



兴证期货研发部 2019 年理财 4 月报 目录

股指期货	3
回归基本面因素 指数或冲高回落	3
有色金属·铜	14
TC 下滑，PMI 超预期，铜价有望重回强势	14
有色金属·铝	28
库存出现下降拐点，铝价或震荡上行	28
有色金属·锌	38
库存持续下行，锌价仍有支撑	38
螺纹钢&铁矿石	50
螺矿 4 月面临筑顶	50
焦煤&焦炭	64
第三轮提降预期促焦炭企稳；焦煤承压下行	64
原油	74
供给好转提供支撑，4 月油价震荡偏多	74
动力煤	88
增值税下调叠加传统淡季，煤价或将震荡下行	88

豆类油脂 99

 需求淡季，油脂区间震荡..... 99

纸浆..... 111

 造纸行业利润改善，震荡调整..... 111

分析师承诺..... 131

免责声明 131

回归基本面因素 指数或冲高回落

2019年4月1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3月共21个交易日,市场偏强震荡,上证综指上涨5.09%至3090.76点,创业板指上涨10.28%至1693.55点,行业板块普涨,农林牧渔、食品饮料、轻工制造及计算机领涨。

三大期货品种3月延续集体收涨,IC维持强势,IH涨幅较小。市场流动性延续回升,期指成交量及持仓量先降后升,其中IC成交增幅较大,IH合约持仓增幅较大。从基差水平来看,合约期现价差从高位震荡回落,月初合约升水一度大幅走扩,IF及IH升水收窄,IC合约回归贴水状态,同时,股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。从跨品种来看,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值偏强震荡,多IC空IH策略略为占优。

● 后市展望及策略建议

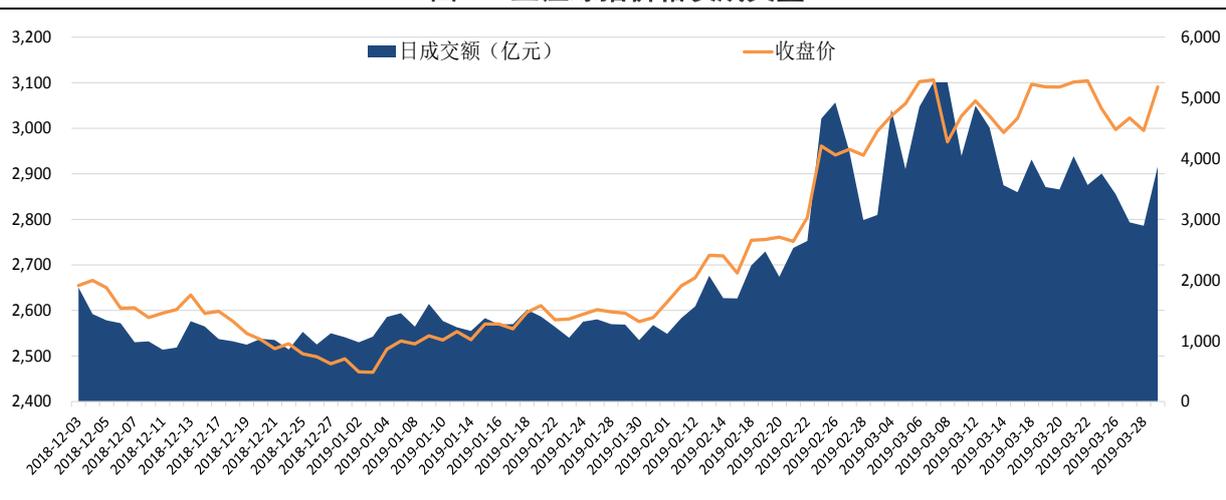
综合来看,2019第一季度春季躁动累计的涨幅较大,中小创业绩利空出尽、外部资金加速流入、两会及科创板相关概念炒作、中美贸易摩擦缓和等多重利好逐步被消化,短期上行节奏过快,未来加仓空间有限,市场有望回归基本面,目前经济预期有所上调,四月市场进入宏观经济及微观业绩的验证期,一季度个股涨幅较实际业绩有所偏离,二季度有调整需求,海外股市波动加剧或干扰风险偏好回落,预计四月走势冲高回落,结构性机会大于趋势机会,看好阿尔法策略等市场中性策略,预计三大期指中IC偏强,中期继续看好多IC空IH跨品种策略。仅供参考。

1. 期指市场回顾

1.1 股票市场震荡走高

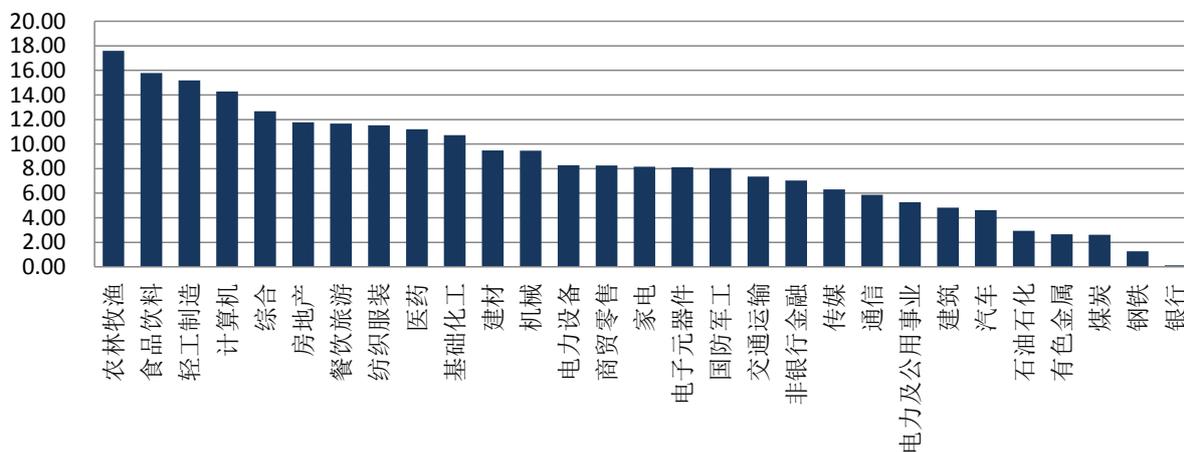
2019年3月共21个交易日，市场偏强震荡，上证综指上涨5.09%至3090.76点，创业板指上涨10.28%至1693.55点，沪深300指数涨5.53%，上证50指数涨3.45%，中证500指数上涨10.39%。行业板块普涨，农林牧渔、食品饮料、轻工制造及计算机领涨。

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 期指合约期现价差高位回落

三大期货品种3月延续集体收涨，其中IC维持强势，IF1904合约上涨5.24%，IH1904上涨2.74%，IC1904合约上涨10.26%。

市场流动性延续回升，期指成交量及持仓量先降后升，IF、IH、IC 3月日均成交量较2月均值分别增长了35.30%、33.23%、62.09%，IC成交增幅较大；IF、IH、IC 3月日均持仓量较2

月均值分别增加 24.18%、34.38%、15.75%，其中 IH 合约持仓增幅较大。

从基差水平来看，合约期现价差从高位震荡回落，月初合约升水一度大幅走扩，IF 及 IH 升水收窄，IC 合约回归贴水状态，截止 3 月 29 日，IF、IH 及 IC 主力分别升水 0.10%、升水 0.02%、贴水 0.24%。同时，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。

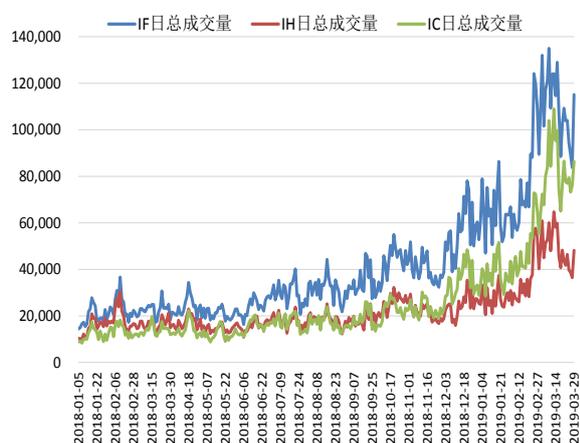
从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值偏强震荡。截至 3 月 29 日，IF/IH 主力合约点数比值上升 2.24%至 1.3652，IC/IF 主力合约点数比值上升 4.29%至 1.4278，IC/IH 主力合约比值上涨 6.62%至 1.9493。

表 1: 股指期货 2019 年 3 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
IF1904.CFE	3876.2	5.24	3.9	0.10%	2019-04-19	14	1.72%
IF1905.CFE	3878.4	0.00	6.1	0.16%	2019-05-17	31	1.22%
IF1906.CFE	3869.0	4.76	-3.3	-0.09%	2019-06-21	55	-0.38%
IF1909.CFE	3850.8		-21.5	-0.56%	2019-09-20	119	-1.13%
IH1904.CFE	2839.2	2.74	0.7	0.02%	2019-04-19	14	0.42%
IH1905.CFE	2847.8	0.00	9.3	0.33%	2019-05-17	31	2.56%
IH1906.CFE	2837.6	2.65	-0.9	-0.03%	2019-06-21	55	-0.14%
IH1909.CFE	2826.0		-12.5	-0.44%	2019-09-20	119	-0.90%
IC1904.CFE	5534.4	10.26	-13.3	-0.24%	2019-04-19	14	-4.13%
IC1905.CFE	5523.2	0.00	-24.5	-0.44%	2019-05-17	31	-3.44%
IC1906.CFE	5486.4	9.55	-61.3	-1.10%	2019-06-21	55	-4.86%
IC1909.CFE	5430.0		-117.7	-2.12%	2019-09-20	119	-4.31%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 股指期货成交量



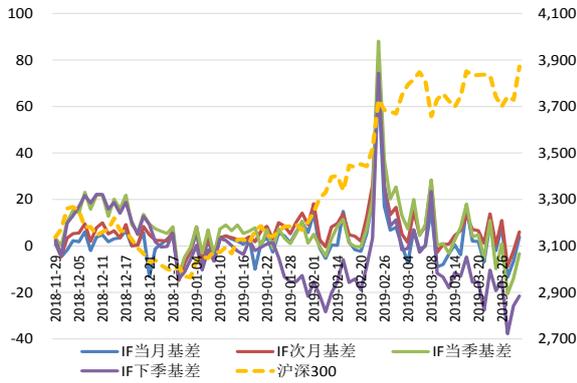
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 股指期货持仓量



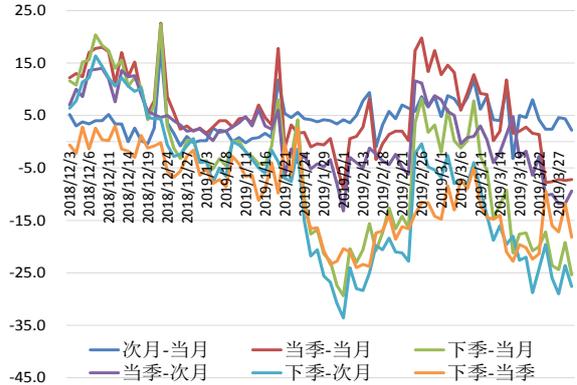
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



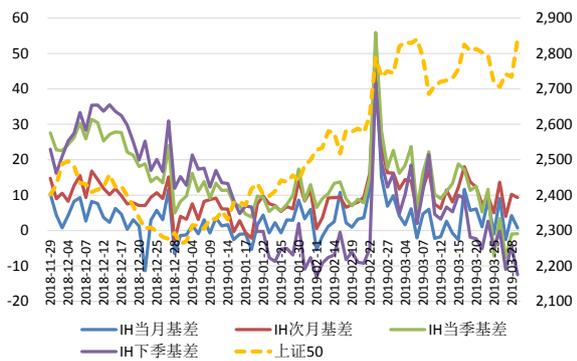
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IF 各合约跨期价差走势



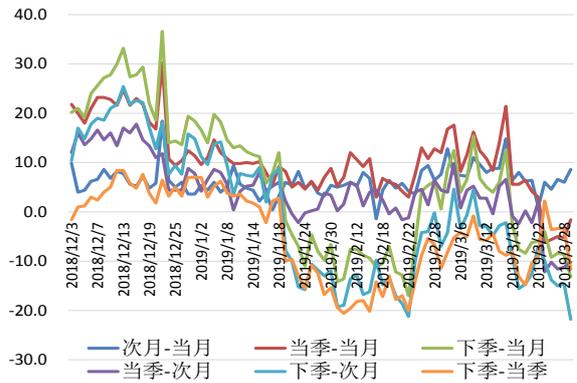
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势



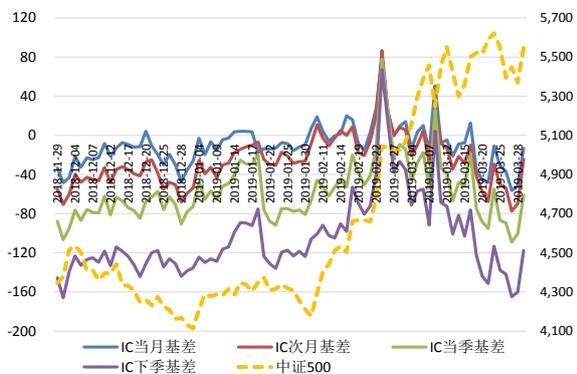
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IH 各合约跨期价差走势



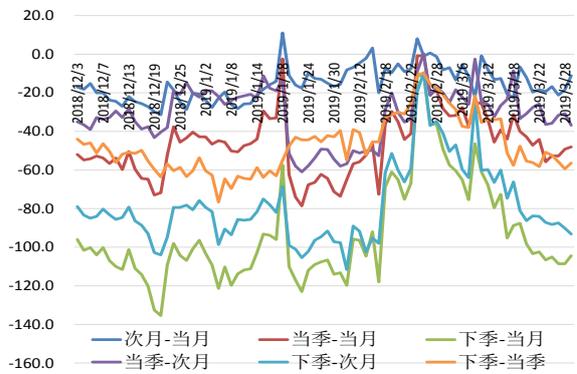
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



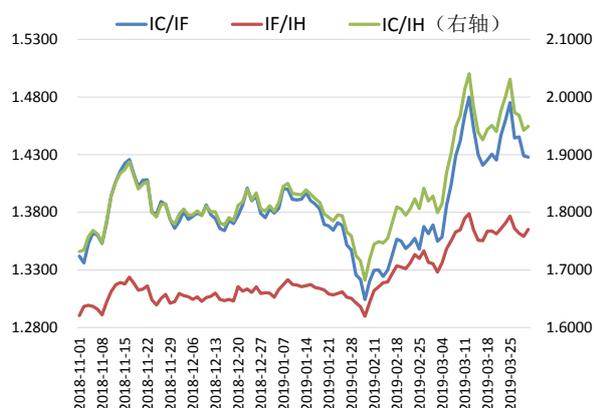
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



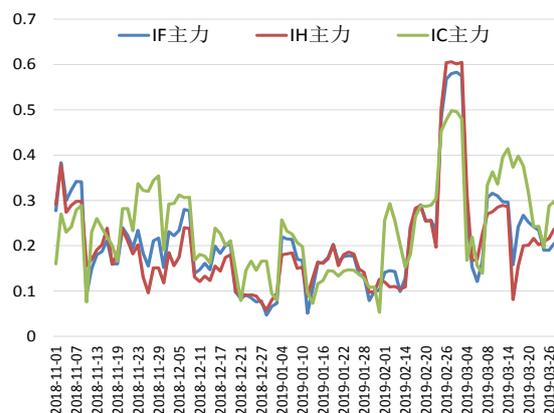
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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 宏观下行压力延续，二季度进入验证期

一季度公布的经济数据显示，消费、投资及出口短期维持探底趋势。1-2 月的消费增速呈现一定的低位企稳迹象，1-2 月份社会消费品零售同比增长 8.2%，增速与上年 12 月份持平，比 11 月份高 0.1 个百分点。房地产投资、基建投资则接力制造业，拉动固定投资增长，1-2 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%，增速比 2018 年全年提高 0.2 个百分点，预计未来基建仍将受益于积极的财政政策而支撑投资维持韧性。进出口方面，按美元计价 2 月份中国出口同比下跌 20.7%，进口同比下降 5.2%，贸易帐为顺差 41.2 亿美元，收窄 87.2%。目前中美贸易阶段性缓和，“抢出口”效应消退后，随着全球经济增长放缓，2018 年末起出口的颓势已经显现。工业数据亦不造好，1-2 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，剔除春节因素影响增长 6.1%，低于预期；且 1-2 月规模以上工业企业利润总额同比下降 14.0%，经测算，剔除春节因素，规模以上工业企业利润总额与上年同期持平略降。

不过金融数据 2019 年初先行反弹，M1 触底回升，同比增长 2%，增速比上月末高 1.6 个百分点；M2 同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.4 个和 0.8 个百分点，剪刀差有所减小。1 月新增贷款及社融放出天量后，2 月有所回落，但整体来看，前两个月人民币贷款新增 4.11 万亿，同比多增 3748 亿元，社融新增 5.31 万亿，同比多增 1.05 万亿元，结构上来看新增贷款相对平稳，新增社融明显回升，体现出企业投资意愿略有回升。

综合来看，1-2 月份的宏观数据表明，短期仍在探底阶段，一季度数据真空期过后，二季度经济下行压力延续。但宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现，尤其是社融和基建投资触底回升，货币政策传导至实体经济出现边际改善，经济预期有望上调，四月市场进入宏观经济及微观业绩的验证期。

表 2：近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
03/01/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Feb	48.5	49.9	48.3	--
03/05/2019 09:45	财新中国PMI综合	Feb	--	50.7	50.9	--
03/05/2019 09:45	财新中国PMI服务业	Feb	53.5	51.1	53.6	--
03/07/2019 16:30	外汇储备	Feb	\$3087.95b	\$3090.18b	3087.92	--
03/08/2019 11:17	贸易余额人民币	Feb	250.00b	34.46b	271.16b	--
03/08/2019 11:17	出口同比人民币	Feb	6.60%	-16.60%	13.90%	--
03/08/2019 11:17	进口同比人民币	Feb	6.20%	-0.30%	2.90%	--
03/08/2019 11:17	贸易余额	Feb	\$26.20b	\$4.12b	\$39.16b	\$39.79b
03/08/2019 11:17	出口同比	Feb	-5.00%	-20.70%	9.10%	9.30%
03/08/2019 11:17	进口同比	Feb	-0.60%	-5.20%	-1.50%	-1.60%
03/09/2019 09:30	CPI 同比	Feb	1.50%	1.50%	1.70%	--
03/09/2019 09:30	PPI同比	Feb	0.20%	0.10%	0.10%	--
03/10/2019 09:00	总融资人民币	Feb	1300.0b	703.0b	4640.0b	4635.3b
03/10/2019 09:00	货币供应M2同比	Feb	8.40%	8.00%	8.40%	--
03/10/2019 09:00	货币供应M1年同比	Feb	2.00%	2.00%	0.40%	--
03/10/2019 09:00	货币供应M0年同比	Feb	10.00%	-2.40%	17.20%	--
03/10/2019 09:00	New Yuan Loans CNY	Feb	950.0b	885.8b	3230.0b	--
03/12/2019 12:00	人力资源调查	2Q	--	6%	10%	--
03/14/2019 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Feb	6.10%	6.10%	5.90%	--
03/14/2019 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Feb	5.60%	5.30%	6.20%	--
03/14/2019 10:00	社会消费品零售	Feb	8.20%	8.20%	9.00%	--
03/14/2019 10:00	调查失业率	Feb	--	5.30%	4.90%	--
03/14/2019 10:00	Property Investment YTD YoY	Feb	--	11.60%	9.50%	--
03/15/2019 09:30	新建住宅均价环比	Feb	--	0.53%	0.61%	--
03/15/2019 11:20	外国直接投资同比人民币	Feb	--	6.60%	4.80%	--
03/18/2019 16:35	中国银行结售汇 - 银行代客	Feb	--	-102.3b	103.1b	--
03/26/2019 10:00	彭博3月中国调查 (表格)					
03/27/2019 09:30	工业利润 年迄今 同比	Feb	--	-14.00%	--	--
03/28/2019 09:00	Swift全球支付人民币	Feb	--	1.85%	2.15%	--
03/29/2019	经常账户余额	4Q F	--	--	\$54.6b	--
03/31/2019 09:00	综合PMI	Mar	--	--	52.4	--
03/31/2019 09:00	非制造业采购经理指数	Mar	54.4	--	54.3	--
03/31/2019 09:00	制造业采购经理指数	Mar	49.6	--	49.2	--
04/01/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Mar	50	--	49.9	--
04/03/2019 09:45	财新中国PMI综合	Mar	--	--	50.7	--
04/03/2019 09:45	财新中国PMI服务业	Mar	52.3	--	51.1	--

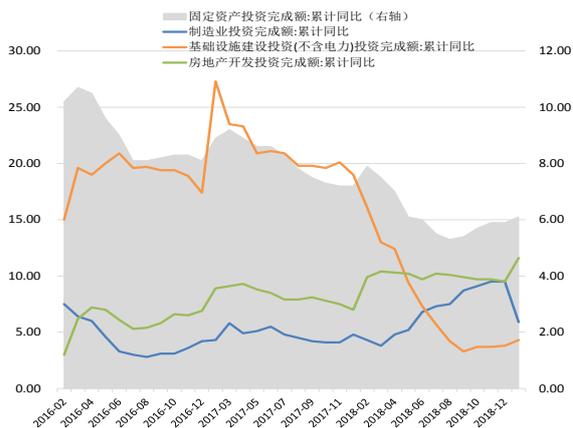
数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

图 13：消费增速



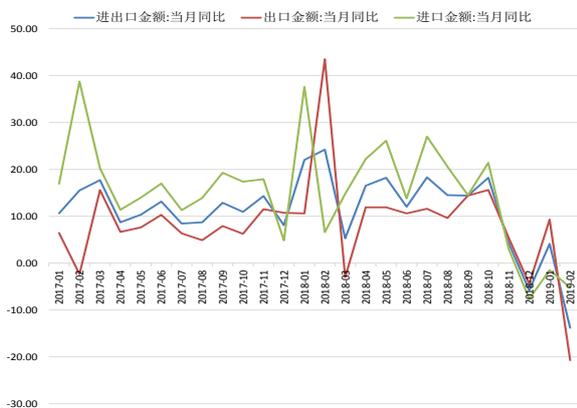
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：固定资产投资增速



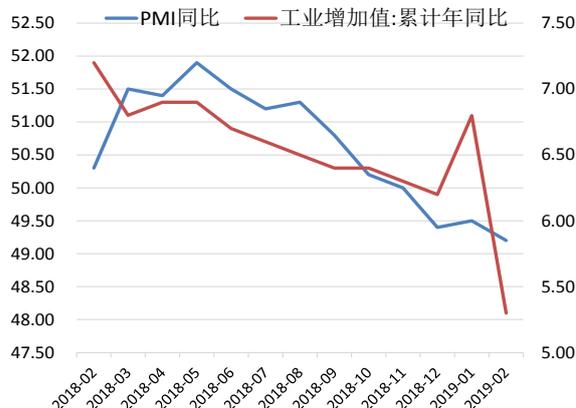
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 进出口增速 (按美元计)



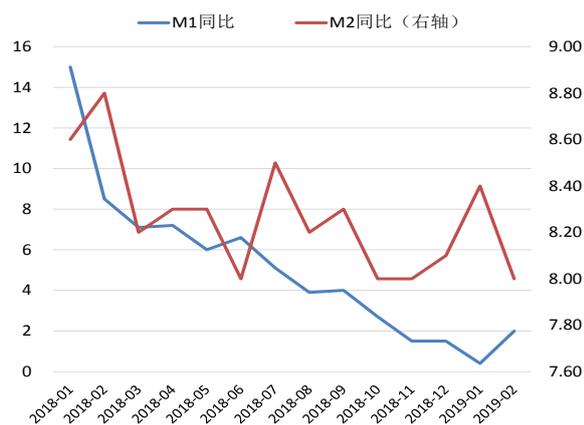
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: PMI 以及工业增加值 走势图



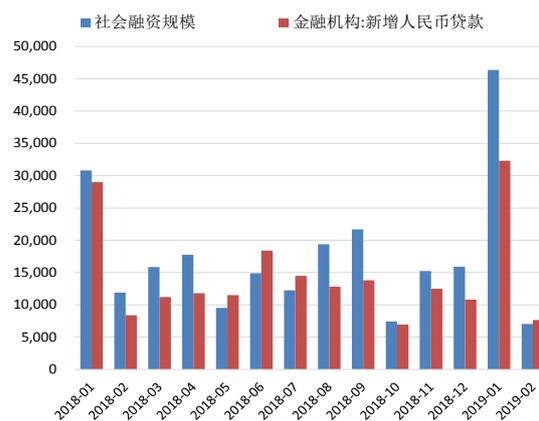
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 人民币贷款与社融



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 全球货币政策调整，宽松预期再升温

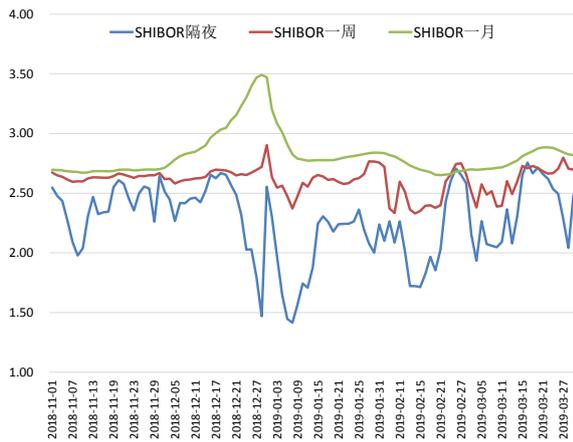
2019 年 3 月资金流动性整体平稳偏松，从市场利率的走势来看，短期 SHIBOR 及银行质押式回购利率略有走高，整体维持平稳。

3 月 22 日，美国 10 年期国债收益率报收 2.44%，1 月、3 月、1 年、5 年期国债收益率分别为 2.49%、2.46%、2.45% 和 2.24%，短端利率高于长端利率，收益率曲线出现倒挂。直至 3 月 26 日，10 年期美国国债收益率与 3 个月期收益率继续倒挂。全球经济增长放缓的担忧大幅升温，美联储大概率提前结束加息缩表，且降息预期有所抬头，欧洲央行重申进一步推迟加息，全球货币政策可能会发生较大调整，从趋紧向中性甚至向扩张的方向发展。3 月底中国市场传来降准的消息，虽被快速辟谣，但二季度货币政策宽松预期再升温。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，沪深 300 指数的动态市盈率为 12.67 倍，市净率为 1.51；上证 50 指数的动态市盈率为 10.01 倍，市净率为 1.23；中证 500 指数的动态市盈率为

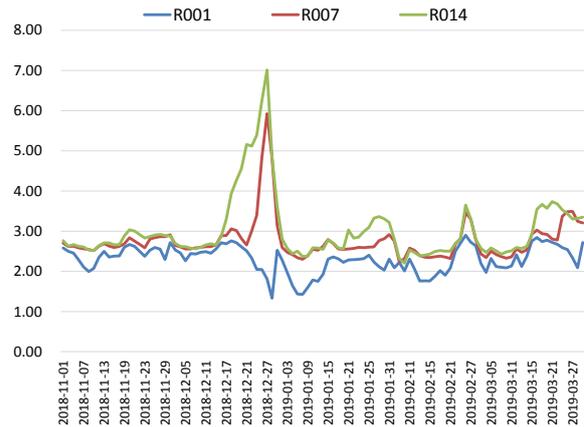
24.92 倍，市净率为 2.05。三大指数的动态市盈率及市净率在 2019 年 3 月继续回升，目前尤其是沪深 300 指数市盈率处于均值以上，上证 50 基本回到均值水平，仅有中证 500 指数估值水平仍在历史低位。从估值水平的角度来看，中长期估值依然存在向上修复的空间，且市场贴现率下行对估值回升仍有利好空间，尤其是对于中小创股而言，但利率端贡献空间有限，后续仍需关注盈利端的影响。

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	12.67	10.01	24.92
平均市盈率	12.52	10.43	36.09
标准差	3.06	2.49	12.08
偏离标准差	0.05	-0.17	-0.92
百分比排序	54.05%	46.85%	11.71%
最新市净率	1.51	1.23	2.05
平均市净率	1.71	1.50	2.79
标准差	0.41	0.40	0.72
偏离标准差	-0.47	-0.66	-1.02
百分比排序	45.05%	33.33%	10.00%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 多重利好推动，风险偏好继续走高

两会顺利结束，今年重点工作主要包括，减税降费，将制造业等行业现行 16% 的增值税税率降至 13%，全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元；就业，首次将就业优先政策置于宏观政策层面，金融，设立科创板并试点注册制，促进多层次资本市场健康稳定发展。

中美贸易磋商持续进行。美国贸易代表团于 3 月 28 日访华进行第八轮中美高级别贸易磋商，中美双方都通报了谈判取得的进展，中方代表团将于 4 月初赴美进行中美第九轮高级别贸易磋商，最终贸易磋商结果仍然有待观察。

科创板加速推进。3月29日，上交所网站披露，受理9家企业科创板上市申请，9家企业拟IPO募资合计约85亿元。3月30日，上交所科创板股票发行上市审核板块显示，首批受理企业3家审核状态有变化，从“已受理”变更为“已问询”。

从A股需求来看，国内资金持续加仓，两融余额突破9000亿，3月28日为9199.5亿元，较2月28日的8046.7亿元大增1152.8亿元，续创近期新高。另外，受益于今年以来A股市场的持续反弹，偏股基金发行也大幅回暖，睿远成长价值混合基金一日售罄、吸引710亿元资金追捧，并刷新A股历史上公募配售比例新低，永赢、中庚、富国、易方达等多家基金公司近期发行的新基金也发布了提前结束募集公告。海外资金流入速度有所放缓，根据沪股通及深股通的情况来看，截止3月29日，沪股通、深股通3月分别净流入9.43亿元、34.13亿元，较2月净流入明显放缓流入。

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)
2019-03	42	718.64	11	93.555	15	66.982	3	18.794			11	536.314	2	3.000
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

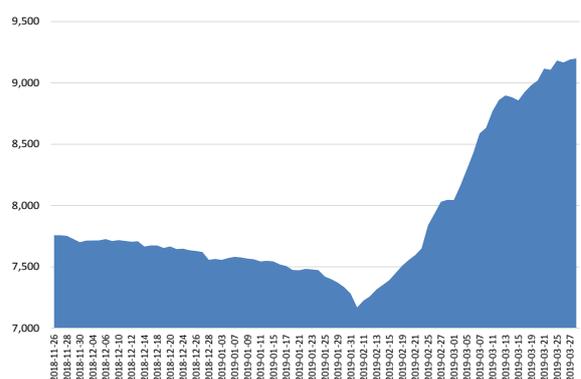
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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 美联储超预期鸽派，海外市场波动加剧

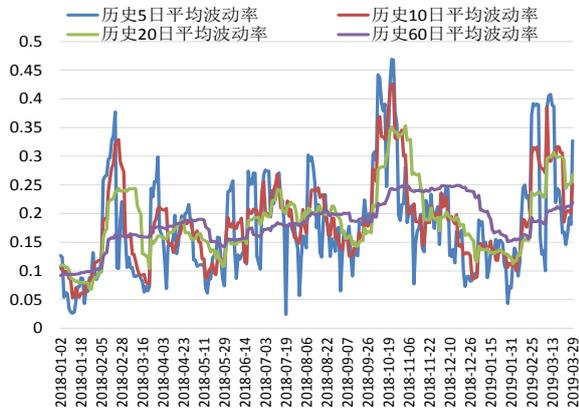
美国10年期国债收益率曲线出现倒挂，全球经济增长放缓的担忧大幅升温，美联储12月加息预期逆转，未来大概率提前结束加息缩表，且降息预期有所抬头。

市场风险偏好有所回落，全球股票市场多数收涨，但波动有所加剧，美国三大指数升势转弱，道琼斯指数月涨0.05%，纳斯达克指数月涨2.61%，标普500指数月涨1.79%。3月上证综

指的波动率继续维持高位。

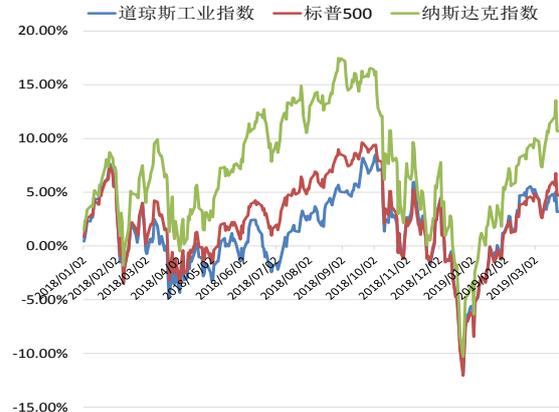
我们认为全球股市一季度的回暖已经反映货币市场的利多预期，近期市场关注焦点又回归经济基本面，全球资金对于经济增速下行的担忧升温，海外股市扰动加剧，不确定性上升，避险情绪联动性较强，预计 A 股收到海外市场联动干扰的风险仍然较大。

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	1.67	1.13	1.20	0.99	1.53	1.42	-1.95	-0.21	-0.43
2019年3月	0.05	2.61	1.79	2.89	2.10	0.09	-0.84	1.46	5.09
最近三个月	11.15	16.49	13.07	8.19	13.10	9.16	5.95	12.40	23.93
2018年至今	4.89	11.96	6.01	-5.31	0.71	-10.77	-6.85	-2.90	-6.54

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 总结与展望

2019 年 3 月共 21 个交易日，市场偏强震荡，上证综指上涨 5.09% 至 3090.76 点，创业板指上涨 10.28% 至 1693.55 点，行业板块普涨，农林牧渔、食品饮料、轻工制造及计算机领涨。

三大期货品种 3 月延续集体收涨，IC 维持强势，IH 涨幅较小。市场流动性延续回升，期指成交量及持仓量先降后升，其中 IC 成交增幅较大，IH 合约持仓增幅较大。从基差水平来看，合约期现价差从高位震荡回落，月初合约升水一度大幅走扩，IF 及 IH 升水收窄，IC 合约回归贴水状态，同时，股指期货合约远-近月价差亦震荡走弱。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值偏强震荡，多 IC 空 IH 策略略为占优。

从国内经济的宏观层面来看，1-2 月份的宏观数据表明，短期仍在探底阶段，二季度经济下行压力延续，但宏观调控加大逆周期调节力度的效果初步显现，尤其是社融和基建投资触底回升，经济预期有望上调，四月市场进入宏观经济及微观业绩的验证期。从资金面来看，全球经济增长放缓的担忧大幅升温，美联储大概率提前结束加息缩表，且降息预期有所抬头，欧洲央行重申进一步推迟加息，全球货币政策可能会发生较大调整，3 月底中国市场传来降准的消息，虽被快速辟谣，但二季度货币政策宽松预期再升温。市场贴现率下行对估值回升仍有利好空间，尤其是对于中小创股而言，但利率端贡献空间有限，后续仍需关注盈利端的影响。市场风险偏

好延续走高，从 A 股需求来看，国内资金持续加仓，两融余额突破 9000 亿，偏股基金发行也大幅回暖。但海外资金流入速度较 2 月明显放缓。全球股市一季度的回暖已经反映货币宽松的利多预期，近期市场关注焦点又回归经济基本面，对于经济增速下行的担忧升温，海外股市扰动加剧，不确定性上升，避险情绪联动性较强，预计 A 股收到海外市场联动干扰的风险较大。

综合来看，2019 第一季度春季躁动累计的涨幅较大，中小创业绩利空出尽、外部资金加速流入、两会及科创板相关概念炒作、中美贸易摩擦缓和等多重利好逐步被消化，短期上行节奏过快，未来加仓空间有限，市场有望回归基本面，目前经济预期有所上调，四月市场进入宏观经济及微观业绩的验证期，一季度个股涨幅较实际业绩有所偏离，二季度有调整需求，海外股市波动加剧或干扰风险偏好回落，预计四月走势冲高回落，建议结构性机会大于趋势机会，看好阿尔法策略等市场中性策略，预计三大期指中 IC 偏强，中期继续看好多 IC 空 IH 跨品种策略。仅供参考。

TC 下滑，PMI 超预期，铜价有望重回强势

2019 年 4 月 1 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

在国内 4 月份开始降低增值税政策影响下，SHFE 与 LME 铜价走势分化，3 月份国内主力合约 CU1905 跌 2.69%，LME 铜价跌幅仅为 0.12%。本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（22%），锌（19%），锡（10%）。

● 后市展望及策略建议

1. 铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元。

从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 的增速。春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 29 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 70 美元/吨，远远低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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. 国内 3 月制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方，叠加基建刺激预期，铜消费大概率持稳。3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持续。

4. 全球铜显性库存处于季节性低位。截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨，同比 2018 年减少 38.5 万

吨，处于近几年低位。

基于以上分析，我们认为 TC 的快速下滑，已经逐步验证 2019 年铜精矿相对短缺的预期，后期精铜供应压力大概率会下滑。需求端虽然海外实体经济转差，但国内 3 月制造业 PMI 超预期回升，叠加基建投资刺激预期，我们认为全球铜消费大概率会稳住。综上，我们对铜价维持乐观预期。仅供参考。

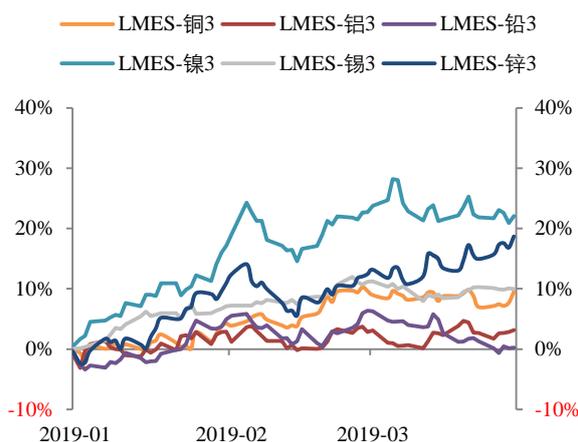
● **风险提示：**

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

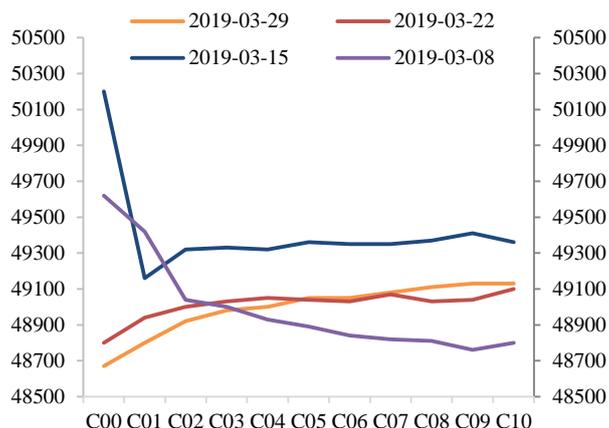
在国内 4 月份开始降低增值税政策影响下，SHFE 与 LME 铜价走势分化，3 月份国内主力合约 CU1905 跌 2.69%，LME 铜价跌幅仅为 0.12%。本年 LME 铜价累计涨 9%，在有色金属中涨幅次于镍（22%），锌（19%），锡（10%）。

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：TC 快速下滑至 70 美元，逐步兑现铜精矿相对短缺预期

2.1 供应：铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元

从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 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。

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 2019 年国内精炼铜供应增速有限。

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 全球主要 15 家矿企 2019 年产量预期 14.21 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 财年产量预期上调 3.5 万吨至 169.25 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 年产量目标由于 Las Bambas 产量的恢复上升 3.59 万吨。但根据 MMG 在 3 月 26 日发布的公告看，由于 Fuerabamba 社区居民举行的抗议活动阻断了人员和矿山物流的进出，预期 Las Bambas 生产将逐步受到影响，MMG 对销售合同宣布不可抗力，我们预期 MMG 将会下调 2019 年产量目标。

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: 15 大矿企 2019 年产量预期 14.21 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	180.66	8.5	4.70%	-1.92%
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	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
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	Vale	43.85	39.55	2.15	5.44%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.4	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%
	小计	1213.52	1284.44	14.21	1.11%	5.68%

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

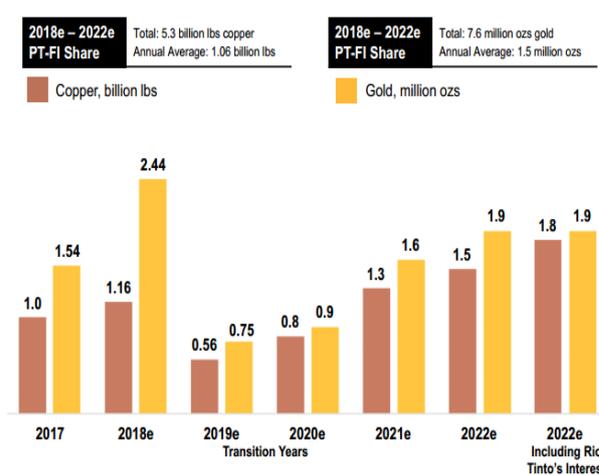
27.2 万吨。

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)**

公司名称	矿山名称	2019 增量: 万吨
增量:		
First Quantum	Cobre Panama	15
Glencore	katanga	15
Codelco	Chuquicamata	8.5
Grupo Mexico	Toquepala	5
其它		21.5
小计		65
减量:		
Freeport-McMoRan	Grasberg	-27.2
合计		37.8



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 TC 快速下滑至 70 美元，逐步兑现铜精矿相对短缺预期

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 2019 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。

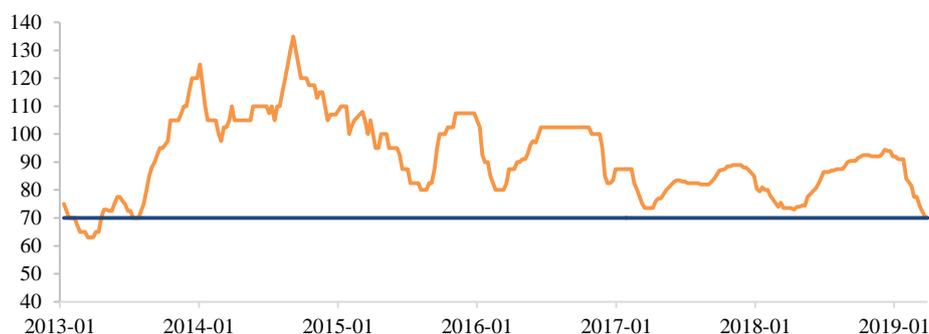
春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 29 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 70 美元/吨，远远低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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 2013 年下半年以来的低位



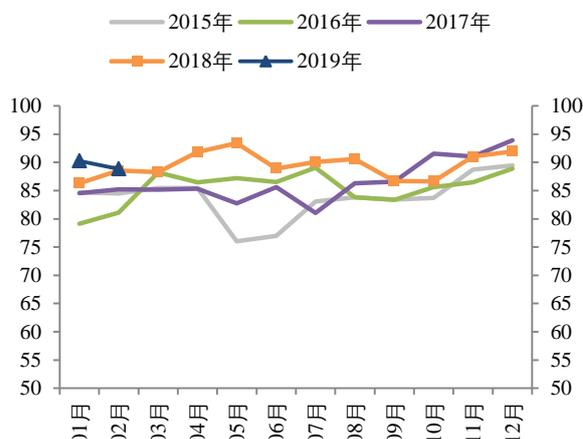
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：1-2 月精炼铜产量增速下滑至 3.70%

图 6：2 月国内冶炼公司开工率 88.86%



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 3 月制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方，叠加

基建刺激预期，铜消费大概率持稳

3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

国内基建刺激预期强烈，截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

2 月 27 日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 1-2 月电网投资仅为 244 亿元，同比下滑 9%，但我们认为国家电网若要完成投资计划，后期会逐步加大投资力度。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持续。

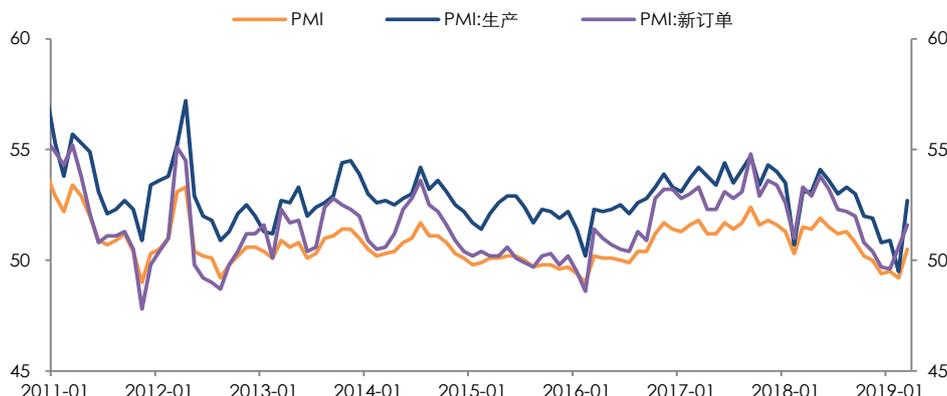
2.2.1 国内 3 月官方制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方

3 月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

生产指数为 52.7，比上月上升 3.2，重返临界点之上，随着春节后企业开工，制造业生产活动有所恢复。

新订单指数为 51.6，比上月上升 1，连续两个月位于临界点之上，表明制造业市场需求持续增长。

图 9：3 月官方制造业 PMI 超预期回升至荣枯线上方



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 基建投资增速继续回升

截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期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 14066 亿元

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)
地方政府债	337	3.70	14066

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 10：国内铜消费按品种分布

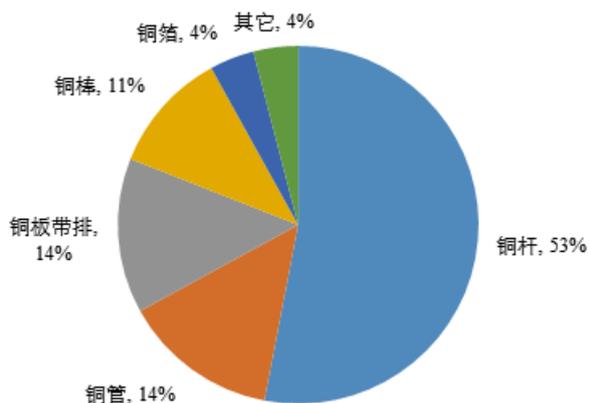
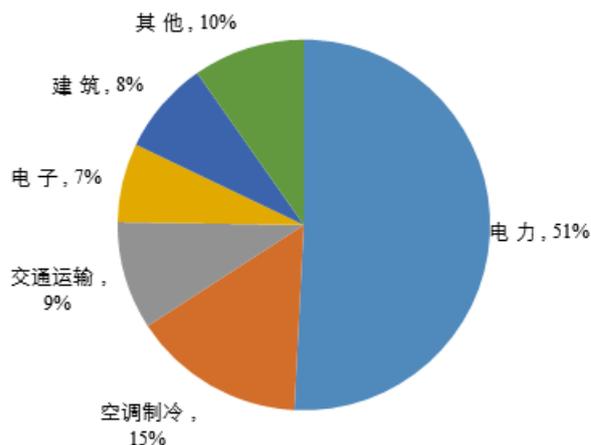


图 11：国内铜终端消费行业分布

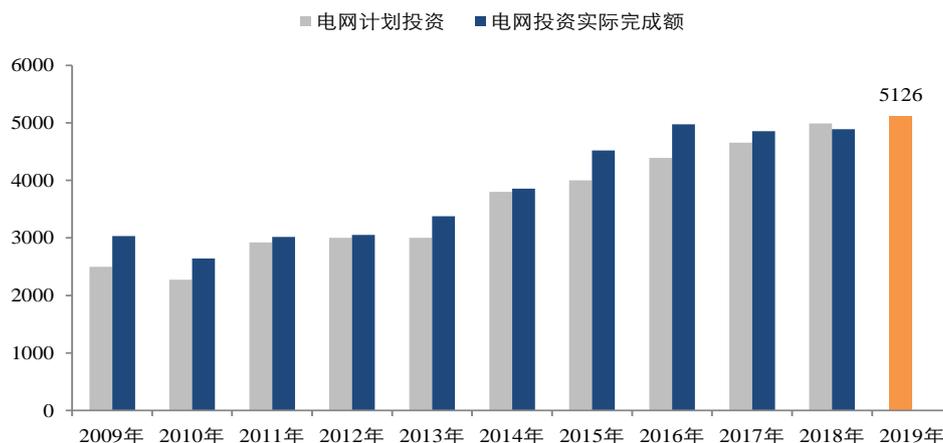


数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

数据来源：安泰科，兴证期货研发部

2 月 27 日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 1-2 月电网投资仅为 244 亿元，同比下滑 9%，但我们认为国家电网若要完成投资计划，后期会逐步加大投资力度。

图 12：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 13：1-2 月电网投资负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：基建投资增速有望恢复向上

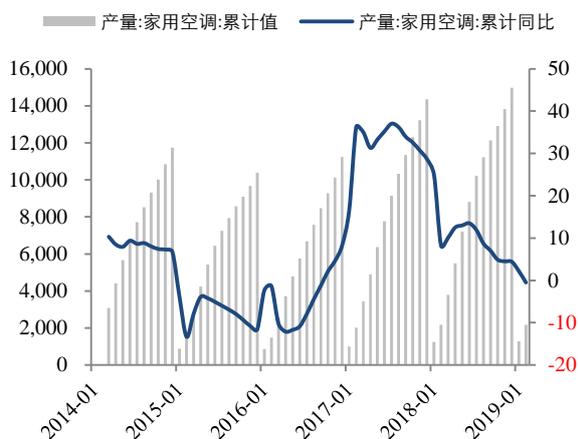


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 空调产量负增长

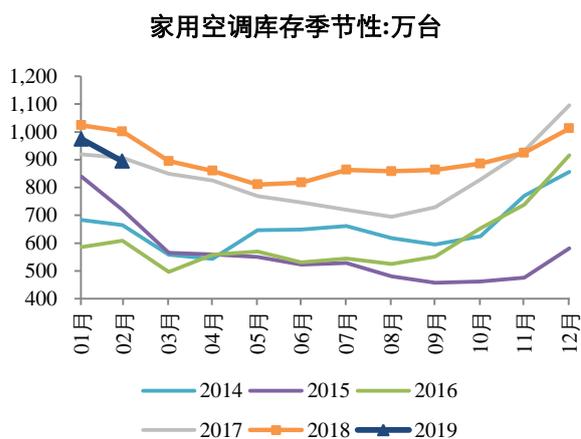
产业在线数据显示，2019 年 2 月家用空调总产量 892.3 万台，同比下滑 4.10%，1-2 月空调产量 2162.8 万台，同比下滑 0.51%。2 月空调库存环比下滑 79.50 万台，至 894.50 万台，空调库存压力相对弱于去年同期。

图 15: 空调产量负增长



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 空调库存压力弱于去年

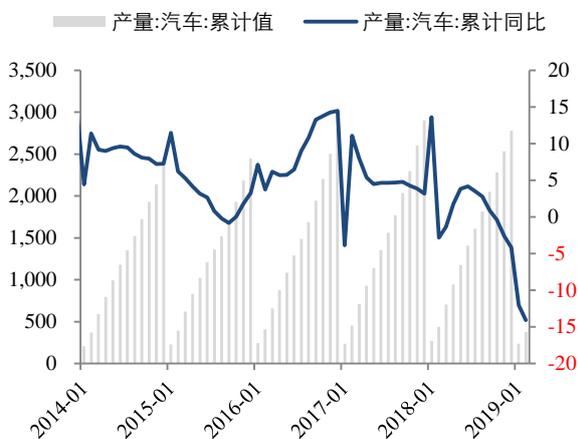


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.4 传统汽车表现低迷

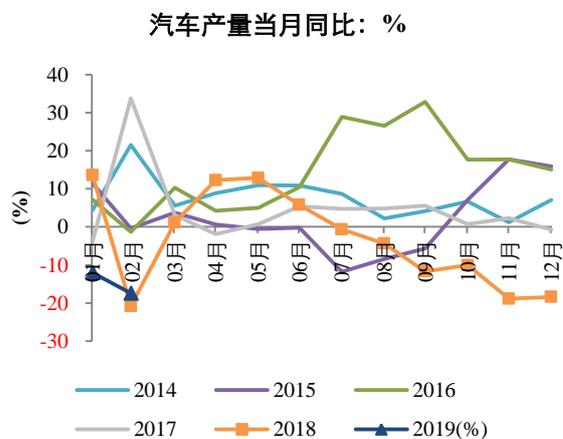
2018年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2019年1-2月全国共生产汽车377.65万辆,同比下滑-14.08%,传统汽车对铜消费的拖累未见好转。

图 17: 汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



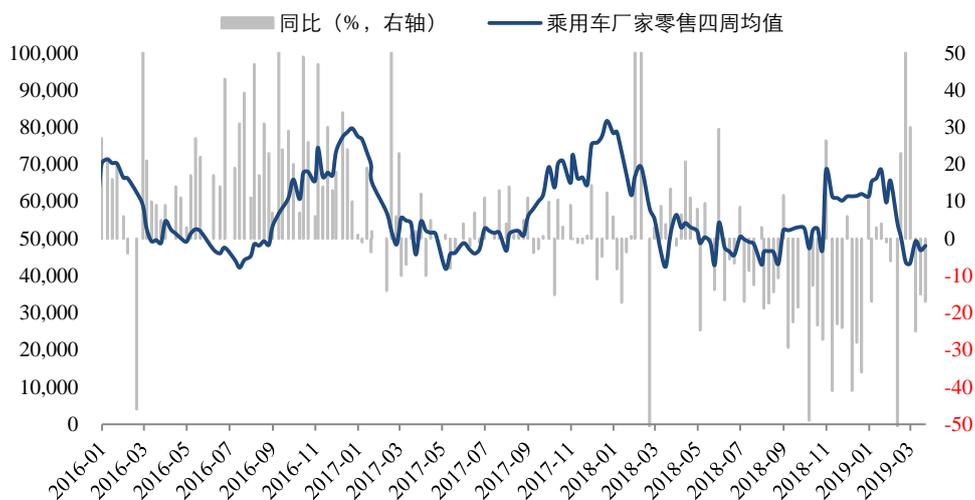
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图19：乘联会3月前三周汽车销量情况（单位：辆/日）

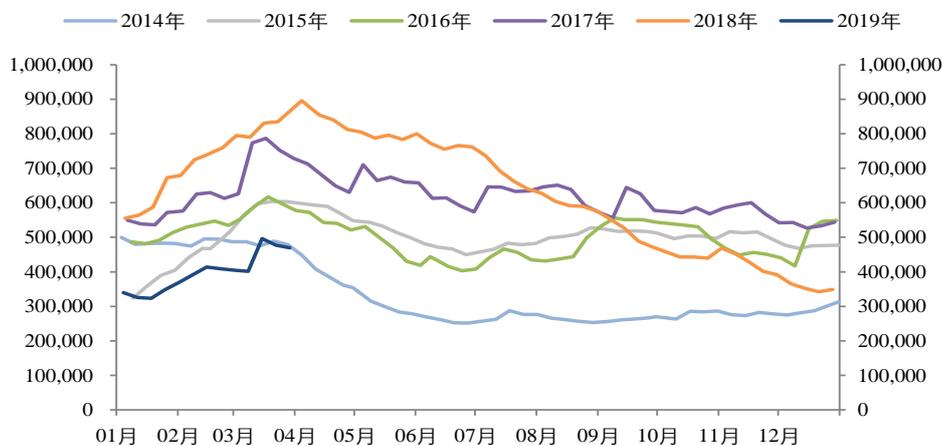


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

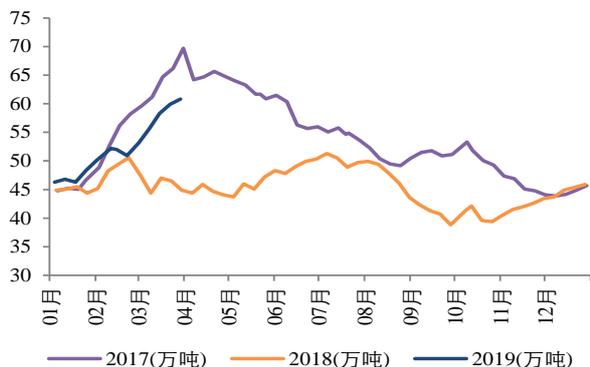
截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨，同比 2018 年减少 38.5 万吨，处于近几年低位。

图 20：三大交易所库存低于去年同期 38.5 万吨



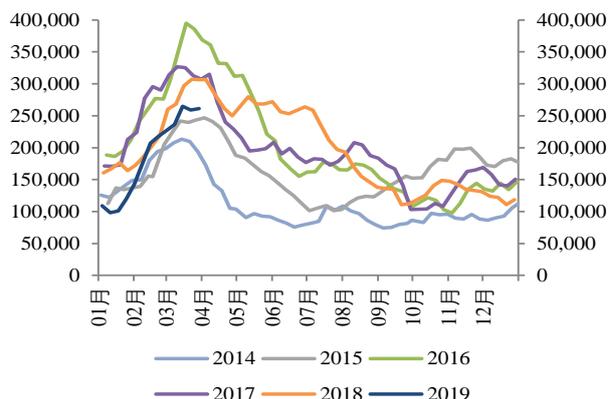
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21: 保税区库存季节性 (万吨)



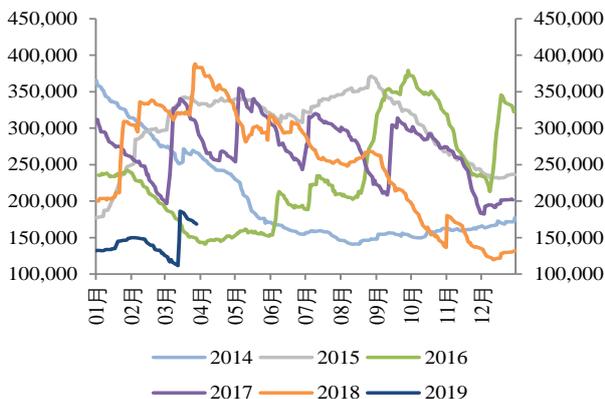
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 上期所铜库存季节性 (吨)



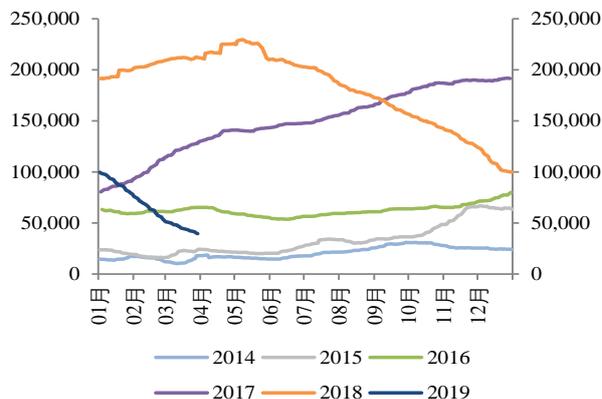
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: COMEX 铜库存季节性 (吨)



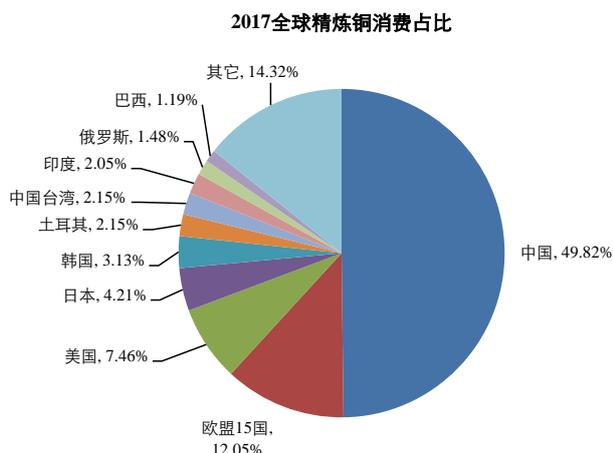
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 海外欧美发达国家制造业 PMI 边际转弱

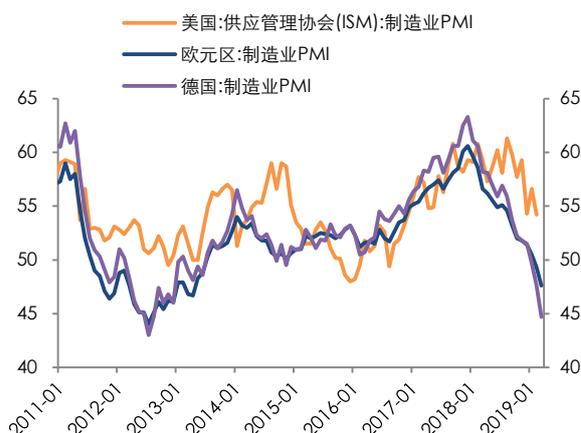
欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。海外欧美发达国家制造业边际转弱, 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 54.20, 欧元区 3 月制造业 PMI 下滑至荣枯线下方 47.60, 其中德国制造业 PMI 已经跌至 44.7 低位。整体看, 欧美发达国家实体经济在逐步转弱, 对铜的消费相对较差。

图 25：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26：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 29 日，美元指数小幅走强，月末收于 97.2456，较月初上涨 0.7819。

图 27：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. **铜矿产量增速大幅下滑，TC 快速下滑至 70 美元。**从矿企角度看，根据我们对全球主要 15 家公司 2019 年铜矿产量预期来看，铜矿产量增量仅为 14.21 万吨，增速下滑至 1.11%，远远低于 2018 年实际的 5.68% 的增速。春节后，国内铜精矿加工费快速下滑。截至 3 月 29 日，TC 从年初 92 美元/吨下滑至 70 美元/吨，远远低于 2019 年长单加工费（80.8 美元/吨），逐步兑现铜精矿相对短缺预期。

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. **国内 3 月制造业超预期回升至荣枯线上方，叠加基建刺激预期，铜消费大概率持稳。**3

月中国制造业 PMI 为 50.5，比上月上升 1.3，重回临界点以上。截至 3 月 29 日，本年地方债发行规模已经达到 14066 亿元，其中 3 月份发行 6245 亿，发行速度有所加快，后期有望逐步兑现对铜消费的提振预期。

虽然海外发达国家实体经济持续转弱，引发市场对铜消费的担忧，但由于国内对铜需求有好转的预期，我们认为全球铜消费出现大问题概率不大，需求端对铜价的拖累难以持续。

4.全球铜显性库存处于季节性低位。截至 2019 年 3 月 29 日三大交易所仅为 46.95 万吨，同比 2018 年减少 38.5 万吨，处于近几年低位。

基于以上分析，我们认为 TC 的快速下滑，已经逐步验证 2019 年铜精矿相对短缺的预期，后期精铜供应压力大概率会继续下滑。需求端虽然海外实体经济转差，但国内 3 月制造业 PMI 超预期回升，叠加基建投资刺激预期，我们认为全球铜消费大概率会稳住。综上，我们对铜价维持乐观预期。仅供参考。

库存出现下降拐点，铝价或震荡上行

2019年4月1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:

3月伦铝价格在区间震荡运行,最终收于1911美元/吨。3月海德鲁突发事件较多,对铝价有一定冲击:3月13日,挪威海德鲁旗下德国Neuss铝厂发生意外,产量受到影响约1-2万吨;3月19日,海德鲁成为网络攻击受害者,影响了该公司几个业务领域的运营;3月27日,海德鲁宣布旗下巴西氧化铝厂Alunorte最快可在6月份恢复开工率至80%。3月份沪铝同样呈现震荡走势,先跌后涨,月中李克强总理公布4月1日实施增值税降税消息后,沪铝1903合约、1904合约迅速拉开至225元/吨。

3月魏桥预焙阳极采购价下调70元/吨至3350元/吨,国内各地氧化铝价格下跌100元/吨左右,澳大利亚氧化铝FOB价格小幅回升至414美元/吨。河南地区铝硅比为4的铝土矿价格已低至280元/吨,铝硅比为5的矿石最低为380元/吨,原因为两会结束后河南矿山输出量递增,且进口矿边际增长快于山西;而山西地区铝硅比为5的矿石价格在490元/吨左右,价格相对坚挺,主因孝义地区矿石资源仍然表现匮乏。

● 后市展望及策略建议:

在降税预期下,电解铝下游采购积极性提升,积累厂内原材料库存,铝锭社会库存环比下降5.6万吨至167.8万吨,但库存下降并非完全的消费驱动,持续去化需要消费的明显好转来支撑。据SMM调研显示,工业型材3月份订单环比上升,但远不及去年;板带冷轧订单环比继续回暖,但同比去年无增量。电解铝供应端整体运行平稳,广元林丰及广元中孚共50万吨电解铝产能转移项目全面进入建设阶段,年产25万吨绿色铝材项目隆重开工;青海鑫恒铝业因连年亏损于2018年11月全部停产,目前打算彻底退出电解铝行业,企业建成的20万吨产能中,2018年实际运行

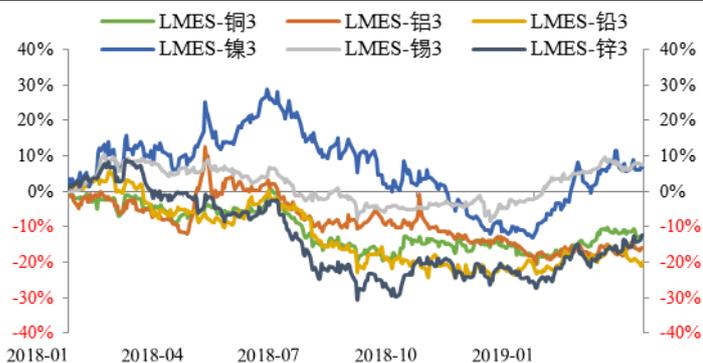
一直在 10-15 万吨之间,预计企业将出售产能指标。成本端,山西地区矿石整体供应仍然非常紧张,近期氧化铝厂减产消息较多,一方面是为了压矿石价格,另一方面是造势,目前氧化铝价格暂时止跌,但若减产不能扭转当前供应过剩格局,则价格难以反转。同时,2019 年 2 月中国氧化铝净进口 4.7 万吨,近 9 个月以来氧化铝净进口量首次转正,外内价差恢复正常水平,氧化铝出口窗口关闭。当前铝价有所回暖,同时成本下行使得企业的利润进一步修复,各地电解铝企业的现金流均转为正。综上,预计铝价或将呈现震荡上行,但成本下移限制铝价反弹高度,仅供参考。

1.行情回顾

3月伦铝价格在区间震荡运行，最终收于1911美元/吨。3月海德鲁突发事件较多，对铝价有一定冲击：3月13日，挪威海德鲁旗下德国Neuss铝厂发生意外，产量受到影响约1-2万吨；3月19日，海德鲁成为网络攻击受害者，影响了该公司几个业务领域的运营；3月27日，海德鲁宣布旗下巴西氧化铝厂Alunorte最快可在6月份恢复开工率至80%。3月份沪铝同样呈现震荡走势，先跌后涨，月中李克强总理公布4月1日实施增值税降税消息后，沪铝1903合约、1904合约迅速拉开至225元/吨。

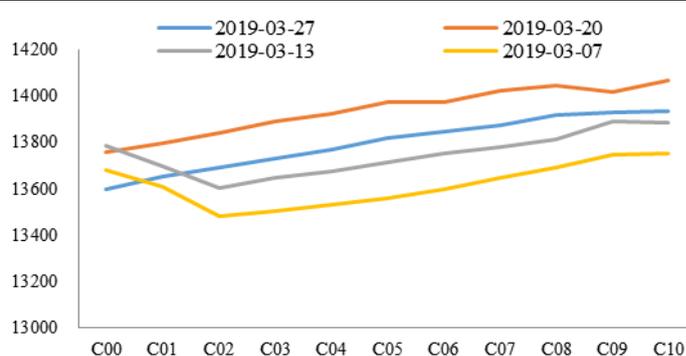
3月魏桥预焙阳极采购价下调70元/吨至3350元/吨，国内各地氧化铝价格下跌100元/吨左右，澳大利亚氧化铝FOB价格小幅回升至414美元/吨。河南地区铝硅比为4的铝土矿价格已低至280元/吨，铝硅比为5的矿石最低为380元/吨，原因为两会结束后河南矿山出货量递增，且进口矿边际增长快于山西；而山西地区铝硅比为5的矿石价格在490元/吨左右，价格相对坚挺，主因孝义地区矿石资源仍然表现匮乏。

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

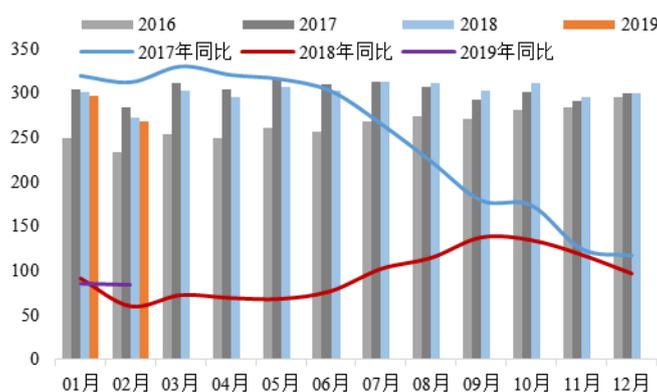
2. 市场基本面分析

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 2 月国内电解铝产量为 268.3 万吨，环比下降 9.6%，同比下降 1.5%。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，云铝昭通及云铝鹤两厂预计将各自新增 10 万吨电解铝产能，2 月底 3 月初启槽；山西中润二段 12.5 万吨电解铝产能月底起槽，当前中润运行产能 12.5 万吨，一期规划产能 43.2 万吨，最新落地电价 0.286 元/度，新增产能电价成本优势明显。截至 3 月，SMM 预计 2019 年新增产能将要投产 299.5 吨。

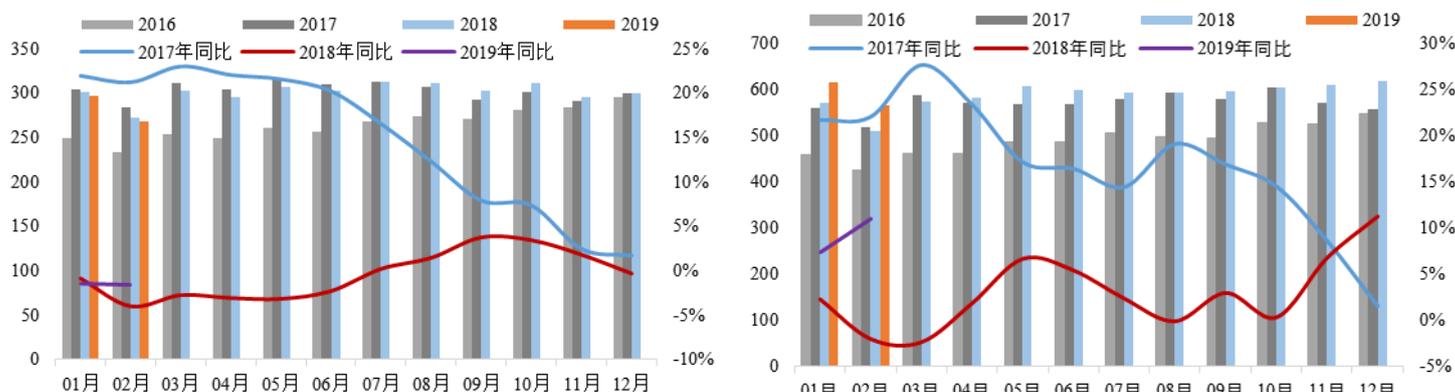
2019 年 2 月国内氧化铝产量为 563.5 万吨，环比下降 8.1%，同比回升 10.9%。氧化铝近日减产消息频出，主要集中在山西地区，主因矿石紧缺和企业亏损，但是氧化铝的新增产能仍在建设，SMM 预计 2019 年国内氧化铝厂将新增 440 万吨产能。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨

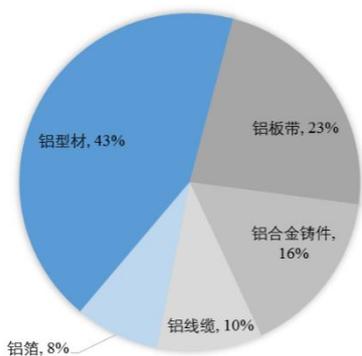


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 预计三月铝材开工率有所好转，但不比去年同期

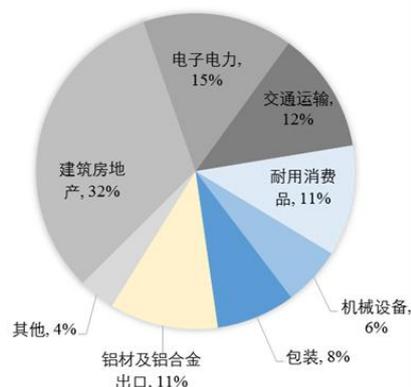
2019 年 1-2 月是铝下游的传统消费淡季，整体开工率呈现进一步下滑。由于 2 月份春节放假，铝材开工率较 1 月份明显回落，且整体不及往年同期。2 月份建筑型材和铝箔开工率与去年同期基本持平，分别为 26.2% 和 83.9%。铝合金、工业型材、铝板带、铝线揽的开工率低于往年同期，分别为 48.58%、41.9%、55.6% 和 23.6%。据 SMM 调研显示，山东地区型材厂表示 3 月中下旬订单好转，北方工地工程开工提上日程，原材料采购比较积极，销售订单表现亦较好。工业型材 3 月份订单环比上升，但远不及去年；板带冷轧订单环比继续回暖，但同比去年无增量。

图 7：国内铝材产量占比



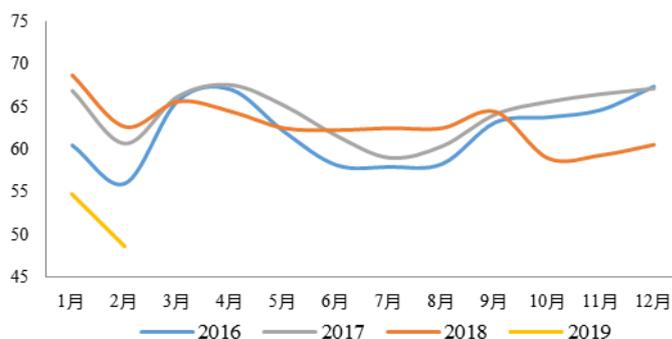
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



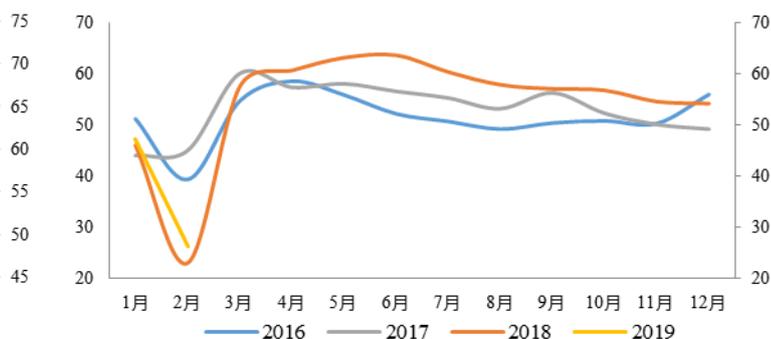
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



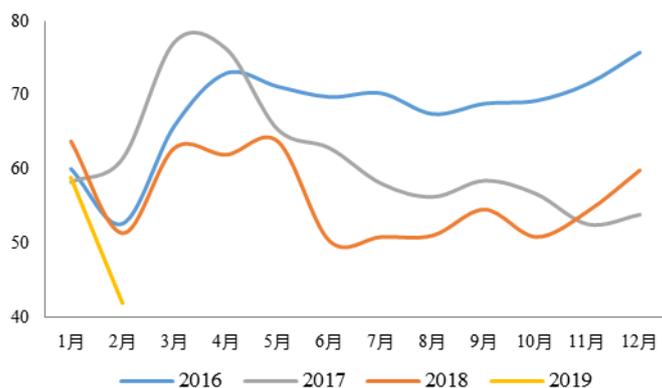
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



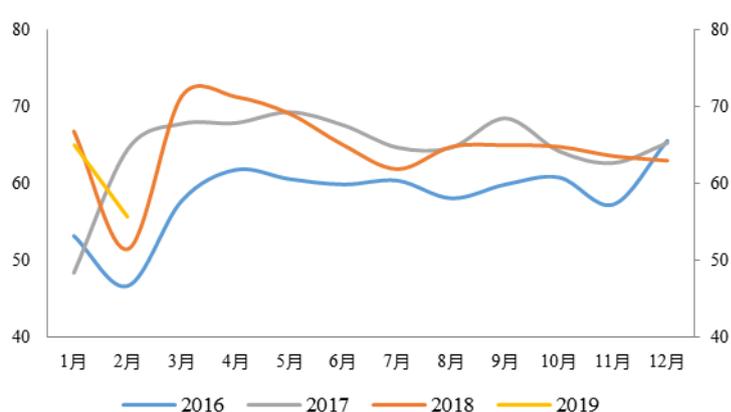
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：工业型材开工率：%



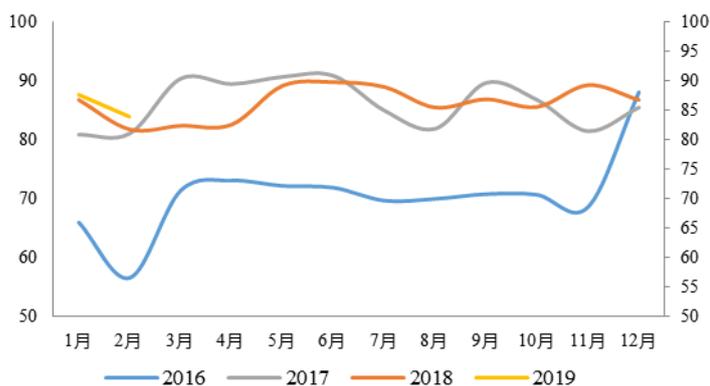
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铝板带开工率：%



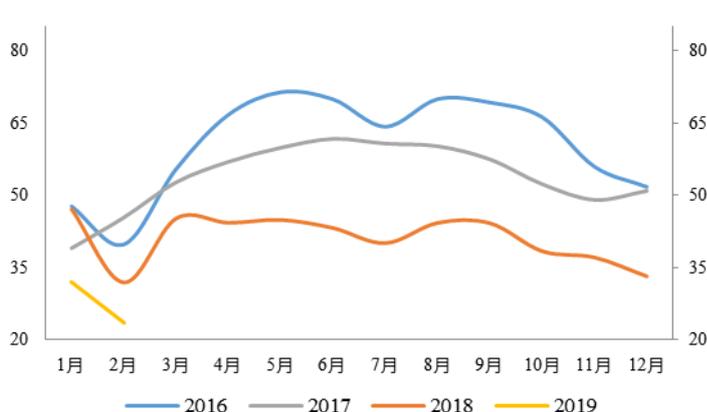
数据来源：SMM，兴证期货研发部

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

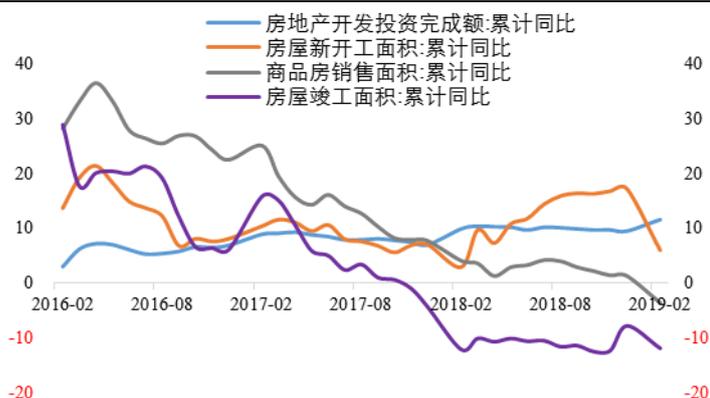
2.3 交通领域耗铝量难贡献明显增量

2019年2月,房屋新开工面积累计同比增长6.0%,房屋竣工面积累计同比下降11.9%,商品房销售面积累计同比下降3.6%,房地产开发投资完成额累计同比增长11.6%。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。

2019年2月,电网基本建设投资累计完成额为244亿元,累计同比下降9.0%。国家电网2019年计划电网投资额达5126亿元,相较于2018年增长2.75%,若能按计划完成,对铝线缆的需求有一定提振作用。

2019年2月汽车累计产量377.65万吨,累计销量385.15万吨,同比分别下降14.08%、14.94%。新能源汽车累计产量15.01万吨,累计销量14.85万吨,同比分别增长83.39%、98.83%,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: %



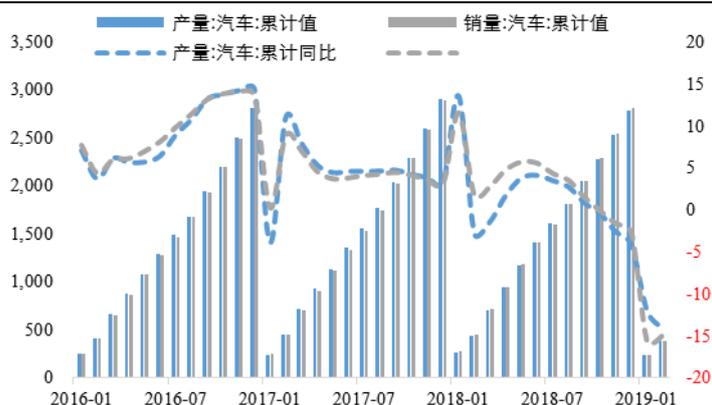
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



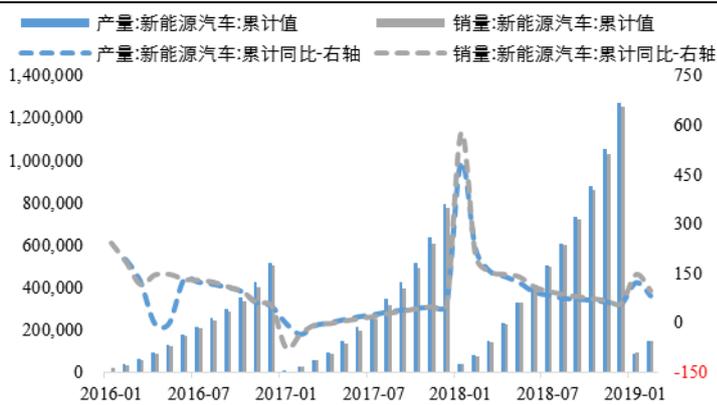
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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 铝锭社会库存出现下降拐点, 铝棒、铝杆加工费企稳回升

库存方面: 上海有色网铝锭社会库存出现拐点, 3 月份先增后减, 最终下降 6.6 万吨至 167.8 万吨; 铝棒库存则延续下降趋势, 至 12.06 万吨; LME 铝库存降幅较大, 下降 7 万吨至 115.0 万吨。消费有所好转, 下游铝棒铝杆加工费均出现企稳回升, 同时增值税下调导致下游积极接货也是引起库存下降的原因。

通常 3-5 月是电解铝的传统消费旺季, 目前需观察换月后, 即排除掉降税因素之后, 库存是否能在消费驱动下持续去化。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



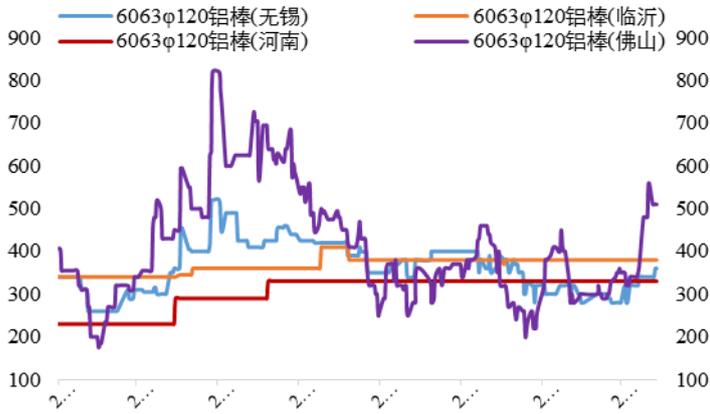
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



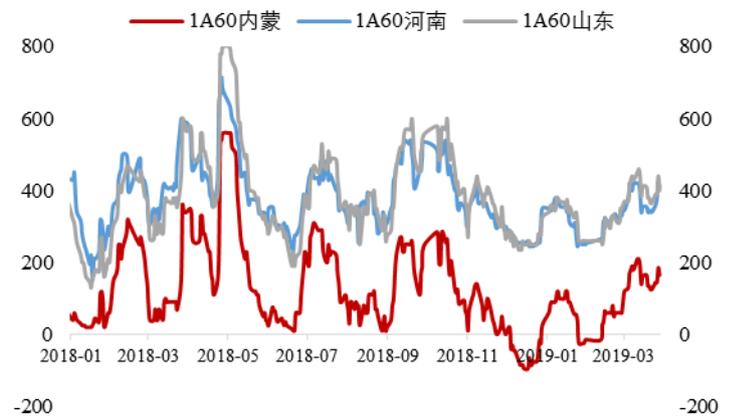
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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

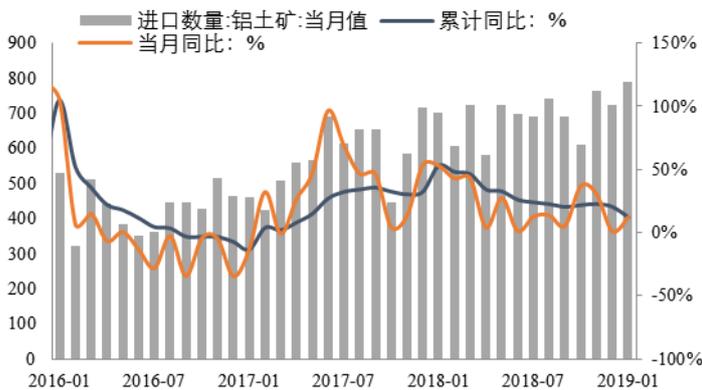
3. 贸易情况

2019 年 2 月, 中国铝土矿进口 941.4 万吨, 环比增加 113.8 万吨, 增量主要由澳大利亚、印度尼西亚和几内亚贡献, 来自这三个国家的铝土矿环比增加 126.2 万吨。

2019 年 2 月, 2019 年 2 月中国氧化铝净进口 4.7 万吨, 近 9 个月以来氧化铝净进口量首次转正: 2 月中国氧化铝出口 3443 吨, 同比下滑 10.5%, 环比减少 13.9 万吨; 2 月氧化铝进口 5 万吨, 同比下滑 47.2%。海外“黑天鹅”事件已逐渐平息, 外内价差恢复正常水平, 氧化铝出口窗口关闭。

2019 年 2 月, 未锻轧铝及铝材累计出口 89.6 万吨, 同比缩窄至 9.7%, 由于二月为中国的春节, 铝加工进程放缓; 同时, 沪伦比值有所回升, 出口利润缩窄。此前由于中美贸易摩擦, 大部分贸易商将出口前置, 随着中美两国贸易磋商结束, 预计将来铝材出口增速会有所放缓。

图 23: 铝土矿进口数量: 万吨



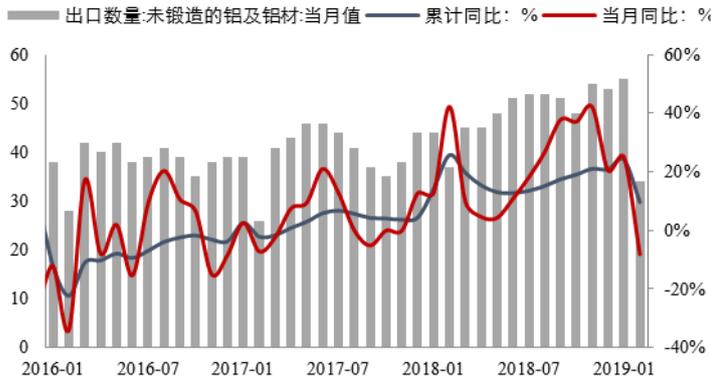
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 24: 氧化铝净进口数量: 万吨



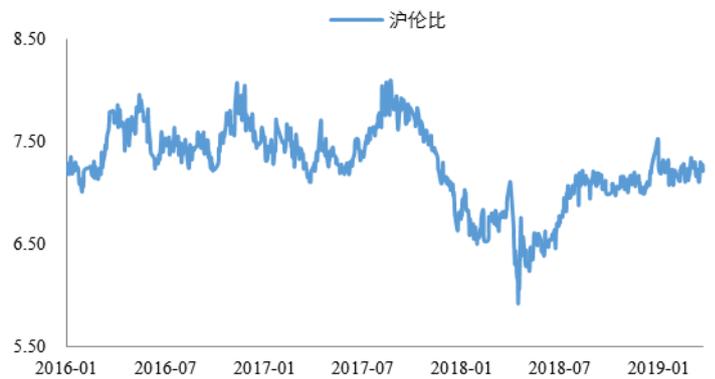
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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



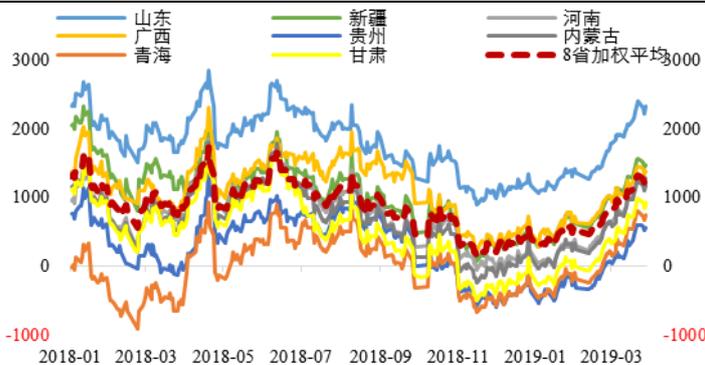
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 电解铝、氧化铝现金利润

3 月份电解铝价格有所回暖, 叠加成本氧化铝价格走弱, 各地电解铝厂现金利润转正。截至 3 月底, 根据现金成本测算, 山东利润为 2323.4 元/吨, 新疆利润 1471.0 元/吨, 河南利润为 1292.4 元/吨, 广西利润为 1386.3 元/吨, 贵州利润为 564.4 元/吨, 内蒙古利润为 1180.2 元/吨, 青海利润为 749.9 元/吨, 甘肃利润为 930.0 元/吨, 8 省加权平均利润为 1278.8 元/吨。

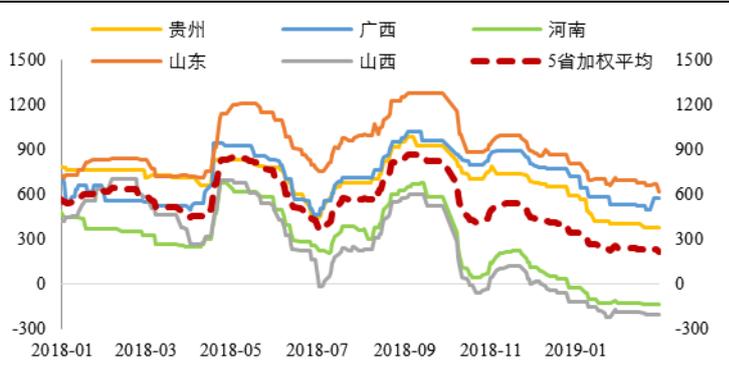
3 月份氧化铝和铝土矿价格呈现弱势下跌, 因此氧化铝企业利润变动较小。截至 3 月底, 根据现金成本测算, 贵州利润为 262.4 元/吨, 广西利润 531.05 元/吨, 山西利润为 -305.0 元/吨, 河南利润为 -246.3 元/吨, 山东利润为 592.2 元/吨, 5 省加权平均利润为 148.2 元/吨。

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

在降税预期下, 电解铝下游采购积极性提升, 积累厂内原材料库存, 铝锭社会库存环比下降 5.6 万吨至 167.8 万吨, 但库存下降并非完全的消费驱动, 持续去化需要消费的明显好转来支撑。据 SMM 调研显示, 工业型材 3 月份订单环比上升, 但远不及去年; 板带冷轧订单环比继续回暖, 但同比去年无增量。电解铝供应端整体运行平稳, 广元林丰及广元中孚共 50 万吨电解

铝产能转移项目全面进入建设阶段，年产 25 万吨绿色铝材项目隆重开工；青海鑫恒铝业因连年亏损于 2018 年 11 月全部停产，目前打算彻底退出电解铝行业，企业建成的 20 万吨产能中，2018 年实际运行一直在 10-15 万吨之间，预计企业将出售产能指标。成本端，山西地区矿石整体供应仍然非常紧张，近期氧化铝厂减产消息较多，一方面是为了压矿石价格，另一方面是造势，目前氧化铝价格暂时止跌，但若减产不能扭转当前供应过剩格局，则价格难以反转。同时，2019 年 2 月中国氧化铝净进口 4.7 万吨，近 9 个月以来氧化铝净进口量首次转正，外内价差恢复正常水平，氧化铝出口窗口关闭。当前铝价有所回暖，同时成本下行使得企业的利润进一步修复，各地电解铝企业的现金流均转为正。综上，预计铝价或将呈现震荡上行，但成本下移限制铝价反弹高度，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。

库存持续下行，锌价仍有支撑

2019年4月1日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 胡悦

021-20370943

huyue@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾:

2019年3月, 锌价震荡上行, 涨幅达3.9%。2019年3月, 有色板块中, 锌表现强劲。

● 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, 春节假期影响, 及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制, 2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, 目前已开始正常生产。国内已有两所冶炼厂进行检修, 影响产量在4万吨左右。预计4月锌锭产量将有所恢复。

3. **受春节假期影响, 初级消费开工率大幅下滑, 终端需求表现分化。**2019年2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。房地产投资增速有所回升, 而基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言, 19年终端需求方面, 受棚改政策及政府投资支持, 房地产及基建行业将有所回暖, 而汽车将面临下行。

4. **锌库存处于近几年低位。**LME库存持续下滑, 降至6万吨以下, 处11年以来低位。春节效应结束, 下游恢复生产, 国内库存小降。4月库存累积量需重点关注, 若拐点出现, 锌价将承压。

我们认为目前锌价仍处于高位, 锌矿生产积极性不减,

二季度锌矿将大幅度释放。而锌锭尽管受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，但冶炼厂利润丰厚，且株冶产量已恢复正常，锌供给较为乐观。需求方面，房地产及基建行业将是未来需求的支撑，汽车需求面临下行。二季度，预计供需均有所好转，因此库存仍为关注重点。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，4 月锌价不适宜立即看空，中长期来看，锌价或缓慢下行，仅供参考。

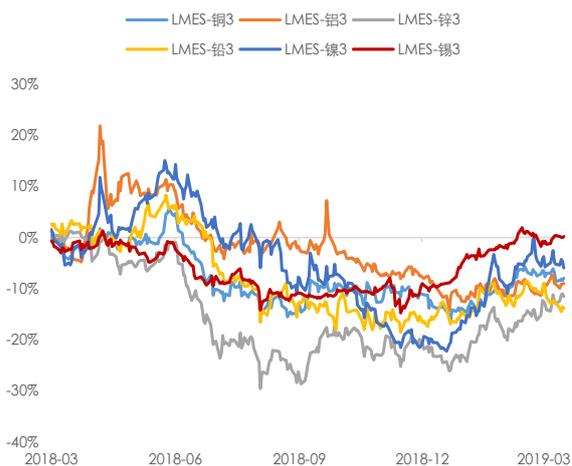
● 风险提示

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

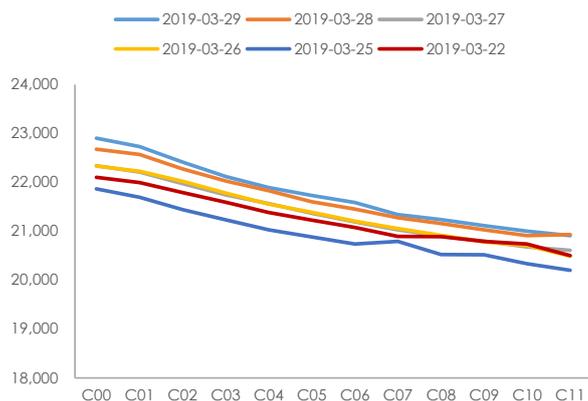
2019年3月，LME 锌震荡上行，涨幅达 3.9%，2019 年 1 月至今，锌价强势上行，涨幅达 19.73%。3 月，有色板块中，锌表现较为强势。目前，沪锌仍维持 back 结构，但价差缩小，近期可密切关注沪锌期限结构。

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 锌矿供给释放或在二季度实现

据 ILZSG 统计,2019 年 1 月全球锌精矿产量达 106.81 万吨,同比增加 5.9%,环比下滑 8.14%。从公布的去年 12 月产量看,亚洲地区增产较大,产量同比增 7.17%,美洲增 5.82%,其余地区产量持平。

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。

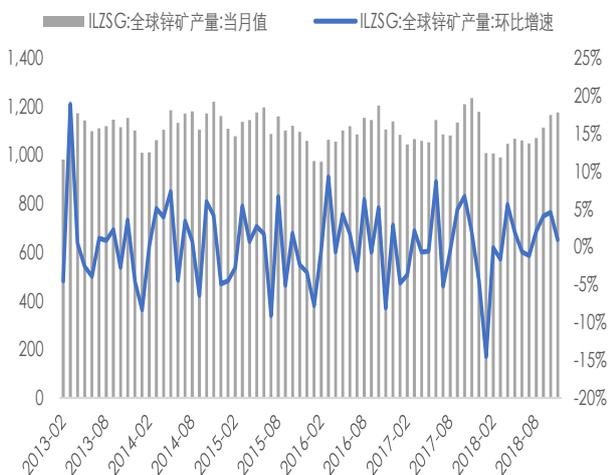
从矿企角度看,全球前 15 矿业集团锌精矿 2018 年产量总计 507.81 万吨,同比下滑 3.8%,产量占比全球达 39.71%。对比 2017 年,大部分矿企产量均有所下滑,产量下滑的主要原因系品位下降,以及一些矿区被关闭所致。产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高,及实施锌矿扩产计划。

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,主因大型矿山现金成本较低,2018 上半年的锌价下跌对其影响较小。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。

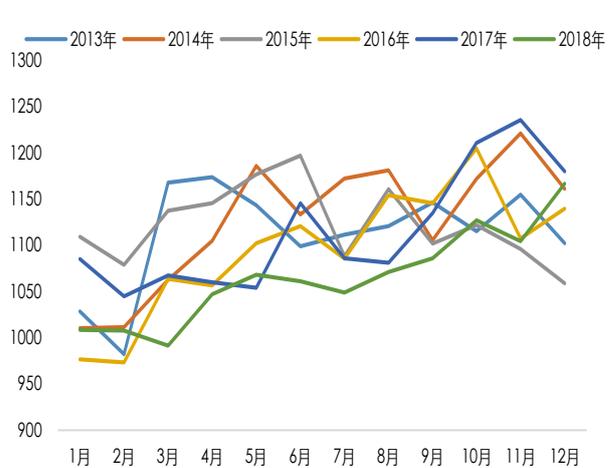
秘鲁 2019 年 1 月锌矿产量同比下降 7.8%,但矿业投资同比增长 48%。预计进入二季度,秘鲁锌矿产量将有所恢复,秘鲁锌矿产量占比 12%,位居世界第二。3 月末,嘉能可暂缓了 McArthur River 锌矿的采矿作业,以应对飓风,预计 4 月份产量将受影响。

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 2 月, 国内锌精矿产量达 21.75 万吨, 同比上涨 8.32%, 环比下滑 19.8%。2 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。

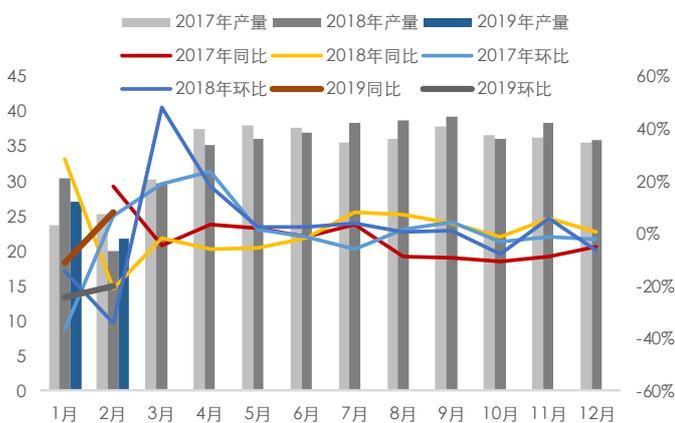
内蒙古地区已于 3 月开展安全检查, 届时不合格的锌矿将被关闭, 对锌矿生产将有所影响, 内蒙古锌矿产量占全国 30% 左右, 若安全检查拖累开工率, 对锌矿供给的影响较大。

从进口量来看, 2 月进口锌精矿为 28.93 万吨 (实物吨), 同比增加了 8.16 万吨 (实物吨),

环比减少了 1.21 万吨（实物吨）。从进口国别看，澳大利亚进口占比 40%，位居第一位，秘鲁进口占比 18%，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 14%。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%。

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，目前进口亏损严重，进口力度不大，预计二季度进口增量受限。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 2019 年 1 月精锌产量 112.5 万吨，环比下滑 4.18%，同比下滑 1.16%。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%。

2019 年 2 月，国内精炼锌产量达 42.04 万吨，同比下滑 3.13%，环比减少 8.45%。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，公司新建产能共两条生产线，产能分别为 15 万吨，目前新冶炼厂已有锌锭产出，产量在 1000 吨/天，生产已恢复正常。

3 月驰宏锌锗及白银有色均进入传统检修期，影响产量在 4 万吨左右。

2019 年 2 月精炼锌进口量 2.035 万吨，环比下降 70.59%，同比下降 46.04%。目前进口仍大幅亏损，预计今年 4 月进口量恢复的可能性较小。

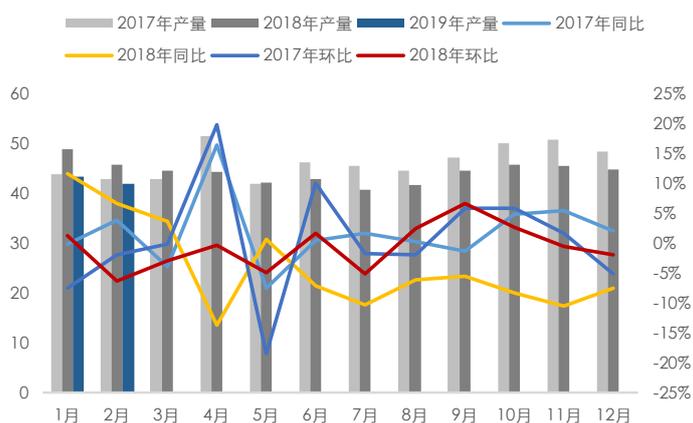
国内受锌精矿供给紧张，春节假期影响，锌锭供应或进一步下滑。进口方面由于进口盈利亏损较大，预计一季度进口量难增，2 月锌锭整体供给紧张，同比及环比均出现下滑。2 月作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期，今年相较于往年有所下滑。目前加工费处于高位，冶炼厂加工热情度较高，3 月锌锭供给有望逐步恢复。目前，株冶已恢复正常生产，鉴于冶炼厂利润丰厚，预计进入二季度，锌锭产量有所增加。

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)



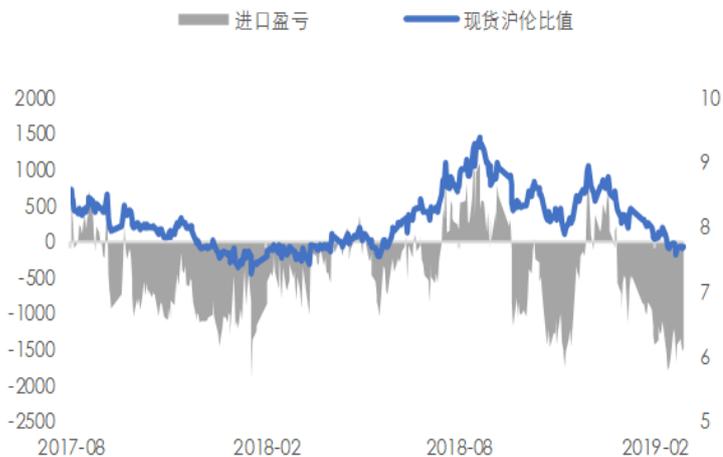
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

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: 国内锌进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

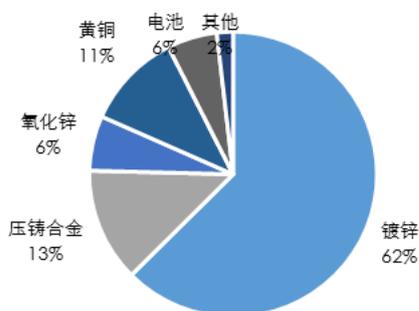
2.3 锌及下游消费开工率大幅下滑

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2月，锌锭开工率达69.1%，较1月下滑2.28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，二月系春节假期，也是锌锭冶炼的传统淡季。

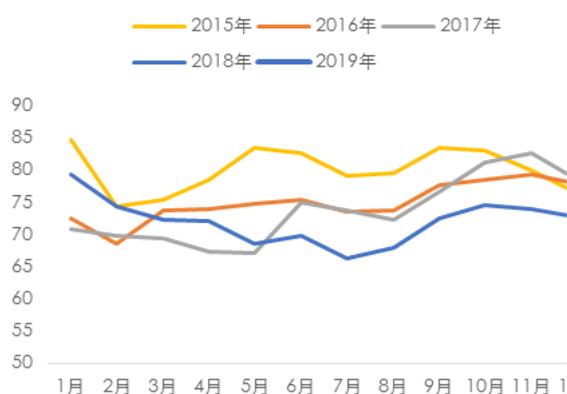
2019年2月，镀锌合金开工率达47.98%，环比下滑16.13个百分点；氧化锌开工率达39%，环比下滑9.2个百分点；压铸合金开工率达25.2%，环比下滑10.75个百分点。下游加工厂受春节假期影响较大，开工率下滑严重，随着春节效应结束，3月开工率将恢复。二季度是下游的传统旺季，预计4月开工率将大幅提升。

图 13: 国内锌初级消费占比



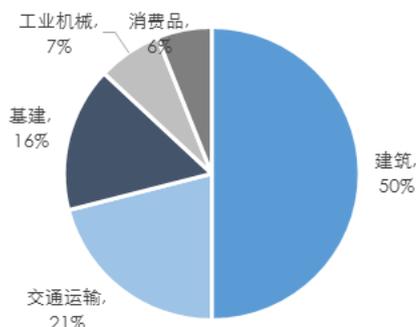
数据来源：兴证期货研发部

图 15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



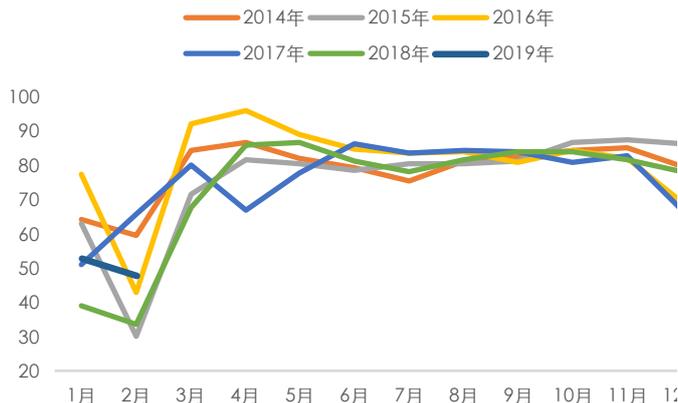
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14: 国内锌终端消费行业占比



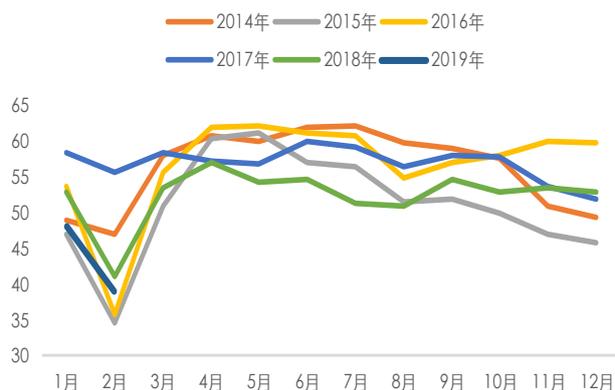
数据来源：兴证期货研发部

图 16: 镀锌合金开工率 (%)



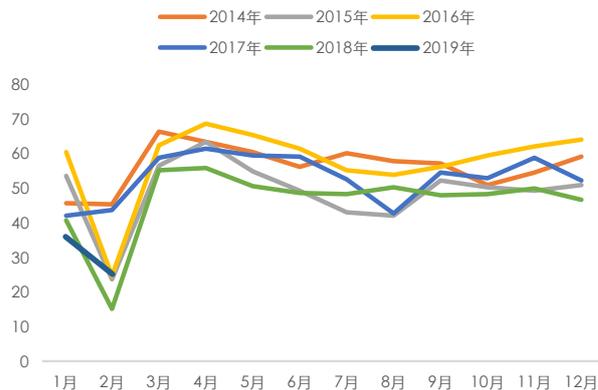
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 17: 氧化锌合金开工率 (%)



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 终端行业需求有所恢复, 预计二季度将有所提升

2019年2月, 房地产固定资产投资累计同比达10.6%, 累计同比有所回升, 主要是国内对基建行业的大力支持, 使得房地产投资有所回升; 汽车行业固定资产投资累计同比达8.1%, 汽车投资增速回升; 基建行业固定资产投资累计同比达4.3%。整体而言, 19年2月, 固定资产投资增速均有所回升, 宏观需求有所恢复。因棚改货币化政策、土地购置等因素的支撑, 地产投资增速始终保持高位运行, 带动房地产新开工、施工增速持续好于预期。房地产和基建是周期行业需求的锚, 实际需求屡超预期。

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

2019年2月, 房屋新开工面积累计同比达6%, 房屋竣工面积累计同比达-11.9%。除房地产开放投资完成额同比有所上升外, 房屋新开工及竣工面积的累积同比均有所下降, 销售面积出现负增长。精锌主要用于房地产行业的后期, 即装修、家装等, 因此随着销售同比的下行, 精锌在房地产的需求恐有所回落。但随着房地产开发投资的完成度提升, 预计二季度房地产的竣工面积将有所提升。

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

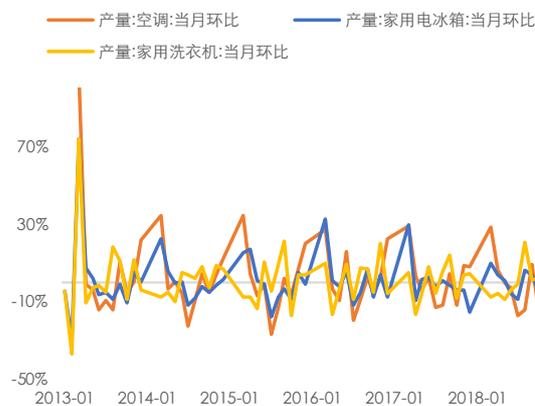
2019 年 2 月, 汽车销量累计同比为-14.94%, 销量累计同比相较 1 月上涨 0.8 个百分点, 产销同比增速仍处于负增长。2018 年 12 月, 空调当月环比增 20.54%, 洗衣机环比增 9.55%, 冰箱环比减 12.48%。空调环比增速大幅增长主要系行业冲刺业绩目标所致, 预计 2019 年汽车行业需求仍比较低迷, 家电行业有所分化, 由于受到房地产行业需求疲弱的影响, 增速恐进一步下滑。锌的消费偏重冰箱及洗衣机, 而冰箱产量有所下滑, 预计二季度家电行业的需求恐难增长。

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



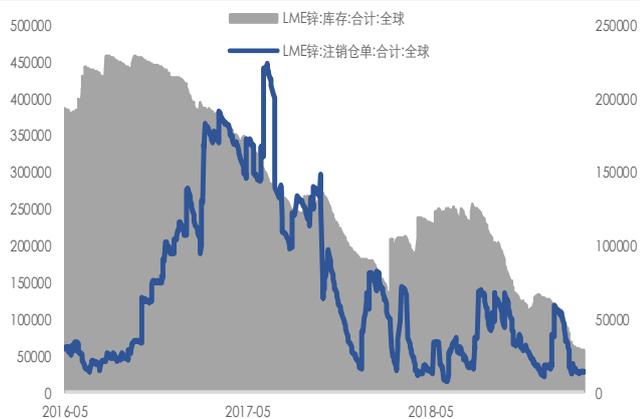
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 全球锌库存均处于历史低位

2019 年 3 月 29 日, LME 库存较 3 月 1 日下滑 1.098 万吨, 仅 5.23 万吨, 处 11 年来低位。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初减 0.34 万吨, SMM 三地社会库存较月初减 0.23 万吨。春节效应结束, 下游恢复正常生产, 国内库存有所下滑。目前 LME 及 SMM 库

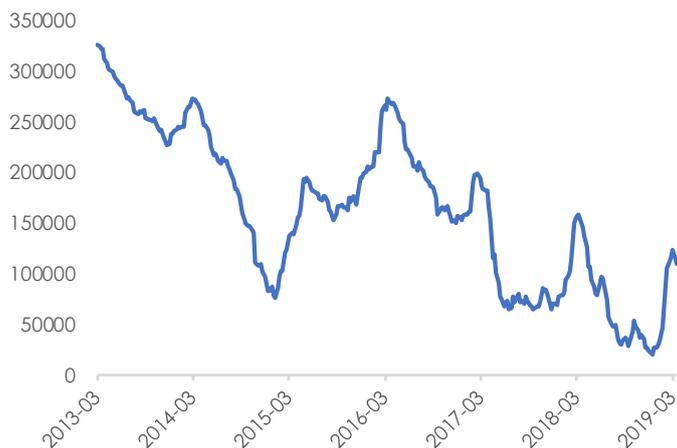
存均处于近几年低位，供需市场两清，库存仍为关注的重点，低库存是目前支撑锌价的主要原因。

图24:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



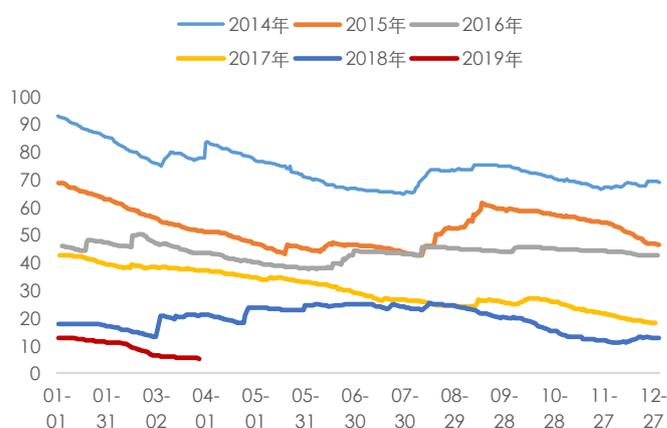
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 上期所库存 (吨)



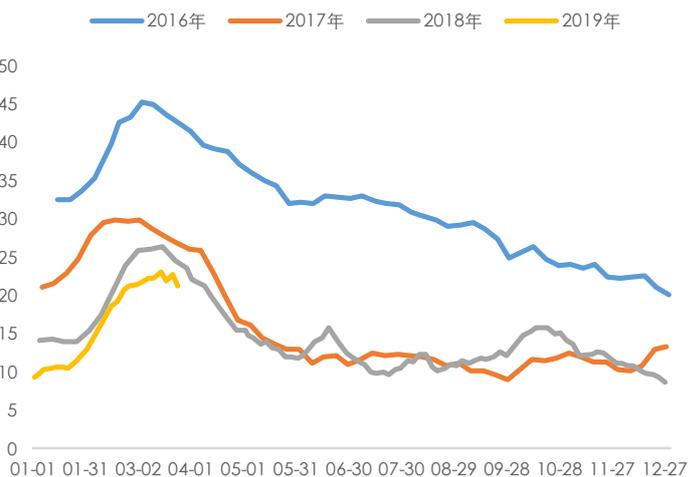
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25:LME库存情况 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: SMM 三地库存 (万吨)



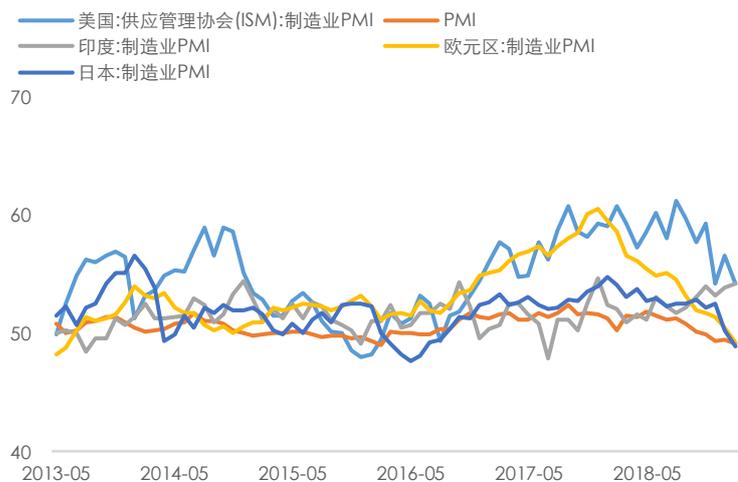
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 指数重回荣枯线上方，3月达 50.5，制造业有所好转。目前欧元区及日本已经公布了3月 PMI 指数，欧元区进一步下行至 47.6，日本则与上个月持平。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，春节假期影响，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，2 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，目前已开始正常生产。国内已有两所冶炼厂进行检修，影响产量在 4 万吨左右。预计 4 月锌锭产量将有所恢复。

3. 受春节假期影响，初级消费开工率大幅下滑，终端需求表现分化。2019 年 2 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。房地产投资增速有所回升，而基建及汽车固定资产投资均有所放缓。整体而言，19 年终端需求方面，受棚改政策及政府投资支持，房地产及基建行业将有所回暖，而汽车将面临下行。

4. 锌库存处于近几年低位。LME 库存持续下滑，降至 6 万吨以下，处 11 年以来低位。春节效应结束，下游恢复生产，国内库存小降。4 月库存累积量需重点关注，若拐点出现，锌价将承压。

我们认为目前锌价仍处于高位，锌矿生产积极性不减，二季度锌矿将大幅度释放。而锌锭尽管受环保及搬迁等钳制，产量释放承压，但冶炼厂利润丰厚，且株冶产量已恢复正常，锌供给较为乐观。需求方面，房地产及基建行业将是未来需求的支撑，汽车需求面临下行。二季度，预计供需均有所好转，因此库存仍为关注重点。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，4 月锌价不适宜立即看空，中长期来看，锌价或缓慢下行，仅供参考。

螺矿 4 月面临筑顶

2019 年 4 月 1 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: 4 月价格或面临筑顶

3 月是钢材需求回暖的月份, 由于春节较早, 需求在 2019 年需求恢复较早, 3 月 1 日根据上海钢联的数据显示全国建筑钢材成交量就达到了 22 万吨的高位, 而 2018 年同期仅不到 10 万吨。需求较早恢复, 3 月后期每日数据都在 20 万吨附近震荡。3 月的库存降幅也较早而且开始两周的库存降速快于去年同期。

3 月供应上, 螺纹钢也有一些利好存在。首先是铁矿石层面巴西矿难发酵, 巴西发货量出现了由同比到环比的下降, 这使得铁矿石价格偏强; 其次两会期间加强了环保限产, 例如唐山、邯郸等地的限产力度高于此前 1、2 月份; 再次废钢虽然价格松动但是电炉钢一直处于微利的状态限制了产量的释放。

在资金面上, 我们调研的 3 月下游也普遍感觉到了润泽。在资金流入实体经济的纲领下, 银行对下游企业的信贷需求较为友好, 特别是一些中小企业也不感到缺钱。

3 月利多积累的情况下, 期钢的走势却并不十分强势。3 月 1905 合约仅上涨 8 元每吨, 而 1910 合约录得了 66 元每吨的下跌, 总体上期钢走势以震荡为主基调。究其原因我们认为超高的产量以及对未来地产行业的忧虑是市场难以上行的主要原因。2019 年 1-2 月钢材产量 1.7 亿吨, 同比增长 7.81%; 粗钢产量 1.5 亿吨, 同比增长 9.33%。由于 2018 年就没有了地条钢退出的基数效应的影响, 这个产量数据基本真实。而即使是限产, 3 月上旬日均全国粗钢产量也有 241.9 万吨, 同比增长 10.91%。地产行业感受到了分化, 庞大的三四线拖累了地产整体对钢材的消费。

目前宏观的分歧其实不小

从目前的各类宏观言论来看, 我们发现市场分歧其实不小。传统的宏观分析方法来看大宗的价格, 从整体经济数据、经济周期来看, 对商品价格仍然是利空的。但从 2017 年开始就偏空的宏观, 把期螺期卷的远期合约长期打出了巨大的贴水, 也给了产业链交易者做多套保以及做基差修

复行情的机会。宏观做空者前两年受伤不小，使得市场一部分人在反思宏观看空是否太过了。配合 3 月宏观 PMI 上涨超出预期，近期有部分宏观研究者认为工业品可能受到政策利好的影响获得上涨。

我们对宏观的看法可能仍然偏向传统。我们认为 2017-2018 年钢市和宏观的背离主要还是产业层面一些个性化的因素导致的。去地条钢、去产能、搞环保限产，都是供给侧的改革，前两者直接导致钢铁巨量过剩的不合格产能淘汰，使得产能至少减少了 15%；后者使得在产产能的生产量受到不确定因素的影响，使得年化的产量出现减少，成本出现抬升。展望 2019 年，供给侧改革对钢材市场的个性化影响会明显减少，钢市要重回宏观逻辑。

那么宏观还对钢材利空吗？我们看到 2017 年去除地条钢后实际钢材的表现消费是下降的，而 2018 年钢材需求出现了很大的分化，卷板价格走弱，汽车等消费行业不佳，基建失速下滑，地产一直独秀撑起整个钢铁的需求。2019 年初减税落到实处，4 月 1 日期增值税大幅下调，减税力度大过美国前期的减税措施，大力发行地方政府专项债解决基建失速的问题，政策促进资金流入实体经济，我们看到了权益类资产（股事）的大幅回暖，经济二季度触低已经是市场的共识之一。但我们认为经济整体，大宗商品在经济回暖初期的需求增长却并不显著，资金的回暖没有带来市场的流动性过剩，钢材需求的增速仍然处于减低之中。而且，从更大的全球宏观周期来看，美国又可能面临另一次经济的见顶。

产量层面利多出尽一定是利空吗？

我们认为 3 月钢材市场的利多是非常多的，但到了 4 月这些利多普遍都会出现一些逆转。供应方面，原料铁矿石的生产上淡水河谷的生产减量已经探明，但巴西政府的态度却是暧昧的，可能会出现减量少于预期的情况；环保限产随着两会过去，各地解除重污染警报，影响趋弱；减税直接降低了废钢入厂价格，给电炉的生产和废钢的添加挪腾出空间。

需求方面，3 月钢材的需求早且好，但是 4 月进一步的提升空间有限，和 2018 年相比 4 月赶工的动力减少。汽车仍然在去库存的尾端，政府刺激消费不会太好。前期热卷超预期的出口和家电近期重新回归平静。而房地产和 2018 年相比，增速必然是下降的。

产业层面 4 月面临利多出尽。但利多出尽一定就是利空吗？价格除了下跌能否顺着前期连涨 4 个月的力气，在旺季再拉一把？

笔者对这一点并不是太确定。但是比较确定的是，宏观风险下行并未解除，钢市可能难回前两年再创新高的壮举。在整个产业链都有盈利的 3800 元附近，如果锁定一部分的利润，则对企业二季度的盈利会比较有保障。如果再突破春节前后的高点，则可以为全年的利润保值给出空间，打下基础。

铁矿石：高位震荡

铁矿石期价 3 月收涨，I1905 收于 631.5 元/吨，月涨 28.5 元/吨，涨幅 4.73%。港口库存方面，截至 3 月 29 日，铁矿石港口库存为 14702.93 万吨，与 3 月 1 日相比上升 15.2 万吨，3 月铁矿石港口库存继续累库，但上升幅度趋缓。发货量方面，3 月澳洲巴西发货量相比去年下滑幅度较大；分国家看，巴西方面进入 3 月后矿难影响显现，发货明显弱于往年同期，月底稍有回暖；而澳洲方面在 3 月中上旬发货水平仍然与往年同期水平相当，但在月底受飓风影响，发货大幅下滑，并且力拓对部分铁矿石用户发出不可抗力通知，根据 Mysteel 的统计，本次飓风期间（3 月 21 日-28 日），预计影响澳洲总发货量超过 1300 万吨。

淡水河谷本月新闻公告较多，首先是公告新增两座矿山的停产，其一是东南部系统的 Timbopeba 矿山，该矿山年产量 1280 万吨，其二是 Alegria 矿区的暂停生产，需等该矿区的压力测试完成后再恢复运营，预计最大影响铁矿年产量 1000 万吨。其次淡水河谷公告收到法院允许年产量 3000 万吨的 Brucutu 矿区复产的通知，此举超出市场预期，根据此前 Mysteel 的预计该矿区复产需要 6-12 个月。月底淡水河谷再次发布公告表示 2019 年铁矿石销量预计在 3.07 亿吨至 3.32 亿吨之间，而根据近期发布的四季报显示其 2018 年包含球团的铁矿石总销量为 3.66 亿吨，整体来看今年销量预期下滑明显。铁矿石供应方面短期来看仍然偏紧，中期则由于存在矿山复产预期，显得相对宽松一些。

钢厂方面，截至 3 月 29 日，163 家钢厂盈利比例为 77.3%，月环比上升 3.68；高炉开工率为 63.64%，月环比下滑 2.11%。受两会及环保限产的影响，3 月高炉开工率有所回落，而伴随环保限产接近尾声，预计未来高炉开工率将出现回升。钢厂库存方面，目前钢厂烧结粉矿库存处于低位，随着后期日耗的提升，预计未来钢厂有一定刚性补库需求。

整体来看，目前铁矿短期供应偏紧，一方面巴西短期发货难以回升，而另一方面澳洲又受到飓风影响，发货量有较大幅度下滑；但中期淡水河谷 Brucutu 矿区有复产可

能。需求方面，目前钢厂日耗逐渐提升，并且铁矿石库存偏低，未来存在一定刚性补库需求，后期钢厂补库力度需要重点关注。整体来看，目前铁矿利好逐步落地兑现，短期市场情绪偏强或仍能支撑矿价高位震荡，但 4 月投资者需注意矿价高位回落的风险，建议暂时观望为主，仅供参考。

1. 行情回顾

3 月份铁矿石收涨，截至 3 月 29 日，I1905 收于 631.5 元/吨，月涨 28.5 元/吨，涨幅 4.73%。月末持仓量为 87.39 万手。

3 月份螺纹钢收跌，截至 3 月 29 日，RB1910 收于 3468 元/吨，月跌 59 元/吨，跌幅 1.67%。月末持仓量为 173 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 3 月 29 日，青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 612 元/吨，月环比持平。唐山 66% 铁精粉价格收于 570 元/吨，月环比下跌 10 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 3 月 29 日，普氏指数报收于 87.05 美元/吨，月环比上涨 2.25 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）

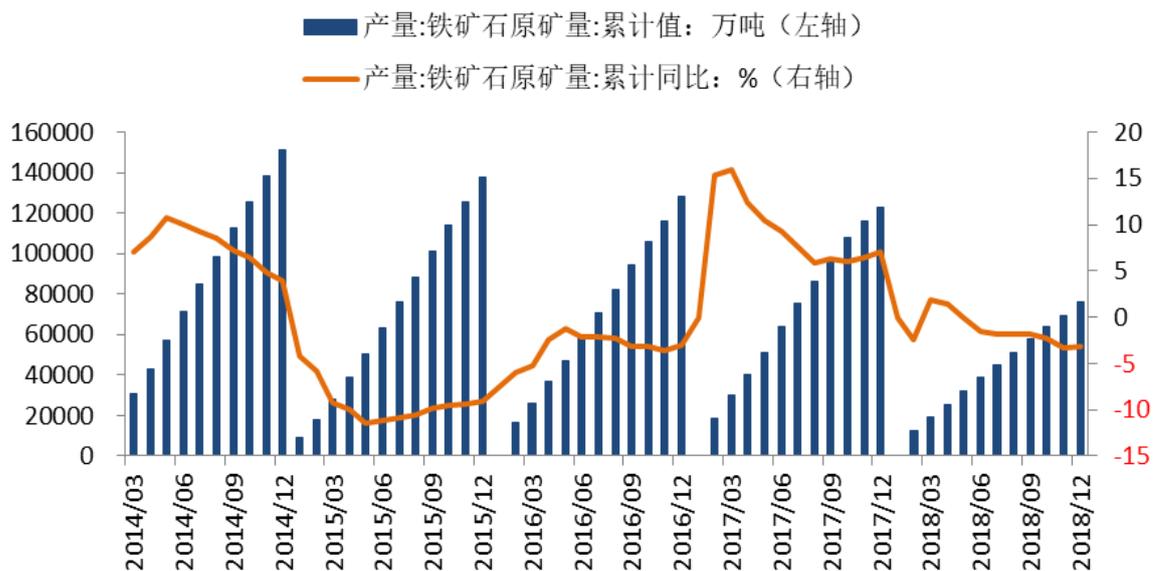


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量同比下滑

截至 2019 年 2 月，国内铁矿石原矿累计生产 1.19 亿吨，累计同比上涨 3.9%。

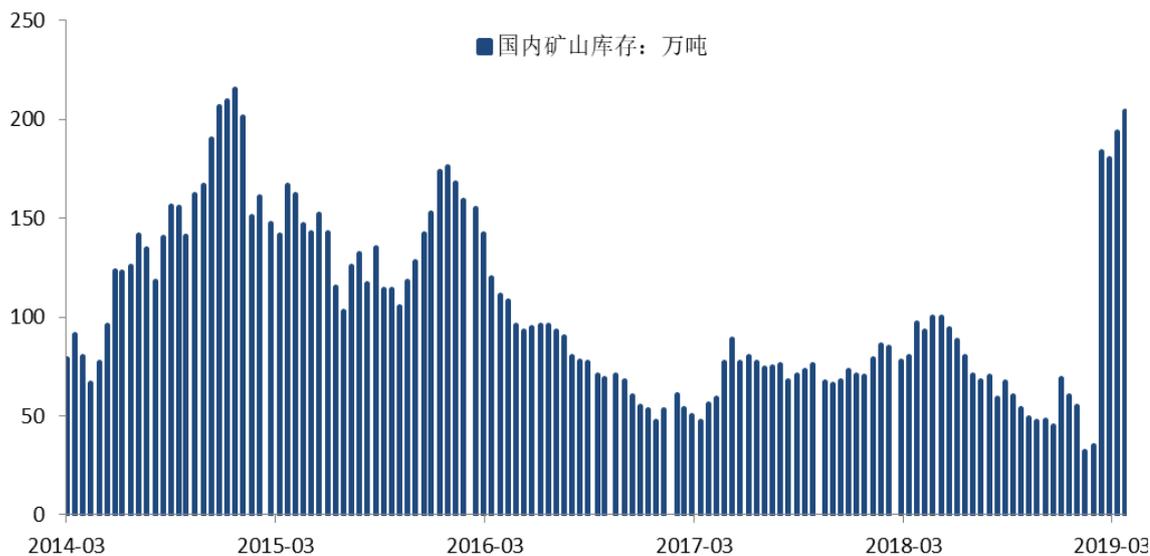
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 3 月 29 日，国内矿山铁精粉库存 204.54 万吨，与 3 月初相比上涨 24.36 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿石进口量小幅下降

截至 2019 年 2 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 17440 万吨，同比下降 5.6%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存下滑

截至 3 月 29 日，铁矿石港口库存为 14702.93 万吨，与 3 月 1 日相比上升 15.2 万吨；截至 3 月 22 日，钢厂进口矿库存可用天数 30.5 天，与 3 月 1 日相比上升 0.5 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

截至 3 月 29 日，北京螺纹钢收于 3860 元/吨，月涨 70 元/吨；上海螺纹钢收于 3900 元/吨，月涨 80 元/吨；广州螺纹钢收于 4200 元/吨，月环比持平。

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 3 月 29 日，唐山方坯收于 3450 元/吨，月跌 30 元/吨；生铁价格收于 2900 元/吨，月跌 110 元/吨；废钢价格下跌 75 元/吨，收于 2445 元/吨。

图 10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

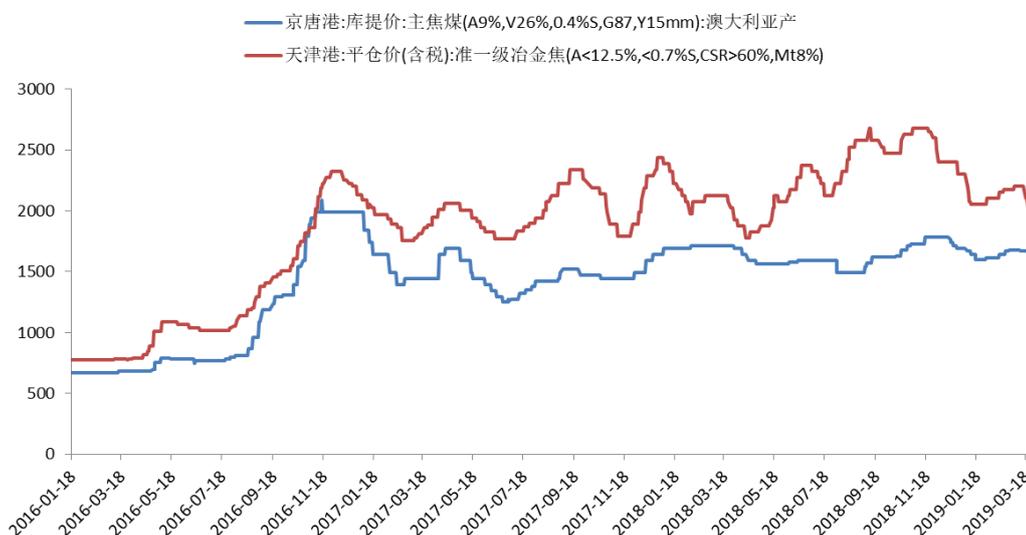


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤焦炭价格

截至 3 月 29 日，京唐港焦煤收于 1660 元/吨，月跌 20 元；天津港焦炭月下跌 225 元，至 1950 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

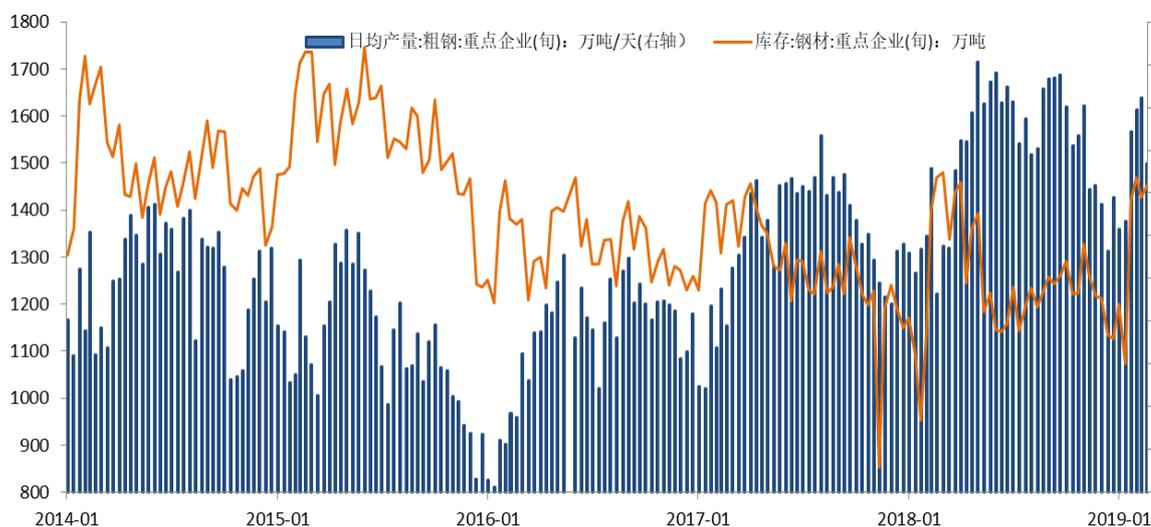


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量与库存

与 2019 年 2 月上旬相比，3 月上旬重点钢企粗钢日产 188.43 万吨，环比下跌 3.76 万吨；重点企业库存 1453.87 万吨，环比上涨 33.84 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存

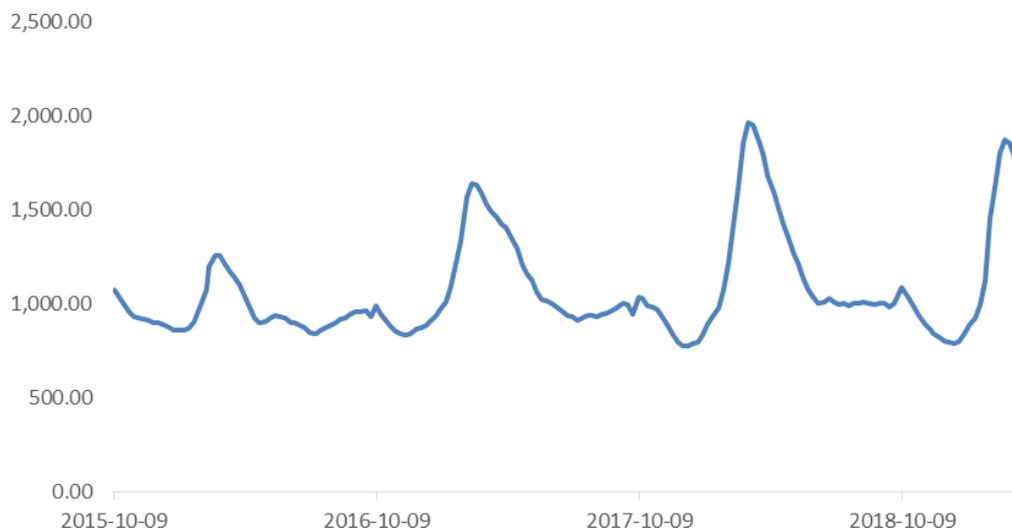


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存

截至 3 月 29 日，全国主要钢材品种库存总量为 1602.53 万吨，与 3 月 1 日相比下降 266.13 万吨。分品种来看,螺纹钢库存下降 146.38 万吨，线材库存下降 62.12 万吨，热卷库存下降 30.56 万吨，冷轧库存下降 4.5 万吨。

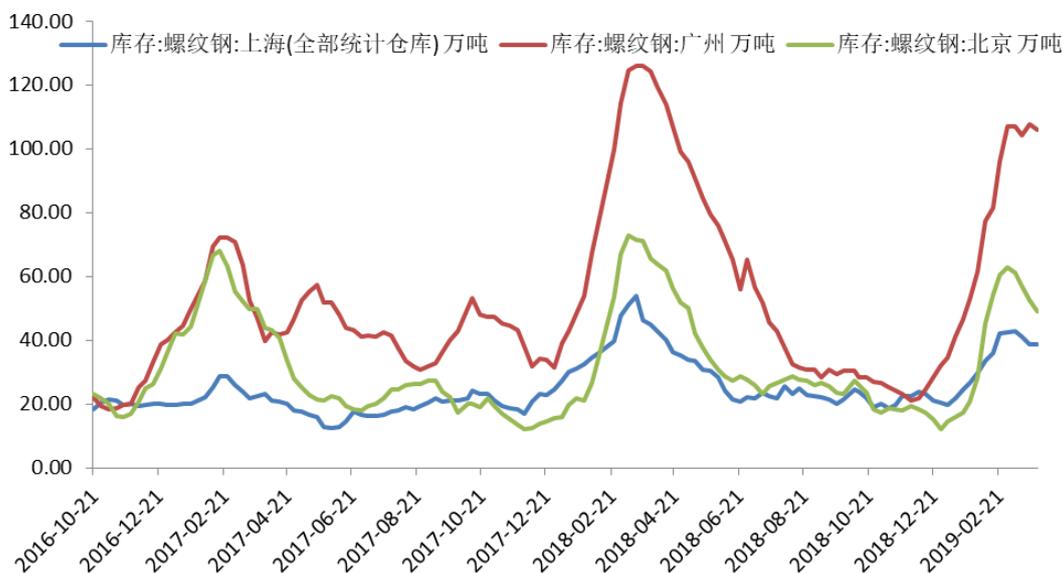
图 13：钢材社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 3 月 29 日，螺纹钢上海库存 38.86 万吨，与 3 月 1 日相比下降 3.54 万吨；广州库存 105.81 万吨，月环比下降 1.27 万吨；北京库存 49.17 万吨，月环比下降 13.85 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 29 日，163 家钢厂盈利比例为 77.3%，月环比上升 3.68；高炉开工率为 63.64%，月环比下滑 2.11%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)

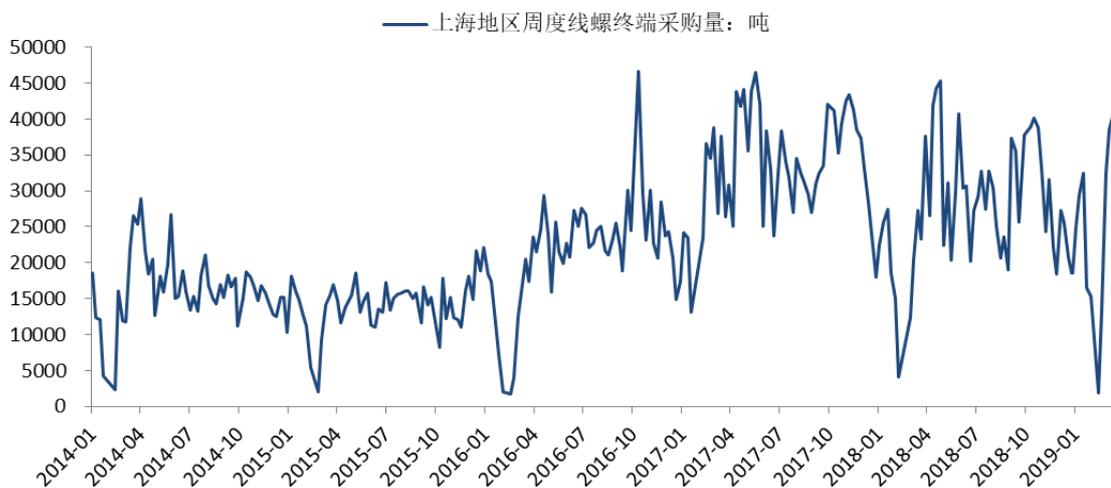


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.7 终端采购

截至 3 月 29 日,上海地区线螺采购量 3 月周度均值 38365.75 吨,环比 2 月上升 22515.1 吨。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.8 钢材出口

2019 年 2 月钢材出口为 451 万吨,月环比下滑 168 万吨,同比上涨 33.12%, 1-2 月累计出口同比上涨 12.63%。

图 17：钢材出口（万吨）

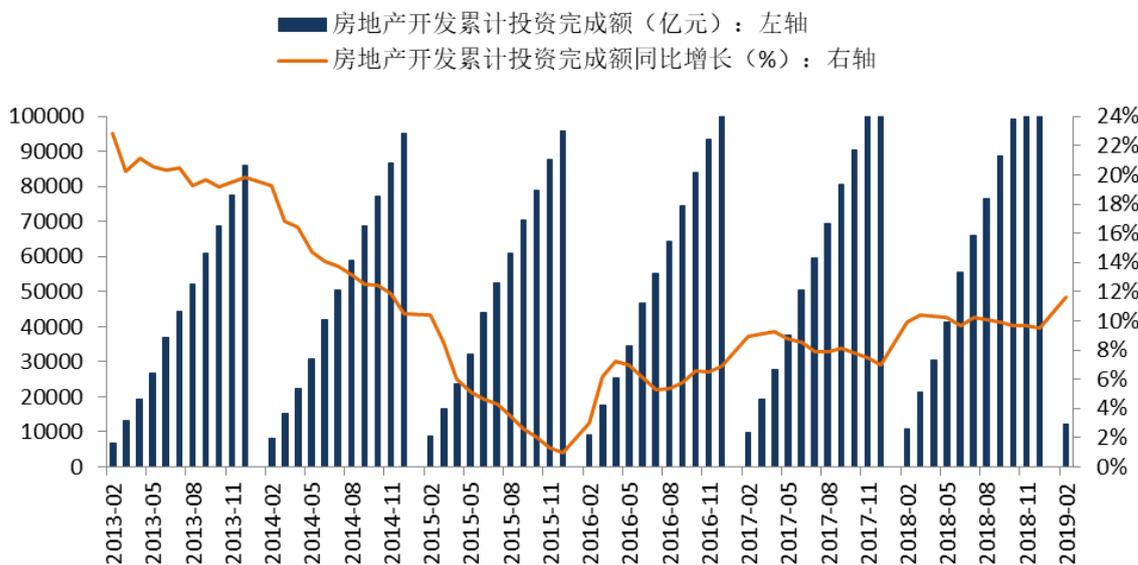


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资

截至 2019 年 2 月，全年房地产累计开发投资为 1.21 万亿元，累计同比增加 11.6%，房地产投资数据整体表现较好。

图 18：房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 总结

铁矿石：

整体来看，目前铁矿短期供应偏紧，一方面巴西短期发货难以回升，而另一方面澳洲又受

到飓风影响，发货量有较大幅度下滑；但中期淡水河谷 Brucutu 矿区有复产可能。需求方面，目前钢厂日耗逐渐提升，并且铁矿石库存偏低，未来存在一定刚性补库需求，后期钢厂补库力度需要重点关注。整体来看，目前铁矿利好逐步落地兑现，短期市场情绪偏强或仍能支撑矿价高位震荡，但 4 月投资者需注意矿价高位回落的风险，建议暂时观望为主，仅供参考。

螺纹钢：

我们认为 3 月钢材市场的利多是非常多的，但到了 4 月这些利多普遍都会出现一些逆转。供应方面，原料铁矿石的生产上淡水河谷的生产减量已经探明，但巴西政府的态度却是暧昧的，可能会出现减量少于预期的情况；环保限产随着两会过去，各地解除重污染警报，影响趋弱；减税直接降低了废钢入厂价格，给电炉的生产和废钢的添加挪腾出空间。

需求方面，3 月钢材的需求早且好，但是 4 月进一步的提升空间有限，和 2018 年相比 4 月赶工的动力减少。汽车仍然在去库存的尾端，政府刺激消费不会太好。前期热卷超预期的出口和家电近期重新回归平静。而房地产和 2018 年相比，增速必然是下降的。

产业层面 4 月面临利多出尽。但利多出尽一定就是利空吗？价格除了下跌能否顺着前期连涨 4 个月的力气，在旺季再拉一把？

笔者对这一点并不是太确定。但是比较确定的是，宏观风险下行并未解除，钢市可能难回前两年再创新高的壮举。在整个产业链都有盈利的 3800 元附近，如果锁定一部分的利润，则对企业二季度的盈利会比较有保障。如果再突破春节前后的高点，则可以为全年的利润保值给出空间，打下基础。

第三轮提降预期促焦炭企稳；焦煤承压下行

2019年4月1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

3月份焦炭主力合约震荡偏弱，下游钢厂限产力度较大，盘面走弱，收于1984.5元/吨，月跌183.5元/吨。焦炭二轮提降落地，降幅为200元/吨，后续或因降税有50元/吨跌幅。3月份焦煤主力合约震荡偏弱，受下游需求疲软影响，收于1230.5元/吨，月跌83元/吨。山西部分地区炼焦煤有不同程度跌幅。

● 后市展望及策略建议

焦煤方面，介休煤矿事故对晋中地区煤矿生产造成影响，当地炼焦煤供应偏紧张，四月初复产供应有望恢复。两会结束后，各地煤矿陆续复产，焦煤供应的到恢复。下游焦化厂利润缩水至盈亏线附近，对焦煤采购放缓，煤矿有库存累积。焦化厂对煤价提出降价要求，挤压煤矿利润，山西部分地区炼焦煤价格已经有不同程度的下降，在焦炭市场偏弱，需求疲软的情况下，炼焦煤后期或将承压。预计4月焦煤1905合约震荡偏弱。

焦炭方面，焦化厂利润跌至盈亏线附近，华东部分焦化厂已经是亏损生产。焦化厂开工率依然保持高位，而下游钢厂高炉开工虽有恢复，但需求依然不高。焦炭在厂内和下游钢厂内库存属于较高水平，港口焦炭库存高位，价格虽持续下跌，但去库效果并不好。因此焦炭依然弱势运行，焦煤成本支撑渐渐消失，焦炭下跌空间有增大的可能性。但考虑到焦化厂已然到了亏损的边缘，并且四月份高炉复产在即，多数钢厂暂时观望，对焦企尚无第三轮提降，焦价暂稳。港口焦炭价格低位，个别贸易商询价，但由于港口库存压力较大，实际采购量并不高，尚未达到囤货重新带动焦炭现货价格的程度。焦炭1905合约以震荡运行为主，需关注焦炭去库存的情况。

1.行情回顾

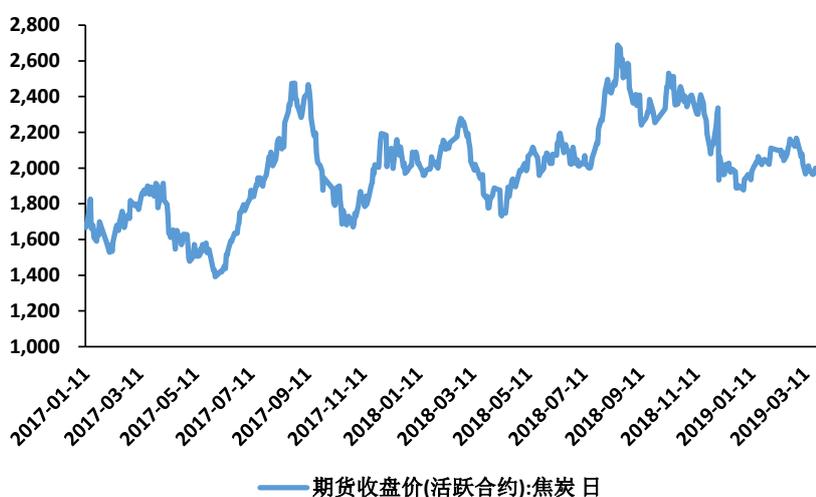
1.1 期货市场价格

3月份焦炭主力合约震荡偏弱，下游钢厂限产力度较大，盘面走弱，收于1984.5元/吨，月跌183.5元/吨。

3月份焦煤主力合约震荡偏弱，受下游需求疲软影响，收于1230.5元/吨，月跌83元/吨。

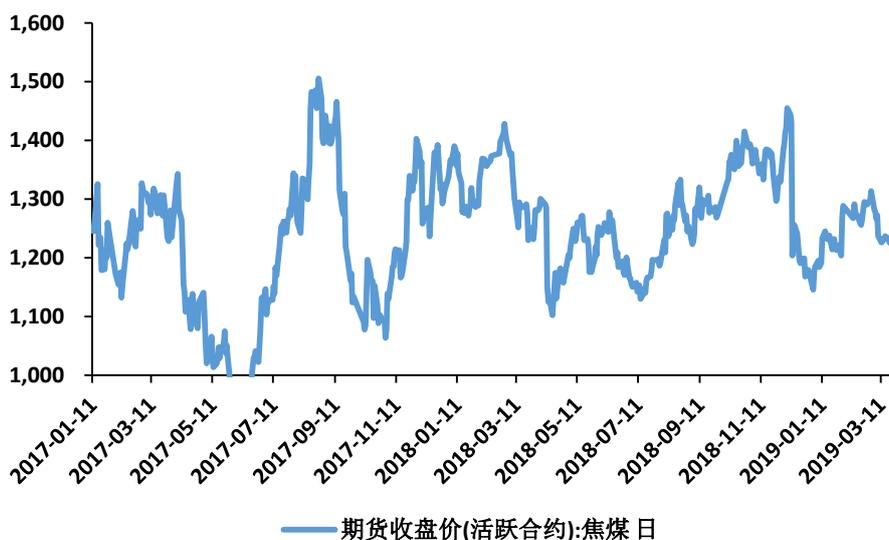
3月份盘面焦化利润逐渐降低，焦炭/焦煤比稳定在1.6左右，近日由于焦煤供给恢复，下游需求疲软挤压焦煤利润，焦煤预计走弱，焦炭/焦煤比有走高趋势。

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

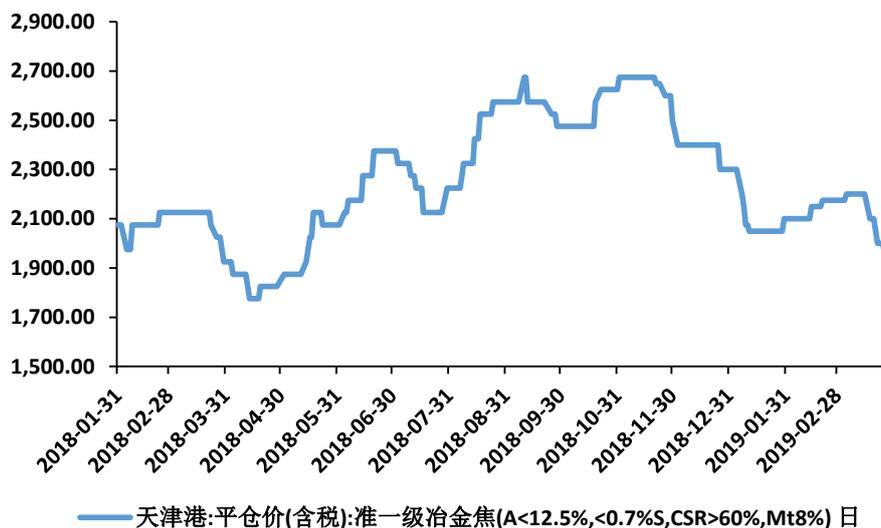


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 现货市场价格：焦炭二轮提降后企稳，焦煤价格回调让利

3月焦炭现货价格经过两轮提降，降幅达200元/吨。天津港准一级冶金焦报价降幅225元/吨。由于下游钢厂限产严重，对焦炭需求减少，钢厂、焦化厂内焦炭库存有所累积，港口库存累至高位，出货困难，焦炭供应偏宽松，因此焦炭经历两轮提降。

图 4：焦炭现货价格（元/吨）

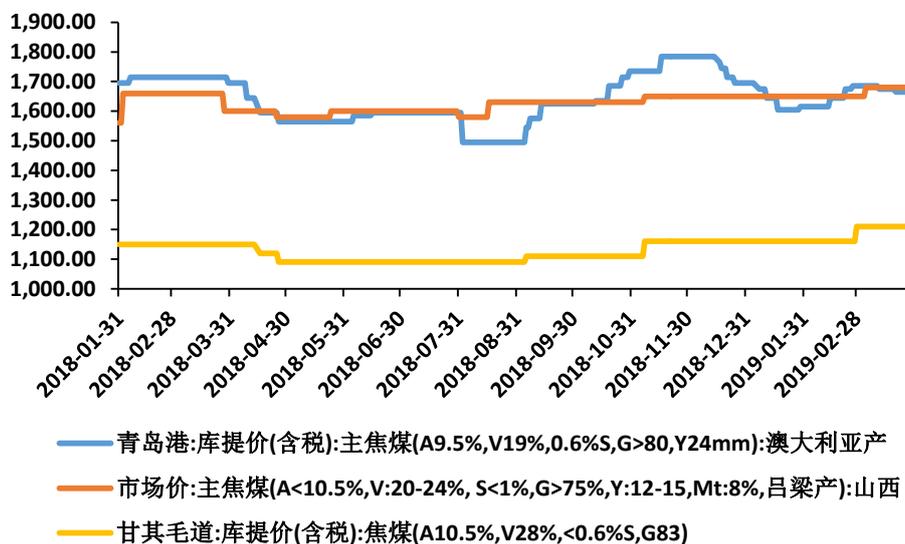


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3月焦煤价格较稳，山西吕梁主焦煤价格为1650元/吨，甘其毛道蒙古煤价格为1210元/吨，青岛澳煤本月下跌至1665元/吨，降幅20元/吨。3月上旬由于两会期间，煤矿复产速度较慢，

低硫主焦煤供应非常紧张，价格坚挺，高硫配煤种价格略有下跌，但炼焦煤整体现货价格较稳。下旬，煤矿复产速度加快，供应略有恢复，且下游焦化厂利润跌至盈亏线附近，部分煤矿让利焦化厂，低硫主焦存在 20-50 元/吨的调整。受下游疲软需求影响，炼焦煤现货或承压下行。

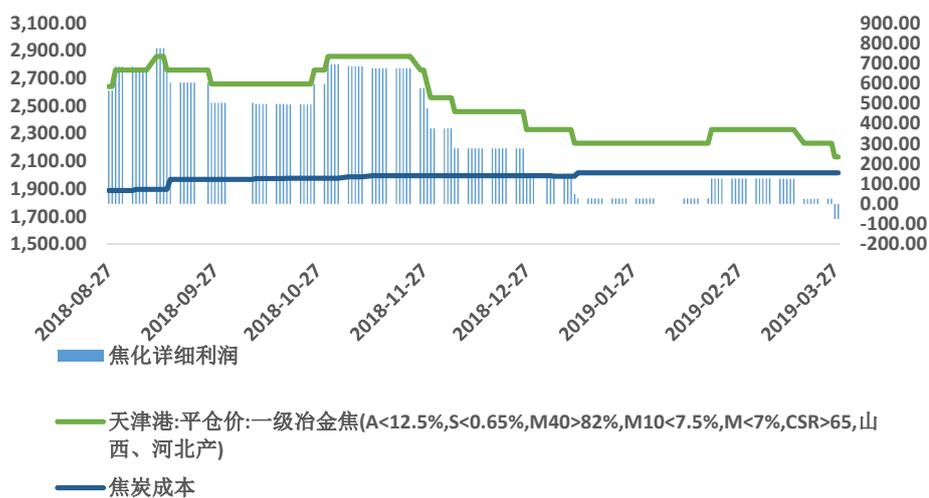
图 5：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

本月由于焦炭两轮提降，焦化厂利润均已达到盈亏线边缘，部分焦化厂已经亏损，焦企利润收缩非常明显。

图 6：现货焦化利润



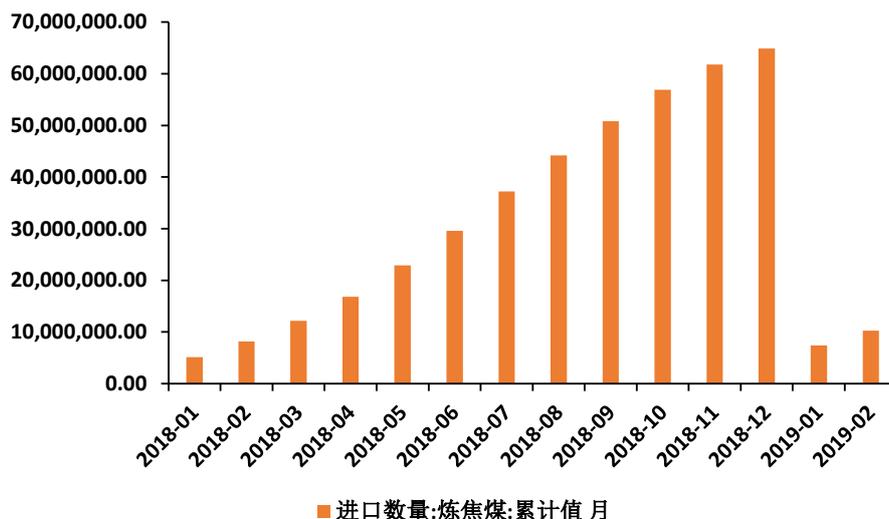
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.焦煤、焦炭基本面分析

2.1 焦煤供给：煤矿逐渐恢复生产，蒙煤通关速度恢复

3月上旬两会期间，煤矿复产速度较慢，低硫主焦煤供应略显紧张，两会后煤矿逐渐恢复生产，供应得到恢复。月中介休地区煤矿事故影响到晋中与吕梁地区的焦煤供应，有停产现象，预计介休地区煤矿四月初将得到恢复。

图 7：炼焦煤进口量



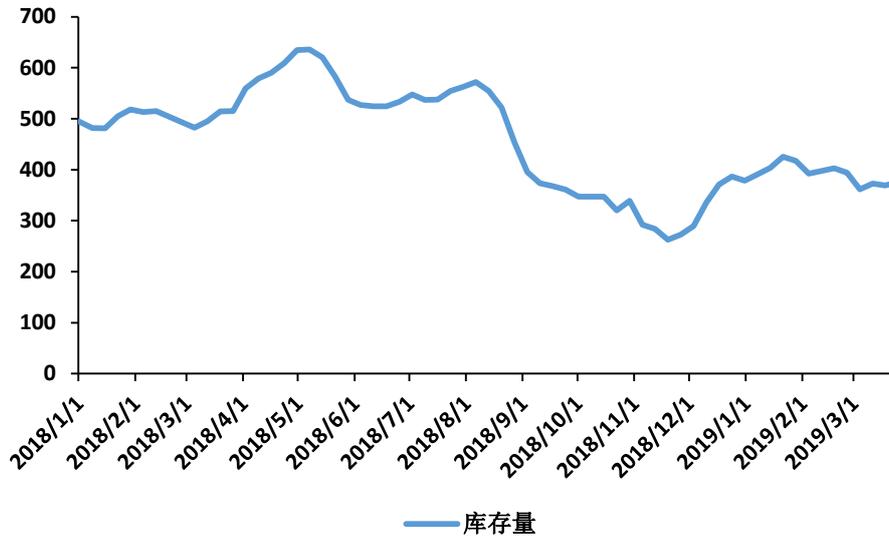
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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。1-2月份进口焦煤数量1028万吨，同比增加25.7%。目前，蒙煤通关速度得到恢复，预计进口煤对于国内炼焦煤供应的影响将减少。

2.2 焦煤库存：下游需求疲软，焦煤库存略有累积

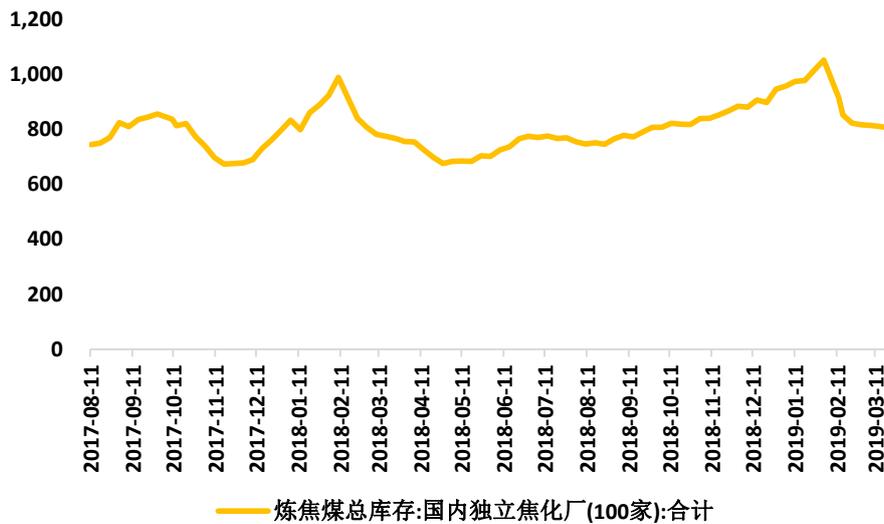
截至3月1日，生产企业炼焦煤库存为376.1万吨，较月初增加14.3万吨。焦煤焦化厂库存801.3万吨，较月初下降15万吨，炼焦煤六港口库存为359万吨，较月初增加72万吨左右，炼焦煤钢厂库存834.39万吨，较月初减少19.2万吨。由于节后钢厂限产，需求不振，焦化厂利润两轮下跌至盈亏线附近。焦化企业的利润剧烈收缩，短期内放缓了对于炼焦煤的采购速度，消极签单，因此煤矿库存有所累积。

图 8：生产企业炼焦煤库存



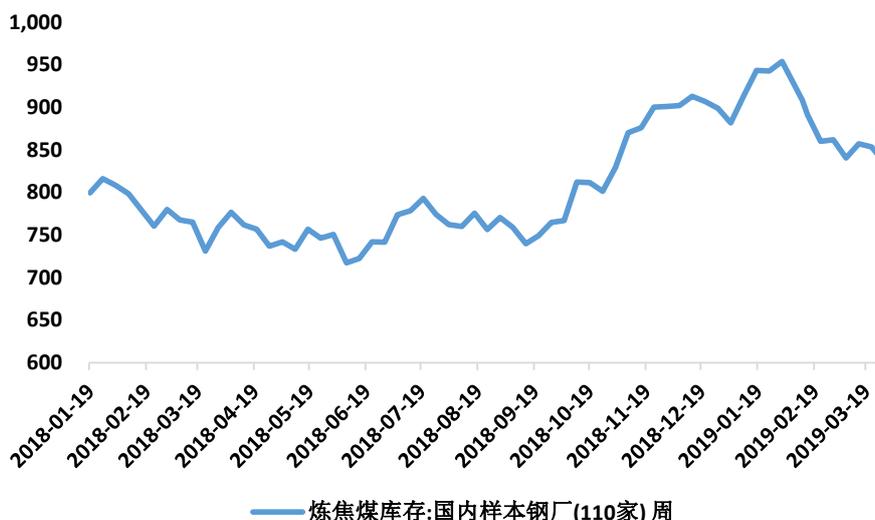
数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

图 9：炼焦煤焦化厂库存



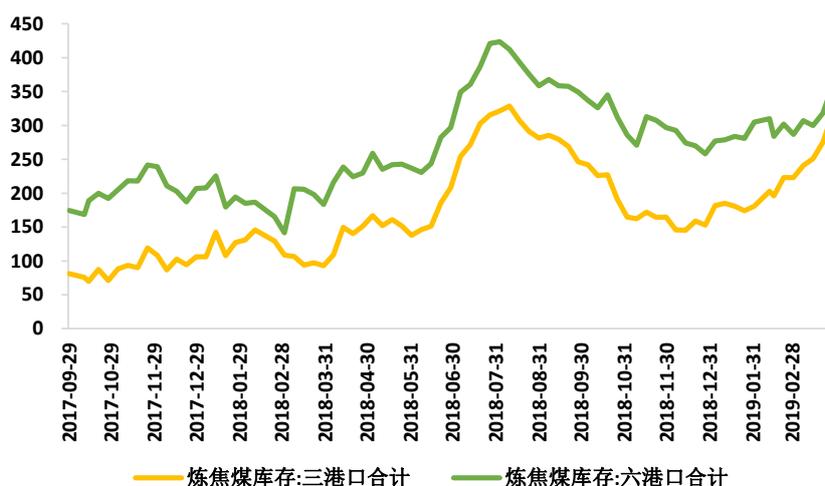
数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

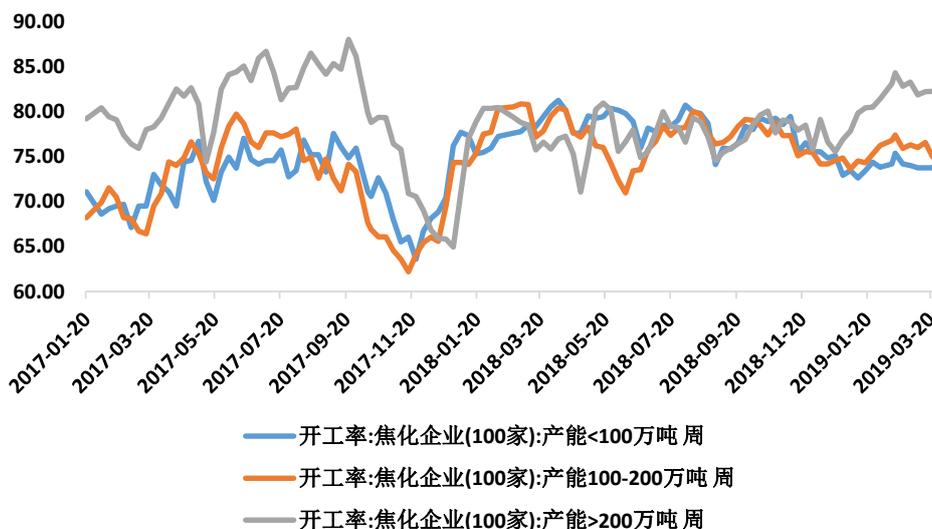


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 焦煤需求/焦炭生产：山西有不定期限产，总体生产稳定

截至 3 月 29 日，我国小于 100 万吨产能焦化厂开工率为 74.45%，100-200 万吨产能焦化厂开工率为 74.77%，大于 200 万吨产能焦化厂开工率为 82.68%。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。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。受环保检查影响，山西省内焦化企业出现不定期的限产，但影响较小，焦化企业开工率依然维持高位。另外根据 Mysteel 消息，西北地区个别焦企由于利润较低小幅限产，华东地区个别焦企由于环保、安全检查小幅减产。

图 11: 焦化厂开工率

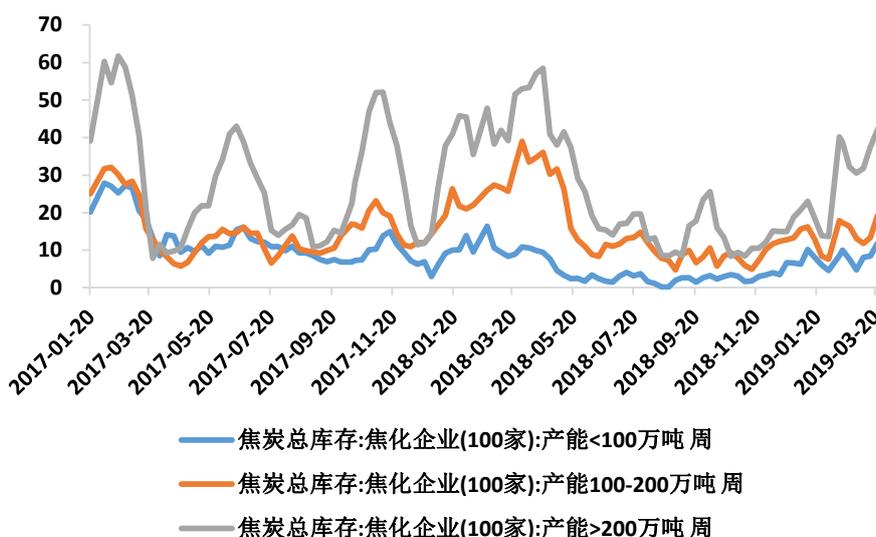


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 焦炭库存: 港口库存压力依然高位, 钢厂厂库偏高

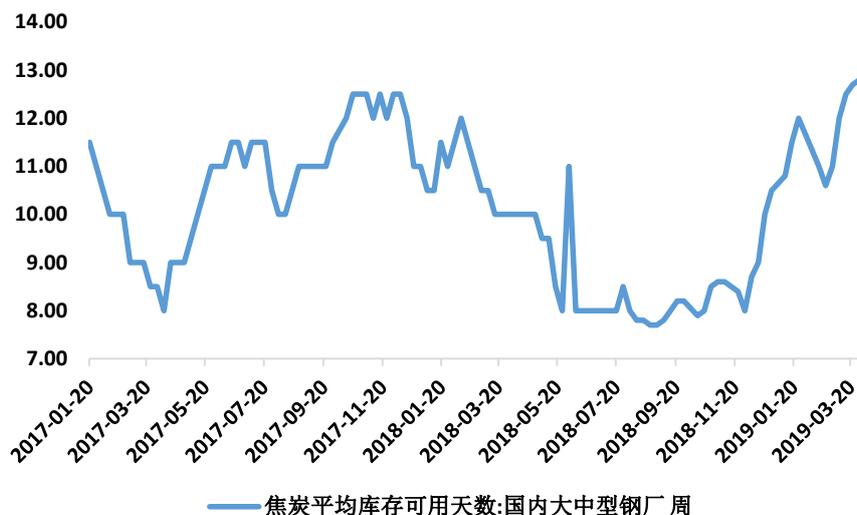
截至 3 月 29 日, 焦炭焦化厂库存 78.7 万吨, 较月初增加 30.38 万吨, 焦炭港口库存 375 万吨, 较月初增加 3 万吨。焦炭钢厂可用天数 12.8 天, 较上周增加 0.1 天。钢厂内焦炭库存保持较高水平, 加之限产尚未完全恢复, 因此对于焦炭采购多以按需采购为主。焦化厂受下游需求疲软影响, 厂内库存累积, 出货速度较慢。2018 年 1-3 月焦炭港口库存以消化去库为主, 而今年 1-3 月焦炭港口库存是逐渐累积的。自春节后焦炭一轮提涨后, 贸易商开始询价囤货, 港口库存累至高位。在下游需求不高的情况下, 去库速度较慢, 焦炭现货经历两轮下跌, 加上 4 月份调整增值税率因素影响, 天津港准一级冶金焦现货价格跌至 1950 元/吨。目前港口焦炭价格处于低位, 有个别贸易商询价, 但港口库存压力较大, 实际采购数量极为有限。

图 12: 焦炭焦化厂库存



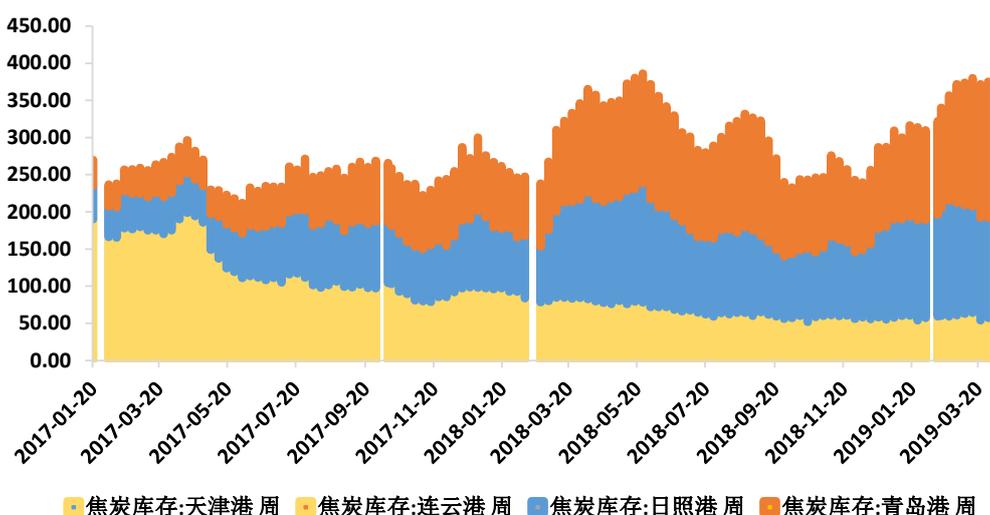
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 焦炭钢厂可用天数



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

2.5 焦炭需求: 预计 3 月需求正常释放, 警惕高炉限产

截至 3 月 29 日, 钢厂高炉开工率 63.64%, 低于月初水平, 但较上周提升了 0.24%。根据我的钢铁网统计, 本期数据检修高炉 7 座, 复产高炉 13 座; 检修样本多为河北和东北地区例行检修, 检修时长多在 7-20 天, 复产样本多集中在河北地区, 伴随强化管控执行接近尾声, 下周预计复产高炉增加明显, 高炉开工率将继续增加。

图 15: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.总结

焦煤方面, 介休煤矿事故对晋中地区煤矿生产造成影响较大, 当地炼焦煤供应偏紧张, 四月初复产供应有望恢复。两会结束后, 各地煤矿陆续复产, 焦煤供应的到恢复。下游焦化厂利润缩水至盈亏线附近, 对焦煤采购放缓, 煤矿有库存累积。焦化厂对煤价提出降价要求, 挤压煤矿利润, 山西部分地区炼焦煤价格已经有不同程度的下降, 在焦炭市场偏弱, 需求疲软的情况下, 炼焦煤后期或将承压。预计 4 月焦煤 1905 合约震荡偏弱。

焦炭方面, 焦炭二轮提降后, 焦化厂利润跌至盈亏线附近, 华东部分焦化厂已经是亏损生产。焦化厂开工率依然保持高位, 而下游钢厂高炉开工虽有恢复, 但需求依然不高。焦炭在厂内和下游钢厂内库存属于较高水平, 港口焦炭库存高位, 价格虽持续下跌, 但去库效果并不好。因此焦炭依然弱势运行, 焦煤成本支撑渐渐消失, 焦炭下跌空间有增大的可能性。但考虑到焦化厂已然到了亏损的边缘, 并且四月份高炉复产在即, 多数钢厂暂时观望, 对焦企尚无第三轮提降, 焦价暂稳。港口焦炭价格低位, 个别贸易商询价, 但由于港口库存压力较大, 实际采购量并不高, 尚未达到囤货重新带动焦炭现货价格的程度。焦炭 1905 合约以震荡运行为主, 需关注焦炭去库存的情况。

供给好转提供支撑，4月油价震荡偏多

2019年4月1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

3月美油经历了震荡-上行-再震荡的走势;布油基本处于震荡状态。3月上旬,因美国短期经济数据不佳,导致市场担忧全球经济预期放缓,加之美国两大原油库存均超预期大增,油价明显承压。但OPEC 2月产量降至近4年来的最低水平,且俄罗斯表态将加快减产力度,加大了市场对OPEC+减产的预期,油价仍存在底部支撑,美、布两油均呈现震荡走势。3月中旬,OPEC数据显示减产比例已达近90%,且表示将坚持减产至6月,沙特也声称将减产至1000万桶以下,继续支撑油价,委内瑞拉断电事件提供了额外的上行动力。美国两大原油库存均录得超预期大降,同时美油产量下降10万桶,均对美油产生显著利好。美油创4个月以来的新高,在3月中旬涨幅达5.7%。但布油因欧洲多国下调经济预期,宏观层面遭受较大打压,涨幅受限,维持震荡偏多的走势,并在3月20日达到本月的高点,报68.07美元/桶。3月下旬,美联储对美国评价趋于放缓,美债收益率倒挂,欧美制造业数据疲软抵消了美联储加息带来的利好,市场的关注点转向全球经济及原油需求放缓。美油受宏观经济压制而涨幅受限。但OPEC尚未放松减产及委内瑞拉的停电及制裁还是给油价提供了一定支撑,因此美、布两油均呈现震荡走势。美油在3月29日因美债收益率结束倒挂、美股普涨,原油产量及钻井数下滑等多重提振,达到本月高点,报60.18美元/桶。美油月涨5.17%,布油月涨1.87%。

● 后市展望及策略建议

近期美国原油产量已经稳定在1200万桶左右近一个月,贝克休斯钻井数连降6周,录得近三年来最大单季降幅,美油增产放松的利好将进一步加强,配合OPEC执行减产到6月的意愿,供给端将进一步好转。但特朗普许可

美、加之间的输油管道建设将有力增强加拿大油砂输出，将限制油价涨幅。美债收益率结束倒挂，中、美短期经济数据有所好转，加之中美经贸谈判继续推进，使市场对宏观经济的担忧有所减弱，但这仍无法改变原油需求疲软的事实。地缘方面，美国虽有意对伊朗进一步施压，但特朗普已给予伊拉克延长豁免，日本、韩国、印度也均希望获得延长，市场普遍预期制裁到期的影响将偏弱。同时俄罗斯与委内瑞拉可能展开合作也抵消了一定的利多影响。综合来看，地缘危机提供的上升动力或不及预期，但供给端的利好仍对油价形成支撑。宏观层面仍需密切关注主要经济体走势及中美两国贸易谈判进展，以判别需求是否能出现新的利好。预计 4 月上旬油价仍有上行空间，中旬转为震荡走势，下旬应注意 OPEC+可能在 5 月召开减产评估会及伊朗制裁豁免到期所带来的短期上行动力。仅供参考。

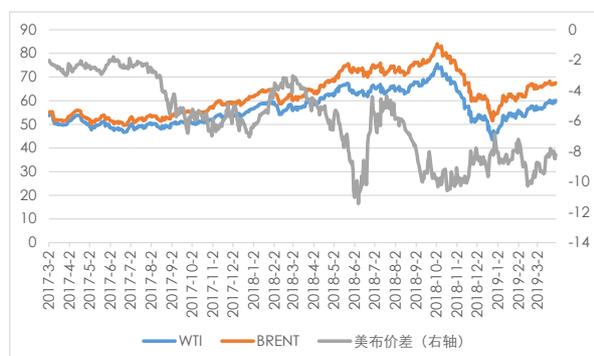
风险提示：特朗普打压油价；美股暴跌；中美谈判进展不佳。

1.月度行情回顾

期货端：3月美、布两油的走势有所不同。美油经历了震荡-上行-再震荡的走势；布油涨幅明显小于美油，整个3月基本均处于震荡状态。3月上旬，因美国短期经济数据不佳，导致市场担忧全球经济预期放缓，加之美国两大原油库存均超预期大增，油价明显承压。但OPEC 2月产量降至近4年来的最低水平，且俄罗斯表态将加快减产力度，加大了市场对OPEC+减产的预期，油价仍存在底部支撑，多空博弈后，美、布两油均呈现震荡走势。3月中旬，OPEC数据显示减产比例已达近90%，且表示将坚持减产至6月，沙特也声称将减产至1000万桶以下，使减产继续为油价提供底部支撑，委内瑞拉断电事件提供了额外的上行动力。美油因进口量大幅减少，两大原油库存均录得超预期大降，同时美国原油产量下降10万桶，均对美油产生显著利好。美油创4个月以来的新高，在3月中旬涨幅达5.7%。但布油因欧洲多国下调经济预期，宏观层面遭受较大打压，抵消了利好，涨幅显著小于美油，基本仍维持震荡偏多的走势，并在3月20日达到本月的高点，报68.07美元/桶。3月下旬，美联储对美国评价趋于放缓，美债收益率倒挂，欧美制造业数据疲软抵消了美联储不加息带来的利好，市场的关注点转向全球经济及原油需求放缓。美油受宏观经济压制而涨幅受限。但OPEC尚未放松减产及委内瑞拉的停电及制裁还是给油价提供了一定支撑，因此美、布两油均呈现震荡走势。美油在3月29日因美债收益率结束倒挂、美股普涨，原油产量及钻井数下滑等多重提振，达到本月高点，报60.18美元/桶。美油月涨5.17%，布油月涨1.87%。

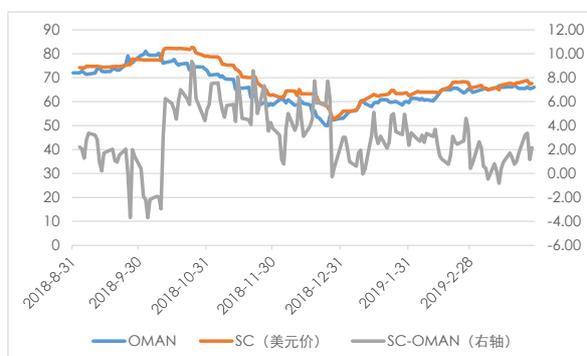
现货端：3月OPEC一揽子原油现货价1.7%，报66.38美元/桶。布伦特Dtd涨4.5%，报68.18美元/桶；WTI库欣交割涨5.1%，报60.14美元/桶。全球原油现货价格普涨，显示受减产利好推动，现货市场继续回暖。

图 1: WTI 及 BRENT 走势与价差 (美元/桶)



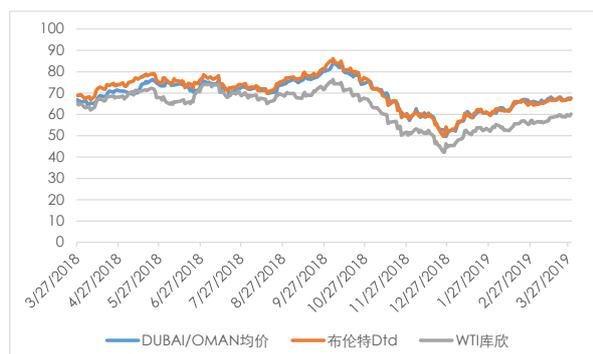
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

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.美联储维持联邦基金利率在 2.25%-2.50% 不变，符合预期。美联储将 2019 年加息预期从此前两次下调至零。它还下调了经济展望，预计 2019 年 GDP 增长 2.1%，而不是此前预期的 2.3%。今年 PCE 的通胀预期从之前的 1.9% 下调至 1.8%。资产负债表的缩减将于 9 月份结束。

2.欧佩克月报显示，欧佩克 2 月原油产量减少 22.1 万桶/日至 3054.9 万桶/日。欧佩克成员国 2 月份减产执行率 105%，欧佩克 2 月原油产量减少 22.1 万桶/日至 3054.9 万桶/日；其中降幅最为显著的委内瑞拉，虽然其并没有参加减产，但美国严厉的经济制裁依然令其产量大幅下滑。伊朗 2 月原油产出增加 1.2 万桶/日，至 274.3 万桶/日；伊拉克 2 月原油产出减少 7 万桶/日，至 463.3 万桶/日；沙特 2 月原油产出减少 8.6 万桶/日，至 1008.7 万桶/日。

3.由沙特与俄罗斯等产油国组成的联合监督委员会表示，在今年 2 月份，欧佩克国家与一些非成员国盟友“一致遵守”减产协议的比例已达近 90%，1 月份时的这一比例为 83%。欧佩克成员国已同意将原油产量在 10 月份的基础上削减 80 万桶/日，并坚持到今年 6 月份。俄罗斯等非欧佩克成员国也同意将产量削减 40 万桶/日，使总减产达到 120 万桶/日。

4.沙特能源部长法利赫周日表示，中美石油需求强劲，中国需求更是不断突破纪录，推动全球石油需求健康发展，因此四月份调整欧佩克+的石油产出政策为时尚早，可以留待 6 月份再适时调整；预计 2019 年中国原油需求将突破 1100 万桶/日，全球原油需求增速将为 150 万桶/日。

5.俄罗斯能源部长诺瓦克：俄罗斯到 3 月底将减产 22.8 万桶/日；俄罗斯三月份的减产幅度将强于二月。

6.美国国务院官员：对伊朗制裁导致 150 万桶/日的原油不能进入原油市场。美国寻求从 5 月开始将伊朗石油销售减少约 20% 至 100 万桶/日以下。在全球原油供过于求之际，美国能够加速推进“让伊朗石油出口降至零”这一计划。

7.美国驻委内瑞拉特别代表 Abrams：委内瑞拉原油出口这个月来稳定下降 5 万桶/日。

8.美国油服贝克休斯：3 月 29 日当周，美国石油钻井数 816 口，预期 820 口，前值 824 口，连降六周。2019 年第一季度，美国石油钻井机录得最近三年最大单季降幅。

9.美国能源信息署 (EIA)：美国 2018 年 12 月原油产量上修 11.2 万桶/日至 1196.1 万桶/日；美国 2019 年 1 月原油产量下修 8 万桶/日至 1187.1 万桶/日；美国 1 月总体原油需求下降 0.9 万桶/日。

10.据众多交易员透露，俄罗斯4月份将从波罗的海波罗奈斯克港口出口116.6万吨Ultra超低硫柴油，3月份安排的出口量为143.4万吨。

2.2 利空

1.OECD公布了最新一次的《经济展望》报告，在报告中再度下调了2019年全球经济增速预测，由去年11月的3.5%下调至3.3%。同时，2020年经济增长预测被下调至3.4%。OECD将经济增长预期的放缓归因于全球贸易环境的紧张、欧洲经济的疲软，以及金融市场的脆弱性，并指出，这种放缓趋势将遍及全部G20经济体，特别是欧洲国家。OECD特别指出中国的经济增速将在2019年放缓至6%，并认为中国经济的放缓将影响到全球经济增长和贸易的前景。OECD的预测值刚好好处在2019年我国经济增速目标区间的下界。

2.石油巨头加大二叠纪盆地的石油产量开发；雪佛龙近日公布，在2020年底之前，计划在美国德州和新墨西哥州所辖二叠纪盆地的日均油气产量达到60万桶，到2023年末达到90万桶/日，比此前雪佛龙的未来五年预期产量65万桶/日提高了将近40%；埃克森美孚也计划最快五年后在该地区的日产量达100万桶，增幅80%，且表示即使原油跌至35美元，也可获得10%的回报；据悉，在2018年第四季度，埃克森美孚在二叠纪盆地的产量已经同比暴增93%。

3.联合石油数据库JODI：俄罗斯石油产量增至1070万桶/日，创历史新高。

4.2019年1-2月俄罗斯石油开采量较2018年1-2月增长3.7%，达到9141.7万吨。2019年2月石油产量为4330.3万吨，比2018年2月增长3.5%。与OPEC+宣布以2018年10月为新框架下石油减产起点相比，俄罗斯石油减产10.3%。2019年1-2月，俄罗斯石油出口增长4.6%，至4256万吨。2019年2月，该数字增加了6.2%，达到2050万吨。

5.利比亚主要油田沙拉拉油田已重启部分钻井，重启目标产量为8万桶/日。

6.韩国2月自伊朗进口原油环比增加459%至17.9万桶/日。

7.印度希望继续从伊朗购买石油30万桶/日。

8.伊朗油长赞加内：伊朗将推出四个新的超大南帕尔斯气田，产能为1.1亿立方米/日。

9.特朗普在购买伊朗原油方面授予伊拉克为期90天的豁免期。

10.加拿大阿尔伯塔省：将5月、6月的原油产量限制逐月上调2.5万桶/日；到6月石油公司的原油产量将限制在371万桶/日。

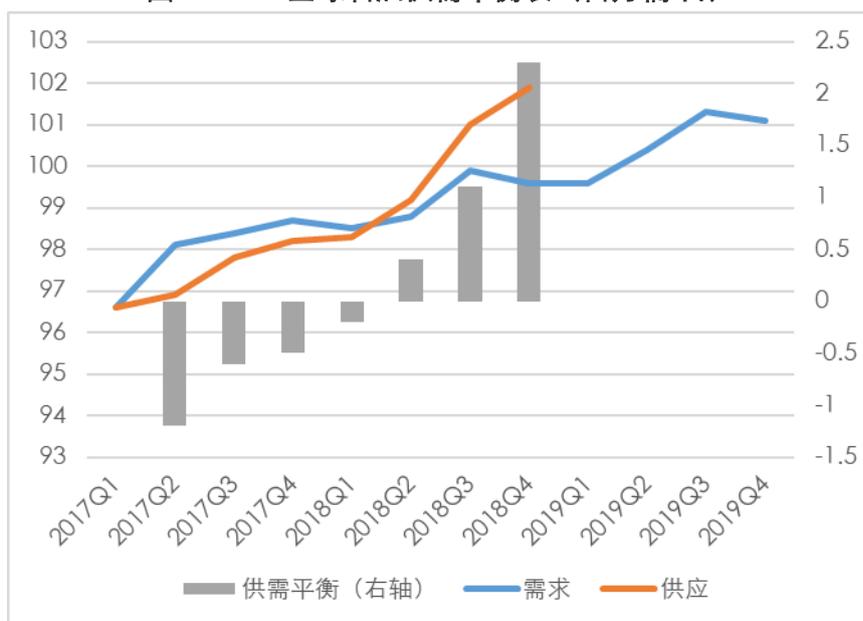
11.委内瑞拉总统马杜罗的政权接近和俄罗斯达成一项协议，以在美国制裁下获得俄罗斯协助销售石油。委内瑞拉石油部长克维多称，下月将在莫斯科签署这项协议，与此同时特朗普政府也因马杜罗政权和俄罗斯深化合作而对这两国加大施压。

12.美国总统特朗普发布了对Keystone XL输油管道的建设许可。加拿大第二大管道运营商TransCanada的Keystone XL输油管道将运送加拿大油砂至美国。

3.IEA、EIA、OPEC 月度预测

由于经合组织的需求同比减少了30万桶/日，导致全球原油需求在2018年4季度大幅缩水95万桶/日。经合组织的欧亚国家下滑尤为明显，美洲国家的增长率也在放缓。非经合组织国家的需求稳健上升，中东及亚太的需求获得上修。全球原油产量受OPEC+减产支持，总体减少了34万桶/日。OPEC的减产量主要受沙特、伊朗及委内瑞拉主导，减产执行率达到94%。非OPEC国家的产量预计从2018年的纪录高位280万桶/日降至2019年的180万桶/日。

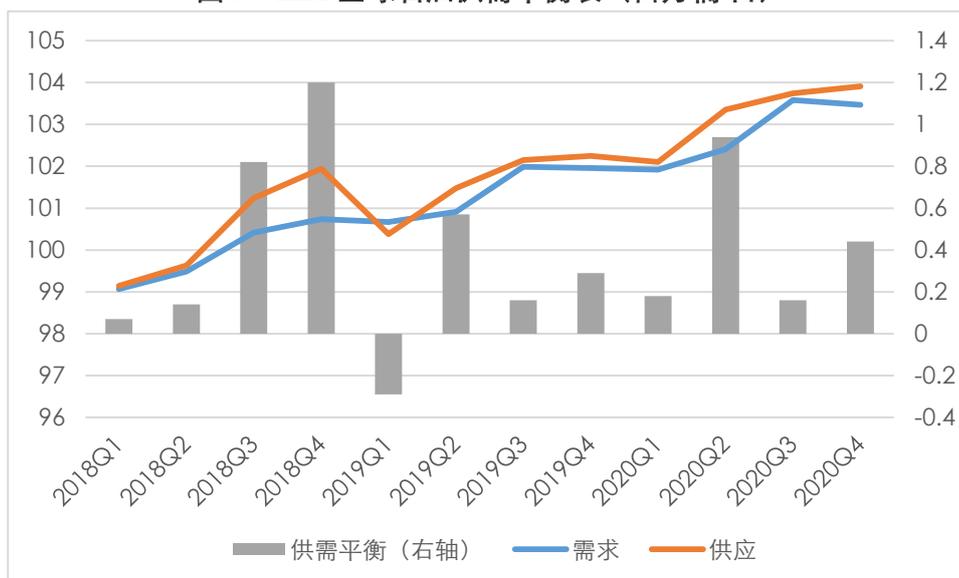
图 4：IEA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2019 年 1 季度的供需已在 OPEC 有效减产下恢复至紧平衡状态，但 EIA 对未来的供需预期仍以过剩为主。尽管美国活跃钻井数在 3 月 29 日当周已连降六周，2019 年第一季度美国石油钻井机录得最近三年最大单季降幅，EIA 仍预计美国原油产量在 2019 年将增加 130 万桶/日，2020 年将增加 70 万桶/日。全球原油需求增幅却显现不稳定的态势，尤其是全球经济增速放缓对原油需求打压明显。因此 EIA 预计全球原油供需仍将已过剩为主，库存增加及 OPEC 剩余产能上升均会使 2019 及 2020 年的油价承压。

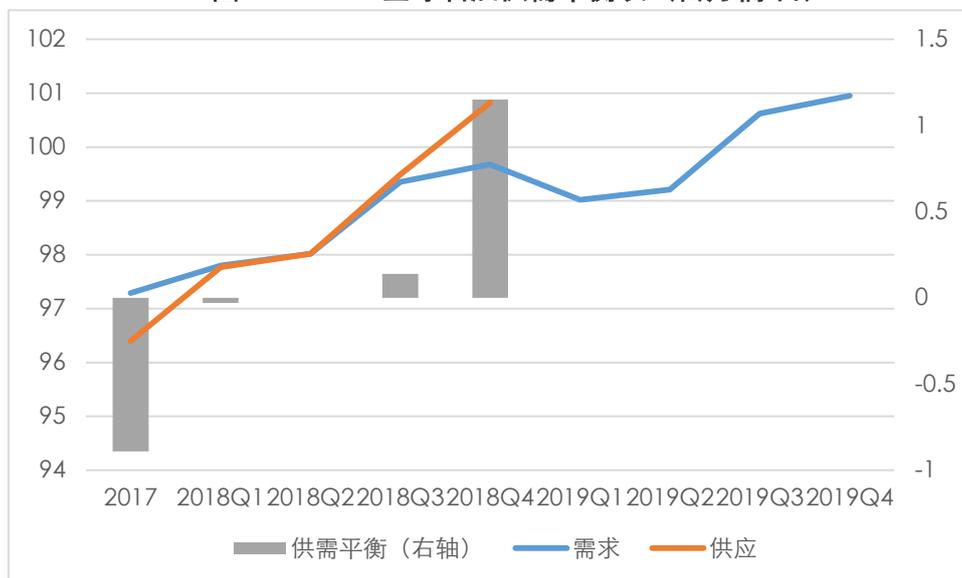
图 5：EIA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2019 年全球原油需求预计增加 124 万桶/日，达 9996 万桶/日。需求增量的主体是印度及亚洲其他国家，中国及经合组织美洲国家也仍为需求大国。供给端，由于 4 月加拿大将增产，苏丹产量增速也高于预期，因此非 OPEC 供给增量上调了 6 万桶/日。全年对 OPEC 的需求预计为 3050 万桶/日，同比下滑了 110 万桶/日。如果 OPEC+坚持减产，油市在 2019 年或恢复平衡。

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

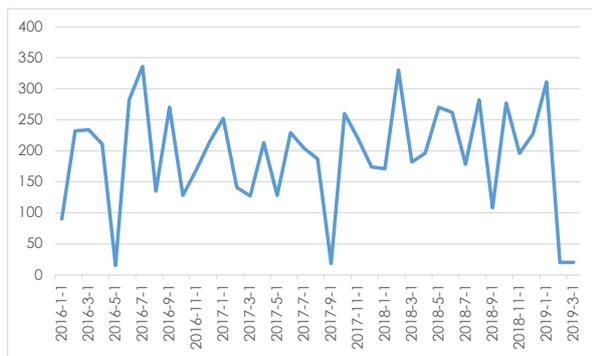
全球经济仍面临下行风险，中美贸易问题继续导致全球贸易面临不确定性。OECD 国家的经济增速因英国脱欧、欧洲多国经济预期下滑而继续放缓。但因 2019 年至今的油价企稳，为经济带来了稳定的因素，尤其是利好 OECD 产油国，如美国及加拿大的经济。OECD 国家中，尽管美国的经济增速也有所放缓，但其与欧元区及日本的经济增速差距仍在继续拉大。本月对 OECD 国家的 GDP 增长率仅下调了日本的 2019 年增速，由 1.0% 至 0.7%。金砖四国的增长率仅将印度下调了 0.1% 至 7.1%。中国因财政刺激政策有好转趋势，但贸易摩擦带来的负面影响仍在持续。

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	7.3	7.1
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.6

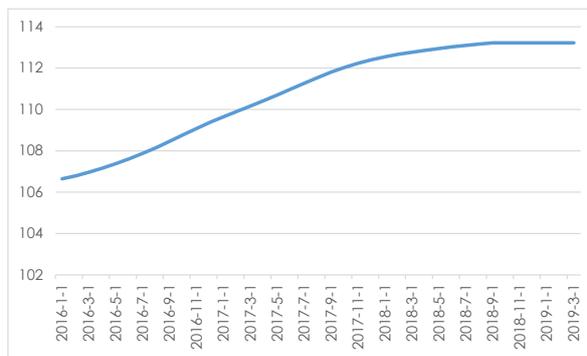
数据来源: EIA, OPEC, 兴证期货研发部

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



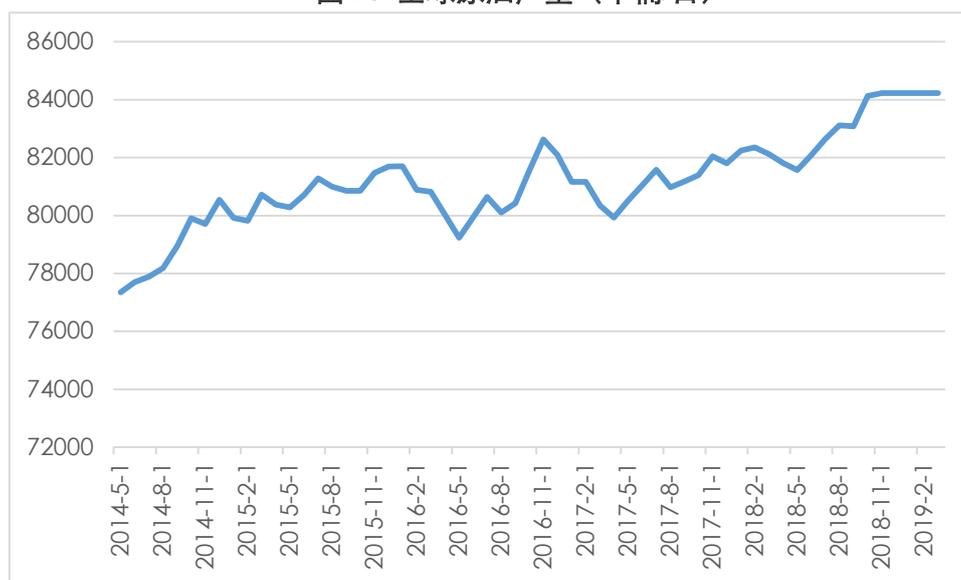
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5. 基本面情况

5.1 供给端

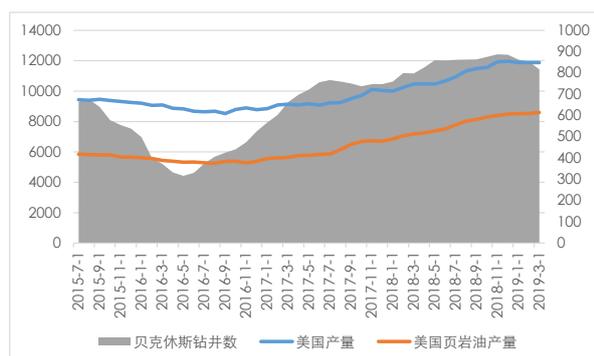
美国 2 月的原油产量为 1190 万桶/日, 较 1 月小幅下调。2019 年美国原油产量预计将达到 1230 万桶/日, 2020 年将达 1300 万桶/日, 最大增量仍来自于二叠纪盆地。Sunrise 输油管线在 2019 年初增加了 12 万桶/日的运力, 使二叠纪盆地的原油输出有所好转。随着 2019 年 3 季度新的输油管线投产, 将会继续缓解运力缺失的问题。加拿大将于 4 月复产 10 万桶/日, 及苏丹增长好于预期将使非 OPEC 供应量增加 6 万桶/日。但 2019 年非 OPEC 总体的供应将面临较大的不确定性, 主要看二叠纪盆地及阿尔伯塔的产量变化情况。

图 9：全球原油产量（千桶/日）



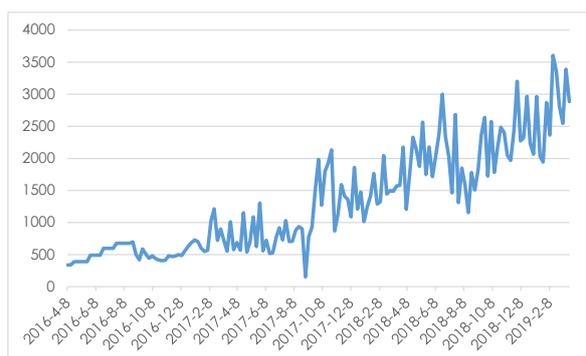
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 10：美国原油、页岩油产量（千桶/日）及贝克斯钻井数（座）



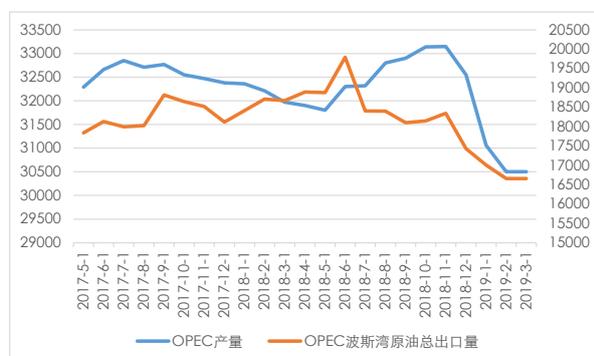
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 11：美国原油出口量（千桶/日）



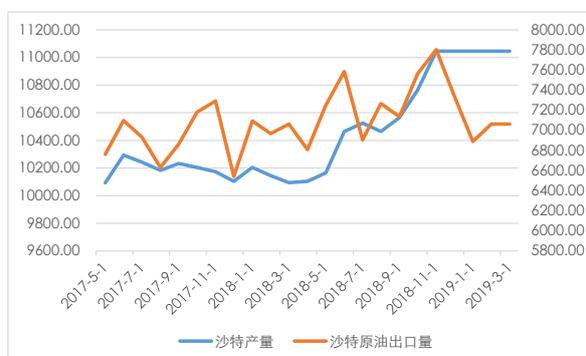
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 12：OPEC 原油产量及 OPEC 波斯湾原油出口量（千桶/日）



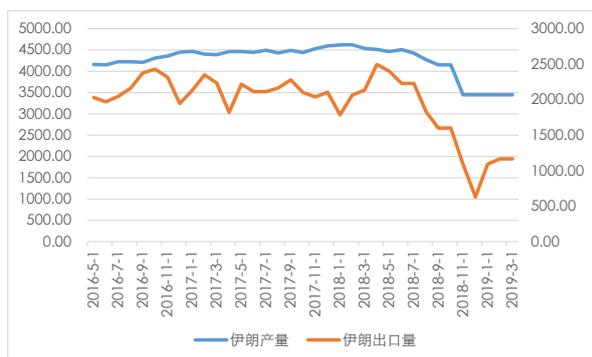
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 13：沙特原油产量及出口量（千桶/日）



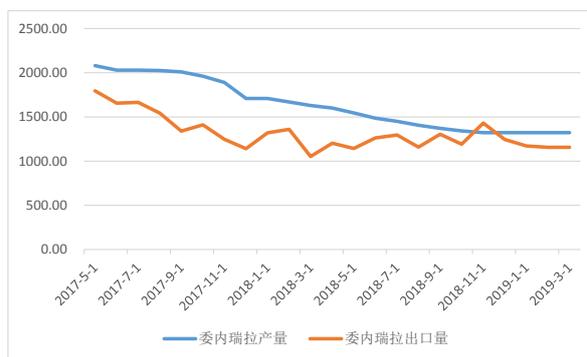
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 14: 伊朗原油产量及出口量 (千桶/日)



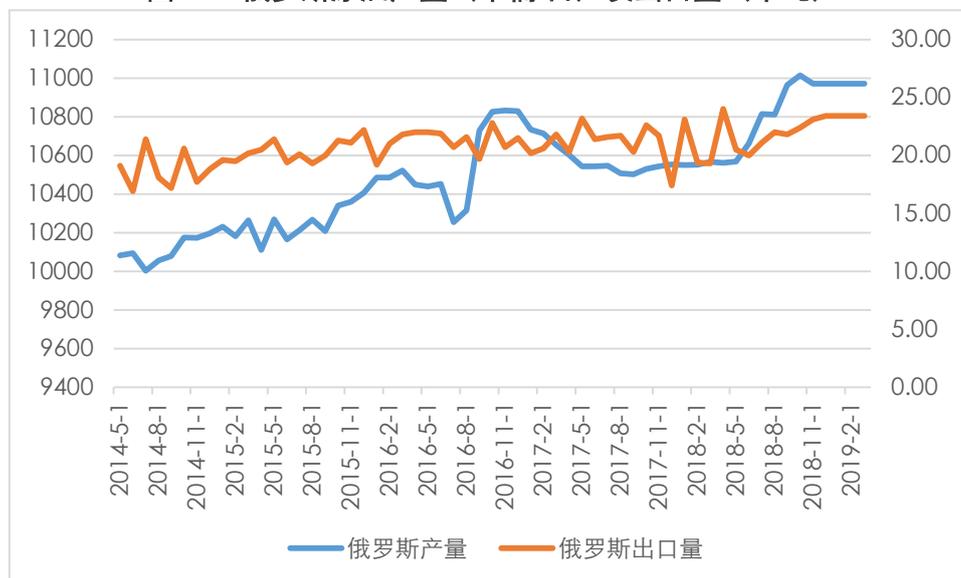
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

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)

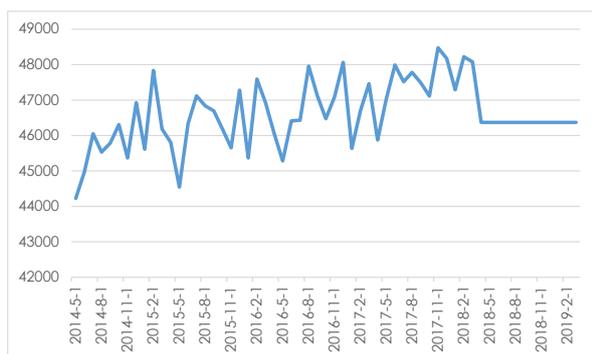


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.2 需求端

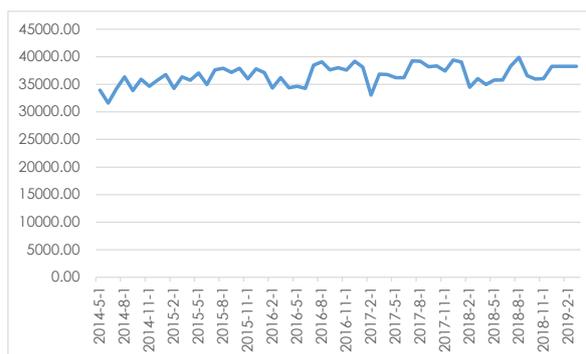
美国 2018 年的原油进口量为 230 万桶/日, 较 2017 年下滑了 150 万桶/日。2019 年美国原油进口量预计将继续下滑至 100 万桶/日, 至 2020 年降为 10 万桶/日。至 2020 年 4 季度, 美国料成为原油净出口国, 出口量约为 90 万桶/日。中国的原油需求增速将放缓, 但中东的增长或将平衡需求增长。2019 年 2 季度的需求料将超过 100 万桶/日。

图 17: OECD 原油消费量 (千桶/日)



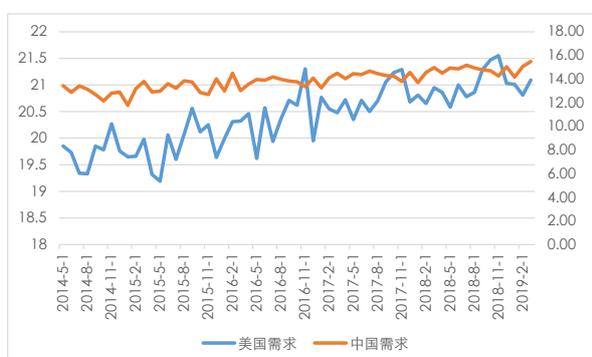
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



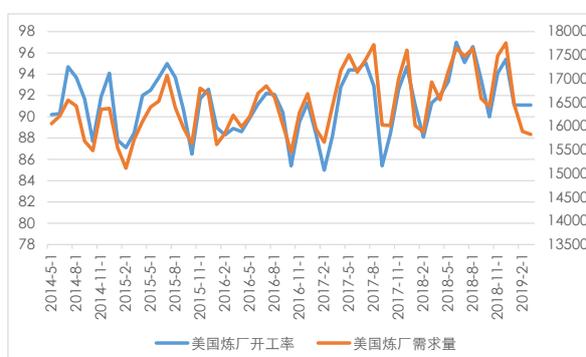
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

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)



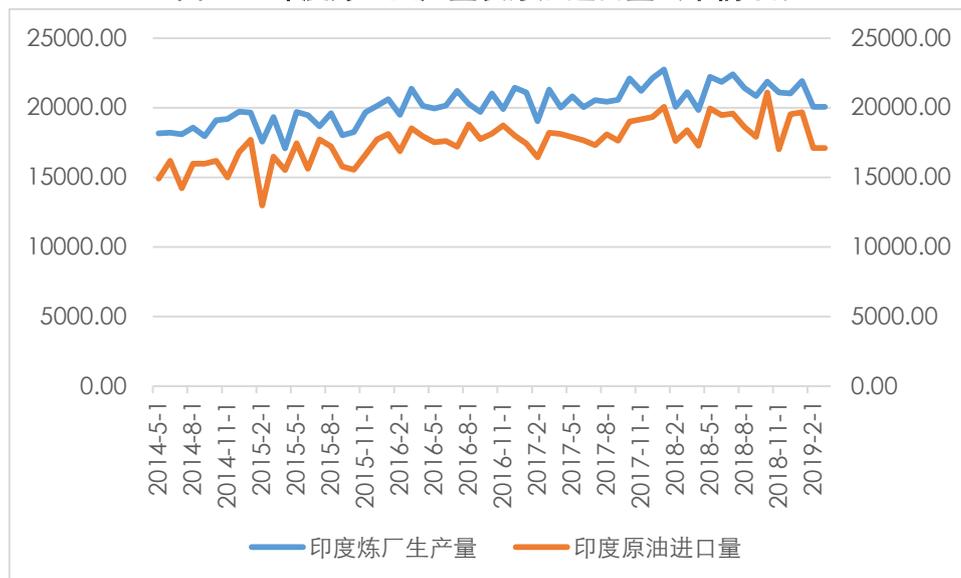
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

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

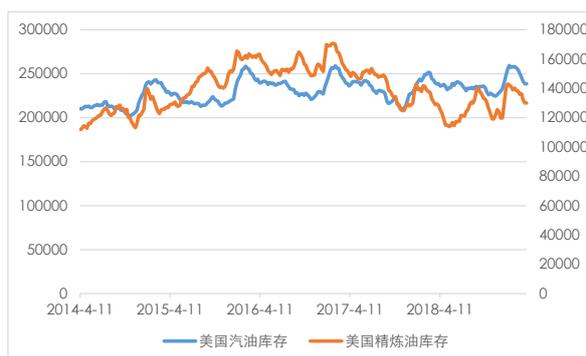
全球原油库存在 2 月减少了 140 万桶/日，对油价形成了支撑。这也是自 2017 年 6 月以来全球库存的最大降幅，显示 OPEC 减产对全球油市平衡起到了明显的调节作用。美国原油库存 3 月 15 日当周下降 958.9 万桶，创 2018 年 7 月以来最大单周降幅，显示增产放缓及出口增加对去库效果显著。OECD 库存 2019 年 1 月同比增加 2650 万桶，较 5 年均值高出 4660 万桶，也是 2017 年 11 月以来的最高值。这是 2018 年下半年累库情况的延续，随着 OPEC 减产执行得力，去库效果会逐渐显现。此次 OECD 库存的增量就已经交往年同期为低。

图 23：美国原油、库欣库存（千桶/日）



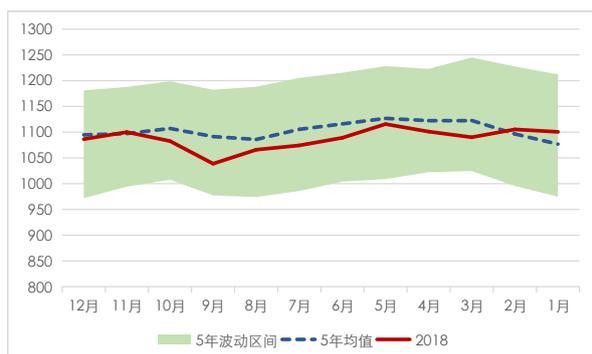
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 24：美国汽油、精炼油库存（千桶/日）



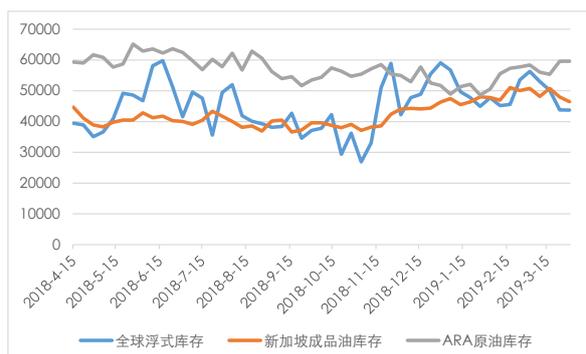
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 25: OECD 原油库存 (百万桶)



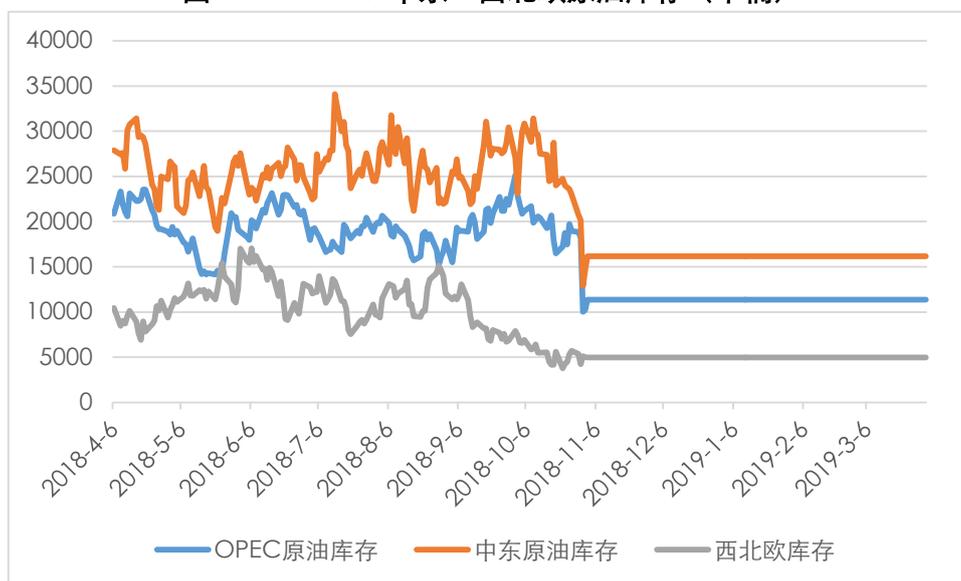
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

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)

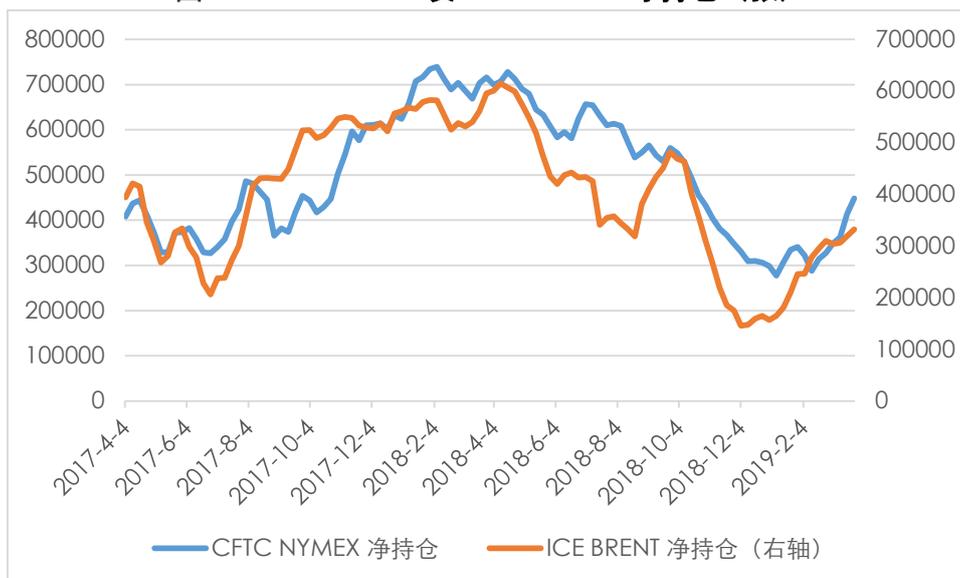


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.4 机构持仓

3月 CFTC 及 ICE 的净多头寸均在回升, 显示市场对油市看多情绪继续回暖, 尤其对 OPEC 减产至 6 月的预期仍在。

图 28: CFTC WTI 及 ICE BRENT 净持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

增值税下调叠加传统淡季，煤价或将震荡下行

2019年4月1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

3月份国内动力煤价格整体呈现“倒V型”走势，中上旬受产地开工不足影响，产地和港口煤价均出现持续上涨；随着供应的恢复和看空预期增强，中旬开始煤价掉头回落。同时由于两会上，国家宣布实施增值税率下调政策，动力煤期货价格自高位开始回落，随后维持[590,600]区间震荡调整。主力合约ZC905收于593.6元/吨，月跌10.8元/吨，跌幅1.79%；持仓28.3万手，成交257万手，缩量减仓。

● 后市展望及策略建议

进入4月，主产地煤矿复产进度较3月将继续提升，煤炭供给量会稳步恢复，供应偏紧形式明显好转；加之铁路方面积极发运，港口煤炭调入量稳定增加，对煤炭价格起到一定的抑制作用。

与此同时，随着天气转暖，北方供暖季结束，居民供暖用电需求进入传统淡季，同时在水电挤出效应下，电煤需求将进一步走弱。再者江苏化工企业爆炸事故影响下，化工用煤压力也将减轻，短期内动力煤需求将逐步回落。

整体来看，4月份以后，产地供应逐步恢复，需求进入传统淡季，下游采购积极性不高，动力煤价格仍有下行压力；加之增值税由16%降至13%，煤价或将震荡下行，预计动力煤期价或偏弱震荡运行为主，继续关注上游煤矿复产情况，仅供参考。

1. 信息回顾

1.1 制造业 PMI 重返扩张区间

2019年3月31日，国家统计局发布数据显示，2019年3月制造业PMI为50.5%，比上月上升1.3个百分点，重回临界点以上；表明随着国家支持实体经济发展的简政减税降费政策逐步落地，供需两端有所回暖。

1.2 增值税下调

3月21日财政部消息，财政部、国家税务总局、海关总署等三部门发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》。公告明确，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%。

据悉，上述公告自今年4月1日起执行。

按照工作部署，从4月1日起，我国将降低增值税税率水平，将适用16%税率的项目改按13%税率征税，主要涉及制造业等行业。制造业适用税率下调3个百分点，是下降幅度最大的行业之一，制造业税负将进一步大幅降低，将适用10%税率的项目改按9%税率征税，主要涉及交通运输业、邮政业、建筑业、房地产业、基础电信服务和农产品等货物。

1.3 应急管理部：将开展为期1个月的煤矿等领域执法检查

3月27日，国务院安委会办公室、应急管理部召开进一步加强安全生产工作视频会议，学习贯彻落实习近平总书记重要指示精神和李克强总理等中央领导同志重要批示要求，要加强矿山等其他行业领域安全治理，严防事故发生。近期应急管理部门将开展为期1个月的危化品、煤矿、非煤矿山、消防四个行业领域专项执法检查，深入组织“专家指导服务团”和“安全执法服务团”，帮助基层弥补专业监管能力不足问题，及时发现消除隐患。

1.4 1-2月直报大型煤企原煤产量3.9亿吨，同比下降2.4%

据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，2019年1-2月，协会直报大型煤炭企业原煤产量完成3.9亿吨，同比减少956.8万吨，下降2.4%。

排名前10家企业原煤产量合计为2.6亿吨，占大型企业原煤产量的66.7%。其中，6家企业产量增加，合计增产698.9万吨；4家产量下降，合计减产903.6万吨。

1.5 油价电价4月1日起下调

国家发改委29日表示，成品油增值税率由16%降低至13%。据此，国内汽、柴油最高零售价格每吨分别降低225元和200元，自2019年3月31日24时起执行。

国家发改委29日下发的《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》要求电网企业增值税税率由16%调整为13%后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自2019年4月1日起执行。

1.6 大秦线春季集中检修即将展开

太原路局消息，今年4月6日-4月30日，大秦线将展开为期25天的春季集中检修，每天上午9:00-12:00停电检修。

2.行情回顾

2.1 动力煤期货走势

3月份国内动力煤价格整体呈现“倒V型”走势，中上旬受产地开工不足影响，产地和港口煤价均出现持续上涨。随着供应的恢复和看空预期增强，中旬开始煤价开始掉头回落。同时由于两会上，国家宣布实施增值税率下调政策，动力煤期货价格自高位开始回落，随后维持[590,600]区间震荡调整。主力合约ZC905收于593.6元/吨，月跌10.8元/吨，跌幅1.79%；持仓28.3万手，成交257万手，缩量减仓。

图 1：动煤 ZC905 行情走势

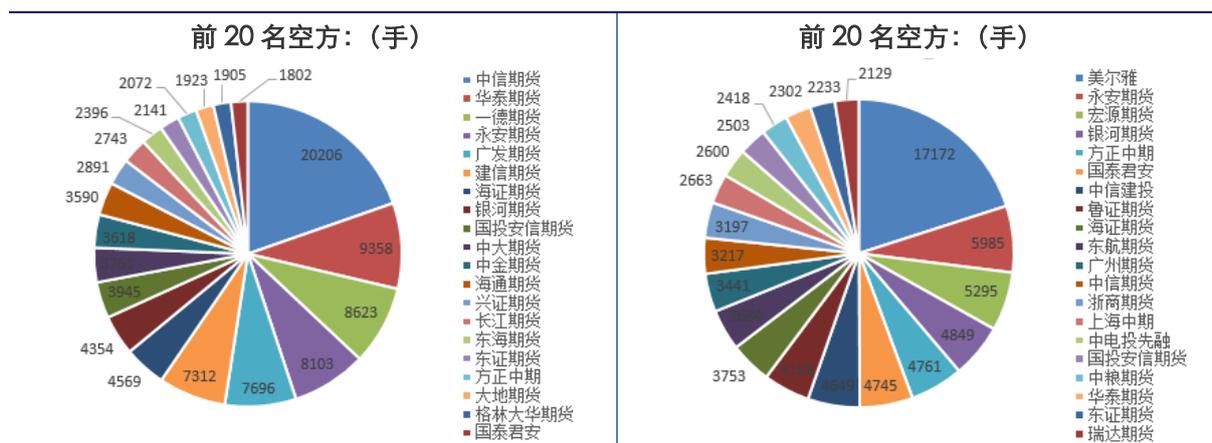


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截止3月29日，主力合约ZC905前20名多方持仓由115728手减至103008手，前20名空方持仓由107674手减至85764手；ZC合约前20名多方持仓146447手，前20名空方持仓132743手。从机构持仓层面看，多方较空方仍然维持着较大的优势。

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 3 月 27 日，环渤海动力煤价格指数报 578 元/吨，较前一月上涨 3 元/吨，涨幅 0.52%。月初由于受“2·23”银漫矿业事故、叠加两会影响，煤矿复产受限，供给端结构性短缺，产地价格加速上涨，提振了港口市场上涨信心，助推月初 BSPI 指数继续上涨；但随后在增值税下调预期的影响下，加之民用电需求进入淡季，煤炭市场保持供需两弱局面，促使 BSPI 指数连续三期持平运行。

图 3：环渤海动力煤价格指数走势图（元/吨）

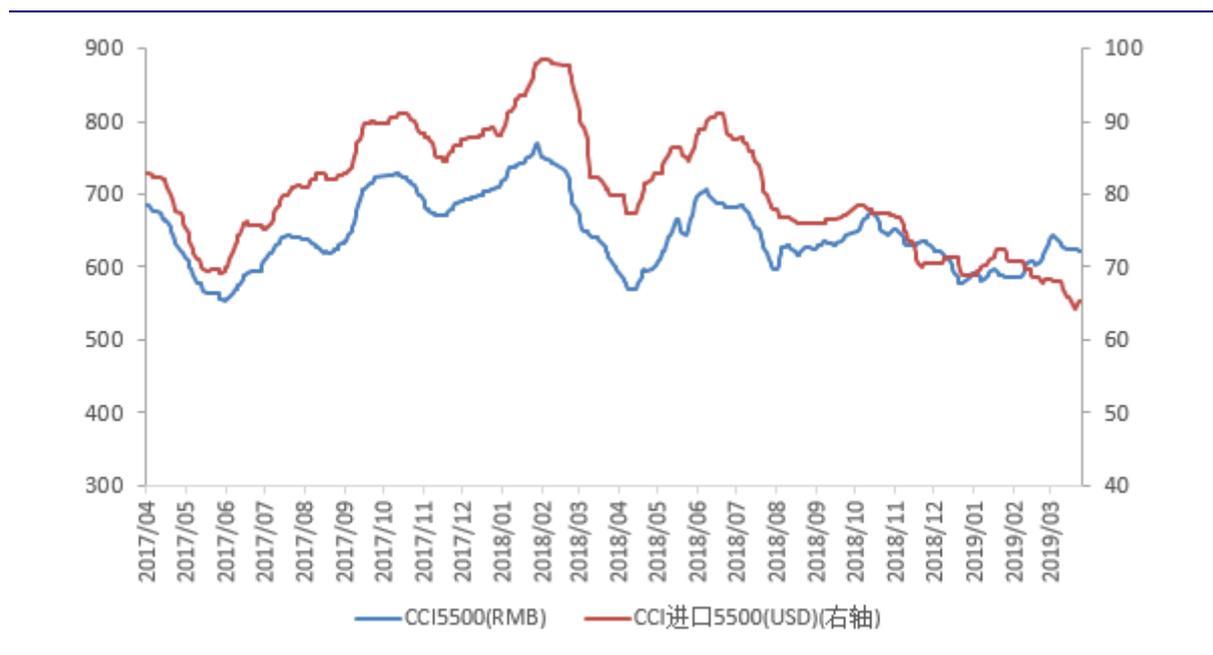


数据来源：兴证期货研发部，WIND

3.2CCI 指数

3 月份国内动力煤价格整体呈现“倒 V 型”走势，中上旬受产地开工不足影响，产地和港口煤价均出现持续上涨；随着供应的恢复和看空预期增强，中旬开始煤价掉头回落。3 月份 CCI5500 指数先扬后抑，由 617 元/吨上涨至 643 元/吨后回落至 623 元/吨；同时由于进口煤政策仍未明朗，进口贸易依然较为谨慎，CCI 进口 5500 指数继续弱势震荡运行，由 67.8 美元/吨下跌至 65.4 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

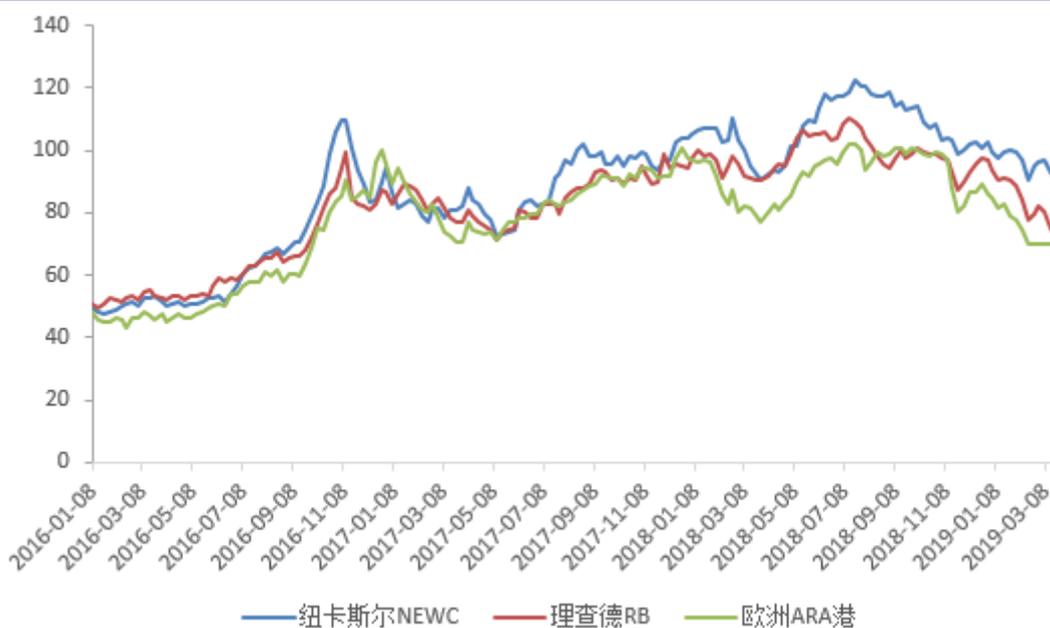
3.3 国际动力煤市场

3 月份，国际动力煤市场全线下行。

(单位：美元/吨)	2 月 28 日	3 月 8 日	3 月 15 日	3 月 22 日	3 月 28 日
纽卡斯尔 NEWC	95.30	96.70	93.25	90.51	90.21
理查德 RB	81.93	80.40	74.89	71.83	69.33
欧洲 ARA 港	69.75	69.75	69.75	69.75	64.69

截止 3 月 28 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 90.21 美元/吨，较上月下跌 5.09 美元/吨，跌幅为 5.34%；南非理查德港动力煤价格指数 69.33 美元/吨，较上月下跌 12.6 美元/吨，跌幅为 15.38%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 64.69 美元/吨，较上月下跌 5.06 美元/吨，跌幅为 7.25%。

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 主产地煤矿复产进度提升，供给将稳步恢复

2019年1-2月，全国原煤累计产量51367万吨，同比下降1.5%，增速由正转负；这主要由于春节假期煤矿停工停产，加之受矿难频发影响导致安全检查力度不断升级，从而1-2月份全国原煤产量有所缩减。但随着两会结束，主产地煤矿复产进度逐渐提升，煤炭供给量也将稳步恢复。

2019年1-2月，山西省原煤累计产量13465.9万吨，同比增长6.0%；陕西省原煤累计产量7078万吨，累计同比下降16.1%；内蒙古原煤累计产量14384.7万吨，累计同比增长1.8%。

图 6: 原煤产量 (万吨 %)



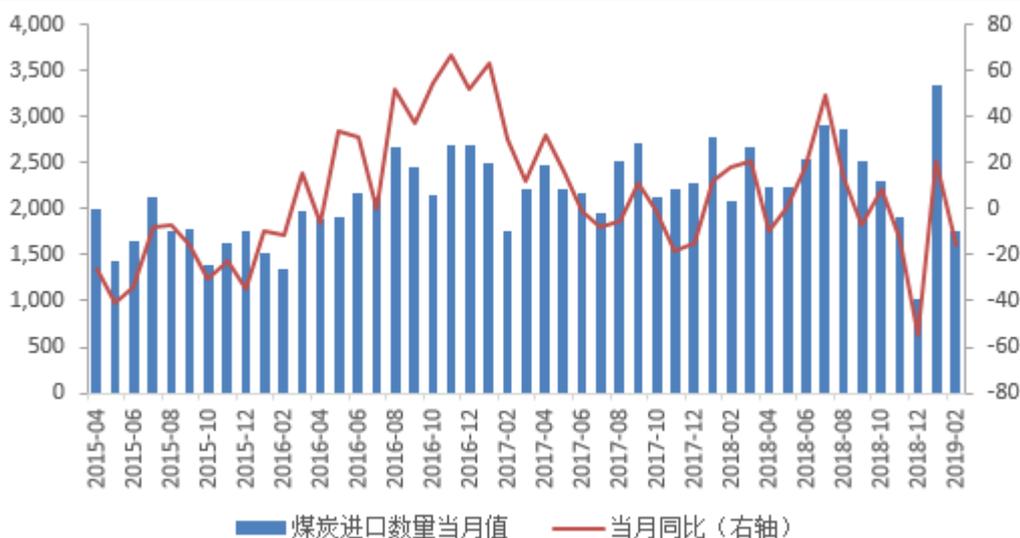
数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.2 进口煤量或趋于稳定

2019 年 2 月份，全国进口煤炭 1764.1 万吨，同比减少 326.5 万吨，下降 15.6%；环比减少 1586.2 万吨，下降 47.3%。1 月份由于前期累积报关量较大，当月煤炭进口大幅回升，另一方面受进口煤平控影响，进口检验严控，2 月份进口量下降，预计 3 月份煤炭进口量逐渐趋于稳定。

2019 年 2 月份，全国进口动力煤 564 万吨，同比减少 385 万吨，下降 40.57%，环比减少 669 万吨，下降 54.26%。

图 7: 进口煤情况

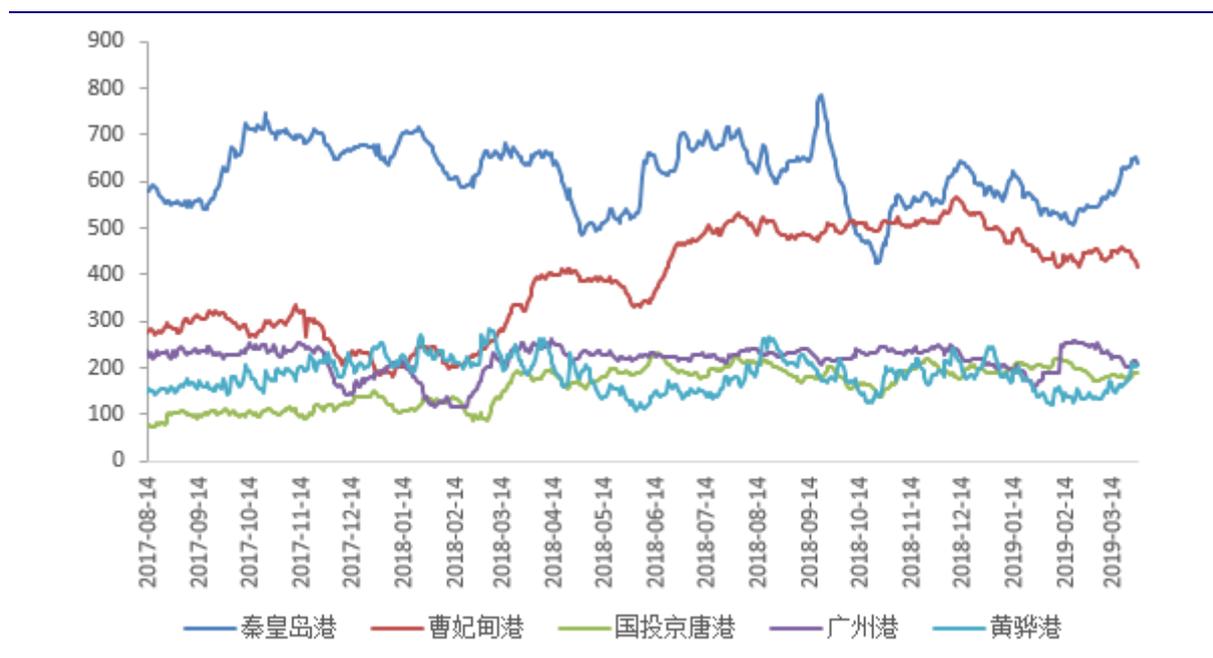


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.3 港口库存继续上涨

3 月份春运结束后，煤炭铁路运力逐渐上升，但下游电厂在高库存下补库需求释放有限，加之最近北方港因天气因素封航频频，港口库存继续上涨。截至 3 月 29 日，环渤海四港煤炭库存 1827.5 万吨，较上月同期增加 117.6 万吨，增幅为 6.88%。秦皇岛港煤炭库存 639.5 万吨，较上月同期大幅增加 94 万吨，增幅为 17.23%。黄骅港煤炭库存 205 万吨，较上月大幅增加 59.5 万吨；曹妃甸港煤炭库存 417.4 万吨，较上月减少 34.5 万吨；京唐国投港煤炭库存 189 万吨，较上月增加 2 万吨。同期，广州港煤炭库存 207.6 万吨，较上月同期大幅减少 38.2 万吨，减幅为 15.54%。

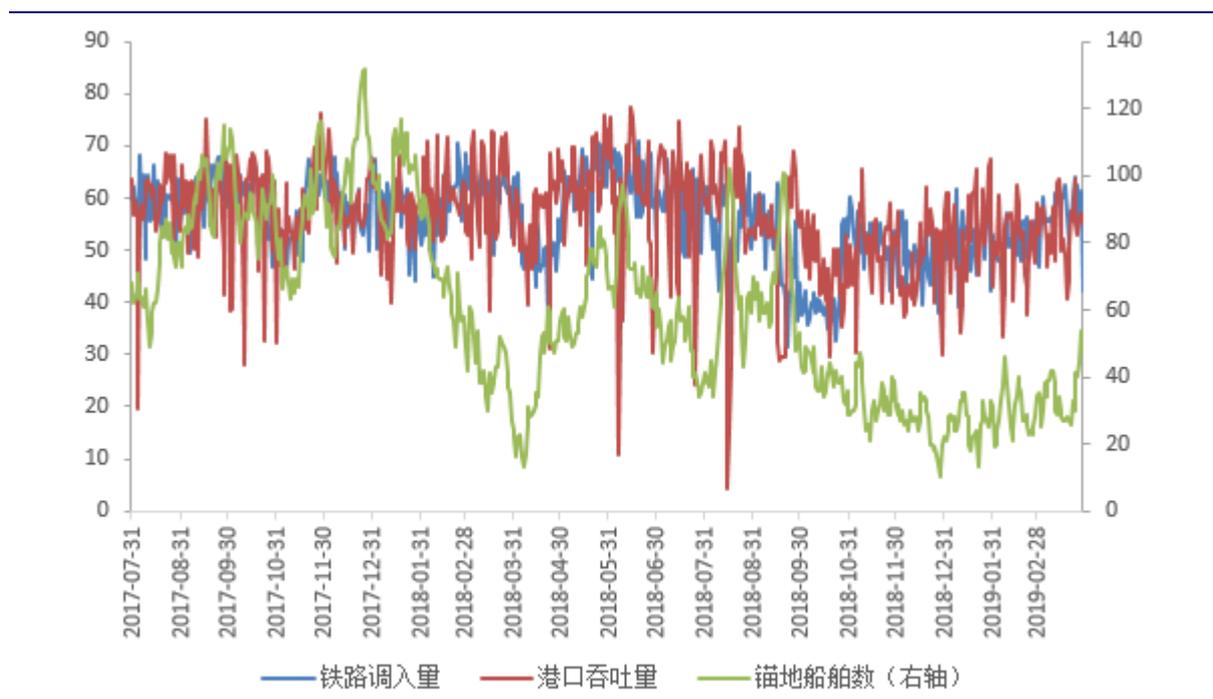
图 8：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，WIND

3 月份春运结束后，煤炭铁路运力逐渐上升，港口煤炭调入量稳定增加；但下游电厂在高库存下补库需求释放有限，加之最近北方港因天气因素封航频频，港口吞吐量较为一般。3 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 7172 车，环比增加 835 车；日均调入量 57.13 万吨，环比增加 6.05 万吨；日均吞吐量 54.12 万吨，环比增加 3.06 万吨。锚地船舶数日均 34.38 艘，环比增加 4.52 艘。

图 9：秦皇岛港调入量、吞吐量（万吨）与锚地船舶数（艘）

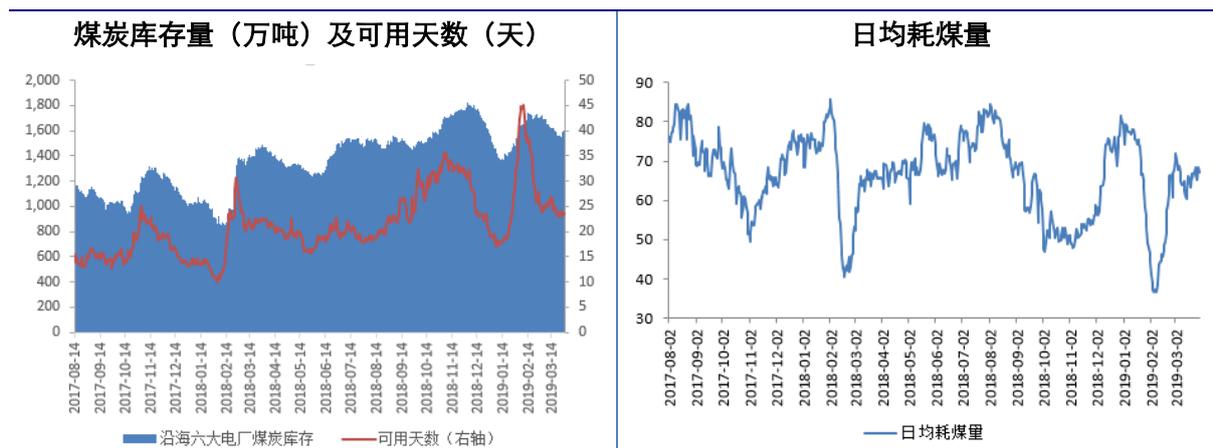


数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.4 民用电需求下降，电厂开工负荷将有所下滑

随着天气转暖，居民用暖用电需求将在 4 月进入传统淡季，电厂日耗或将进一步降低；同时在水电挤出效应下，电煤需求将进一步下降，电厂采购需求暂难有大规模放量。截止 3 月 29 日，沿海六大发电集团煤炭库存为 1590.35 万吨，较上月同期减少 118.71 万吨，减幅为 7.46%；可用天数由 25.27 天至 23.64 天。日均耗煤量 67.28 万吨，较上月同期减少 0.36 万吨。

图 10：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

4.5 进入传统淡季，动力煤需求逐渐回落

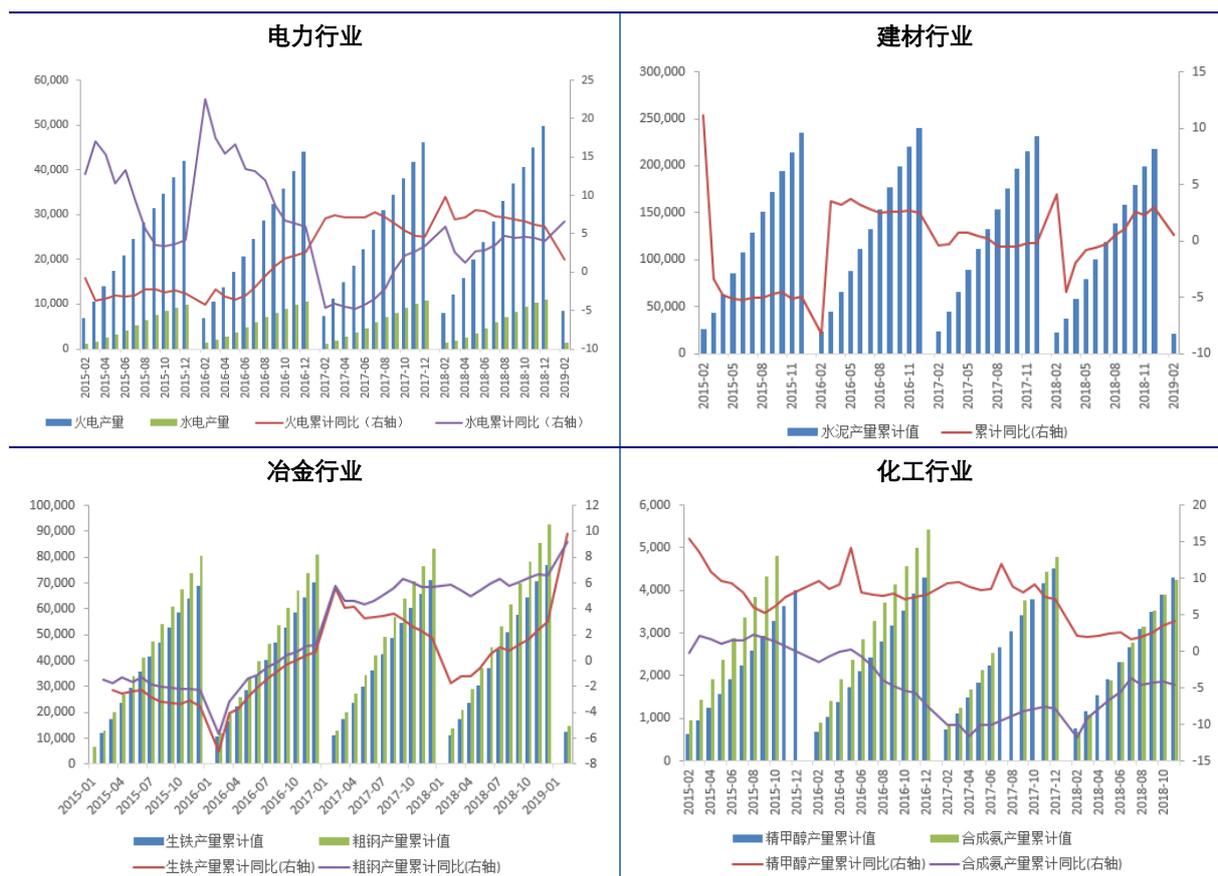
电力：随着天气转暖，北方供暖季结束，居民供暖用电需求进入传统淡季，同时在水电挤出效应下，电煤需求将进一步走弱。2019年1-2月，全社会用电量11063亿千瓦时，累计同比增长4.5%；其中2月份全社会用电量4891亿千瓦时，同比增长7.2%。2019年1-2月，全国发电量10982亿千瓦时，累计同比增长2.9%；火电产量8427亿千瓦时，累计同比增长1.7%；水电产量1352亿千瓦时，累计同比增长6.6%。

建材：水泥价格有所回落，产量微增。2019年1-2月，全国水泥产量21180.6万吨，累计同比增长0.5%。

冶金：节后需求释放，钢铁市场表现较好。2019年1-2月，全国生铁产量12659万吨，累计同比增长9.8%；全国粗钢产量14958万吨，累计同比增长9.2%。

化工：在江苏化工企业爆炸事故影响下，化工用煤压力将减轻。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%。2018年1-11月，全国合成氨产量4256万吨，累计同比减少4.6%；其中11月份合成氨产量358万吨，同比减少7.8%。

图 11：下游情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

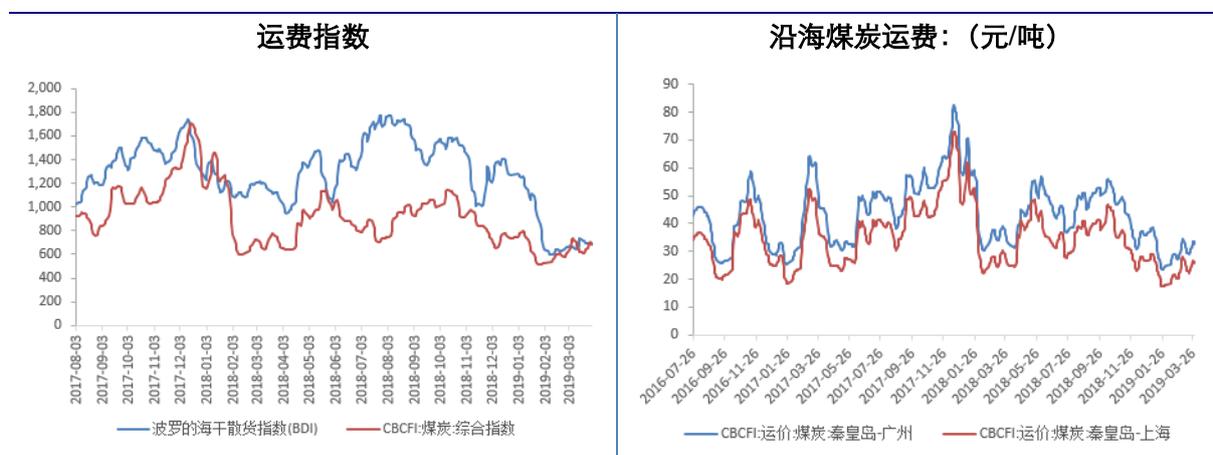
4.6 国际海运费低位震荡，沿海运费有所反弹

上半月由于中国“龙抬头”后，煤炭、铁矿石等大宗商品需求有所回升，带动波罗的海干散货指数（BDI）略有反弹；但由于巴西溃坝事故的后续影响，叠加近期澳洲飓风影响出货，导致BCI指数一路下跌，拖累波罗的海干散货指数（BDI）小幅走弱。截止3月29日，波罗的海干散货指数（BDI）为689点，较上月同期上涨31点，增幅为4.71%。

沿海煤炭运费综合指数(CBCFI)为684.41点,较上月同期大幅上涨78.46点,增幅为12.95%。短期受税率下调,加上货主的催发早运原因,大量后续的货盘放出,造成目前沿海煤炭运费的上涨。但在煤炭需求进入传统淡季,下游采购积极性不高的情况下,货少船多将成为常态,预计后期沿海煤炭运费将止涨转跌。

截止3月29日,秦皇岛-广州运费32.6元/吨,较上月大幅上涨4元/吨;秦皇岛-上海运费25.7元/吨,较上月大幅上涨3.8元/吨。

图 12：煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，WIND

5. 总结

进入4月，主产地煤矿复产进度较3月将继续提升，煤炭供给量会稳步恢复，供应偏紧形式明显好转；加之铁路方面积极发运，港口煤炭调入量稳定增加，对煤炭价格起到一定的抑制作用。

与此同时，随着天气转暖，北方供暖季结束，居民供暖用电需求进入传统淡季，同时在水电挤出效应下，电煤需求将进一步走弱。再者江苏化工企业爆炸事故影响下，化工用煤压力也将减轻，短期内动力煤需求将逐步回落。

整体来看，4月份以后，产地供应逐步恢复，需求进入传统淡季，下游采购积极性不高，动力煤价格仍有下行压力；加之增值税由16%降至13%，煤价或将震荡下行，预计动力煤期价或偏弱震荡运行为主，继续关注上游煤矿复产情况，仅供参考。

需求淡季，油脂区间震荡

2019年4月1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

3月豆油维持震荡走低行情；油厂开工率节后恢复后，油厂供应压力小幅增加，部分油厂豆粕出现胀库停机，但豆油受需求放缓库存出现震荡反弹的情况，豆油期货、现货价格震荡走低；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；3月马来棕榈油的产量预期同比增加，出口转差，期末库存增加；目前来看，整体油脂维持供求宽松状态，消费淡季价格偏弱。

● 后市展望及策略建议

进入4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，但市场预期贸易争端解决概率较大；豆油的需求仍旧堪忧，但由于价格已经处于低位，可能维持区间震荡；东南亚棕榈油逐步进入到增产周期，对棕榈油价格利空，需求的恢复情况仍旧决定棕榈油的价格反弹幅度；综合来看，受消费淡季影响，油脂的需求放缓高于预期，整体油脂价格维持区间震荡概率较大。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

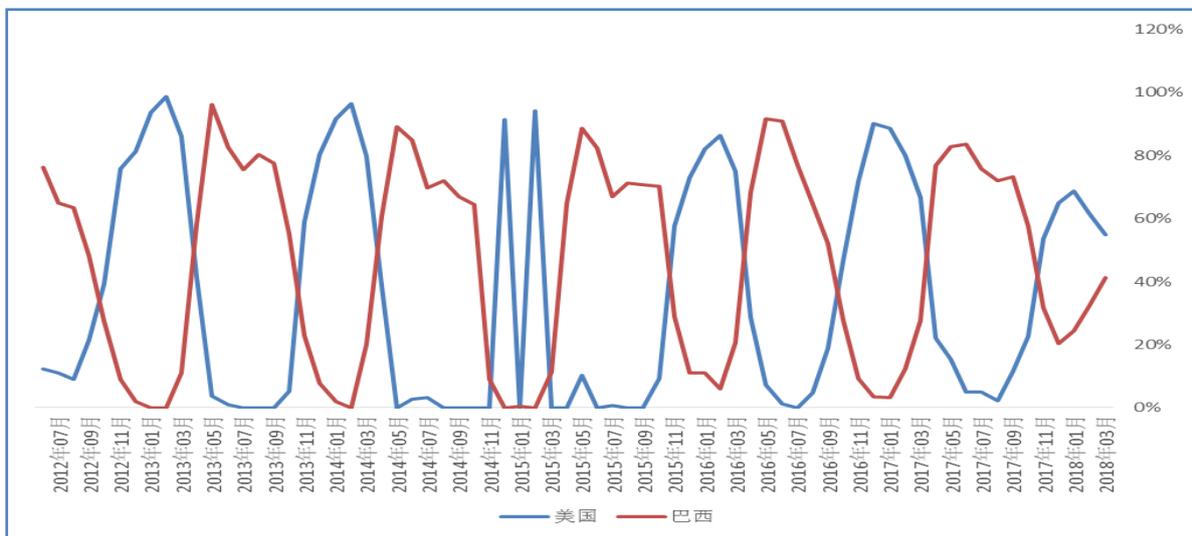
1.1.1 南美天气炒作对大豆利好

巴西方面，美国农业部 3 月预估 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.165 亿吨，较 2 月报告小幅下调了 50 万吨，主要因为 2 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 5500 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 万吨以上，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。

1.1.2 美豆进口增加，压力较大

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 2000 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

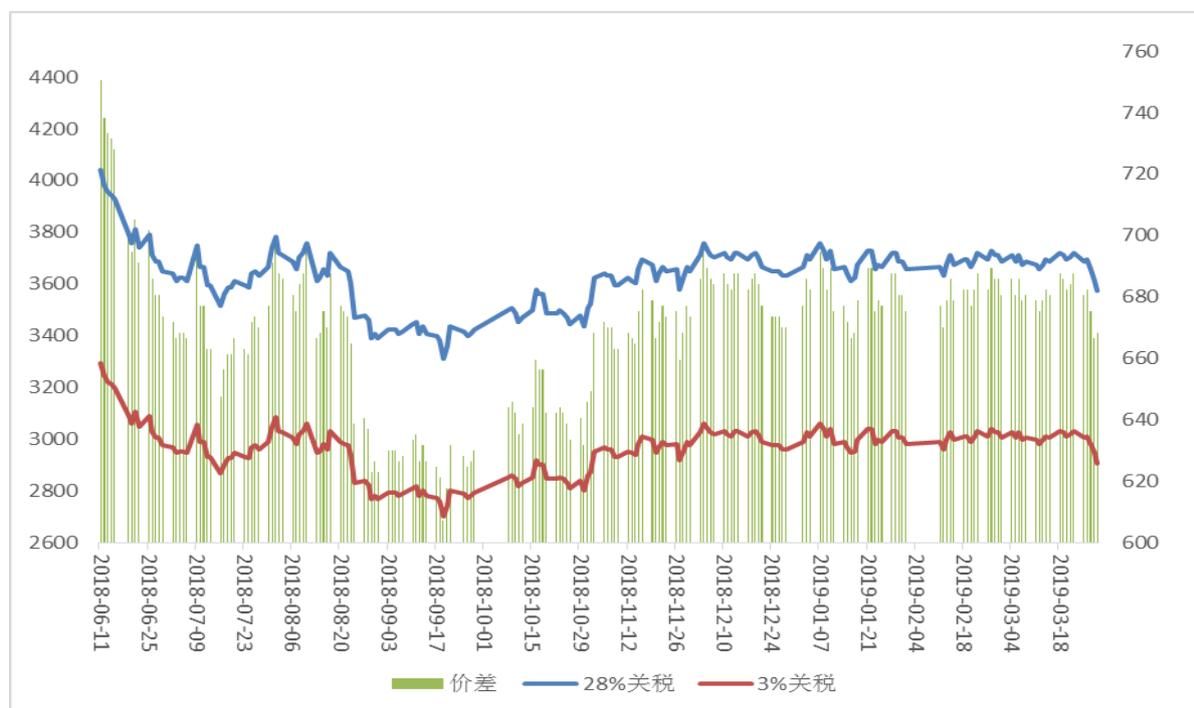


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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 3572 元/吨，国内港口进口大豆价格在 3100 元/吨；若后期关税取消，3% 关税美豆成本在 2905 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 未来大豆进口增加对价格有压力

表 3：4 月大豆进口预估

2019年4月	进口量	船数
东北地区	83.9	13
华北地区	102.6	16
山东地区	169.7	26
华东地区	245.9	39
福建地区	43.8	7
广东地区	103.4	16
广西地区	76.5	12
全国总计	825.8	129

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，春节过后，国内油厂开工率逐步回升到正常水平，但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，库存维持小幅走高至 139 万吨，供求宽松；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，对豆油价格利好。

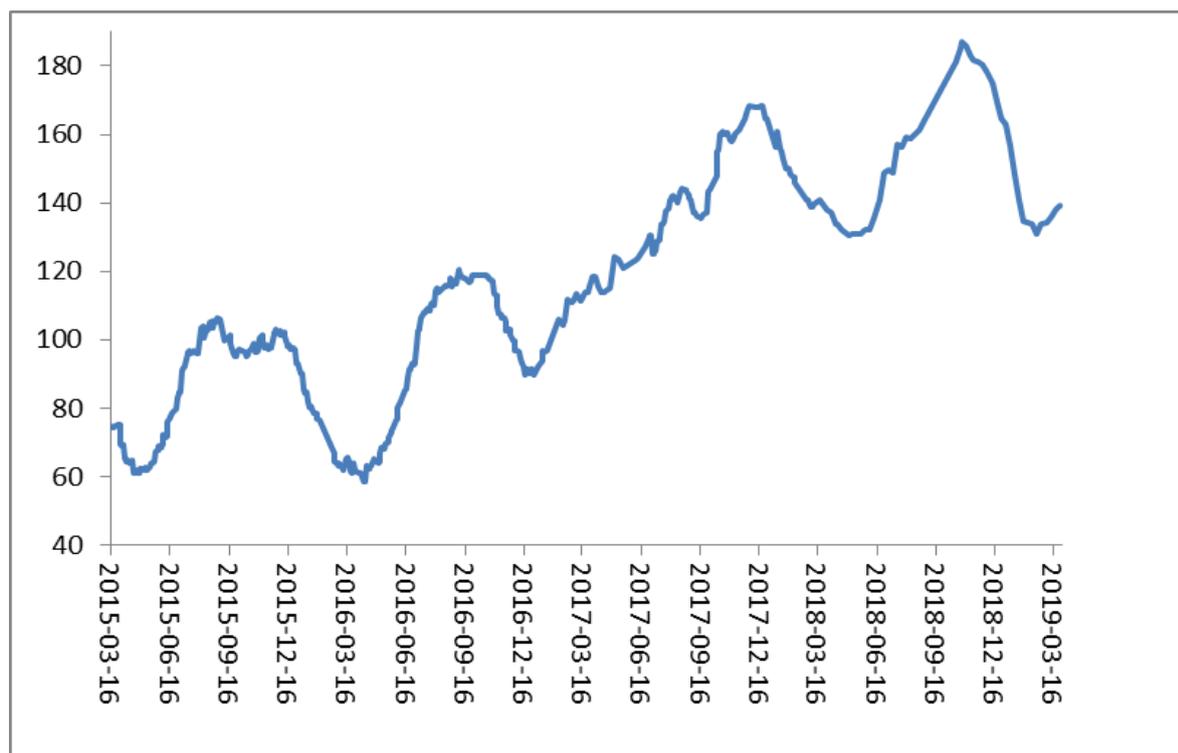
表 3 为国内 4 月大豆进口预报，由预报看，我国 4 月大豆进口数量大幅增加，一方面由于

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 豆油库存震荡反弹

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，豆油库存维持震荡反弹；目前豆油的库存为 139 万吨，较最高时下降 55 万吨，但较春节前小幅上涨 10 万吨。

图 4：豆油商业库存



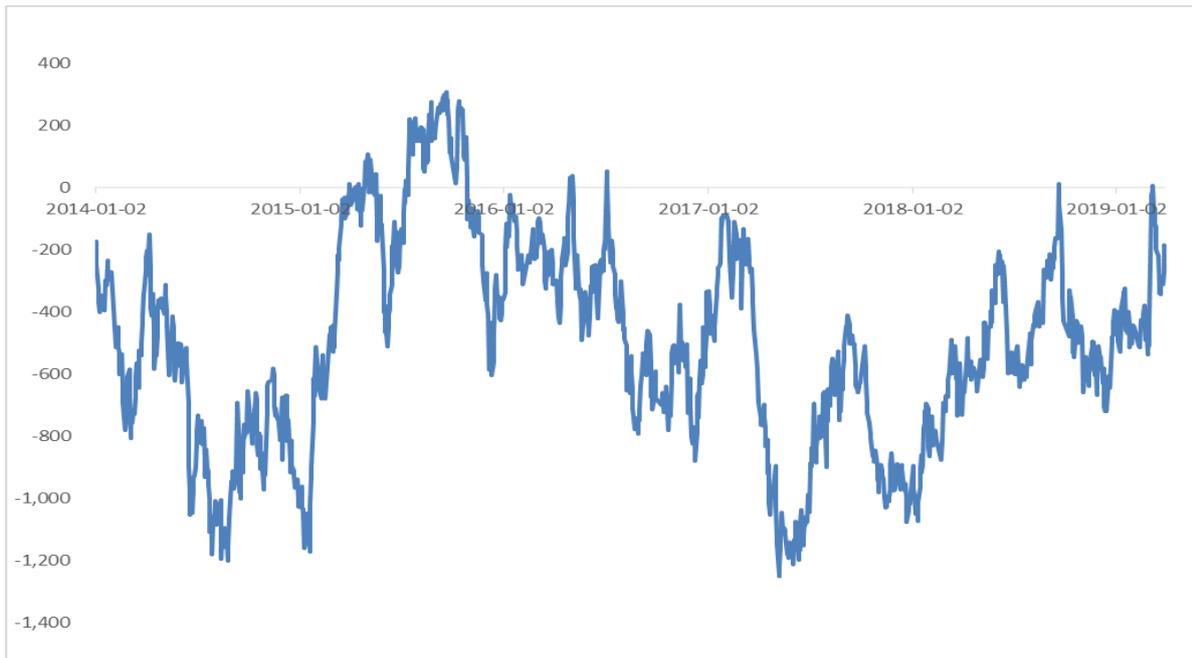
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 国内豆油下跌过快，进口亏损减少

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 250 元；近期国内和外盘豆油的价差大幅缩小，进口亏损缩小。短期来看，外盘豆油价格下跌幅度较国内豆油价格下跌幅度小，导致进口亏损减少。

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

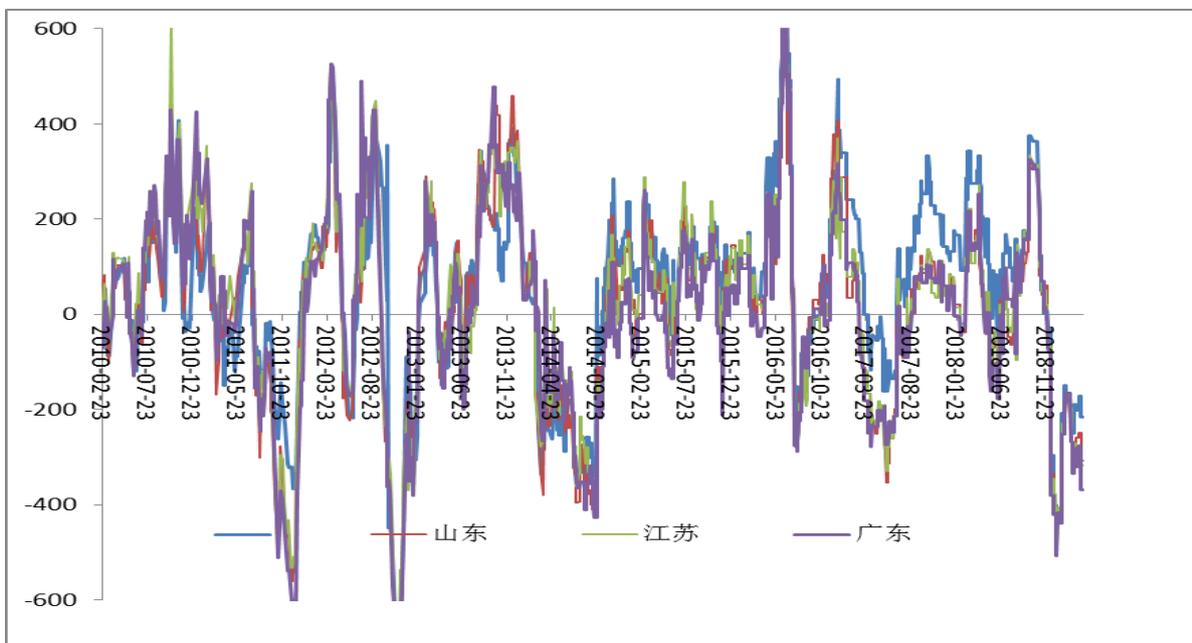


数据来源：兴证期货研发部、WIND

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

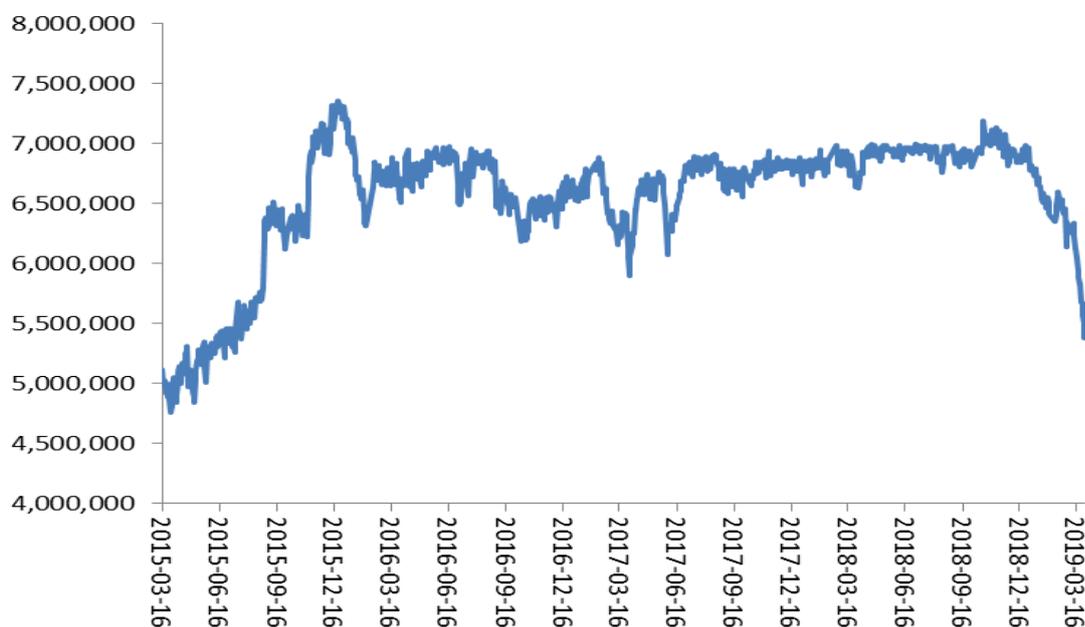


数据来源：兴证期货研发部、WIND

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，2 月进

口大豆量大幅萎缩，目前，进口大豆库存为 537 万吨，维持在近年偏低水平，由于 4 月南美大豆进口大幅增加，预期库存将逐步增加。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，4 月中美贸易谈判将继续深入，但未来解决概率较大，美豆进口恢复将打压国内豆类油脂价格；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；国内油厂开机率较正常水平偏低，豆油的供应持续低位，但消费淡季的需求低迷主导前期走势；棕榈油受包装新规影响需求大幅下滑，整体来看，预期 4 月油脂宽松状态维持，价格维持区间震荡。

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 3 月到 10 月棕榈油进入到增产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现增加的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向宽松的局面，由于全球气候可能发生厄尔尼诺现象，长期来看棕榈油的月度产量数据未来存在减少的可能，对价格利多；需求方面，随着能源价格的反弹，棕榈油的生物柴油需求增幅将有所恢复。从马来西亚公布的产量数据来看，2019 年 2 月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅增加，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 3 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求可能低于预期，棕榈油的库存维持高位，整体对价格有一定利空。

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反弹，棕榈油的生物柴油需求预期有所增加，对棕榈油的消费利多；出口数据方面，3 月棕榈油出口量出现环比走高；综合马来西亚和印度尼西亚供求，3 月棕榈油供求数据维持中性。

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
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%
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%

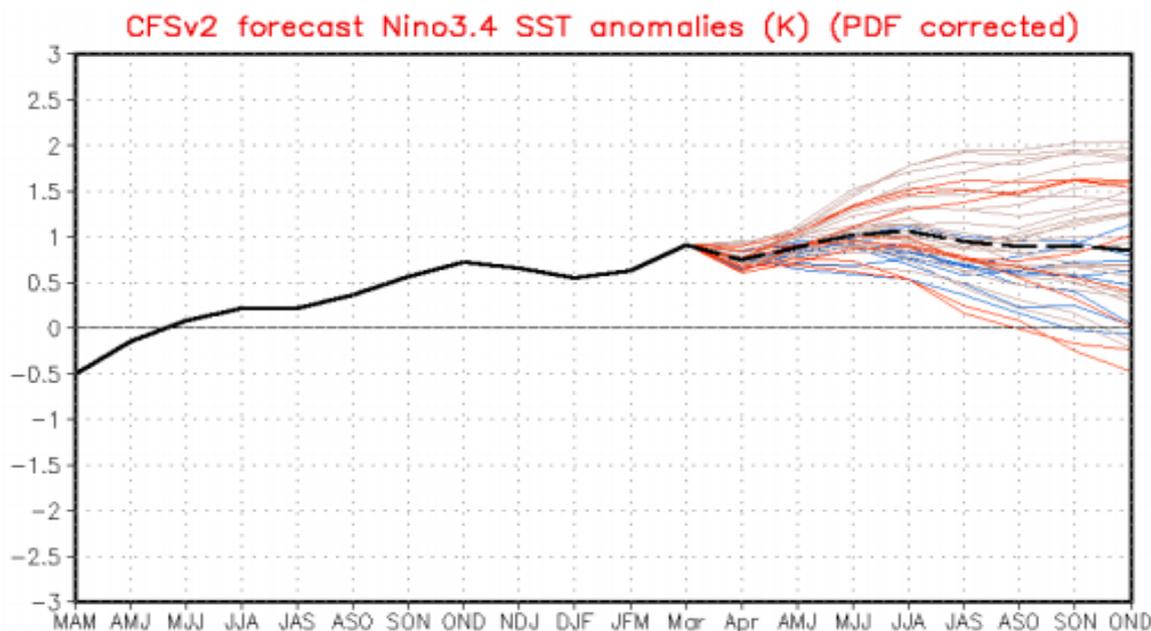
数据来源: 兴证期货研发部

马来西亚棕榈油局公布 2 月的棕榈油供求数据。从数据看, 马来西亚 2 月棕榈油的产量为 154.4 万吨, 低于 1 月的 173.4 万吨, 同比大幅增加 15%, 高于市场预期; 棕榈油的出口数据为 132 万吨, 环比出现大幅下降, 较 1 月的 168 万吨减少, 主要因为外部需求大幅下降所致; 棕榈油的期末库存为 305 万吨, 较 1 月的库存 301 万吨增加, 同比增加 22.9%。3 月报告的产量高于预期, 出口低于预期, 库存增幅高于预期。

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, 受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测看, 全球气候可能已经进入到厄尔尼诺, 持续到 2019 年秋季后, 概率下降到 50%, 东南亚干旱的气候影响棕榈油产量。

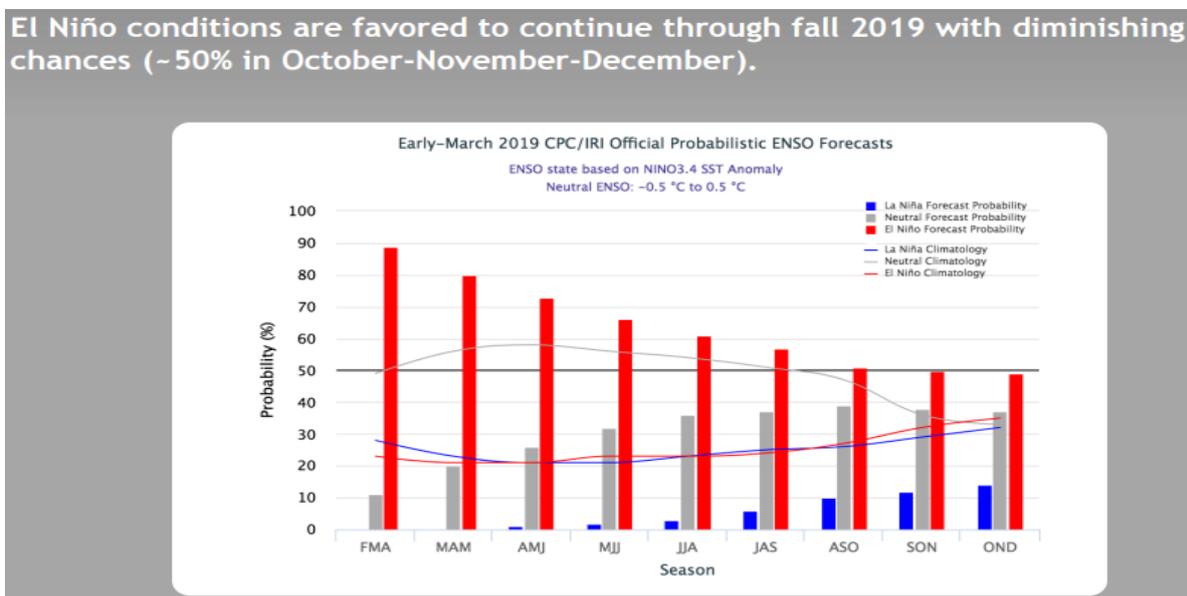
图 1: 天气预测模型



数据来源: NOAA, 兴证期货研发部

根据天气预测模型, 目前全球已经进入厄尔尼诺气候, 到 2019 年秋季概率降至 50%。目前, 马来西亚和印度尼西亚降雨量同比下降, 后期棕榈油的产量可能出现减少。

图 2: 天气预测模型

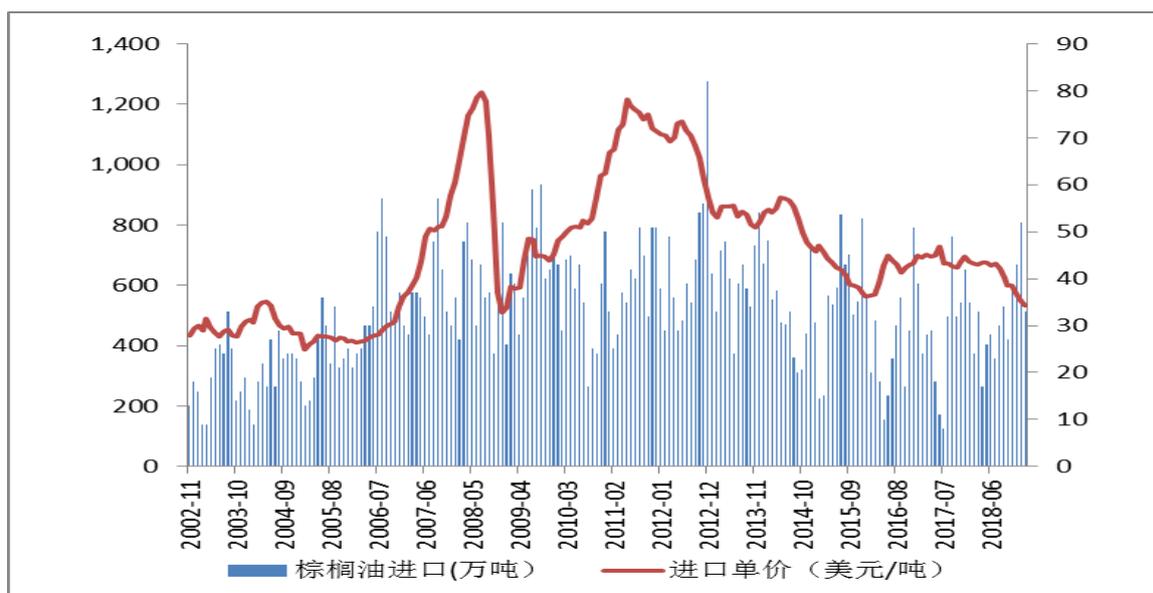


数据来源: NOAA, 兴证期货研发部

1.2.3 进口数量增加, 对价格利空

如下图为我国棕榈油进口月度数据, 我国棕榈油进口量从 2018 年年末开始维持走高, 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, 2 月进口量为 33 万吨, 进口量月度同比大幅增加 9 万吨。

图 3：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

国内棕榈油现货 4250 元/吨，进口成本为 4426 元/吨，因国内价格偏低，进口亏损增加。

图 4：马来西亚棕榈油进口成本

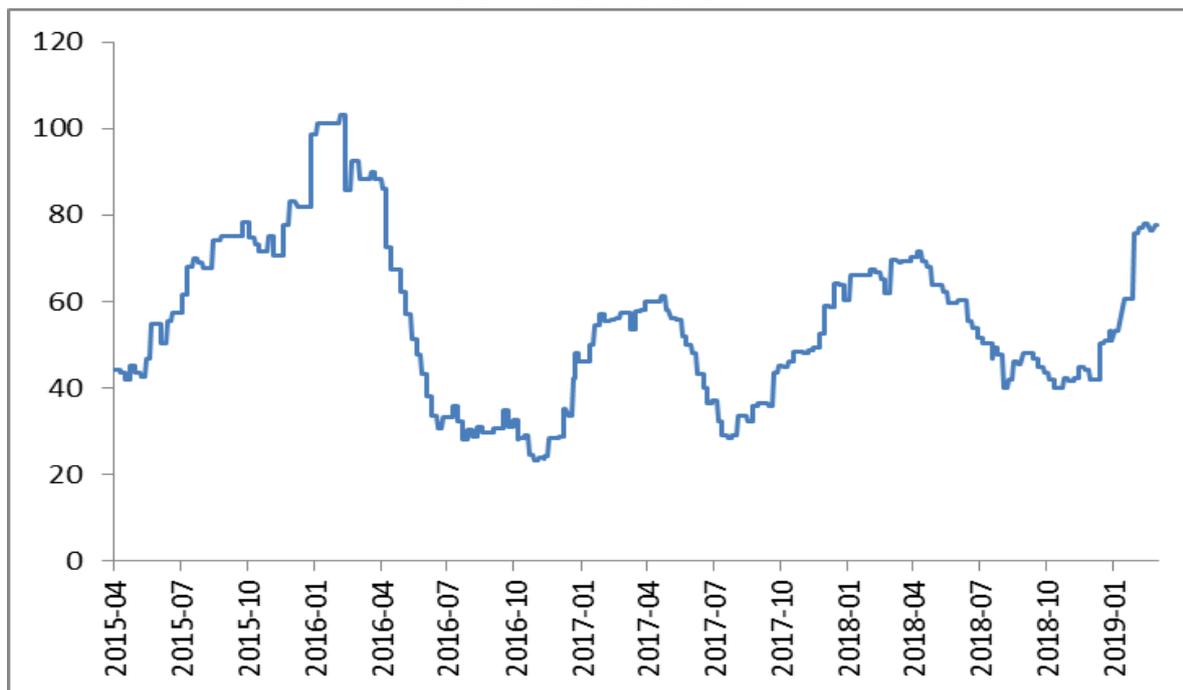
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	4月	520	-02.50	25	545	4426	(华南)
		520	-02.50	30	550	4465	(华东)
		520	-02.50	35	555	4505	(华北)
	5月	537.5	00.00	25	562.5	4565	(华南)
		537.5	00.00	30	567.5	4605	(华东)
		537.5	00.00	35	572.5	4645	(华北)
	6月	542.5	-02.50	25	567.5	4605	(华南)
		542.5	-02.50	30	572.5	4645	(华东)
		542.5	-02.50	35	577.5	4685	(华北)
7/8/9月	562.5	-02.50	25	587.5	4764	(华南)	
	562.5	-02.50	30	592.5	4804	(华东)	
	562.5	-02.50	35	597.5	4844	(华北)	
33度棕榈油	4月	515	-02.50	30	545	4426	(华东)
	5月	532.5	00.00	30	562.5	4565	(华东)
	6月	537.5	-02.50	30	567.5	4605	(华东)
	7/8/9月	557.5	-02.50	30	587.5	4764	(华东)
44度棕榈油	4月	507.5	-05.00	30	537.5	4091	(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，后期进口维持高位

目前，国内棕榈油的商业库存达到 78 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，尤其是植物油新包装制约棕榈油需求，导致价格相对最弱。

图 5：棕榈油库存走势

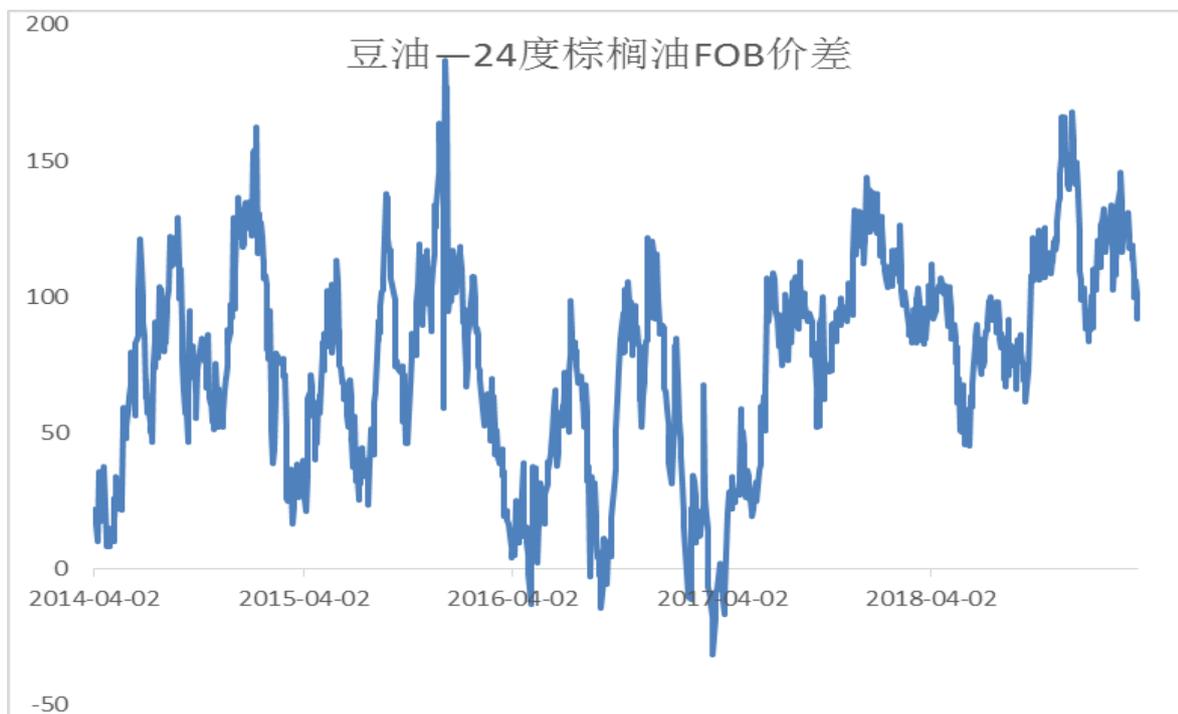


数据来源：wind，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差有所缩小

豆油和棕榈油的价差缩小，主要因为近期豆油需求较差，库存低位反弹导致价格下跌速度高于棕榈油，二者价差可能维持高位震荡；后期需要关注中美贸易战及下游需求的影响情况。

图 6：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，需求方面则低于预期导致棕榈油库存高于预期；随着原油价格的反弹，棕榈油的生物柴油的需求有所增加，对棕榈油消费利好；4月以后外盘棕榈油供求宽松的局面持续，而国内消费需求将维持低位，价格可能会维持区间震荡，建议投资者区间震荡对待。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，3月豆油价格维持震荡走低，基本面供求宽松，需求放缓打压价格，4月仍旧是国内油脂消费淡季，预期豆油价格维持区间震荡行情。

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，棕榈油维持震荡走低，4 月供应压力维持、需求仍将维持弱势，库存维持高位，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

造纸行业利润改善，震荡调整

2019年4月1日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：程然

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡下跌。现货方面，4月外盘漂针浆 CFR 报价上调，外盘漂阔浆 CFR 报价涨跌互现。国内进口木浆市场价下跌，针叶浆下跌 200-250 元/吨、阔叶浆 200-225 元/吨。

● 后市展望及策略建议

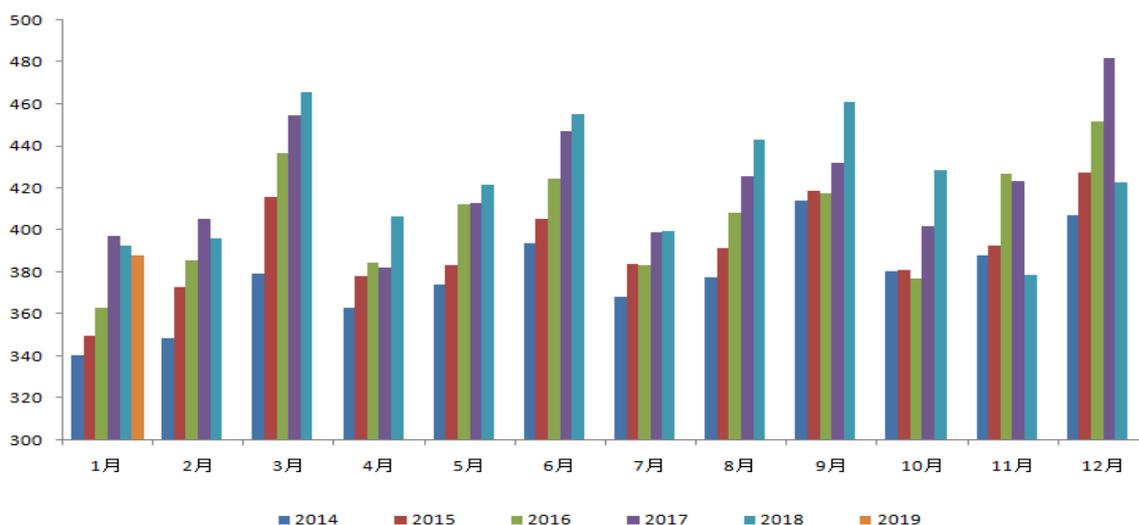
国际方面，2019年1月全球木浆发运量止升回落，木浆企业库存天数继续增加，针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位，其中阔叶浆库存压力更大。港口木浆库存方面，欧洲地区和中国地区库存继续增加，港口木浆库存处于近四年高位，压制后期国际纸浆价格。国内供应方面，2019年1月我国纸浆总供应量增加，供应量的增加主要是由进口量增加所致。消费方面，印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑，但是行业利润有所回升，双胶纸利润扭亏为盈，双铜纸仍处于亏损状态，印刷用纸行业状况有所改善，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑，但是行业利润回升，利润情况总体较好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。库存方面，2019年2月中国港口木浆总库存 196.7 万吨，位于历史高位，港口库存压力大，预计近期纸浆价格以震荡调整为主。

1.国际木浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量回落

2019年1月全球木浆发运量止升回落，1月发运量387.7万吨，比前一月发运量下降35.2万吨，降幅8.32%；1月全球木浆发运量较2018年同期下降4.5万吨，降幅1.15%。

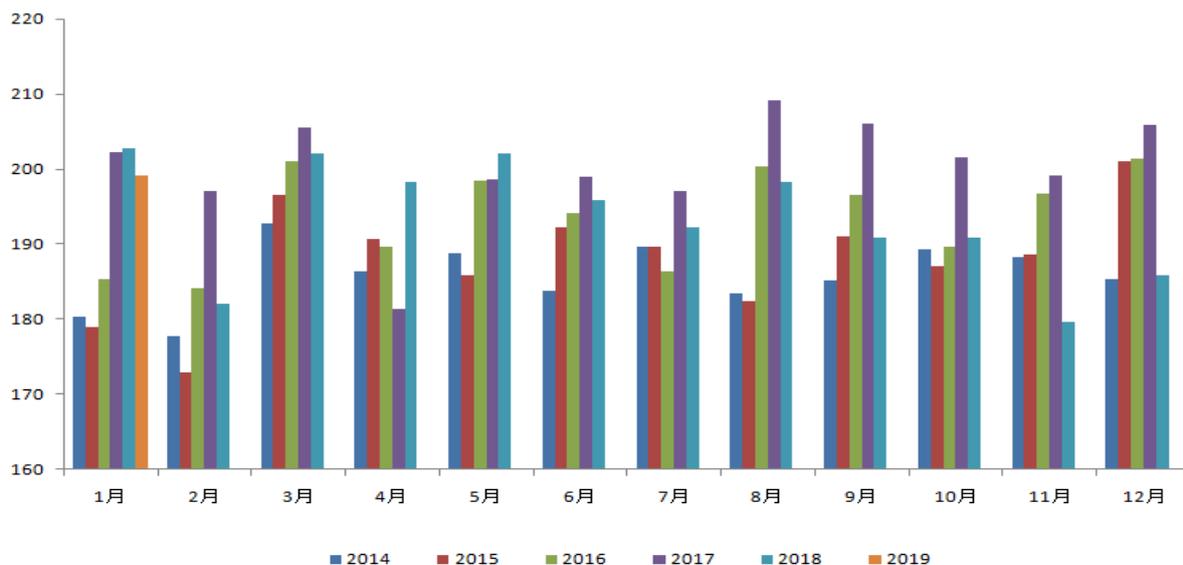
图1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球针叶浆发运量继续增加，1月发运量199.1万吨，比前一月发运量增加13.2万吨，增幅7.1%；1月全球针叶浆发运量较2018年同期下降3.7万吨，降幅1.82%。

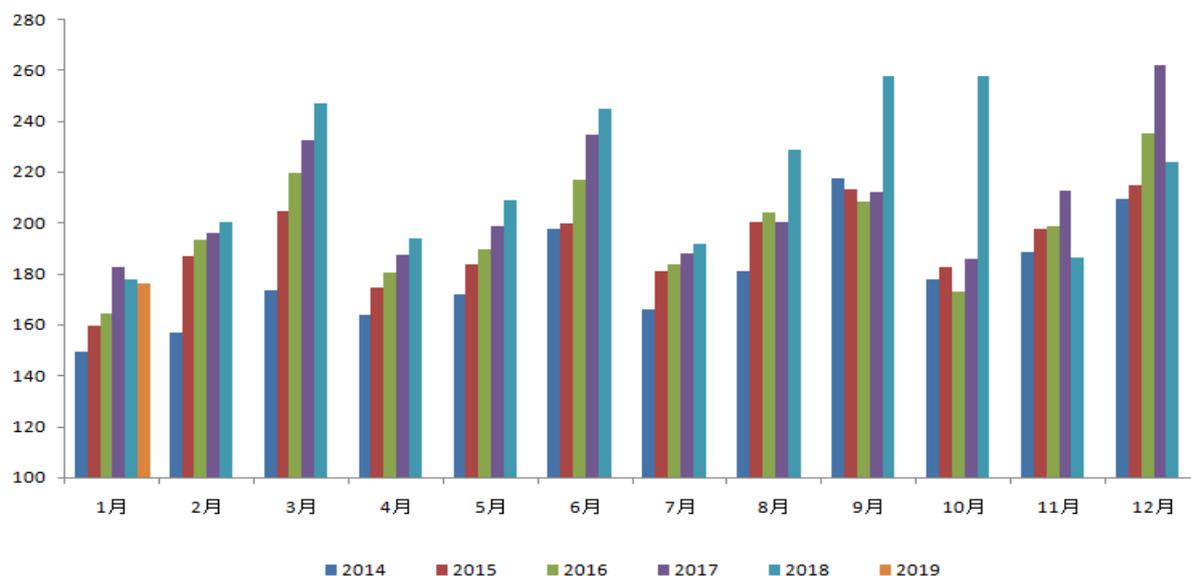
图2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球阔叶浆发运量止升回落，1月发运量176.3万吨，比前一月发运量下降47.5万吨，降幅21.88%；1月全球阔叶浆发运量较2018年同期下降1.4万吨，降幅0.79%。

图3：全球阔叶浆发运量（万吨）

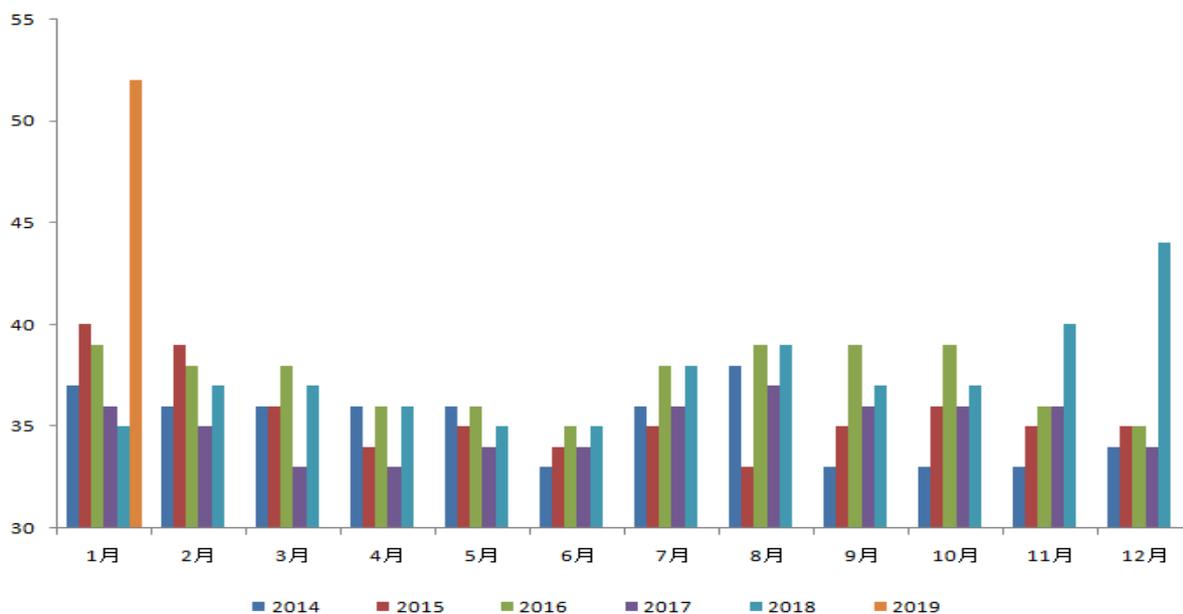


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 全球木浆企业月度库存偏高

2019年1月全球木浆企业月度库存天数52天，较前一月增加8天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数36天高出16天，库存天数处于历史高位，全球木浆企业库存压力大。

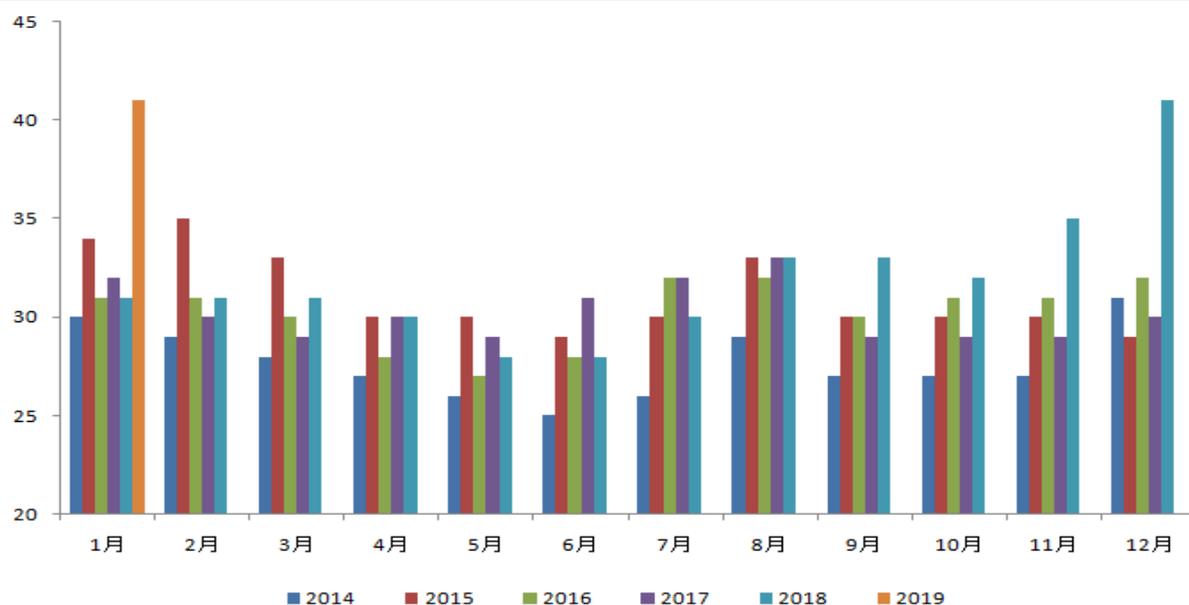
图4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球针叶浆企业月度库存天数41天，较前一月持平，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，库存天数处于历史高位，全球针叶浆企业库存压力大。

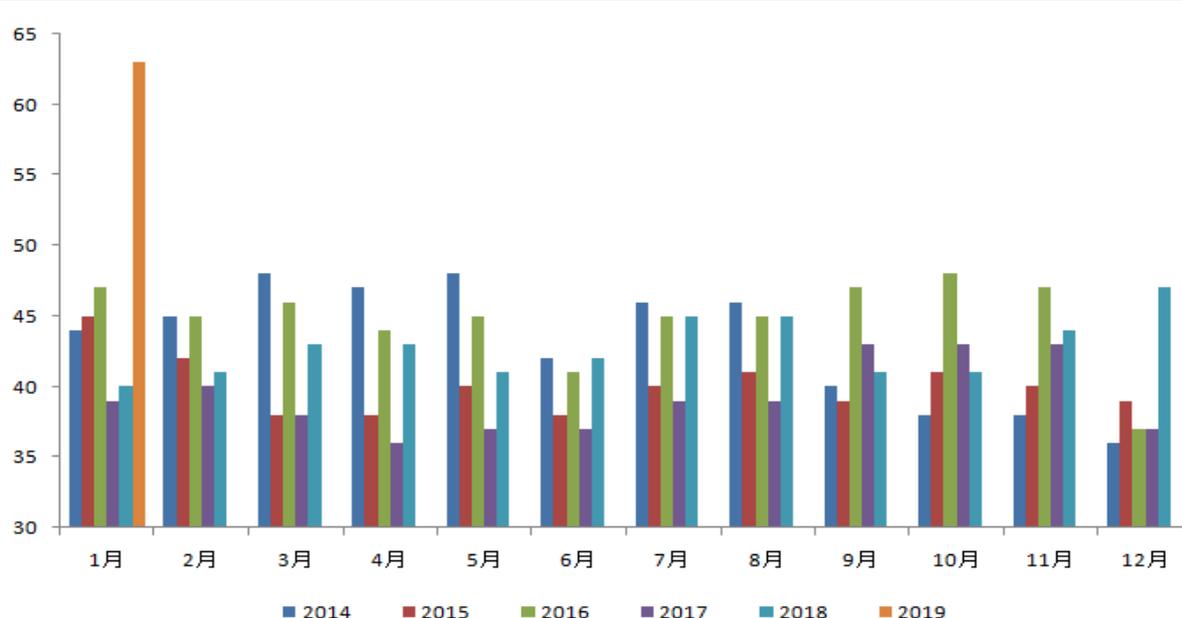
图5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019年1月全球阔叶浆企业月度库存天数63天，较前一月增加16天，比近四年全球阔叶浆企业月度库存平均天数42天高出21天，库存天数处于历史高位，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

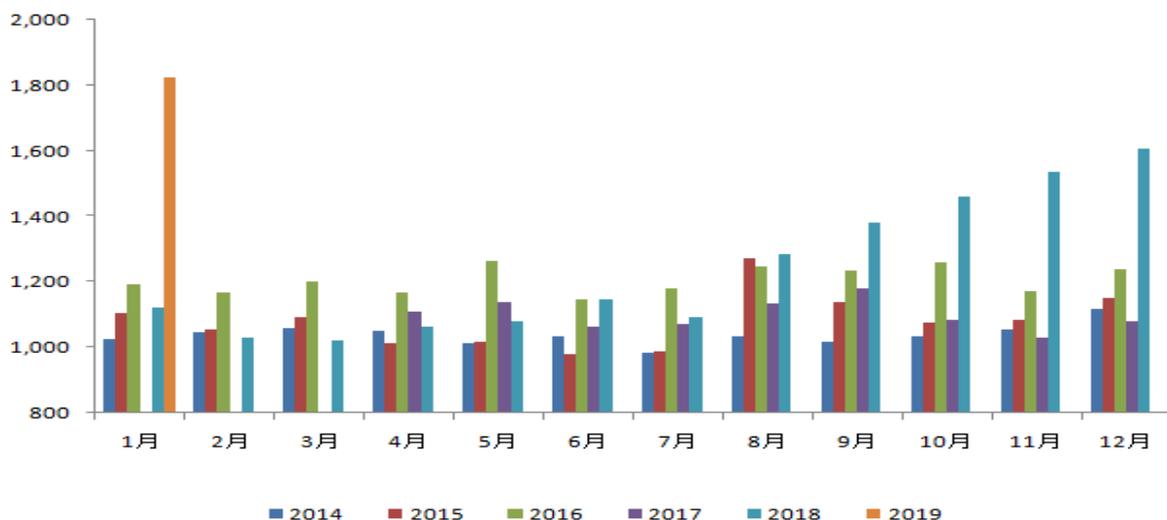


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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，2019年1月欧洲港口木浆库存182.6万吨，较前一月增加22.1万吨，增幅13.77%，库存继续增加，比2018年同期增加70.3万吨，增幅62.6%。欧洲港口木浆库存处于近四年的历史高位。

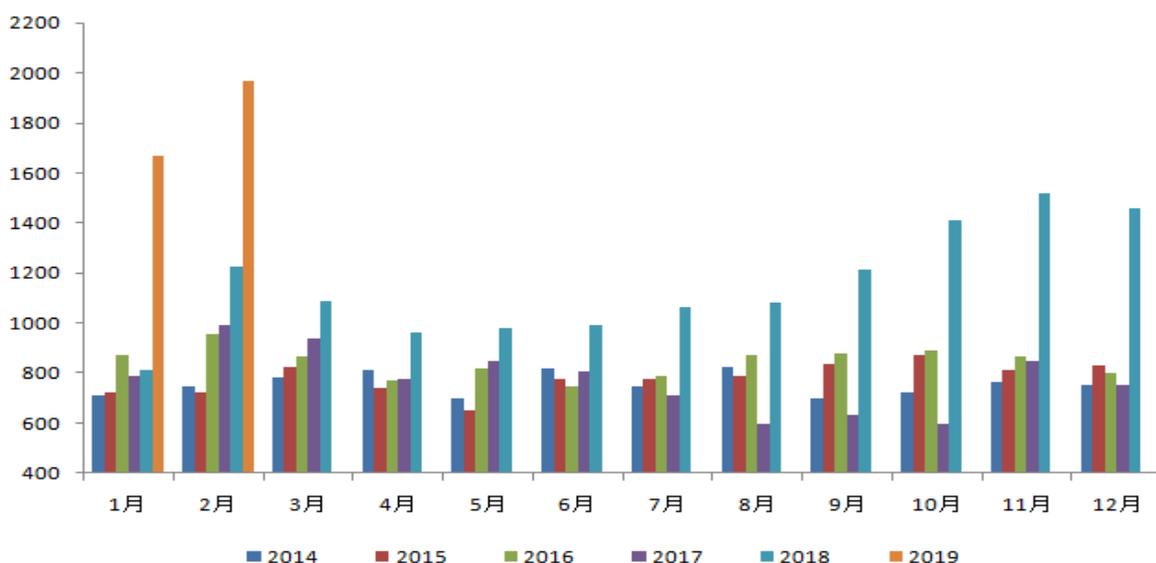
图7：欧洲港口木浆库存（千吨）



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2月中国港口木浆库存196.7万吨，较前一月增加29.7万吨，增幅17.78%，比2018年同期增加74万吨，增幅60.31%。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

2019 年 1 月全球木浆发运量止升回落，其中针叶浆发运量继续提升，阔叶浆发运量下降。木浆企业库存方面，2019 年 1 月全球木浆企业月度库存天数继续增加，针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位，其中阔叶浆库存压力更大。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，压制后期国际纸浆价格。

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。

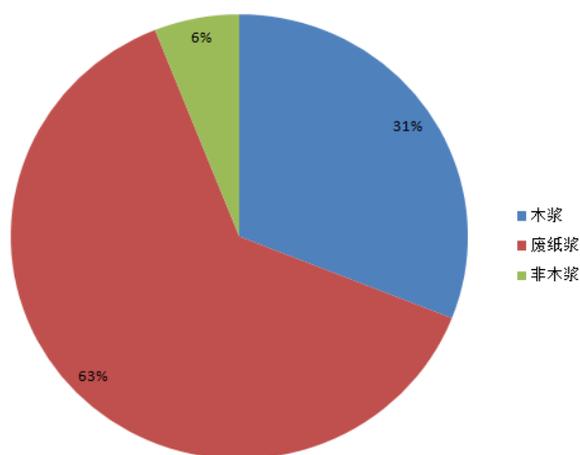
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高等特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

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。

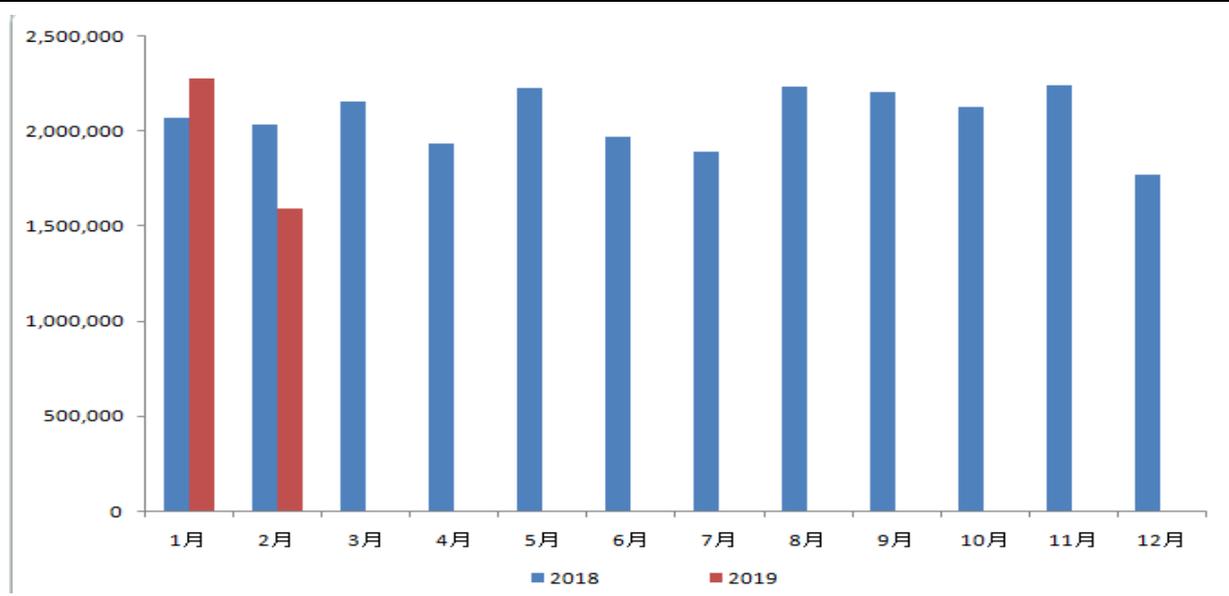
11、2017 年 12 月 29 日，环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，相比于目前实施版本，最大变化是将进口废纸含杂率从 1.5%降至 0.5%。并确定 2018 年 3 月 1 日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升，同时 2018 年不再进口混杂类废纸，进口废纸量大幅下降，2018 年废纸进口量同比下滑 33.8%。

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2月我国纸浆进口量159万吨，较前一月下降68万吨，降幅29.96%，比2018年同期下降44万吨，降幅21.67%。

图 10：纸浆月度进口量

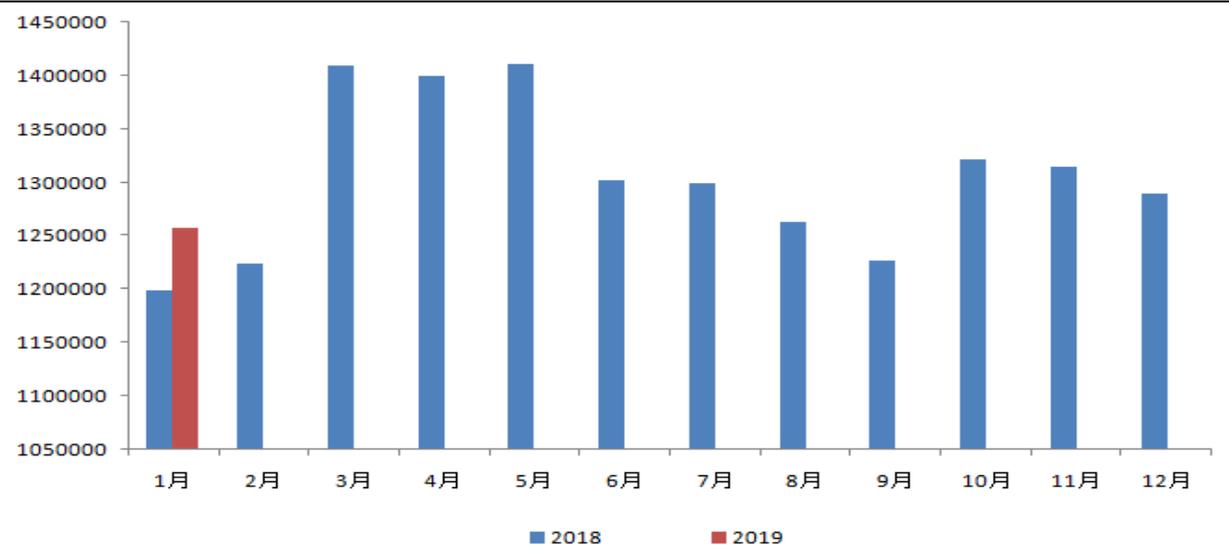


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

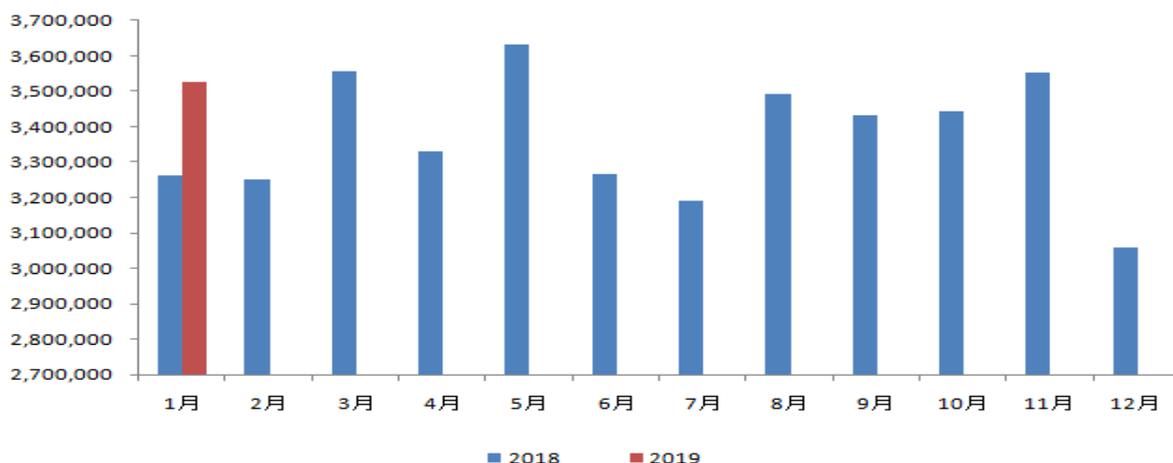


数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

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

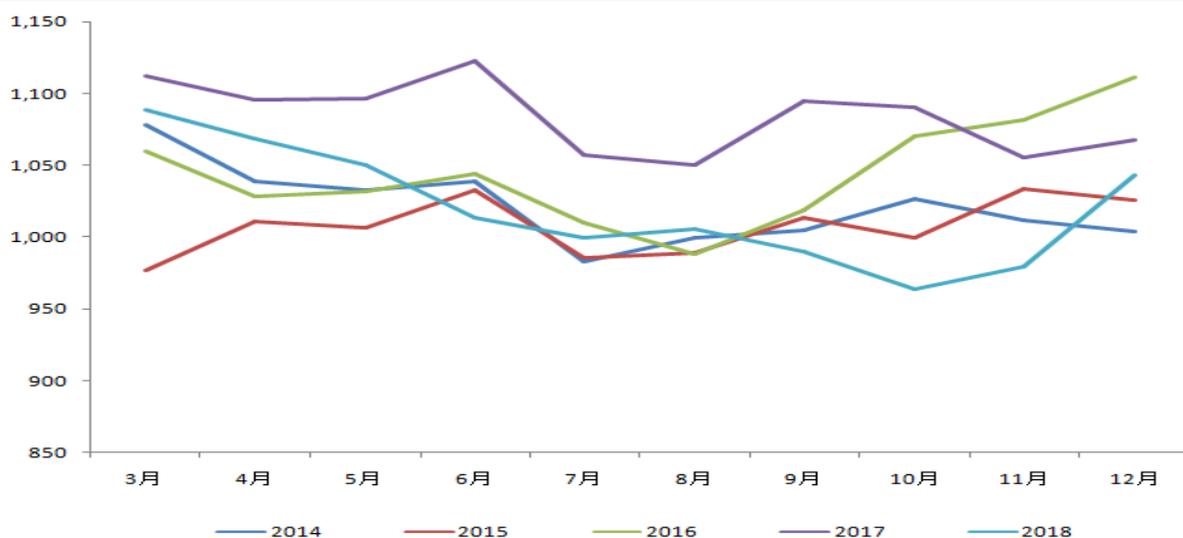


数据来源：兴证期货研发部

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

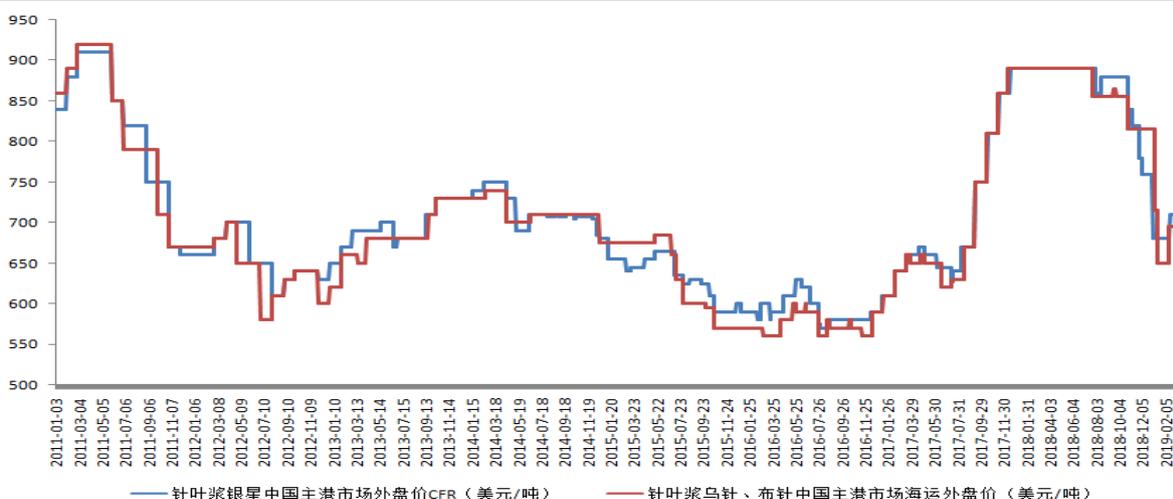
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近100%，几乎完全依赖进口。

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4月外盘漂针浆CFR报价上调，银星外盘报价上涨20美元/吨至730美元/吨，俄罗斯乌针布针外盘报价上涨30美元/吨至715美元/吨。

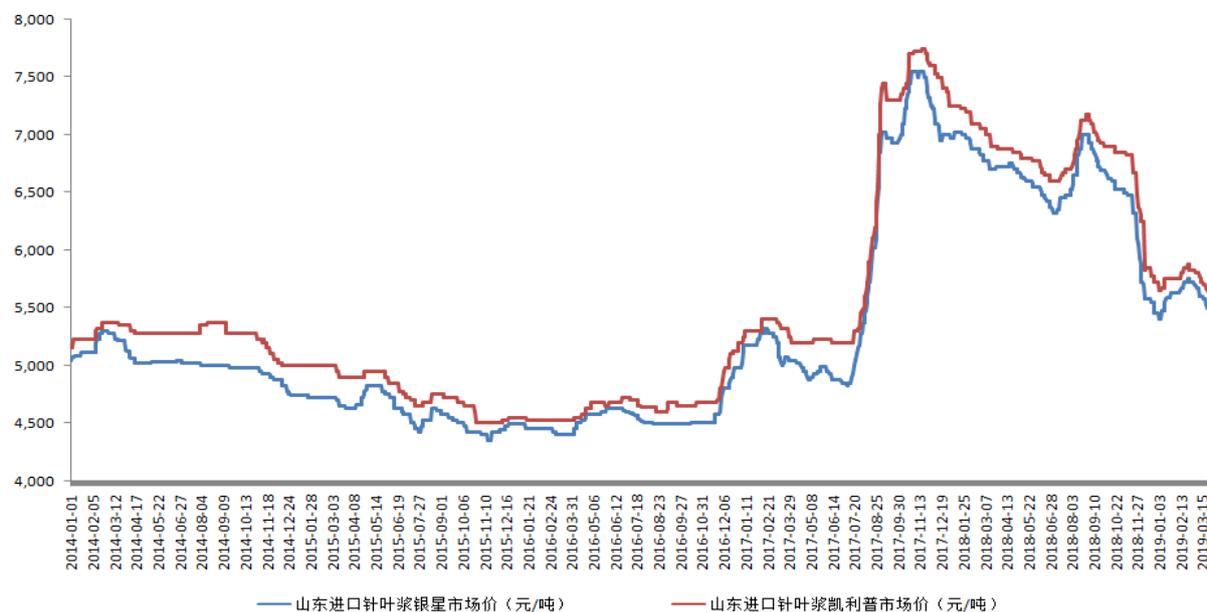
图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月国内进口针叶浆市场价回落，月末山东进口针叶浆银星市场价5475元/吨，比月初下滑250元/吨；月末山东进口针叶浆凯利普市场价5625元/吨，比月初下滑200元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

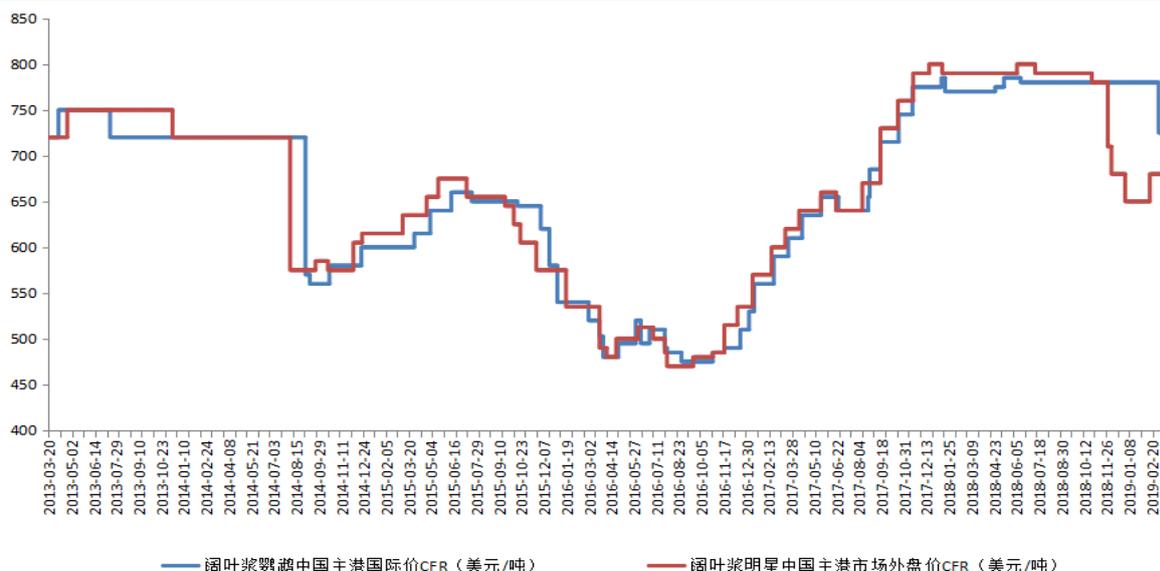


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.3 漂阔浆现货价

2019年4月外盘漂阔浆CFR现货报价涨跌互现，巴西鸚鵡下跌55美元/吨至725美元/吨；智利明星上调40美元/吨至720美元/吨。

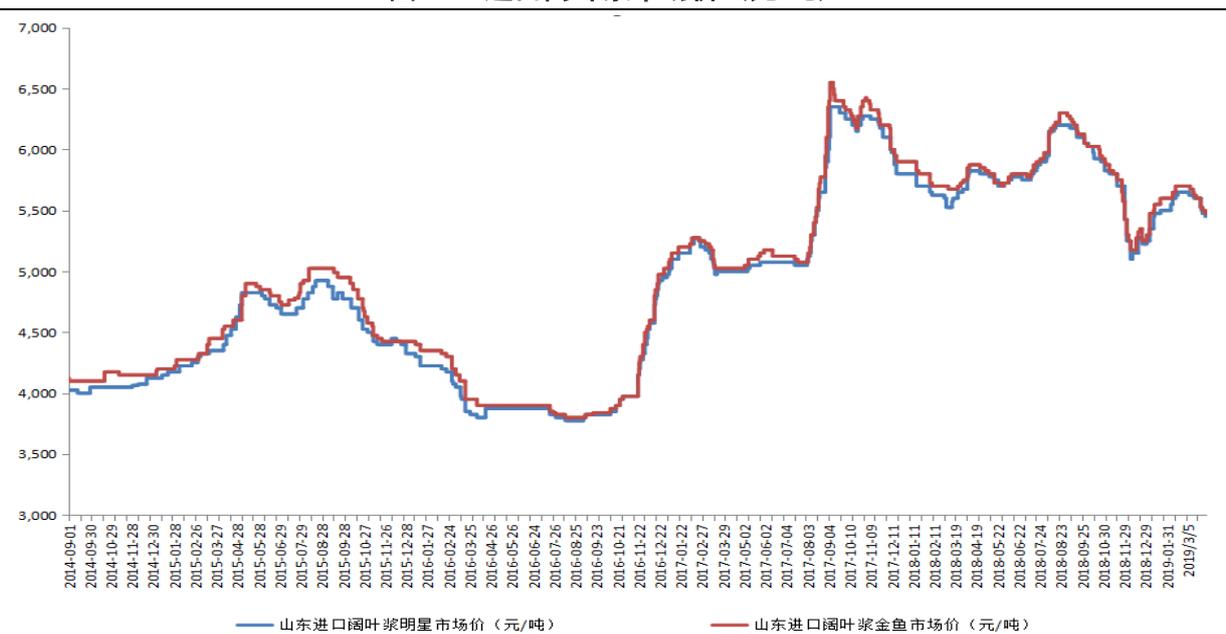
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月国内进口阔叶浆市场价下跌，月末山东进口阔叶浆明星市场价5450元/吨，比月初下跌200元/吨；月末山东进口阔叶浆金鱼市场价5475元/吨，比月初下跌225元/吨。

图 17: 进口阔叶浆市场价 (元/吨)



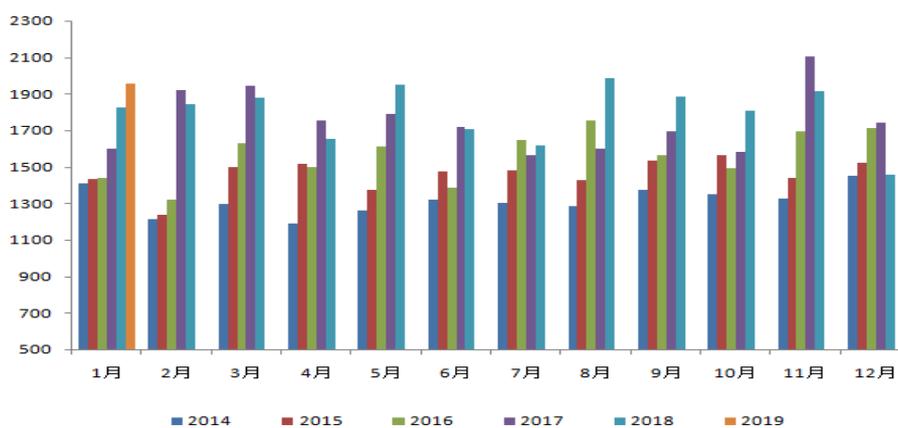
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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)



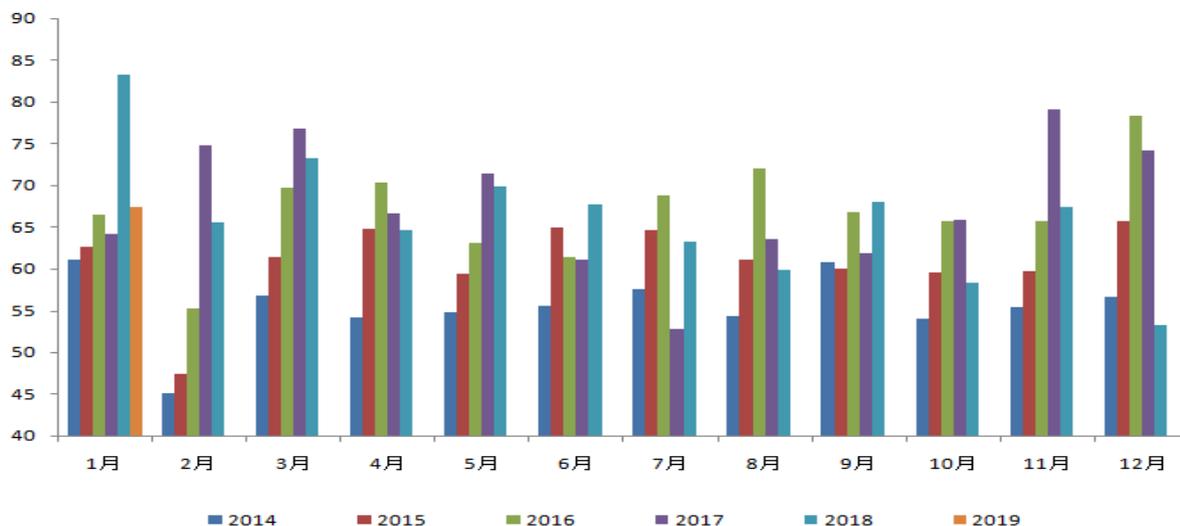
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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）

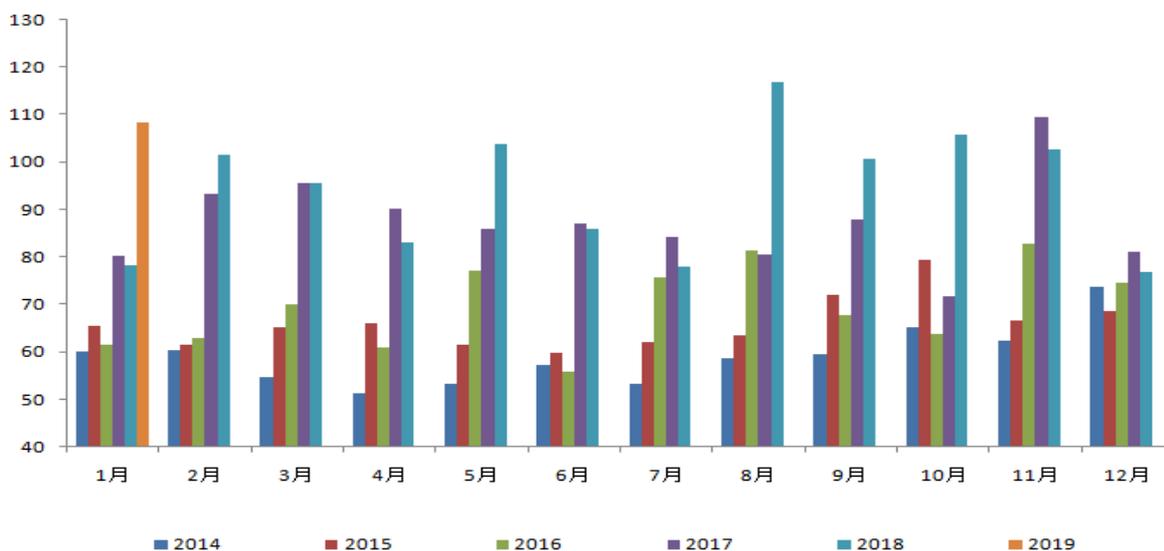


数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

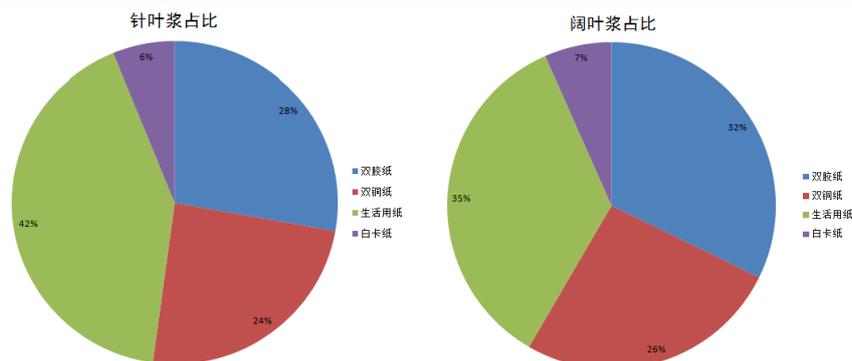
幅要明显大于漂针浆的进口量增幅，漂阔浆的供应压力更大。

3.5 消费需求有所好转

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

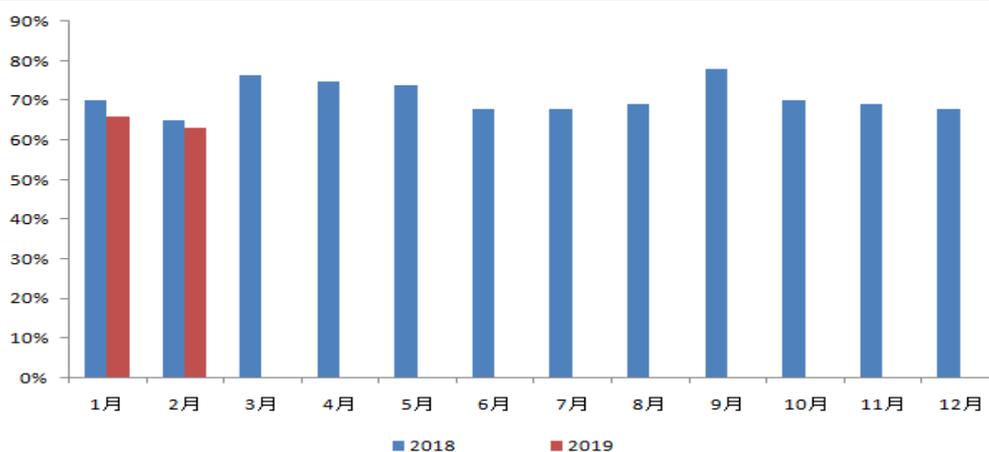


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.1 双胶纸开机率下滑、利润开始回升

自 2018 年 9 月开始双胶纸开机率持续下滑，2019 年 2 月双胶纸行业开机率 63%，较上月下滑 3%。

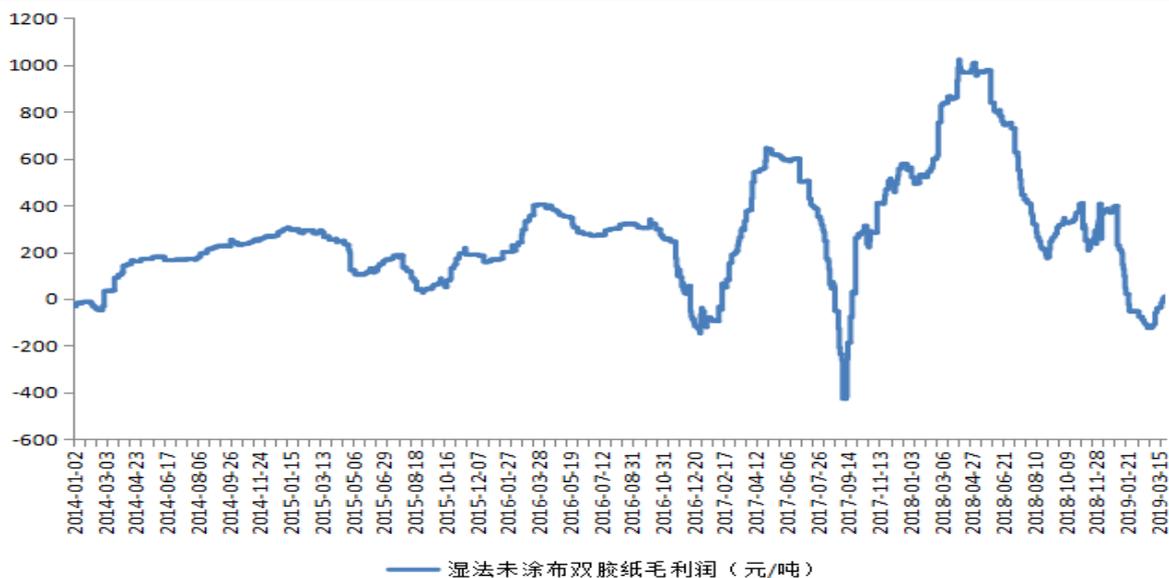
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019 年 3 月双胶纸毛利润回升，月末毛利润 11.2 元/吨，较月初回升 112.92 元/吨，利润情况扭亏为盈，双胶纸行业利润有所好转，后期开机率或将有所回升。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

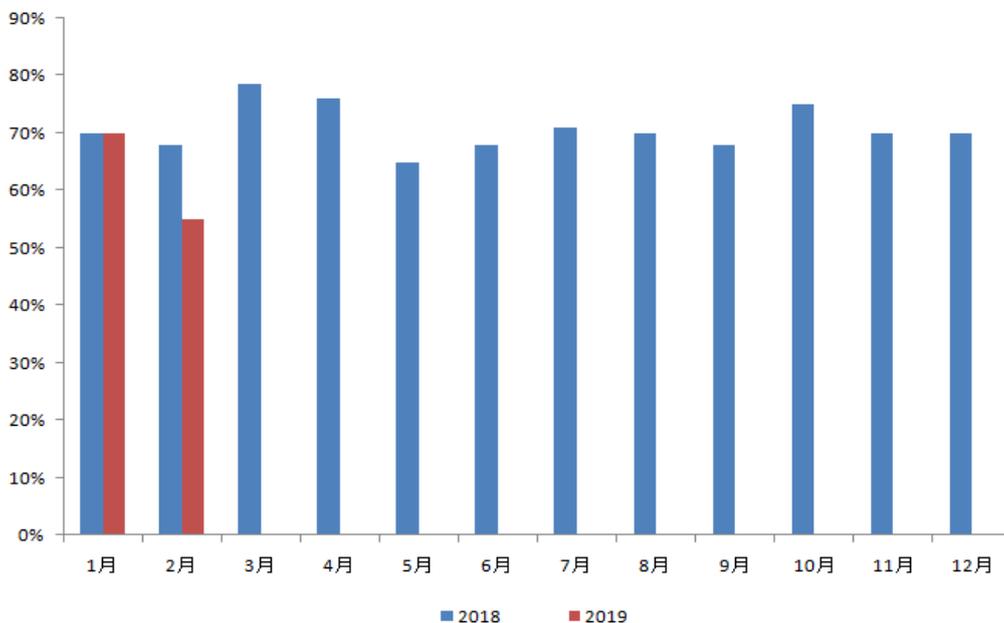


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.2 双铜纸开机率下滑、利润开始回升

2018年11月至2019年1月双铜纸行业开机率持稳，维持70%，2019年2月双铜纸行业开机率55%，开机率下滑15%。

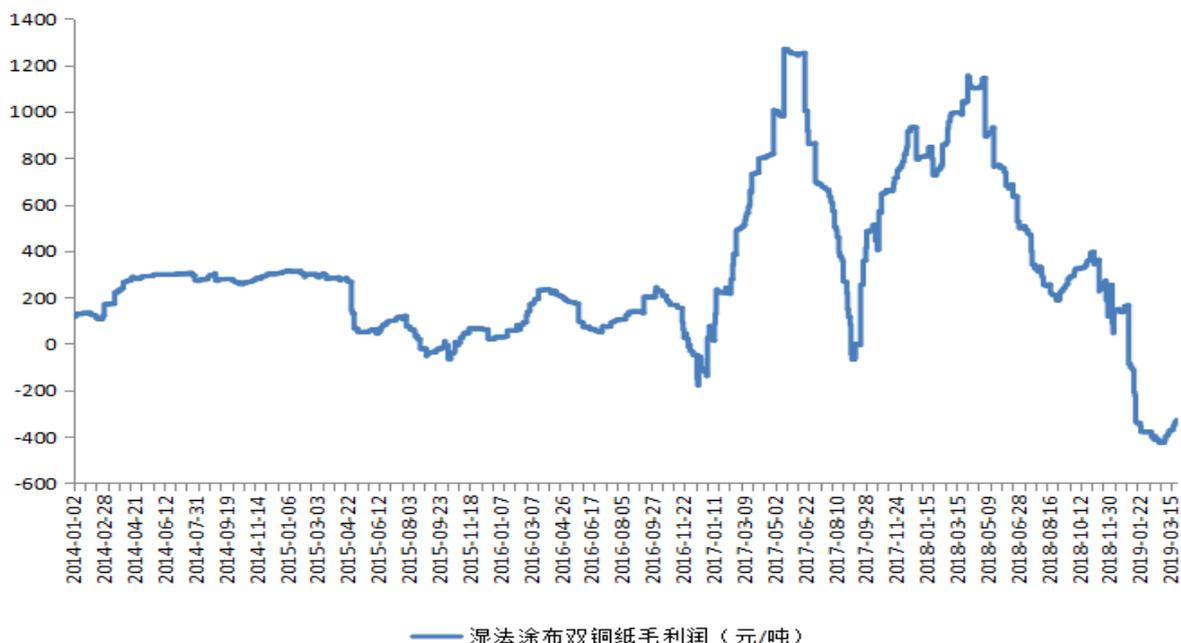
图 24：双铜纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年3月双铜纸毛利润回升，月末毛利润-328.42元/吨，较月初回升98.74元/吨，双铜纸利润有所回升，但是仍处于亏损状态，利润位于历史低位，或对后期开机率造成影响。

图 25: 湿法涂布双铜纸毛利润

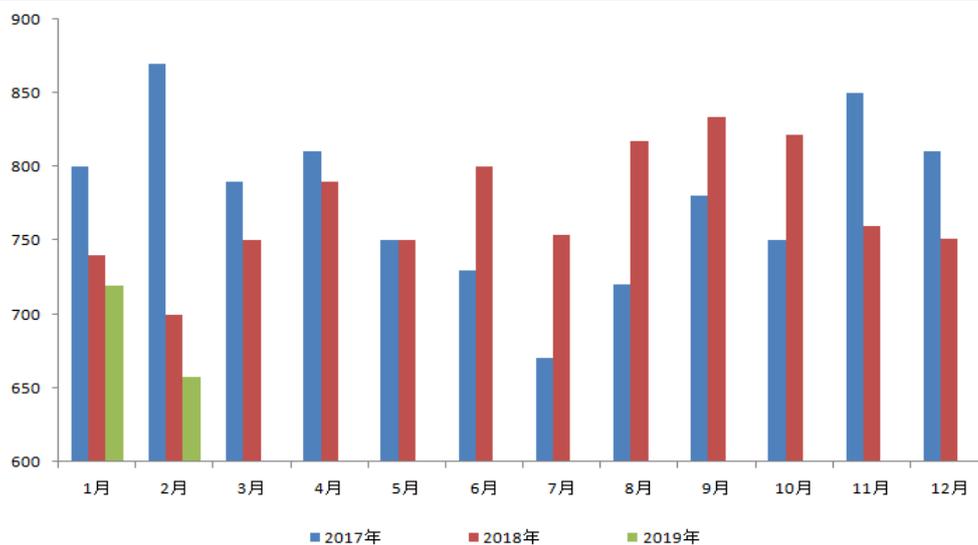


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.3 生活用纸产量下滑，利润较好

2018年9月开始生活用纸产量持续下滑，2019年2月生活用纸产量继续下滑，较前一月下降61.37万吨，降幅8.54%，较2018年同期下降42.37万吨，降幅6.05%。

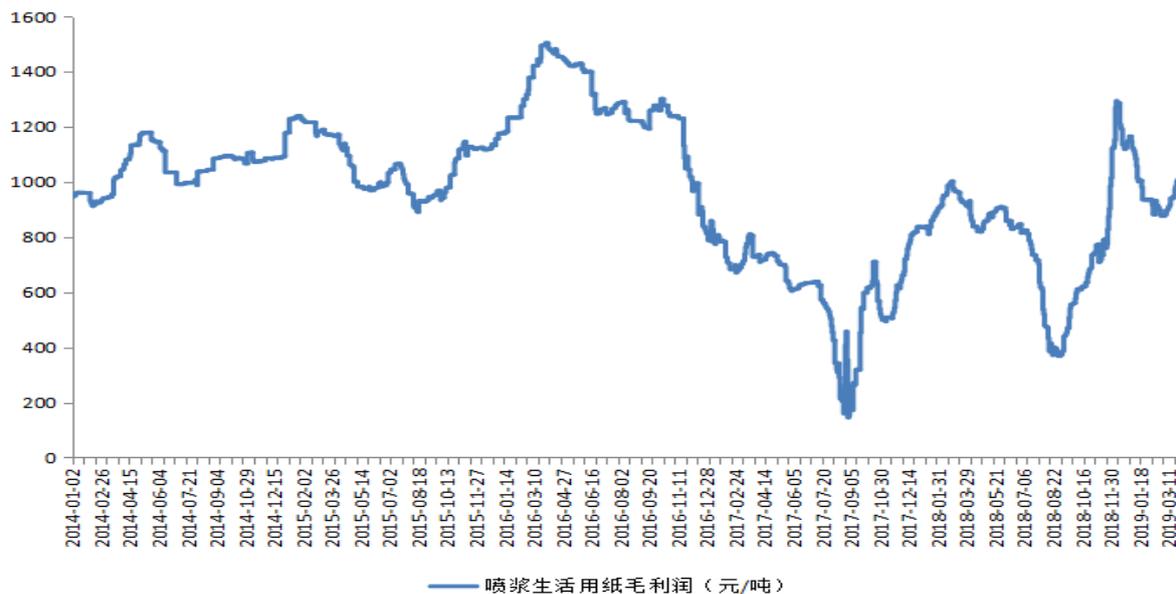
图 26: 生活用纸产量 (千吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019年3月生活用纸利润回升，月末毛利润1012元/吨，较月初回升134.3元/吨，利润上升，行业利润处于较高位，后期开机率或将提升。

图 27：喷浆生活用纸毛利润

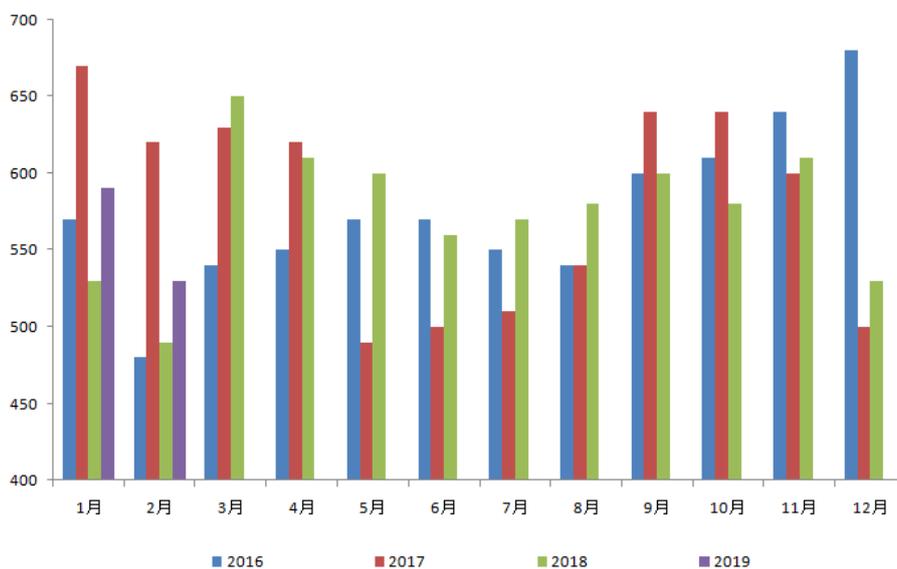


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.4 白卡纸产量下滑，库存上升

2019 年 2 月白卡纸产量 53 万吨，比前一月下降 10.17%，较去年同期增加 8.16%，产量止升回落。

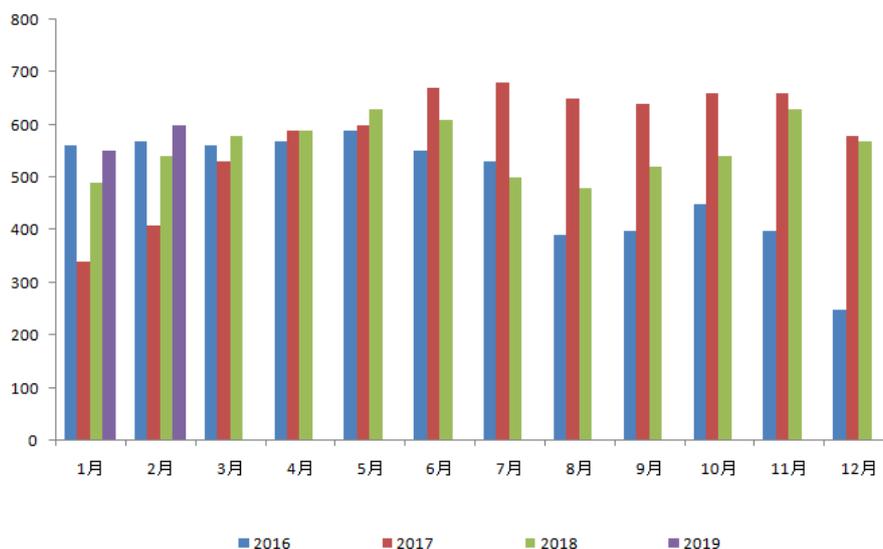
图 28：白卡纸产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2019 年 2 月白卡纸企业库存 60 万吨，比前一月增加 5 万吨，增幅 9.09%，白卡纸需求转弱，库存上升。

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

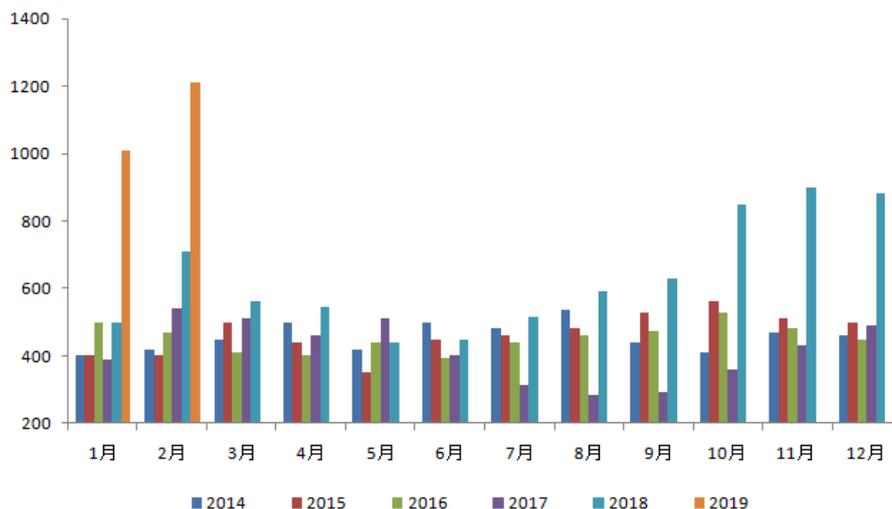
3.5.5 消费小结

印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑，但是行业利润有所回升，双胶纸利润扭亏为盈，双铜纸仍处于亏损状态，印刷用纸行业状况有所改善，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑，但是行业利润回升，利润情况总体较好，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。

3.6 库存压力大

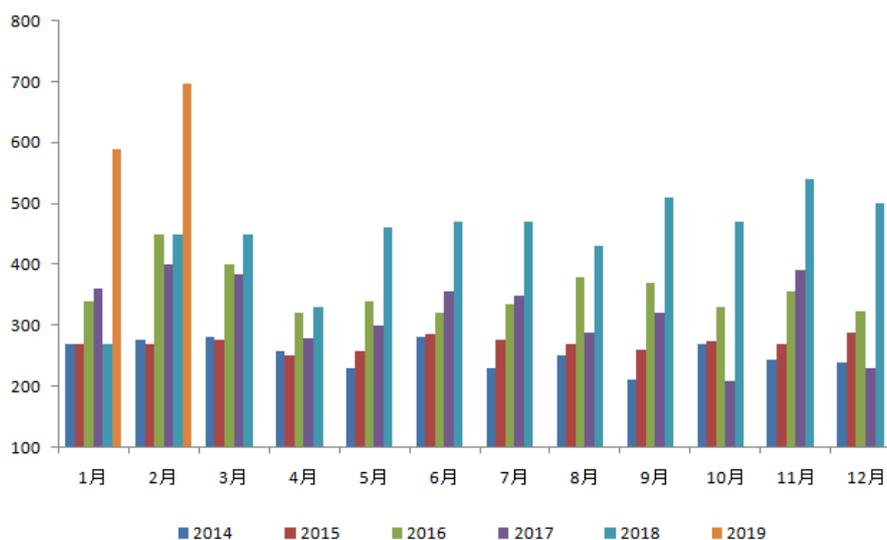
2019年2月青岛港木浆库存121万吨，库存比上一月增加20万吨，增幅19.8%，库存继续增加；2月青岛港木浆库存比去年同期增加50万吨，增幅70.42%，青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。2月常熟港木浆库存70万吨，库存比上一月增加11万吨，增幅18.64%，库存继续增加；2月常熟港木浆库存比去年同期增加25万吨，增幅56%，常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。2019年2月中国港口木浆总库存196.7万吨，较前一月增加29.7万吨，增幅17.78%，比2018年同期增加74万吨，增幅60.31%，港口库存压力大。

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, 2019年1月全球木浆发运量止升回落, 木浆企业库存天数继续增加, 针阔叶浆企业库存天数均处于历史高位, 其中阔叶浆库存压力更大。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, 压制后期国际纸浆价格。国内供应方面, 2019年1月我国纸浆总供应量增加, 供应量的增加主要是由进口量增加所致。消费方面, 印刷用纸双胶纸、双铜纸开机率下滑, 但是行业利润有所回升, 双胶纸利润扭亏为盈, 双铜纸仍处于亏损状态, 印刷用纸行业状况有所改善, 后期对于漂针浆和漂阔浆的需求或将好转。生活用纸虽然产量出现下滑, 但是行业利润回升, 利润情况总体较好, 后期对于漂针浆和漂阔浆

的需求较好。白卡纸产量下滑，库存增加，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱，整体来看下游造纸行业对于漂针浆和漂阔浆的需求有所好转。库存方面，2019年2月中国港口木浆总库存196.7万吨，位于历史高位，港口库存压力大，预计近期纸浆价格以震荡调整为主。

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。