纸行业开机率 66%，较上月下滑 2%。

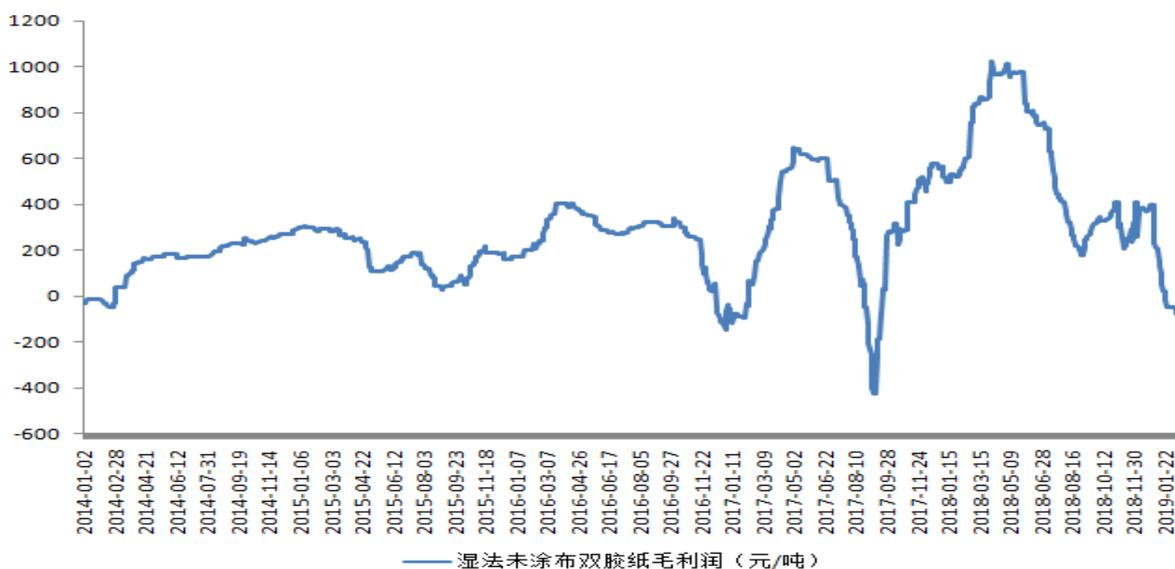
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019 年 2 月双胶纸毛利润继续下滑，月末毛利润-124.12 元/吨，较月初下滑 71 元/吨，双胶纸行业利润情况不佳，亏损扩大，后期开机率或将维持低位。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

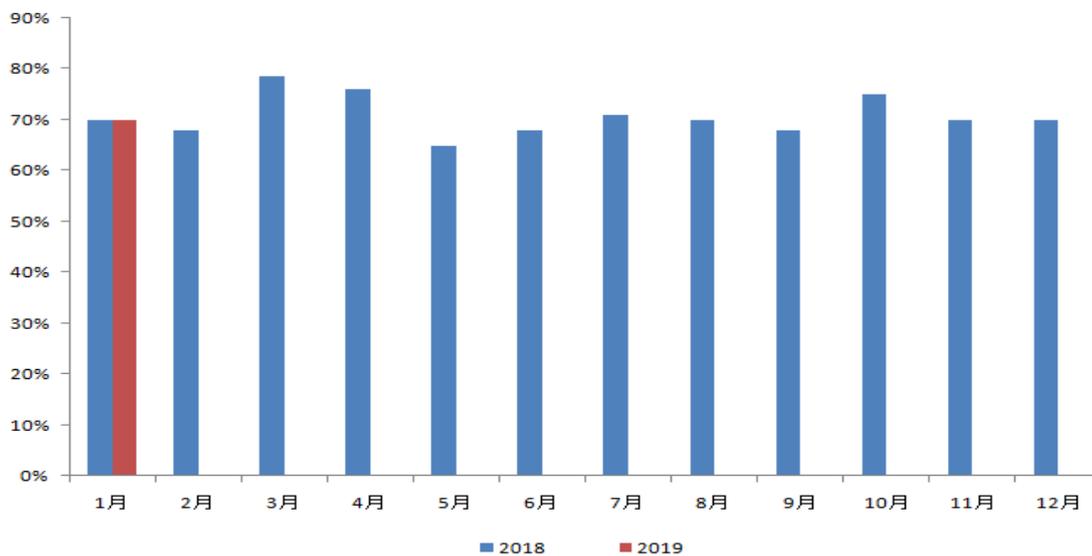


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.2 双铜纸开机率、利润下滑，亏损严重

2018 年 11 月至 2019 年 1 月双铜纸行业开机率持稳，维持 70%。

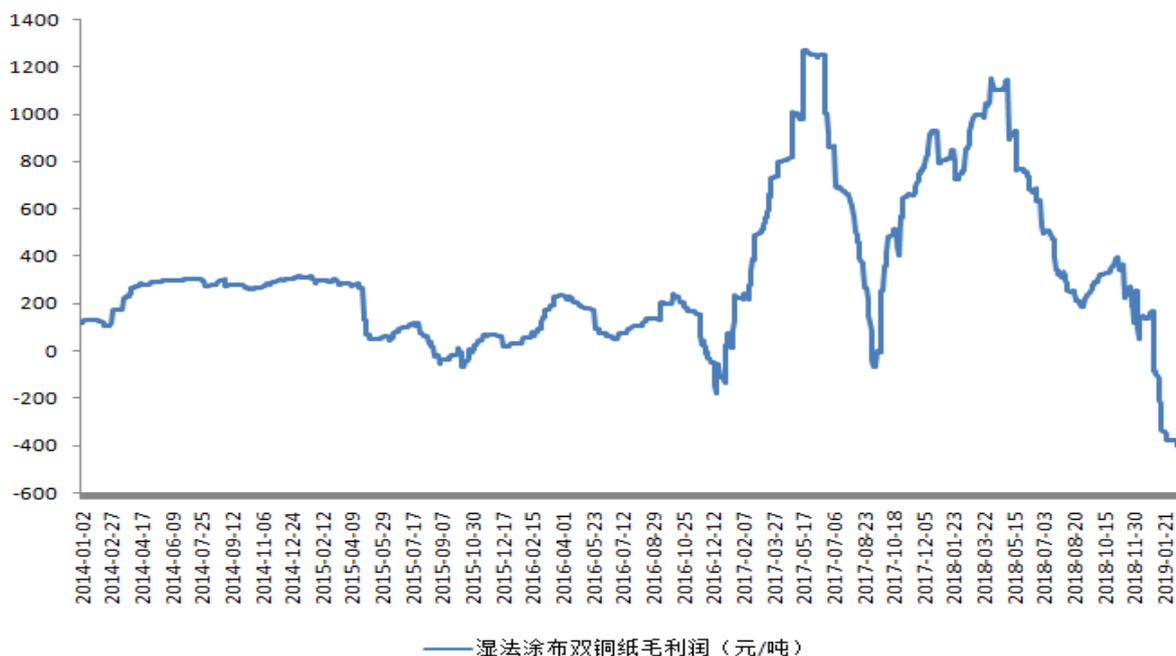
图 24：双铜纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019 年 2 月双铜纸毛利润继续下滑，月末毛利润-427.16 元/吨，较月初下滑 48/吨，双铜纸利润亏损严重，已处于历史低位，或对后期开机率造成影响。

图 25: 湿法涂布双铜纸毛利润

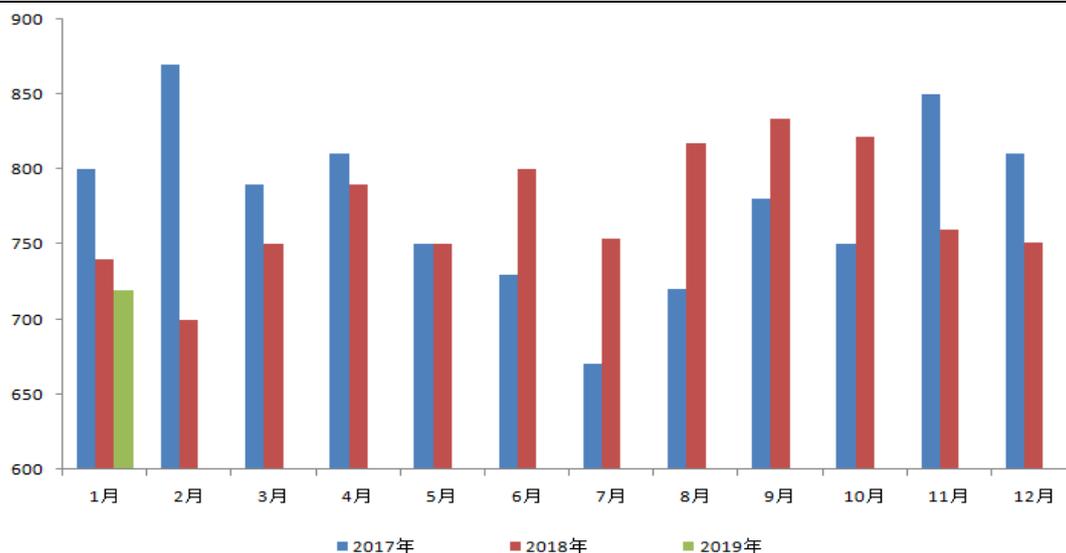


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.5.3 生活用纸产量下滑, 利润仍处于较高位

2018年9月开始生活用纸产量持续下滑, 2019年1月生活用纸产量继续下滑, 较前一月下降3.2万吨, 降幅4.26%, 较2018年同期下降2.1万吨, 降幅2.84%。

图 26: 生活用纸产量 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

2019年2月生活用纸利润下降, 月末毛利润877.7元/吨, 较月初下滑57元/吨, 虽然利润下滑, 但是目前生活用纸利润总体仍处于较高位, 需求较好。

图 27：喷浆生活用纸毛利润

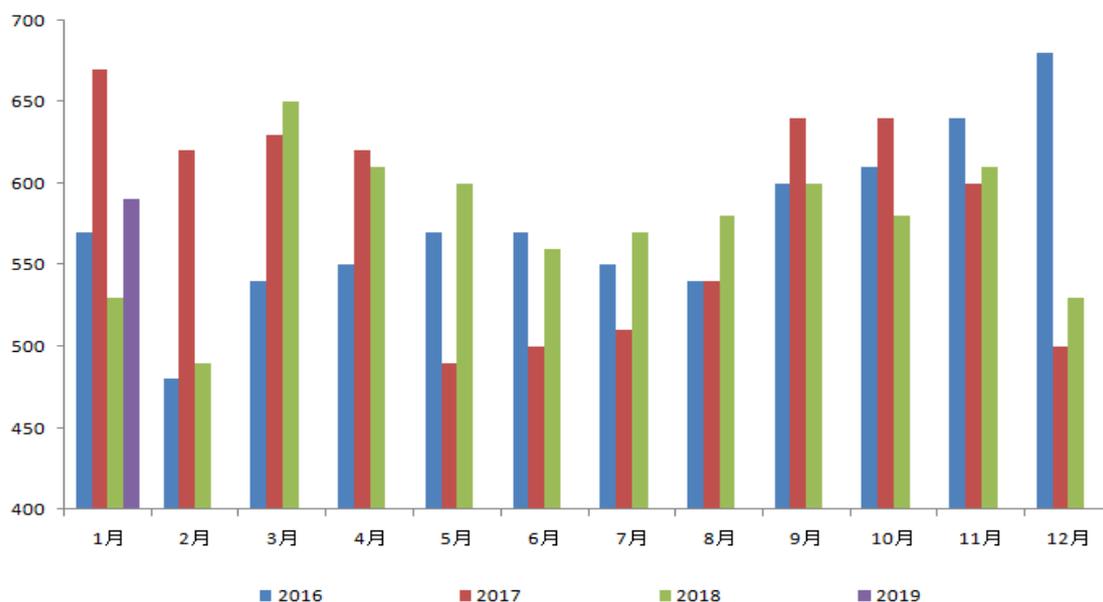


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.4 白卡纸产量回升，库存下降

2019 年 1 月白卡纸产量 59 万吨，比前一月增加 11.32%，较去年同期增加 11.32%，产量止跌回升。

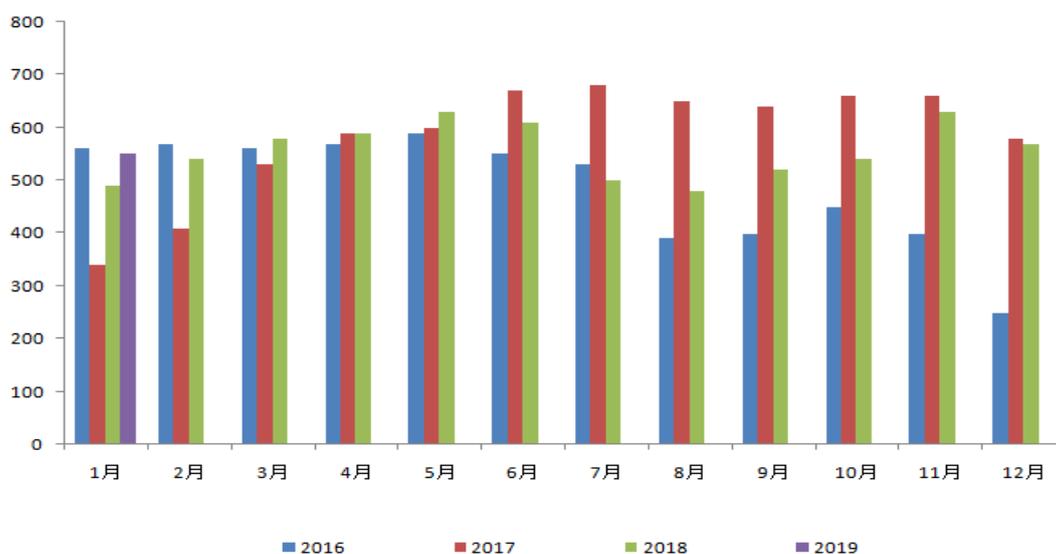
图 28：白卡纸产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019 年 1 月白卡纸企业库存 55 万吨，比前一月下降 2 万吨，降幅 3.5%，白卡纸需求尚可，库存下降，后期白卡纸产量或将有所提升。

图 29：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

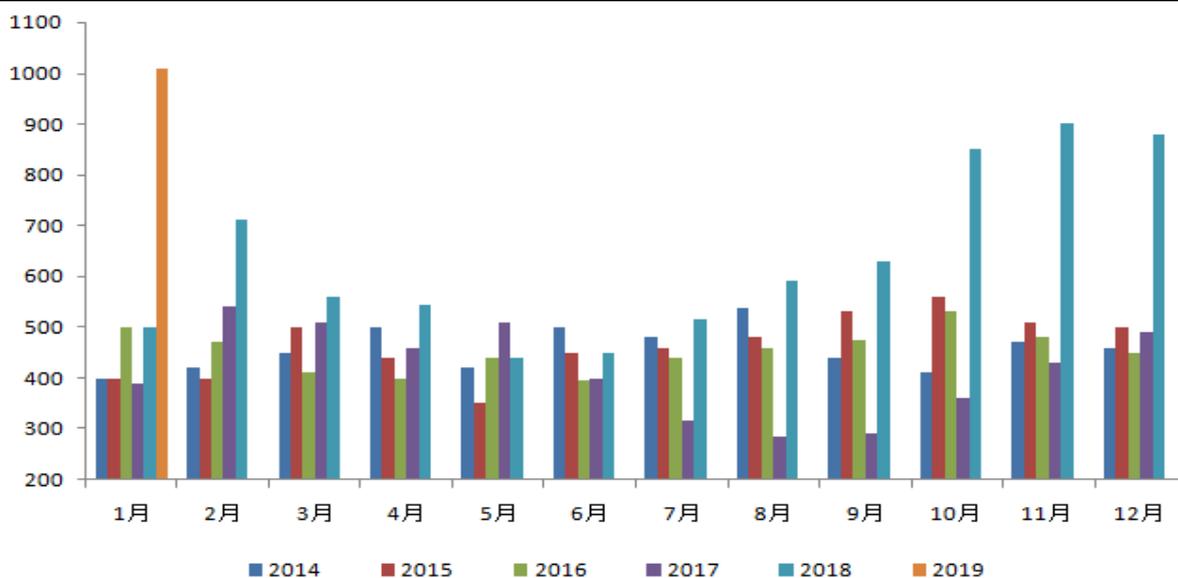
3.5.5 消费小结

漂针浆、漂阔浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸以及包装用白卡纸。印刷用纸方面，双胶纸、双铜纸开机率下滑，行业利润持续下降，亏损严重，后期开机率可能受到影响，对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱。生活用纸方面，虽然利润下滑，但是目前生活用纸利润总体仍处于较高位，对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可。白卡纸方面，产量回升，库存小幅下降，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求相对较好，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求较为一般，没有出现明显好转。

3.6 港口库存处于高位

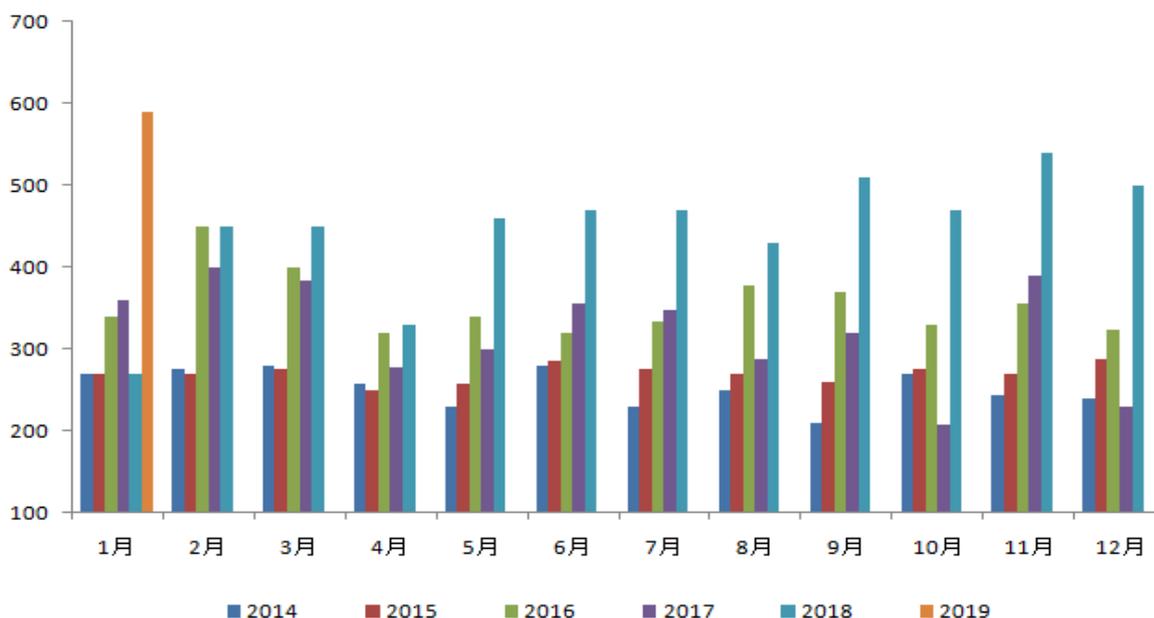
2019年1月青岛港木浆库存101万吨，库存比上一月增加13万吨，增幅14.77%，库存止降回升；1月青岛港木浆库存比去年同期增加51万吨，增幅102%，青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。1月常熟港木浆库存59万吨，库存比上一月增加9万吨，增幅18%，库存止降回升；1月常熟港木浆库存比去年同期增加32万吨，增幅119%，常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。港口库存增加，库存处于历史高位，根据卓创资讯不完全统计，2月下旬，青岛港、常熟港、保定港木浆库存较一月下旬增加18%，库存压力继续增大。

图 30: 青岛港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 31: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.7 总结

国际方面, 全球木浆发运量增加, 企业库存及港口库存偏高, 压制国际纸浆价格。国内供应方面, 2019 年 1 月我国木浆进口量增加其中漂阔浆的进口量增幅大于漂针浆的进口量增幅, 漂阔浆的供应压力更大。下游消费方面, 印刷用纸开机率下滑, 行业利润持续下降, 亏损严重, 对于木浆需求偏弱; 生活用纸虽然产量及利润下滑, 但是目前行业利润仍处于高位, 后期对

于木浆需求尚可。白卡纸产量回升，库存下降，对于木浆需求相对较好，整体来看造纸行业对于木浆需求较为一般，没有明显好转。国内港口库存处于历史高位，据卓创资讯不完全统计，二月下旬港口库存继续增加，库存压力较大，预计近期纸浆价格以震荡偏弱为主。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。