



兴证期货研发部 2020 年理财半年报 目录

股指期货.....	2
宽幅震荡.....	2
有色金属·铜.....	16
三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上.....	16
螺纹钢.....	36
疫情阴云仍在，需求不宜过度乐观.....	36
铁矿石.....	56
铁矿供应增加，下半年重心下移.....	56
原油.....	68
基本面持续改善，油价仍有向上空间.....	68
甲醇.....	87
底部不断夯实，但基本面限制反弹高度.....	87
PP&L.....	97
聚丙烯不过看高，聚乙烯时不可失.....	97
PTA&MEG.....	108
新产能汹涌而来，TA&EG 供需继续失衡.....	108
豆类油脂.....	122
豆类油脂维持区间宽幅震荡.....	122
白糖.....	153
进口政策不明朗，糖价底部徘徊.....	153
鸡蛋.....	162
短期反弹，但反转时机未到.....	162
分析师承诺.....	168
免责声明.....	168

宽幅震荡

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询号：Z0012908

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020年上半年A股市场宽幅震荡，指数方面先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击，之后在流动性宽松及经济缓慢复苏的预期中展开反弹，而创业板在成长股表现强势的带领下，走势明显强于上证综指。

分指数来看，上半年中证500走势明显强于沪深300和上证50。在新冠疫情对我国经济的冲击下，上证50指数的成分股受宏观经济影响较大，而中证500指数中的权重为新兴行业为主，受宏观因素影响相对较小，且对于央行的逆周期调节更加敏感。

● 后市展望

7月初A股大幅上涨，上证综指创下年内新高，全市场成交量连续突破万亿。指数方面，我们认为短期在市场情绪的带动下，指数仍有上冲的动力，但市场基本面暂时还不支持出现趋势性上涨的行情。一方面国内货币政策虽然维持宽松，但与以往大水漫灌的情况不同，今年整体较为谨慎；另一方面经济虽在复苏中，但增长恢复依然缓慢；最后外围疫情和中美摩擦的影响虽然有所淡化，但仍然将制约风险偏好。所以我们虽然认为A股中长期市场存在走强基础，但指数下半年出现趋势性走强的概率依然不高，大概率还是宽幅震荡，更多的关注结构性的机会。

● 风险提示

外部风险升温、政策大幅调整、疫情再次冲击。

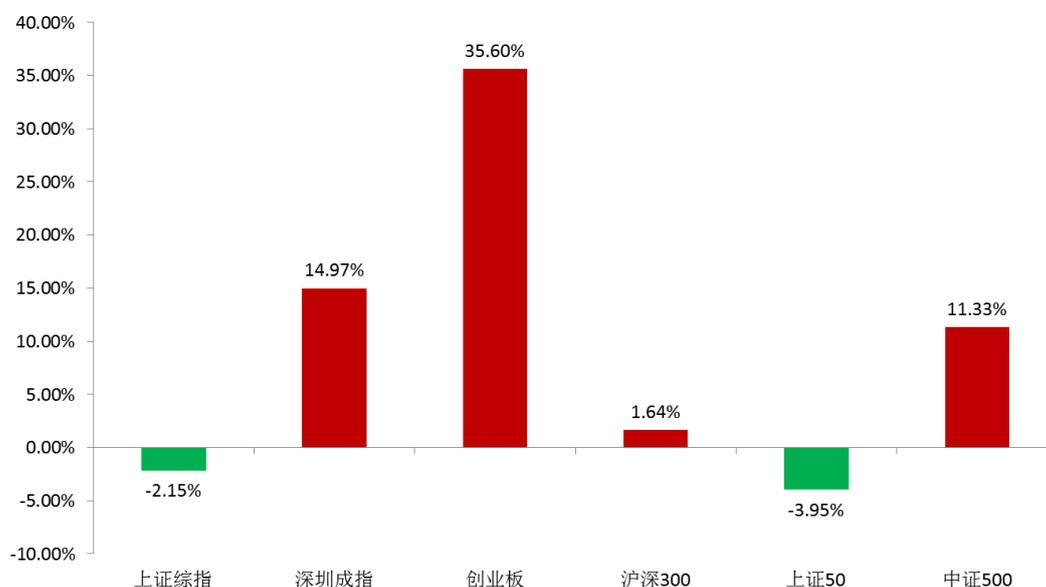
1. 现货市场

1.1 主要指数走势

2020 年上半年 A 股市场宽幅震荡，指数方面先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击，之后在流动性宽松及经济缓慢复苏的预期中展开反弹，而创业板在成长股表现强势的带领下，走势明显强于上证综指。

分指数来看，上半年中证 500 走势明显强于沪深 300 和上证 50。在新冠疫情对我国经济的冲击下，上证 50 指数的成分股受宏观经济影响较大，而中证 500 指数中的权重为新兴行业为主，受宏观因素影响相对较小，且对于央行的逆周期调节更加敏感。

图 1：A 股主要指数涨跌幅（截至 6 月 30 日）

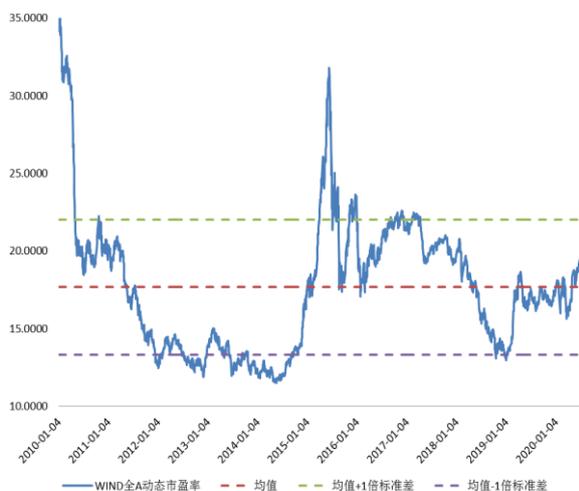


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 市场估值得到修复

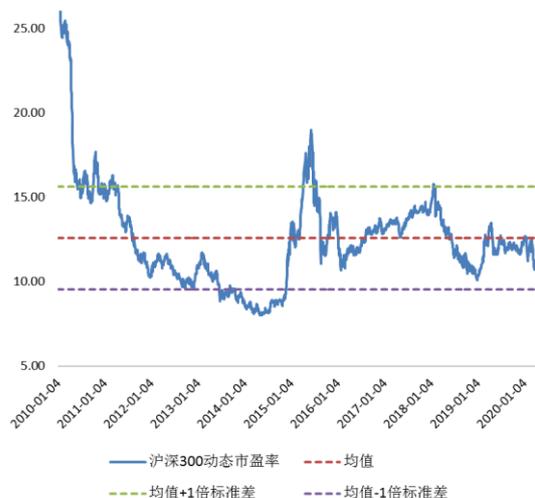
经过二季度的反弹，A 股市场整体估值水平已经不如此前低估。截止 2020 年 6 月 30 日，Wind 全 A 的估值分位数已经来到接近 70% 的水平，分指数来看，沪深 300 也超过均值水平，上证 50 和中证 500 则相对较低。整体来看 A 股估值水平仍然处于适中范围，但是相对疫情后的低位，目前指数在经过前期反弹后，估值已经得到了一定程度的修复。

图 2：WIND 全 A 估值



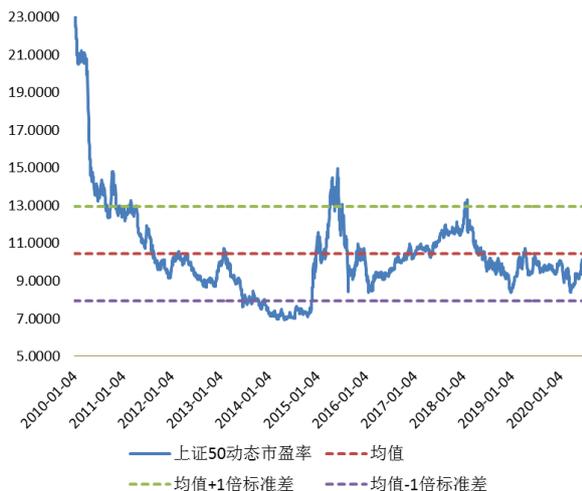
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：沪深 300 估值



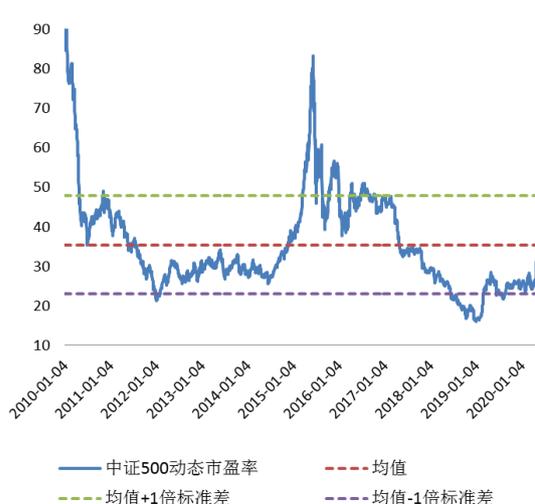
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：上证 50 估值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：中证 500 估值

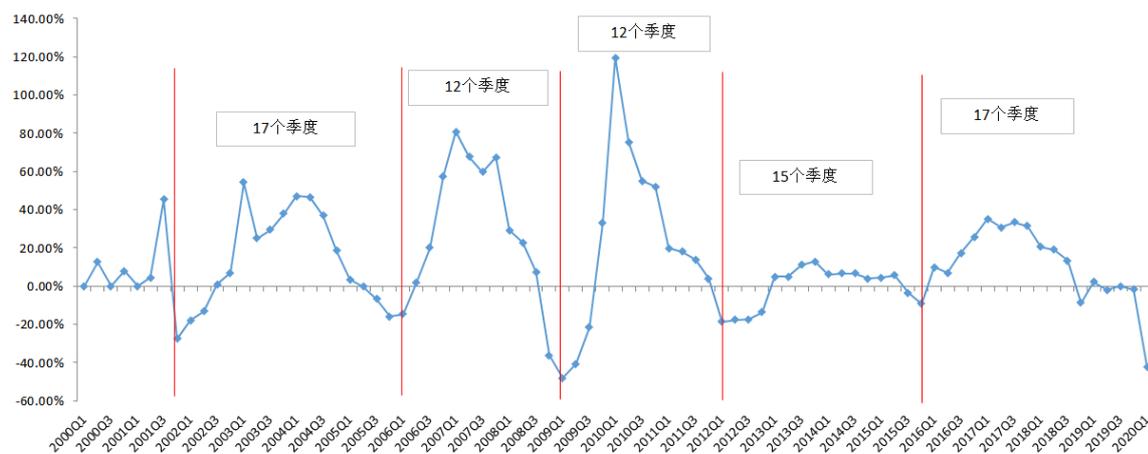


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 下半年企业盈利或将修复

企业盈利存在 3-4 年的周期性，在 2018 年三季度，本轮盈利周期处于下行阶段已经持续 2 年半左右。按照以往规律，当时 A 股盈利周期已经处于本轮下行阶段的尾声，可能进入一个新的上行周期，我们看到 2019 年企业盈利是已经有好转的迹象的，整个市场走势也是从低点回升，出现修复。但是由于随之而来的新冠疫情影响，2020 年一季度企业盈利出现大幅下滑。2020Q1 全 A 归母净利润同比负增长 23.47%，剔除金融石油石化后进一步回落至 -41.23%。不过由于我国疫情控制良好，复工复产稳步推进，我们认为经济最困难的时候已经过去，预计下半年企业的业绩将出现持续改善。而根据以往经验来看，估值底是会先于或同步市场底出现的，所以我们认为今年市场的底部已经出现。下半年随着企业盈利的修复，市场中长期存在走强的基础。

图 6：全部 A 股(非金融石油石化)归母净利润累计同比增速 (%)

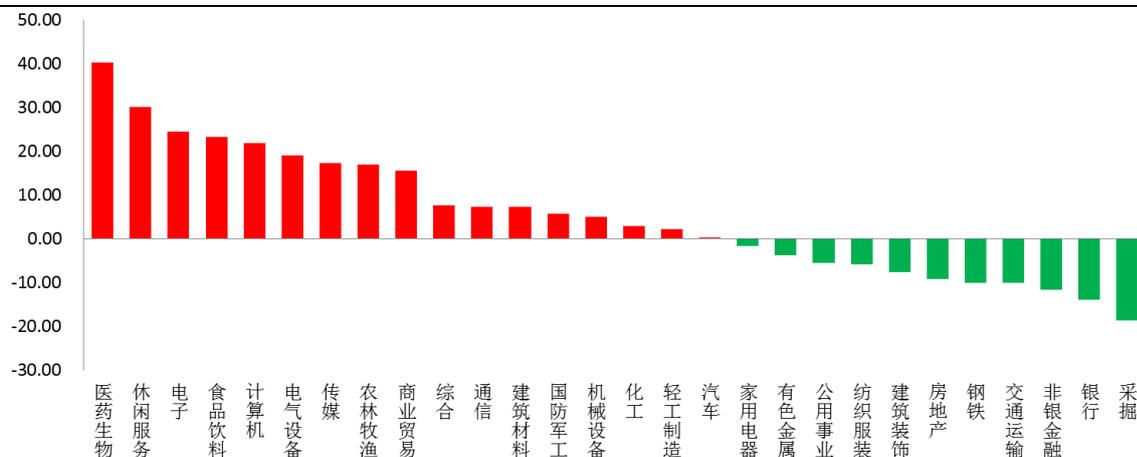


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 行业走势分化严重，风格切换存在难度

上半年 A 股各版块走势分化严重。受疫情利好的医药板块、确定性较高的食品饮料板块和对逆周期调节敏感的科技成长板块涨幅较大，其中医药板块上涨达到 40%；而受宏观经济影响较大的价值蓝筹板块则表现不尽人意，其中房地产、非银金融和银行等指数权重板块跌幅均在 10% 左右。

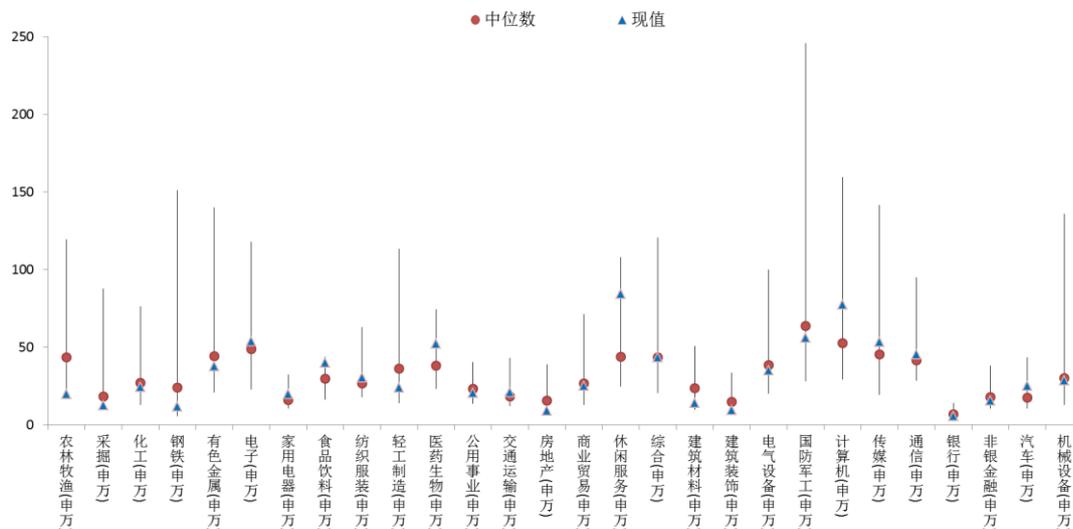
图 7：申万一级行业涨跌幅（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年市场各板块估值差异较大，其中医药、食品饮料和一些成长板块估值处于历史高位，而银行、汽车和房地产等板块估值处于极低的状态。我们预计下半年市场抱团的现象将持续，但是相对上半年将有所松动，同时一些估值处于低位的价值板块有望得到估值修复，市场风格将逐步从极端的成长板块抱团转向更加均衡的市场状态

图 8：申万一级行业估值（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

7 月首周 A 股大幅反弹，上半年表现较差的券商地产等版块领涨市场。我们认为短期在成长板块涨幅较大的情况下，年内滞涨的价值板块出现短期的补涨行情是属于稍有意外但是又在情理之中的情况。而反弹时点出现在 7 月初，我们认为一方面是因为央行变相降息的利好，另一方面则是因为半年末是机构调仓的窗口之一。而价值板块多为指数权重，低位补涨对于资金的需求也相对较低，指数在近期价值板块补涨的情况下出现加速上冲的走势。而对于券商来说，近期行业自身的消息也起到了重要的推动作用，包括券商龙头的合并传闻，以及银行获得证券牌照后与银行系券商的合并可能，都对板块的上涨起到了重要推动作用。

所以我们认为价值版块近期的上涨可能更多的是短期的补涨现象，此外近期经济数据的好转也对顺周期的价值板块起到了一定推动作用。但由于目前经济复苏势头依然较弱，宽松的货币政策短期难有转向，成长板块仍然存在结构性机会，市场风格就此切换的概率较低。

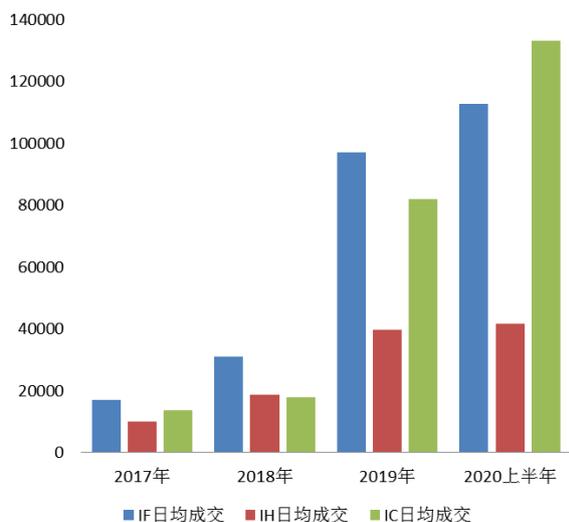
2.期货市场

2.1 股指期货成交持仓放大

2020 年上半年股指期货交易表现继续活跃，IC 的成交持仓增长最为明显，成为股指期货中最活跃的品种。相比去年的日均成交来看，上半年 IF 日均成交 11.26 万手，增长 16.25%；IH 日均成交 4.15 万手，增长 4.66%；IC 日均成交 13.3 万手，增长 62.68%。股指期货持仓方面，上半年 IF 日均持仓 14.35 万手，增长 27.94%；IH 日均持仓 6.38 万手，增长 17.98%；IC 日均持仓 18.76 万手，增长 47.56%。

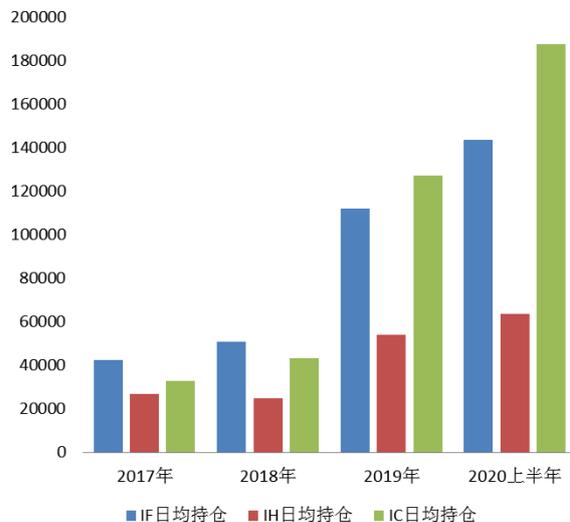
随着我国金融市场的逐步开放和投资者专业程度的进一步提高，目前股指期货交易日趋活跃。我们认为随着未来股指期货交易常态化的继续推进，未来成交和持仓将继续稳步上升。

图 9：股指期货总成交情况（手）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：股指期货日均持仓情况（手）

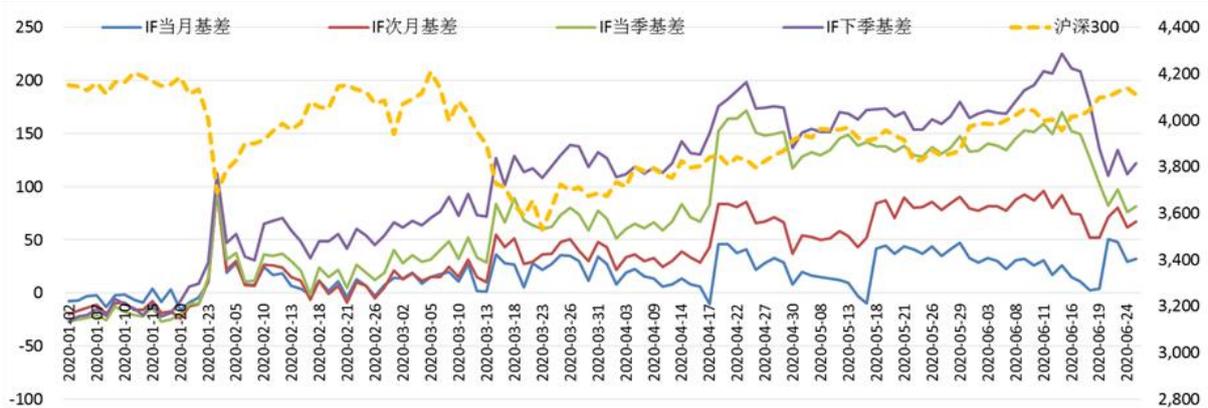


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 基差上半年拉大，预计下半年收窄

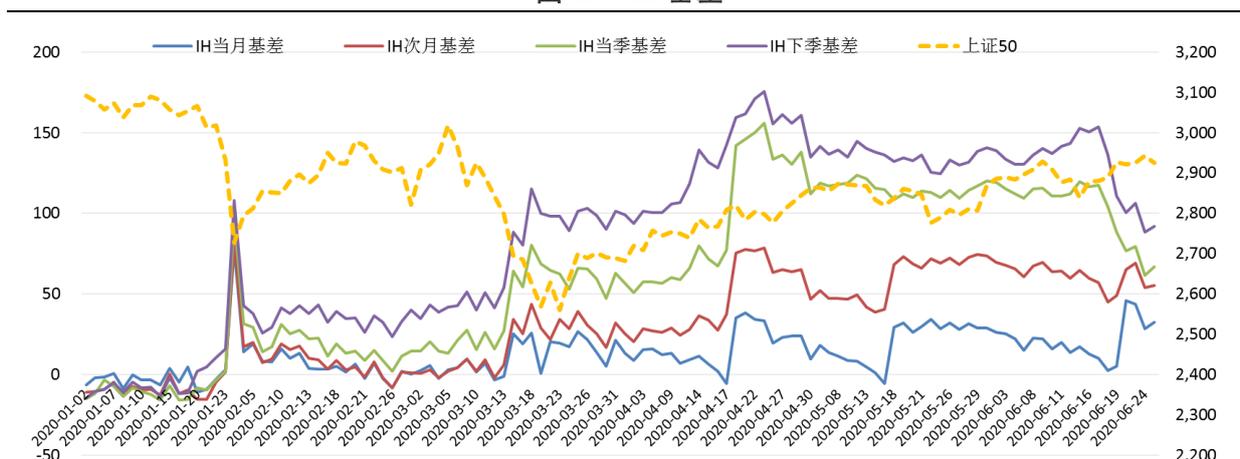
受疫情影响，今年市场不确定性显著增加，投资者对于对冲的需求也在增加。我们可以看到上半年股指期货各品种的远月合约持仓出现了快速增加，特别是 IC 的远月合约持仓量显著增加。对冲需求的增加使得上半年股指期货的基差显著拉大，IC 合约年化基差长期保持在 10% 以上。而近期随着行情走势的回暖，股指期货贴水出现收敛，我们认为随着市场基本面的好转和投资情绪的乐观，下半年股指期货基差相对上半年来说将有所收窄。

图 11：IF 基差



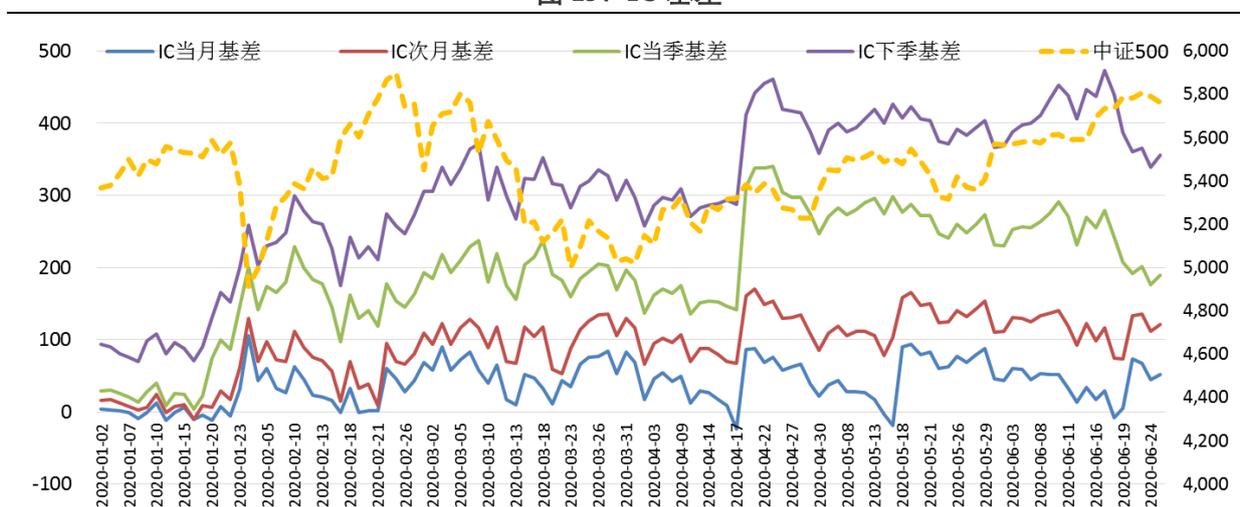
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: IH 基差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC 基差



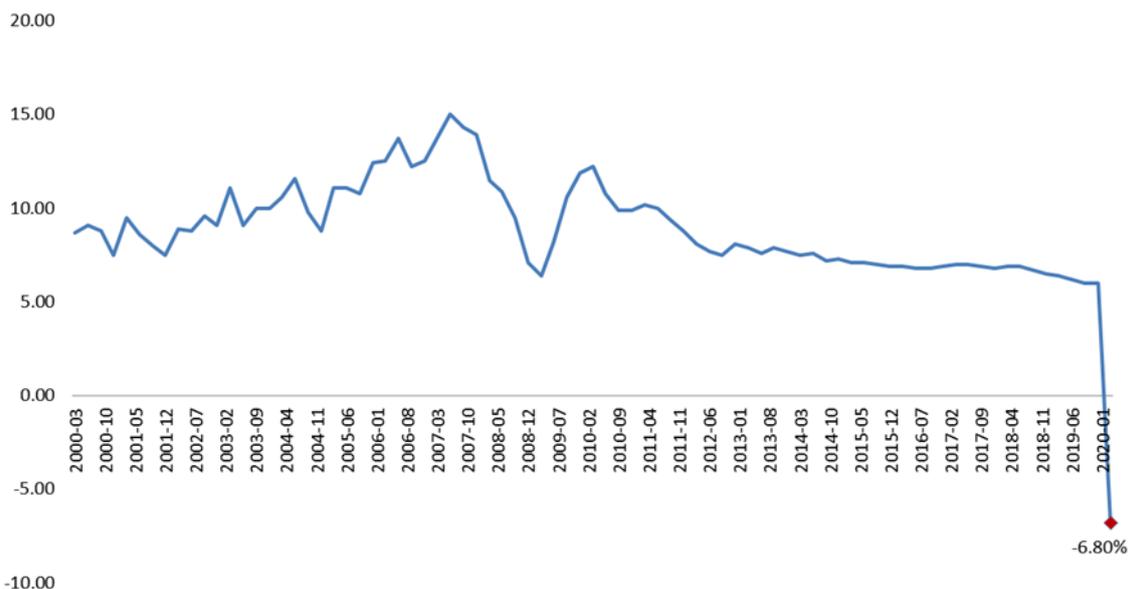
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 宏观经济

3.1 GDP 阶段性大幅回落

年初受疫情的影响,我国经济供需两端都受到严重冲击,其中一季度 GDP 增速一度下滑至 -6.8%。但之后由于我国疫情控制良好和复工复产的稳步推进,经济出现复苏迹象,逐渐走出了最困难的时刻。我们认为下半年 GDP 增速将有显著回升。

图 14: GDP 增速不变价当季同比



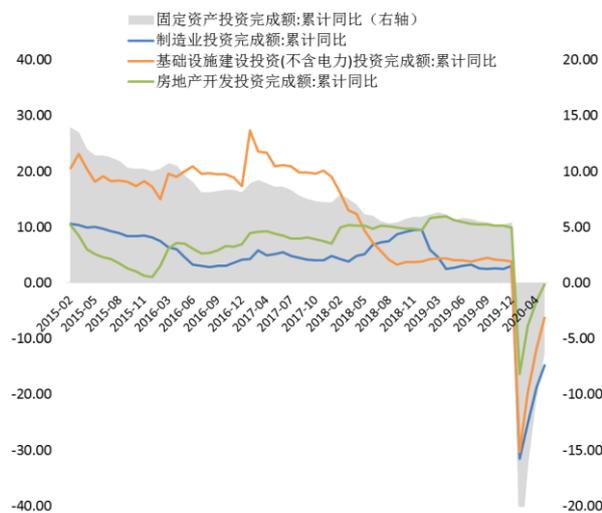
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 经济数据持续好转

我国 5 月经济数据继续转好, 其中 5 月工业增加值单月同比 4.4%, 前值 3.9%; 1-5 月固定资产投资累计同比-6.3%, 前值-10.3%; 5 月社会消费品零售总额单月同比-2.8%, 前值-7.5%, 均较 4 月数据出现改善。6 月份, 我国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%, 比上月上升 0.3 个百分点。我国制造业 PMI 连续 4 个月保持在扩张区间。进出口方面, 随着欧美疫情的平稳和复工复产的推进, 我们认为外需未来也将逐步好转, 但由于海外国家疫情控制显著弱于我国, 疫情存在反复的风险, 所以整体经济复苏弱于我国。

虽然消费方面受疫情影响, 目前改善力度相对较弱, 但整体来看, 我国经济复苏的趋势还是非常明显。所以作为顺周期的价值板块最近的上涨也是反应了市场对于经济复苏的预期。

图 15: 固定资产投资增速 (%)



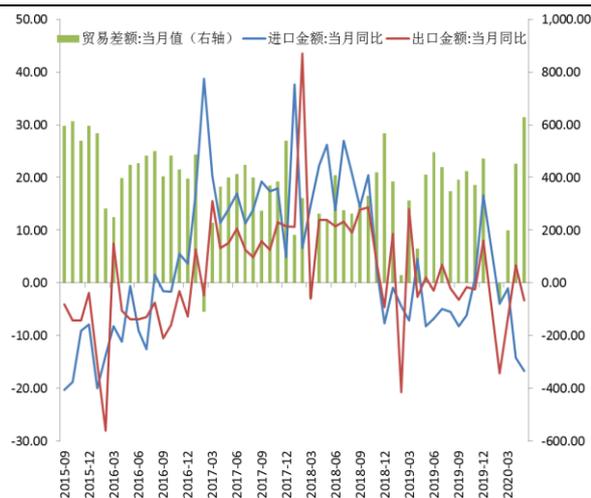
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)



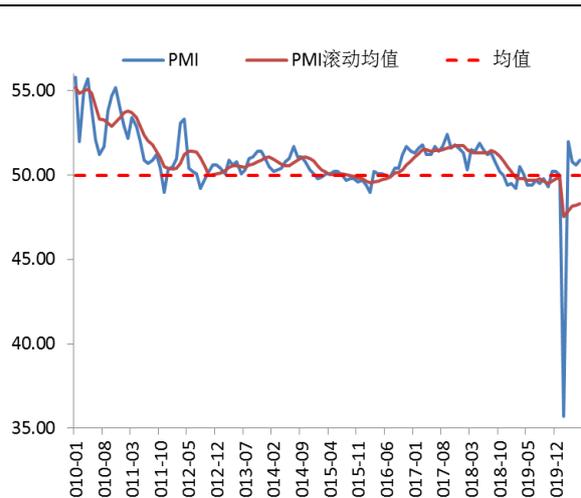
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: PMI 走势图

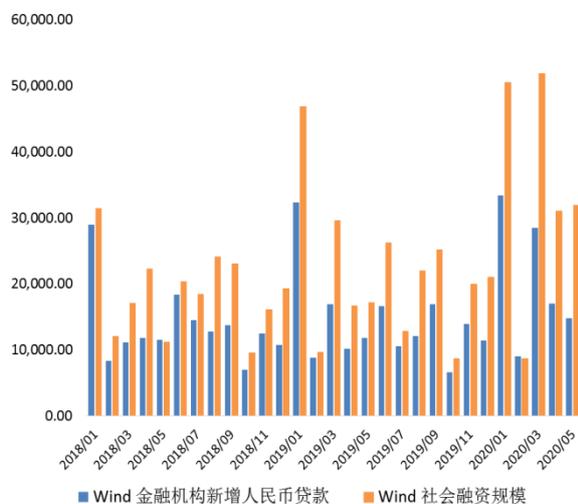


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 货币政策维持宽松

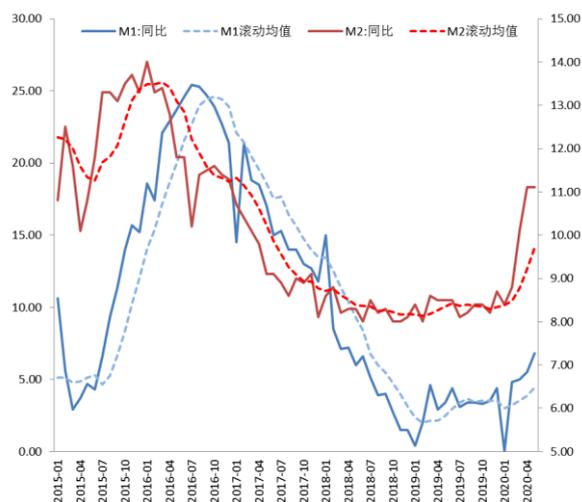
从5月金融数据看，目前货币政策依然维持宽松。我国5月社融新增3.19万亿，高于去年同期的1.71万亿；M2增速维持在11.1%，M1增速升至6.8%。而从近期国常会的表态和央行下调再贷款、再贴现利率的动作来看，也显示出短期货币政策不存在收紧的趋势。

图 19: 社融及新增人民币贷款



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: M1、M2 增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 两会未设定具体目标

以往两会的召开时间一般是在每年的3月份，但是今年两会受疫情的影响推迟到了5月下旬召开。对于此次两会，市场在召开之前的预期颇高，主要是今年两会是疫情特殊时期的两会，市场对于两会可能推出的刺激政策有着比较多的期待。不过最终从两会公布的一些政策来看，虽然说大体仍符合市场预期，但是落在了整体市场预期的下沿。

本次两会少有的没有设立具体的经济增速目标，这主要是因为新冠疫情的冲击影响太大并且带来了太多不确定性。虽然本次两会未设立具体经济增速目标，但是从“六保”“六稳”仍可以看出国家在经济增长，民生和就业等方面的底线思维。并且政府在赤字率，专项债和特别国债方面是设定了目标的，所以我国经济的潜在增速还是有保证的。

此外政府工作报告中对于货币政策相关方面表示要综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量(M2)和社会融资规模增速明显高于去年。最近国常会上也是再次提到,要推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元,综合运用降准、再贷款等工具,保持市场流动性合理充裕。也显示出虽然近期央行货币政策较为谨慎,利率有小幅上扬,但是年内大的宽松趋势是不变的。

图 21: 两会主要目标

	2018	2019	2020
GDP	6.50%	6%-6.5%	无具体目标
CPI	3%	3%	3.50%
M2与社融	适度	与名义GDP增速相匹配	明显高于去年
城镇新增就业	1100万人	1100万人	900万人
城镇调查失业率	5.50%	5.50%	6%
城镇登记失业率	4.50%	4.50%	5.50%
赤字率	2.60%	2.80%	3.60%
财政赤字	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿+1万亿特别国债

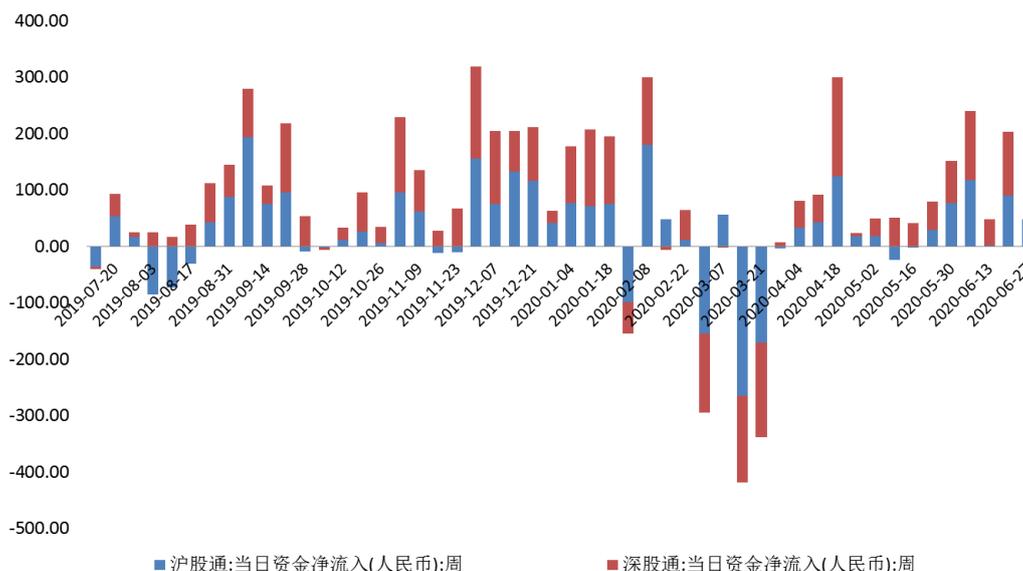
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 资金面

4.1 外资持续流入

北上资金目前成为市场重要的增量资金之一，并且其持仓和成交在 A 股中的比例也越来越高。截至 6 月 29 日，北上资金上半年流入达 1182 亿，超过去年同期的 964 亿，并且这还是建立在一季度新冠疫情导致资金大幅流出的基础上。我们认为在全球宽松的背景下，A 股的配置价值长期存在，外资长期持续流入 A 股的趋势不变。并且外资的持续流入不仅对市场行情起到重要支撑作用，对于整体市场的结构也有着长期影响。

图 22：北向资金流入持续增长



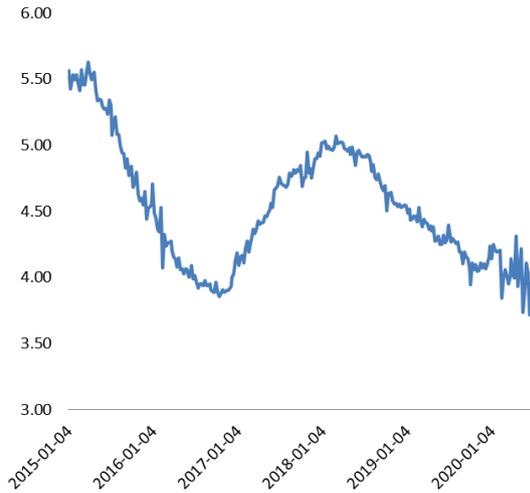
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 权益资产配置价值相对较高

2018 年以来，人民银行 12 次下调存款准备金率，其中 2020 年初至 5 月就已经 3 次降准，共释放资金 1.75 万亿元。整体市场流动性的宽松使得银行理财收益率和余额宝等货币基金收益率持续下行，权益资产的相对配置吸引力得到提升，居民的储蓄搬家趋势增强。

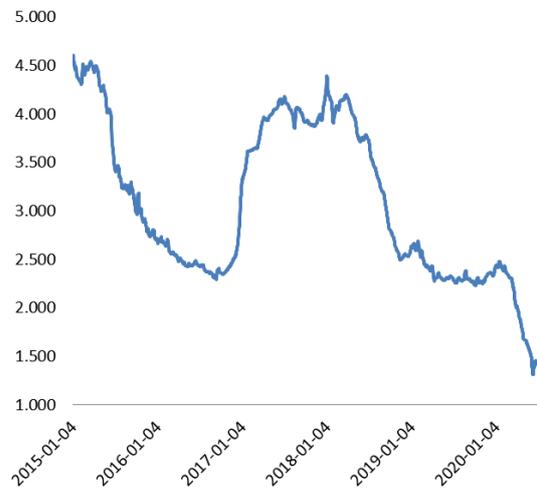
上半年公募基金募集大幅增长。1-5 月份，公募基金新成立 472 个，募集金额超 7000 亿。在募集的资金中，股票型基金和混合基金占比超过 70%，而 2019 年同期占比仅 36%。相应的债券型基金募集份额由去年同期的 63% 下降至今年的 26%。公募基金的大幅增长同样显示出目前居民的储蓄搬家趋势，我们认为未来机构资金长期持续进场的趋势不变。

图 23： 银行理财收益率



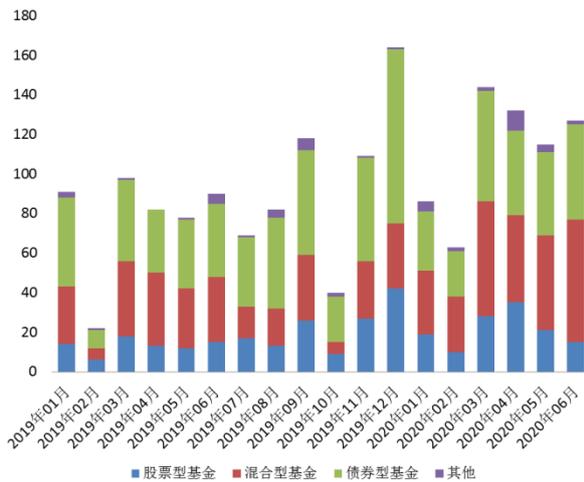
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24： 余额宝收益率



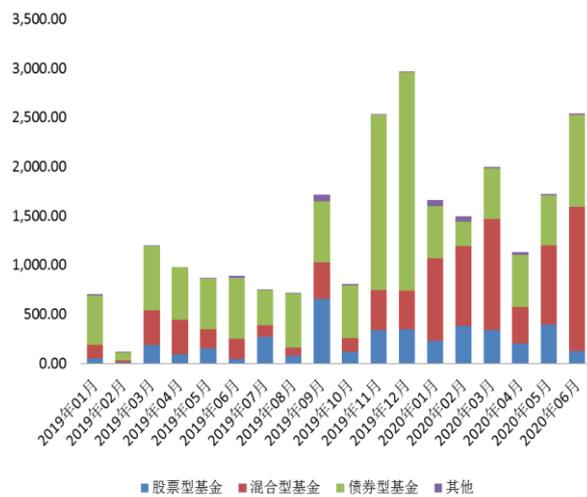
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25： 基金成立个数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26： 新基金发行份额



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.外部不确定性

我们认为海外市场的疫情和中美之间的摩擦带来的不确定性依然对市场风险偏好产生压制，制约了指数上方的空间。

5.1 中美贸易摩擦

中美摩擦从 2018 年升温至今已经历经 3 年时间，市场已经接受了两个超级大国对抗长期存在的事实。虽然目前中美之间更多的是雷声大雨点小的摩擦，并且对于市场的影响边际变弱，但外部确定性的存在仍然对于市场风险偏好产生压制，并且对市场走势带来扰动。

目前美国两党都将对华强硬作为拉票筹码，未来随着美国大选进程的深入，中美之间的摩擦或趋于频繁，指数上行空间受到制约。

图 27：下半年美国总统大选带来不确定性

日期	事件
6月-7月	香港国安法推进立法程序，美国取消香港“特殊待遇”地位细则
7月-8月	民主党、共和党选出两党唯一竞选人并制定竞选纲领，华为临时许可证到期
9月-10月	香港第七届立法会换届选举，华为120日过渡期到期，美国总统竞选活动开始并举行3场总统辩论
11月	美国全民投票选举

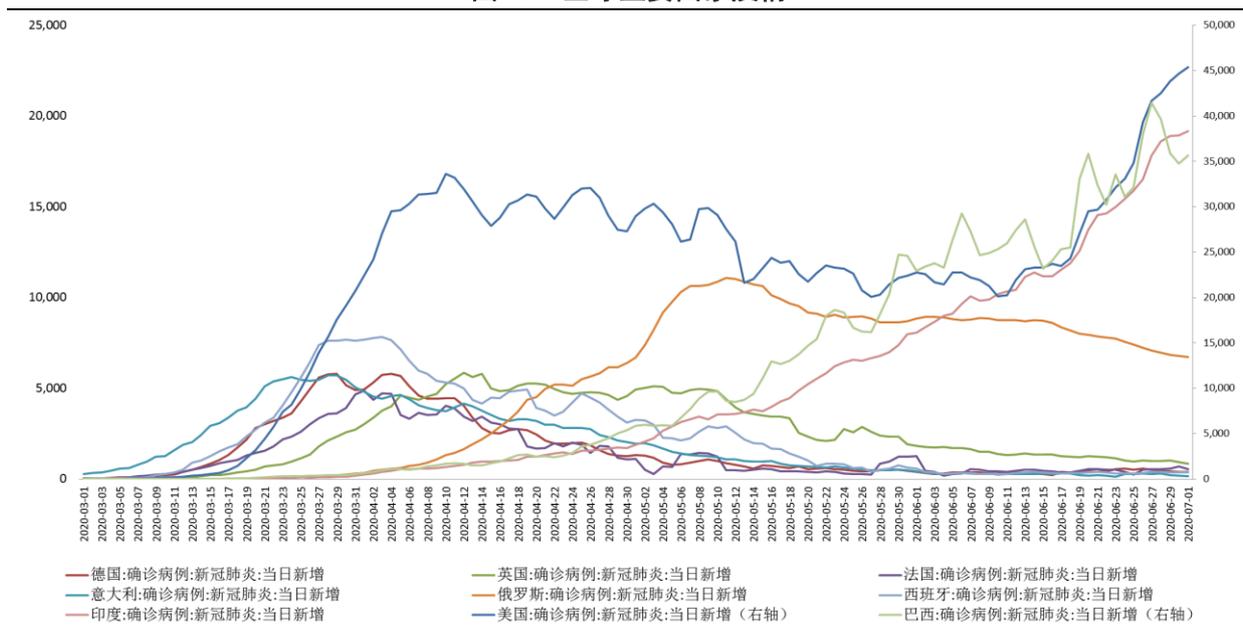
数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.2 海外疫情形势严峻

目前海外疫情的形势依然严峻，需要警惕二次冲击的风险。欧美新冠疫情在 4 月初出现拐点，但与欧洲疫情逐渐平稳相比，美国方面目前出现二次冲击风险。一方面是因为美国复工复产太早，另一方面则是因为美国国内的大规模游行导致传播风险加大，目前美国新增确诊人数再次拐头向上。而新兴国家中印度和巴西的新增确诊人数仍在上升，由于新兴国家医疗基础设施相对落后，所以疫情控制难度较高，预计影响周期将相对更长。

海外疫情将从两方面对 A 股产生影响，一方面由于海外经济受疫情拖累，导致需求下滑，影响我国出口，另一方面疫情对海外股市也将造成负面影响，进而影响 A 股走势。

图 28：全球主要国家疫情

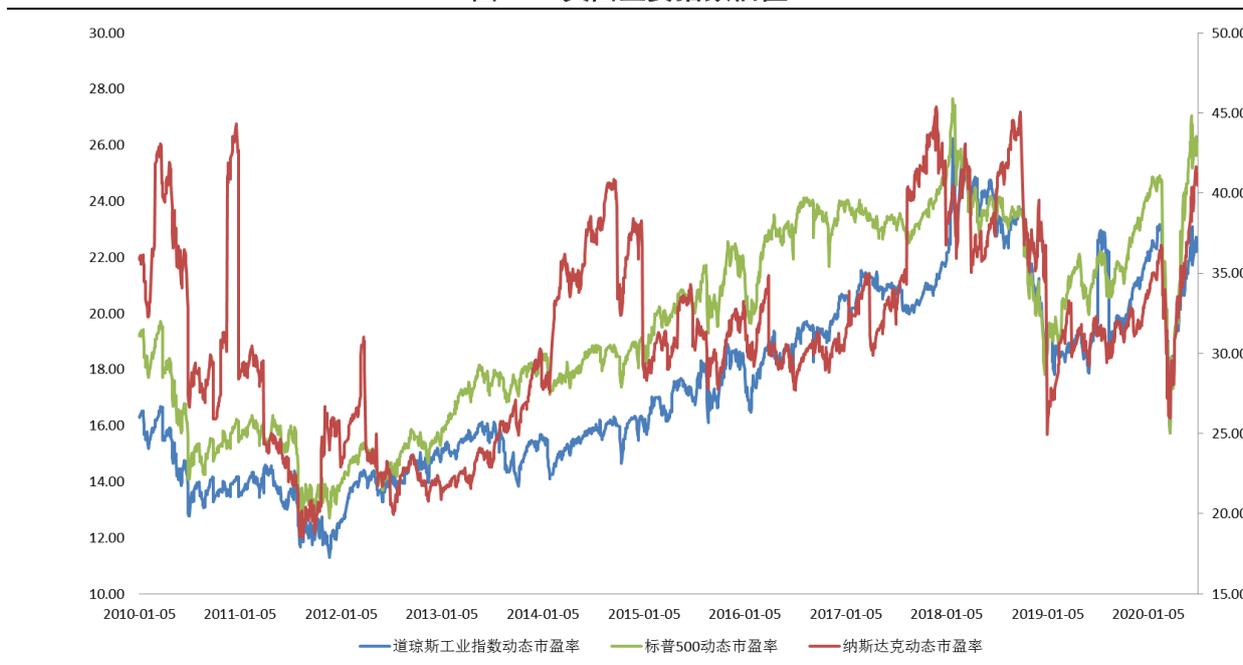


数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.3 美指估值处于高位

流动性宽松是海外市场本轮大幅反弹的重要因素。美联储在这一轮的货币宽松中释放了超过两万亿美元的流动性，而美股反弹至今已经收复了年内大部分的下跌幅，其中纳斯达克指数更是创下了历史新高，美股估值再次回到历史高位。目前美股并没有充分反映美国遇到的经济问题和疫情的二次冲击风险，而今年以来 A 股与美股联动性显著加强，所以如果未来美股出现回调，同样将会给 A 股带来压力。

图 29：美国主要指数估值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2020上半年铜价波澜壮阔。截至7月3日，LME铜收跌2.50%。疫情对供应端铜矿、冶炼及下游需求及金融属性的冲击是上半年铜价波动的主旋律。

1月中下旬国内疫情加重，市场情绪悲观，春节后第一个交易日，铜价大幅低开，随着国内疫情好转，铜价缓慢回暖。

3月份开始海外欧美国家疫情爆发，铜等大类资产受悲观情绪影响严重，铜价大幅下挫，LME铜价一度跌至4400美元以下，击穿全球部分矿企现金成本，市场极度恐慌。但随着市场情绪逐步修复，国内实体经济超预期复苏，海外消费对国内冲击底部钝化，铜价逐步回升。

5、6月份开始，主要铜矿产地智利、秘鲁等国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费TC不断下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨，一度冲高至6100美元以上。

● 后市展望及策略建议：

1. 铜矿产量恢复有限。根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将继续承压向下。

2. 冶炼厂经营压力加大，下半年国内精铜供应压力减小。随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至52美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

3. 国内实体经济持稳，海外欧美发达经济体底部复苏。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国

家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

4.国内社会库存低位。自 3 月底以来，国内社会库存连续下滑 14 周后，在 7 月第 1 周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到 20 万吨。

根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，国内铜基本面不差，叠加供应端铜矿扰动加剧，国内社会库存处于低位，铜价重心中长期大概率向上。

● 风险提示

1. 疫情发展不确定；
2. 中国宏观经济超预期下滑

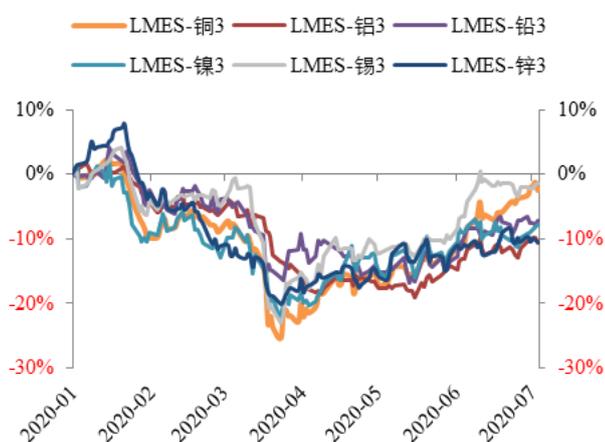
1.行情回顾：上半年铜价波澜壮阔

2020 上半年铜价波澜壮阔。截至 7 月 3 日，LME 铜收跌 2.50%。疫情对供应端铜矿、冶炼及下游需求及金融属性的冲击是上半年铜价波动的主旋律。

1 月中下旬国内疫情加重，市场情绪悲观，春节后第一个交易日，铜价大幅低开，随着国内疫情好转，铜价缓慢回暖。3 月份开始海外欧美国家疫情爆发，铜等大类资产受悲观情绪影响严重，铜价大幅下挫，LME 铜价一度跌至 4400 美元以下，击穿全球部分矿企现金成本，市场极度恐慌。但随着市场情绪逐步修复，国内实体经济超预期复苏，海外消费对国内冲击底部钝化，铜价逐步回升。

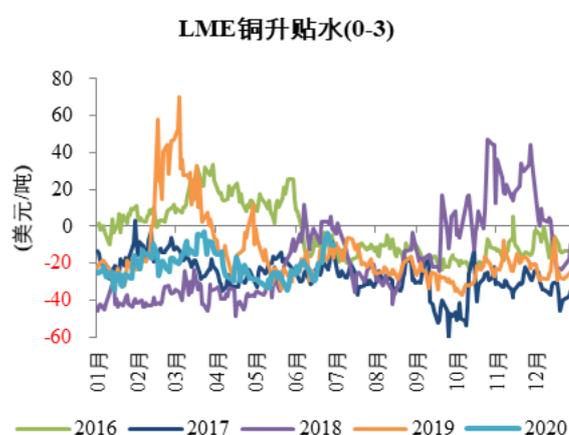
5、6 月份开始，主要铜矿产地智利、秘鲁等南美国家疫情开始加速恶化，市场对铜矿供应的担忧加剧，加工费 TC 持续下滑，随着部分大矿企宣布矿山生产、运输等经营受阻，铜价加速上涨，一度冲高至 6100 美元以上。

图 1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



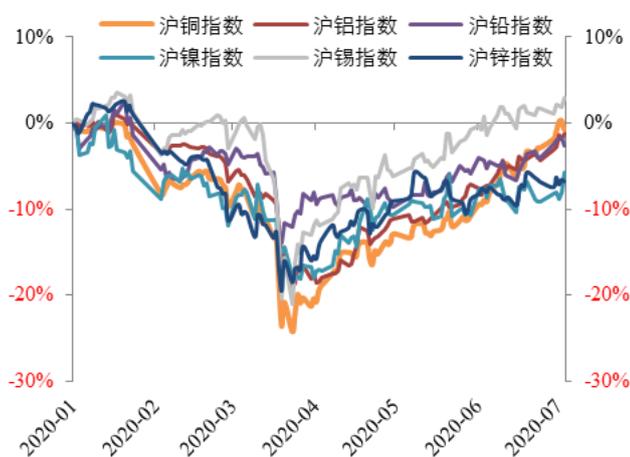
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：LME 铜升贴水季节性（美元/吨）



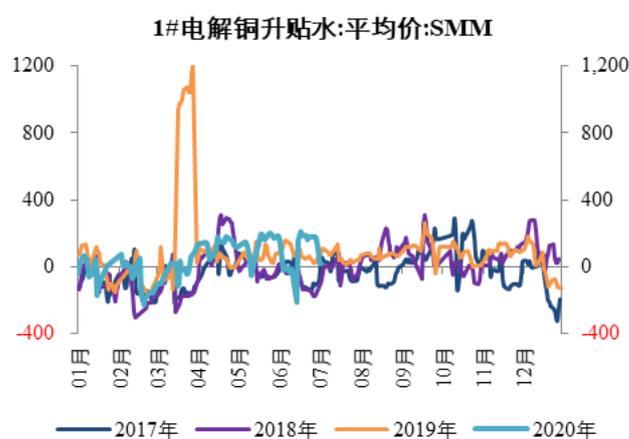
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：上期所各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：国内铜升贴水季节性（元/吨）



数据来源：SMM，Wind，兴证期货研发部

2.基本面：铜矿恢复有限，冶炼影响越来越大

2.1 供应：三季度铜矿恢复有限，加工费可能继续下探

根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将继续承压向下。

国内炼厂经营压力加大，减产预期强烈，后期供应端矛盾可能转向冶炼企业。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

2.1.1 铜矿产量预期不确定大，三季度恢复力度有限

A.一季度全球前15大矿企铜矿产量负增长，预期后期产量恢复力度有限

分矿企来看，Glencore 一季度产量下滑 2.74 万吨，旗下在非洲的 Mutanda 矿山仍处于检修状态，Mopani 虽然重启，但一季度冶炼厂处理的 5000 吨铜矿仍未形成产成品（产量计入二季度），而且 Mopani 冶炼厂的重建可能会耗时几个月，公司再度下调 2020 年全年产量预期 4.5 万吨，至 125.5 万吨（同比 2019 年实际产量下滑 11.62 万吨）。

Freeport 一季度产量下滑 2.22 万吨，旗下位于秘鲁的 Cerro Verde 矿山（2019 年产量 45.5 万吨）受疫情影 3 月开始进入检修状态，影响产量 2.63 万吨。由于新冠疫情影响，公司下调全年铜销量 18.14 万吨，至 140.62 万吨，同比 2019 实际销量下滑 5.83%。

MMG 一季度产量下滑 2.25 万吨，旗下位于秘鲁的 Las Bambas 矿山受地面矿石传送带维修、一月和二月社区堵路造成的物流中断、三月中旬新型冠状病毒疫情对矿山活动水平造成的不利因素等影响。公司强调由于新型冠状病毒的不确定性对 Las Bambas 营运造成的影响，MMG 于四月十三日撤回 Las Bambas 二零二零年产量指引，公司正研究一系列限制解除后的恢复方案，并将在恢复正常营运的时机向市场提供最新产量指引信息。

Anglo American 一季度产量下滑 1.4 万吨，智利中部地区继续面临前所未有的干旱气候条件（有记录开始以来持续最长时间），旗下 Los Bronces 矿山产量大幅下滑。公司 2020 年铜矿产量预期暂维持在 64.5 万吨不变，但一旦后期智利地区干旱天气及新冠疫情恶化对矿山生产造成影响，公司会调整产量预期。

增量方面，First Quantum 一季度产量大幅增加 5.83 万吨，旗下位于巴拿马的 Cobre Panama 矿山持续放量。但 4 月份开始 Cobre Panama 矿山因为疫情影响进入检修状态，公司下调 2020 年产量预期 7.5 万吨，至 78 万吨。

其它矿企方面，BHP Billiton、Teck Resources、Norilsk、Kazakhmys 暂未调整产量预期，Vale 下调全年产量预期 3 万吨，Antofagasta 在旗下矿山持续运营的情况下产量预期会达到 72.5-75.5 万吨区间的下边界，但很大程度上取决于疫情发展。Rio Tinto 由于疫情对旗下全球最大矿山 Escondida（权益量占 30%）的影响下调 2020 年矿产铜产量预期 5.25 万吨，由于地震对旗下 Kennecott 生产单元的影响，下调 2020 年精炼铜产量预期 3.5 万吨。

从矿企公布的生产预期情况看，其中确定的影响量在 40 万吨以上，部分矿企因无法评估疫情对产量的影响，暂未公布具体的预估影响量，我们预计三季度铜矿恢复力度有限。

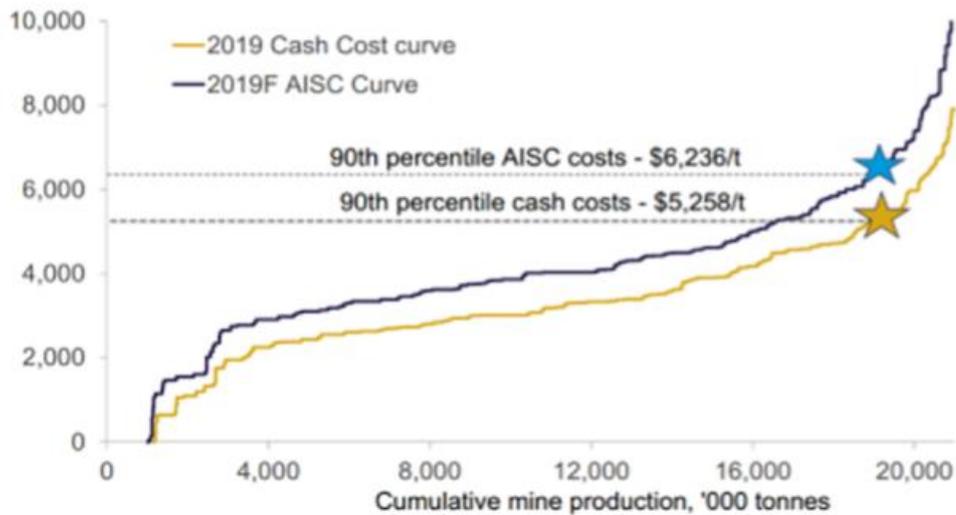
表 1：全球前 15 大矿企 2020 年一季度产量负增长

序号	公司	2020Q1 (万吨)	2020Q1 增量 (万吨)	2020Q1 同比	2020Q1 环比	2019Q4 同比
1	Codelco	38.66	1.56	4.20%	-22.21%	-2.64%
2	Freeport	33.16	-2.22	-6.28%	-11.61%	-1.66%
3	BHP Billiton	42.50	0.53	1.26%	-6.68%	9.42%

4	Glencore	29.33	-2.74	-8.54%	-17.47%	-9.01%
5	Grupo Mexico	27.26	1.13	4.33%	-3.67%	5.54%
6	Antofagasta	19.40	0.54	2.86%	4.58%	-15.68%
7	Rio Tinto	18.03	-1.19	-6.19%	-14.39%	-20.20%
8	KGHM Polska	17.41	0.14	0.81%	1.22%	2.08%
9	MMG	9.19	-2.25	-19.64%	-23.77%	-7.78%
10	Anglo American	14.71	-1.40	-8.69%	-7.37%	-13.46%
11	First Quantum	19.53	5.83	42.58%	-4.40%	29.04%
12	Vale	9.45	0.07	0.75%	4.65%	-17.76%
13	Norilsk	11.50	-1.18	-9.29%	-9.56%	2.75%
14	Teck Resources	7.10	0.10	1.43%	0.00%	-2.74%
15	Kazakhmys	7.49	0.49	7.00%	-7.42%	3.85%
Total		294.01	-1.82	-0.62%	-10.20%	-2.93%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 5：全球铜矿成本曲线（美元/吨）



数据来源：CRU，兴证期货研发部

图 6：2020 年一季度全球铜矿产量微幅正增长

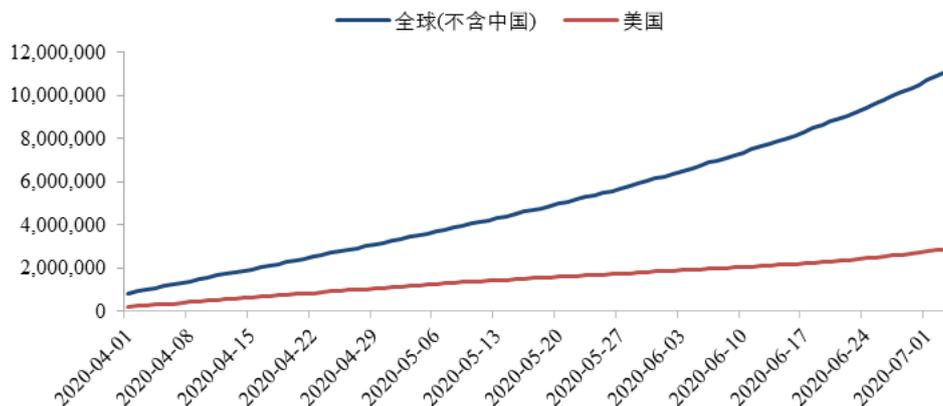


数据来源：Wind，兴证期货研发部

B.主要铜矿生产地疫情仍不乐观

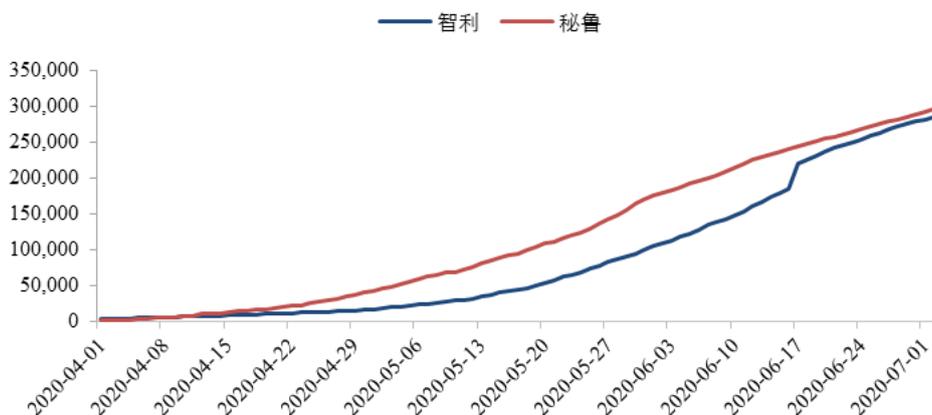
海外疫情仍在恶化。截至 7 月 3 日，海外确诊病例达 1100 万人以上，其中美国最为严重，确诊病例 289 万人以上。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量比重 40%）等主要铜矿生产地疫情不乐观，确诊人数都接近 30 万人。

图7：海外累计确诊人数（单位：人）



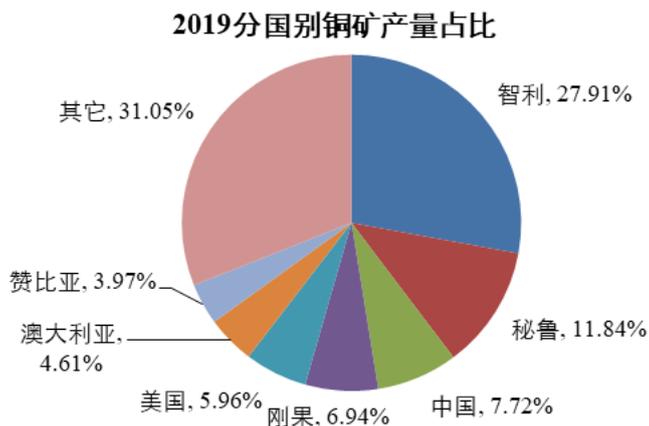
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：智利、秘鲁累计确诊人数（单位：人）



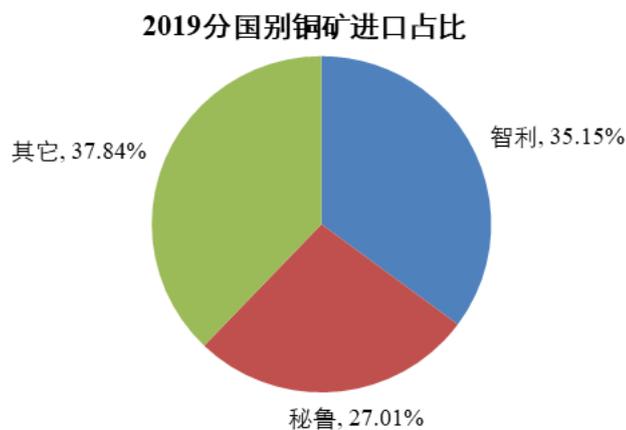
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图9：智利、秘鲁占全球铜矿产量40%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图10：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达62%

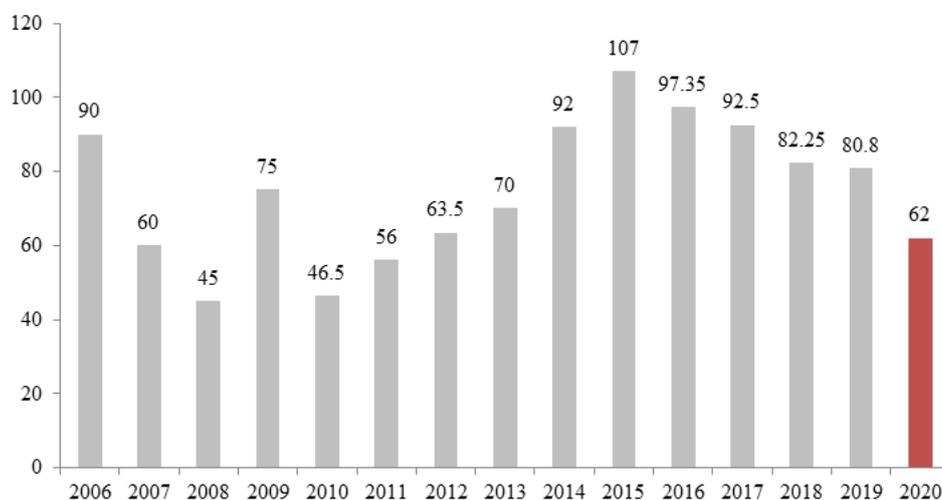


数据来源：Wind，兴证期货研发部

C.加工费降至 52 美元/吨以下，铜冶炼厂经营压力加大

随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至 52 美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。

图 11：2020 年铜精矿长单 TC 大幅下滑 18.8 美元/吨（美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图 12：TC 下滑至 51.37 美元/吨（美元/吨）



数据来源：公开资料，兴证期货研发部

2.1.2 国内冶炼生产经营压力加大，下半年精铜供应压力较小

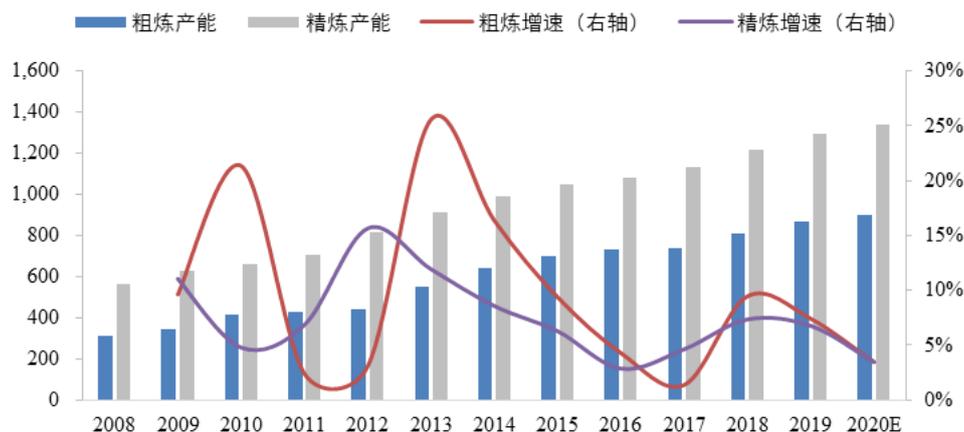
当前加工费水平下，国内部分冶炼厂已经亏至现金成本线，根据我们对铜矿恢复有限，加工费承压的判断，后期冶炼厂亏损压力很难缓解，下半年不排除出现规模性减产的情况，国内铜供应压力较小，支撑铜价重心向上。

表 2：预计 2020 年国内粗炼产能投放 30 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 10 月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019 年 4 月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019 年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019 年 9 月
2019 年小计	65	80		
兰溪市自立环保科技有限公司	0	10	废杂铜/阳极铜	2020 年 6 月
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	10	铜精矿	2020 年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020 年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020 年 8 月
2020 年小计	30	45		

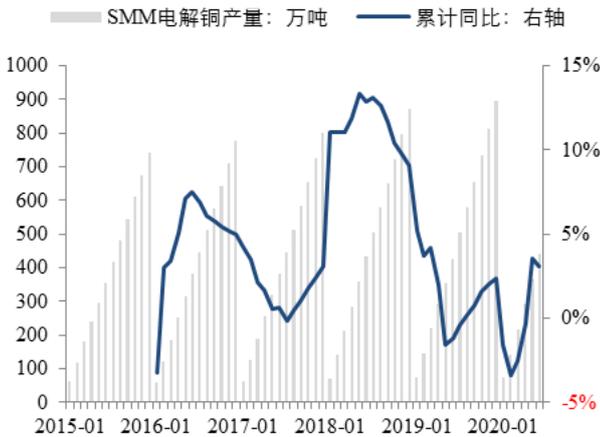
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13：中国冶炼产能变化（万吨）



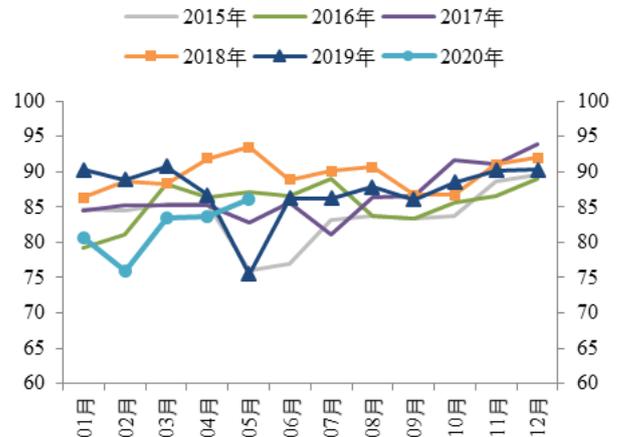
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 14：国内电解铜产量维持正增长



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 15：5 月国内冶炼企业开工率上升至 86%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 16：铜冶炼主要副产品硫酸价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.3 供应端小结

通过以上分析，我们认为，后期三季度铜矿恢复力度有限，加工费承压向下，冶炼厂经营压力加大，不排除出现规模性减产情况，国内精铜供应压力较小，支撑下半年铜价重心走高。

2.2 需求：国内实体经济持续好转，海外欧美发达经济体底部复苏

国内实体经济好转。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6 大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

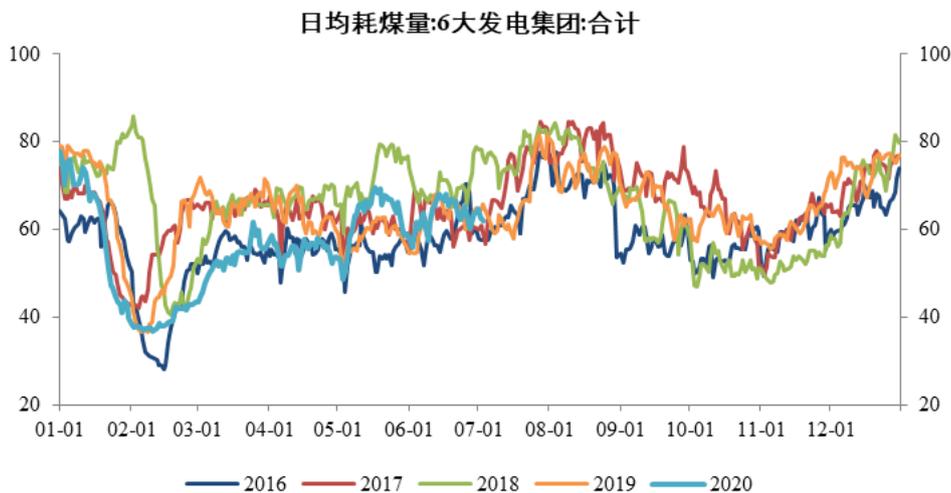
拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

2.2.1 国内铜消费逐步好转

国内下游消费不差。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6大发电集团日均耗煤量超越去年同期，截至6月30日，6大电厂日均耗煤量62.89万吨（7日滚动均值），同比增长1.12%。

图17: 日均耗煤量（万吨/日）

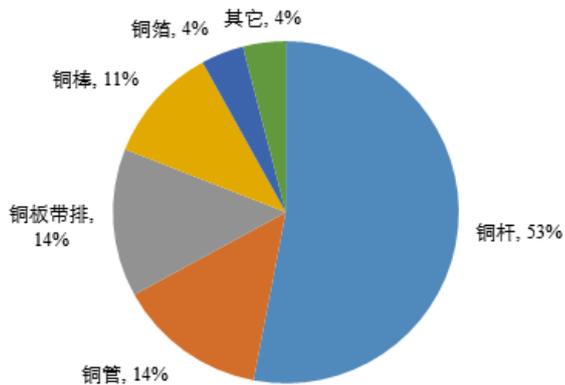


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

A. 下游铜材企业开工率整体不差

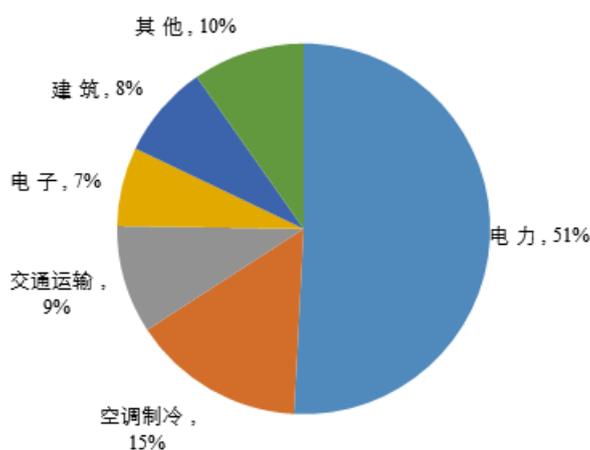
从精炼铜下游企业开工率来看，4、5月国内电线电缆企业开工超越100%，预计在基建刺激等影响下，电线电缆企业开工维稳，国内铜消费整体不差。

图 18: 国内铜消费按品种分布



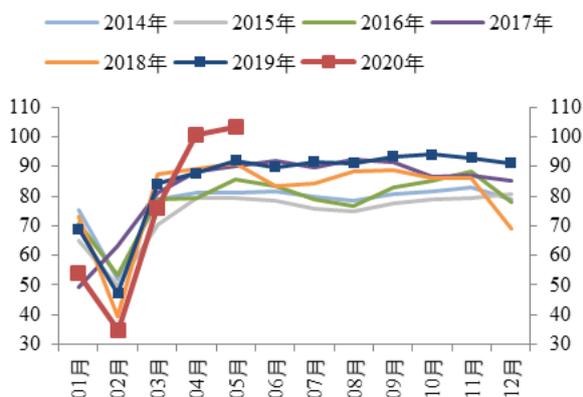
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图 19: 国内铜终端消费行业分布



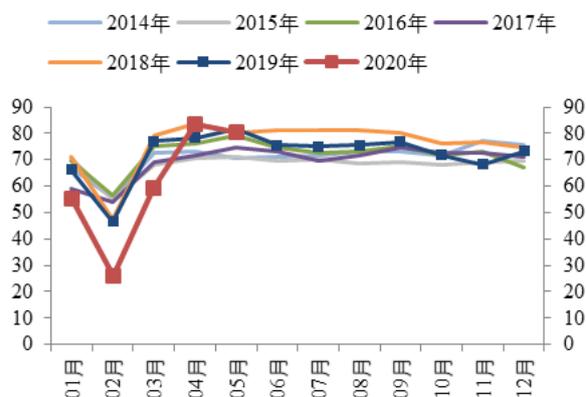
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图 20：电线电缆开工率



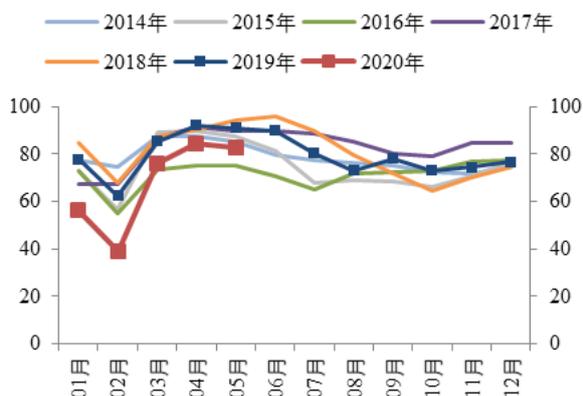
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 21：铜杆开工率



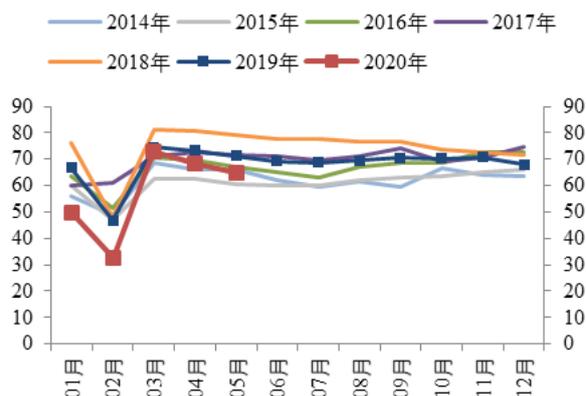
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：铜管开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：铜板带箔开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

B. 电网投资持续回升

电网投资持续回升，1-5 月全国电网基本建设投资完成额 1134 亿元，同比下滑幅度缩窄至 -2%，其中 4/5 两个月连续正增长。

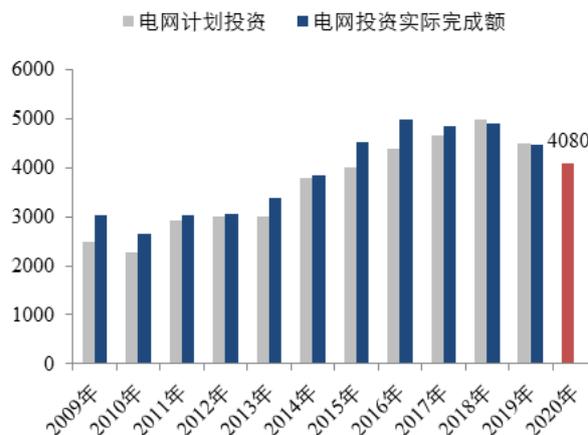
根据最新国家电网披露的数据，2020 年国家电网计划电网投资额为 4080 亿元，同比 2019 年实际完成额下滑 8.79%。

图 24：5 月电网投资继续回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25：国家电网计划投资额（亿元）



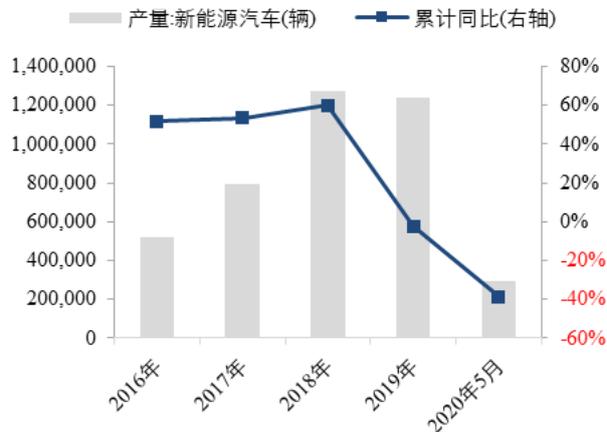
数据来源：Wind，兴证期货研发部

C. 新能源汽车产量降幅缩窄

随着国内经济持续复苏，新能源汽车产量底部好转，产销降幅逐步缩窄。

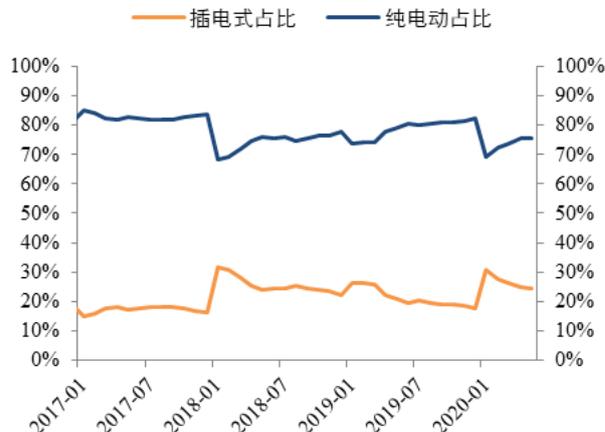
从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，新能源汽车领域对精铜的消费增长空间依旧值得期待。

图 26：新能源汽车产量降幅缩窄



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 27：新能源汽车产量结构

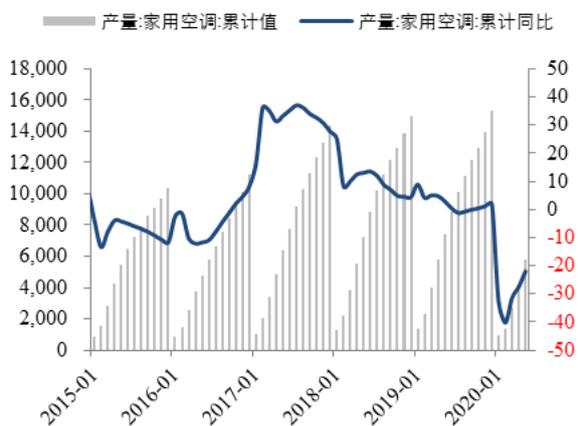


数据来源：Wind，兴证期货研发部

D. 家电产量底部复苏

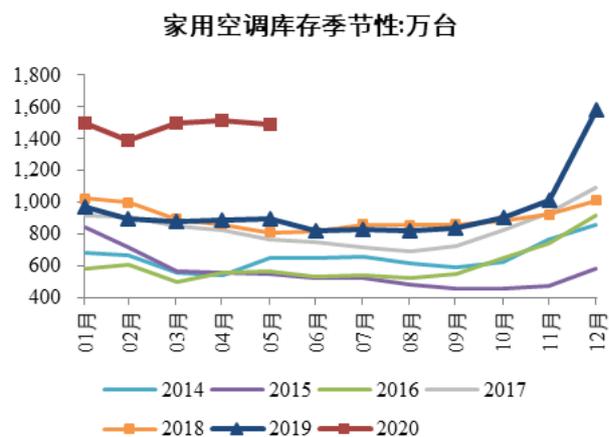
产业在线数据显示，2020 年 5 月家用空调总产量 1610.9 万台，同比下滑 3.2%，1-5 月空调产量 5790.2 万台，同比下滑 22%。5 月空调库存 1486.3 万台，空调库存压力依然较大。

图 28: 空调产量下滑幅度有所减缓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 空调库存压力依然较大



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 冰箱产量 (万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 洗衣机产量 (万台)

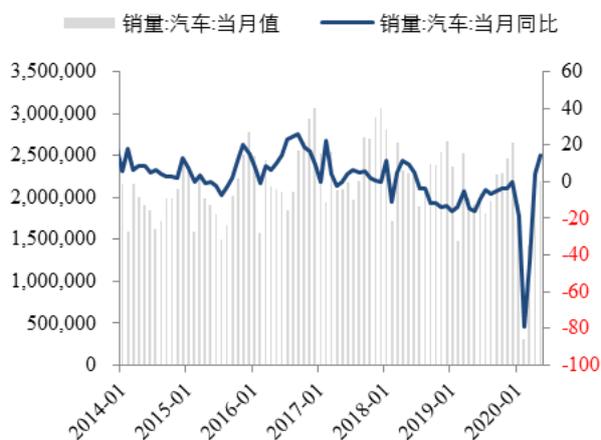


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

E.传统汽车产销回升

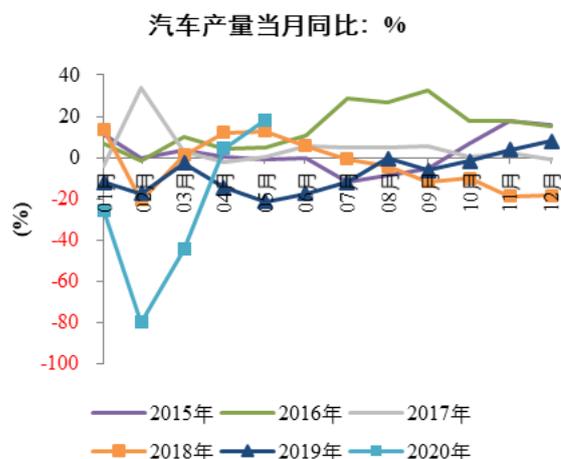
传统汽车 4/5 月产销回升, 据中国汽车工业协会数据, 5 月当月汽车销量同比大幅回升 14.48%, 产量同比回升 18.34%, 随着国内生产生活正常化, 汽车产销有望维持高景气度。

图 32：汽车销量大幅回升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 33：汽车产量同比转正



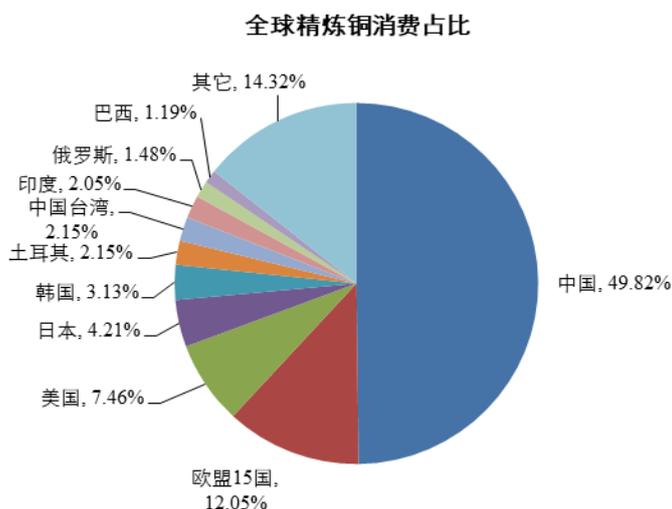
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.2 海外主要经济体经济逐步重启

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20% 以上）。

图 34：欧美发达国家占全球铜消费 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 35：欧美国家制造业底部恢复



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 需求端小结

国内实体经济好转。随着下游复工复产正常化，6 大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

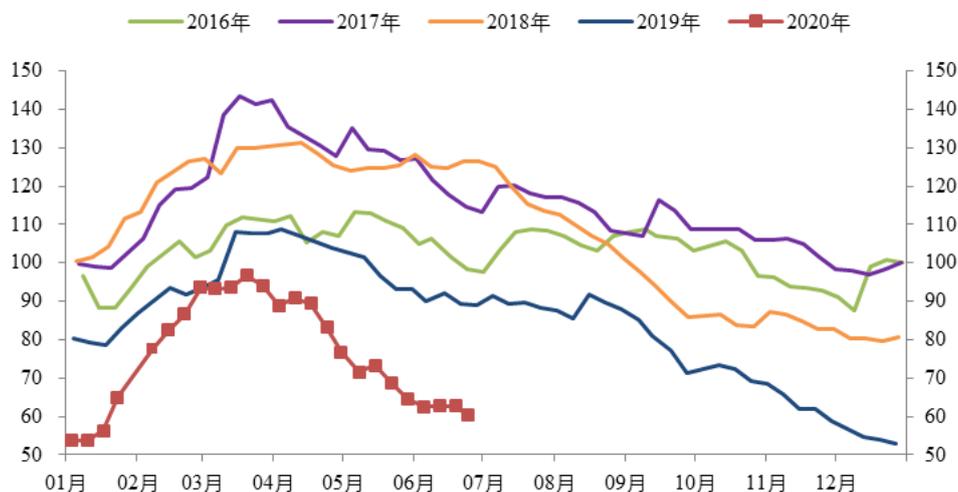
海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

2.3 库存：国内铜社会库存低位

自 3 月底以来，国内社会库存连续下滑 14 周后，在 7 月第 1 周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到 20 万吨。

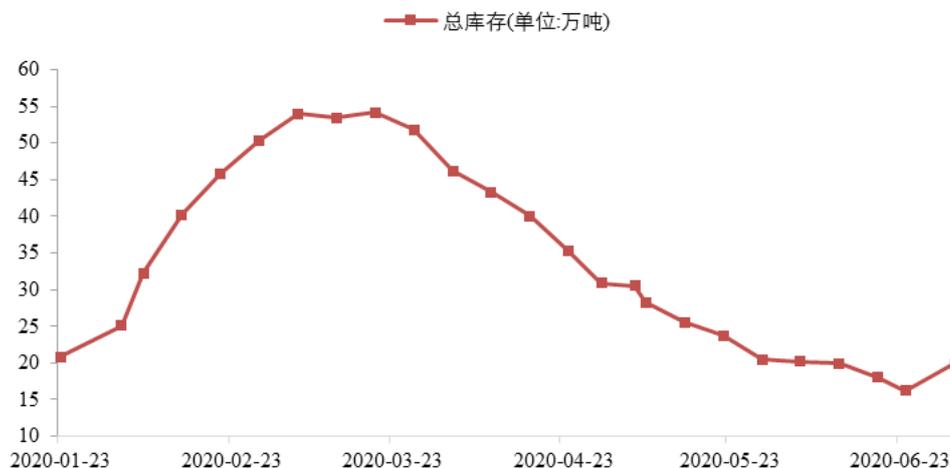
根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

图 36：三大交易所叠加保税区库存下滑（万吨）



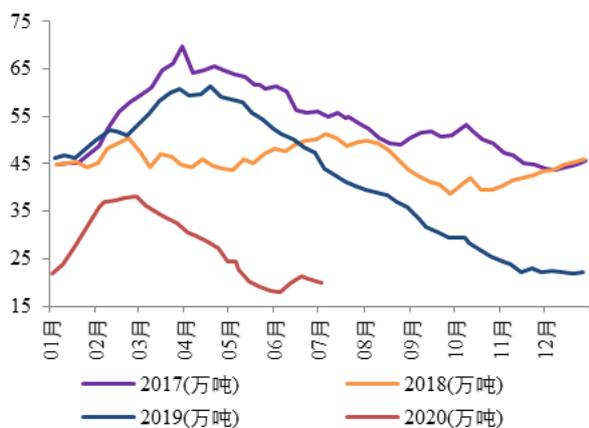
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 37：国内三地（上海、江苏、广东）库存连续下滑 10 周（万吨）



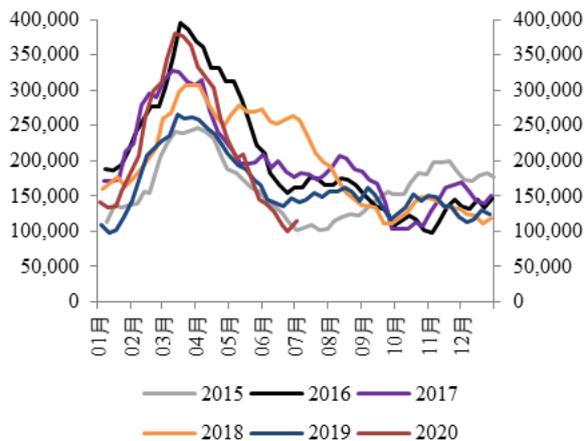
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 38: 保税区库存季节性 (万吨)



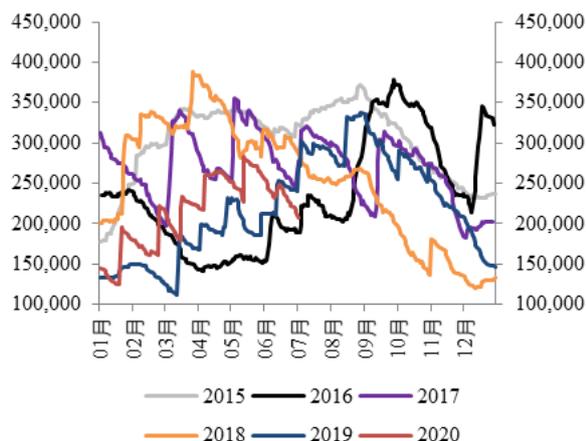
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 39: 上期所铜库存季节性 (吨)



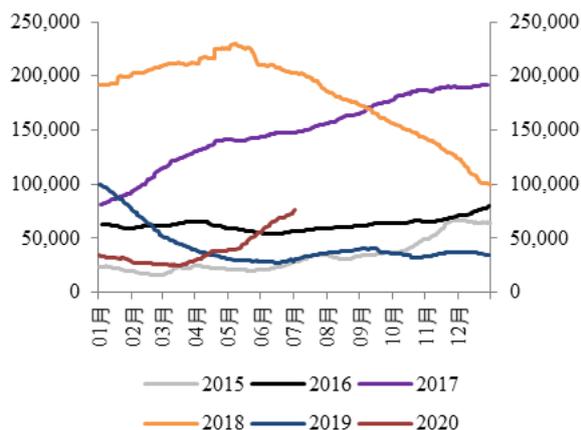
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 40: LME 铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 41: COMEX 铜库存季节性 (吨)

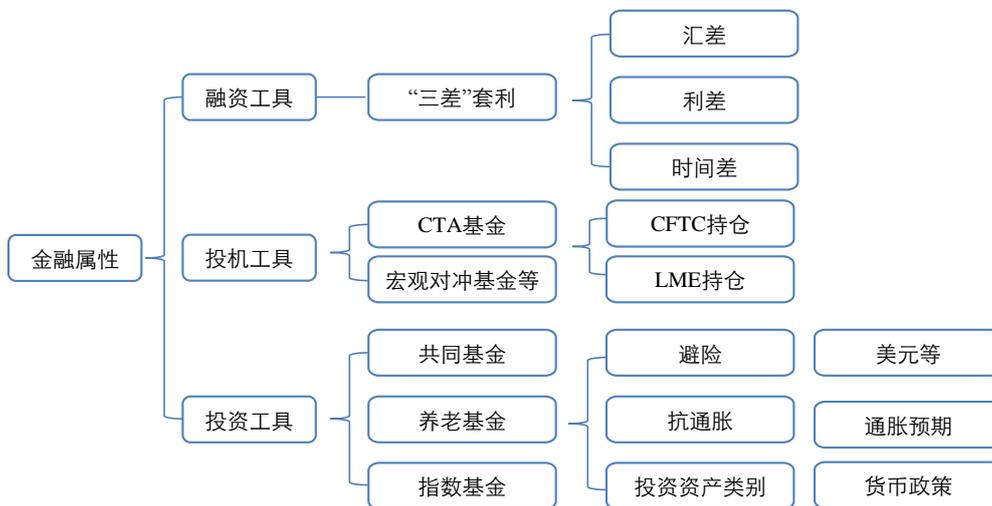


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观：欧美经济逐步重启，提振市场信息

铜的金融属性主要体现在融资，投资，投机三个方面。下半年海外疫情出现缓和是大概率事件，市场情绪有望进一步好转，支撑基本金属金融属性。

图 42：铜金融属性分析框架



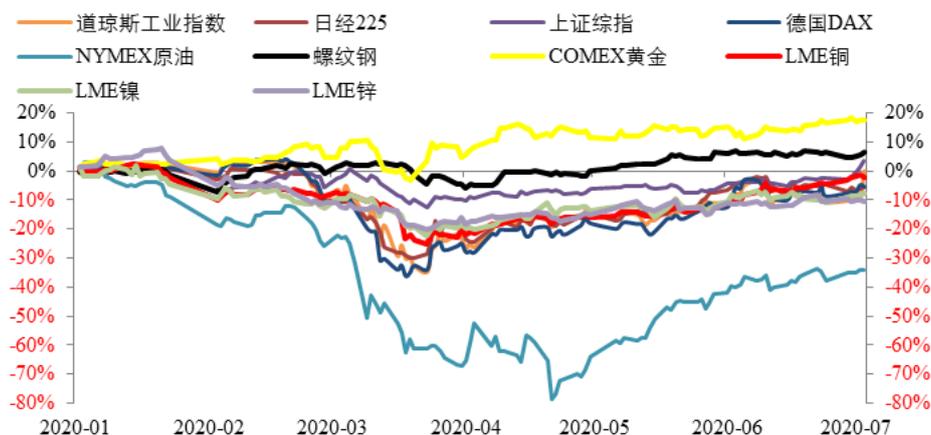
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图43：美元指数与铜价走势



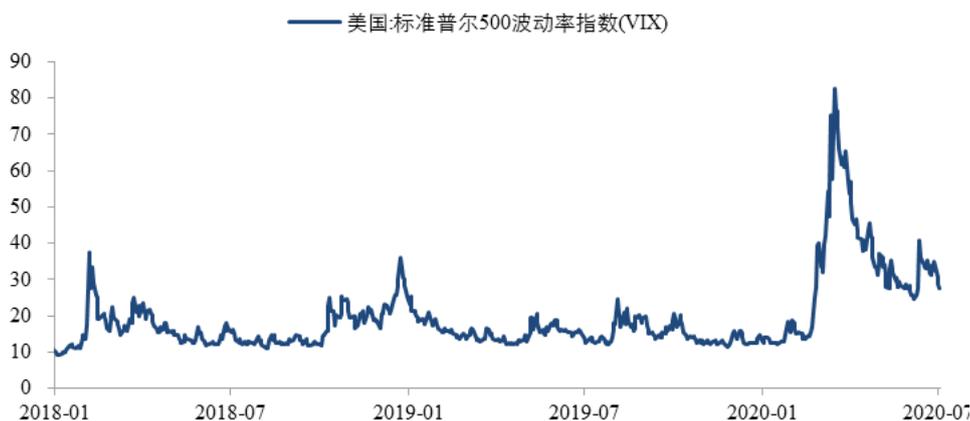
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 44：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 45：市场恐慌情绪缓和



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 46：COMEX 管理基金多头持仓（张）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.结论：三季度铜矿恢复有限，铜价重心向上

1. 铜矿产量恢复有限。根据当前主要铜生产地智利、秘鲁等国家所在的铜矿企业来看，我们认为三季度铜矿产量恢复力度有限，不排除规模性减产的情况出现，铜矿加工费或将持续承压向下。

2. 冶炼厂经营压力加大，下半年国内精铜供应压力减小。随着疫情对矿山生产等方面造成影响，铜精矿加工费下滑至 52 美元/吨以下，国内冶炼厂经营压力逐步加大，部分冶炼厂选择检修、降低生产负荷等措施来应对。我们认为，下半年国内精铜供应不乐观，支撑铜价重心向上。

3. 国内实体经济持稳，海外欧美发达经济体底部复苏。随着下游复工复产正常化，铜消费逐步好转，6 大发电集团日均耗煤量超越去年同期，下游各行业有序复苏，随着国家稳增长措施逐步落实，国内铜消费表现不差。

海外方面，主要经济体经济逐步重启，制造业景气度大幅回升。欧元区 6 月份制造业 PMI 大幅回升至 46.9，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 恢复至景气度上方，为 52.6，利好国内铜消费。

拉长周期看，目前海外经济对国内消费的影响底部钝化，后期往上的弹性更大（中国出口至海外铜材中间品叠加终端产品占国内精铜消费量 20%以上）。

结合海内外来看，我们认为下半年国内铜消费不差。

4.国内社会库存低位。自 3 月底以来，国内社会库存连续下滑 14 周后，在 7 月第 1 周出现累库，但从库存绝对量来看，国内社会库存仍不到 20 万吨。

根据我们前文对国内铜生产及消费的分析，我们认为下半年国内铜社会库存很难出现持续累库，不排除部分时间库存持续下滑，市场出现软逼仓行情。

综上，我们认为从供需层面看，国内铜基本面不差，叠加供应端铜矿扰动加剧，国内社会库存处于低位，铜价重心中长期大概率向上。

表 3：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018	2019	2020H1	2020H2	2020E
产量	873	895	440	445	885
净进口	347	315	165	160	325
实际需求	1225	1225	610	620	1230
供需平衡	-5	-15	-5	-15	-20

数据来源：兴证期货研发部

表 8：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

全球	2018	2019	2020H1	2020H2	2020E
产量	2380	2390	1180	1190	2370
实际需求	2400	2410	1180	1205	2385
供需平衡	-20	-20	0	-15	-15

数据来源：兴证期货研发部

疫情阴云仍在，需求不宜过度乐观

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020 上半年影响大类资产走势最重要的因素无疑是新冠疫情：受到疫情的影响，黑材价格在 2-3 月出现大幅下行。但随着国内疫情得到控制，终端需求超预期恢复，钢价出现明显的回升。上半年螺纹钢主力合约最低价格出现在 4 月 2 日：2010 合约盘中最低触及 3101 元/吨，较 2019 年年底下跌 466 元/吨；上半年高点出现在 6 月 4 日：2010 合约盘中触及 3679 元/吨，较最低点上涨 578 元/吨。热轧卷板走势与螺纹钢类似，主力合约最低价格出现在 4 月 2 日：2010 合约盘中最低触及 2933 元/吨，较 2019 年年底下跌 659 元/吨；上半年高点出现在 6 月 19 日：2010 合约盘中触及 3672 元/吨，较最低点上涨 739 元/吨。截至 6 月 30 日，螺纹钢 2010 合约收报 3565 元/吨，上半年平均收盘价为 3458 元/吨；热轧卷板 2010 合约收报 3578 元/吨，上半年平均收盘价为 3404 元/吨。

● 后市展望及策略建议

根据我们的分析，在供应端方面，2020 年将有 4000 万吨新增净产能投放。但由于上半年的疫情冲击和计划的投放量集中在下半年，同时结合产线更新和盈利背景下企业扩大生产的动力，预计下半年粗钢产量环比继续增加约 1500 万吨，主要集中在电炉产量方面。

从需求角度分析，2020 年钢材的需求表现受到疫情影响，一季度出现明显下滑。但从二季度开始，终端需求快速恢复；下半年基建投资仍将是钢材需求主力，地产端虽然销售出现回暖，但拿地缺口仍未在新开工数据中得到弥补；同时政策端坚持“房住不炒”，下半年地产需求仍将受限。基建作为需求主力，全年增速有望超过 10%，对钢材需求将起到较强的拉动作用。制造业方面，虽然 3-6 月 PMI 持续走高，但制造业企业的利润率仍然偏低，同时终端需

求或难有持续性表现，下半年制造业持续回升的概率较低。

展望 2020 下半年，钢价仍然存在进一步上行的动力，但整体空间有限，需要警惕疫情反复对海外和国内需求的冲击。

从季节性上分析，二至三季度的雨季限制了长材需求，将短期限制钢材的上行动力。但随着雨季结束，终端需求或再次爆发；由于供应端压力会在四季度释放，同时需求大概率将出现季节性走弱，钢价或呈现供强需弱的表现。根据当前的数据预判，三、四季度钢价大概率表现为先涨后跌的走势。

1.2020 上半年走势回顾

2020 上半年影响大类资产走势最重要的因素无疑是新冠疫情：受到疫情的影响，黑材价格在 2-3 月出现大幅下行。但随着国内疫情得到控制，终端需求超预期恢复，钢价出现明显的回升。上半年螺纹钢主力合约最低价格出现在 4 月 2 日：2010 合约盘中最低触及 3101 元/吨，较 2019 年年底下跌 466 元/吨；上半年高点出现在 6 月 4 日：2010 合约盘中触及 3679 元/吨，较最低点上涨 578 元/吨。热轧卷板走势与螺纹钢类似，主力合约最低价格出现在 4 月 2 日：2010 合约盘中最低触及 2933 元/吨，较 2019 年年底下跌 659 元/吨；上半年高点出现在 6 月 19 日：2010 合约盘中触及 3672 元/吨，较最低点上涨 739 元/吨。截至 6 月 30 日，螺纹钢 2010 合约收报 3565 元/吨，上半年平均收盘价为 3458 元/吨；热轧卷板 2010 合约收报 3578 元/吨，上半年平均收盘价为 3404 元/吨。

图1： 螺纹钢主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2： 热轧卷板主力价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货方面，截至6月30日，螺纹钢 HRB400 20mm 上海现货价格为 3580 元/吨，较一季度的价格低位 3370 元/吨上涨 210 元/吨；热轧板卷 4.75mm 上海现货价格为 3730 元/吨，较年初的价格低位 3200 元/吨，上涨 430 元/吨。

图3： 螺纹钢现货与热轧板卷现货价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 供应数据

2.1 供应数据回顾

2.1.1 生铁供应数据

2020 年 1-5 月我国生铁累计产量为 3.56 亿吨，同比增长 1.5%。虽然一季度国内钢厂生产受到疫情冲击，出现产量增速下滑，但随着复工复产的逐步推进，生铁产量增速重新上升。截至 6 月 24 日，全国 247 家钢厂高炉开工率为 91.8%，上半年平均开工率为 85.11%，环比 2019 年下半年上升 0.64%；同比上升 0.07%。虽然高炉开工率增幅有限，但随着近年来高炉生产工艺的改进，在同等高炉开工率下会有更高的生铁产量。

图4： 我国生铁累计产量（万吨）、增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5： 高炉开工率（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2020 年高炉生产螺纹钢成本在一季度出现小幅回落后重新上涨，截至 6 月 30 日，长流程生产成本为 3633 元/吨，较 2019 年年底增加 207.8 元/吨；2020 上半年平均成本为 3377.9 元/吨，同比下降 10.3 元/吨。进一步考察成本中原料成分的变化，上半年铁矿石在成本中的占比进一步出现上升：截至 6 月 30 日，铁矿石在成本中占比为 42.4%，平均占比 41.3%，环比 0.5%；焦炭在 2020 上半年平均成本占比 25.97%，环比微降 0.1%。

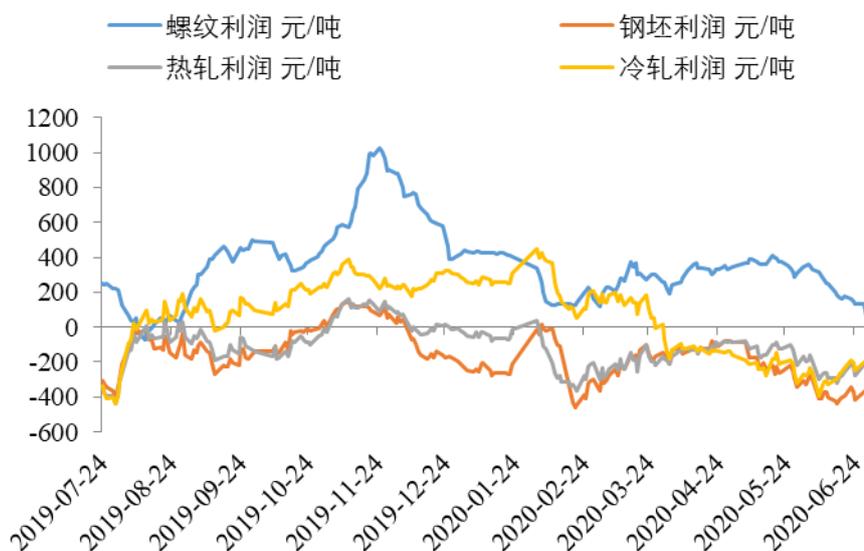
图6：长流程钢材成本（元/吨）成本占比（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

受到 2020 上半年疫情的影响，钢材利润环比出现回落：截至 6 月 30 日，螺纹钢长流程利润为 77 元/吨，较 2019 年年底回落 362 元/吨；上半年螺纹长流程平均利润为 292 元/吨，较 2019 年下降 137 元/吨，降幅 31.9%。除了螺纹钢外，钢坯平均利润为-51 元/吨，利润下降 76 元/吨；热卷平均利润为-57 元/吨，下降 66 元/吨；冷轧平均利润为 188 元/吨，上升 9 元/吨。6 月开始，长材需求季节性转弱，整体利润快速下行；板材利润则出现回升。预计下半年基建需求的二次启动或重新拉长板利润的差额，

图7：高炉钢材利润（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.1.2 电炉钢生产情况

电炉钢利润在 2020 年上半年出现大幅波动，3 月中旬前受制于废钢价格的高企，电炉利润大幅亏损。之后随着废钢价格的下行及建材价格的快速上涨，电炉利润扩大至最高点 150 元/吨附近。但进入 6 月后，受到雨水影响，废钢回收受阻，电炉利润重新回落。截至 6 月 30 日，电炉钢利润为 38.5 元/吨，较极值回落 120 元/吨。下半年预计电炉利润仍存在在低位波动。

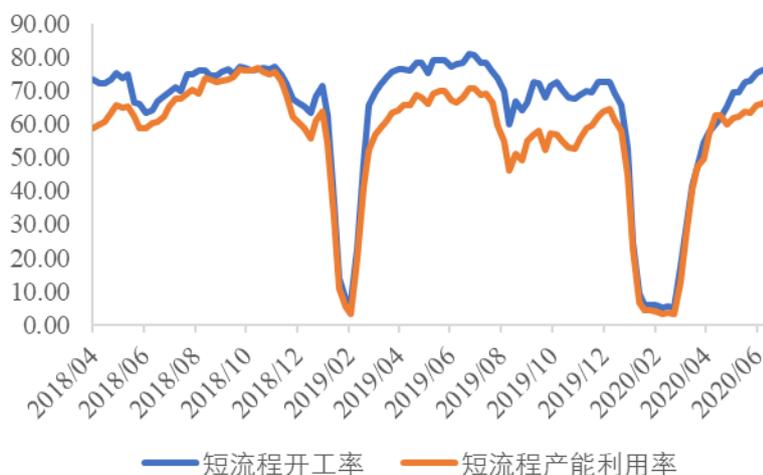
图8：电炉钢利润（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

电炉钢开工率在一季度受到疫情冲击和终端需求放缓，维持低位时间较长，进入3月中旬才出现明显回升。但随着终端需求的恢复，电炉开工率及产能利用率在4月开始迅速回升。截至6月26日，全国71家短流程钢厂开工率为74.44%，同比2019年同期下降1.33%；产能利用率为67.01%，同比2019年同期上升2.96%。但由于废钢价格在一季度的强势，上半年电炉平均开工率仅为42.14%，同比下滑18.47%；平均产能利用率为50.49%，同比下滑13.39%。虽然电炉工艺的发展缩小了产能利用率的下滑，但一季度的低开工仍然拖累了上半年的电炉产量。

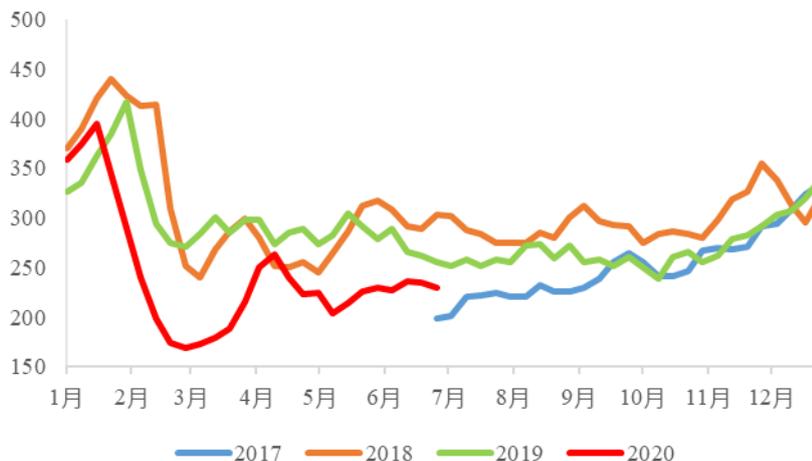
图9：电炉开工率及产能利用率（%）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

截至 6 月 26 日，我国钢厂废钢库存为 229.16 万吨，较 2019 年同期下降 26.05 万吨，处在同期偏低水平。由于今年上半年制造业开工回落，废钢回收进度下滑，同时废钢价格偏高也导致钢厂维持低库存运行。

图10: 钢厂废钢库存 (万吨)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

近年来电炉产能不断扩大，根据富宝废钢统计：2020 年计划有 2575 万吨电炉产能投产，但上半年受到疫情影响，实际投产量有限；2020 全年投产量或集中在下半年投放，供应或逐步显现。

表1: 电炉投产计划 (万吨)

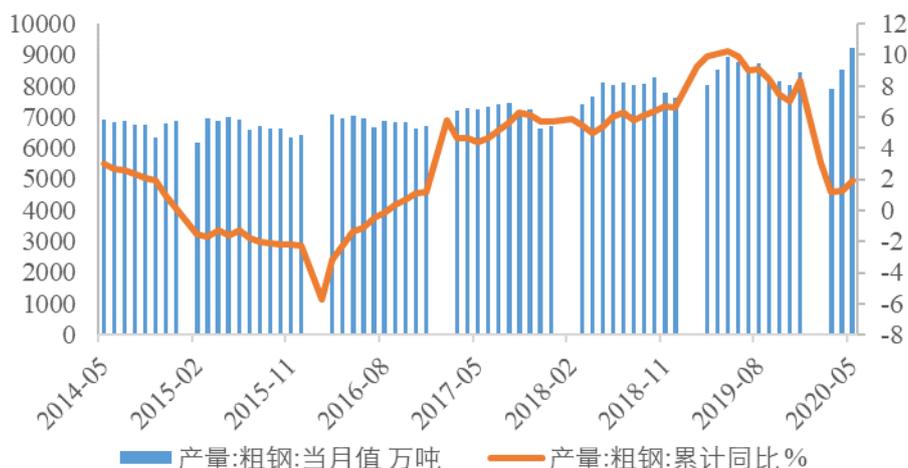
拟投产年份	拟/已建电炉产能	拟/已拆电炉产能	净变化
2018	1739	130	1609
2019	1830	190	1640
2020E	3043	468	2575
2021E	320	92	228
2022E	150	-	150
2023E	556	90	466
2025E	103	-	103

数据来源: 富宝废钢, 兴证期货研发部

2.1.3 粗钢供应数据

2020 年 1-5 月粗钢总产量为 41175.1 万吨，累计同比增加 1.9%；5 月单月粗钢产量为 9226.7 万吨，同比增加 4.2%，录得统计以来新高。虽然 5 月以来华北等地针对当地空气质量发出环保督察文件，但据我们了解，为保证“六稳”、“六保”，实际执行力度有限，粗钢产量仍以增加为主。随着全国复工复产推进，下半年粗钢产量或维持高位，但利润的波动或对产量有比较大的影响，预计下半年粗钢产量仍将有所增加，同比增速或接近 4%。

图11: 我国粗钢月产量(万吨)增速(%, 右轴)

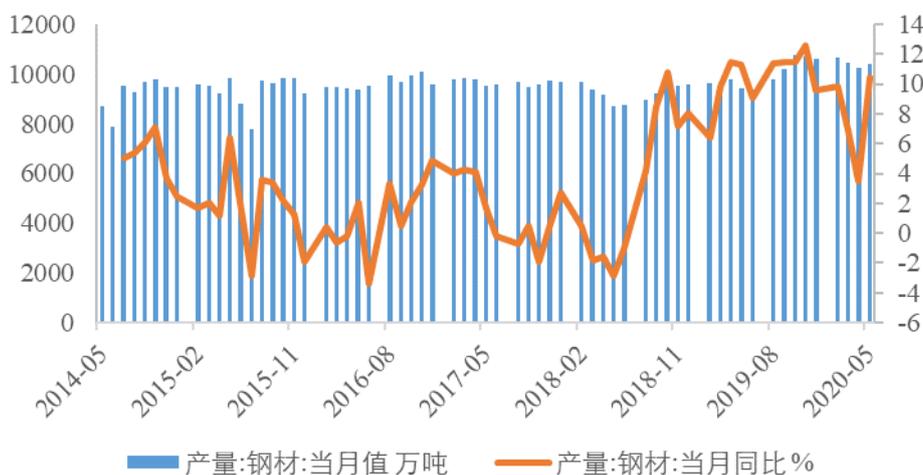


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.1.4 钢材供应数据

2020年1-5月钢材总产量为48819.1万吨, 同比增加782.7万吨, 增幅为1.2%; 增幅较一季度上升2.8个百分点。成材端产量在2月出现明显减量后, 快速回升: 5月单月产量同比增加6.2%, 接近2019年8月的单月极值。预计下半年钢材产量或维持高位。

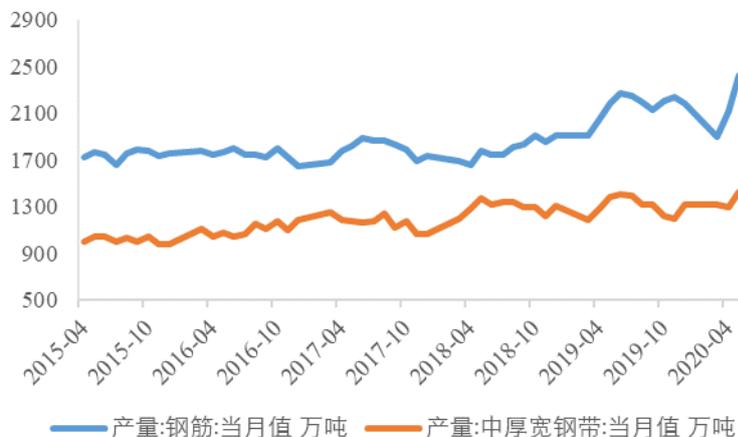
图12: 我国钢材月产量当月值及当月同比(万吨)增速(%, 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

其中, 2020年1-5月, 钢筋产量为9847.1万吨, 同比上升1.3%, 增速较一季度上升3.2%; 同期中厚宽钢带产量6585.6万吨, 同比上升7.9%, 增速较一季度回落3.5%。热卷需求受到海外疫情影响, 在二季度受阻, 产量明显回落。但随着国内制造业需求的复苏, 热卷产量仍有上行空间。

图13: 螺纹钢（钢筋）、热轧卷板（中厚宽钢带）产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 下半年供应评估

2019 年钢铁行业受到一季度疫情冲击，整体利润回落；同时原料端的快速上升也挤压了钢材生产利润。随着国内疫情得到控制，终端需求也维持正常水平，高炉开工率明显回升。虽然进入 6 月后，高炉利润出现收缩，但维持盈利的状态以及钢厂对后市需求的乐观态度，继续支撑钢厂扩产。截至 6 月 30 日的 93.42%高炉产能利用率也显示了钢厂的乐观心态。由于今年“六保”、“六稳”，下半年基建需求或将继续担任需求主力，支撑钢厂的高产量。

图14: 高炉产能利用率与生产利润（%，元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综上，我们预计 2020 年下半年粗钢产量环比上半年增加 1500 万吨，主要集中在电炉端。

3.需求数据

3.1 宏观数据

2020 年一季度 GDP 增速大幅下行：全国 GDP 增速为负 6.8%，一季度受疫情冲击明显。5 月 M2 同比增速 11.10%，M1 增速 5.5%，在二季度货币政策宽松以及财政政策发力的背景下，6 月内货币稳经济方向不变，下半年宏观数据将延续反弹，预计 2020 年 GDP 有望达到 3.0% 以上。

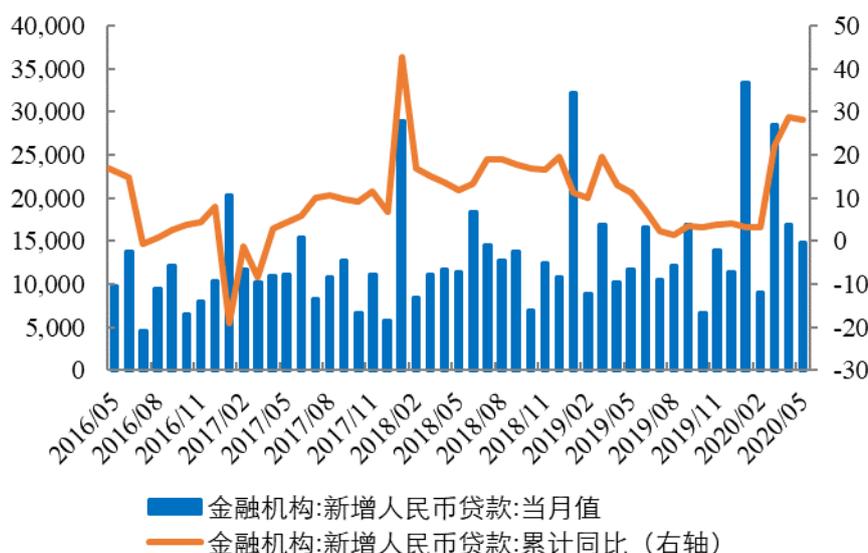
图15: GDP 与 M2 同比 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 2020 年 5 月，全国累计新增人民币贷款 102757 亿元，累计同比增加 28.35%，增幅维持高位；5 月当月新增 14800 亿元，同比增加 25.4%。1-5 月居民累计新增贷款 25785 亿元，累计同比下滑 14.0%；占全国贷款比例为 25.09%，占比明显低于去年同期的 37.4%。其中，居民中长期贷款累计同比回落 4.4%，短期贷款累计同比下降 43.4%。虽然居民贷款较去年出现明显回落，但 5 月单月中长期新增贷款仅同比下滑 0.32%，随着全国经济的复苏，刚性购房需求将逐步出现，在市场流动性相对充裕的背景下，地产销售仍有上升空间。

图16: 新增人民币贷款及累计同比 (亿元, %)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 行业数据

2020年1-5月房屋新开工面积为69533万平方米,同比下滑12.8%,较4月降幅收窄5.6%。5月单月新开工面积为21765万平方米,同比2019年同期上升2.5%。虽然受疫情影响,地产工地开工迟滞,今年前4个月连续录得负增长,但随着房屋销售的快速回升,地产新开工面积也开始回暖。

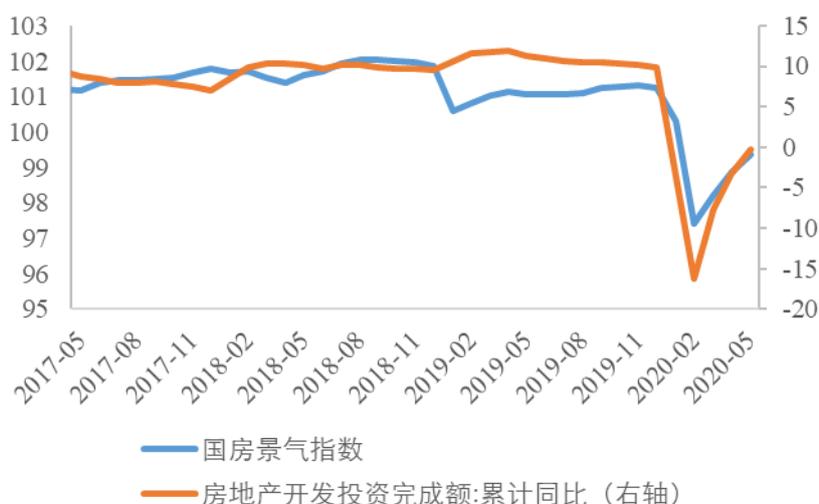
图17: 房屋新开工累计面积(万平方米) 累计同比(% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2020年5月,国房景气指数(全国房地产开发业综合景气指数)为99.35,连续4个月低于100阈值,但环比4月上升0.49,预计6月的景气指数将重回100以上区间。截至2020年5月,地产开发投资累计同比下滑0.30%,较4月上升3个百分点,降幅进一步收窄。相较于新开工的较慢恢复,房地产单月投资额从3月开始便录得单月同比上涨:5月同比涨幅扩大至8.1%。景气指数和地产投资额的快速恢复将继续带动地产投资的增长,预计下半年的房地产将延续二季度以来的强势,或继续上行。

图18: 国房景气指数(点) 房地产开发投资额累计同比(% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2020年1-5月房屋销售面积为48703万平方米,同比下降12.3%,环比4月降幅收窄7.0%,不过5月单月销售面积增幅上升9.66%;2020年1-5月房屋销售额为46269.5亿元,同比下降10.6%,5月单月销售额录得14.05%的增幅;同时根据中指研究院的统计,今年上半年国内前百家房企销售额均值为512.1亿元,同比下滑1.45%,二季度地产销售明显回暖。预计回暖趋势将在下半年持续,进一步支撑地产新投资。

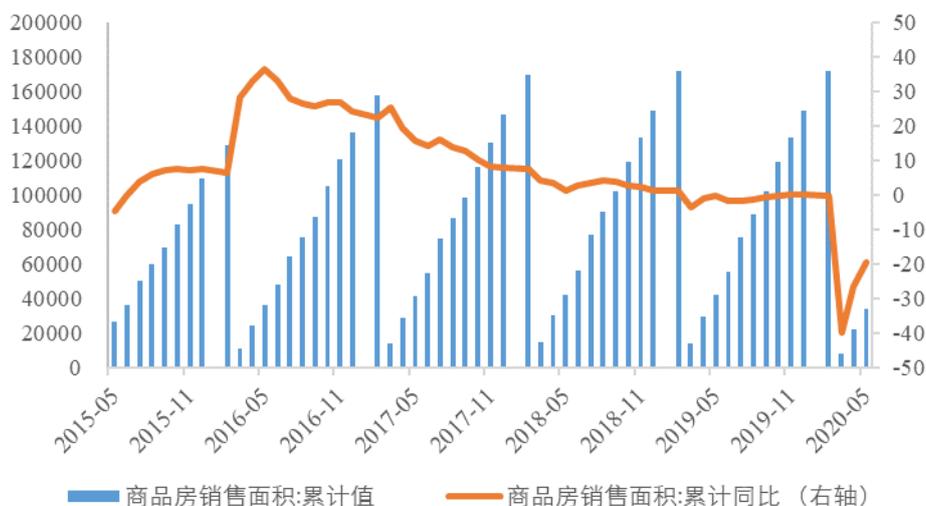
图19: 房屋销售累计面积(万平方米) 累计同比(%, 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

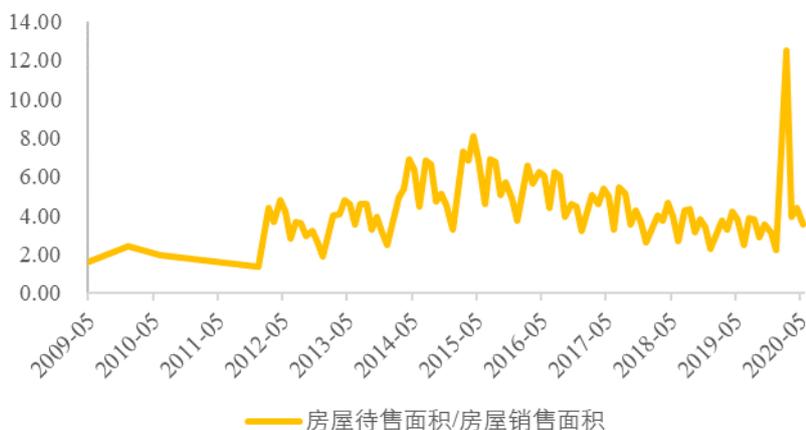
2020年1-5月房屋待售面积51771万平方米,同比上升1.7%,增速与4月持平,连续5个月上升。房屋待售面积与销售面积的比值可以观察当前库存可供销售房屋的周转期:截至2020年5月,可供销售房屋的周转期为3.51个月,已降至历史均值。虽然2月地产销售几乎停滞,但地产销售的快速复苏,将继续加快地产库存的周转,释放房企压力,刺激地产商重新加快竣工步伐。

图20: 房屋待售累计面积(万平方米) 累计同比(%, 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图21: 房屋待售面积周转期 (月)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

房屋竣工数据在二季度也出现明显回升: 1-5月房屋竣工面积为23687万平方米, 同比下降11.3%, 降幅环比收窄3.2%; 同时单月竣工面积在5月也录得6.23%的正增长。虽然终端销售上, 全国的“因城施策”和“房住不炒”的楼市调控措施依旧限制需求, 但中心城镇更新、存量房改造的表述, 建材需求仍有望在其中出现新的增量。

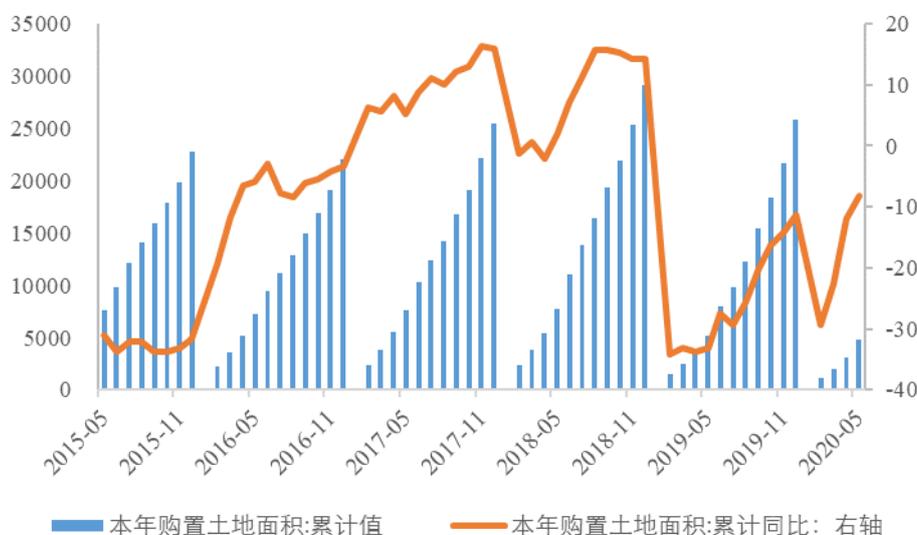
2020上半年土地购置面积同比继续回落: 截至5月, 上半年累计同比增速-8.1%, 但较2019年江都收窄3.3%。从单月数据来看, 5月的土地购置面积同比上升0.86%, 从土地购置面积的回升, 我们认为房企投资信心正在逐渐恢复。

图22: 房屋累计竣工面积 (万平方米) 累计同比 (% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: 购置土地累计面积 (万平方米) 累计同比 (% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

但2020年土地购置面积和新开工增速同步回落，一改2019年劈叉格局：2020年5月，土地购置面积单月同比增速为0.9%，而新开工面积单月增速达2.5%，增速差别有限。但由于2019年两者增速劈叉明显，下半年新开工余量仍然有较大不确定因素，需要谨慎乐观。

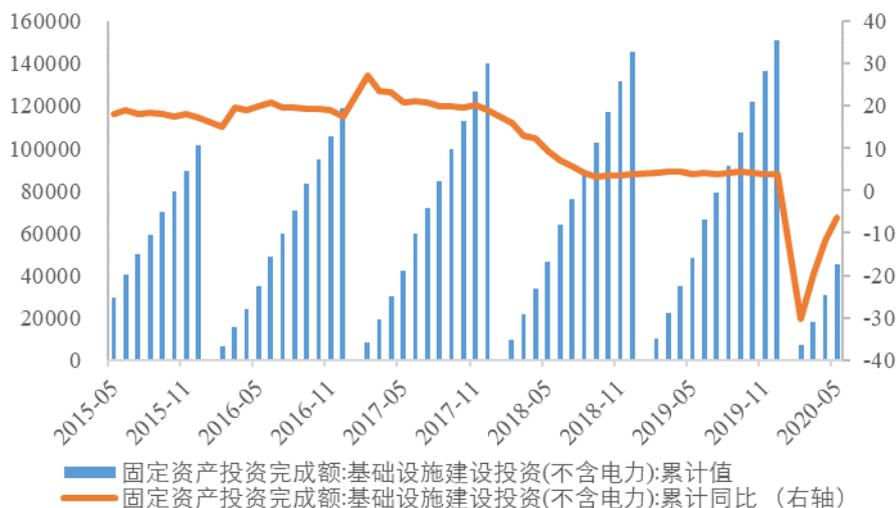
图24: 房屋新开工面积及土地购置面积单月同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019年12月开始，政府出台相关政策大力推进基建投资，截至5月，2020年全国基建投资完成额为136665亿元，同比下滑6.3%，增速较一季度收窄13.4个百分点。但5月单月新增投入专项债9980亿元；截至6月，全国1-6月地方债发行34864.05亿元，较2019年的21765亿元上升60.2%；其中新增债券27868.56亿元。由于受到疫情影响，上半年基建投资额有所回落，但三、四季度疫情影响有限，国内基建或加速投资，继续支撑钢材需求。

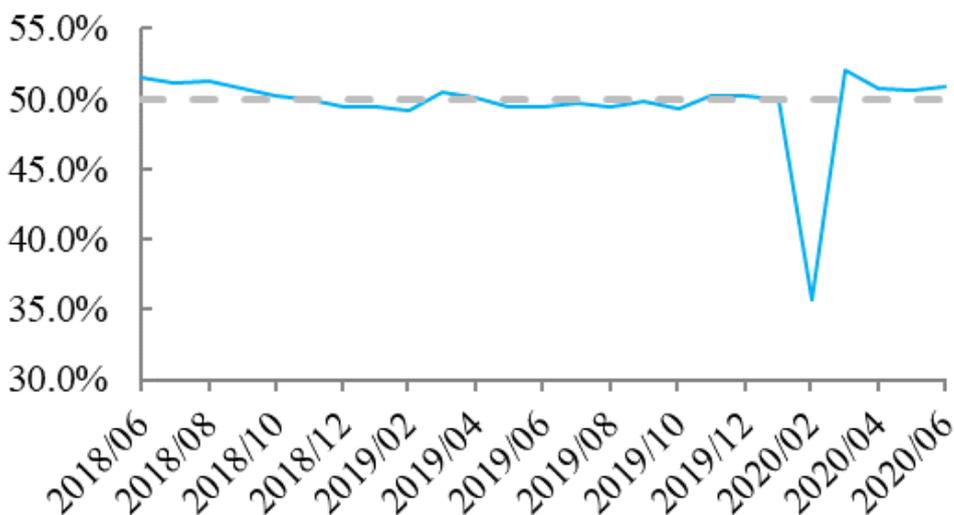
图25: 基建投资累计完成额值 (亿元) 累计同比 (%)，右轴



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

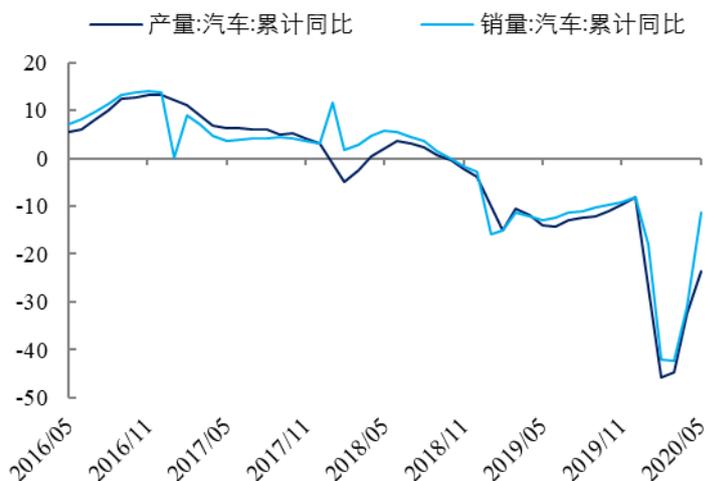
制造业方面，一季度的缺口逐步得到弥补：6月PMI指数为50.9，连续4个月位于荣枯线以上，较2月低点上升15.2。板材的主要下游：汽车产销，在经历了过去一年的萎靡后，继续下滑：1-5月汽车累计产量765.6万辆，同比下降23.6%；汽车销量累计795.7万辆，同比下降22.6%。但5月单月产销数据分别同比去年上升19.0%和14.5%的增长，消费刺激政策提振汽车消费。预计在“国六”排放的推进和汽车消费补贴的持续下，汽车产销有望在下半年继续回升。

图26: PMI 指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

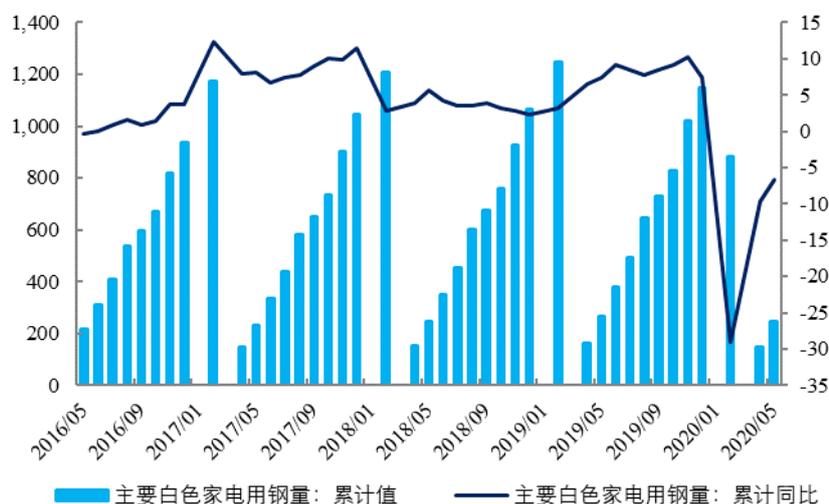
图27: 汽车产量、销量累计同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

相较于汽车行业的降幅, 家电行业的产销数据相对回升更快: 1-5 月, 彩电累计产量同比减少 6.9%, 空调累计产量同比下降 23.1%, 电冰箱累计产量同比下降 12.7%, 洗衣机累计同比下降 10.6%, 二季度产销均有所增长。根据我们测算, 1-5 月全国家电用钢量为 245.91 万吨, 同比下滑 9.72%, 其中 5 月单月降幅 2.04%。随着地产竣工周期的开启, 终端家电消费将是稳定内需的主要推手, 预计家电产量将快速恢复, 对钢铁板材需求形成支撑。

图28: 家电累计用钢量 (万吨) 累计同比 (%) , 右轴

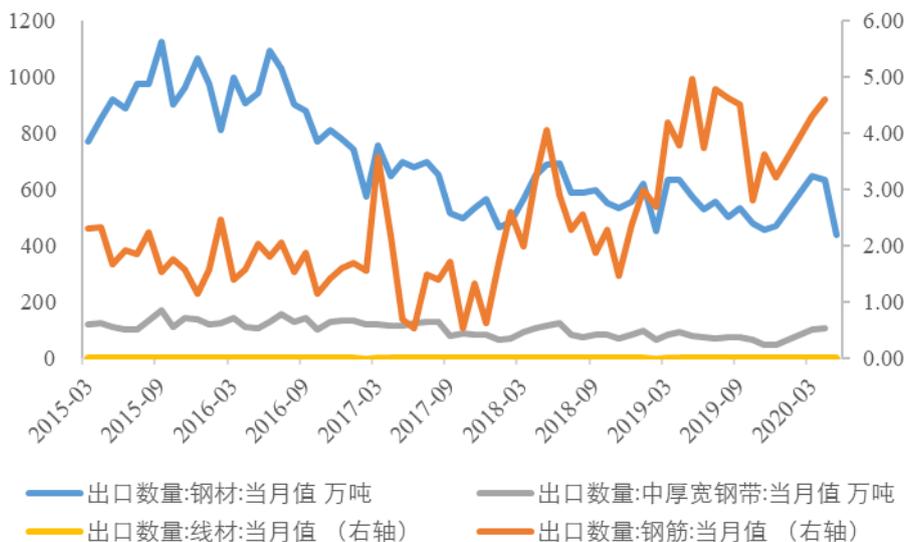


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 出口数据

2020 年 1-5 月我国共出口钢材 2500 万吨, 同比去年同期下滑 14.0%; 其中出口量下滑最明显的是板材: 1-5 月共出口 246 万吨, 同比下降 27.65%; 棒材出口 69 万吨, 同比下滑 11.5%。2020 上半年进口钢材总量 546 万吨, 同比上升 12.0%。由于国内对疫情的控制先于全球, 国内钢价成为全球峰顶, 大量钢材流入国内。

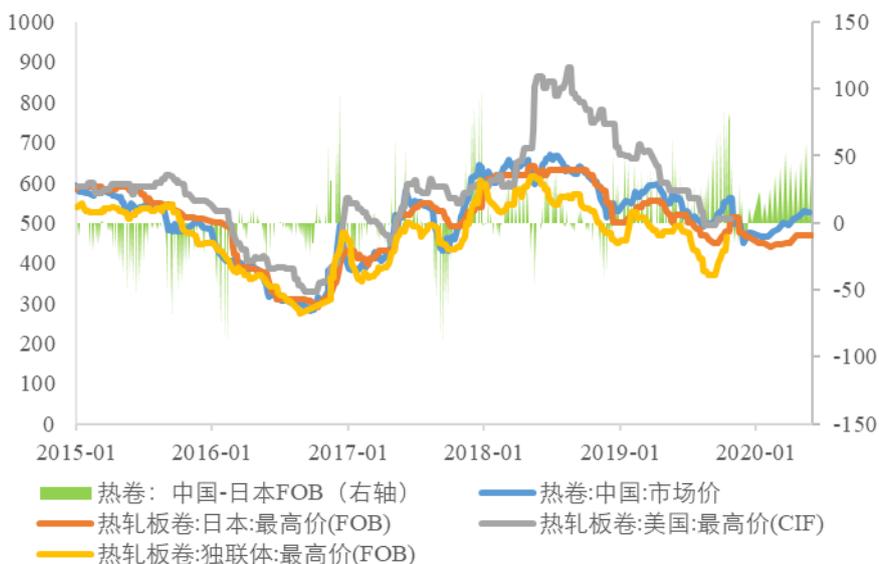
图29: 我国钢材产品出口量(万吨) 钢筋出口量(万吨, 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至6月30日, 国内热卷市场价格为527美元/吨, 日本FOB价格为470美元/吨, 独联体FOB价格为467美元/吨, 美国CIF价格为510美元/吨, 相对于国内热卷都有明显价格优势。我们比较了过去5年内, 日本与我国热卷的价格变化: 6月30日我国热卷高于日本FOB价格57美元/吨, 虽然较2019年年底下降26美元/吨, 但仍远高于2015年-24美元/吨的价差。根据全球经济的变化, 我们认为下半年全球性的经济复苏将较为迟缓, 除我国以外的经济体钢铁需求或持续承压, 进一步压制钢材品种的出口。

图30: 热卷国际价格比较(美元/吨) 价差(美元/吨, 右轴)



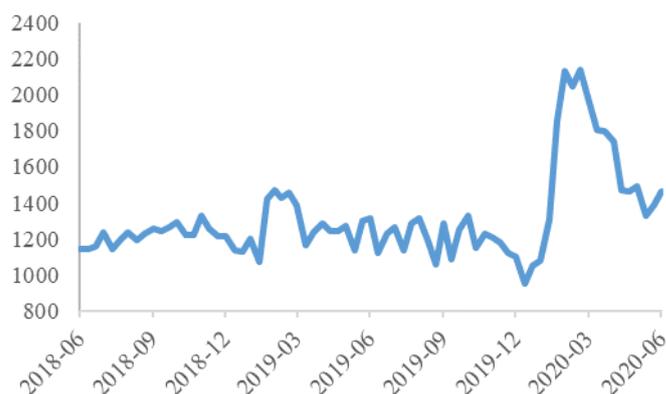
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 钢材库存

4.1 整体库存表现

截至 2020 年 6 月底，我国钢厂库存为 1461.94 万吨，较年初增加 508.69 万吨，但较年内高点回落 678.93 万吨。受疫情影响，钢厂库存大幅累积，虽然库存已出现较大幅度回落，但绝对值较高的库存仍将限制钢材价格。

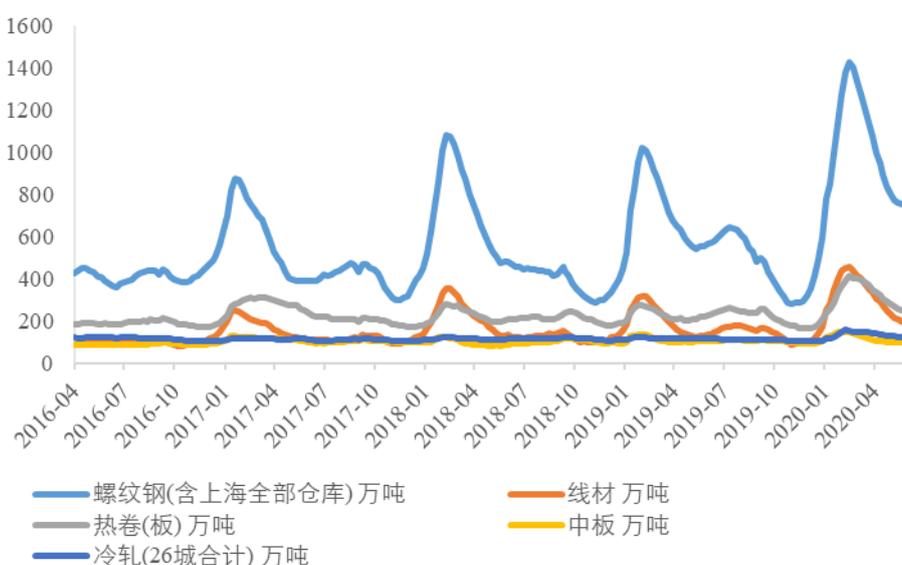
图31：钢厂库存（万吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

今年社会库存在一季度大幅累积，根据钢联统计数据，3月13日全国钢材社会库存达到2600.52万吨的历史极值，较2019年高点上升100.2%；螺纹钢社会库存极值达到1426.95万吨，较2019年同期增长121.8%。进入二季度后，终端逐步复产，库存快速下行：截至6月30日，全国主要钢材品种库存总量为1432.71万吨，同比上升30.85%：分品种来看，螺纹钢库存为1088.67万吨，同比上升43.9%，热卷库存为350.45万吨，环比增加11.2%，库存绝对量虽然仍然较高，但整体压力明显释放。

图32：钢材社会库存（含螺纹钢，线材，热轧卷板，冷轧）（万吨）

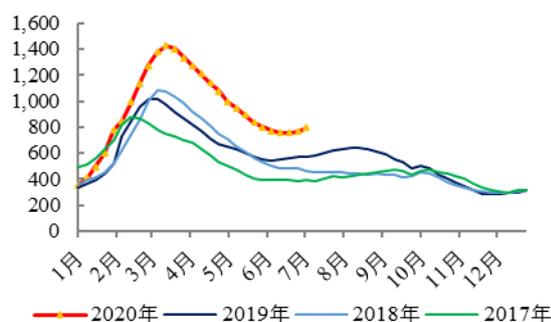


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 螺纹库存

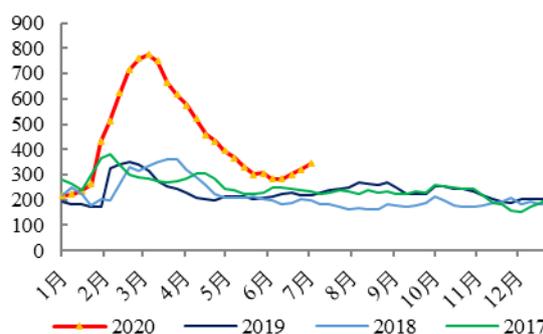
细看螺纹库存，截至6月30日，螺纹钢社会库存767.89万吨，同比上升221.97万吨，环比下降4.34%；钢厂库存320.78万吨，同比上升126.1万吨，环比增加5.12%。虽然二季度需求快速恢复，但随着5月下旬雨季开始，钢厂库存重新开始累积。

图33: 螺纹钢社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图34: 螺纹钢钢厂库存 (万吨)

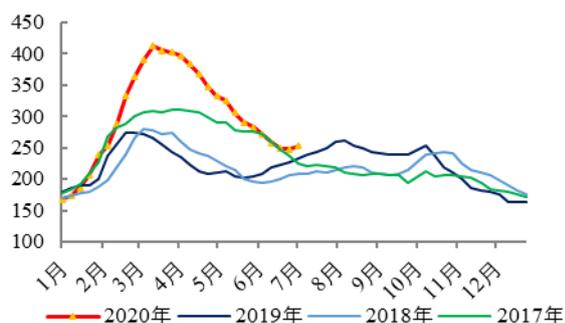


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.3 热卷库存

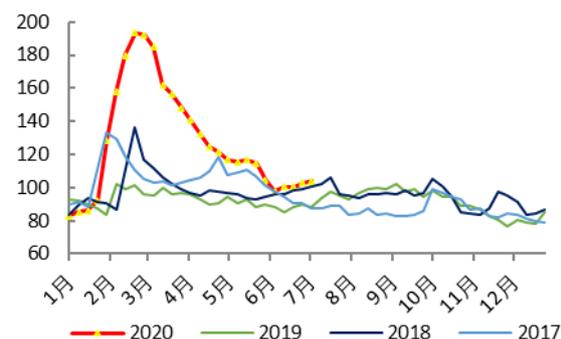
截至6月30日，热卷社会库存为252.56万吨，同比上升20.45万吨，环比下降12.28%，热卷钢厂库存为102.76万吨，同比上升15.53万吨，环比下降1.94%。进入5月后，热卷下游制造业快速复苏，热卷库存降幅明显大于螺纹，整体库存压力大幅减轻。但进入三季度后，热卷需求进入淡季，库存仍有累积压力。热卷库存或在四季度前维持当前水平。

图35: 热轧卷板社会库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图36: 热轧卷板钢厂库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

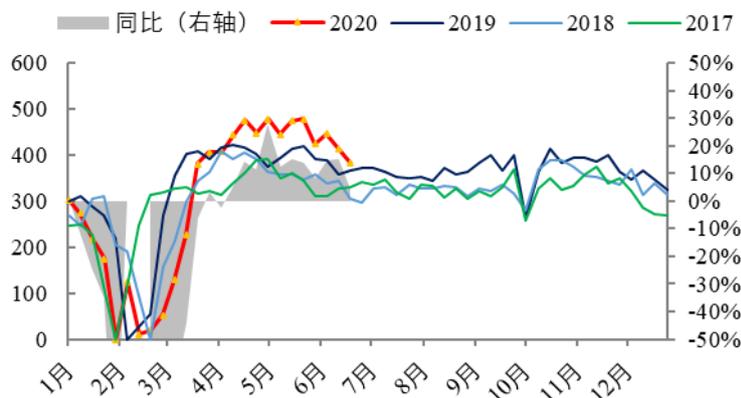
5.2020 下半年行情展望

根据我们的分析，在供应端方面，2020年将有4000万吨新增净产能投放。但由于上半年的疫情冲击和计划的投放量集中在下半年，同时结合产线更新和盈利背景下企业扩大生产的动力，预计下半年粗钢产量环比继续增加约1500万吨，主要集中在电炉产量方面。

从需求角度分析，2020年钢材的需求表现受到疫情影响，一季度出现明显下滑。但从二季度开始，终端需求快速恢复；下半年基建投资仍将是钢材需求主力，地产端虽然销售出现回暖，但拿地缺口仍未在新开工数据中得到弥补；同时政策端坚持“房住不炒”，下半年地产需求仍将受限。基建作为需求主力，全年增速有望超过10%，对钢材需求将起到较强的拉动作用。制造业方面，虽然3-6月PMI持续走高，但制造业企业的利润率仍然偏低，同时终端需求或难有持续性表现，下半年制造业持续回升的概率较低。

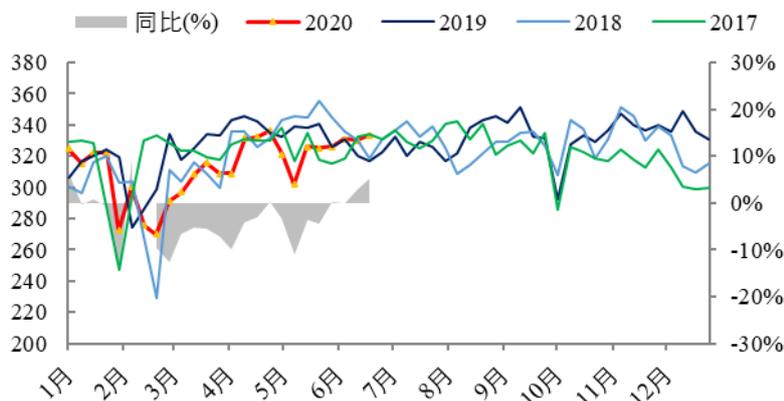
展望2020下半年，钢价仍然存在进一步上行的动力，但整体空间有限，需要警惕疫情反复对海外和国内需求的冲击。

图37: 螺纹周度表观需求(万吨)同比(%, 右轴)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图38: 热卷周度表观需求(万吨)同比(%, 右轴)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

从季节性上分析，二至三季度的雨季限制了长材需求，将短期限制钢材的上行动力。但随着雨季结束，终端需求或再次爆发；由于供应端压力会在四季度释放，同时需求大概率将出现季节性走弱，钢价或呈现供强需弱的表现。根据当前的数据预判，三、四季度钢价大概率表现为先涨后跌的走势。

铁矿供应增加，下半年重心下移

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020 上半年铁矿石走势波澜壮阔，现货整体振幅达到 40.4%：主力合约最低点在 4 月 2 日触及，报 542.0 元/吨；上半年的最高点为 798 元/吨，在 6 月 8 日触及。2020 上半年铁矿石走势受到疫情影响，在一季度呈现需求受制快速下跌；但在进入二季度后，随着国内的需求回升以及海外矿区的疫情发酵，供弱需强格局快速推涨矿价，截至 6 月底铁矿石指数较低位反弹达 32.9%。

● 后市展望及策略建议

供应端方面：根据我们对主要矿山的梳理，2020 下半年全球产量将环比上半年增加 3.0%。同时由于铁矿石价格高企，国内铁矿石供应或延续增长。整体而言，下半年国内铁矿石供应预计环比上半年增加约 4000 万吨，增幅 3.1%。

相较于供应端的宽松格局，国内铁矿石需求增量有限。虽然新增产能投放集中在 2020 年四季度，但在今年工信部严格核实新增产能的背景下，进一步扩产的空间有限。同时目前的高炉开工率维持高位，下半年存在因终端需求回落挤压铁矿需求的风险。因此我们预估下半年铁矿石需求环比持平。

从供应和需求角度分析，我们预计铁矿石将在 2020 下半年重新回归供过于求的局面，随着下半年供应的逐步恢复和钢厂利润的下滑，铁矿供需局面或出现反转。但考虑到当前港口库存低位，库存偏紧仍将对铁矿石有一定底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 下半年的价格走势以震荡回落为主。季节性方面，四季度的需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此下半年低点会出现在三季度，四季度或有一定程度的反弹。

1. 上半年走势回顾——宽幅震荡

2020 上半年铁矿石走势波澜壮阔，现货整体振幅达到 40.4%：主力合约最低点在 4 月 2 日触及，报 542.0 元/吨；上半年的最高点为 798 元/吨，在 6 月 8 日触及。2020 上半年铁矿石走势受到疫情影响，在一季度呈现需求受制快速下跌；但在进入二季度后，随着国内的需求回升以及海外矿区的疫情发酵，供弱需强格局快速推涨矿价，截至 6 月底铁矿石指数较低位反弹达 32.9%。

铁矿石期货主力合约收盘价（元/吨）普氏指数（美元/吨，右轴）



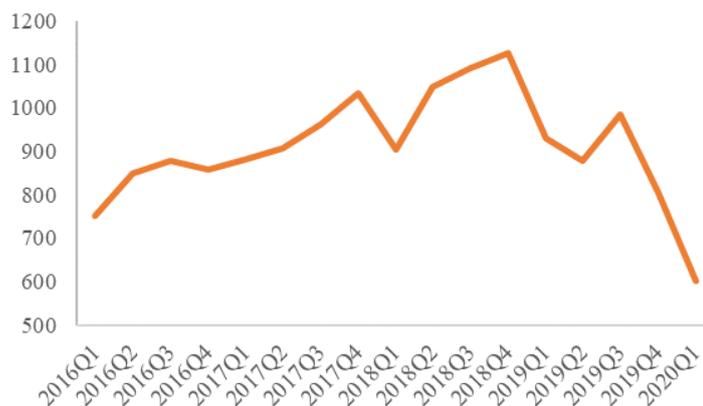
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 下半年供应逐步宽松

2020 年最大的供应事件是巴西淡水河谷公司（Vale）受疫情影响而产生的供应减量风险，当地时间 6 月 6 日，淡水河谷（Vale）在其官网刊载通报，宣布将从 6 月 5 日期暂停伊塔比拉（Itabira）综合矿区的业务活动：该综合矿区由 Conceição、Cauê 和 Periquito 三个矿区组成，属于东南矿区系统。暂停开采业务主要基于巴西第三地区劳动法院的裁决，该裁决的有效期将由淡水河谷是否是实施了劳动监察员定义的新冠病毒防控措施。淡水河谷该区域的生产暂停仅持续 7-14 天。

由于淡水河谷在一季报中已在全年产量的下限中考虑了潜在产量损失 1500 万吨，故在此次通报中，淡水河谷没有下调全年指导产量。伊塔比亚综合矿区的主要产品是球团精粉，2019 年全年产量为 3596.9 万吨，月均产量 299.7 万吨。一季度伊塔比亚地区产量仅为 600.7 万吨，环比下降 206 万吨。主要是受到 Cauê 矿区计划外检修及 Itabiru 坝的运行影响导致减量。虽然在二季度中伊塔比亚矿区生产逐步恢复，但 270 万吨的月均产量仍低于去年平均水平，矿区减产对铁矿产量影响较小。

伊塔比亚 (Itabira) 矿区产量 (万吨)



数据来源: Vale, 兴证期货研发部

截至 6 月 30 日, 巴西累计确诊新冠人数 140.2 万, 当天新增确诊 3.38 万人。由于巴西总统仍然采取不作为的态度应对疫情, 当地的疾病控制能力相对不足; 巴西联邦政府于 6 月 7 日宣布, 不再公布该国新冠肺炎疫情的累计病例总数, 并删除此前官网上的大量病例数据, 或将进一步隐瞒疫情的发展情况。目前来看, 巴西或彻底采取群体免疫措施应对新冠疫情, 累计确诊数将继续大幅增加。

除了巴西外, 受到疫情影响, 南非 2019 年铁矿产量为 7700 万吨, 出口 6653 万吨, 暂停 3 周采矿将直接减少 440 万吨产量和 400 万吨出口量; 淡水河谷的马来西亚物流中心 2019 年销量为 2370 万吨, 由于马来西亚的持续封国禁令, 预计销量影响 470 万吨; 乌克兰的封国措施相对宽松, 对铁矿供应影响有限; 印度封国 21 天, 所有港口均宣布不可抗力, 其中 NMDC 宣布暂停生产, 预计影响产量 194 万吨, 影响出口 140 万吨。整体来看, 受到疫情影响进行举国举措进行管理的铁矿供应国家对铁矿供应减量约 640 万吨, 影响铁矿石全球贸易量 1100 万吨。

采取严格措施国家对铁矿供应影响梳理

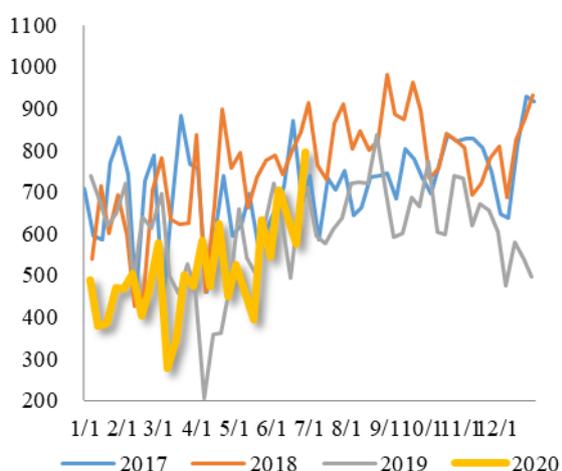
国家	限制措施	直接影响
南非	自 3 月 26 日 (周四) 起关闭全国所有矿山的采矿活动 21 天	减少铁矿 444 万吨产量和 400 万吨出口量
马来西亚	从 3 月 18 日起采取行动管制令延长至 5 月 12 日	减少铁矿销售 470 万吨
乌克兰	3 月 16 日零时至 4 月 3 日暂停国际常规客运	部分港口关停
印度	从 3 月 24 日起实施为期 21 天的“封城”措施	减少铁矿产量 194 万吨, 出口 140 万吨
总计	影响全球铁矿供应 638 万吨, 销量 (出口) 1100 万吨	

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

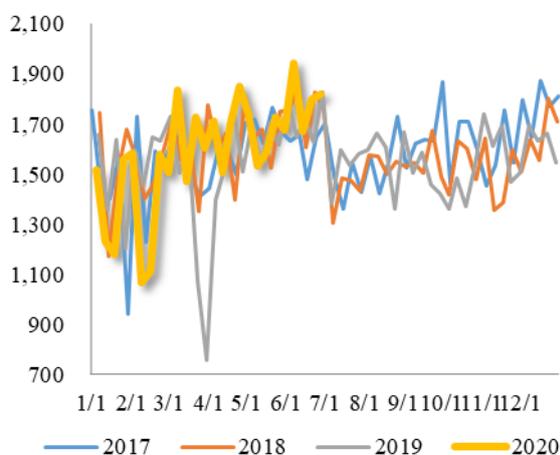
截至 6 月 30 日当周，Mysteel 统计的周度澳大利亚和巴西铁矿石发运量分别为 1818.6 万吨及 795.5 万吨，二季度铁矿石周均发货量分别为 1878.2 万吨及 626.6 万吨，环比一季度上升 293.1 万吨及 125.3 万吨。在经历了一季度的巴西暴雨和澳洲飓风后，铁矿石发运量出现明显回升。虽然巴西在 6 月上旬经历了因疫情临时关停矿山，但实际影响有限，发运量仍在继续回升：6 月 30 日当周巴西及澳大利亚的周度发运量同比上升 2.68%，疫情对铁矿供应影响基本解除。

除了发货量以外，铁矿石到港量在二季度也出现回升：截至 6 月 26 日当周 Mysteel 统计的周度 26 港铁矿石到港量为 2124 万吨，同比 2019 年增加 478.9 万吨；二季度周均到港量为 2095.7 万吨，环比一季度上升 334.2 万吨。到港量的大幅走高也体现了海外矿企对铁矿发运的热情高涨。根据当前主流矿山发运数据估算，三季度铁矿石到港量将维持高位。

巴西发货季节图（万吨）



澳洲发货季节图（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

从四大矿山的第一季度的产量及发运量情况来看，淡水河谷下滑最为明显，同比下滑接近 20%，澳大利亚三大矿山均有同比增长，其中 FMG 是四大矿山中唯一发运量增长超过 10% 的公司，同比 2019 年一季度增加 10.4%。

主要矿山一季报数据：百万吨

公司	2020Q1	2019Q4	环比	2019Q1	同比	全年产量调整
Vale	59.6	78.3	-23.9%	72.9	-18.2%	-27.5
Rio	77.8	72.7	-7%	76.4	4.8%	0
BHP	68	68	0%	63.6	7.0%	*10.5
*FMG	42.3	46.4	-8.8%	38.3	10.4%	3.5
Anglo American	15.87	17.97	-11.7%	14.426	10.0%	-4
MRL	34.4	33.3	3.3%	26.7	28.8%	-1.2

NMDC	9.31	9.12	2.1%	10.69	-12.9%	0
合计			-5.68%		1.43%	-18.7

数据来源：公司官网，兴证期货研发部

上半年淡水河谷总发运量为 1.34 亿吨，低于半年平均，主要受到一季度发运和产量大幅不及预计的影响。但根据淡水河谷官方的报道，2020 年产量预计维持在一季度报告中的 3.1-3.3 亿吨。根据我们的统计，下半年预计淡水河谷将生产 1.76-1.96 亿吨，季度平均产量为 0.88-0.98 亿吨；二季度产量为 0.75 亿吨，同时布鲁库图 (Brucutu) 将于三季度逐步复产，新冠疫情对当地铁矿生产和发运的影响逐步减轻（主要体现在社交距离的管控）。因此我们预计 Vale 有望在下半年完成全年生产和销售目标，下半年的产量预计环比上半年增加 4200-6200 万吨。

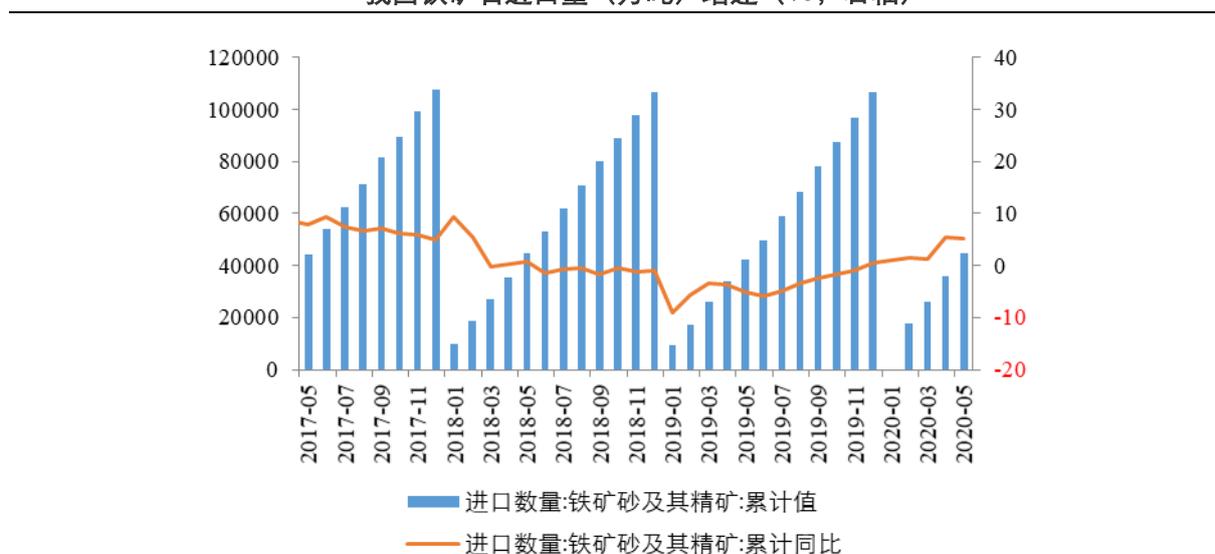
淡水河谷发运量统计：百万吨

时间	产量
2020Q1	59.6
2020H1*	134.2
2020 预计	310-330
2020 下半年预计	176-196

数据来源：公司官网，兴证期货研发部 (*上半年数据中，二季度为发运量)

截至 5 月，我国累计进口铁矿砂及其精矿 4.45 亿吨，累计同比上升 5.1%，基本未受到疫情的冲击。由于国内铁矿石生产成本在 70 美金/吨附近，目前 100 美金/吨以上的平均铁矿销售价格仍将继续支持国产铁矿产量增加。

我国铁矿石进口量（万吨）增速（%，右轴）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

铁矿石供应方面总体来看，由于巴西溃坝和澳洲飓风的影响大部分体现在了上半年的发货和生产上，预计下半年铁矿产量将较上半年出现明显回升。根据对主流矿山的产销数据梳理，我们认为中性情况下，下半年全球铁矿石产量将出现环比增长 3%，国内铁矿石供应将环比增加 4000 万吨。

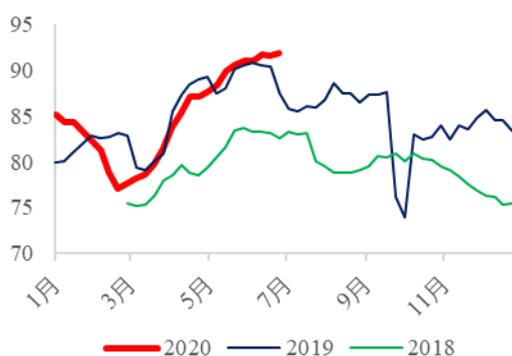
3. 需求增幅相对有限

全国复工复产持续推进，高炉开工率快速回升：截至 6 月 26 日，全国 247 家高炉开工率为 91.80%，环比增加 0.26%，同比增加 4.3%；高炉产能利用率为 93.42%，环比上升 0.76%，同比增加 3.98%。高炉开工率和产能利用率均高于往年同期，显示出国内在疫情得到有效控制后，钢铁行业的生产恢复较快。

同时由于终端需求的向好，虽然铁矿石价格上涨挤压了生产利润，但钢材生产仍有利润空间：截至 6 月 26 日，全国主流长流程钢厂螺纹钢平均利润为 108 元/吨，较春节后 130 元/吨的低利润回落 22168 元/吨，较去年同期下降 36 元/吨。盈利回落将限制钢厂进一步的增产热情，铁矿需求或难有进一步上升空间。

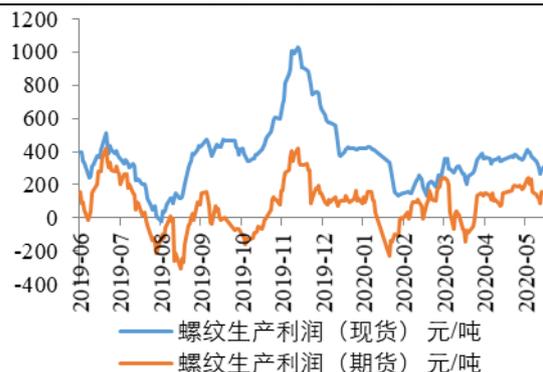
不过，随着近两年来全国钢厂超低排放改造基本完成，环保要求对高炉的限制有限，预计今年高炉开工率将长期维持高位，中期支撑矿石价格。

全国 247 家高炉开工率：%



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

螺纹钢长流程利润和盘面利润：元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

虽然国内新冠疫情得到有效控制，全国复工复产进程稳步推进，但国际疫情的持续造成全球钢材需求的快速下滑，部分钢企不得不以减停产的方式度过难关。通过对 3 月至今钢厂的减停产信息梳理，目前全球有超过 20 家钢厂宣布减停产，据不完全统计，目前已有近 8000 万吨粗钢产能受到影响。除已公布减停产时间的企业外，我们按两个月计算剩余企业的减停产时间，**预计共减少粗钢产量 1950 万吨**。由于欧美、日韩等国的高炉炼钢占比低于我国，我们根据 2019 年各国转炉炼钢产量占粗钢总产量来估算单吨钢材产量对铁矿石的需求，进而调整得到**海外钢厂的减停产对铁矿石需求减少 2700 万吨**。由于目前海外疫情仍存在较大的不确定性，减产时间增加的可能性仍然存在。

海外钢厂减停产梳理

国家	钢厂	设备	影响时间	产能	影响产量
日本	新日铁	茨城县鹿岛工厂的 1# 高炉	4 月中旬 停产	750 万吨	700 万吨
		歌山县工厂的 1#高炉	4 月中下 旬停产		
		君津市钢厂一座高炉			
	JFE	仓敷地区 4#高炉	4 月底	350 万吨	150 万吨
	福山地区 4#高炉	6 月底	350 万吨		
韩国	韩国浦项	下调全年产量: 从 3670 万吨至 3410 万吨			260 万吨
印度	韩国浦项	3 月 31 日关闭 2 座线材加工中心			
	SAIL	3 月 29 日起削减产量 10%		210 万吨	4 万吨
	Vizag	3 月 29 日暂停一座高炉生产		216 万吨	36 万吨
泰国	韩国浦项	3 月 31 日关闭 2 座线材加工中心			
美国	安赛乐米塔尔	4 月关停克利夫兰的 6#高炉		190 万吨	32 万吨
		3 月关停印第安纳港的 4#高炉		160 万吨	27 万吨
		2019 年至今关停印第安纳港的 3#高炉		140 万吨	23 万吨
	美国钢铁公司	4 月 11 日起关停加里 工厂 4#高炉	48 天	总产量 1700 万吨	约 95 万吨
	美国钢铁公司	5 月 24 日前钢管厂停产裁员			
	美国钢铁公司	5 月底前无限期地闲置俄亥俄州和 德克萨斯州的钢管厂			
	JSW 美国	4 月 16 日起关停热轧机		120 万吨	15 万吨
4 月 16 日起关停电弧炉		45 万吨	5.6 万吨		
巴西	Gerdau	4 月 3 日关停高炉		150 万吨	25 万吨
	Usiminas	4 月 3 日关停高炉		94 万吨	16 万吨
	美国钢铁公司	停止 Tubar ão 钢厂的 3 号高炉		280 万吨	47 万吨
英国	Liberty Steel	4 月 14 日暂停罗瑟勒姆工厂 (Rotherham works) 的钢水生产		1800 万吨	225 万吨
欧洲地区	Liberty Steel	4 月 1 日暂停轧钢厂			
意大利	NLMK	3 月 25 日暂停意大利 钢厂	两周	45 万吨	7.5 万吨
	韩国浦项	关闭意大利的线材加工中心			
加拿大	安赛乐米塔尔 Dofasco	关闭 Dofasco 的 3#高炉		408 万吨	68 万吨
希腊	Viohalco	4 月 2 日至 5 月 3 日暂 停运营	30 天	215 万吨	18 万吨
土耳其	Kardemir	4 月 1 日部分减产		250 万吨	30 万吨
	兹密尔路德米尔 路塞利克	4 月 1 日停止轧钢厂生 产		83 万吨	14 万吨

	Ege Celik	4月1日暂停生产	15天	200万吨	8万吨
	Koc Metalurji	4月7日暂停产量	1个月	120万吨	10万吨
德国	Thyssenkrupp	削减钢铁产量	无法评估 今年生产 预估	1128万吨	*120万吨
合计				7900万吨	1942万吨
影响铁矿需求				2700万吨	

数据来源：公司官网，Mysteel，兴证期货研发部

*德国 Thyssenkrupp 减产总量按减停产 2 个月，减少钢厂复核 50%

通过上文梳理，受到新冠疫情的影响，全球铁矿供应的边际减量大于需求减量约 511 万吨。

新冠疫情对铁矿供需影响：万吨

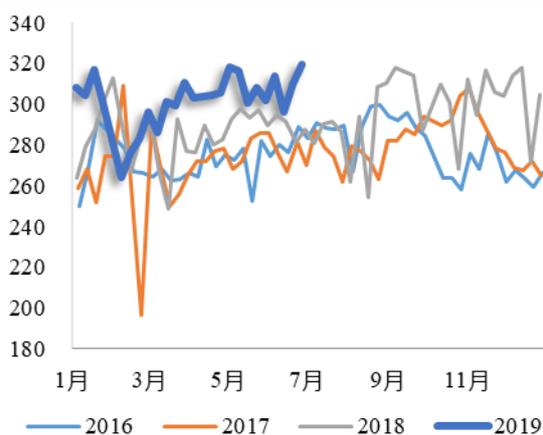
	疫情影响	2020 年同比变化
供应	3211	4549
需求	2700	-700
供需缺口	-511	5249

数据来源：公司官网，Mysteel，兴证期货研发部

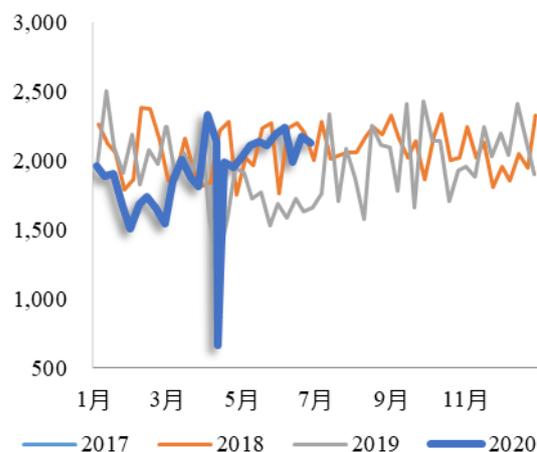
4. 库存低位短期支撑矿价

截至 6 月 26 日，Mysteel 统计的全国 45 港口铁矿石库存为 10781.1 万吨，环比上升 163.94 万吨，同比减少 783.93 万吨。虽然海外铁矿石发货逐步回升，但港口疏港维持高位，需求旺盛，港口库存仍维持较低水平。

全国 45 港口日均疏港量 (万吨)

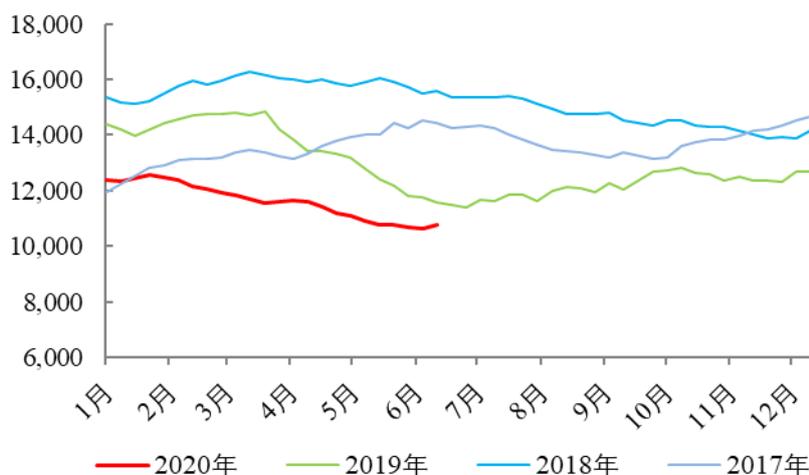


全国 26 港港口到港量 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

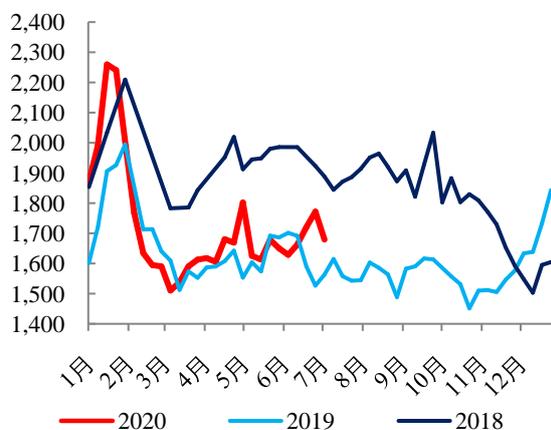
全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)



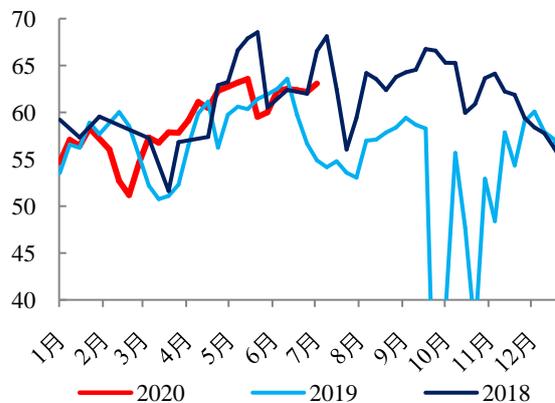
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

截至 6 月 30 日,全国样本钢厂进口烧结粉矿库存为 1772.11 万吨,环比一季度末上升 159.34 万吨,较去年同期上升 245.41 万吨。钢厂逐步接受目前的高企矿价,主动补库,后期现货出现偏紧对钢厂的影响有限,进一步提涨动力不足。

钢厂烧结粉矿库存 (万吨)



钢厂烧结日耗 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据年初的统计,2020 年国内将有较多产能置换落地。根据统计,预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨,炼钢产量为 380 万吨。另外结合当前的新上设备的产能利用率增长速度,预计 2020 年炼铁产量环比增加 900 万吨,同比增加 1%。

2020 年产能置换调整表（万吨）

产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出（公示）	8648.28	8361.23
新增（公示）	7318.8	6837.05
净变化（公示）	-1329.48	-1524.18
退出（调整）	7351.04	7107.05
新增（调整）	8782.56	8204.46
净变化（调整）	1431.52	1097.41

数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 关注结构性变量

由于铁矿石价格的快速提涨，部分块矿和球团溢价出现明显下滑。截至 6 月 30 日，块矿溢价 0.12 美元/吨，环比一季度下滑 0.15 美元/吨；球团溢价 9 美元/吨，环比一季度下滑 17.55 美元/吨。由于上半年钢厂利润相对丰厚，整体高炉用铁粉比例较高，导致块矿和球团的使用量下滑；溢价出现明显收窄。但随着 6 月下旬开始的终端需求回落，钢厂对块矿和球团的需求增加，铁矿粉矿的需求或出现边际递减，减少对铁矿粉矿的需求；同时进入 6 月后，前期相对偏紧的巴西粉矿和高品矿库存出现回升，在北方六港库存的占比从 27.68% 逐步回升至 32.11% 的往年平均水平。需求结构的变化将进一步减轻铁矿的库存压力。

铁矿各品种现货价差（美元/干吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

北方六港高低品矿占比 (%)

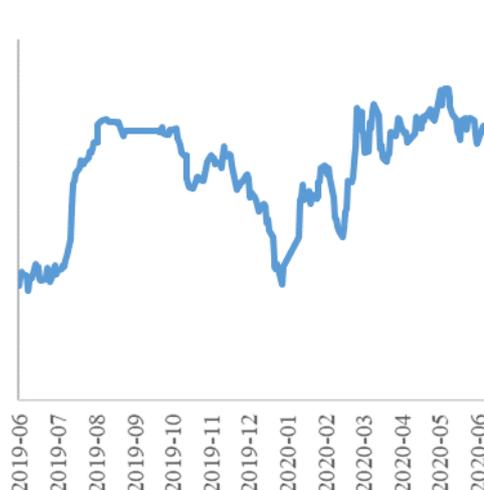
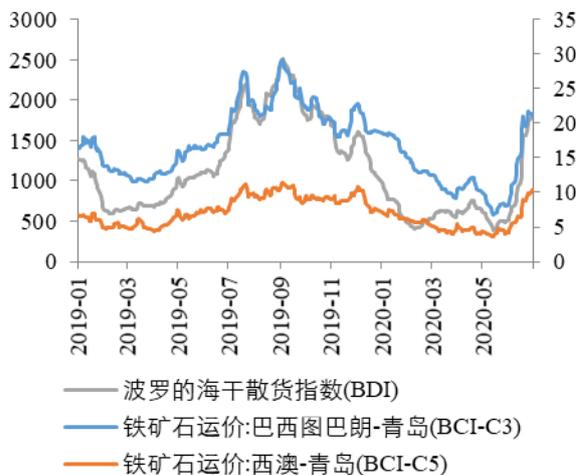


数据来源：点钢网，兴证期货研发部

随着国际铁矿石发运的回升，海运费也有明显的反弹。截至 6 月 30 日，BDI 干散货指数为 1799，环比一季度上升 1183，显示了铁矿石贸易量的大幅回升；伴随着 BDI 指数的回升，巴西、澳大利亚至我国的海运费也有明显上升。虽然海运费的上升将在一定程度上增加生产成本，但由于目前铁矿石的利润丰厚，海运费的上升将更多体现在供应端的宽松，限制成本上涨对价格的支撑效应。

海运费 (点) (美元/吨, 右轴)

中间价: 美元兑人民币



数据来源：Wind，兴证期货研发部

6. 下半年走势展望

供应端方面：根据我们对主要矿山的梳理，2020 年下半年全球产量将环比上半年增加 3.0%。同时由于铁矿石价格高企，国内铁矿石供应或延续增长。整体而言，下半年国内铁矿石供应预计环比上半年增加约 4000 万吨，增幅 3.1%。

相较于供应端的宽松格局，国内铁矿石需求增量有限。虽然新增产能投放集中在 2020 年四季度，但在今年工信部严格核实新增产能的背景下，进一步扩产的空间有限。同时目前的高炉开工率维持高位，下半年存在因终端需求回落挤压铁矿需求的风险。因此我们预估下半年铁矿石需求环比持平。

从供应和需求角度分析，我们预计铁矿石将在 2020 下半年重新回归供过于求的局面，随着下半年供应的逐步恢复和钢厂利润的下滑，铁矿供需局面或出现反转。但考虑到当前港口库存低位，库存偏紧仍将对铁矿石有一定底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 下半年的价格走势以震荡回落为主。季节性方面，四季度的需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此下半年低点会出现在三季度，四季度或有一定程度的反弹。

基本面持续改善，油价仍有向上空间

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：孙振宇

021-20370943

sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 走势回顾

2020年上半年，国际油价因疫情爆发以及沙特的价格战持续暴跌，随后由于OPEC+再度达成减产协议以及中欧经济复苏，油价开启持续反弹模式。截至6月30日，WTI收于39.82美元/桶，下跌21.39美元或34.95%；布伦特收于41.63美元/桶，下跌24.40美元或36.95%；SC收于292.4元/桶，下跌191.1元或39.52%。

● 未来展望

供给端：OPEC+方面，尽管后期减产规模缩小，但预计整体减产执行率仍将保持高位，从而对油价起到最坚强支撑；美国方面，预计其产量将跟随油价持续上涨，大概率可回升到此前峰值，对油价有一定负面影响；其余产油国仍维持此前预估年度产量增长70万/天左右的规模不变。

需求端：中国经济稳步复苏，原油需求加速增长；欧洲疫情得到遏制，暂无二次爆发迹象，需求复苏平稳进行；美国疫情尽管再度爆发，但并未采取更多的限制政策，从而对需求的损伤有限；但中美关系近期有恶化迹象，且今年适逢美国大选年，特朗普当前情况不利，不排除其进行风险转移的可能，从而为全球需求埋下隐忧。

综合来看，基本上，2020年下半年全球供需将持续改善，从而帮助油价继续反弹的概率较大，但需警惕非经济事件的发生。

● 策略建议

持有远月多头，逢低少量增多。

● 风险提示

疫情再度高爆发；中美关系恶化。

1.2020 上半年价格回顾

截至 2020 年 6 月 30 日，WTI 收于 39.82 美元/桶，下跌 21.39 美元或 34.95%；布伦特收于 41.63 美元/桶，下跌 24.40 美元或 36.95%；SC 收于 292.4 元/桶，下跌 191.1 元或 39.52%。

年初美伊事件短时间内快速反转，油价冲高后直线回落，开启本轮下跌的序幕。

2 月下旬，亚太疫情大爆发，油价短暂反弹后再度进入下跌通道。

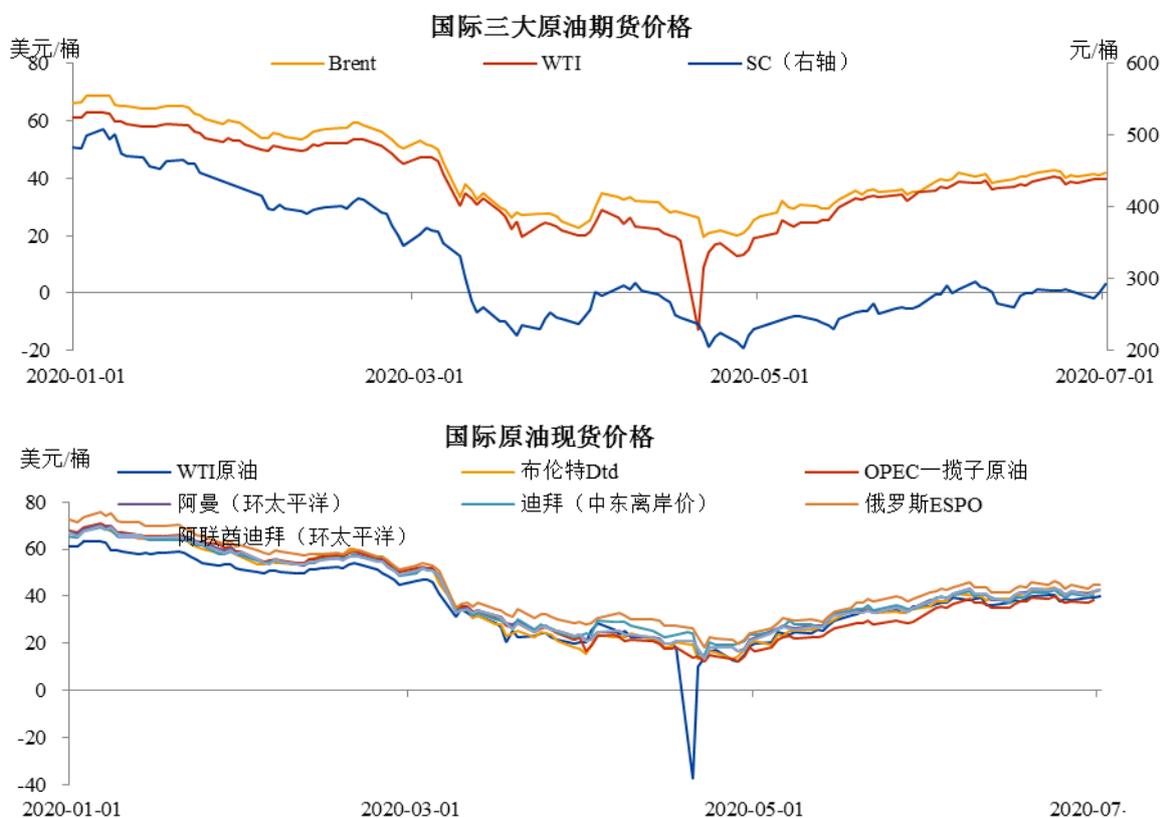
3 月上旬，因俄罗斯对减产持反对态度，沙特悍然发动价格战，油价跳空 10 美元/桶。

4 月初，OPEC 放弃减产，但 OPEC+ 达成历史上最大规模的减产协议，帮助油价短线反弹。

4 月中旬，市场爆发对全球剩余可用库容的担忧，尤其是美国库欣地区库存，导致大批资本进场搏杀，一度将 WTI 打压至 -40 美元/桶。

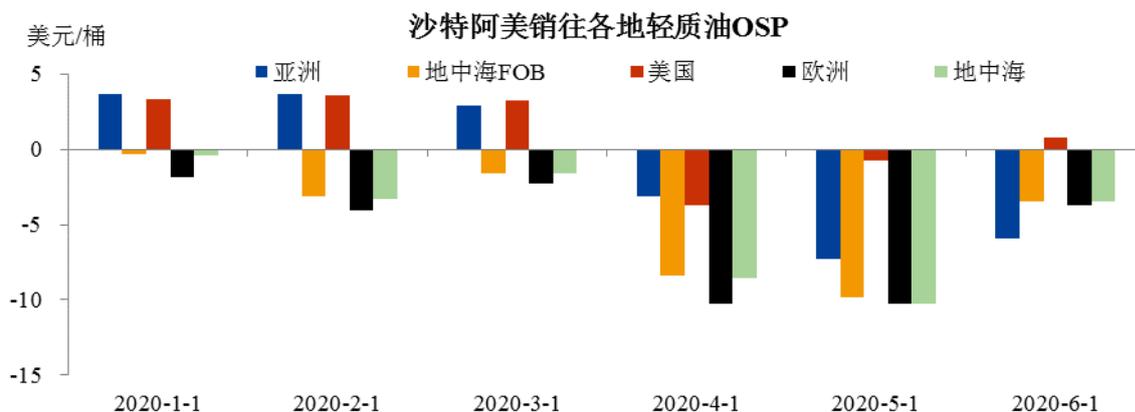
4 月下旬，投资者对库容的担忧开始消退，且油价也已大幅超跌，随着 OPEC+ 提前减产以及中欧疫情的好转，油价开启逐步反弹。

图 1：2020 年上半年原油走出历史级别的“V”形态



数据来源：Wind，兴证期货研发部

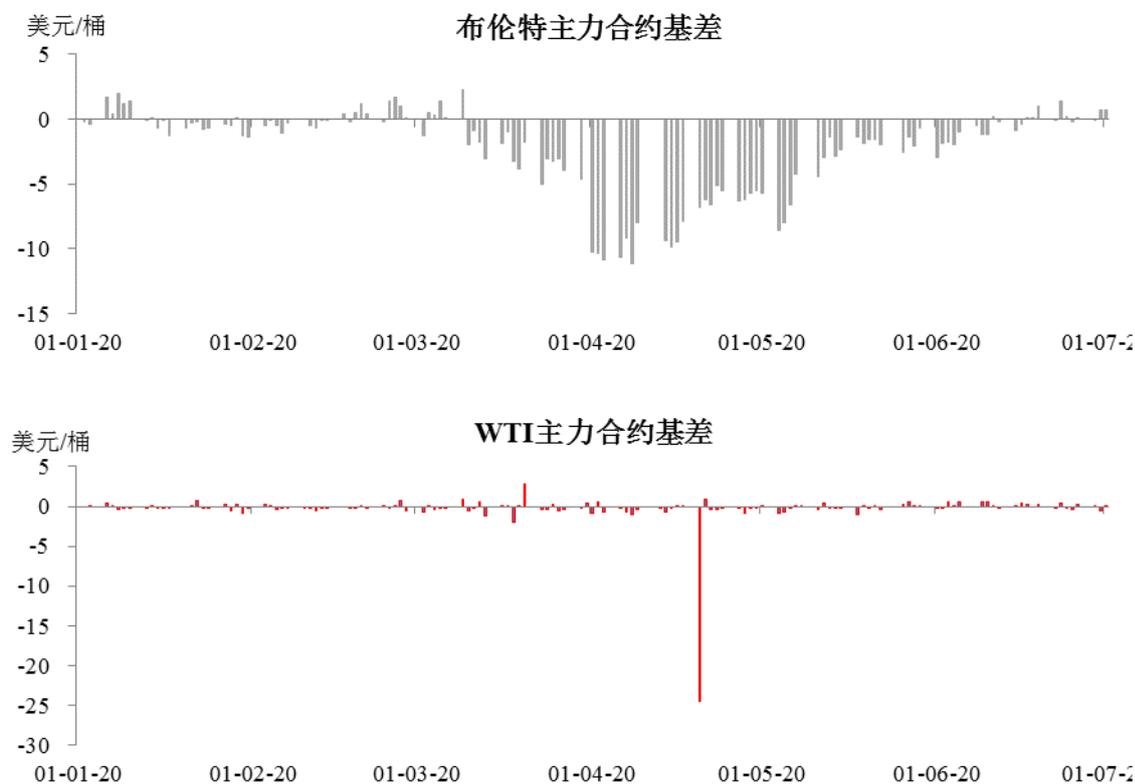
图 2：沙特阿美价格战后大幅下调 OSP

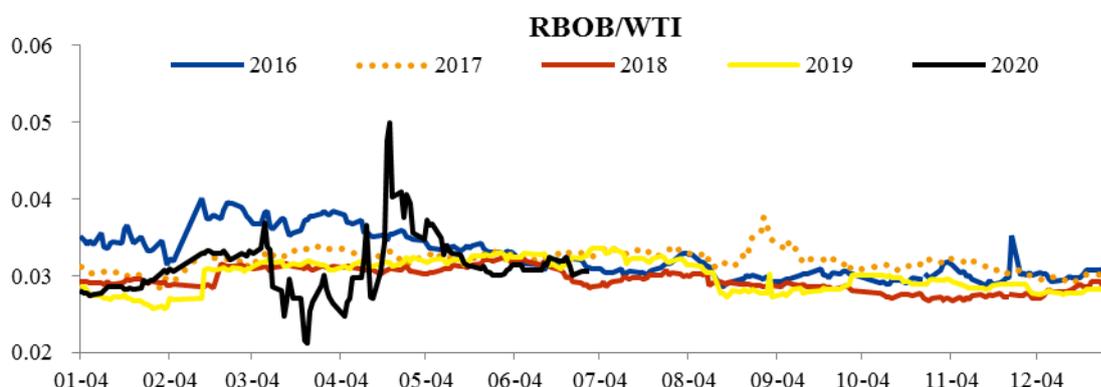
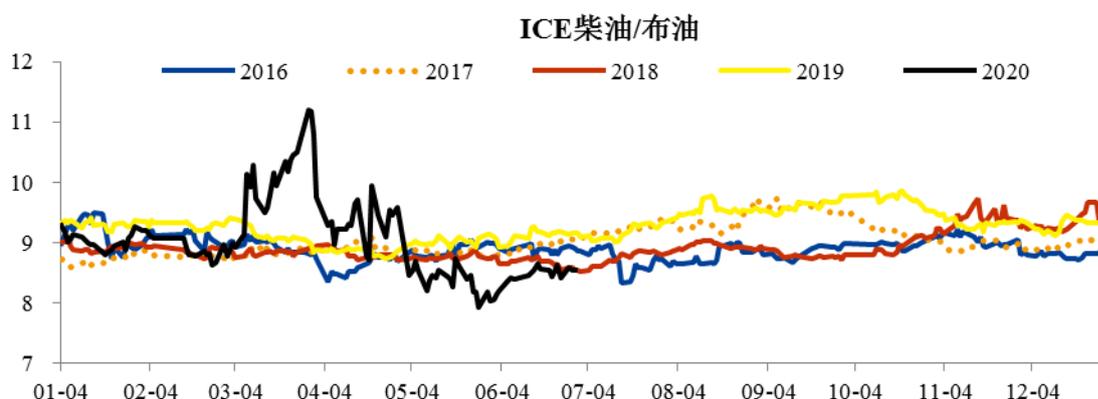


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

价差方面，布伦特基差受价格战影响，现货大幅贴水近 3 个月时间，其中 4 月 8 日贴水最高达到 11.1 美元/桶；WTI 基差除 4 月 20 日录得-24.53 美元/桶以外，基本保持在±1 美元/桶的区间窄幅震荡；ICE 柴油-布伦特裂解差，跟随全球经济形势波动，在疫情爆发初期大幅下滑，但随着中欧疫情好转，开始逐步反弹，截至 6 月 30 日，柴油/布油收于 8.58，较 2019 年末下跌 7.84%；RBOB-WTI 方面，由于美国疫情反复，出行需求并不稳定，汽油裂解差波动较大，截至 6 月 30 日，RBOB/WTI 收于 0.0306，较 2019 年底上涨 10.35%。

图 3：布油基差跟随沙特官价调整，柴油裂解差全球经济形势同步





数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.原油基本面

2.1 平衡表

2020年初,由于全球疫情陆续爆发,需求受到严重损伤,一季度供应过剩同比增加16.7倍;二季度由于沙特等产油国4月大幅增产且欧美疫情正处高峰,导致供应过剩峰值超2000万桶/天,季度过剩超1000万桶/天;但随着OPEC+进行历史最大规模的减产以及全球经济开始恢复,供应过剩水平逐步减小,若OPEC+持续以较高执行率进行减产,预计全球将在三季度末达到供需平衡,四季度出现小幅供不应求。

表 1: 全球石油供需平衡表

	供给量	需求量	供给-需求	供给同比	需求同比	供给-需求同比
2020Q1	100.1	94.4	5.7	-0.20%	-5.58%	1671.38%
2020Q2	93.5	80.4	13.1	-6.79%	-19.79%	17543.76%
2020Q3	95.0	93.5	1.5	-5.06%	-7.80%	-211.30%
2020Q4	97.0	97.5	-0.5	-4.53%	-3.78%	-283.61%
2021Q1	99.0	100.6	-1.6	-1.10%	6.57%	-128.07%
2021Q2	100.1	101.4	-1.3	7.06%	26.12%	-109.92%
2021Q3	100.7	102.8	-2.1	6.00%	9.95%	-240.00%

2021Q4 100.9 102.9 -2.0 4.02% 5.54% 300.00%

数据来源：EIA, OPEC, BP, 兴证期货研发部

2.2 供应端：全球产量维持相对低位

由于美国、巴西、挪威等非 OPEC+产油国大概率在油价回归成本线上方后趁机增产，可能会引起俄罗斯等非 OPEC 同盟国的减产意愿下降，从而使得全球 2020 年下半年供应总量存在一定的不确定性。但由于 OPEC+史上最大规模减产协议的存在，尤其是以沙特为首的 GCC 减产意愿强烈，预计全球下半年产量将持续位于相对低位。

2.2.1 OPEC 维持高减产执行率概率较大

2020 年第一季度，OPEC+维持三年多的减产协议宣告结束，但在 1-3 月，OPEC 整体减产执行率仍维持在相对高位。随后俄罗斯与 OPEC 关系破裂，沙特主动发起价格战，4 月 OPEC 产量环比增长 179.8 万桶/天。但在美国的调停下，沙特和俄罗斯等非 OPEC 产油国于 4 月 13 日正式达成史上最大规模的减产协议。协议规定，OPEC+将以 2018 年 10 月产量为基准，在 5-6 月减产 970 万桶/天（OPEC 6 月会议中将第一阶段协议延长 1 个月至 8 月底），7 月至 2020 年底减产 776 万桶/天，2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 582 万桶/天。此外，沙特、科威特、阿联酋还将在 2020 年 6 月额外减产共计 118 万桶/天。

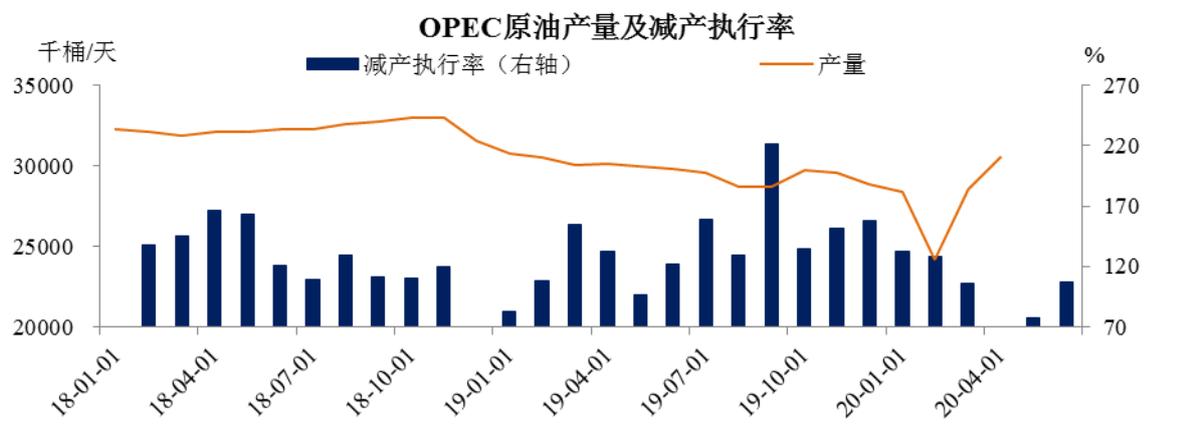
表 2：OPEC+减产协议

产油国	2020年5月-7月				2020年8月-12月			2021年1-2022年4月		
	减产基准	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度
阿尔及利亚	1.06	0.82	0.24	-23%	0.86	0.19	-18%	0.91	0.14	-14%
安哥拉	1.53	1.18	0.35	-23%	1.25	0.28	-18%	1.32	0.21	-14%
伊拉克	4.65	3.59	1.06	-23%	3.80	0.85	-18%	4.02	0.64	-14%
科威特	2.81	2.17	0.64	-23%	2.30	0.51	-18%	2.42	0.38	-14%
尼日利亚	1.83	1.41	0.42	-23%	1.50	0.33	-18%	1.58	0.25	-14%
沙特	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
阿联酋	3.17	2.44	0.72	-23%	2.59	0.58	-18%	2.73	0.43	-14%
俄罗斯	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
哈萨克斯坦	1.69	1.30	0.39	-23%	1.38	0.31	-18%	1.46	0.23	-14%
墨西哥	1.77	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%
OPEC+共计	43.85	34.16	9.70	-22%	35.85	7.76	-18%	38.03	5.82	-14%

数据来源：OPEC, 兴证期货研发部

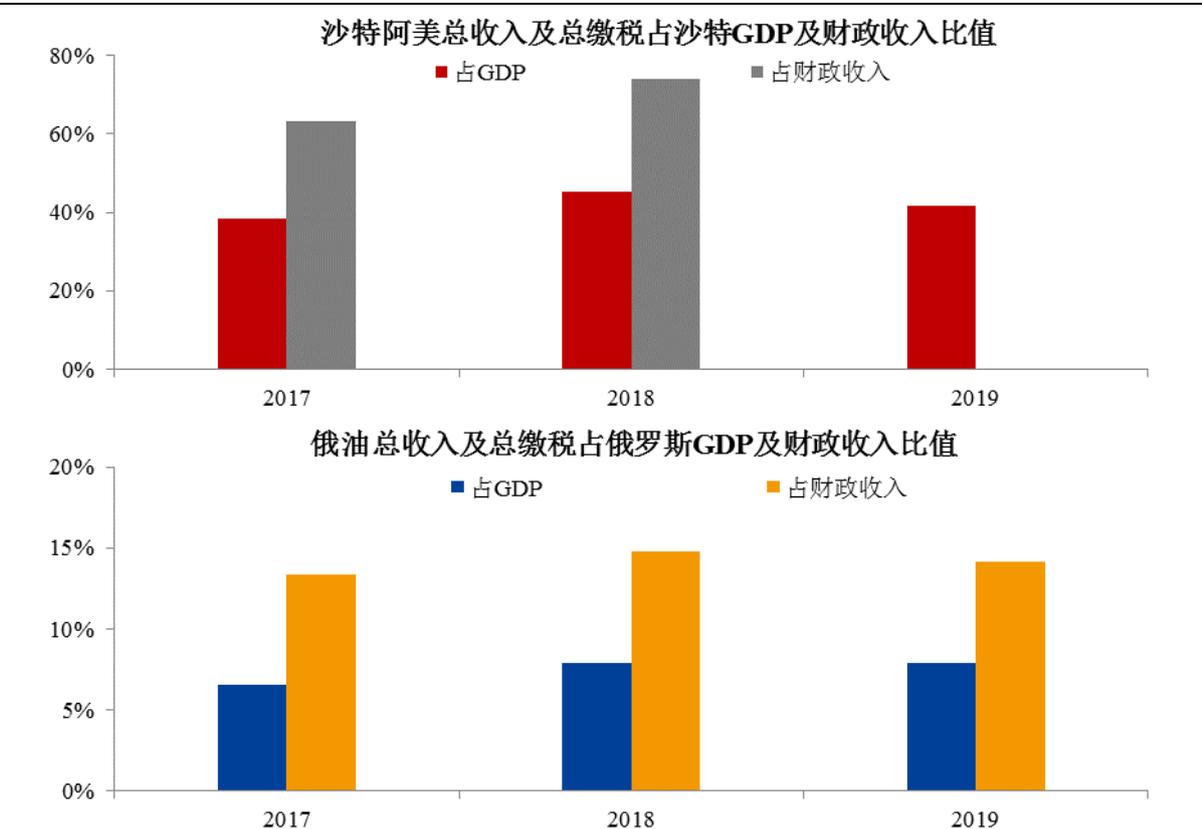
5-6 月，OPEC 整体减产执行率分别为 77%和 107%，多数产油国均保持较好的减产执行率，俄罗斯扣除凝析油的产出也极度接近减产目标，为历次减产中最好表现。而少数成员国如伊拉克、尼日利亚等前期未完全执行减产的产油国也已提交弥补应减未减部分的计划。预计今年下半年 OPEC+将继续严格执行减产协议，产量削减程度大概率在 750 万桶/天以上，主要原因有：油价长期维持低位导致全部 OPEC+成员国面临财政压力，尤其是 OPEC 核心成员沙特及非 OPEC 核心俄罗斯石油收入占财政的比例逐年提升，二者对推升油价有较高的意愿；中东各产油国跟随沙特在价格战后不断上调对外官价；作为 OPEC 产量制定标准的重要指标之一的 OECD 商业库存大幅攀升，远高于 5 年均值，在库存回归均值附近水平之前，OPEC 大概率不会出现全面增产的现象。

图 4: OPEC 减产执行率较高, OPEC+整体产量下滑



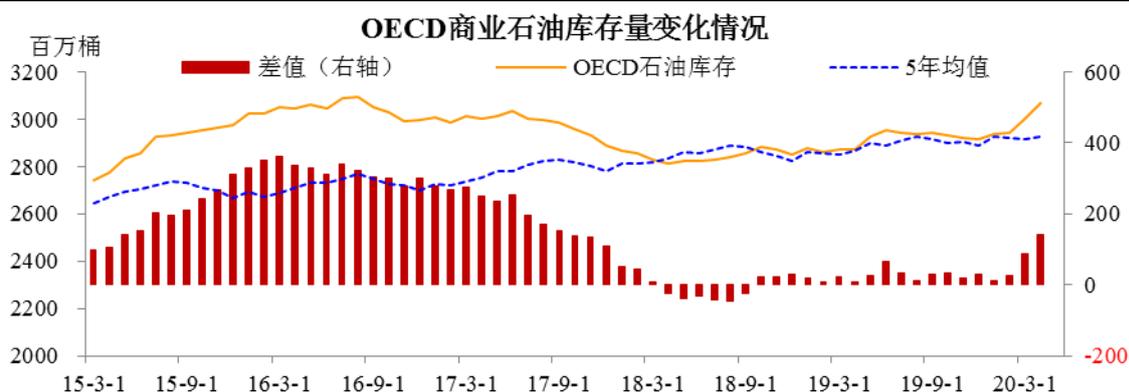
数据来源: OPEC, 兴证期货研发部

图 5: 石油收入占沙特、俄罗斯的财政比例逐年上升



数据来源: Wind, OPEC, 兴证期货研发部

图 6: OECD 库存大幅偏离 5 年均值



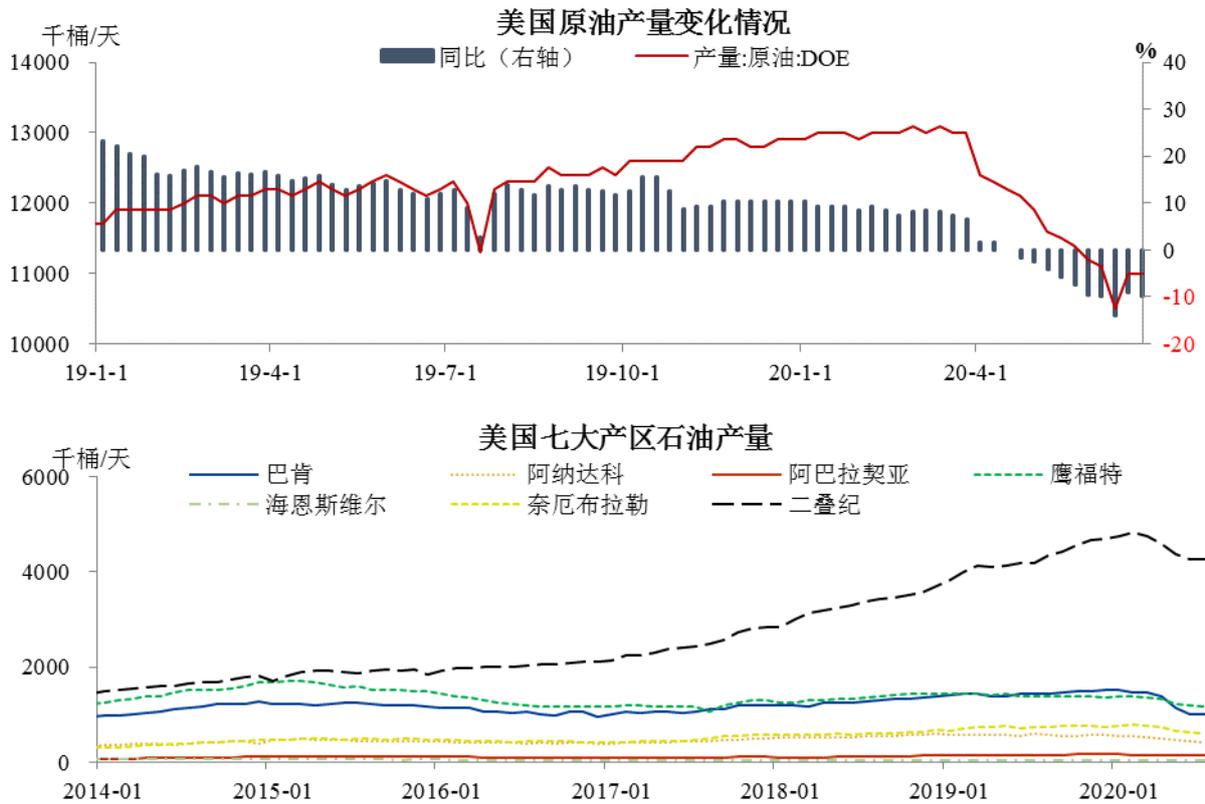
数据来源: Wind, OPEC, 兴证期货研发部

2.2.2 美国下半年产量逐步回升

2020 年上半年美国原油产量因原油价格暴跌而持续下滑,截至 6 月 26 日当周,产量为 1100 万桶/天,同比下降 9.84%;上半年平均产量 1227.7 万桶/天,同比增长 1.46%。但随着油价在全球经济逐步复苏以及 OPEC+ 的大力减产的支撑下逐步反弹至 40 美元上方,美国产量迅速显露复苏迹象,预计 2020 年下半年美国产量将逐渐回升,但增速可能较慢,主要原因如下:

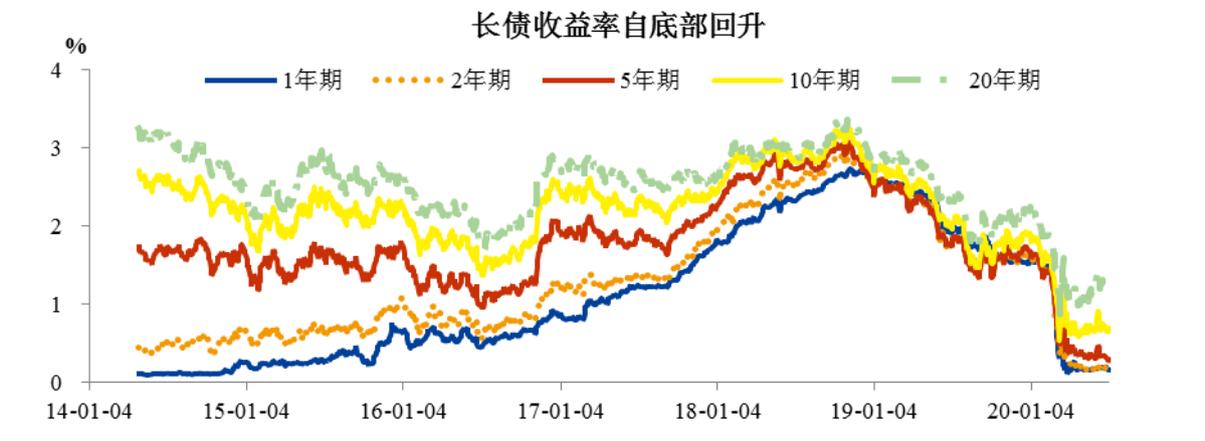
- a) 与 2016 年相比,本轮油价暴跌过程中,美国宣布破产的页岩油企业数量较少,当前的多数页岩油企业有更多的韧性,油价回升至成本线上方之后,企业可以迅速恢复生产;
- b) 美国长债收益率自底部回升,金油比也自高位回落,融资环境有所改善,将帮助页岩油企业在油价反弹过程中迅速获得融资;
- c) 从历史情况来看,钻井减少对美国原油产量的负面影响呈现逐渐减小的趋势,而钻井数量增长对产量增加的贡献相对稳定,目前美国活跃钻井数量下滑速度明显放缓,随着 EOG 等头部页岩油企业恢复生产计划的执行,预计美国钻井将在 1-2 月内开始增长;
- d) 美国七大产区的新井单口井产量已自 6 月开始反弹,据 EIA 数据显示,二叠纪盆地、鹰福特、阿纳达科等地区的 7 月单井产出均创历史新高;
- e) 随着沙特低价油的消失,美国将再度成为总油品净出口国,当前油价已位于美国页岩油行业平均成本线上方,增加原油产量将帮助美国实现能源独立;
- f) 美国原油库存持续位于高位,6 月期间,多次创历史新高,在美国境内需求恢复缓慢及原油出口量增长乏力的情况下,将侧面压制美国原油产量的反弹速度。

图 7：美国上半年产量持续下滑

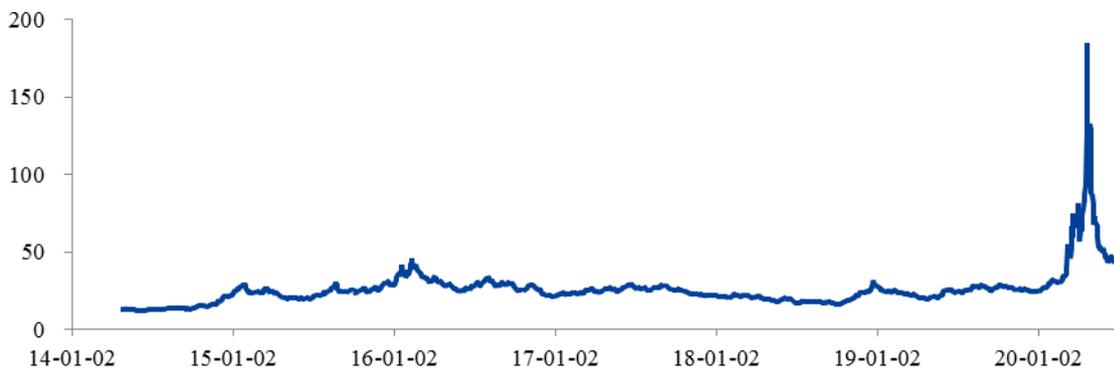


数据来源：Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 8：美国融资环境有所改善

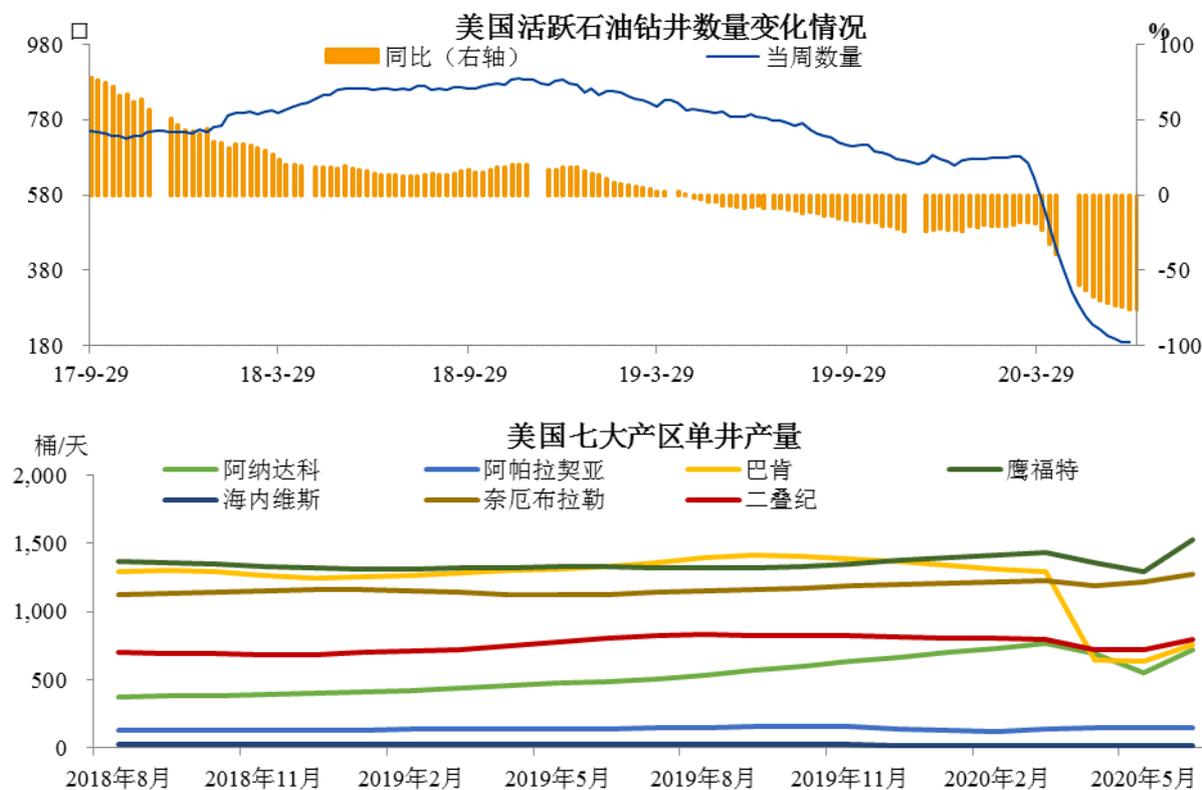


金油比高位回落



数据来源: Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 9: 美国石油钻井数量下滑速度放缓, 单井产出开始增长



数据来源: Wind, 贝克休斯, 兴证期货研发部

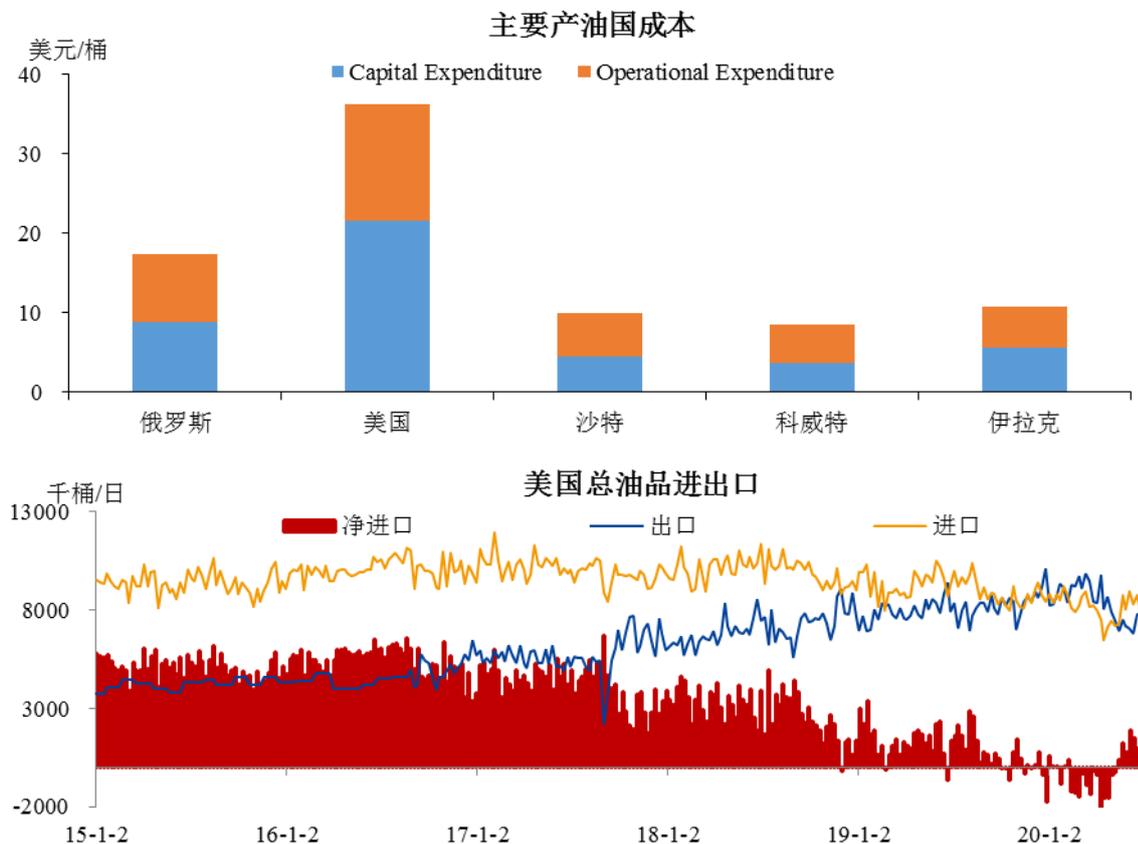
表 3: 美国多个地区单井产出创新高

	Anadarko	Appalachia	Bakken	EagleFord	Haynesville	Niobrara	Permian
2020-07	931.39	147.86	1,356.78	1,803.05	22.13	1,390.35	821.06
2020-06	716.45	147.12	753.77	1,528.01	21.70	1,275.55	797.15
2020-05	551.12	145.67	638.79	1,294.92	21.48	1,214.81	718.15
2020-04	688.90	144.23	645.24	1,363.08	21.27	1,190.99	718.15

2020-03	765.44	137.36	1,290.48	1,434.82	21.06	1,227.82	797.95
2020-02	732.37	121.56	1,314.99	1,414.90	21.30	1,218.40	803.33
2020-01	697.80	131.56	1,339.99	1,394.12	21.53	1,207.75	809.43

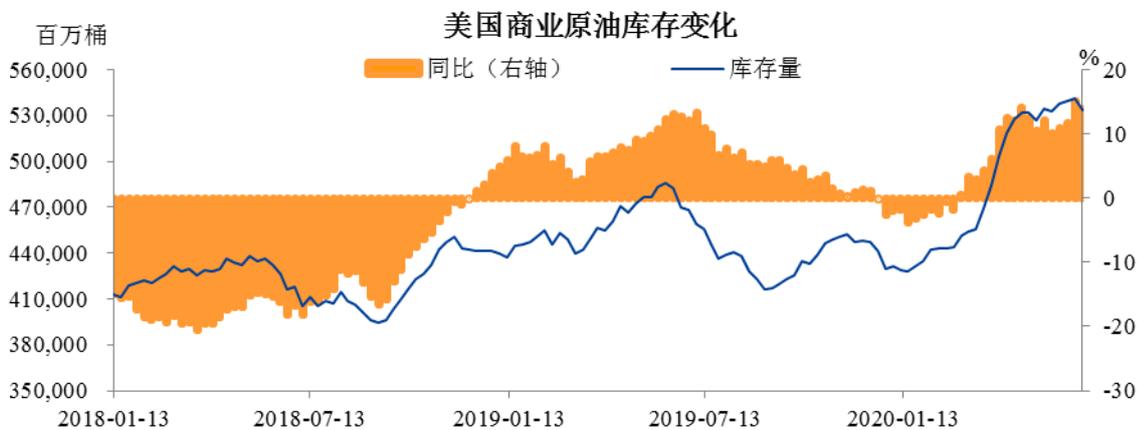
数据来源：Wind，EIA，兴证期货研发部

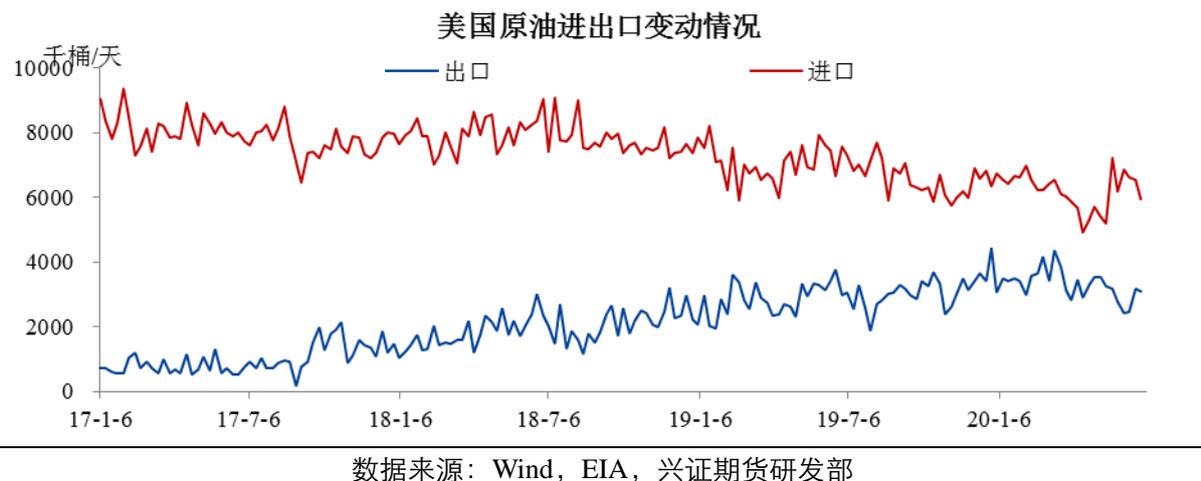
图 10：油价回升至成本线上方后，美国将重回油品净出口



数据来源：Wind，Rystad Energy，EIA，兴证期货研发部

图 11：美国原油库存高企，出口增长发力

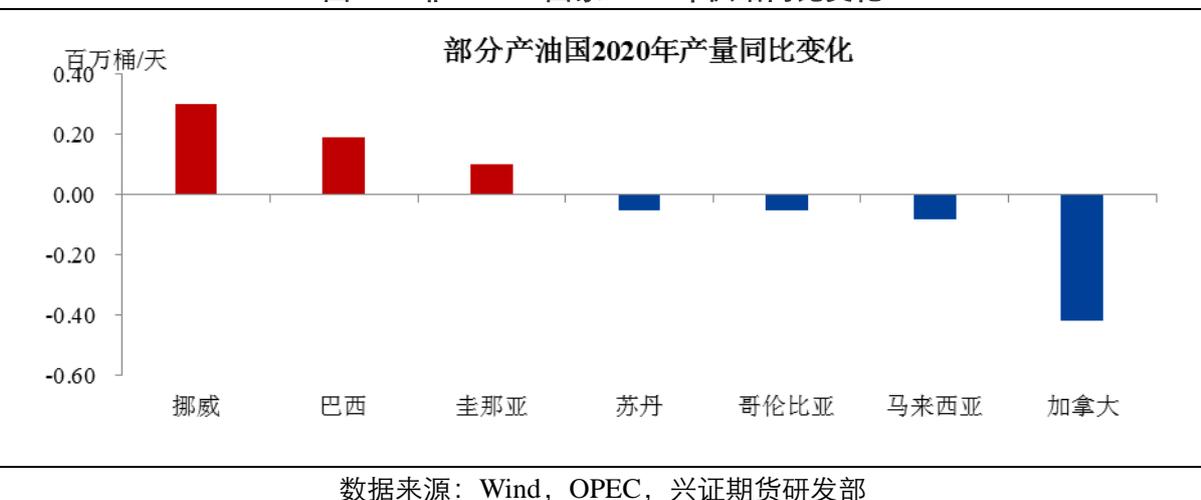




2.2.3 其他产油国可能趁机增产

由于 OPEC+和 G20 产油国分别达成了正式或非正式的减产协议，全球其他产油国大概率会趁油价反弹而增加产出，但由于产出占比较小，对全球供应市场有威胁可能仅有挪威、巴西、圭亚那等。据 OPEC 月报数据显示，预计挪威 2020 年全年产量增长 30 万桶/天，巴西增长 19 万桶/天，OPEC+及 G20 以外产油国总产出预计增长 70 万桶/天以内，对全球供应威胁有限。

图 12：非 OPEC 国家 2020 年供给同比变化



综上，我们认为，2020 年下半年全球产出将维持相对低位，以 2020 年 3 月为基准，全球总供应大约削减 500 万桶/天，从而对油价构成较好支撑。

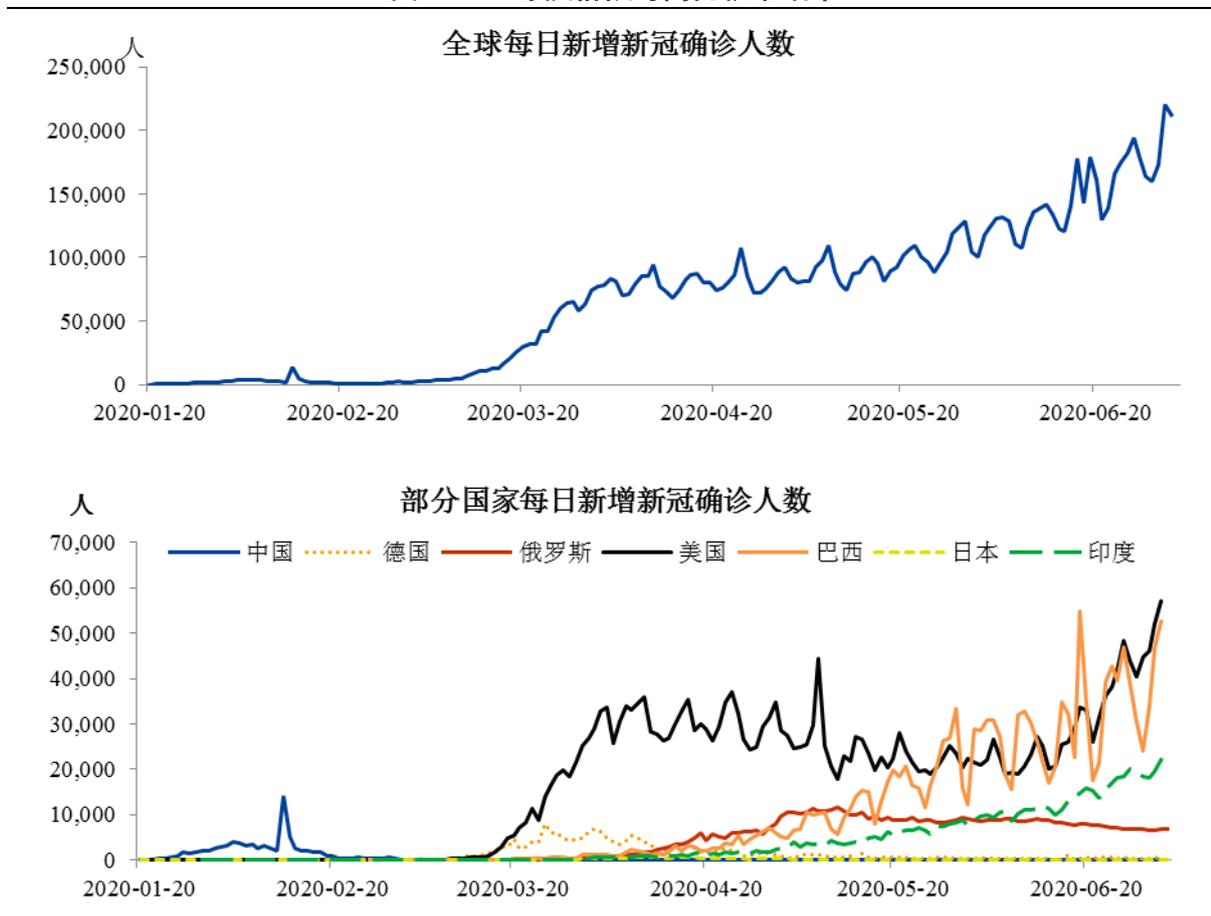
2.3 需求端：全球需求缓慢复苏

2.3.1 疫情仍未结束，但对需求损伤逐渐减少

2020 年上半年，全球疫情大爆发，中美欧等主要经济体季度 GDP 同比跌幅最高达 5% 以上，制造业 PMI 一度跌至 30 区间，交通降幅最高达 70%，全球需求遭到了史上最大规模的打击，

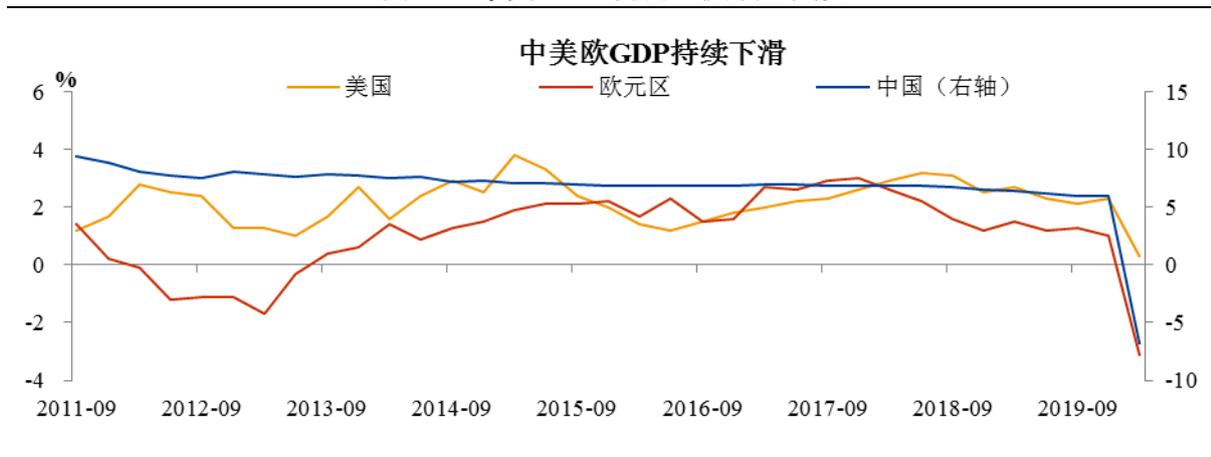
据 OPEC、EIA、IEA 等机构表示，全球石油需求降幅峰值达到了 2500 万桶/天以上。但随着中欧疫情基本控制，全球各国交通解封，因疫情带来的需求受损将自 5 月起逐渐恢复。

图 13：全球疫情段时间内很难结束



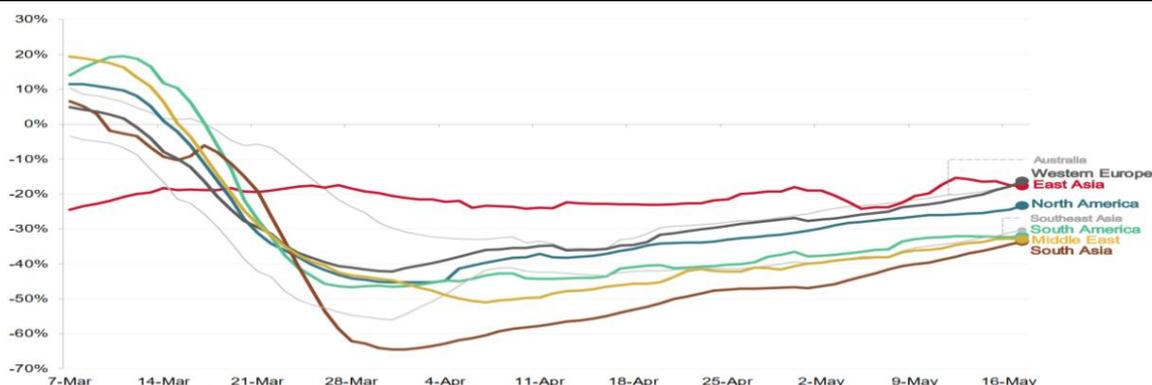
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：中美 GDP 同比一度跌至负值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: 部分国家交通最大降幅达到 70%，但已逐渐恢复



数据来源: Wind, Rystad Energy, 兴证期货研发部

图 16: 上半年全球需求跌幅创历史, 下半年持续复苏



数据来源: Wind, Rystad Energy, 兴证期货研发部

2.3.2 全球主要经济体下半年需求将持续复苏

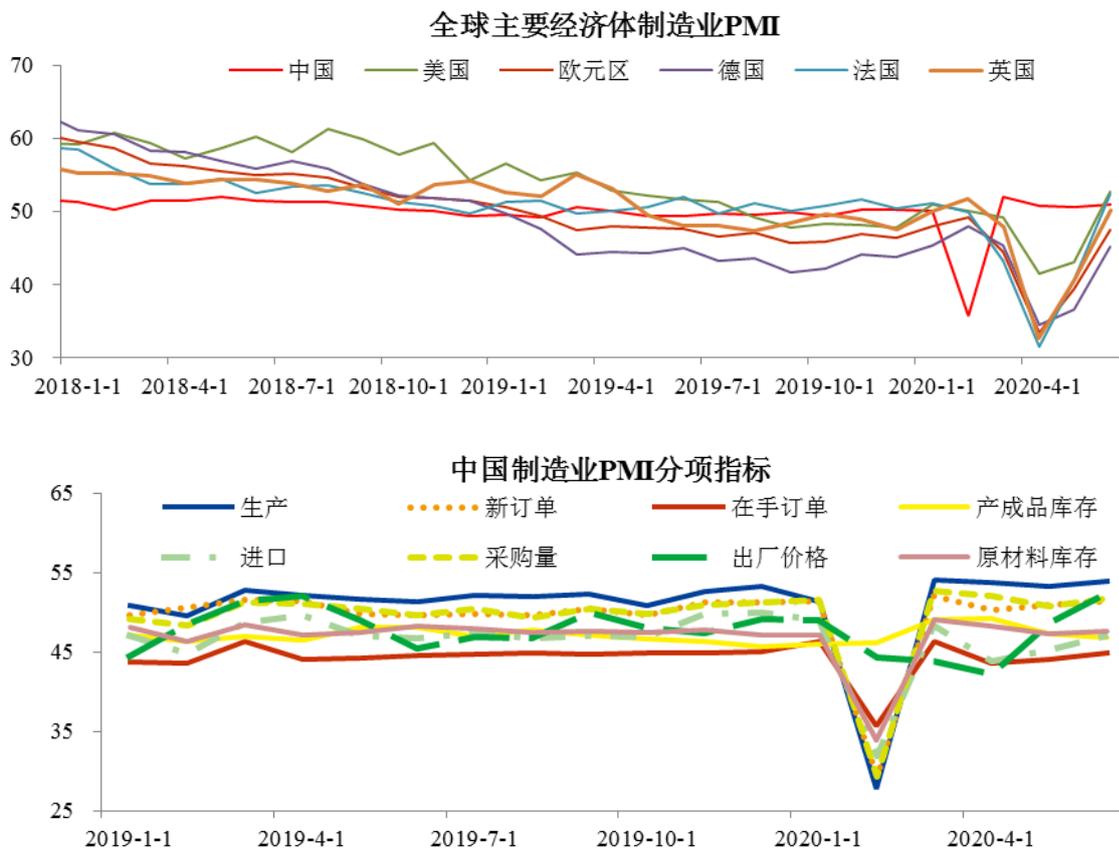
2020 年上半年, 全球经济严重下挫, 中美第一季度 GDP 分别录得 6.8%、4.8% 的同比跌幅, 制造业全线衰退, 但随着第一波疫情的逐渐控制, 中欧经济已出现明显复苏。

我们认为, 全球主要经济体将在 2020 年下半年持续复苏, 其中中欧复苏进程相对较稳, 美国复苏路径较为坎坷, 主要原因如下:

- A. 中国经济率先复苏, 原油需求持续增长
 - a. 中国新冠疫情控制较好, 自 3 月初至今, 每日新增确诊人数不足 100 人, 7 月至今每日新增确诊不足 10 人;
 - b. 制造业仅 2 月份出现衰退, 自 3 月至 6 月, 制造业 PMI 及生产、新订单、采购量分项连续 4 个月保持在枯荣线上方;
 - c. 中国 OECD 综合领先指标仅 2 月出现大幅下挫, 3 月至今持续反弹;
 - d. 国内规模以上工业企业运营恢复, 5 月工业增加值同比录得 4.4%, 利润总额同比增长 6.0%;
 - e. 国内固定资产投资完成加速, 2020 年 5 月录得同比 0.91% 的增长, 结束 2019 年 7 月以来的连续同比下滑;

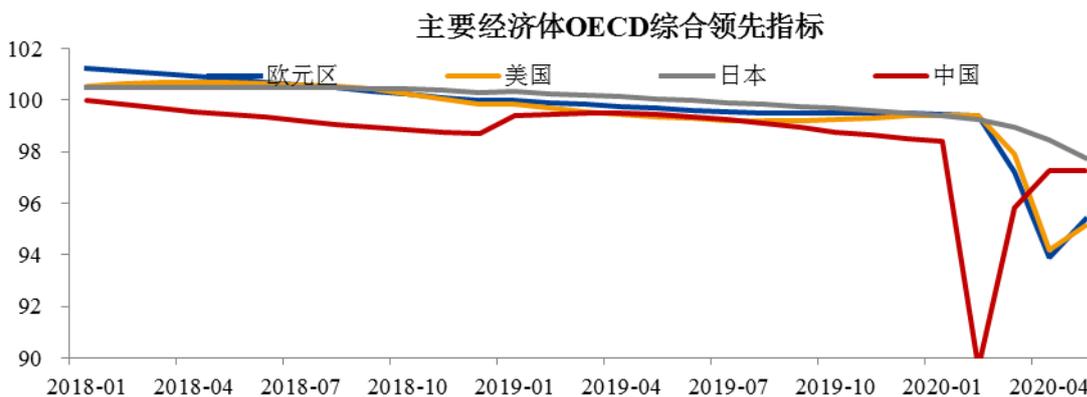
- f. 我国 2020 年 1-5 月原油进口维持在较高水平，总量同比增长 5.10%，其中 5 月同比增长 19.27%，从部分资讯机构披露的数据来看，6 月同比增长可能超 70%，进口需求旺盛有利于解决区域性供应过剩；
 - g. 国内原油加工量自 4 月起开始反弹，4 月同比增长 3.35%，5 月同比增长 11.57%，由于原油价格维持在较低水平，国内成品油价格存在保护机制，赚钱效应较好的情况下，国内炼厂开工近期将持续维持在较高位置，有利于原油需求的增长。
- B. 欧洲疫情基本可控，需求缓慢复苏
- a. 欧元区主要成员国德国、法国、意大利、西班牙疫情呈现缓慢下降趋势，暂时无二次爆发风险；
 - b. 欧元区、德国、法国、英国制造业 4 月见底后持续复苏，其中法国、英国 6 月制造业 PMI 均重回枯荣线上方；
 - c. 欧元区主要地区交通均以解封，据 Rystad Energy 数据显示，截至 6 月底，各国交通自低谷反弹持续反弹，目前同比仅减少 20%左右；
 - d. 尽管欧洲疫情得到遏制，但受累于库存高企，截至 5 月底，欧洲 16 国的炼厂开工率及原油加工量均未跟随制造业反弹趋势，鉴于去库速度缓慢，预计欧洲地区的需求复苏将相对平缓。
- C. 美国需求复苏存在较大隐忧
- a. 美国是目前全球疫情最严重的国家，且已出现二次爆发，但美国政府并未选择再次封闭商业活动，对需求的损伤程度相对有限；
 - b. 尽管疫情最严重，但美国的交通降幅并非最高，据 Rystad Energy 测算，美国交通最高降幅约 44%，远好于欧洲地区普遍 50%以上的降幅，且自疫情二次爆发之后，美国交通并未受到明显的负面影响；
 - c. 美国在全球主要经济体中的制造业损伤相对最小，且自 4 月见底后迅速恢复，6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 52.60 的高位，为 2019 年 5 月以来最高水平，且分项指标中新订单、产出、供应商交付、自有库存和物价指标均位于枯荣线上方；
 - d. 美国就业虽然持续好转，但仍存较大隐忧，4 月非农录得 2050 万人的降幅，虽然失业人员多为暂时性事业，且 5 月、6 月增长连续创历史，申领失业金的人数也在截至 6 月 27 日当周的连续 13 周好转，但永久性失业人群不断上升，6 月永久失业 282.5 万人，同比增长 114.83%；
 - e. 美国炼厂开工率自 4 月中旬开始持续反弹，截至 6 月 26 日，炼厂开工率已反弹至 75.5%的相对高位，但成品油库存出现了不断累库的现象，尤其是以工业需求为主的馏分燃料油/柴油库存持续创新高，暗示美国实际需求并未出现明显好转。

图 17: 中国制造业率先恢复, 且各分项指标表现较好



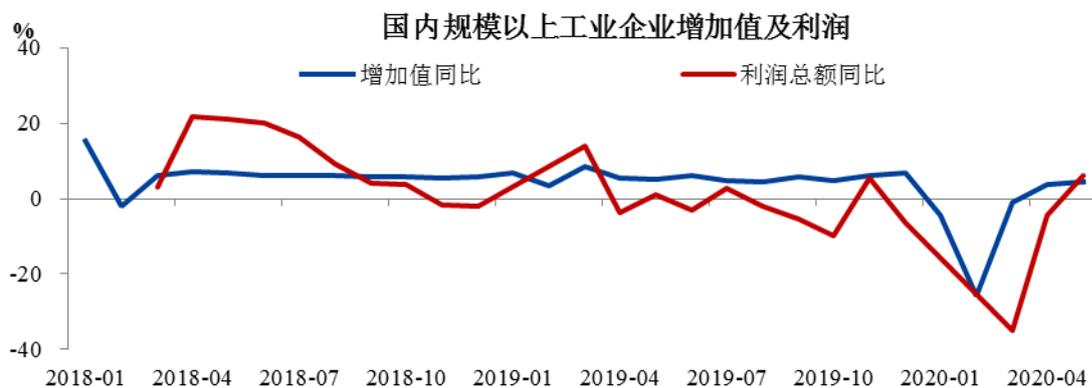
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 中国 OECD 综合领先指标率先反弹



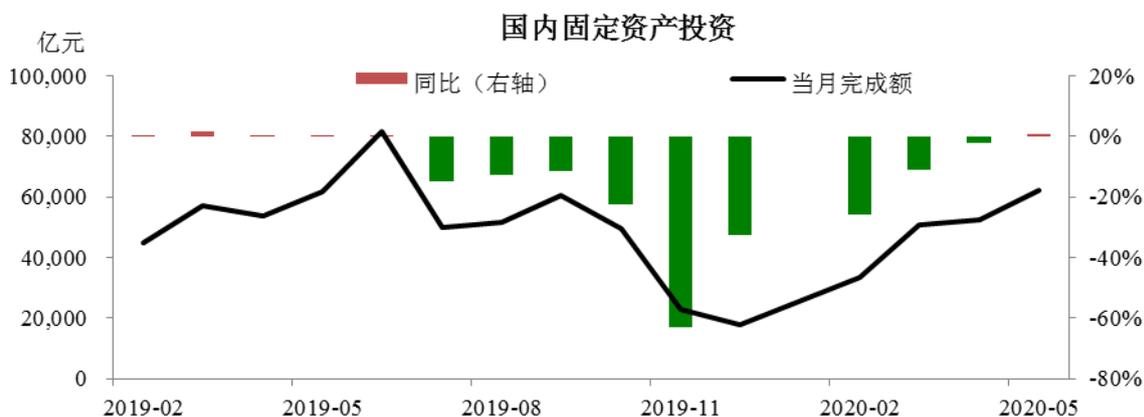
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 中国规模以上工业企业生产恢复较好



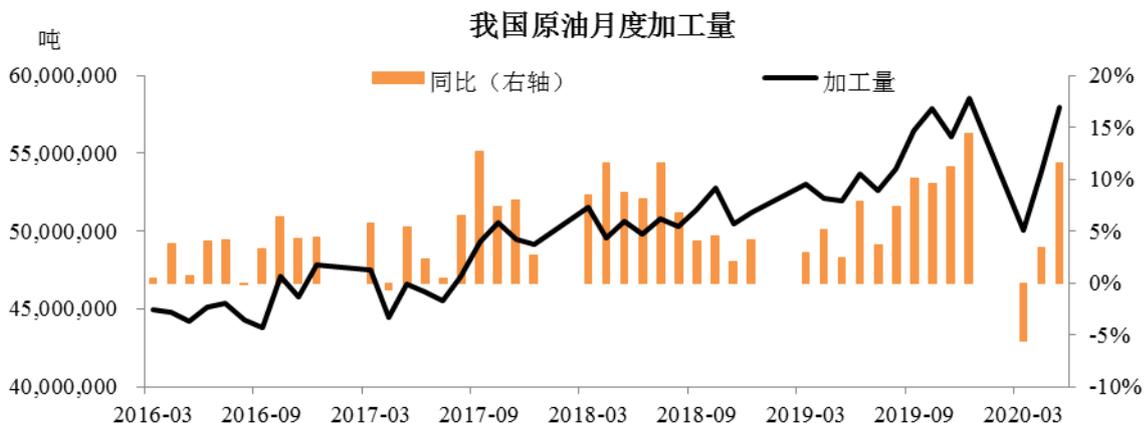
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 中国固定资产投资完成情况较好



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

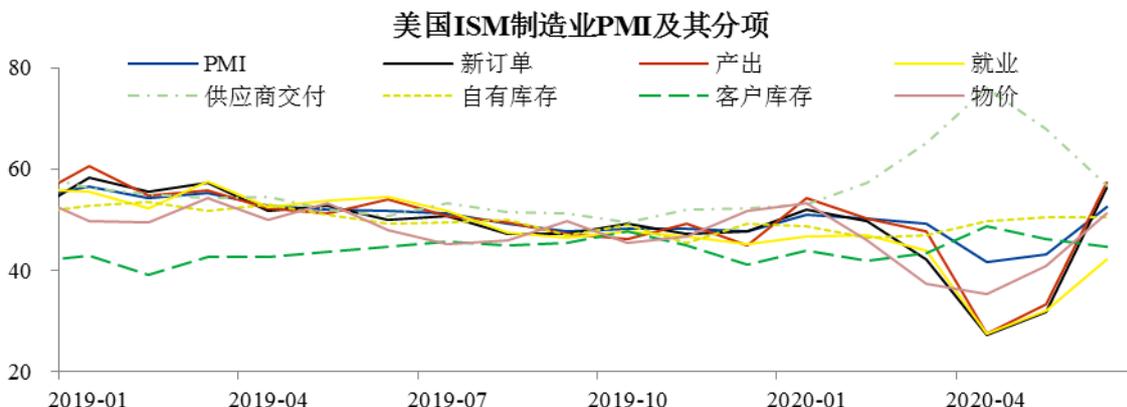
图 21: 中国原油进口量及加工量快速增长





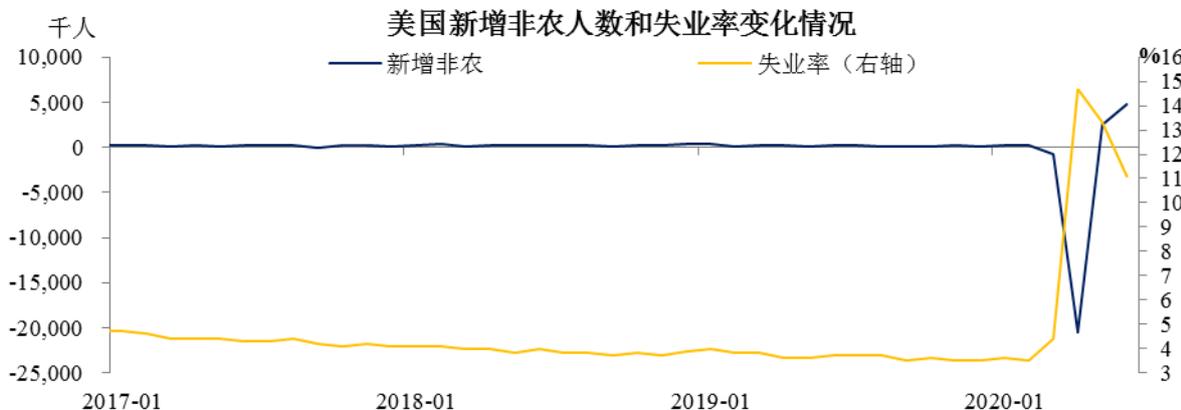
数据来源：Wind，国家统计局，兴证期货研发部

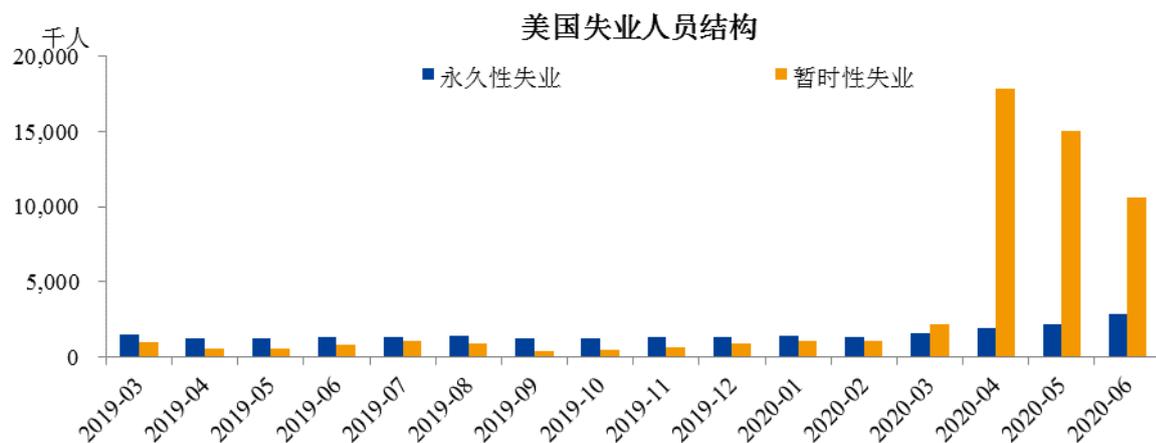
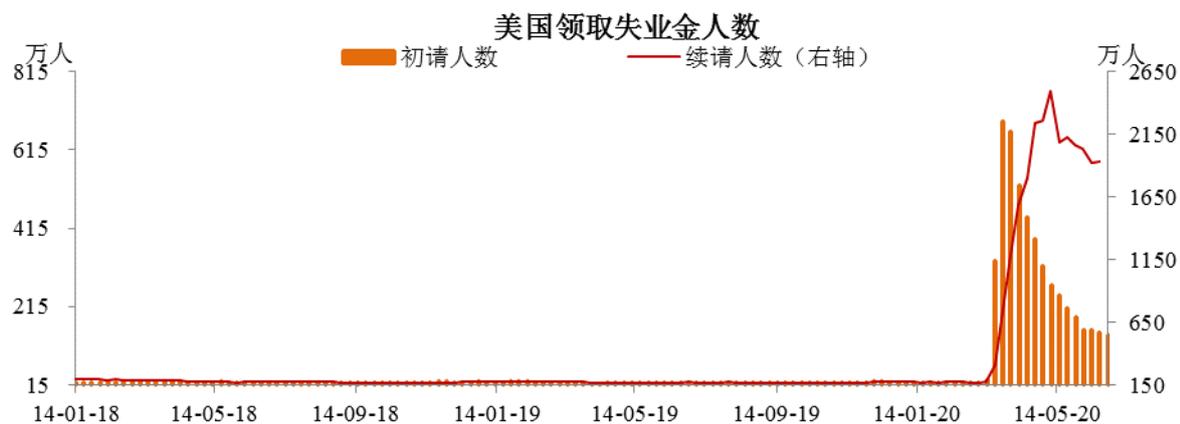
图 22：美国制造业受损最轻且恢复较快



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：美国就业恢复并非一帆风顺

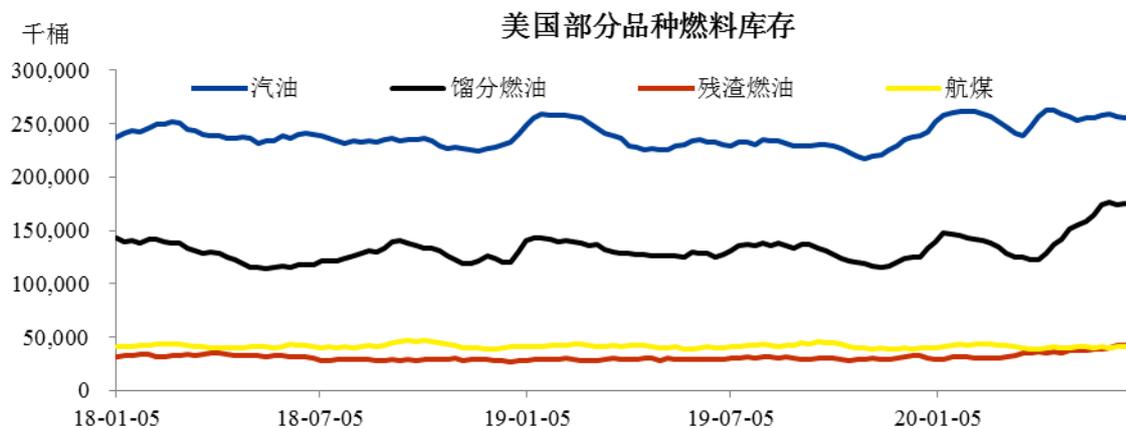
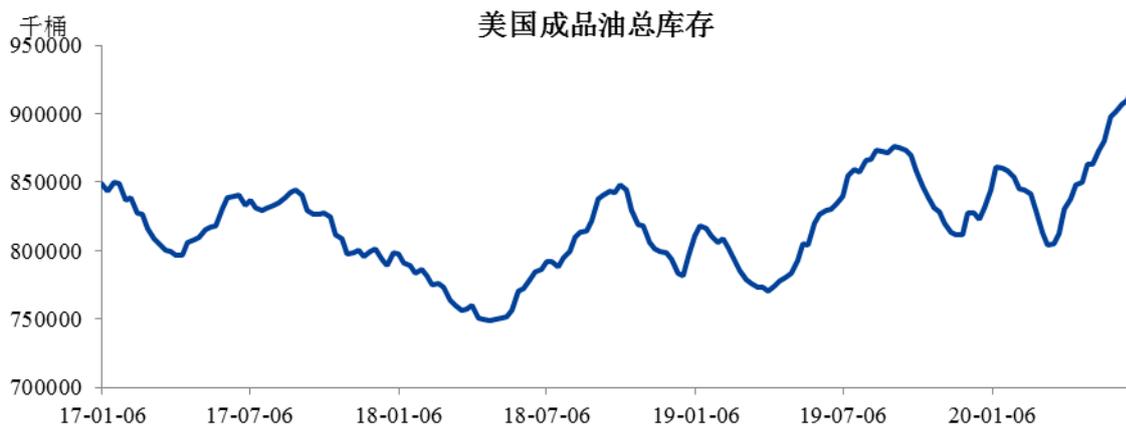




数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：美国炼厂开工率不断反弹，但成品油库存持续高企





数据来源：Wind, EIA, 兴证期货研发部

综上，我们认为，基于 OPEC 的大力减产，美国、巴西、挪威等产油国的潜在增产将很难使得全球供应再度过剩，而中国领衔的全球需求复苏也将平稳进行，预计 2020 年下半年全球石油供应过剩将持续改善，3 季度末供需将重归平衡，4 季度存在供不应求的可能。

3.操作建议

综上，由于中长期看好全球石油重归供需平衡，且随着市场对于疫情的担忧情绪持续消退，预计油价中枢将继续上移，但短期由于美国需求不确定性较大，且存在 OPEC 减产协议第一阶段向第二阶段过渡的问题，市场多头热情可能不足，建议短期持多观望，中长期逢低增多。

底部不断夯实，但基本面限制反弹高度

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：林玲

0591-88560882

linling@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020年上半年，甲醇期现货行情经历极速下挫后横盘震荡：截止到6月30日，郑醇指数收盘价1774元/吨，较1月2日收盘价2196元/吨下跌19.2%；内蒙甲醇现货价1360元/吨，比1月2日1755元/吨下跌22.5%；山东淄博甲醇现货价1530元/吨，比1月2日2050元/吨下跌25.4%；江苏甲醇出罐价1585元/吨，比1月2日2185元/吨下跌27.5%；华南甲醇出罐价1595元/吨，比1月2日2135元/吨下跌25.3%；CFR中国主港中间价157.5美元/吨，比1月2日227.5美元/吨下跌30.8%。

● 后市展望

从国内供应来看，三季度开始，前期内地春检装置逐步复工，宁夏宝丰实现量产，供应整体充足。但煤价和天然气成本居高不下，或将影响阶段性内地甲醇开工率。进口方面，今年海外甲醇需求走低，美金价格低位，进口顺挂，上半年进口量再创新高，但近期高额滞港费和超期仓储费在一定程度上打击贸易商进口积极性，不过进口甲醇始终具备成本优势，预计下半年进口大概率维持高位。需求来看，6-8月是甲醇传统需求淡季，甲醇制烯烃方面三季度也有较多西北地区CTO装置检修，需求整体进一步改善空间不大。库存方面，由于今年甲醇供过于求状态明显，港口“高库存、低库容”的状态持续。

对于下半年行情，从国内外宏观和原油的情况来看，已经较一二季度出现明显好转，大宗商品包括甲醇的底部也被不断夯实。但从甲醇基本面看，整体供过于求的格局短期难以出现质的变化，也在一定程度上限制后续甲醇的反弹高度。除非低价进口甲醇冲击内地，导致内地生产成本较高的甲醇企业开工明显下降，甲醇供应过剩的格局才能出现明显变化。

- **策略建议**

由于甲醇底部较为牢固，建议可逢低建立中长线多单。

- **风险提示**

疫情二次爆发。

1.期现货行情回顾

2020年春节后，新冠疫情在国内外蔓延。郑醇期价不断走低，并在4月初创出上市以来新低，郑醇指数最低跌至1577元/吨。进入二季度，郑醇期价持续横盘整理：(1)原油方面，全球油市胀库的利空出尽，OPEC+重启大规模减产，国内外油价开启底部反弹，WTI最高冲至40美元/桶以上，在原油的带动下，化工品整体修复上行。(2)从甲醇自身基本面来看，“高供应、高库存、低消费”的格局延续，今年甲醇内地春检延迟，且检修力度有限，进口持续高位，港口地区库容紧张，库存整体不断走高，同时需求方面恢复不及预期，甲醇基本面延续供过于求的格局。截止到6月30日，郑醇指数收盘价1774元/吨，较1月2日收盘价2196元/吨下跌19.2%。

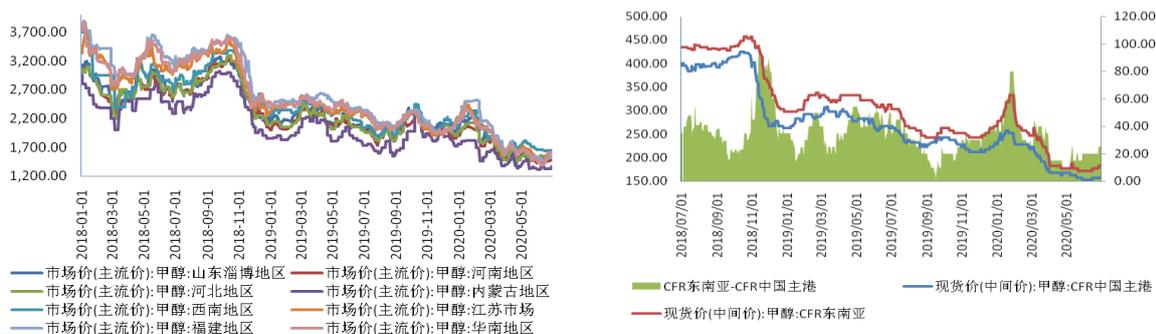
甲醇现货走势整体和期货相近，也是一季度下跌，二季度横盘。截止到6月30日，内蒙甲醇现货价1360元/吨，比1月2日1755元/吨下跌22.5%；山东淄博甲醇现货价1530元/吨，比1月2日2050元/吨下跌25.4%；江苏甲醇出罐价1585元/吨，比1月2日2185元/吨下跌27.5%；华南甲醇出罐价1595元/吨，比1月2日2135元/吨下跌25.3%。外盘方面，6月30日CFR中国主港中间价157.5美元/吨，比1月2日227.5美元/吨下跌30.8%。

图表 1：郑醇指数期货价格走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

图表 2：国内主要地区甲醇现货价格及甲醇进口价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.供需面分析

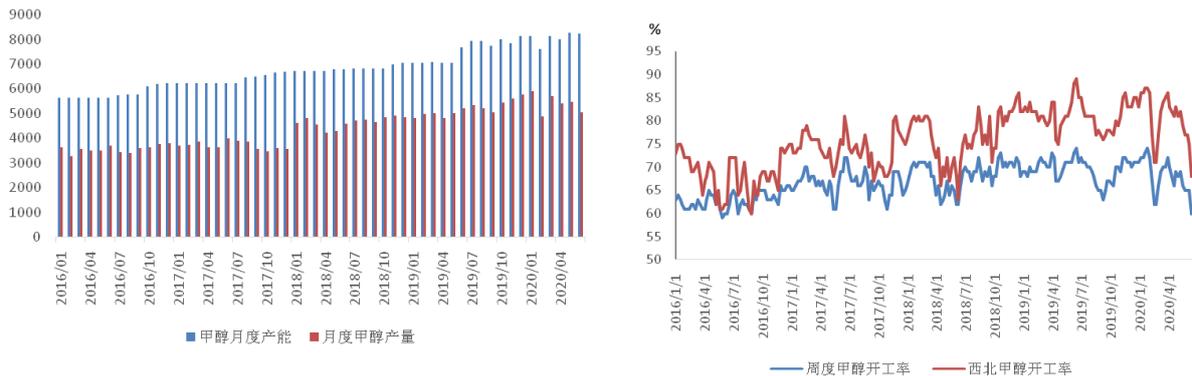
2.1 国内供应

今年上半年，虽然内地甲醇生产企业经历了2月份被迫降负荷和4-6月例行春季检修，但国内甲醇供应量整体依旧较为充足。根据卓创数据，2020年1-6月份我国甲醇总产量为3242.7万吨，同比增幅8.8%。

装置检修方面，今年受疫情影响，2月中下旬部分甲醇企业因胀库被迫降负荷或停车检修，全国开工率最低降至62%，西北开工率最低降至71%。由于2月份已经经过一轮停车，因而今年主产区甲醇春检较往年有所推迟，主要集中在二季度，部分工厂甚至将检修计划推迟至下半年的秋检。春检期间国内甲醇开工率下降较为明显，4月国内平均开工率为68.2%，西北平均开工率为82%；5月国内平均开工率为66.3%，西北平均开工率为78.8%；6月国内平均开工率为61.8%，西北平均开工率为70.5%。

新装置方面，今年上半年国内投产的最大的一套装置就是宁夏宝丰二期220万吨甲醇项目，该项目已于5月29日正式产出合格品，6月达到正常量产。陕西精益、山东恒信、晋煤中蒙等新装置后续也将陆续投产。

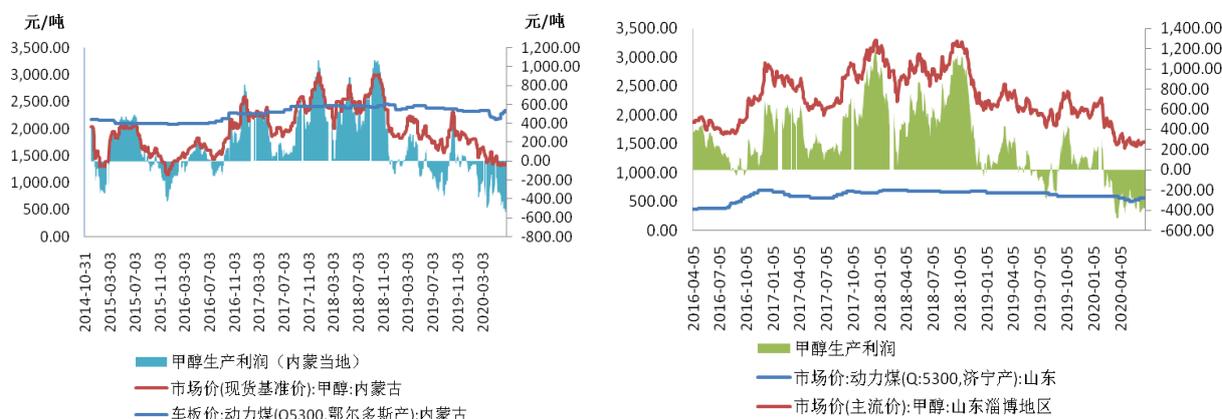
图表 3：国内甲醇产量及周度开工率



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从生产利润来看，今年甲醇生产利润进一步走低，亏损幅度整体有所扩大。以煤制甲醇为例，春节后，受疫情影响甲醇价格迅速下探，而煤价相对坚挺，煤制甲醇生产利润持续走低，2月、3月和4月内蒙煤制甲醇平均利润分别为-261元/吨、-345元/吨和-316元/吨。进入5月份，随着原油显著反弹，甲醇等化工品重心整体上移，甲醇生产利润小幅修复，5月内蒙煤制甲醇平均利润为-270元/吨。6月，受迎峰度夏影响，煤炭涨幅扩大，甲醇整体震荡，因而6月内蒙煤制甲醇平均利润再度下探至-454元/吨。由于国内天然气成本较高，因而天然气制甲醇的亏损幅度更大。近期，受亏损严重影响，部分内地天然气制甲醇企业停车检修，包括青海中浩和重庆卡贝乐等。

图表 4：内蒙和山东甲醇生产利润情况



数据来源：Wind，兴证期货研发部

装置方面：正在检修或即将检修的装置包括：新疆广汇、中天合创、内蒙新奥、内蒙国泰、内蒙九鼎、内蒙易高、延长中煤榆林、中煤榆林、甘肃华亭、宝泰隆。近期即将重启的装置包括：中煤远兴、蒲城能源、建滔潞宝、兖矿国宏、新能凤凰、华鲁恒升。

图表 5：国内甲醇装置情况

地区	厂家	产能	原料	装置检修运行动态
西北	青海盐湖	140	煤+天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	青海中浩	60	天然气	其甲醇装置月内短暂停车，目前运行中
	青海桂鲁	80	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	新疆广汇	120	煤	其甲醇装置目前运行正常，计划 6 月底检修
	新疆天业	30	煤	其甲醇装置目前仍在检修中，恢复时间待定
	巴州东辰	48	煤+天然气	其 18 万吨/年天然气甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定；其 30 万吨/年煤制甲醇重启待定
	中天合创	360	煤	其甲醇装置于 6 月 3 日附近检修，计划检修 40 多天；其烯烃装置同步检修
	大唐多伦	168	煤	其甲醇装置月内降负运行，目前正常运行
	苏里格	33	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	内蒙新奥	120	煤	其 1 套 60 万吨/年甲醇装置于 6 月 8 日夜停车检修，计划检修 42 天
	中煤远兴	60	煤	其甲醇装置计划 6 月 30 日产出产品
	内蒙古国泰	40	煤	其甲醇装置于 6 月 22 日夜停车，计划检修 30 天

	内蒙古九鼎	10	煤	其甲醇装置于6月20日停车检修,恢复时间待定
	内蒙易高	30	煤	其甲醇装置目前运行正常,计划7月1日开始检修30天
	延长中煤榆林	180	煤	其甲醇装置6月21日开始停车检修,计划检修45天
	中煤榆林	180	煤	其甲醇装置于6月29日开始停车检修,计划检修40天
	蒲城清洁	180	煤	其甲醇装置于6月21日附近产出产品,计划6月24日恢复满负荷运行
	咸阳化学	60	煤	其甲醇装置于3月29日附近停车,恢复时间待定
	甘肃华亭	60	煤	其甲醇装置于6月23日开始半负荷运行,恢复时间待定
华北	新绛中信	10	焦炉气	其甲醇装置于2019年4月20日左右停车,恢复时间待定
	山西建滔潞宝	40	焦炉气	其部分甲醇装置于6月27日恢复正常运行
华东	兖矿国宏	67	煤	其甲醇装置计划7月份双炉运行
	新能凤凰	92	煤	其部分甲醇装置于6月24日晚恢复正常运行
	明水大化	60	煤	其甲醇装置计划7月中下旬检修12-15天
	山东鲁西	80	煤	其甲醇装置于5月8日停车,恢复时间待定
	华鲁恒升	170	煤	因乙二醇装置检修7月份甲醇供应量预期增加
河南	河南中新	35	煤	其甲醇装置于2019年12月27日晚停车,恢复时间待定
	河南豫北	45	煤	其15万吨/年甲醇装置于6月27日附近产出产品;其30万吨/吨装置持续停车中
	鹤壁煤化工	60	煤	其甲醇装置于6月27日附近产出产品,目前运行正常
	中原大化	50	煤	其甲醇装置计划7月初恢复运行
西南	卡贝乐	85	天然气	其甲醇装置现已点火,计划7月初产出产品
	云南昆钢	10	焦炉气	其甲醇装置于3月28日附近停车,恢复时间待定
东北	宝泰隆	70	煤+焦炉气	其10万吨/年甲醇装置于6月27日停车检修,计划12天左右

数据来源:卓创资讯,兴证期货研发部

三季度开始,前期内地春检装置逐步复工,新投产装置进入量产,国内供应整体依旧充足。但三季度迎峰度夏时期煤价整体坚挺,天然气成本居高不下,甲醇生产亏损状态或将影响阶段性国内开工率。

2.2 进口

今年我国甲醇进口量依旧居高不下。根据国家统计局数据,2020年1-5月我国甲醇进口量470.4万吨,同比增幅25.7%;根据卓创预估,6月份甲醇进口量为115万吨,同比增幅26.8%。之所以今年甲醇进口量进一步放大,主要原因有:一是近年国外特别是伊朗的甲醇新装置投产较多;二是受疫情影响,今年海外甲醇需求走低,以美金结算的甲醇进口成本持续下行,进口顺挂。

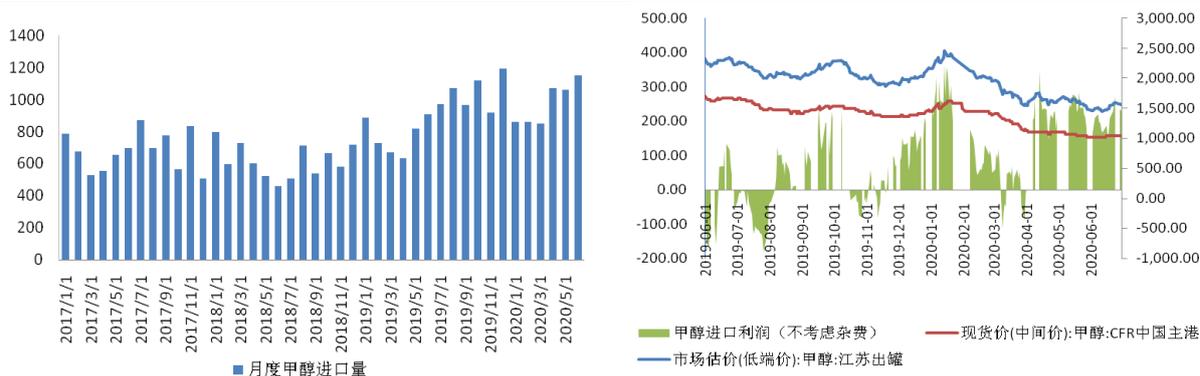
目前,伊朗甲醇装置多运行平稳。ZPC两套合计330万吨装置运行负荷7成左右;230万吨Kaveh装置开工6-7成附近,后期全面提负;Marjan年产165万吨装置负荷维持中高水平;Fanavaran年产100万吨装置开工6-7成附近;今年投产的165万吨Busher装置运行7-8成;165万吨Kimiya装置运行6-7成。非伊朗装置方面,沙特Ar-Razi年产175万吨装置运行平稳;特立尼达和多巴哥572万吨甲醇装置整体运行负荷5-6成;委内瑞拉三套合计255万吨装置运行负荷65%左右。另外,俄罗斯100万吨Tomsk装置计划8月份检修,Metafrax年产120万吨装置计划8-9月份检修;挪威Equinor90万吨装置停车中;马来西亚石油170万吨大甲醇装置已重启。总体来说,在我国进口占比较大的中东地区甲醇装置运行较平稳。

今年以来,受国外疫情扩散影响,以美金结算的甲醇进口成本持续下行,进口顺挂。6月

中旬，CFR 中国主港价格跌至 152.5 美元/吨，创下 08 年以来的新低，换算出的甲醇进口成本约为 1360 元/吨，以当时江苏甲醇出罐价 1470 元/吨计算，进口利润在 100 元/吨以上。但今年甲醇港口罐容持续紧张，为加快货物流转，5 月开始华东多数库区纷纷提高超期仓储费，导致甲醇进口实际利润明显下降，再加上高额的滞港费，在一定程度上削弱贸易商进口积极性。

虽然短期仓储费提升在一定程度上削弱了贸易商进口积极性，但由于世界范围内甲醇供应过剩，预计后续进口维持高位的概率较大。但进口甲醇始终具备成本优势，后续预计进口低价货源将冲击内地，从而进一步影响内地甲醇生产企业特别是成本较高的企业的开工积极性。

图表 6：甲醇进口量及进口利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.3 库存

今年对于液体化工品来说，港口库容紧张的问题一直无法得到有效解决。4 月中旬开始，甲醇交割问题就一直备受市场关注。为应对交割不确定性，郑商所连续增设永安资本、上期资本、浙江杭实、海油富岛、江阴金桥、南京诚志为甲醇指定交割厂库，增设江苏德桥、扬州恒基达鑫为甲醇交割仓库。今年 5 月，甲醇期货完成交割 21.7 万吨，创历史新高。近期，为加速货物周转，常州建滔、长江石化、太仓阳鸿等主力库区提高超期仓储费。

目前港口库存来看，截至 6 月 30 日，卓创沿海甲醇库存为 128.1 万吨，较 6 月初上涨 2.5 万吨。从船期看，由于海外甲醇需求走低，更多进口货流向中国，虽然高额的滞港费用和上调的仓储费增加了进口成本，但 6 月份整个月到港船期依旧超过了 110 万吨，港口高库存的状态短期无法改变。

内地方面，根据隆众数据，截至 6 月 24 日西北地区甲醇库存大约 31.9 万吨，与 6 月初基本持平。受需求悲观预期影响，内地仍有可能主动去库存，但今年传统下游企业普遍存在一定原料库存，因而内地整体去库速度缓慢。

总体来说，今年甲醇“高库存、低库容”的状态短期无法得到有效改变。三季度开始，如果沿海甲醇进口成本能进一步降低，进口甲醇冲击内地，或许港口高库存的状况能够得到一定程度的缓解。

图表 7：甲醇港口库存及内地库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.4 需求情况

今年以来，疫情对甲醇下游需求的消极影响持续无法消退，特别是甲醇传统下游。今年甲醇下游需求情况不佳一直成为限制甲醇上涨的重要因素。

一季度主要受疫情影响，甲醇传统下游几乎停滞；二季度，甲醇下游需求开始逐步恢复，但整体进度一般，各行业开工率均大幅低于去年同期。根据卓创数据，6月份国内甲醛行业平均开工率为22.4%，去年同期开工率为32.6%，6-8月通常是南方的雨季，北方步入农忙时节，加之近期环保检查严格限制板材厂开工，甲醛需求转淡；6月份国内二甲醚平均开工率为20.9%，去年同期开工率为33.2%，后续随着气温升高，二甲醚需求也将转淡；6月份醋酸平均开工率为59.8%，去年同期开工率为67.5%；另外，MTBE、DMF等行业库存较大，后续主要刚需采购为主。每年6-8月通常都是甲醇传统需求淡季，预计三季度开始，甲醇传统下游开工仍维持低位，观察后续“金九银十”恢复情况。

新兴需求方面，6月国内甲醇制烯烃平均开工率为75.3%，去年同期为83.8%。今年甲醇制烯烃利润创新高，开工率整体较高，近期受装置检修影响有所回调。新装置方面，今年甲醇制烯烃装置新投产较少：4月14日，吉林康乃尔化工年产60万吨甲醇制烯烃及配套项目一期工程正式投料试车，5月初与下游企业签署乙烯产品供货合同，但装置后市持续生产并不乐观；天津渤化60万吨MTO计划年底投放，对今年影响不大。装置检修方面，陕西蒲城清洁能源甲醇制烯烃装置自5月10日开始陆续停车检修，预计近期重启；中天合创、延长中煤目前停车检修中；神华宁煤、大唐多伦及宁夏宝丰二期装置计划7月检修；中煤陕西榆林、中煤蒙大、神华包头、神华新疆等三季度均有检修计划。可见，三季度西北CTO装置检修较为集中。

从需求来看，6-8月是传统需求淡季，预计传统需求开工将维持低位，观察今年“金九银十”的情况；新兴需求方面，三季度西北CTO装置检修较为集中，甲醇制烯烃开工提升空间有限。因此，下半年需求端的驱动依旧较差，将在一定程度上继续给甲醇价格施压。

图表 8：甲醇制烯烃装置情况

企业名称	所在地	装置 产能	原料甲 醇产能	目前运行情况
神华宁夏煤业	宁夏	100	352	2套50万吨/年MTP装置正常运行，月内部分甲醇外采
大唐国际发电公司	内蒙	46	168	MTP装置满负荷运行
神华包头煤化	内蒙	60	180	MTO装置目前正常运行中
中石化中原石化公司	濮阳	20	—	MTO装置目前运行正常，计划7月份检修
宁波富德	宁波	60	—	MTO装置稳定运行中
南京诚志（南京惠生）清洁能源有限公司	南京	29.5	50	MTO装置6月中旬停车12天，现已恢复正常
延长中煤榆林能化有限公司	靖边	60	180	MTO装置于6月25日附近停车检修，计划检修40天
中煤榆林能源化工有限公司	横榆	60	180	MTO装置运行正常，计划7月2日开始停车检修
山东寿光鲁清	寿光	20	—	装置停车中
陕西蒲城清洁能源化工公司	蒲城	70	180	MTO装置于6月27日逐步提升负荷，月底运行基本正常
宁夏宝丰	宁夏	60	172	其MTO装置正常运行
山东联泓新材料有限公司	滕州	37	—	因下游故障，6月8-15日短停一周，目前正常
山东鲁深发	东营	20	—	装置停车
山东玉皇	菏泽	10	—	停车中
山东瑞昌石化	东营	10	—	停车，重启时间待定
沈阳蜡化	沈阳	10	—	装置停车，重启待定
山东华滨科技	东营	18	—	停车中
兴兴能源	嘉兴	69	—	目前装置稳定运行中。
阳煤恒通	山东	30	20	装置故障，6月29日停车，预计一周左右恢复
神华榆林	榆林	60	—	其MTO装置满负荷运行，甲醇正常外采
山东大泽	菏泽	20	—	停车中
中煤蒙大	内蒙	60	—	MTO装置满负荷运行，甲醇正常外采
神华新疆	新疆	68	180	MTO及甲醇装置目前运行正常
中天合创	鄂尔多斯	137	360	6月3日开始MTO装置停车检修，部分甲醇外销
富德（常州）能源发展有限公司	常州	30	—	MTO装置处于停车状态，具体重启时间待定。
江苏斯尔邦（盛虹）石化	连云港	80	—	目前稳定运行中
青海盐湖	青海	30	140	其MTO装置仍在停车中
延长延安能源化工有限公司	富县	60	180	其MTO装置满负荷运行
内蒙古久泰	鄂尔多斯	60	100	其MTO装置目前满负荷运行中
南京诚志（二期）	南京	60	—	装置稳定运行中。
中安联合	淮南	60	180	其MTO装置正常运行中
宁夏宝丰（二期）	宁夏	60	220	其MTO装置正常运行
吉林康奈尔	吉林	30	—	其MTO装置负荷不高，甲醇正常外采

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图表 10: 甲醇制烯烃利润及盘面利润



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.后市展望

从国内供应来看, 三季度开始, 前期内地春检装置逐步复工, 宁夏宝丰实现量产, 供应整体充足。但煤价和天然气成本居高不下, 或将影响阶段性内地甲醇开工率。进口方面, 今年海外甲醇需求走低, 美金价格低位, 进口顺挂, 上半年进口量再创新高, 但近期高额滞港费和超期仓储费在一定程度上打击贸易商进口积极性, 不过进口甲醇始终具备成本优势, 预计下半年进口大概率维持高位。需求来看, 6-8月是甲醇传统需求淡季, 甲醇制烯烃方面三季度也有较多西北地区CTO装置检修, 需求整体进一步改善空间不大。库存方面, 由于今年甲醇供过于求状态明显, 港口“高库存、低库容”的状态持续。

对于下半年行情, 从国内外宏观和原油的情况来看, 已经较一二季度出现明显好转, 大宗商品包括甲醇的底部也被不断夯实。但从甲醇基本面看, 整体供过于求的格局短期难以出现质的变化, 也在一定程度上限制后续甲醇的反弹高度。除非低价进口甲醇冲击内地, 导致内地生产成本较高的甲醇企业开工明显下降, 甲醇供应过剩的格局才能出现明显变化。

聚丙烯不过看高，聚乙烯时不可失

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上半年走势可谓跌宕起伏，PP及L走出了“V”型趋势，由年初的疫情爆发到原油价格战，再到国内疫情缓和、国外疫情爆发，整体呈现先跌后涨的走势。疫情及宏观事件频发贯穿整个上半年，也直接导致了聚烯烃行情的巨幅波动。

● 总结和展望

展望下半年，我们对L的走势较PP更为看好，原因有以下几点：

1. 供应端产能扩张：从报告分析来看，PP产能增量预计高于PE产能增量，且PP现货升水期价较多，L现货基本贴水期价，在产能激增下PP价格走跌的可能性更高；

2. L进口不确定性较高，信息面或利好：虽然PP进口依存度较低，对进口货源反应较为冷淡，但L受国际政治事件影响，进口船期混乱已初见端倪，且下半年外商经过前期抛售库存已较低，随着国外复工复产的需求增加，输入我国的进口量或不及预期，为L下半年做多提供更多阶段性机会；

3. L需求韧性更强：较PP而言，L在一次性膜料、农膜等方面有着天然的需求韧性，且PP更依赖于汽车、家电、基建等终端需求的复苏及新兴需求的发展，故L的需求确定性更强，韧性也更足。

● 策略建议

PP&L：PP逢高沽空，三季度等待L-PP价差回归做多。

● 风险提示

新产能上场延迟；地缘政治；进口超预期；油价异动。

1. 聚烯烃上半年期货行情回顾

上半年走势可谓跌宕起伏，PP 及 L 走出了“V”型趋势，由年初的疫情爆发到原油价格战，再到国内疫情缓和、国外疫情爆发，整体呈现先跌后涨的走势。疫情及宏观事件频发贯穿整个上半年，也直接导致了聚烯烃行情的巨幅波动。我们将上半年行情分为以下几个阶段：

年初-2月上旬：国内新冠疫情全面爆发，经济发展几近停滞，直接导致传统需求几近消失，但医疗用品需求的上涨已初见端倪，整体来看 PP 下跌趋势不及 L 也为后续 PP 纤维料、熔喷料炒作带来的巨幅反弹深埋铺垫；

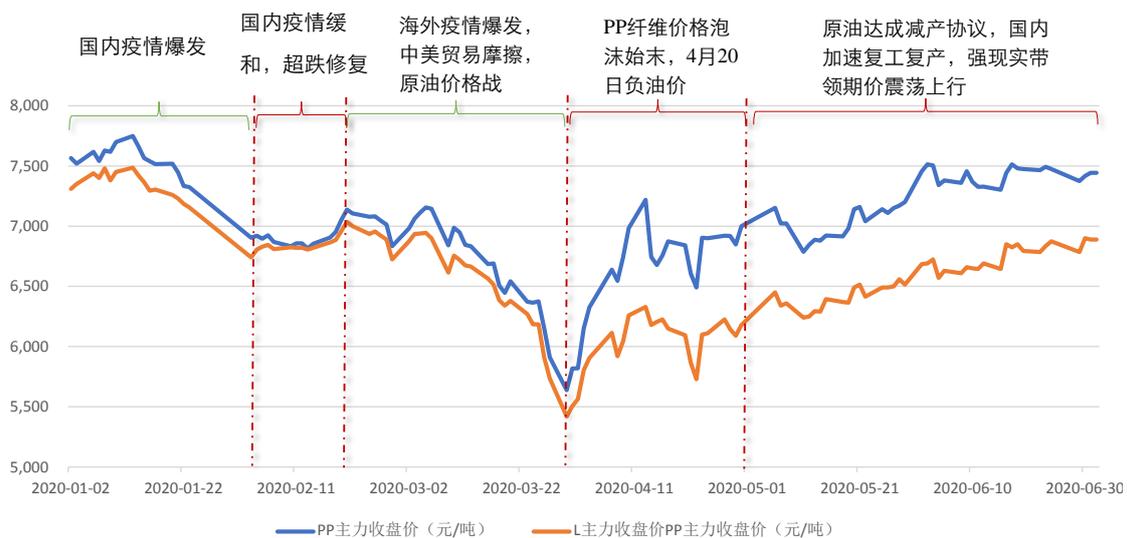
2月上旬-3月上旬：国内疫情逐渐缓和，虽然传统需求和物流均回复缓慢，但在有医疗用品需求托底和塑料包装业快速恢复的情况下，PP 及 L 超跌修复；

3月上旬-4月上旬：好景不长，国内疫情缓和之下国外疫情迅猛爆发，出口型企业订单被大量砍单，叠加中美贸易战升级、OPEC+减产谈判反复，市场普遍对未来存悲观预期。原油开启暴跌模式，中美贸易摩擦不断，PP 及 L 恐慌式下跌；

4月上旬-5月上旬：就基本面而言，物流及复工复产恢复良好，下游医疗用品、膜料及包装类需求的恢复也迅速拉低显性库存，为聚烯烃炒作营造了良好的国内基本面。就资金面炒作而言，国内外口罩、防护服等医疗用品订单大幅上涨、纤维料供不应求及熔喷布严重不足成为资金炒作契机，PP 价格大幅上行，达到前期高点，L 也跟随上行，但后续政府重拳出击，从江苏省打击劣质口罩生产链，关停数百家小作坊到发改委严查炒作大户，并严肃整治纤维料超高价销售行为，PP 纤维料炒作也告一段落，同时 4 月 20 日美油负油价事件的出现也重创国内化工商品走势，PP 及 L 冲高回落；

5月上旬-至今：海外疫情仍在迅猛爆发，但 OPEC+减产协议达成，上游原油逐渐回归 40 美元/桶正常水平，国内物流、供应及需求以基本恢复正常，聚烯烃有医疗用品正产需求托底、供应端进入集中检修、库存降至往年中低位，整体供需面呈健康态势，PP 及 L 强现实格局带领期价再次震荡走高。

图 1：聚烯烃主力合约上半年行情



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.

2.PP 基本面分析

2.1 供需平衡图及后市供需预测

回顾上半年，国内总供应量大致在 1227 万吨，同比增长 12%，进口量约在 264 万吨，同比增长 60%，消费量约在 1435 万吨，同比增长 17%，整体处于供需相对平衡的状态，两油库存也从最高 133 万吨降至 66.5 万吨正常位，表明 PP 上半年在国内疫情缓和后产业链恢复较好，供需面处于相对平衡状态。

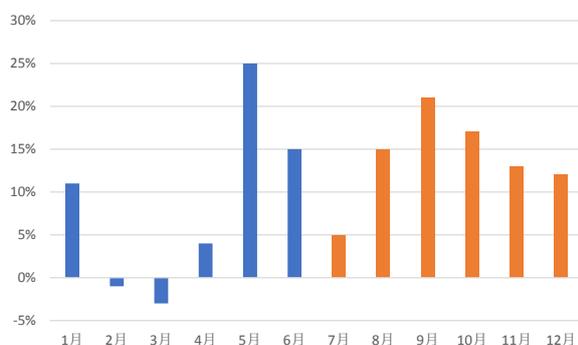
展望下半年，7 月 PP 检修将迎来峰值，虽然 2020 年并不是 PP 检修大年，但由于前期为生产纤维料厂商超负荷运转、煤油等原料因宏观不可抗力缺乏，7-8 月仍有部分企业需停车待料或进行机械维修，带来了超额检修预期。而 8 月以后检修逐渐重启，叠加进口货源到港，供应端承压。由于 PP 下游极为分散，若后续塑编、BOPP 等传统下游无法维持旺盛需求，则供需矛盾将逐渐加深。

表 1: 聚丙烯供需平衡表

数据名称	月度产量	月度产量同比	月度进口量	月度进口量同比	月度出口量	月度出口量同比	月度消费量	月度消费量同比
单位	kt	%	kt	%	kt	%	kt	%
2020 年 1 月	2099.78	5.21%	365	16.99%	33.8	9.74%	2628.01	26.71%
2020 年 2 月	2157.8	2.76%	524.5	43.70%	29.21	-13.58%	2660.88	1.25%
2020 年 3 月	1794.9	-16.82%	262.3	-49.99%	29.21	0.00%	1826.87	-31.34%
2020 年 4 月	2048.2	14.11%	402.7	53.53%	74.7	155.73%	2534.57	38.74%
2020 年 5 月	2059.3	0.54%	448.12	11.28%	45.48	-39.12%	2633.83	3.92%
2020 年 6 月	2117.5	2.83%	633.86	41.45%	27.43	-39.69%	2817.50	6.97%

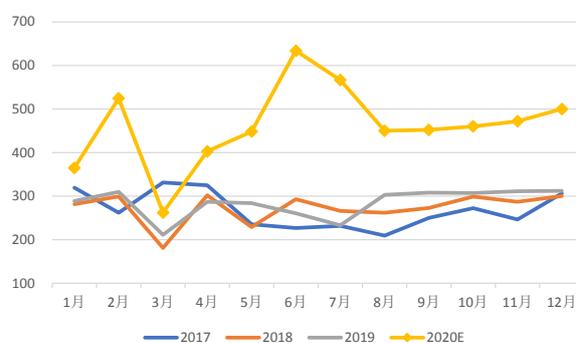
数据来源: Wind, 卓创资讯, 隆众资讯, 兴证期货研发部

图 2: 2020 年聚丙烯月度供应趋势 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 聚丙烯月度进口量 (kt)



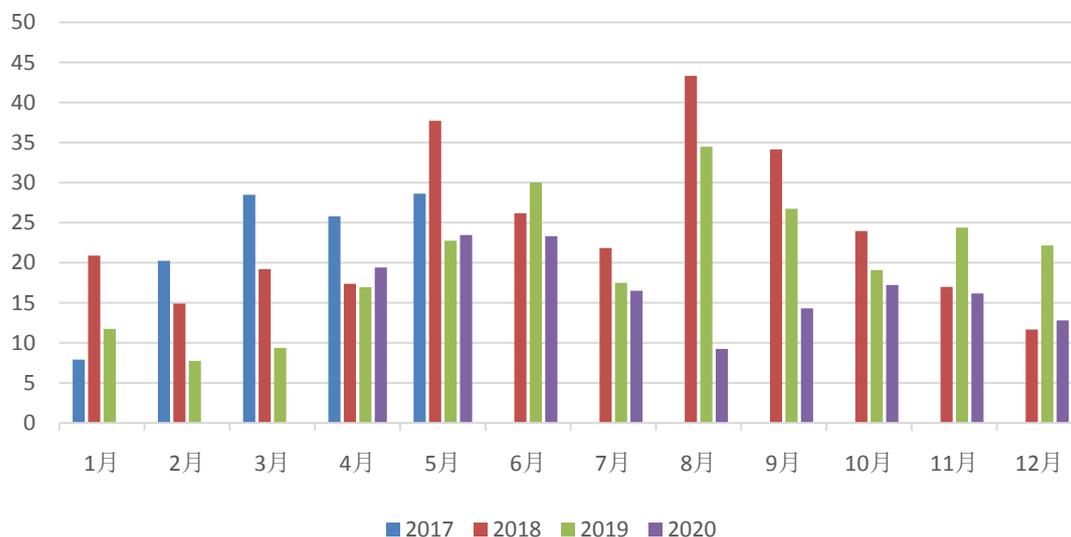
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 检修重启，新产能逐步上场，供应端承压

PP 上半年新增产能在 160 万吨，分别为 1 月新增的浙江石化一期、恒力石化二期及 5 月正式上场的利和知信一期。从检修损失量来看，一季度因相应政府号召，PP 企业超负荷运行，检修损失量可忽略不计，而二季度检修量较往年有所小减，约在 66.17 万吨，同比减 5%，但就上半年整体产量而言，检修损失量影响较小。

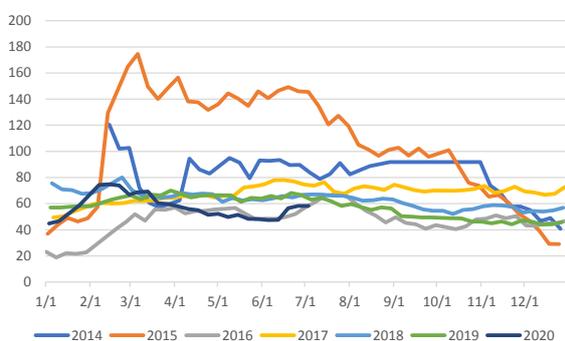
PP 开工率当前在 85.12%，从年初的 94.86% 震荡下跌，当前正处检修旺季，开工率同比往年降约 2%，主要原因是前期超负荷运行带来的装置故障及疫情下上游原料缺乏导致的停工待料导致开工率同比下滑。当前拉丝排产比在 26%，纤维料排产比在 15.2%，较之前专题报告《口罩、防护服需求激增下的聚丙烯逻辑梳理》中拉丝排产比降至 17% 已有极大改善，且当前纤维料已有足够库存和生产企业，后续应不会出现 3 月的大炒局面，期价当回归基本面逻辑。

图 4：聚丙烯历年检修损失量趋势图（万吨）



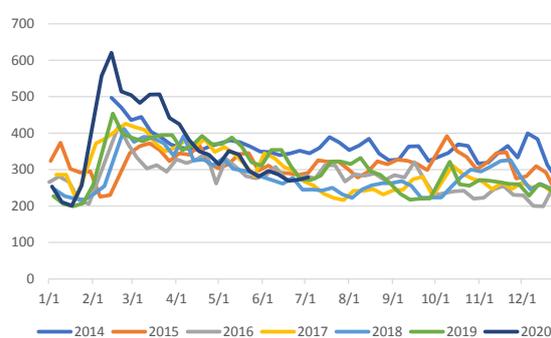
数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

图 5：聚丙烯社会库存季节图（单位：kt）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 6：聚丙烯石化库存季节图（单位：kt）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 7: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)

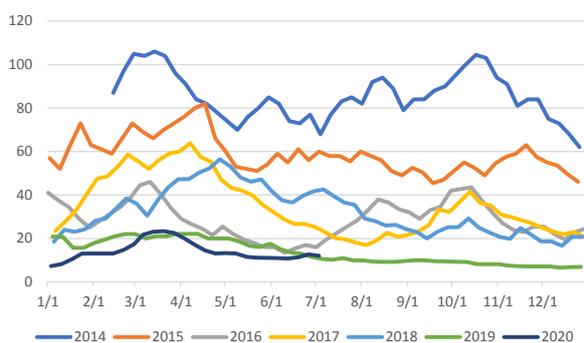


图 8: PP 开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

回顾上半年, 国内新增产能仅兑现 169 万吨, 宁波富基、青华大美、天津渤化及埃克森美孚均因装置及疫情原因未及时兑现, 年内兑现把我较大的为中科炼化、宝来石化、华庭煤业、大庆联谊及中化泉州, 中韩石化、古雷石化及汇丰石化等四季度预计上场的装置或延期至 2021 年上场。但就当前情况而言, 8 月后检修逐渐结束, 新增产能约 220 万吨逐渐上场, 对供应端将有所压制。

而国外装置则受疫情影响较为严重, 经过 7 月的集中到港后, 后续进口增速或将放缓至年末, 由于 10 月大规模新增装置只有阿曼 Orpic 及伊朗 Okran, 预计进口货源体量不会太大。

综上所述, 三季度、四季度 PP 面临国内国外供应的双重上升, 供应端压力小幅上行。但三季度起逐渐进入旺季, 低库存支撑仍有效。

表 2: 聚丙烯 2020 年国内新增产能表格

厂商	地区	装置	产能 (万吨)	投产时间
浙江石化一期	舟山	一体化项目	90	2020 年 1 月
恒力石化二期	大连	一体化项目	40	2020 年 1 月
利和知信一期	沧州	一体化项目	30	2020 年 5 月
宁波富基	宁波	PDH 工艺	60	2020 年 3 月
青海大美	西宁	煤制	40	2020 年 5 月
天津渤化	天津	PDH	60	2020 年 4 月底
埃克森美孚 (惠州) 化工有限公司	惠州	原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置以及配套设施	95	2020 年 7 月前开工, 投产时间未定
湛江中科炼化	湛江	中石油&科威特旗下, 一体化 (油制)	55	2020 年 8 月
宝来石化	辽宁 朝阳	渣油深加工	60	2020 年 9 月
甘肃华亭煤业	庆阳	煤制	20	2020 年 9 月
大庆联谊	大连	油制	50	2020 年 9 月
中化泉州	泉州	一体化项目 (油制)	35	2020 年 10 月

烟台万华	烟台	一体化项目	30	2020年11月
中韩石化二期	武汉	油制	30	2020年四季度
古雷石化	漳州	一体化（唯一的台湾石化产业园区）	35	2020年四季度
山东金能	山东	PDH	45	2020年四季度
浙石化二期	舟山	一体化项目	90	2020年底
神华宁夏煤业集团三期二线	银川	煤化工	30	2020年
汇丰石化	淄博	Oleflex 工艺、SPG 聚丙烯工艺	15	时间未定

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

表 3：聚丙烯 2020 年国外新增产能表格

国家/地区	企业名称	产能	新产能产量释放	投产时间
日本	JPP	15	10	2020年2月
印度	印度石油	35	25	2020年2月
越南	晓星	30	20	2020年3月
美国	台塑	25	15	2020年4月
阿曼	ORPIC	30	6	2020年10月
菲律宾	JG summit pc	12	2	2020年10月
伊朗	Okran	45	9	2020年10月
美国	巴西石化	45	12	2020年9月
合计		237	99	

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

2.3 医疗用品需求托底，传统需求不甚乐观

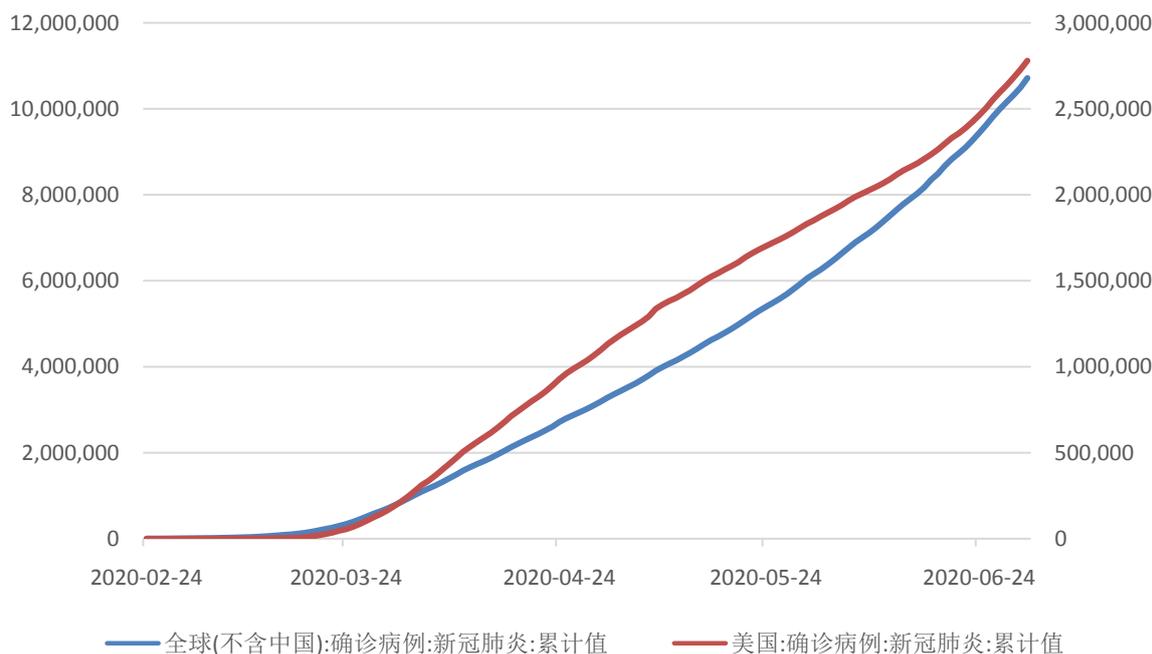
PP 下游当前高价抵触，通过国际疫情趋势来看，仅医疗用品需求可成为贯穿全年的托底需求，塑编、BOPP 膜料、管材等传统需求均有 2%左右的萎缩，且利润也大幅压缩，而北京及周边疫情复发、汽车家电业恢复不及预期也为金九银十的需求带来不确定性。

因疫情影响，一季度 PP 下游除医疗用品外开工率低于往年，物流受限、订单跟进不足及疫情高发期复工不及时导致下游胀库乃至停车、出售原料。直到 3 月下旬，下游开工率才逐步恢复往年水平，医疗用品需求占比大幅抬升，传统需求则面临新进订单跟进不足、利润下降情况，塑编、BOPP、CPP 等传统需求占比均同比缩减 2%-3%左右。

当前 PP 原料仍处估值高位，拉丝料升水期货 150 元/吨，纤维料维持 8000 元/吨左右水平，其余非标品牌升水期货 300-500 元/吨不等，均导致下游二季度出现高价抵触情绪，仅以刚需采购为主。虽然当前梅雨季节对塑编、膜料行业利好，但 8 月以后该季节性需求将逐渐消失，传统需求不甚乐观。

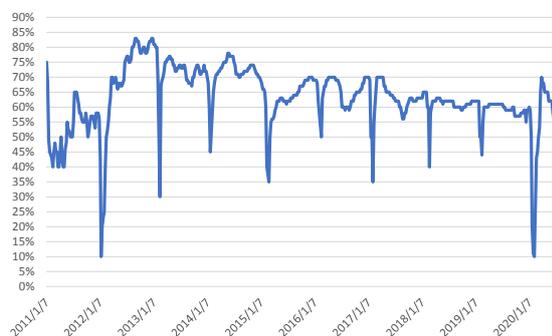
管材方面，虽然政府鼓励基建及水利工程复苏，但整体需求并不及预期。

图 9：全球（不含中国）及美国新冠肺炎确诊病例累计值走势图（单位：例）



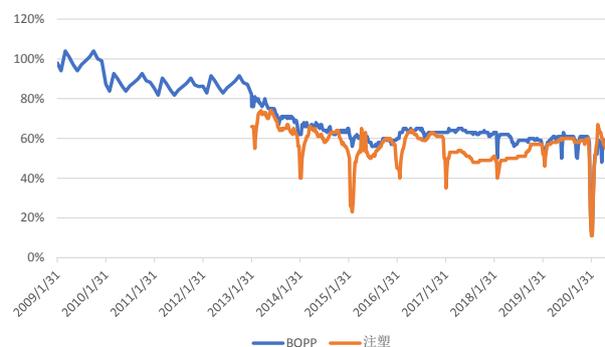
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：塑料塑编行业周度开工率（%）



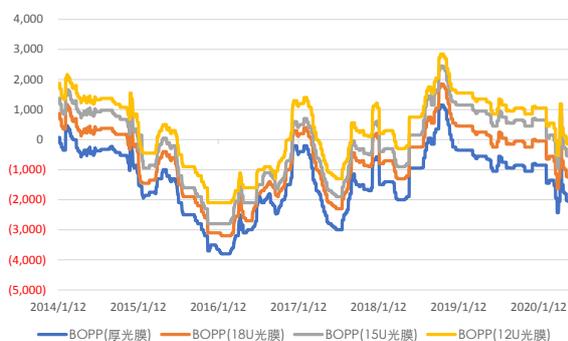
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 11：PP 主要下游开工率（%）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 12：BOPP 各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：丙纶各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：华瑞资讯，兴证期货研发部

3.PE 基本面分析

3.1 供需平衡表及后市供需预测

回顾上半年，PE 上半年新增产能在 115 万吨，分别为 2 月新增的浙江石化一期、恒力石化二期。上半年整体产量约为 814 万吨，同比增长 12%，进口量约为 687 万吨，同比减 18%，需求量在 148 万吨，同比增 6.43%，供需基本平衡。

展望下半年，LLDPE 及 HDPE 产量将加速增长，其一，8 月后检修逐渐结束，其二，国内新一轮扩产能计划将于 8 月逐步开始。同时，进口量也将逐步回升，7-8 月将延续 6 月偏多态势，9 月海外检修装置增多，进口有望减少，而 11-12 月全球供应将逐步恢复，进口压力将逐步增大。若下半年社会消费品零售业有所下滑，势必会影响 PE 需求增速，但反之，若 PE 农膜等逐步恢复旺季后展现良好的需求韧性，则供需面将继续维持较为良好的弱平衡状态。

表 4：聚乙烯供需平衡表

数据名称	月度产量	月度产量同比	月度进口量	月度进口量同比	月度总出口量	月度总出口量同比	月度总消费量	月度总消费量同比
单位	kt	%	kt	%	kt	%	kt	%
2020 年 1 月	1661.80	5.90%	1526.20	4.80%	26.20	-2.96%	3146.78	5.37%
2020 年 2 月	1655.40	-0.39%	1182.55	-22.52%	17.58	-32.90%	2771.39	-11.93%
2020 年 3 月	1529.20	-7.62%	1182.55	0.00%	17.58	0.00%	2771.39	0.00%
2020 年 4 月	1694.50	10.81%	1492.40	26.20%	32.20	83.16%	3186.57	14.98%
2020 年 5 月	1607.40	-5.14%	1363.80	-8.62%	22.40	-30.43%	2971.20	-6.76%

数据来源：Wind，卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

3.2 供应多重回升，进口货源压制上行趋势

PE 开工率当前在 85.1%，从年初的 93.79% 震荡下跌，当前正处检修旺季，开工率同比往年降约 5%。当前 LLDPE 排产比在 30.93%，LDPE 排产比在 11.88%，HDPE 排产比在 41.75%，其中当前产销的 HDPE 中空、管材排产比分别为 15% 及 12.5%。同比往年而言，LLDPE 排产比降 9%，LDPE、HDPE 排产比基本持平，但由于二季度 LLDPE、LDPE 检修较多，当前 LDPE 货源紧俏，也为当前 PE 期价底部夯实打下基础。

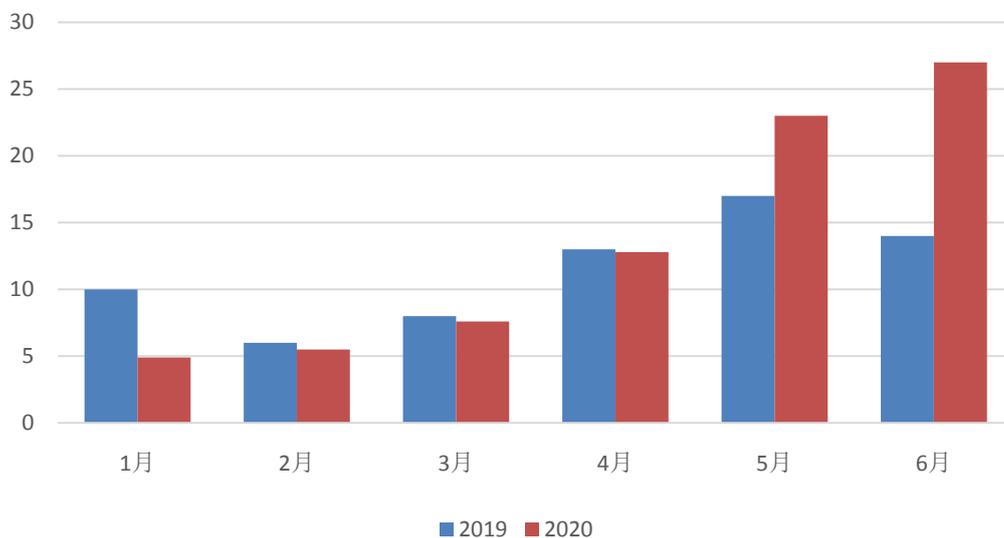
展望下半年供应情况，国内 LLDPE 预计新增产能 110 万吨，HDPE 预计新增产能 170 万吨，LDPE 预计新增产能 30 万吨，LLDPE 及 HDPE 或有供应压力，但 LDPE 增量较少，叠加当前 LDPE 已处于供不应求的状态，在下半年 LDPE 或成为现货商挺价主力，利好供应端。

就进口量而言，7-8 月 PE 将延续前期偏多态势，而 9-10 月外商有检修计划，叠加前期抛售后库存偏低，进口量预计有所下降，11-12 月随着马来西亚、美国及伊朗等地新装置开启后，进口压力会再度攀升。但需要重点注意得是，当前国际政治事件频发，中印冲突、美伊制裁及中

美贸易战都会影响 PE 船期，且原油减产或导致上游乙烯、乙烷等原料供不应求，PE 进口波动因素极多，需密切关注。

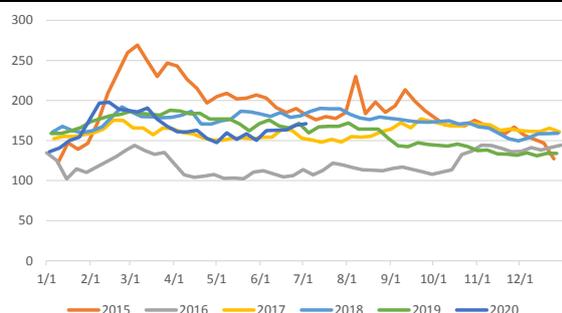
综上所述，下半年 PE 国内供应增加，但 LDPE 增量较少，或成紧俏产品，且进口受外盘波动影响因素甚多，供应增量或不及预期，利好下半年期价。

图 14：聚乙烯历年检修损失量趋势图（万吨）



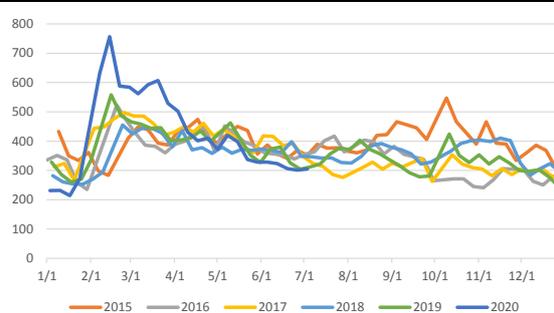
数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

图 15：聚乙烯社会库存季节图（单位：kt）



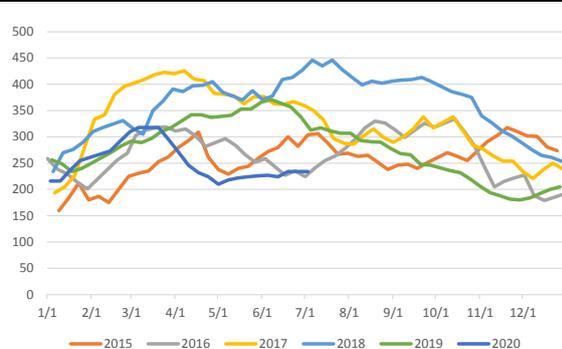
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 16：聚乙烯石化库存季节图（单位：kt）



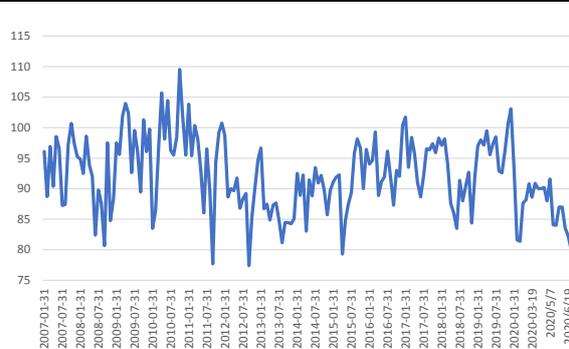
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 17：聚乙烯港口库存季节图（单位：kt）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 18：PE 开工率（单位：%）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

表 5: 聚乙烯 2020 年国内新增产能表格

厂商	地区	类型	产能	投产时间
浙石化一期	舟山	全密度	45	2020 年 2 月
	舟山	HDPE	30	2020 年 2 月
恒力二期	大连	HDPE	40	2020 年 2 月
中科炼化	湛江	HDPE	35	2020 年 8 月
辽宁宝来	盘锦	LLDPE	45	2020 年 9 月
	盘锦	HDPE	35	2020 年 9 月
中化泉州	泉州	HDPE	35	2020 年 10 月
大庆联谊石化	大连	HDPE	20	2020 年 10 月
	大连	LLDPE	20	2020 年 10 月
延长中煤榆能化	榆林	LDPE	30	2020 年 10 月
万华化学	烟台	LLDPE	45	2020 年 11 月
	烟台	HDPE	35	2020 年 11 月

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

表 6: 聚乙烯 2020 年国外新增产能表格

国家/地区	企业名称	LL 产能	LD 产能	HD 产能	投产情况
韩国	Hanwaha-Total			40	2020 年 2 月
捷克	Unipetrol RPA			27	2020 年 4 月
伊朗	Miandoab PC			14	2020 年 6 月
美国	EQUISTAR		55		2020 年 7-8 月
美国	FPC		40		2020 年 8 月
阿曼	OPRIC	44		44	2020 年 7 月试运行
马来西亚	PRPC	35			2020 年 10 月
马来西亚	PRPC			40	2020 年 12 月
美国	Sasol		42		2020 年 12 月
俄罗斯	NOVY Urengoy GCC		40		2020 年 12 月
伊朗	Dehdasht Peuo			30	2020 年 12 月
伊朗	Manusani Peso			30	2020 年 12 月
合计		79	177	225	

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

3.3 8 月后逐步恢复旺季，后续需求不过看低

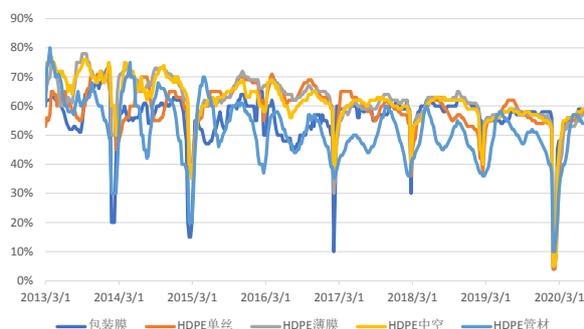
回顾上半年，一季度需求几近停滞，二季度农膜需求托底为 PE 形成需求支撑，三季度进入渔业备货期、地摊经济促进薄壁注塑需求增长近 6%、梅雨季节也为传统膜料/雨具需求带来利好，HDPE 拉丝、中空及管材成为热销产品。从宏观面来看，一季度 GDP 下滑 6.8%，上半年社会消费品零售总额下降 13%，在如此恶劣的宏观环境下，作为必选消费品的 PE 都表现出极强的需求韧性，我们可以推断，在 8 月后逐步恢复需求旺季后，PE 需求将展现出更为良好的需求表现，对 PE 需求我们持谨慎乐观态度。

图 19: PE 下游主要产品资金流 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 20: PE 主要下游开工率 (单位: %)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4.总结与展望

展望下半年, 我们对 L 的走势较 PP 更为看好, 原因有以下几点:

1.供应端产能扩张: 从报告分析来看, PP 产能增量预计高于 PE 产能增量, 且 PP 现货升水期价较多, L 现货基本贴水期价, 在产能激增下 PP 价格走跌的可能性更高;

2.L 进口不确定性较高, 信息面或利好: 虽然 PP 进口依存度较低, 对进口货源反应较为冷淡, 但 L 受国际政治事件影响, 进口船期混乱已初见端倪, 且下半年外商经过前期抛售库存已较低, 随着国外复工复产的需求增加, 输入我国的进口量或不及预期, 为 L 下半年做多提供更多阶段性机会;

3.L 需求韧性更强: 较 PP 而言, L 在一次性膜料、农膜等方面有着天然的需求韧性, 且 PP 更依赖于汽车、家电、基建等终端需求的复苏及新兴需求的发展, 故 L 的需求确定性更强, 韧性也更足。

综上所述, 我们认为下半年 L 较 PP 有更多的做多机会, PP 可选择以逢高沽空为主, 三季度以后关注 L-PP 做多机会, 等待价差回归。

新产能汹涌而来，TA&EG 供需继续失衡

2020 年 7 月 6 日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 后市展望

截止 6 月，聚酯负荷尚能坚挺，TA 供求宽平衡，EG 在国内供应压缩下，供求平衡。但需求端已有走弱迹象，TA&EG 供需逐步宽松。

展望下半年，TA、PX、EG 均面临大量新产能投扩，且投扩力度要远强于聚酯产能增长，后续几个品种均面临严重供求失衡，且常规检修无法缓解，需要毛利长期维持在亏损附近才能促进装置清退，使供求回归平衡。

据测算，TA 目前高成本装置尚有 455 万吨，以及前期延后检修装置 1000 万吨左右，若加工差长时间维持在 500 元/吨以下，则有望促进检修落地，以及高成本装置长停。

EG 方面，目前国内供应已基本压缩，但供求仍偏宽松，下一步需要海外装置检修来促进供求平衡，参照 19 年，台湾的短流程装置可能是首批检修装置。

● 策略建议

PTA 和 MEG 在新产能投扩的背景下，均面临较为刚性的价格天花板，价格或随原油回暖而上扬，但毛利大概率长期维持低位。

但截止 6 月底的点位来看，TA 和 EG 做空收益空间均不大。建议以宽幅震荡思路对待，关注装置集中检修带来的反弹机会，以及毛利反弹、装置重启带来的沽空单边或者沽空与 TA/原油、EG/原油的机会。

● 风险提示

疫情冬季爆发；新产能投放不及预期；装置异动。

1.PTA：供需失衡格局难改，加工差或再度探底

尽管目前在部分产能停车后，TA 呈现宽平衡状态，但随着需求季节性走弱和新增产能落地，PTA 将再度出现严重供过于求，传统检修安排难以扭转，需要加工差长期保持 400-500 元/吨以下，倒逼更多厂商停车。

表 1：PTA 供需平衡表预估

	生产量	进口量	出口量	聚酯产量	其它领域消费量	供应过剩量	期末库存
2020 年 1 月	394.00	5.73	3.99	386.00	10.00	55.71	202.00
2020 年 2 月	367.00	5.73	3.99	284.00	8.00	117.92	284.00
2020 年 3 月	362.50	2.46	10.58	390.00	8.00	12.93	323.00
2020 年 4 月	413.00	4.04	8.11	424.00	9.00	37.41	355.00
2020 年 5 月	424.00	4.96	7.03	458.00	11.00	19.35	380.00
2020 年 6 月	400.00	5.00	5.00	446.00	10.00	8.67	385.50
2020 年 7 月 E	391.00	5.00	5.00	451.47	10.00	(5.01)	380.49
2020 年 8 月 E	391.00	5.00	5.00	448.06	10.00	(2.09)	378.40
2020 年 9 月 E	407.10	5.00	5.00	449.28	10.00	12.97	391.37
2020 年 10 月 E	430.00	5.00	5.00	460.82	10.00	26.00	417.37
2020 年 11 月 E	402.10	5.00	5.00	437.70	10.00	17.87	435.24
2020 年 12 月 E	435.00	5.00	5.00	436.81	10.00	51.53	486.77

数据来源：兴证期货研发部

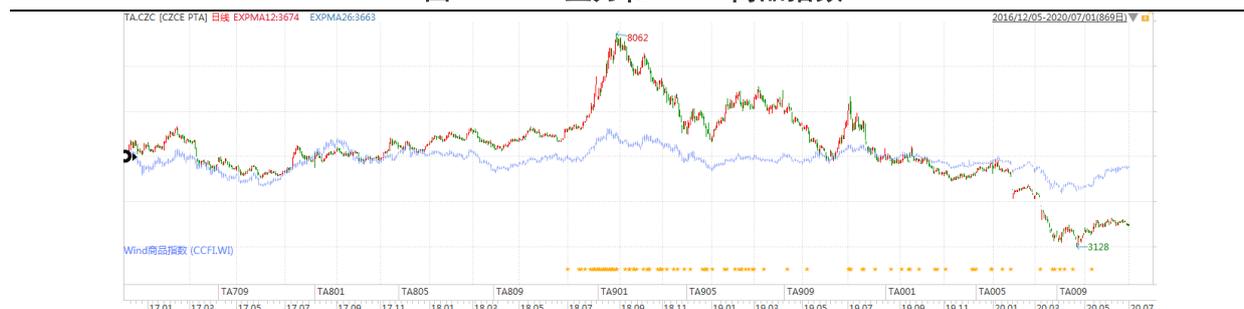
1.1 价格和毛利回顾：价格、基差走低，但毛利较好

2020 年上半年，PTA 在产能投放的大背景下，受新冠肺炎导致的全球需求萎缩影响，与原油等大宗商品一道大幅下行，连创历史新低。

TA 基差方面，与 16、17 年相似，在新一轮产能投放和全球需求萎缩带来的供需显著过剩背景下，TA 基差明显走弱，在春节后即快速下跌，触碰无风险套利成本，并在上半年大部分时间内，围绕无风险套利成本波动。

TA 加工差方面，与价格、基差表现不同，TA 加工差一季度偏弱，但二季度显著走扩，并超过国内绝大部分装置的现金流成本。主要因 TA 较高的产能集中度，以及成本端的让利和需求端的坚挺。成本端方面，原油创历史新低，且 PTA 的主要原料 PX，自 19 年起就进入新一轮产能投扩，面临严重过剩，无法像之前一样挤压 TA 毛利。需求端方面，历史新低的原料价格激发了市场抄底心态，投机性需求的增加弥补了刚性需求的萎缩，TA 价格得以顺利转嫁。

图 1：PTA 主力和 Wind 商品指数



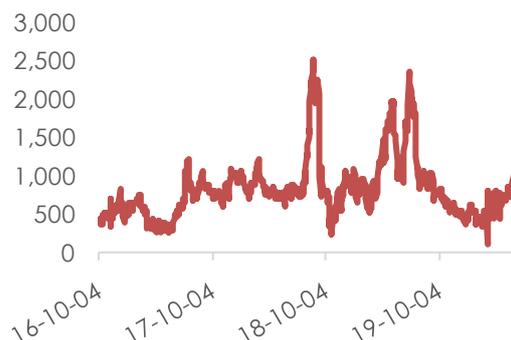
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2: PTA 基差走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: PTA 毛利走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2 产量回顾: 产量增长迅猛, 叠加需求收缩, 库存创历史新高

2020 年 1-6 月, 国内 PTA 产量预估在 2360.5 万吨, 累计同比增长 8.5%, 产量增速略低于预期, 上半年产能利用率仅在 84%, 去年同期在 90%。年初新投放的新凤鸣、中泰化学和恒力石化均顺利运行, 贡献了主要产量增量, 约 240 万吨产量, 而福建佳龙、汉邦石化、蓬威石化则贡献了主要产量减量。

从装置检修节奏看, 4 月前, 国内装置基本按历史检修节奏进行, 但 4 月后, 随着 PTA 加工差持续走扩, 多套装置推后检修计划, 如嘉兴二期、台化兴业、逸盛 (大连)、逸盛 (宁波) 等装置, 因此 TA 二季度产量的同比增速也显著高于一季度。

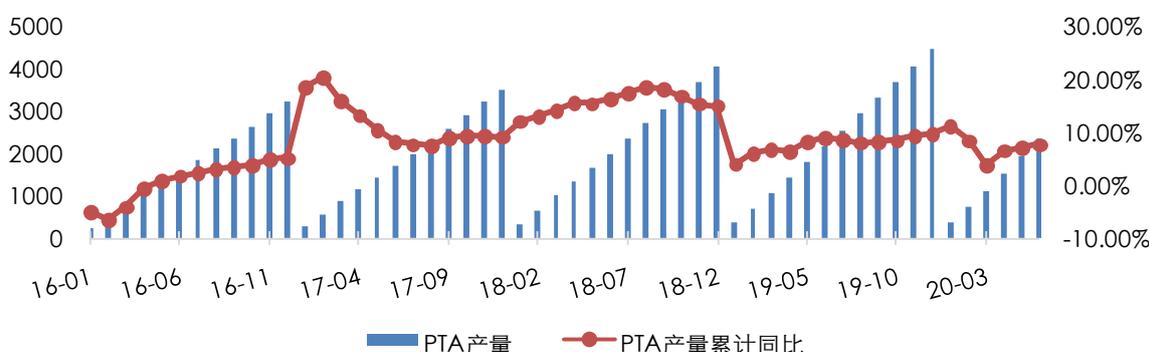
供应增长叠加疫情影响带来的需求收缩, 上半年 TA 库存持续创历史新高, 除 3 月中在聚酯复工和 TA 集中检修的小幅下降外, TA 库存始终保持上涨格局, 截止 6 月末, TA 社会库存达 380 万吨, 即使考虑聚酯的产能增长, TA 库存可用天数也达到 23 天。

表 2: 去年至今的 TA 新增装置

装置名称	产能 (万吨)	地点	投产时间
新凤鸣	220	浙江嘉兴	2019 年 12 月满负荷运行
恒力石化 4 号线	250	大连	2020 年 1 月单线运行, 2020 年 3 月双线满负荷运行
中泰化学	120	新疆	2020 年 1 月出合格品

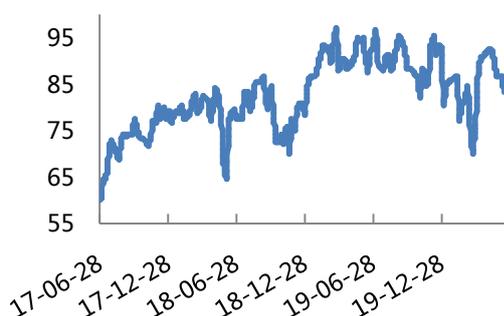
数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部整理

图 4: PTA 产量 (万吨) 和累计同比



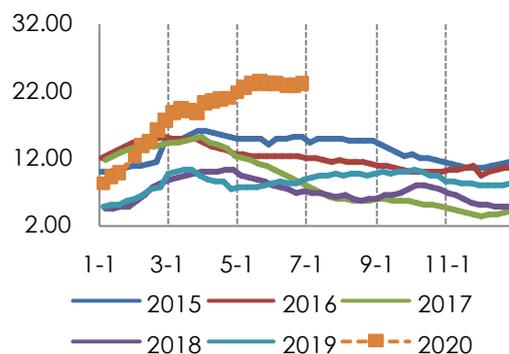
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: PTA 负荷 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 6: PTA 社会库存可用天数 (天)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

1.3 下半年展望: 传统检修难以抵消供应增量

传统检修方面, 原本年内检修集中在二季度和四季度, 但今年二季度因 PTA 毛利较高, 多数装置推迟检修。截止 6 月末, 随着终端订单基本消化, 聚酯、TA 毛利均因需求收缩开始走低, 若内外需持续难以改善, 则前期推迟检修的装置有较大概率在三季度内安排检修。

但和潜在供应增量对比, 传统检修力度较难使 TA 供应出现明显收缩。几套待投装置的规模均处于业内领先水平, 其中恒力石化 5# 已于 6 月底试车, 并产出合格品, 仅恒力 5# 就会带来近 100 万吨的供应增量, 另外还有新风鸣、百宏等装置。叠加聚酯的产能和负荷预期, 需要加工差长期维持在 500 元/吨以下, 促进高成本装置停车, 使供求恢复平衡, 并且需要加工差长期维持在 400 元/吨以下, 挤压中等成本产量, 则库存有望显著去化。

表 3: 待检修装置汇总

装置名称	产能 (万吨)	地点	上一次长检修情况	潜在供应减量 (万吨)
逸盛 (宁波)	220	宁波	2018 年 8 月末, 14 天	8.4
逸盛 (海南)	200	海南	2018 年 10 月末, 2 周	7.7
逸盛 (大连)	375	大连	2019 年 3 月末, 降负 2 周运行	7.2
嘉兴石化二期	220	嘉兴	2019 年 4 月初, 19 天	11.5
逸盛 (宁波)	200	宁波	2019 年 4 月末, 2 周	7.7
台化兴业	120	宁波	2019 年 5 月初, 18 天	5.9
恒力石化 1 号线	220	大连	2019 年 10 月初, 12 天	7.2
虹港石化	150	连云港	2019 年 10 月中, 2 周	5.8
恒力石化 2 号线	220	大连	2019 年 10 月末, 12 天	7.2
嘉兴石化一期	150	嘉兴	2019 年 11 月中, 12 天	4.9
三房巷	240	江阴	2019 年 12 月末, 2 周	9.2
逸盛 (大连)	225	大连	2019 年 12 月末, 25 天	15.4
小计				105

数据来源: 兴证期货研发部

表 4：年内待投产的 PTA 装置

企业	产能（万吨）	预计投放时间	年内潜在供应增量（万吨）
恒力石化 5#	250	2020 年 7 月	104
新凤鸣	220	2020 年 9 月底	45
福建百宏	240	2020 年 Q4	30
逸盛新材料	330	2020 年 Q4 末或 2021 年年初	10
小计	1040		190

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

表 5：现金流成本在 500 元/吨以上的 TA 装置

企业	产能（万吨）	地点	6.28 的最新运行情况
天津石化公司	34	天津	4 月下附近停车，重启时间待定
扬子石化	35	南京	1 月初停车，6.23 重启，目前正常运行
扬子石化	60	南京	正常运行，计划 6 月底检修，预计 2 周
上海金山石化	40	上海	5.18 起检修，6.23 出产品，目前负荷 8~9 成
福建佳龙	60	石狮	8.2 起停车，重启待定
浙江利万聚酯	70	宁波	4.30 起停车
汉邦石化	70	江阴	5.10 起停车检修，重启待定
亚东石化	75	上海	正常运行
蓬威	90	重庆	3.10 附近停车
四川能投（原晟达）	100	四川	负荷 9 成
台化兴业	120	宁波	正常运行
珠海 BP 石化	110	珠海	正常运行
珠海 BP 石化	125	珠海	正常运行

数据来源：兴证期货研发部

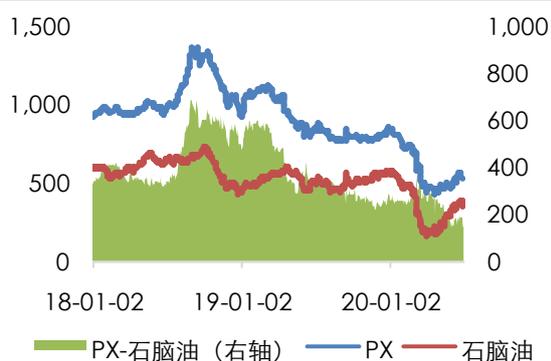
2.PX：新装置不多，供需边际改善中

下半年 PX 预计大部分时间仍处于供求过剩状态，产商检修依旧发挥调整节奏作用，但随 PTA 产能逐步落地，下半年 PX 供求呈现边际改善状态，或在年末达到短期平衡。

2.1 毛利回顾：毛利创历史新低

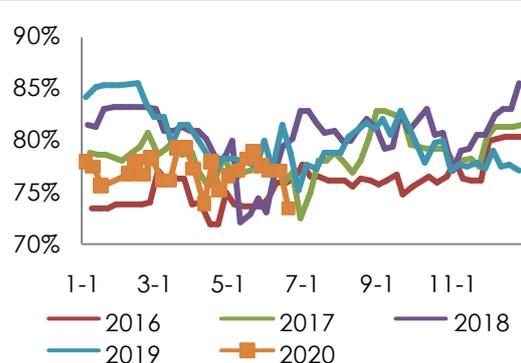
2020 年上半年，PX 在国内产量显著增加的压力下大幅下行。PXN 随价格走弱持续走低，5 月前尚有 250 美元/吨上下，海内外装置有正现金流表现，但 5 月后一路下探，最低至 140 美元/吨，国内外部分装置因亏损压力，主动检修预期增强。

图 7：PX 和石脑油走势（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：亚洲地区 PX 负荷走势（%）



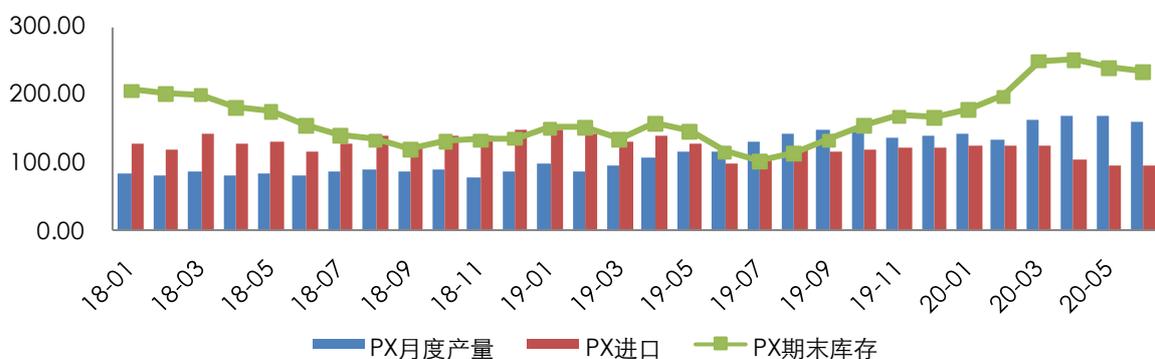
数据来源：CCF，兴证期货研发部

2.2 产量和进口回顾：产量增速历史新高

产量方面，1-6 月，国内 PX 产量达 940 万吨，累计同比增速达 51%，增速高于去年同期，产量增量主要来自年初投产的浙石化 400 万吨产能。负荷方面，上半年亚洲 PX 负荷率在 77%，低于去年同期 80% 水平。

进口方面，1-5 月国内 PX 累计进口 575 万吨，累计同比减少 17%，各地货源均受到压缩。结构比例上，仍以日韩印台货源为主，但恒逸文莱 150 万吨 PX 投产也产生了 46 万吨的进口量。

图 9：PX 产量、进口和社会库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 下半年展望：新产能有限，供需边际改善中

新产能方面，下半年 PX 投放绝对量不多，低于 PTA 待投放产能，就亚洲范围内而言，随国内 PTA 产能落地，PX 供需格局有望在短期内达到平衡，就国内而言，国内 PX 供需缺口或在年末附近回到 19 年前水平，届时利于 PX 价格和毛利回暖。

从供求节奏上看，PX 在 5 月前后因 PTA 负荷高而 PX 检修多出现小幅去库，6 月因汉邦检修而供求转弱。目前 PX 检修季已经过去，即使恒力 5#线投产，PX 仍呈现过剩，在四季度 PTA 产能大量投放前，PX 需要出现厂商集中检修才能使毛利出现反弹。

表 6：年内待投产的 PX 装置

企业	产能（万吨）	预计投放时间	年内潜在供应增量（万吨）
东营威联	100	2020 年 8 月	30
中化泉州	80	2020 年年末	5
小计	180		35

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

3.MEG：大面积亏损，等待装置停车

目前 EG 在国内供应压缩和需求坚挺的情况下，保持供求平衡状态。但与 PTA 相似，随需求季节性走弱和新产能逐步落地，MEG 依旧面临供求过剩状态。参照 19 年，现在需要海外装置检修增多来促进供求平衡。EG 毛利预计将在 2-3 个月时间内保持亏损状态。

表 7：MEG 供需平衡表预估（万吨）

	生产量	进口量	出口量	聚酯产量	其它领域消费量	供应过剩量	期末库存
2020 年 1 月	68.91	84.42	0.03	386.00	10.00	12.07	141.58
2020 年 2 月	76.76	84.42	0.03	284.00	8.00	54.59	174.15
2020 年 3 月	85.60	111.50	0.04	390.00	8.00	54.47	212.71
2020 年 4 月	69.70	88.62	0.05	424.00	9.00	4.12	235.38
2020 年 5 月	65.99	90.43	0.01	458.00	11.00	(9.32)	241.34
2020 年 6 月	67.70	90.00	0.01	446.00	10.00	(3.95)	237.39
2020 年 7 月 E	69.97	90.00	0.00	451.47	10.00	(3.53)	233.86
2020 年 8 月 E	71.57	90.00	0.00	448.06	10.00	(0.77)	233.08
2020 年 9 月 E	74.31	90.00	0.00	449.28	10.00	1.56	234.64
2020 年 10 月 E	76.57	90.00	0.00	460.82	10.00	(0.11)	234.53
2020 年 11 月 E	80.31	90.00	0.00	437.70	10.00	11.49	246.02
2020 年 12 月 E	82.57	90.00	0.00	436.81	10.00	14.05	260.07

数据来源：兴证期货研发部

3.1 价格和毛利回顾：价格走低，石油制尚有盈利，煤制全面亏损

2020 年上半年,MEG 在国内产量增加的大背景下,受新冠肺炎导致的全球需求萎缩影响,与原油等大宗商品一道大幅下行,连创历史新低。

EG 基差方面,与 PTA 相似,在供需严重失衡的背景下表现出明显远月升水格局,同时年内液体化工胀库明显,致使库区上调仓储费,EG 无风险套利成本不断增加,EG 近月贴水相应扩大。

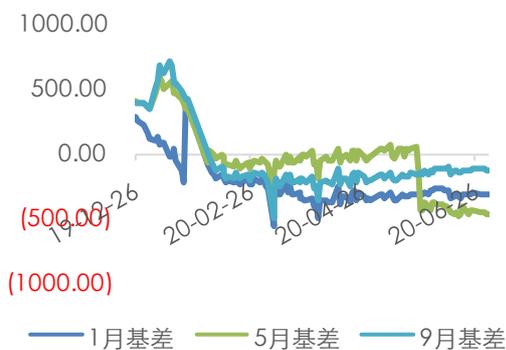
EG 毛利方面,上半年 EG 油制毛利、煤制毛利和短流程毛利差异明显。一体化路线毛利因原油创历史新低而显著走扩,盈利显著好于 19 年下半年。但煤制和短流程装置则因煤炭、甲醇跌幅有限而亏损显著,其中煤炭制路线纸面亏损要大于 19 年最差时期。

图 10: MEG 主力和 Wind 商品指数



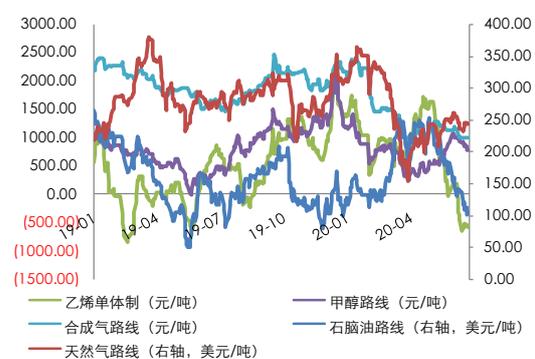
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: MEG 基差走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: EG 不同路线毛利走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 供应回顾：产量与进口双双快速增长

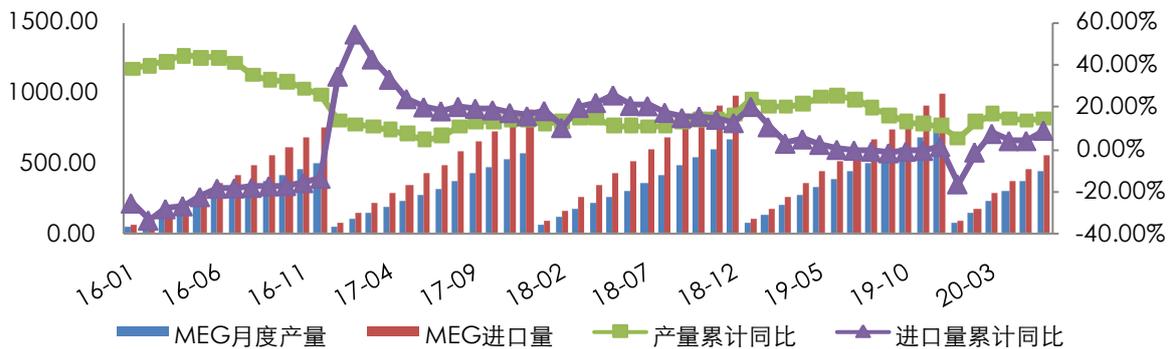
2020 年 1-6 月,国内 MEG 产量预估在 434.66 万吨,累计同比增长 15%,增速稍低于去年同期,产量增量主要来自荣信化工和恒力石化,其分别在 2 月和 3 月落地 40 万吨和 180 万吨产能。

产能利用率和装置检修来看,上半年产能利用率在 67%,低于去年同期 75%。从检修节奏看,上半年检修节奏基本与 19 年上半年相似,均是在库存严重积累后开始降负,但今年稍有不同在于,本年检修主要集中在煤制路线方面,国内石油制路线因低油价而盈利较好。

进口方面，国内上半年预计累计进口 549 万吨，累计同比增长 9%，增速高于去年同期的 0%。海外装置多为天然气路线和石油一体化路线，成本较低，除韩国装置受到意外事故影响短暂降负，其余海外装置基本保持高负荷运行，检修量与去年同期基本持平。从结构上看，增量主要来自美国和伊朗，与中国增加美国能化产品采购，以及美国落地的乐天、Sasol 和 MEGlobal 等近 175 万吨产能基本对应。

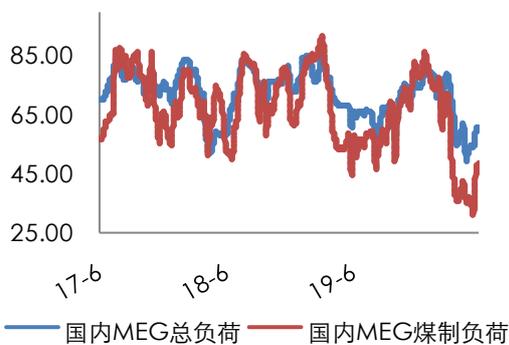
库存方面，上半年 EG 港口库存变化与 19 年相似，呈现快速上升的走势，并且由于今年 EG 仍然保持较高的增长速度，即使煤制路线已经降负至去年水平，EG 库存也无法得到很好去化。截止 6 月末，EG 港口库存达 140 万吨，对应可用天数在 8 天左右，略低于去年同期 10 天。

图 13: 产量和进口量 (万吨) 和累计同比



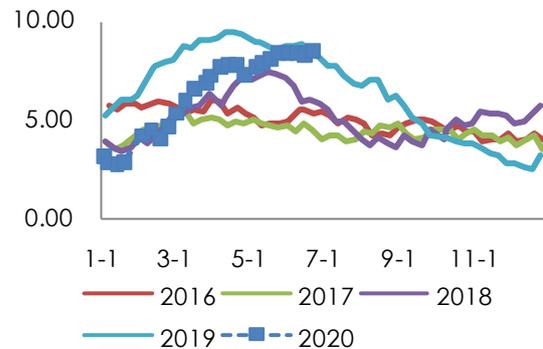
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14: MEG 负荷 (%)



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 15: MEG 港口库存可用天数 (天)



数据来源：CCF，兴证期货研发部

3.3 下半年展望：减产去库尚未开始，新产能又至

截止 6 月底，石脑油路线、甲醇路线、合成气路线均陷入亏损并持续扩大，海外天然气制尚有较好毛利。就国内供应压缩来看，目前油制路线多切换至 EO，切换比例基本已达到最大，煤制装置也多降负或者停车，而海外方面，目前则仍然维持较高负荷生产，国内进口量仍然保持较高水平，目前供求相对平衡。

但远期 EG 仍面临较大累库压力。新增产能方面，下半年 EG 预计有 316 万吨产能投放，其中部分煤制和一体化装置有较大概率落地，产量预计增长 40-75 万吨，叠加聚酯产能和负荷预估，这部分新增产量难以得到消化，需要全球范围内出现比去年更大的降负力度，才能促使供

求再度平衡。截止 6 月底，台湾南亚装置已有检修预报，其它新加坡和沙特等暂无。

表 8：年内待投产的 MEG 装置

企业	产能（万吨）	预计投放时间	工艺	年内潜在供应增量（万吨）
新疆天业（四期）	60	2020 年 7 月	合成气	25
河南能源龙宇	20	2020 年 7 月	合成气	8
湖北三宁	60	2020 年 8 月	合成气	20
中科炼化	40	2020 年 9 月	一体化	10
中化泉州	50	2020 年 Q4	一体化	6
内蒙古易高 2#	12	2020 年 Q4	合成气	2
建元煤焦化	24	2020 年 10 月	合成气	4
陕西煤业化工	30	2020 年底	合成气	0
广汇环保（一期）	20	2020 年底	合成气	0
小计	316			75

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4. 聚酯：产能增速尚可，但纺织需求有较高不确定性

国内疫情已基本缓解，国外虽然有个别国家仍有较高新增，但整体尚处于边际好转中。从宏观指标看，纺织类产品需求呈现逐月好转态势，其中内需表现要强于外需，家纺强于服装，但从绝对水平看，目前内外需总体仍低于去年同期水平。从微观数据上看，临近 6 月末，终端织造、加弹等已疲态尽显，坯布库存在短暂去化后再度显著上升，而端午节前后，各地织造、加弹均纷纷降负放假，规避产品库存进一步上涨。因此，下半年需求端仍有较大不确定性。

而聚酯环节，从目前统计的数据看，下半年仍有一定规模装置待投，预计年内产能增速仍能达 9% 左右。但产量大概率大幅低于产能增速，自去年 4 月中美贸易摩擦加剧开始，受外需收缩影响，国内聚酯工厂表现出明显的季节性调负倾向，今年内外需双双弱于去年，且恢复情况存较大不确定性，今年聚酯工厂大概率会进行相似动作，产量增速预估仅在 2-4% 左右。

表 9：年内待投产的聚酯装置

企业	产能	预计投放时间	年内潜在产量（万吨）
恒逸海宁新材料	25	2020 年 8 月	8
桐昆恒超	50	2020 年 9 月	14
福建逸锦	25	2020 年 10 月	5
新凤鸣中益一期	30	2020 年 10 月	6
南通恒科	10	2020 年 Q3	2.5
浙江三维	20	2020 年 Q3	5
福建百宏	20	2020 年 Q3	5
宿迁逸达	50	2020 年 Q4	7
恒逸恒鸣	60	2020 年末	2.5
双星彩塑	30	2020 年末	1.2
小计	320		56.2

数据来源：公开资料，兴证期货研发部整理

4.1 产量、产销和毛利回顾：疫情导致产量增速为负

2020年1-6月，产能方面，累计新增278万吨，其中长丝125万吨、瓶片120万吨、短纤42万吨、切片23万吨。产量方面，国内聚酯产量预估在2388万吨，累计同比减少1%，受疫情影响，2-3月聚酯产量显著低于往年同期，上半年产能利用率仅在79%，去年同期在87%。

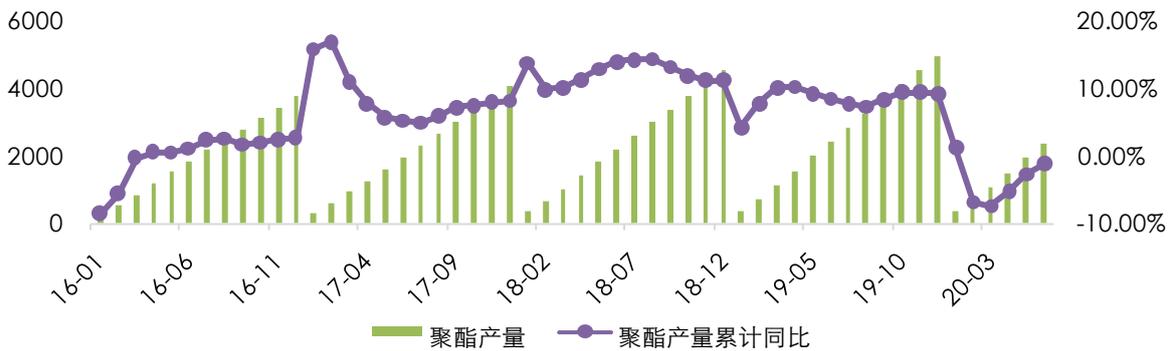
从产销数据看，新冠肺炎导致国内外长时间停工、封城，严重影响纺服需求，进而影响终端原料备货，长丝和涤短的产销显著弱于去年，仅在二季度个别时段，因投机性需求增长而有所放量，其余时间均呈现疲软态势。

几个聚酯产品之中，涤短表现稍好于长丝和瓶片，主要在于4-5月医疗用品的外需大增，并主要集中在N95口罩方面，而无纺布是N95的重要组成部分之一，也是涤纶短纤的下游产品之一，因此医疗用品火爆带动了涤纶短纤价升量增。涤短负荷也因此接近满负荷，为聚酯产量提供支撑。

相对应的，产量萎缩，叠加偶尔的产销放量，几个主要品种的聚酯产品库存基本保持历史中位状态震荡，但在6月末，长丝库存已开始出现明显上升。

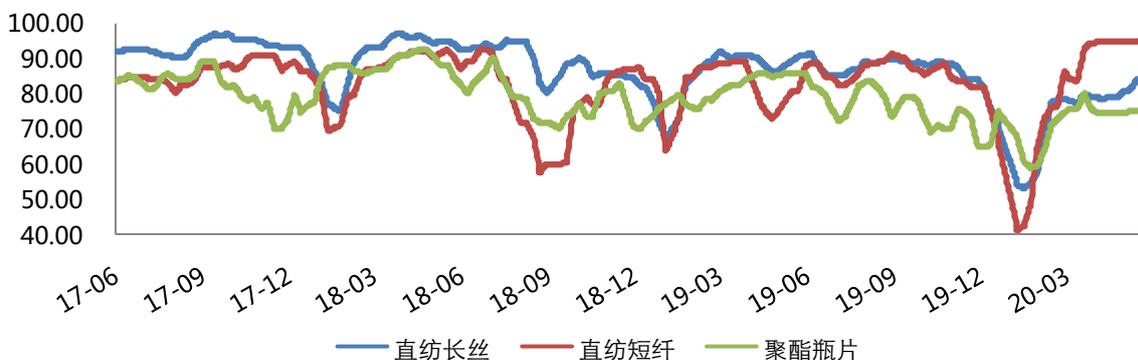
毛利方面，上半年聚酯产品明显分化，瓶片、涤短显著好于去年同期，但长丝相对一般，二季度涤丝毛利同比基本持平，有微薄正盈利。且在6月末，长丝现金流明显压缩至0附近，涤短和瓶片尚有较好现金流。

图 16：聚酯产量（万吨）和累计同比



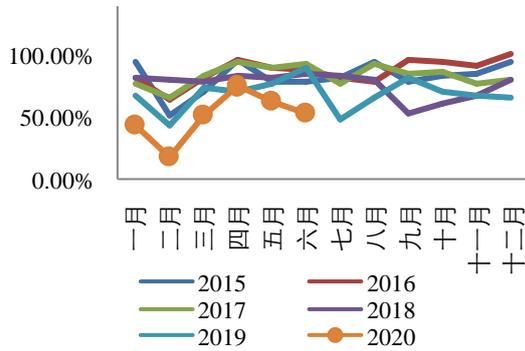
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 17：长丝、短纤、瓶片负荷走势（%）



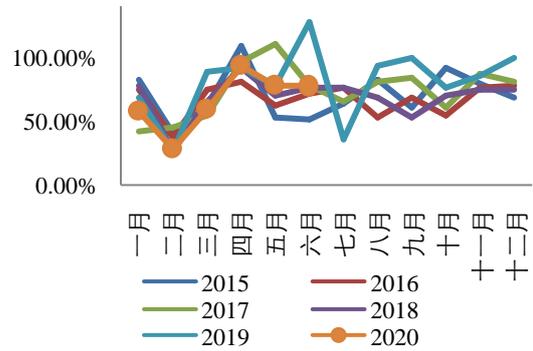
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 18: 长丝产销 (%)



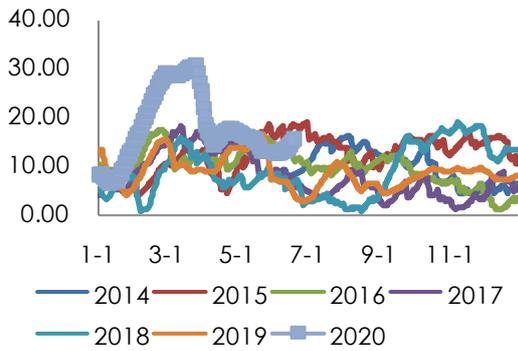
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 19: 涤短产销 (%)



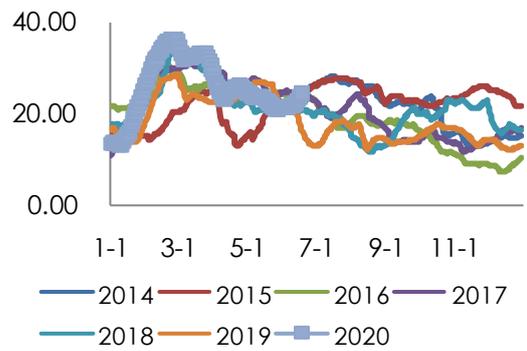
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 20: POY 库存天数 (天)



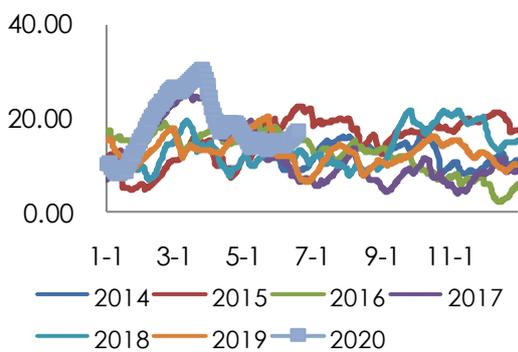
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 21: FDY 库存天数 (天)



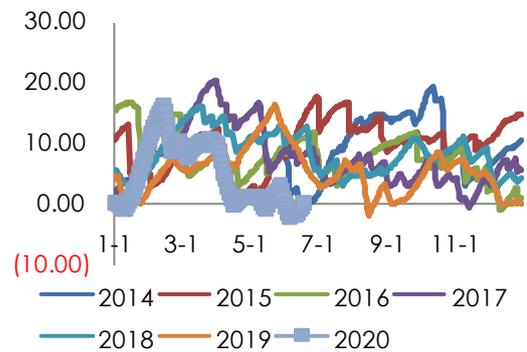
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 22: DTY 库存天数 (天)



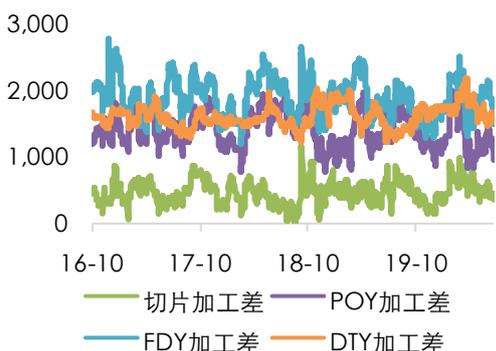
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 23: 涤短库存天数 (天)



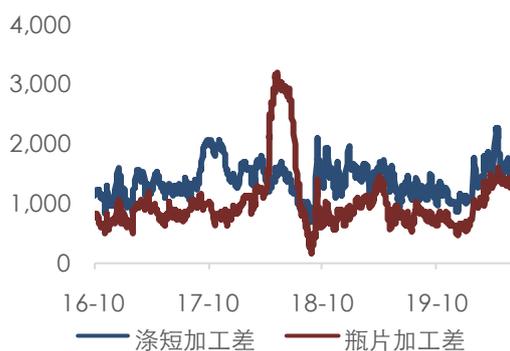
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 24: 长丝毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

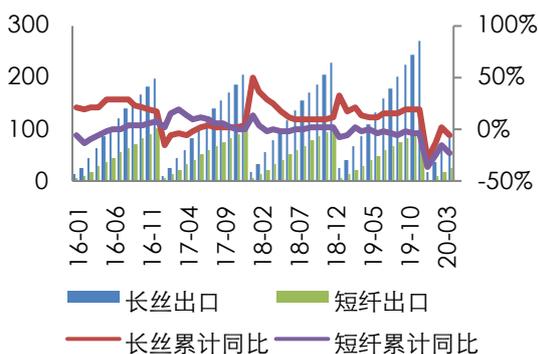
图 25: 瓶片和涤短毛利情况 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

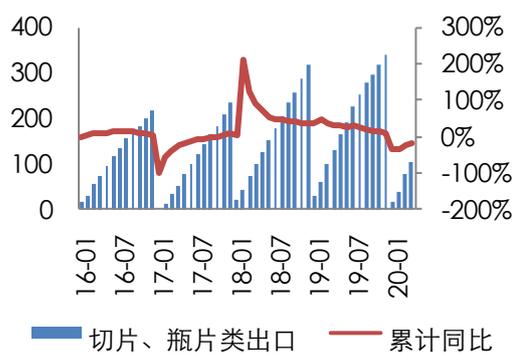
4.2 聚酯需求的宏观数据: 季节性走弱明显

图 26: 长丝、短纤出口 (万吨)



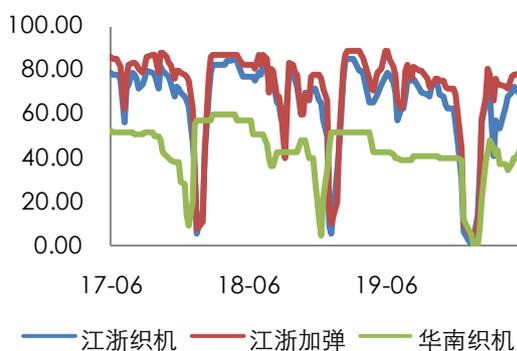
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 切片、瓶片出口 (万吨)



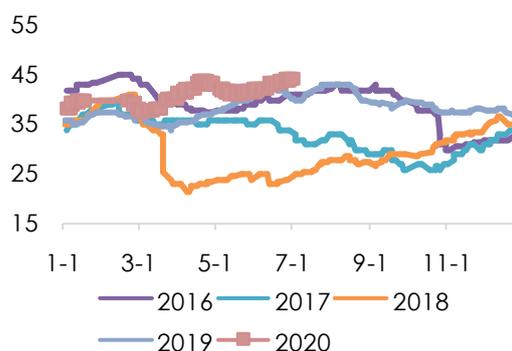
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 织造、加弹负荷 (%)



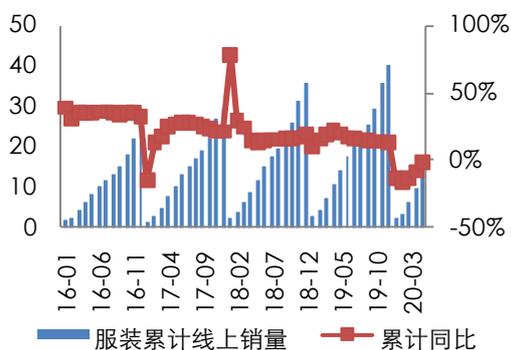
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 29: 盛泽地区样本企业坯布库存 (天)



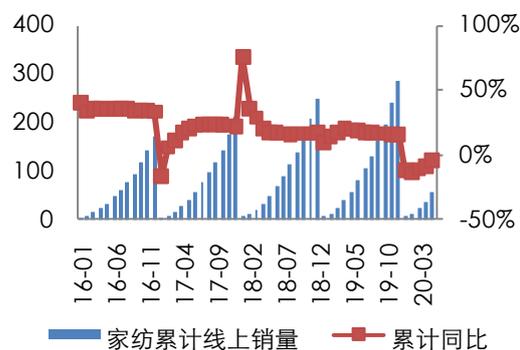
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 30: 线上服装销售情况 (亿件)



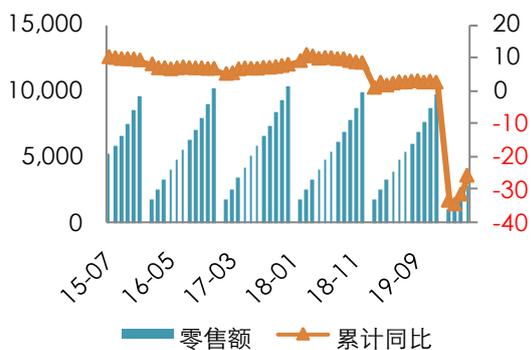
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 31: 线上家纺销售情况 (亿件)



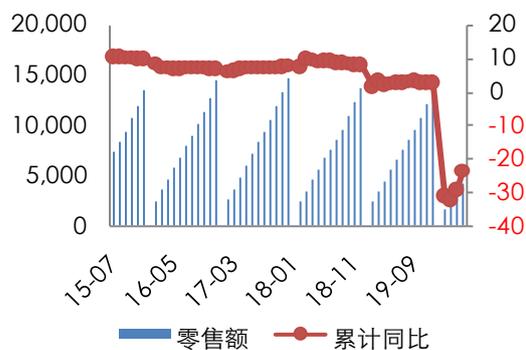
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 32: 服装类零售额 (亿元)



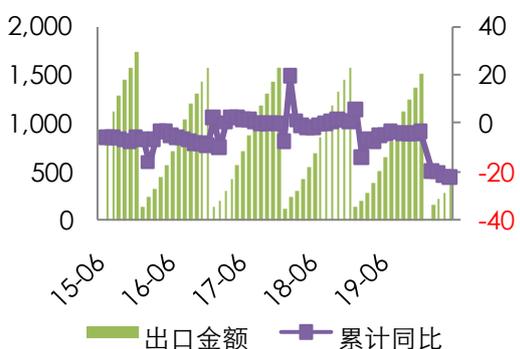
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 33: 服装鞋帽类、针、纺织品零售额 (亿元)



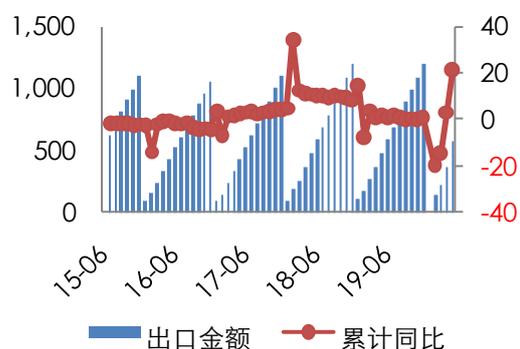
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 34: 服装及衣着附件出口额 (亿美元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 35: 纺织纱线、织物及制品出口额 (亿美元)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

豆类油脂维持区间宽幅震荡

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020/21 年度，全球大豆的供应有所增加；需求受贸易争端及经济增长放缓影响偏弱；全球大豆处于供求宽松状态，去库存延续。

国内大豆进口和压榨量有所增加，但下游养殖需求尤其是生猪养殖对豆粕需求仍旧较低，豆粕价格将承受一定压力。美国大豆价格处于历史低位，若价格重估将带动国内豆粕价格走高。

下半年将进入到豆油的消费旺季，随着消费的增加需求向好；豆油的供应维持正常，国际豆油的价格受工业需求减少存在压力，豆油维持宽幅区间震荡。

全球棕榈油的供求维持宽松局面。下半年棕榈油的工业需求，尤其是生物柴油的需求难有起色，需求量同比出现下滑；价格偏低将刺激棕榈油的食用消费需求小幅增加。在供应维持小幅增加，需求偏弱的背景下，棕榈油的价格维持区间宽幅震荡。

1. 全球大豆基本面

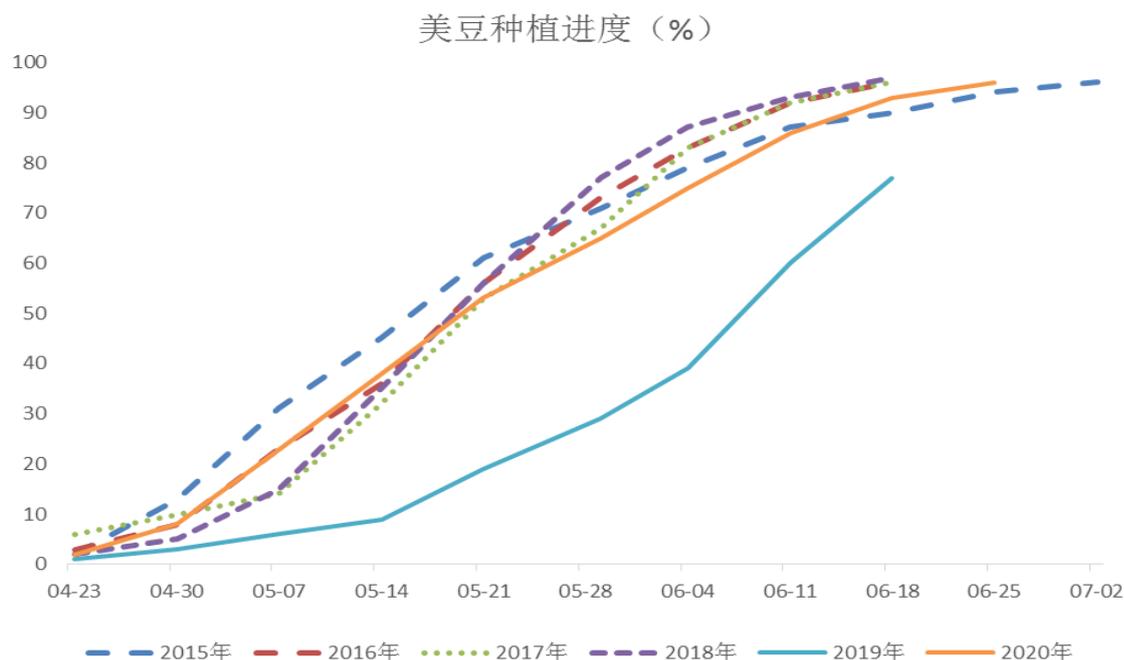
1.1 大豆

整体来看，2020年下半年全球大豆的供求维持宽裕局面，但库存的地区分布不均衡成为影响价格的主要因素。2019/20年度，美国大豆的产量9667万吨，同比大幅减少。2020/21年度，美国大豆种植面积大幅增加10.5%。美国大豆的种植进度维持正常，有利于大豆单产，美国大豆的产量将再次增加。巴西方面，种植面积增加，单产维持正常水平，2019/20巴西大豆的产量小幅增加到1.24亿吨。今年以来，中美贸易争端有所缓解但仍旧曲折，巴西大豆的销售大幅增加，价格也维持相对偏高，刺激巴西农户继续增加大豆的种植面积。阿根廷大豆产量维持正常水平，2019/20年度产量达到5000万吨，较去年的5530万吨出现小幅下滑，预期2020/21年度阿根廷大豆种植面积继续增加，产量维持偏高水平。阿根廷国内的大豆库存小幅反弹，供求略显紧张。全球大豆供应小幅增加，供求宽松状态将延续。

1.1.1 美国大豆基本面

2020年，美国大豆的种植进度正常。截止6月22日，美国大豆的种植率96%，持平正常的种植进度，有利于美国大豆的生长，后期美国天气炒作仍将持续。

图 1：美国大豆种植进度



数据来源：USDA、兴证期货研发部

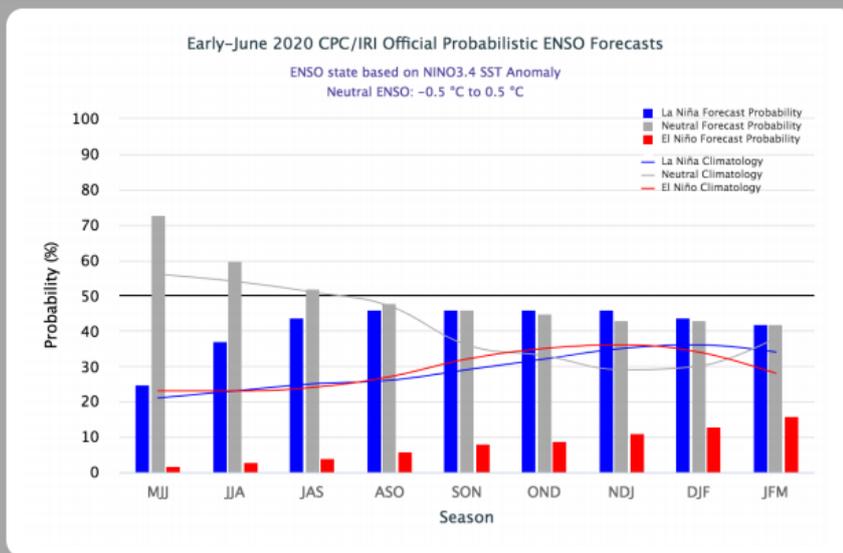
产量方面，2019/20年度美国大豆的收割面积大幅下降至3033万公顷，单产达到3.19吨/公顷，大豆的产量大幅下降至9667万吨。2020/21年度，预期美国大豆的收割面积为3351万公顷，较去年大幅增加10.5%。目前美国农业部将大豆的单产设定在3.35吨/公顷的趋势单产水平。美国大豆的总产量可能达到1.122亿吨，增加1553万吨。

以目前的气候情况看，2020年8月以前，全球维持正常气候；8月以后，全球出现拉尼娜

气候的概率达到 45%左右。由于拉尼娜现象给南北美洲带来干旱，对大豆生长非常不利。因此，未来全球大豆的单产，尤其是南美大豆的单产可能会出现下降。

图 2：全球气候走势情况

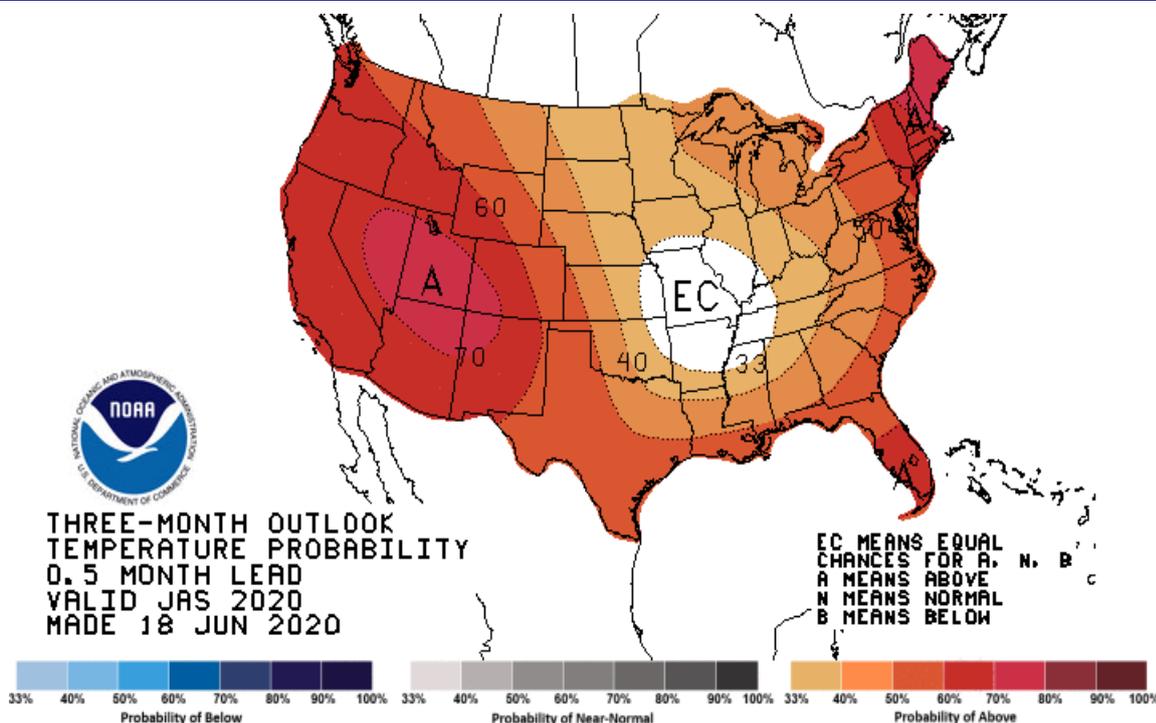
ENSO-neutral is most likely to continue through the Northern Hemisphere summer 2020, with roughly equal chances of ENSO-neutral or La Niña beginning in August-October 2020.



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

从美国本土及大豆主产区的情况看，未来三个月美国大豆主产区的气温将持平或高于往年正常温度，这对大豆生长有利。

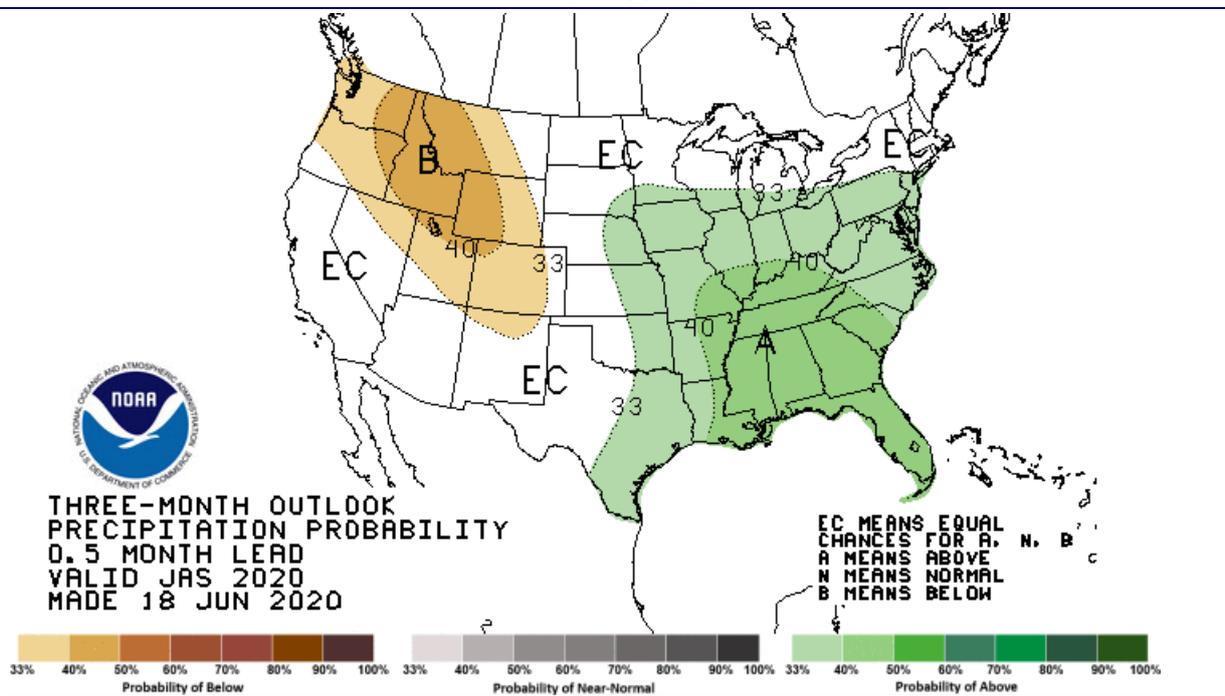
图 3：美国气温预测



数据来源：NOAA、兴证期货研发部

从降雨的情况看，未来三个月美国大豆主产区大部分地区的降雨概率高于往年水平，有利于大豆的生长，对产量有利。

图 4：美国降雨预测

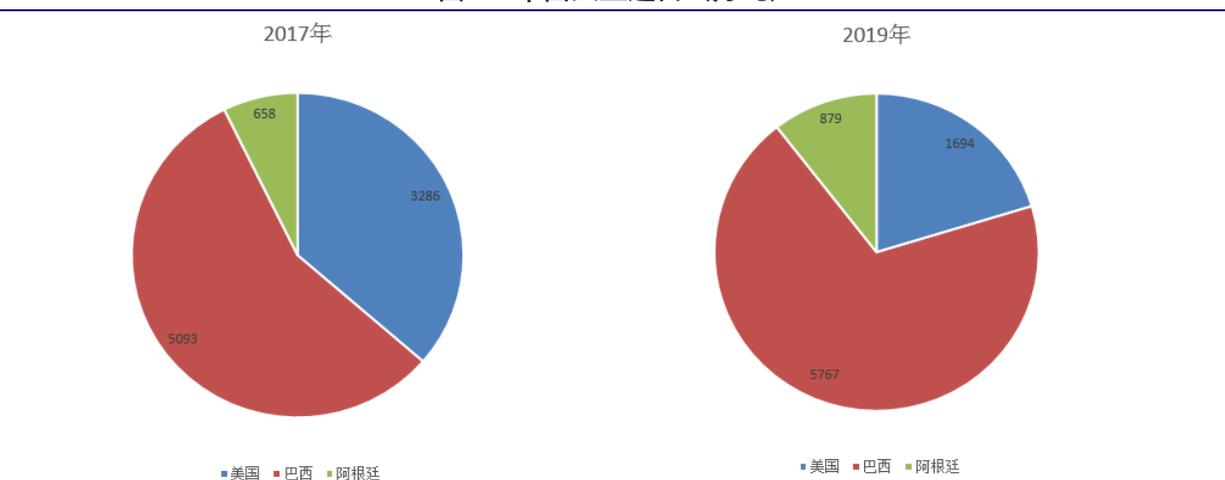


数据来源：NOAA、兴证期货研发部

综合美国大豆的种植面积、种植进度以及未来生长期的天气状况，我们认为美国大豆的单产水平将维持在趋势单产水平之上，由于种植面积大幅增加，美国大豆的产量将维持高位。

需求方面，美国是全球大豆主产国，但 2019/20 年度产量被巴西大豆产量超越。美国大豆的消费量仅次于中国，位于全球的第二位。大豆的出口量仅次于巴西，也是全球大豆出口的主要国家。2017、2019 年日历年期间，中国大豆主要进口国包括巴西、美国和阿根廷，从巴西进口大豆数量继续增加。

图 5：中国大豆进口（万吨）

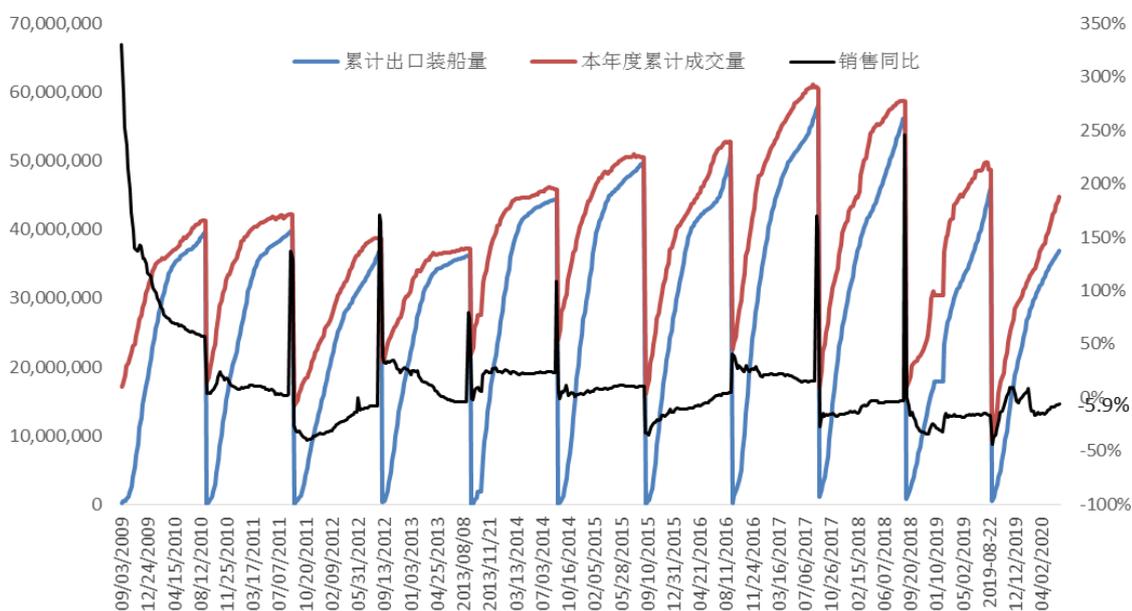


数据来源：海关总署、兴证期货研发部

对比可以看出，受中美贸易争端的影响，中国进口美国大豆的数量大减，而进口巴西大豆增加，巴西大豆弥补了美国大豆出口减少的部分市场份额。

受新冠疫情及中美贸易争端的影响，美国大豆的出口销售数据低于去年水平，同比降幅接近 6%，对美国大豆的需求利空。

图 6：美国大豆销售（吨）

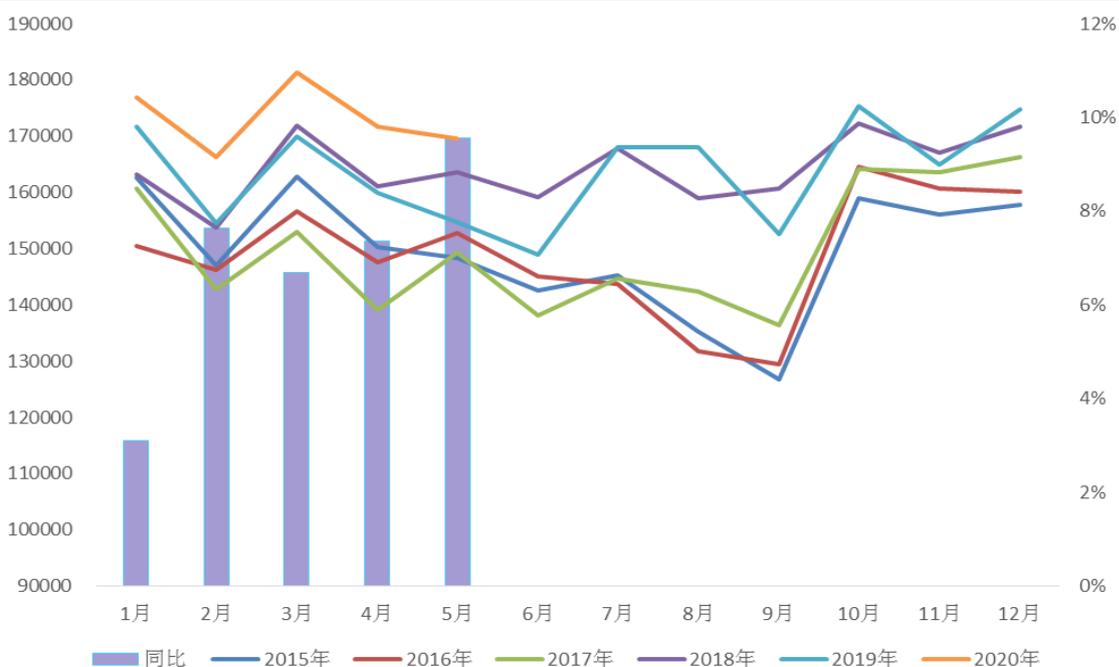


数据来源：USDA、兴证期货研发部

2020 年以来美国大豆销售同比仍出现下降，尤其是 4 月以来中美贸易争端不断反复，对美国大豆出口极为不利。

压榨方面，美国国内大豆的压榨需求持续大幅增加。美国月度大豆的压榨量同比增幅逐步提高，显示今年以来需求向好的势头。

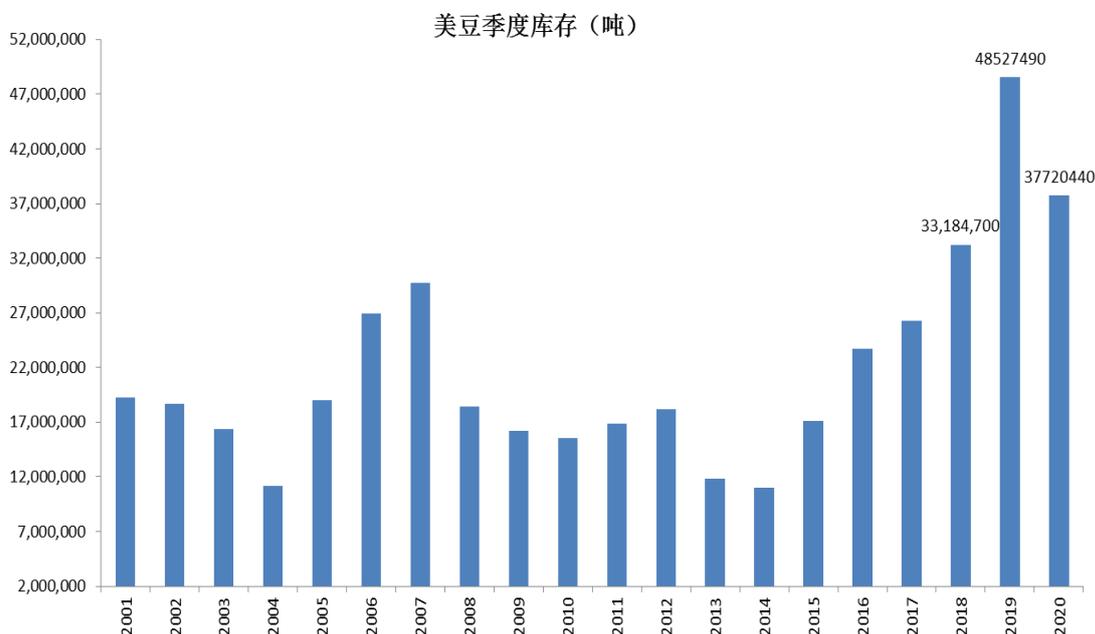
图 7：美国大豆压榨量（千蒲式耳）



数据来源：NOPA、兴证期货研发部

库存方面，截止 6 月 1 日，美国大豆的季度库存为 3772 万吨，比去年同期的 4852 万吨足足下降了 1080 万吨。但从历史库存看，库存处于历史的偏高水平，对价格有压力。

图 8：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

综合供求方面的信息，我们认为 2019/20 年度美国大豆库存逐步去化，但供求仍旧维持宽松状态。2020/21 年度，美国大豆的种植面积再度大幅提高，产量预期增加将再次给价格带来一定压力。

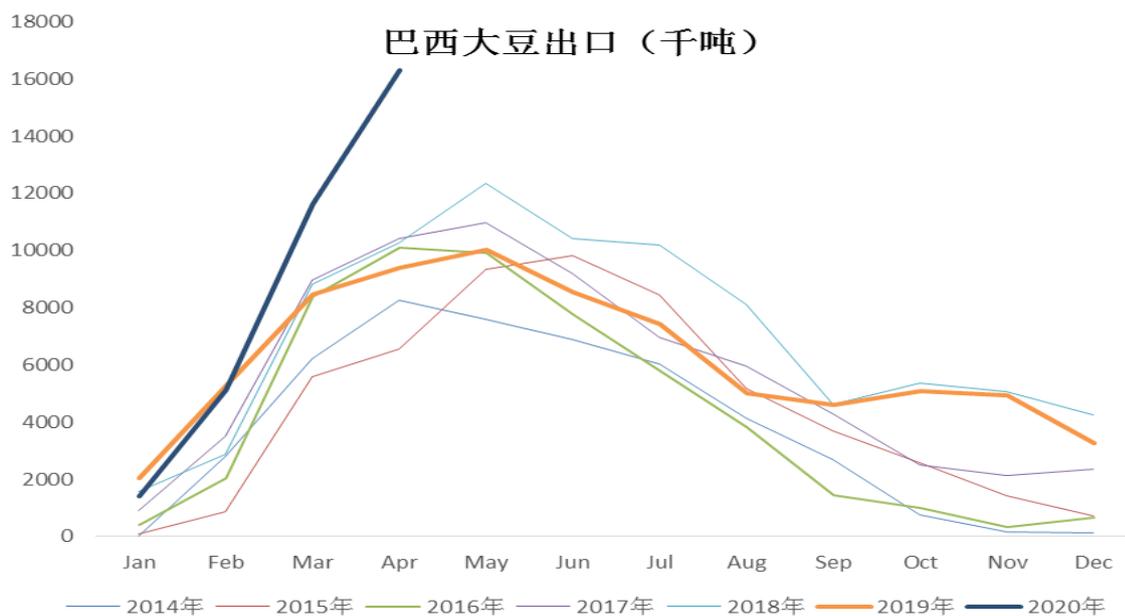
1.1.2 巴西大豆基本面

2019/20 年度巴西大豆的产量达到创记录的 1.24 亿吨。巴西压榨量次于美国，出口量要远远高于美国，是全球大豆出口量最大的国家。

产量方面，2020 年 4 月巴西大豆基本收割完毕，产量达到 1.24 亿吨，维持历史高位。最近几年，巴西大豆的种植收益远远高于其他农作物，导致巴西大豆种植面积不断增加。从目前的情况看，中美贸易争端持续，巴西大豆出口维持高位且出口价格维持偏高水平，使得巴西大豆的去库存顺利。农户在种植收益较好的情况下，今年年底继续增加大豆种植面积的概率大增。从气候情况看，2020/21 年度全球出现拉尼娜气候的概率达到 45%，可能给巴西带来干旱，不利于大豆的生长，因此年底巴西大豆的单产和产量可能成为炒作焦点。

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

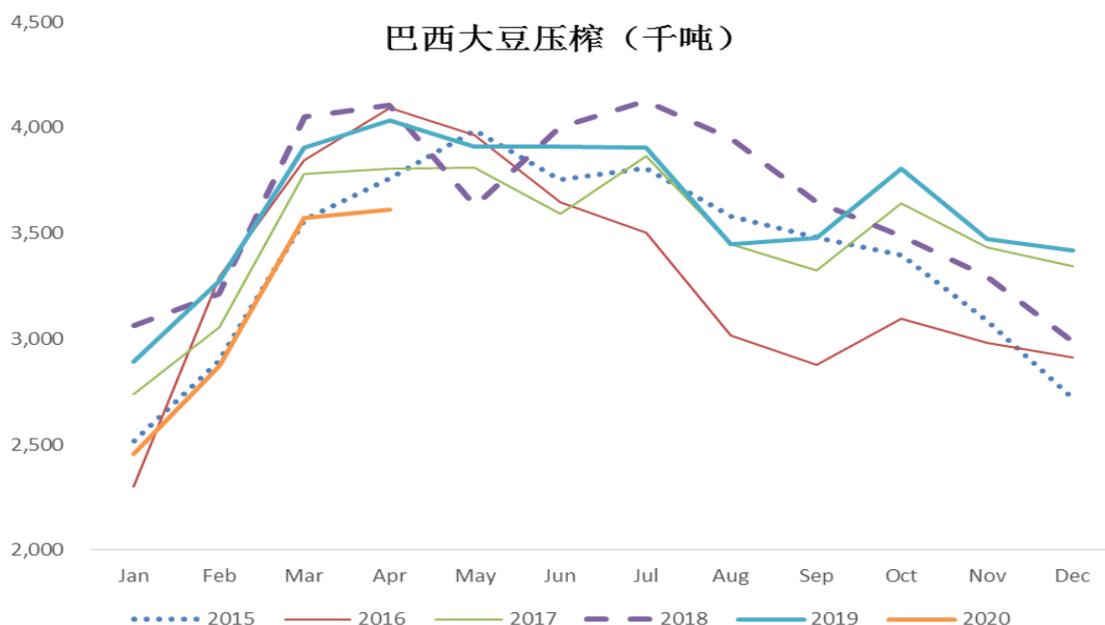
图 9：巴西大豆月度出口量（千吨）



数据来源：Abiove、兴证期货研发部

2020年巴西大豆的出口数据维持高位，尤其是3月以后，中国进口数量走高，导致巴西大豆出口数量反季节增加。2019年以来，中美贸易争端使得中国进口美国大豆走低而从巴西大豆进口数量大幅增加。2020年前4个月，巴西大豆出口量达到3448万吨，2019年同期出口量为2516万吨，增加了37%，维持偏高水平。

图 10：巴西大豆压榨量（千吨）



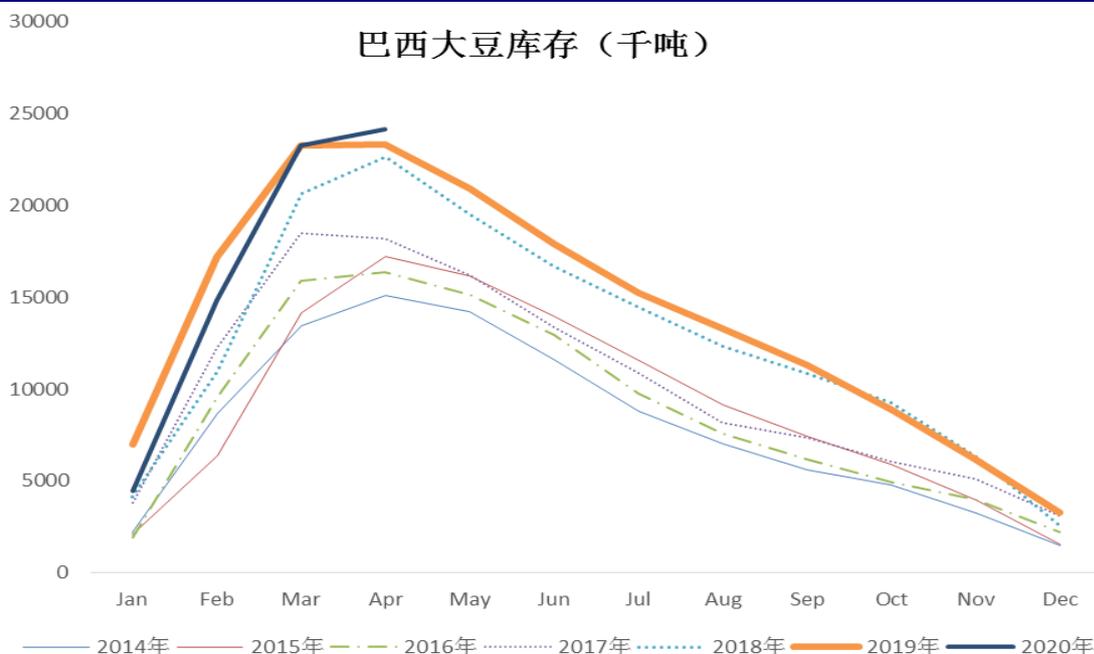
数据来源：Abiove、兴证期货研发部

压榨方面，巴西大豆的价格相对较高，抑制了巴西国内大豆的压榨需求。今年巴西大豆的压榨量持续低于去年同期水平。2020年前4个月，巴西大豆压榨量为1251万吨，低于去年同

期的 1411 万吨，同比压榨量下降了 11.4%。在出口旺盛、价格偏高的情况下，巴西大豆的压榨数量偏低的状态将会持续。

2019/20 年度巴西丰产，大豆初始库存维持历史高位。但随着中国进口巴西大豆量维持高位，巴西大豆的库存将迅速下降。

图 11: 巴西大豆库存 (千吨)



数据来源: Abiove、兴证期货研发部

综合巴西的供求情况，我们认为 2020 年巴西大豆销售仍旧从中美贸易争端中获益。巴西大豆丰产，但从美国转购巴西大豆的中国贸易商采购积极，使得巴西的大豆库存迅速下降，大豆销售价格也维持偏高水平，农民获得丰厚的回报。2020 年下半年，中美贸易形势存在曲折，中国将继续大量采购巴西大豆。

1.1.3 阿根廷大豆基本面

供应方面，阿根廷是全球第三大豆生产国。但由于阿根廷大豆压榨量大，导致可供出口的大豆数量远远低于美国和巴西。尽管是全球大豆出口的第三大国，但阿根廷大豆出口量一直小于 1000 万吨。由于 2020 年阿根廷主产区天气出现一定干旱导致大豆单产不及预期，大豆产量 5000 万吨，较去年的 5530 万吨小幅下降 530 万吨。

需求方面，自 2011 年以来，阿根廷大豆的压榨量从 3300 万吨大幅提高到 4300 万吨，导致本国大豆的出口量逐步萎缩。2017/18 年度，阿根廷大豆大幅减产，大豆的净进口 257 万吨。2018/19 年度阿根廷大豆的净出口量为 270 万吨。随着阿根廷大豆产量恢复到正常水平，2019/20 年度阿根廷大豆的出口量将逐步恢复到 500 万吨以上。

压榨角度看，由于阿根廷国内大豆供求仍旧偏紧，大豆的价格维持高位。阿根廷大豆压榨数据基本持平于去年。根据美国农业部的预估，2019/20 年度阿根廷大豆的压榨量为 4080 万吨，较去年同期的 4056 万吨小幅增加。2020/21 年度，阿根廷大豆仍旧略显偏紧，支撑大豆价格维持偏强状态。

根据美国农业部的预期，2020/21 年度，阿根廷大豆的种植面积小幅走高，收割面积由去

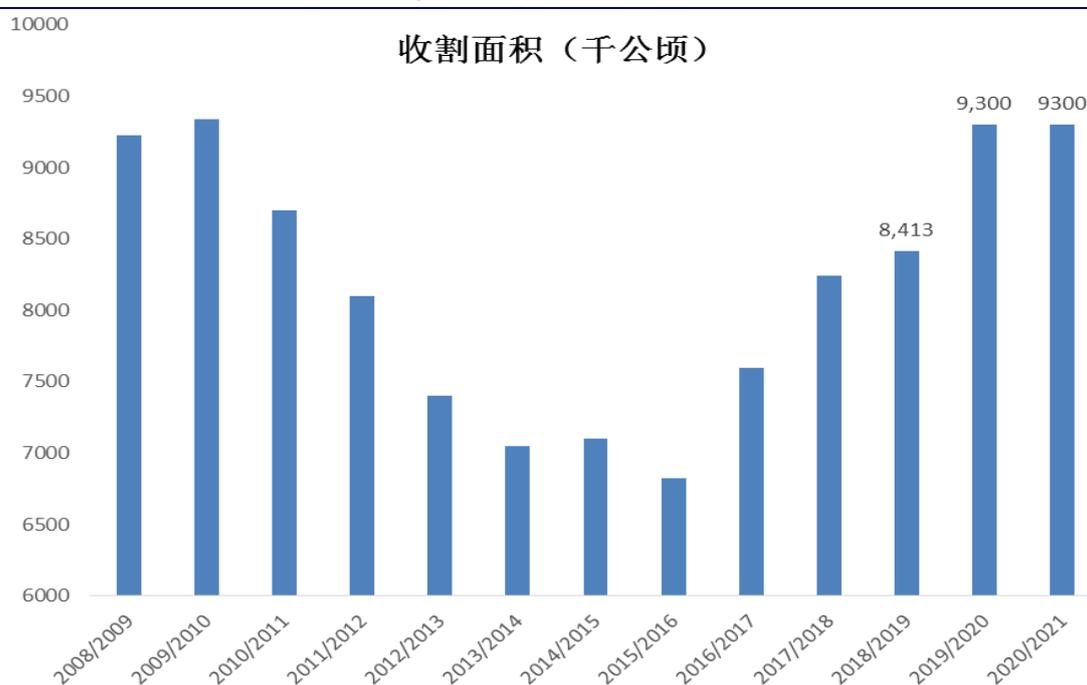
年的 1700 万公顷增加到 1730 万公顷，增幅 1.76%，大豆总产量维持高位。

1.1.4 中国大豆基本面

我国大豆的产量维持在 1100—1700 万吨区间，由于国内大豆是非转基因大豆，单产水平较低，种植成本偏高。国产大豆的出油率远低于进口转基因大豆。我国大豆主产区黑龙江到沿海地区的运输成本较高，使得国产大豆用于压榨的竞争力要远远低于进口转基因大豆。国产大豆主要用于高蛋白食品豆，当然也有部分民营小型企业主打非转基因的健康品牌，压榨销售非转基因豆油。整体来看，国产大豆的竞争力要远远低于进口大豆。

供应方面，2017 年在政府农业供给侧改革的指导下，大豆的种植补贴大幅提高。2020 年我国国产大豆的种植补贴可能仍将高于玉米的补贴，而 2020 年以来大豆价格大幅上涨超过 30%，种植效益大幅提高，预估大豆收割面积维持在 930 万公顷，最终产量将达到 1750 万吨。

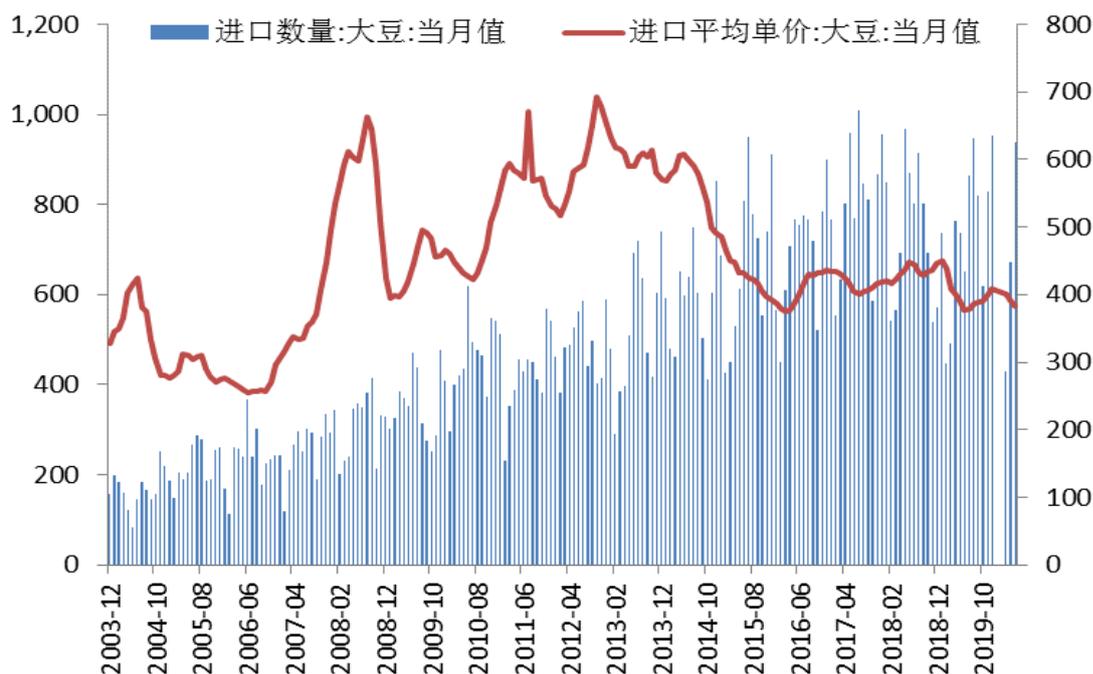
图 12：中国大豆收割面积（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

我国是大豆的最主要消费国，大豆压榨数量维持高位。但受非洲猪瘟的持续影响，2019/20 年度大豆压榨量将维持偏低水平。如图 13 是我国大豆进口的月度走势。2018 年元旦开始，生猪价格持续下跌、养殖效益转差，大豆和豆粕的需求萎靡；2018 年下半年，非洲猪瘟席卷全国，生猪存栏、能繁母猪存栏量同比大降；尽管目前生猪存栏和能繁母猪存栏有一定恢复但仍旧远远低于正常存栏水平，养殖对豆粕的需求偏弱仍旧持续，制约国内大豆的进口量需求。整体来看，非洲猪瘟可能导致 2020 年大豆的进口和压榨量维持正常偏低水平。

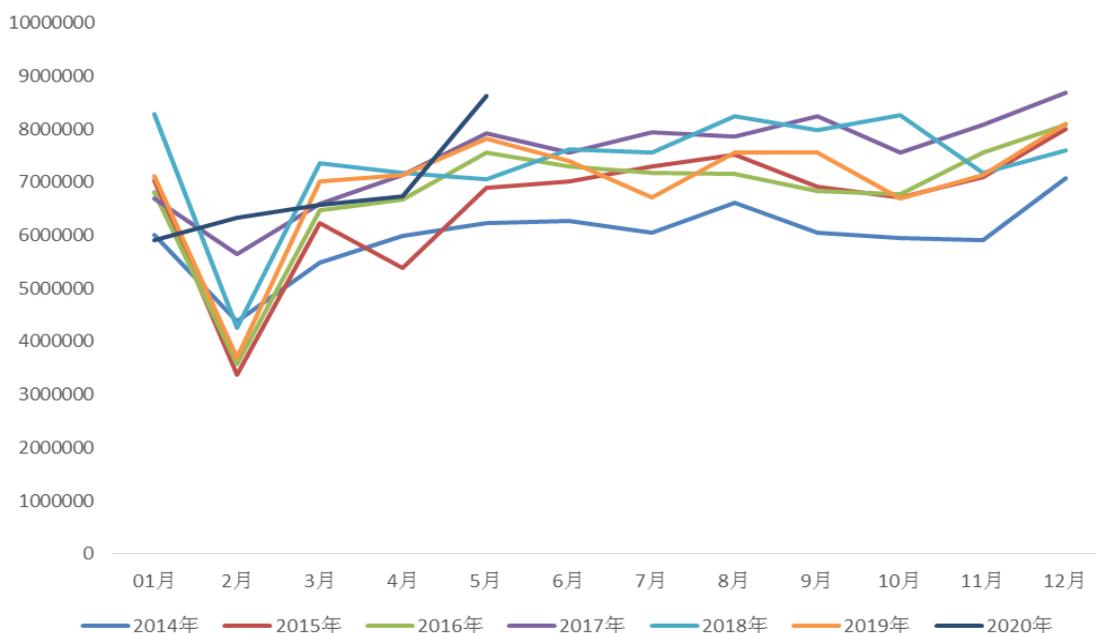
图 13: 中国大豆进口量 (万吨、美元/吨)



数据来源: wind、兴证期货研发部

需求方面，国产非转基因大豆主要用于食用消费，需求相对稳定。压榨对进口大豆的需求成为影响国内大豆需求的最主要因素。从需求的角度看，进口大豆主要以消费蛋白粕用途为主。由于下游养殖行业有所恢复，今年 5 月以来，我国大豆的压榨数据好转。尽管肉蛋禽的存栏增加，但生猪存栏仍旧偏低导致整体养殖行业对豆粕需求仍旧较低，因此，下半年国内大豆的压榨量和消费量将维持正常或偏低水平。

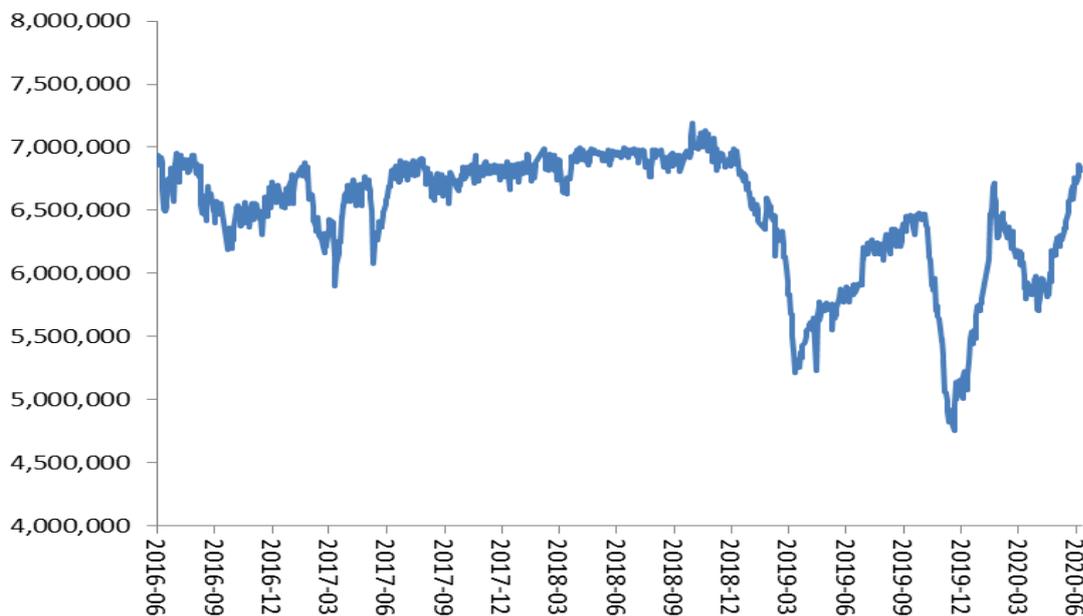
图 14: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

库存方面，由于进口大豆大幅增加，国内大豆库存持续走高。尤其是中美贸易争端仍旧曲折，部分企业加大采购力度，导致大豆库存增加。我国进口大豆库存增加到 685 万吨。

图 15: 大豆压榨量 (吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

综合来看，我国大豆的产量对价格行情的影响较小。进口大豆的成本低、进口量大，对价格的走势起决定性影响。受下游养殖行业需求萎缩影响，国内进口和压榨大豆的数量将在去年较低基数基础上小幅增加，但仍处于近年的偏低水平，需求偏弱对大豆价格利空。

1.1.5 全球大豆供求分析

图 16: 全球大豆库存及库消比 (千吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

从前述分析看，2020/21 年度，全球大豆的供应量有所增加，主要表现在美国大豆产量将出现同比大幅增加。南美方面，由于巴西和阿根廷大豆价格较好，农民选择种植大豆的积极性增加，大豆种植面积继续提高。如果天气情况维持正常，南美大豆产量可能维持历史高位。根据美国农业部预测，未来全球大豆的库存略有下降但仍旧维持高位水平，给大豆价格带来压力。

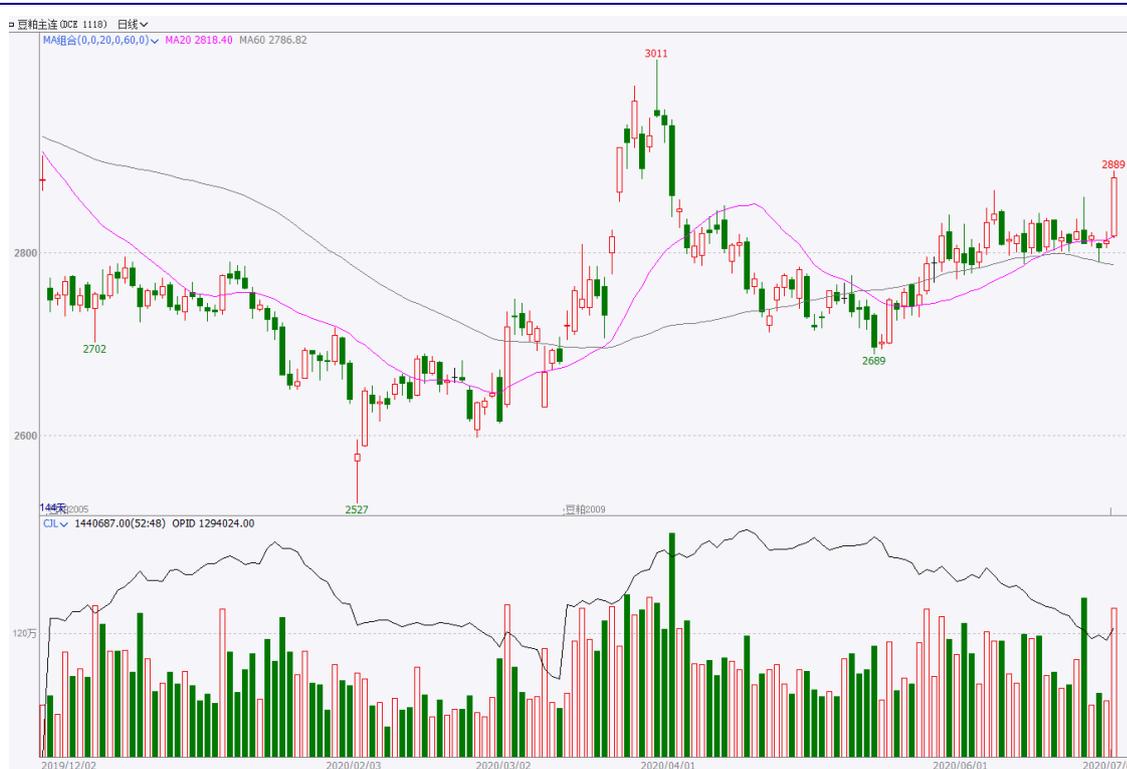
消费方面，由于中美贸易争端持续，除美国大豆价格偏弱，全球其他国家和地区大豆价格均维持偏强态势，抑制了全球大豆的消费。另外，由于中国发生非洲猪瘟导致养殖行业出现衰退，对大豆的需求维持低位，也制约了大豆消费。

综合分析全球情况，我们认为，全球大豆供应增加、需求维持正常水平，去库存不顺畅，全球大豆供求宽松的状态持续。

2. 豆粕：需求偏弱，区间宽幅震荡

2.1 豆粕行情回顾

图 17：豆粕主力走势



数据来源：文华财经、兴证期货研发部

豆粕主力合约走势处于区间震荡状态。2020 年上半年豆粕价格行情可以分为三个阶段。第一阶段为年初到 3 月，中美贸易争端缓解，预期国内进口美国大豆大幅增加且由于新冠病毒导致豆粕需求下滑，豆粕价格逐步震荡走低。第二阶段在 2020 年 3、4 月，国内进口大豆数量减少，油厂出现“断豆”现象，导致大豆和豆粕价格大幅冲高。第三阶段从 4 月到年中，随着大豆进口的增加，大豆供应充足，豆粕库存逐步增加，豆粕价格维持在 2700—2900 元/吨的区间震荡。目前，中美贸易争端仍旧反复对豆粕价格利多，但国内豆粕需求相对较低，豆粕价格维持区间震荡。

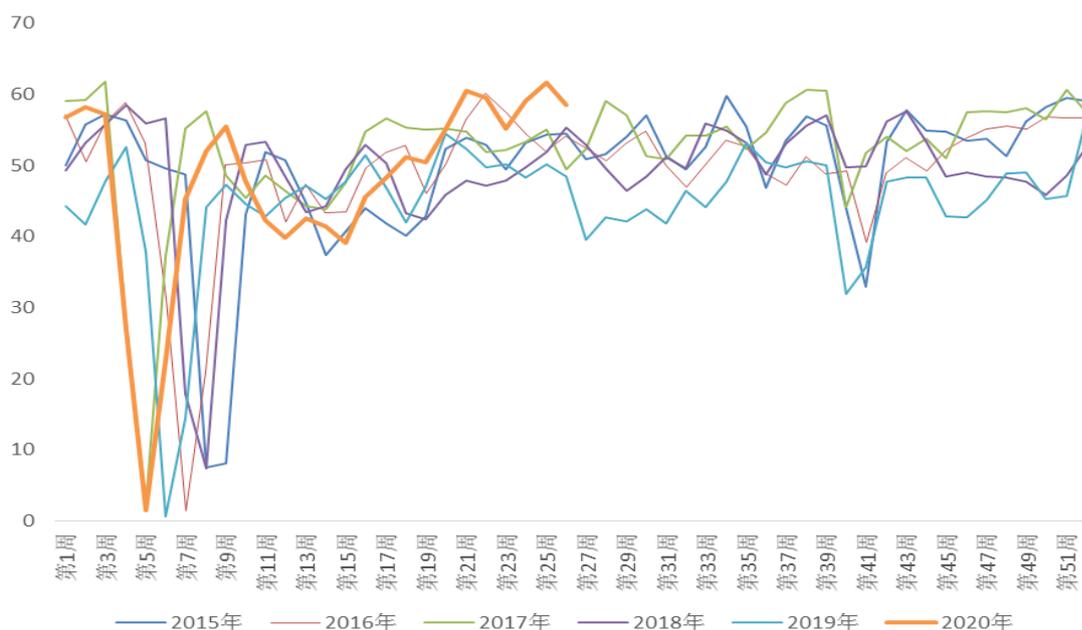
2.2 豆粕基本面分析

2.2.1 豆粕的供应分析

我国土地资源稀缺，在保证单产较高的主粮作物的前提下没有足够的土地供大豆的生产以满足国内日益增长的蛋白粕的需求。只有通过大量进口大豆进行压榨，以满足国内对蛋白粕的需求。全球 80%以上的蛋白粕依靠豆粕提供，因此豆粕被其他蛋白粕取代的概率较低。豆油在全球油脂的消费比重占 35%，在价格高企时被其他油脂取代的可能性更大。因此，国内进口大豆主要以满足国内的蛋白粕需求为主，这也导致了国内豆油产量和消费量占整体油脂的比重远远高于国际水平。

2005 年以来，我国大豆压榨行业产能达到 1.5 亿吨，产能利用率维持在 60%。国内豆粕的供应基本依靠进口大豆压榨，直接进口豆粕数量有限。

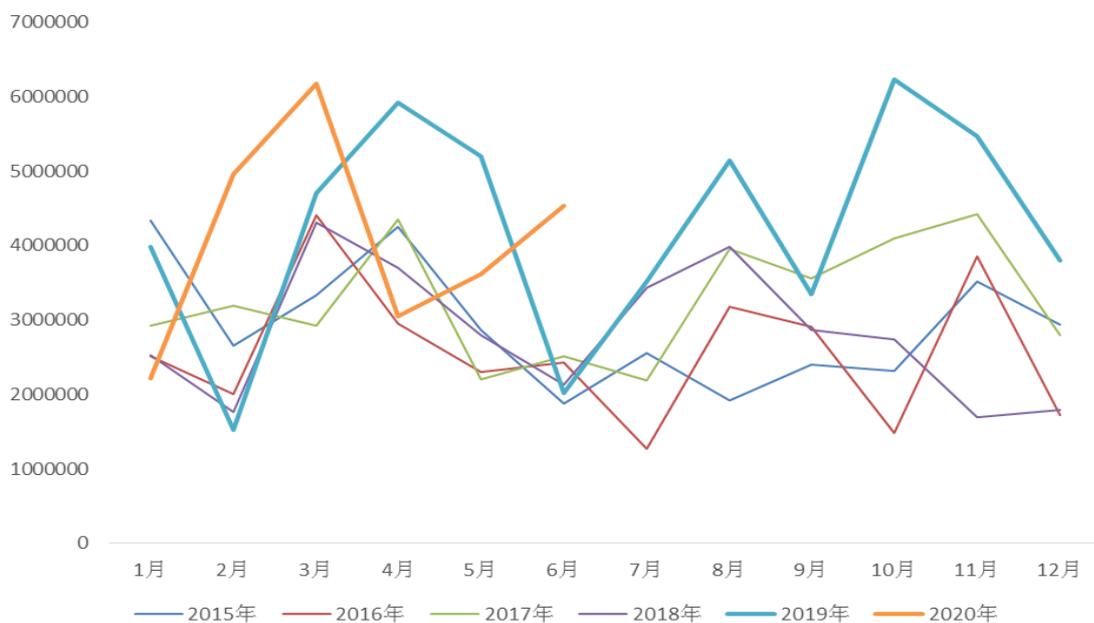
图 18：压榨企业开工率 (%)



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

我国大豆压榨企业的开工率逐步回升。今年年初，油厂受豆粕消费不旺以及“断豆”影响，开机率维持低位，但后期随着大豆的大量到港，开机率走出近几年以来的高位。4 月以后，豆粕价格维持高位，油厂压榨利润较好，油厂开机率持续走高至接近 60%。

图 19: 全国部分地区豆粕成交量 (吨)

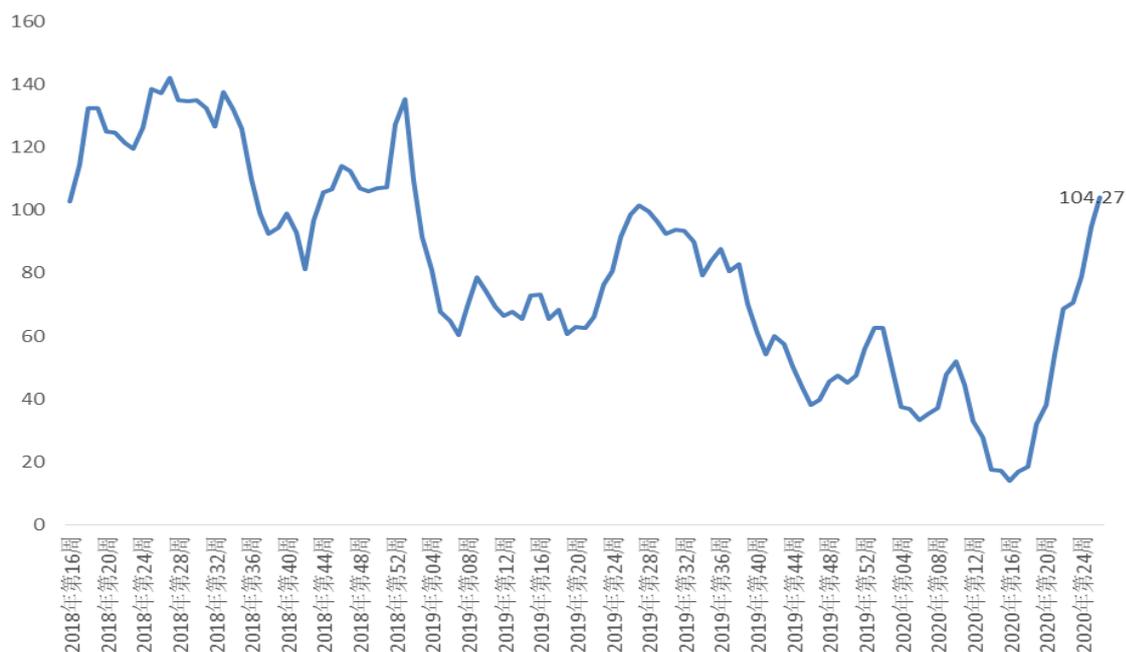


数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

从市场成交的情况看,2020年前5个月我国豆粕的成交量维持正常水平;3月受疫情影响,豆粕成交增加,随着疫情的缓解豆粕成交逐步回落。

国内豆粕库存从4月开始大幅增加,逐步恢复到正常的库存水平。由于进口大豆大幅增加,油厂加大开机力度,企业豆粕库存将维持高位。

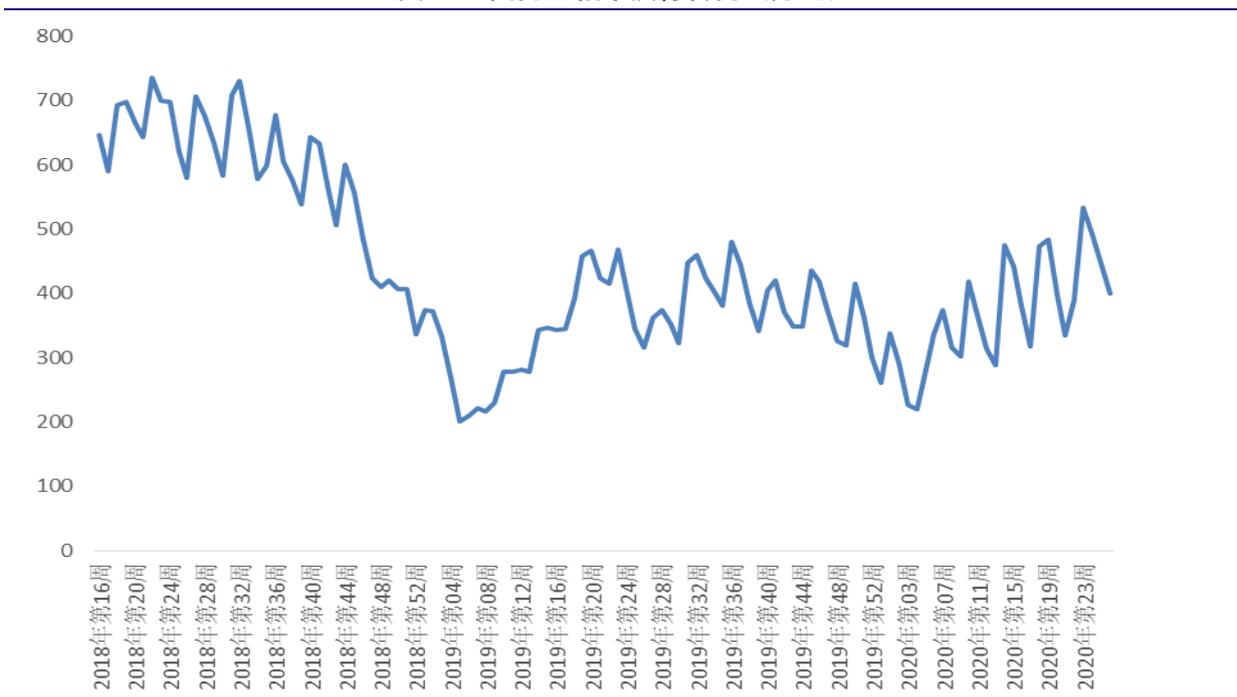
图 20: 国内豆粕库存走势 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

国内豆粕未执行合同逐步增加,目前处于近年来的正常数量水平。虽然没有达到2018年的高位,但在需求减少的情况下,目前的库存水平已经偏高,将抑制后期豆粕的需求。

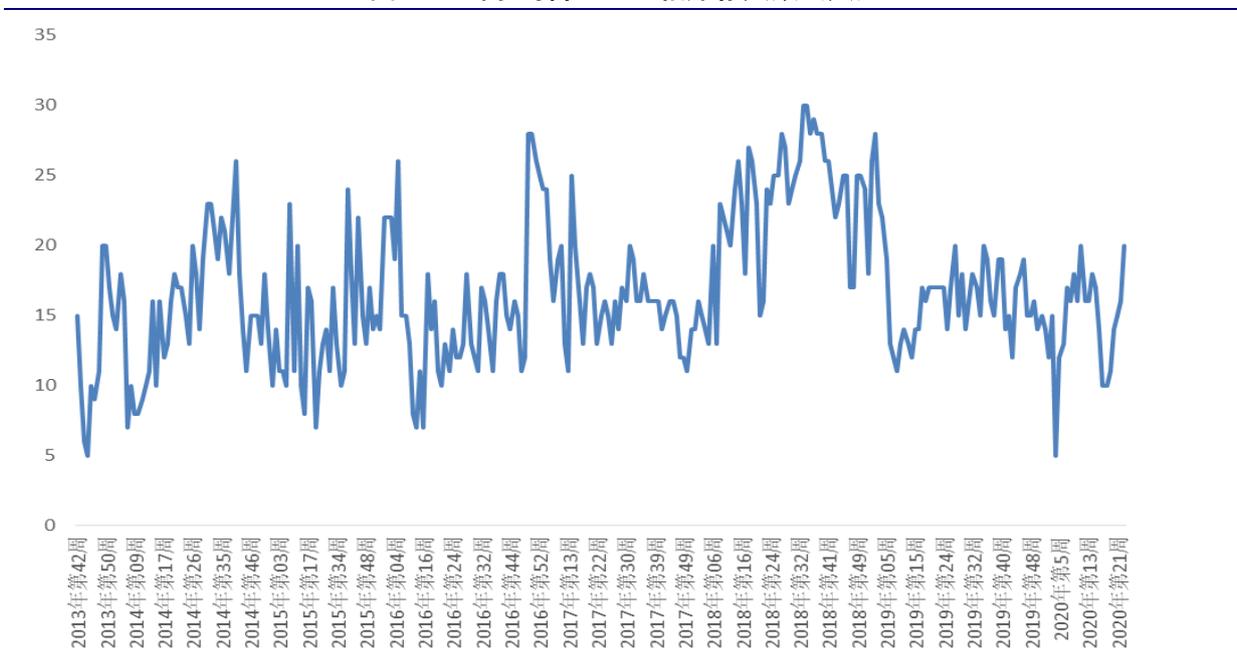
图 21：国内豆粕未执行合同（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

山东地区饲料企业豆粕库存天数由最低的 6 天恢复到 20 天左右的正常水平,豆粕下游企业库存可能还将小幅增加。

图 22：山东饲料企业豆粕库存天数（天）

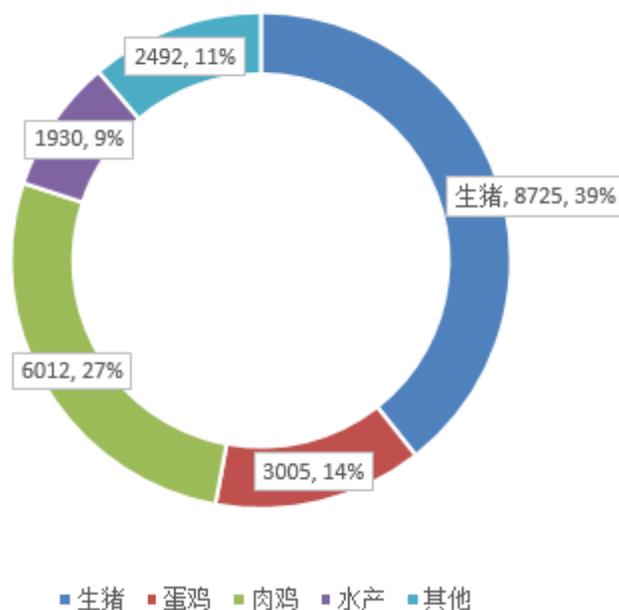


数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

综合来看，目前油厂的开机率维持在正常偏高水平，豆粕的压榨供应量偏高但需求偏低，导致豆粕的库存逐步增加，后期可能给价格带来压力。由于下半年豆粕的需求仍不甚乐观，豆粕的库存和未执行合同以及下游饲料企业的库存都维持在正常偏高的水平，对价格有压力。

2.2.2 豆粕的需求分析

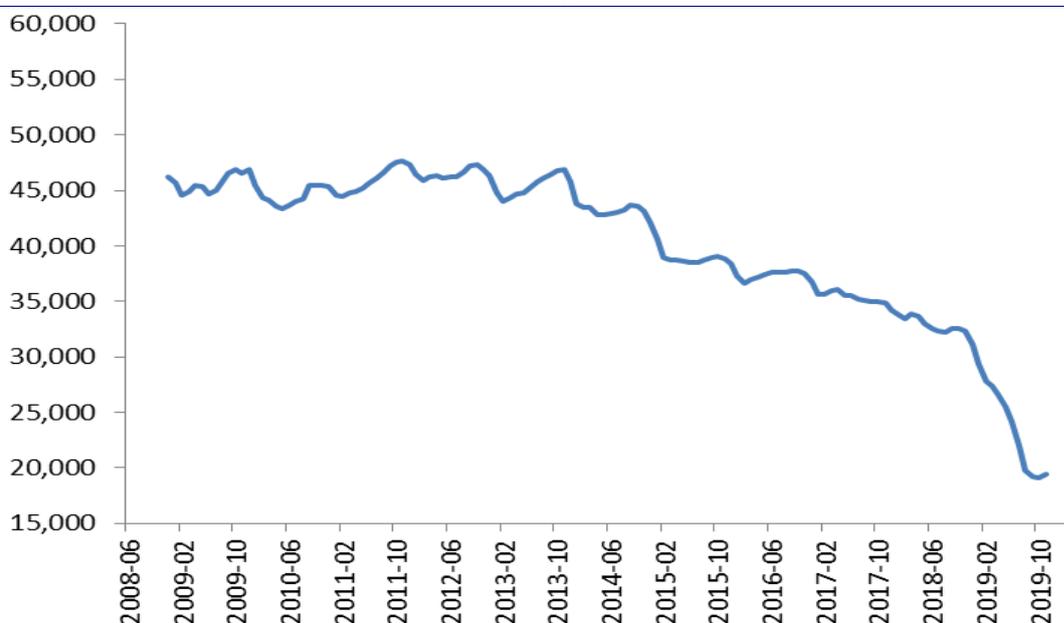
图 23：2016 年全国饲料产量（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

我国豆粕主要用于养殖业的消费。从数据看，用于生产饲料的豆粕占消费豆粕的 95%以上，其余 2.5%--5%的豆粕满足出口需求，用于食用消费的豆粕相对稳定，不足总消费量的 1%且主要是国产大豆生产的豆粕。养殖行业的需求状况成为分析豆粕需求的主要因素。

图 24：生猪存栏量（万头）

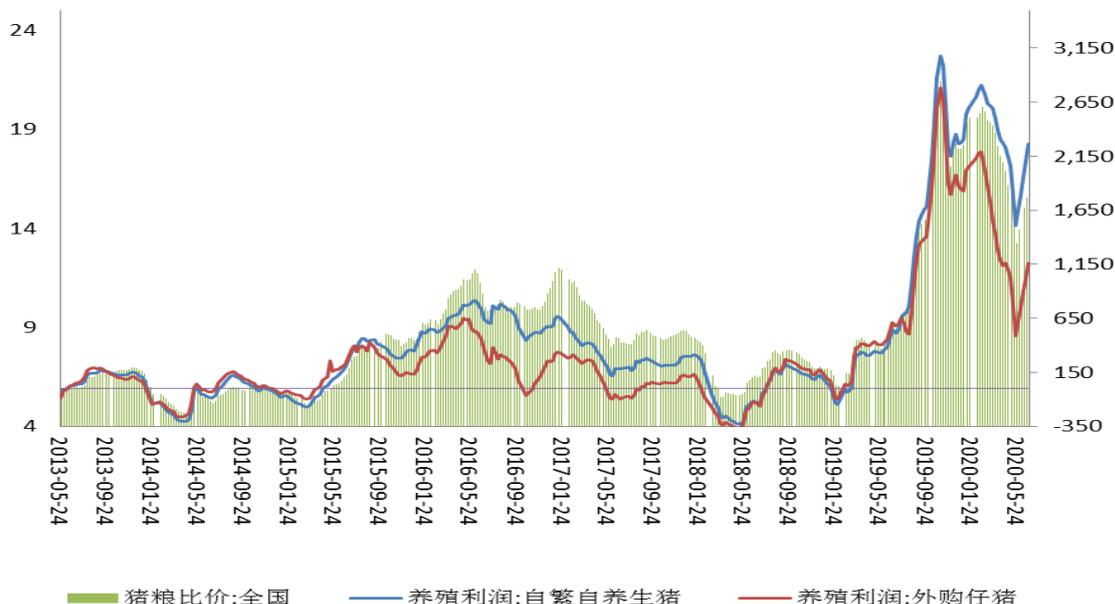


数据来源：Wind、兴证期货研发部

在我国，生猪对豆粕的需求量最大；其次是肉蛋禽对豆粕的需求，再次是水产。生猪饲料占总饲料产量的 39%；肉鸡饲料产量占 27%，蛋鸡饲料产量占 14%，水产和反刍饲料分别约占

饲料总产量的 9%左右。由于豆粕在各种饲料中的含量占比不同，豆粕的消费用量也略有差异。

图 25：生猪养殖利润（元/头）

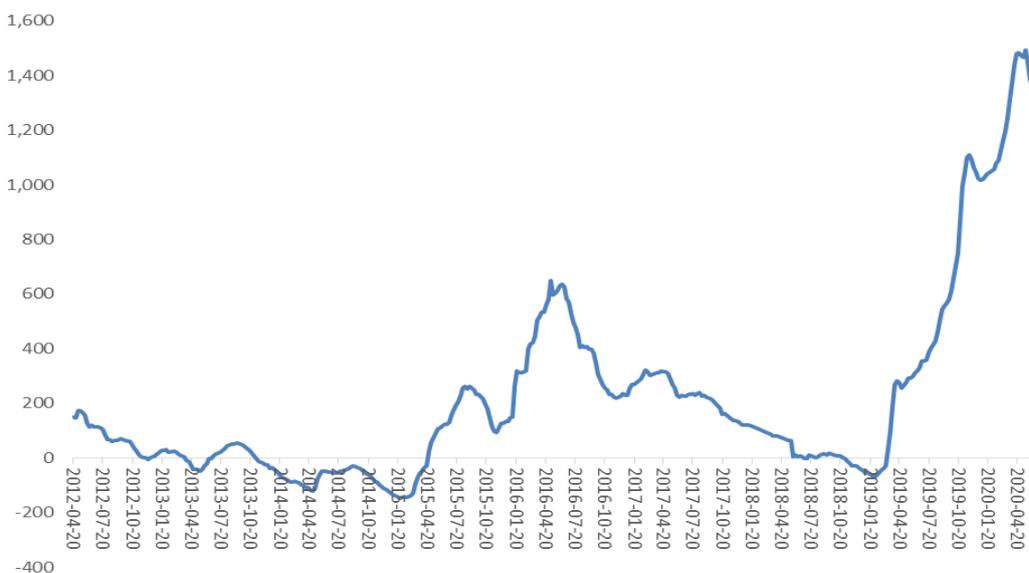


数据来源：wind、兴证期货研发部

2018 年非洲猪瘟导致生猪存栏持续下降；至 2019 年 10 月，生猪存栏量触底，其后存栏小幅回升，回升的速度较慢。生猪存栏量从 2014 年开始持续下降，2018 年下半年加速下滑，生猪存栏量较正常水平下降近 40%，制约对豆粕的需求。随着生猪价格的大涨，生猪存栏量有所增加，但增幅有限，仍将制约 2020 年下半年对豆粕的需求。

生猪养殖利润从 2019 年 3 月后开始大幅走高，最高接近 3100 元/头。尽管目前养殖利润有所回调，但仍旧超过 1000 元/头以上的利润。由于非洲猪瘟导致国内仔猪奇缺，仔猪价格大幅走高，出售毛利持续维持高位，每头仔猪的利润超过 1400 元，几乎与出栏生猪的利润相当。

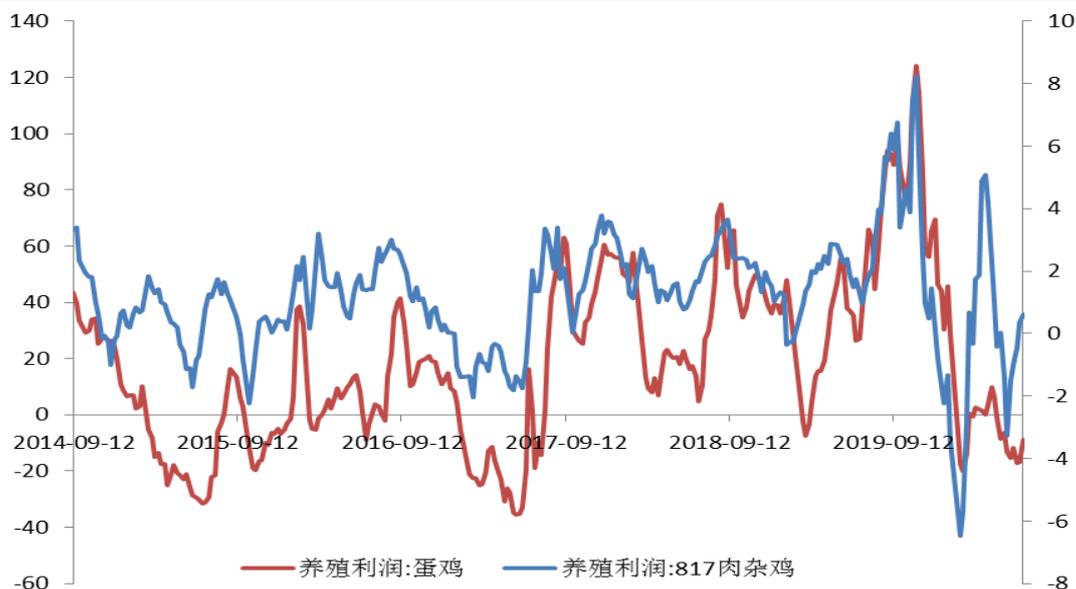
图 26：仔猪出售毛利（元/头）



数据来源：wind、兴证期货研发部

从肉蛋禽的情况看，2019 年以后肉蛋禽替代猪肉的趋势明显，需求大幅增加，价格持续走高，产业出现大量补栏。

图 27: 肉蛋禽养殖利润 (元/只)



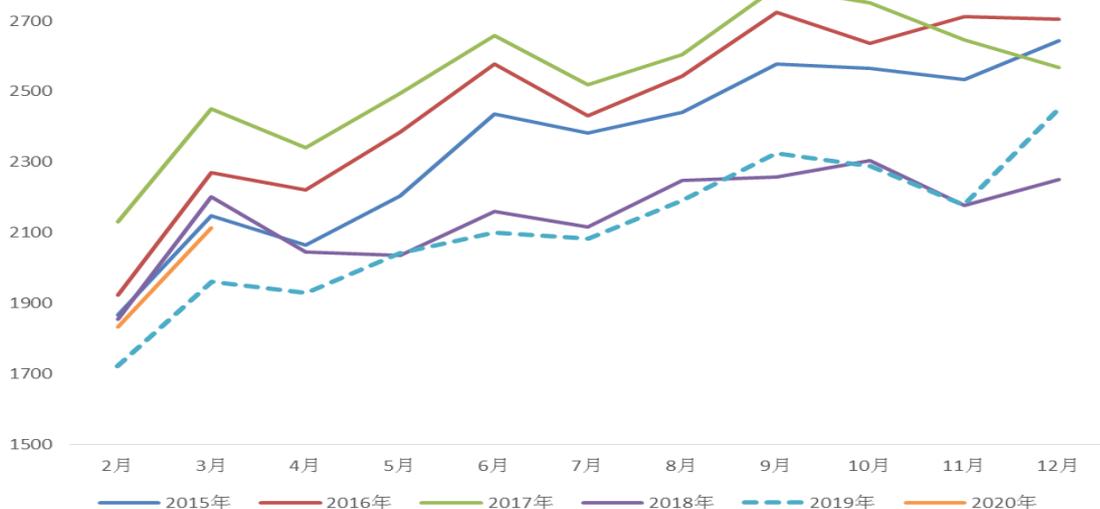
数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

目前国内肉蛋禽的存栏量维持在历史均值水平之上，对饲料和豆粕的消费处于偏高水平，弥补生猪对饲料和豆粕消费的部分缺口。但我国肉蛋禽养殖利润从春节以来持续下滑，目前仍旧处于偏低的利润水平。2019 下半年的大量补栏对利润的打压仍旧存在。

最后，水产养殖方面，虽然水产的价格维持较高的水平，养殖的积极性也比较高，但由于长江以南地区水产养殖需求恢复速度不及预期，蛋白粕的消费恢复缓慢。预期 2020 年下半年水产养殖的恢复对豆粕的需求有一定利好。

从饲料产量看，2020 年我国饲料产量处于近 6 年的偏低水平，但比去年的产量有一定的增加。简单类推，今年饲料对豆粕的需求将比去年有一定的恢复，但仍旧低于近几年的均值。

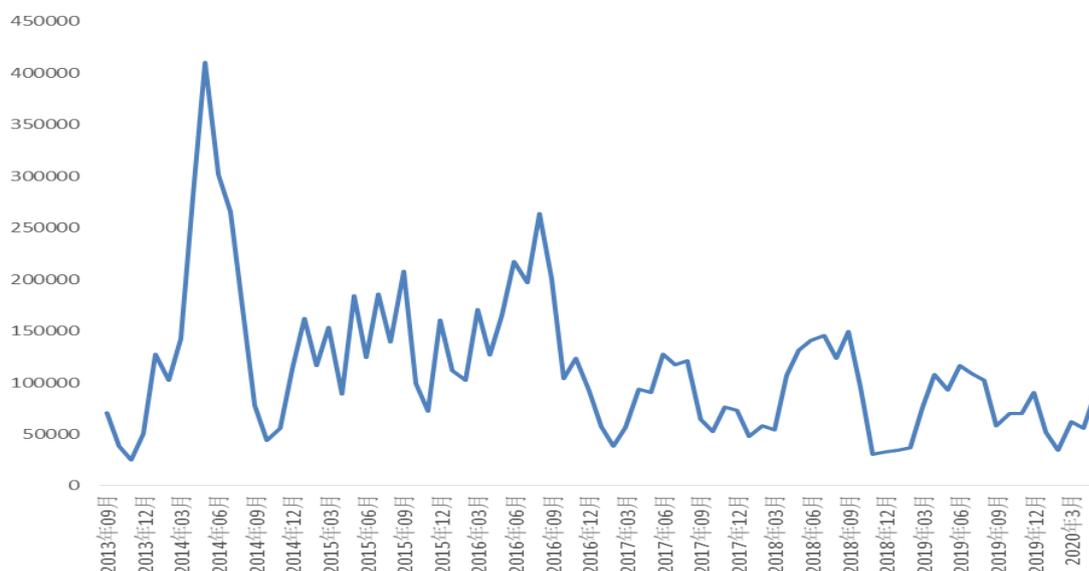
图 28: 我国饲料月度产量 (万吨)



数据来源: Cofeed、兴证期货研发部

综合养殖的情况看，生猪存栏大幅下降不利于豆粕需求，肉蛋禽和水产养殖对豆粕的需求利好，但整体对豆粕的需求仍处于偏低水平。

图 29：豆粕出口量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

豆粕的出口数量比重不大，但数量波动较大。2020 年上半年我国豆粕的出口量整体萎缩，后期出口数量可能小幅增加。

综合豆粕供求分析，我们认为国内豆粕的供应同比增加。由于下游养殖需求疲弱，豆粕的实际消费数量虽然比 2019 年出现一定增加但整体低于正常年份。2020 年我国进口大豆的数量将出现增加，在消费一般的情况下，豆粕价格受到一定的打压。由于中美贸易争端反复可能导致大豆进口成本上升，推升国内豆粕价格，需要特别关注。

3. 豆油：供需两弱，宽幅震荡

3.1 豆油行情回顾

图 30：豆油主力走势



数据来源：文华财经、兴证期货研发部

2019 年上半年豆油价格走势可分为两个阶段。第一阶段从元旦以后至 3 月中旬，豆油价格受疫情及原油价格暴跌的影响从高点持续下跌，跌幅超过 25%；第二阶段从 3 月中旬到年中，随着国内对新冠疫情的控制，豆油的需求逐步恢复，价格逐步企稳且维持低位区间震荡。目前国内处于豆油消费淡季，豆油的库存维持偏高水平，受原油价格下挫影响，豆油的工业需求数量大幅下降，对价格有压力，因此豆油可能还将维持区间震荡行情。

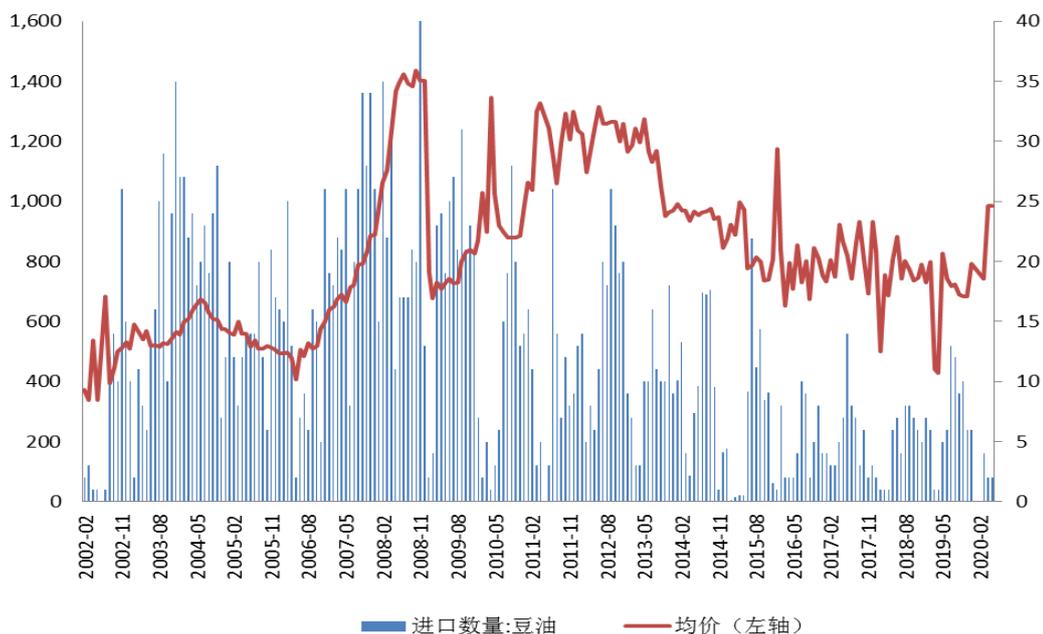
3.2 豆油基本面分析

3.2.1 豆油的供应分析

从国内的情况来看，国内豆油的月度进出口量均处于 5 万吨以下，对供求影响相对较小。豆油的新增供应量主要体现在压榨企业豆油的产量上，今年大豆压榨量将会比去年有所增加但低于正常年份，这可以通过压榨企业的开机率进行验证。

从进口看，今年以来豆油的进口量维持在较低的水平，很难对供应造成太大影响。前期，受原油价格大幅下挫影响，外盘豆油价格跌幅高于国内，导致豆油进口亏损大幅减少。但进口豆油贸易利润很难为正始终制约国内豆油进口数量。

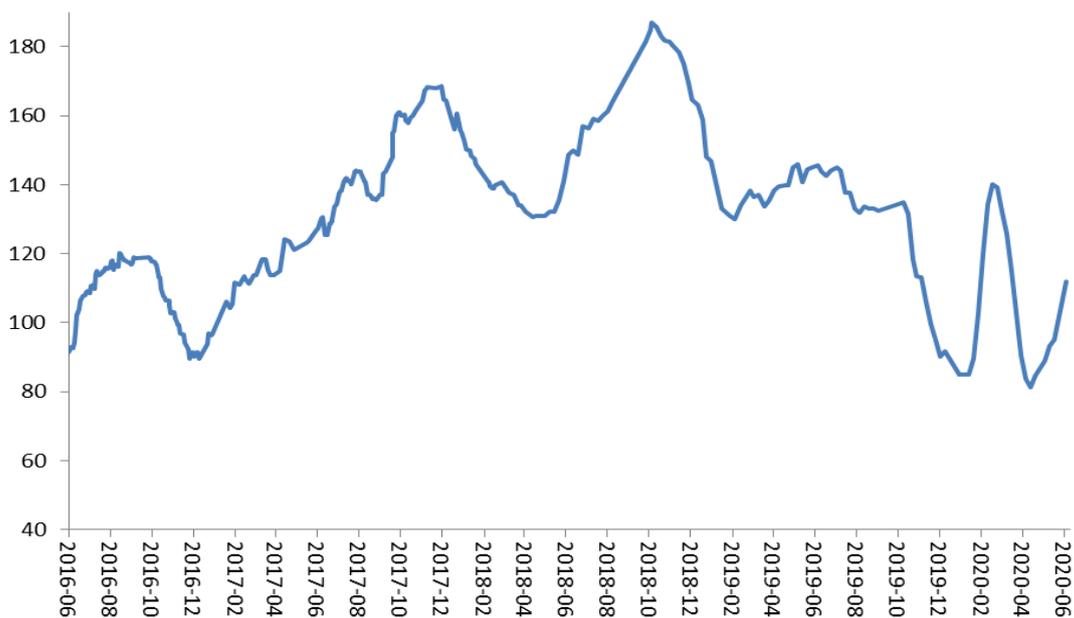
图 31：我国豆油进口（万吨）



数据来源：wind、兴证期货研发部

从库存情况看，全国各地油厂库存出现大幅反弹，6 月底达到 112 万吨，库存水平的持续增加给豆油价格带来压力。

图 32：全国油厂库存（万吨）



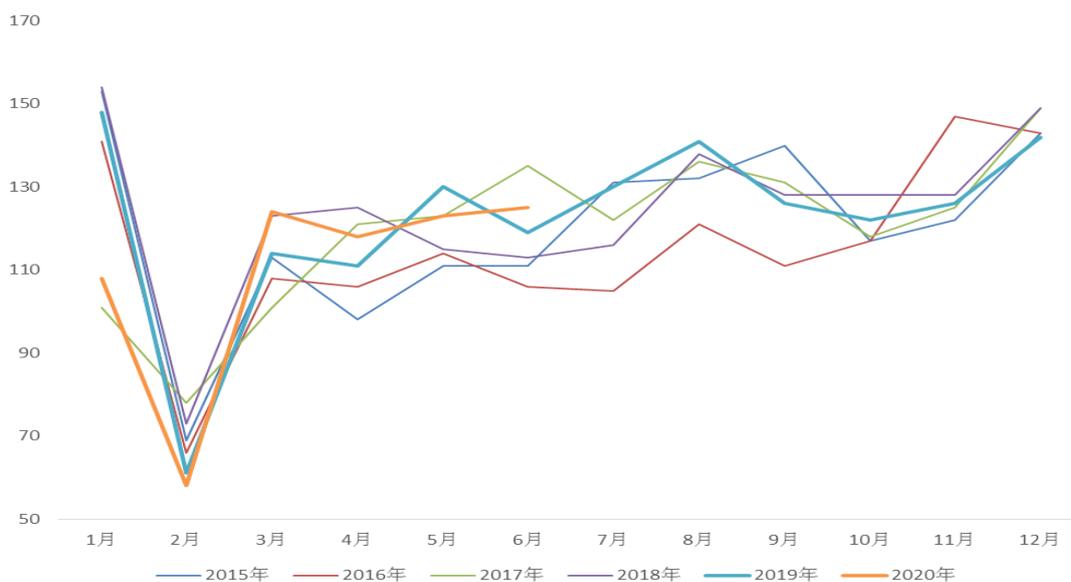
数据来源：wind、兴证期货研发部

3.2.2 豆油的需求分析

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

国内豆油的食用需求增幅开始放缓，根据美国农业部的预测，2018/19 年度国内豆油消费量略微下降至 1588 万吨；2019/20 年度，豆油的食用消费需求可能增加到 1658 万吨；2020/21 年度，由于豆油的价格处于历史低位，导致需求大幅增加，豆油的需求量大幅增加至 1766 万吨。2020 年下半年，豆油的需求可能会随着疫情的结束以及经济的复苏而逐步增加。

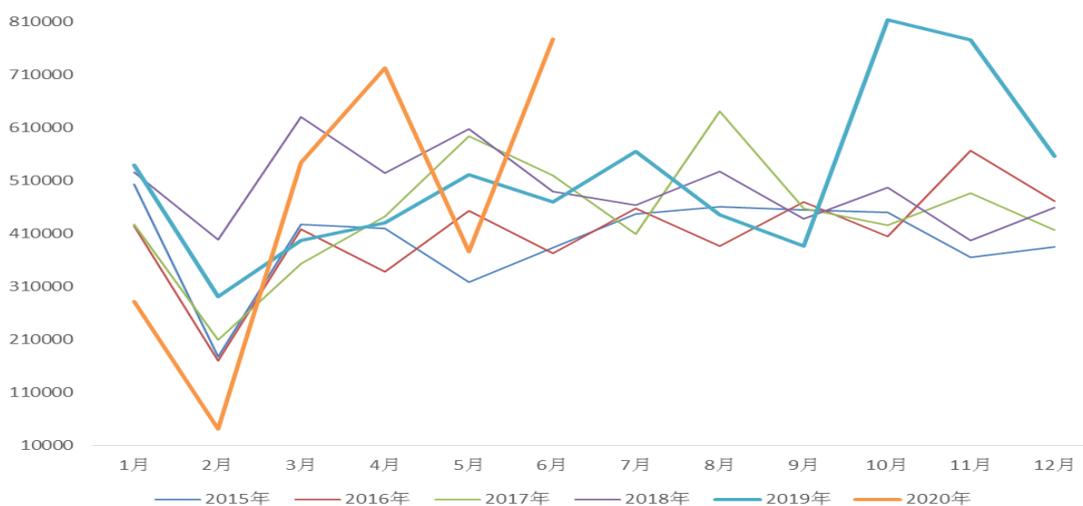
图 33：我国豆油食用消费（万吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

从成交看，豆油价格处于低位区间，市场交投大幅增加，豆油成交量维持高位。

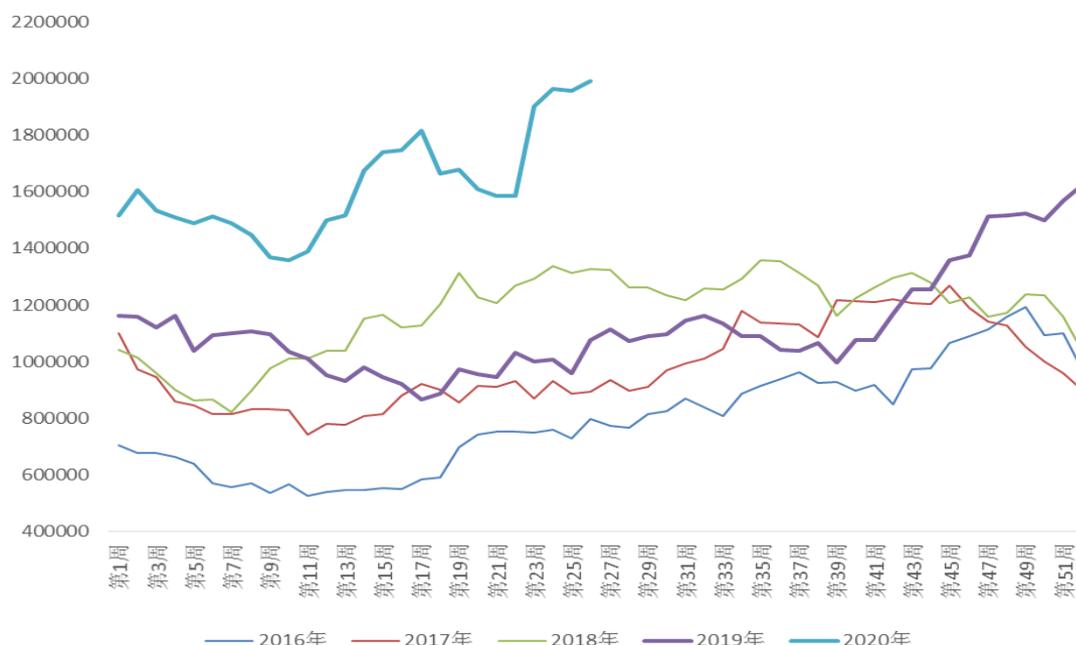
图 34：全国豆油成交走势（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

豆油的未执行合同处于历史高位水平，前期由于油脂的价格大幅下跌至历史低位，导致消费、投机需求大幅增加，豆油合同大幅增加，较正常年份增加超过 40%，这将制约后期市场对豆油的需求和消化能力。

图 35：全国豆油未执行合同（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

3.3 豆油的后期供求分析

在我国豆油主要来源于压榨企业的压榨，因此受制于大豆的进口量和压榨数量。由于我国进口大豆的关税为 3%要远远低于豆油的进口关税 9%，因此国内豆油的价格相对国际豆油价格水平偏高，正常情况下国内豆油进口量要远远高于出口量。

从消费看，我国是豆油的需求大国，豆油基本都用于满足食用需求，与巴西、阿根廷等豆油资源禀赋丰富用于生产生物柴油的国家不同。我国豆油的食用需求相对比较稳定，由于今年豆油价格处于历史偏低水平，将刺激豆油的消费。2020 年豆油的需求可能较 2019 年大幅增加。

由于养殖需求有所恢复，我们预期今年下半年大豆进口量和压榨量将出现一定的增加，豆油的压榨供应量小幅增加，这对豆油的价格一定的打压。

4. 棕榈油：工业需求疲弱，区间宽幅震荡

4.1 棕榈油行情回顾

图 36：棕榈油主力走势



数据来源：文华财经、兴证期货研发部

从棕榈油主力合约价格走势看，2020年上半年棕榈油价格可分为两个阶段：第一阶段从年初至3月中旬，棕榈油受到疫情及原油暴跌影响，需求迅速萎缩，价格持续大跌；第二阶段从3月中旬至年中，随着疫情的逐步缓解及原油价格的反弹，棕榈油的需求有所企稳，价格逐步企稳反弹。市场预期棕榈油的产量将小幅增加，而需求则可能继续维持偏弱水平。因此，下半年棕榈油可能维持宽幅区间震荡。

4.2 全球棕榈油基本面分析

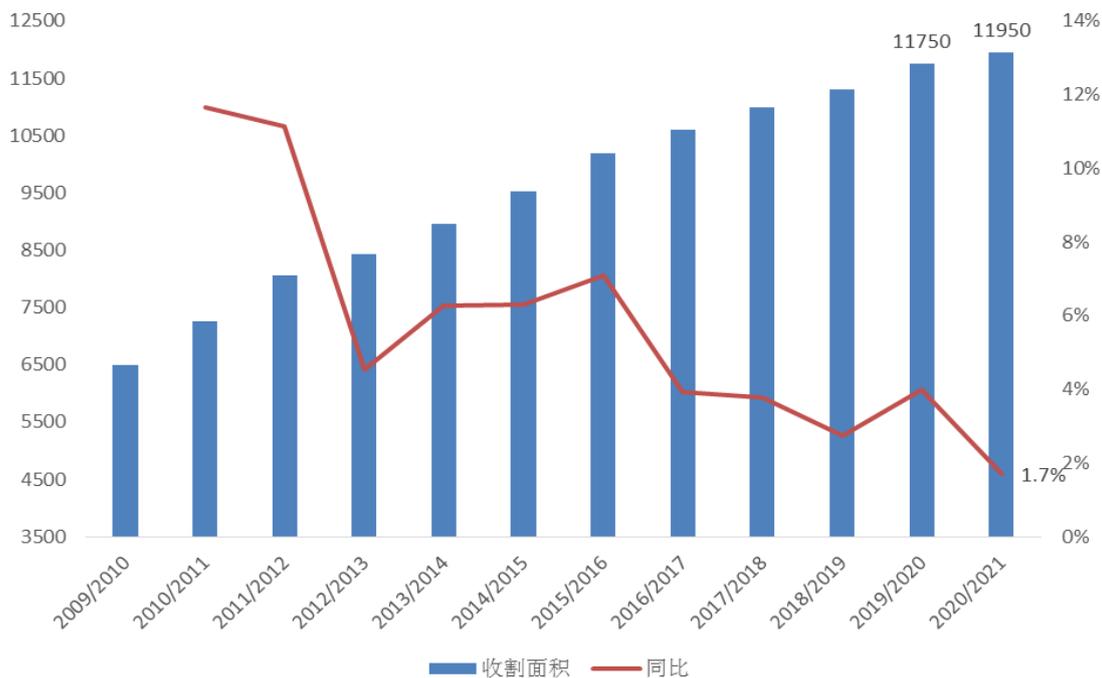
4.2.1 全球棕榈油供应分析

棕榈树是多年生木本植物，树龄在30年以上，一般3年以后结果，6-7年棕榈树单产水平可以达到整个生命周期的平均水平，9—18年是高产周期，之后单产水平逐步下降，因此树龄结构是决定单产的重要因素。

4.2.1.1 印尼棕榈油产量

印尼有近一半的棕榈树是近十年种植，而近60%棕榈树的树龄低于10年，处于单产增加的高峰期。但近年来印尼棕榈油收获面积增幅不断走低，这与2008年后新种面积增幅减少有关。根据USDA报告显示，2020年印度尼西亚棕榈树的收获面积达到1175万公顷，2021年可能继续增加到1195万公顷。

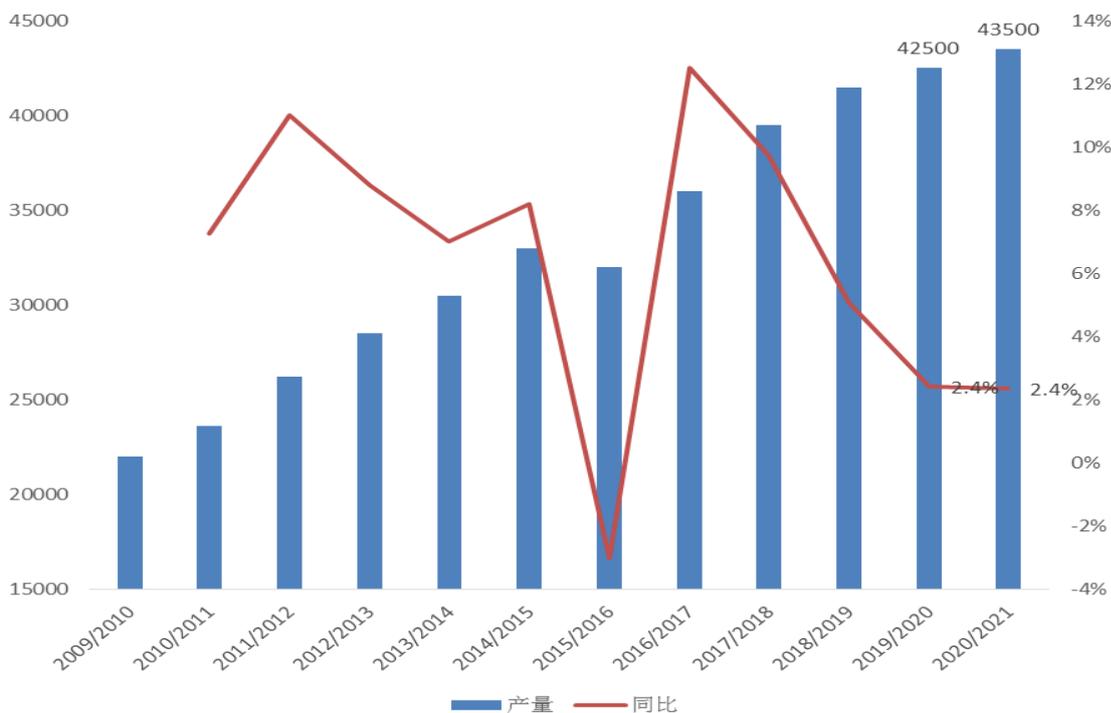
图 37：印尼棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

在收获面积增加、单产水平维持正常的情况下，印尼棕榈油产量继续增加。根据美国农业部的预测，2019 年印尼棕榈油的产量达到 4150 万吨，2020 年可能增加到 4250 万吨，2021 年将增加到 4350 万吨。棕榈油产量的增加对市场价格有一定压力。

图 38：印尼棕榈油产量及同比（千吨）

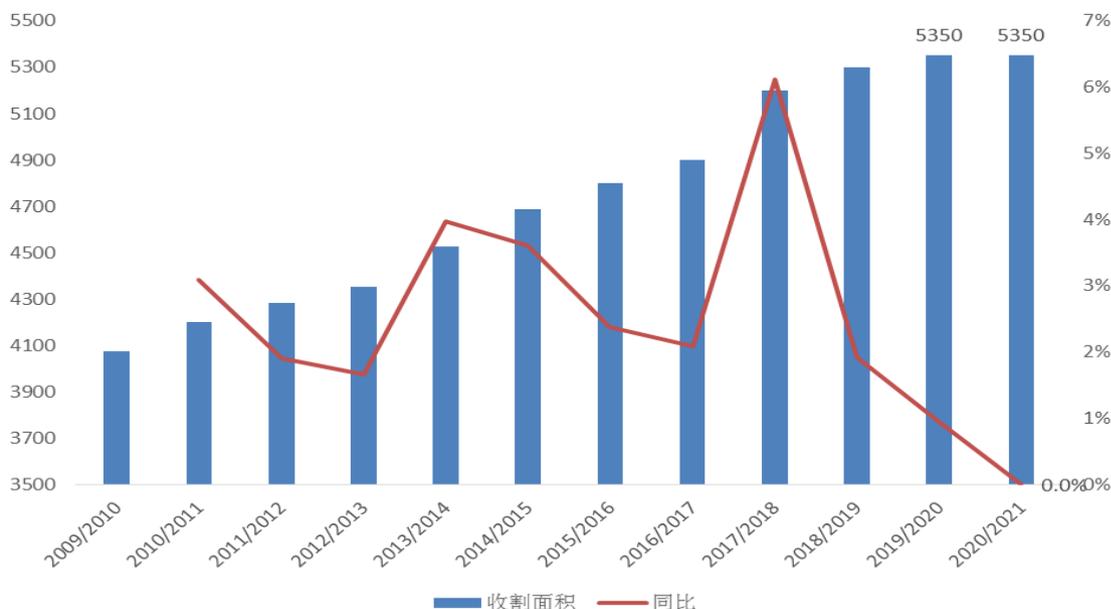


数据来源：USDA、兴证期货研发部

4.2.1.2 马来西亚棕榈油产量

2020 年，马来西亚完全成熟的棕榈树的收获面积为 535 万公顷，较去年的 520 万公顷有所增加。2021 年收获面积可能维持在 535 万公顷。单产方面，马来西亚的棕榈油单产已经恢复到趋势性单产水平。

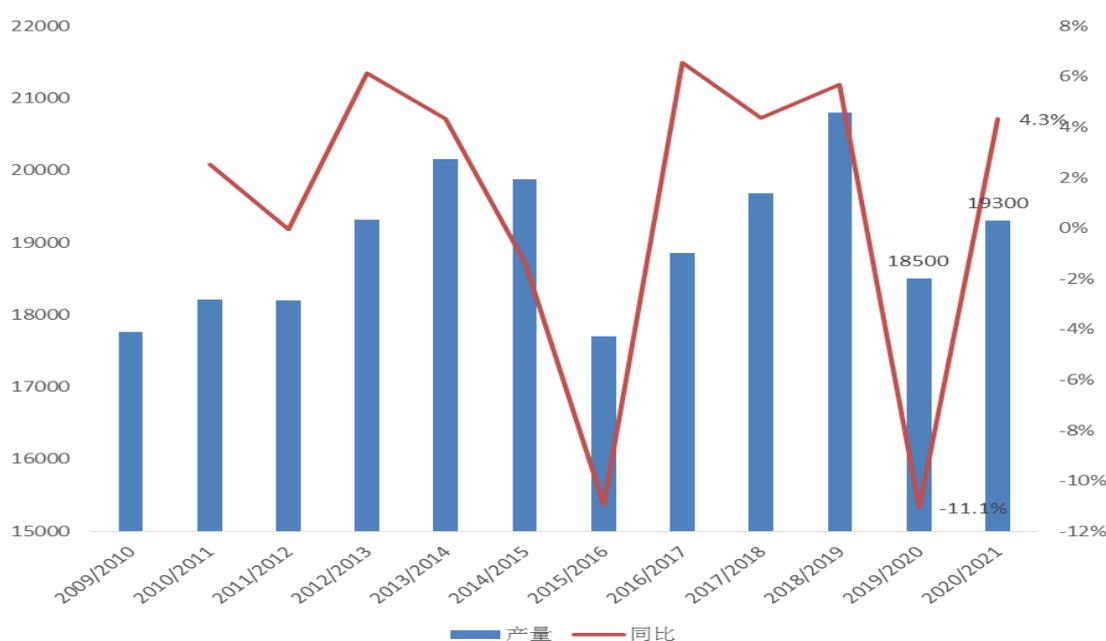
图 39：马来棕榈油收割面积及同比（千公顷）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

随着种植面积和单产的恢复，马来西亚棕榈油产量将反弹。根据 USDA 的数据，2020 年马来西亚棕榈油的产量为 1850 万吨。2021 年，棕榈油产量将恢复到 1930 万吨。

图 40：马来棕榈油产量及同比（千吨）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

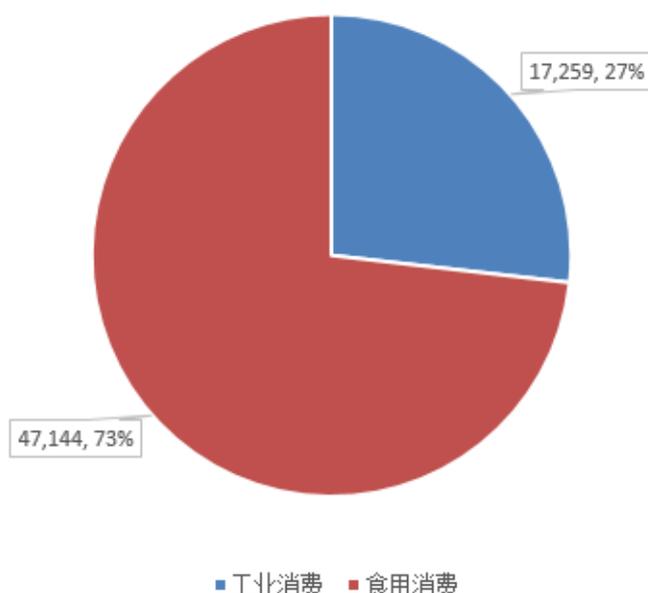
2020 年马来西亚和印度尼西亚棕榈油的总产量接近 6100 万吨，约占全球总产量的 82%。未来，马来西亚产量的恢复性增加和印尼产量的小幅增加将使得 2020 年全球棕榈油产量维持在较高水平，对棕榈油价格有一定压力。

4.2.2 全球棕榈油需求分析

4.2.2.1 棕榈油的食用需求

棕榈油的需求主要还是用于食用消费需求，包括工业食品的消费需求。从近五年的情况看，棕榈油的食用需求平均增幅接近 4%，未来油脂整体的供给逐步恢复，尤其是全球维持中性气候使得棕榈油产量恢复到趋势性单产。棕榈油的供求关系维持宽松。预期 2020 年下半年棕榈油的食用需求增幅可能高于 4%。

图 41：全球棕榈油消费情况（千吨）

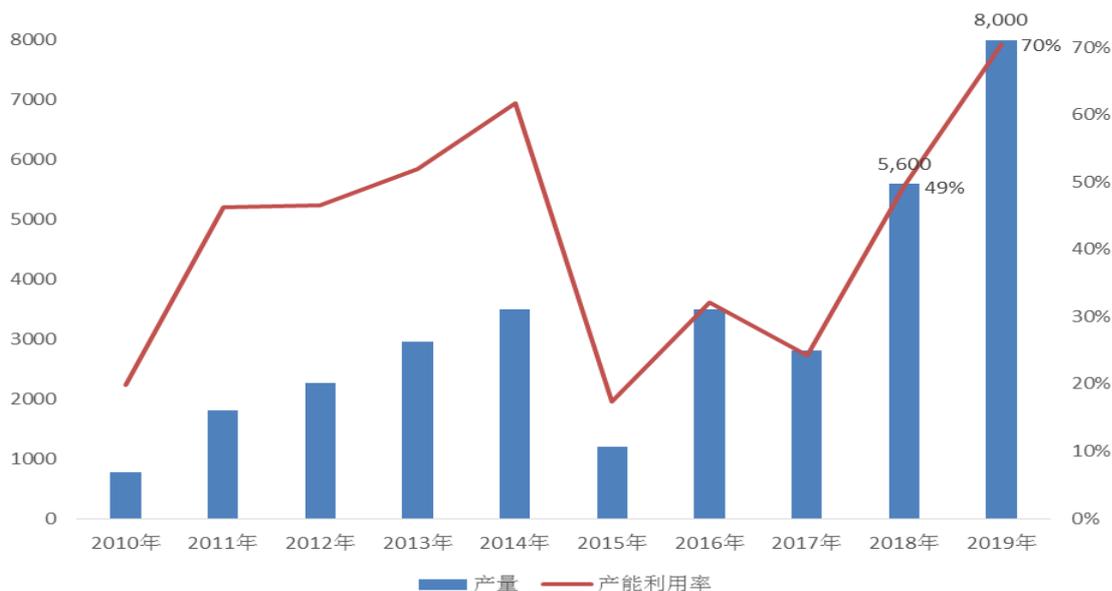


数据来源：USDA、兴证期货研发部

4.2.2.2 棕榈油的工业需求

印度尼西亚是棕榈油用于生物柴油生产需求最大的国家。从印尼生物柴油产能利用率情况，2019 年原油价格处于高位带动生物柴油的需求，生物柴油的产量和产能利用率创出新高。2020 年以来，原油暴跌，加之新冠疫情导致全球经济衰退，生物柴油产业大面积亏损，印尼生物柴油 B30 掺混比例推迟，将制约棕榈油的工业需求。2020 年印尼棕榈油用于生物柴油的产量可能出现大幅下滑局面，但仍需关注印尼政府的政策实施情况。

图 42：印尼生物柴油产量及产能利用率（百万升）

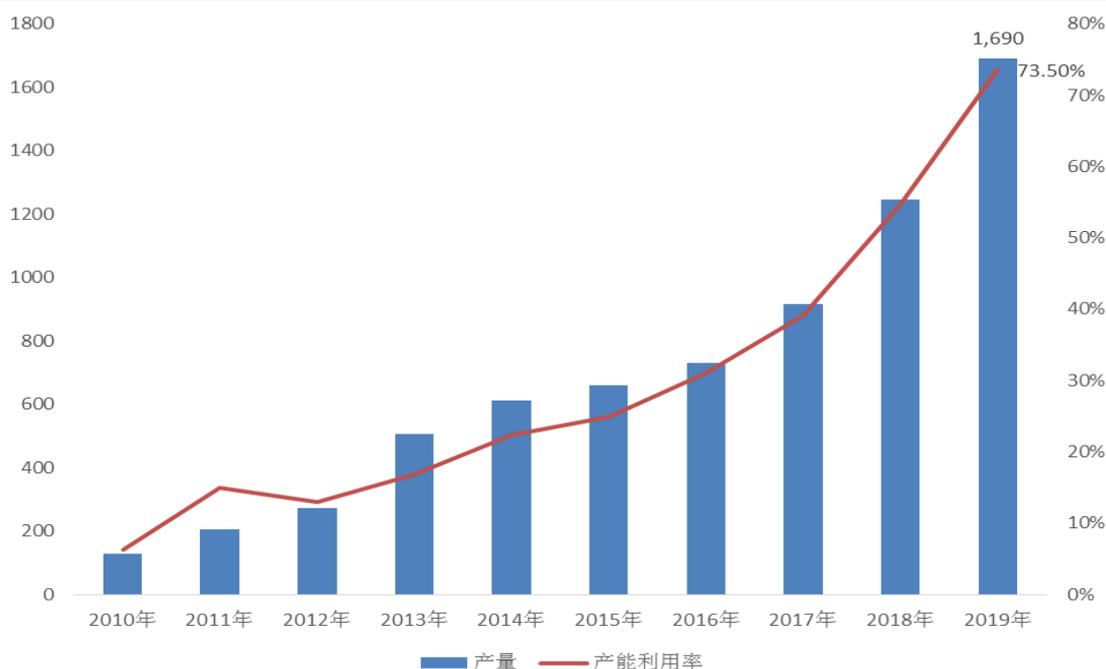


数据来源：USDA、兴证期货研发部

自 2016 年印尼生物柴油的混掺比例达到最高的 10.2% 以后，连续两年出现下调，2017 年为 9.2%，2018 年混掺比例下调至 8.7%。为了刺激棕榈油的消费，印尼政府提高生物柴油的混掺比率至 B20，并计划在 2020 年提高至 B30。由于能源价格大跌及经济衰退，掺混计划将推迟。

2019 年，马来西亚生物柴油产量同样大幅增加，带动产能利用率上升至 74%。2020 年能源价格大跌，生物柴油的产量将大幅下挫。由于马来西亚政府缺乏激励，无利可图情况下企业生产生物柴油积极性受挫，这意味着生产生物柴油的棕榈油用量将会大幅萎缩。

图 43：马来西亚生物柴油产量及产能利用率（百万升）



数据来源：USDA、兴证期货研发部

由于政府激励政策不积极，马来西亚生物柴油的混掺比率常年维持在 7%，2019 年提高至 10%带动棕榈油消费增加。2020 年，能源价格走低，马来西亚政府很难按计划将生物柴油的掺混比例继续提高。

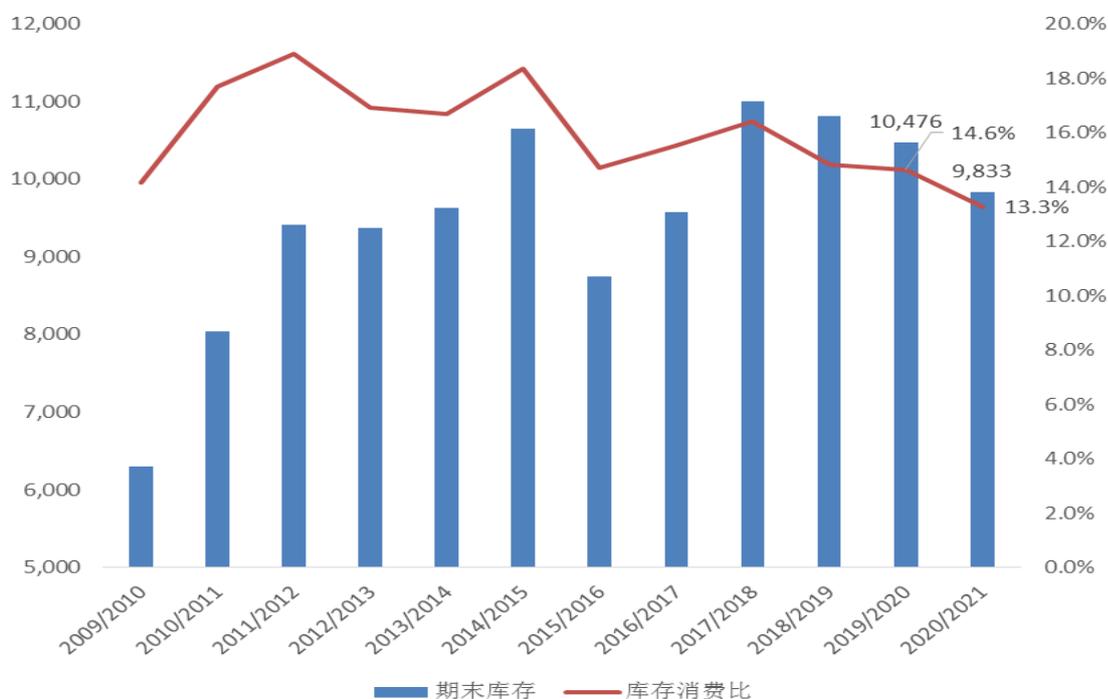
4.2.3 全球棕榈油供求分析

综合来看，随着马来西亚和印度尼西亚棕榈油的单产水平恢复，全球棕榈油的供给量增加。需求方面，棕榈油的食用需求增幅一定，工业用途的用量、尤其是生物柴油的用量随着能源价格的暴跌将出现一定程度的下降对价格利空。

由于新冠疫情的影响以及全球经济进入到衰退期，棕榈油的工业用途在短期内很难出现改观，今年下半年棕榈油的需求可能小幅下滑。

根据美国农业部的预测，全球棕榈油的供求维持宽松状态。2020 年全球棕榈油的库存小幅下降至 1048 万吨；2021 年，库存将下降至 983 万吨，库存消费下滑到 13.3%。

图 44：全球棕榈油库存及库消比（千吨）



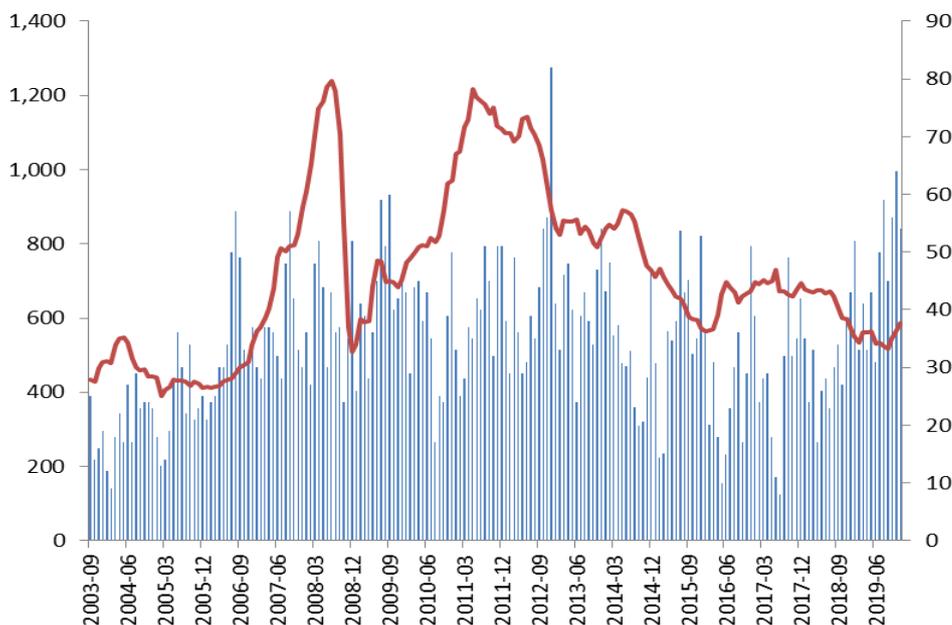
数据来源：USDA、兴证期货研发部

4.3 我国棕榈油产业分析

我国是棕榈油的消费大国，也是棕榈油的净进口大国。我国棕榈油的消费有 66%用于家庭食用消费，34%用于工业消费。工业消费主要用于食品加工行业，因为棕榈油是饱和脂肪酸，不易变质，这个特性使得棕榈油成为方便面等食品的主要原料。但由于棕榈油熔点较高，容易出现浑浊甚至会有凝固，导致棕榈油在家庭食用方面的需求较其他油脂存在劣势。

棕榈油用于工业方面的需求可能保持相对稳定的增长。今年以来，豆油和菜籽油的价格相对较强导致棕榈油的价格相对便宜，后期需求可能逐步增加。从我国棕榈油月度进口数量看，2019 年下半年棕榈油进口数量大幅增加，但新冠疫情导致需求放缓，棕榈油的进口量开始出现下滑的态势，后期棕榈的进口量可能出现一定程度的增加。

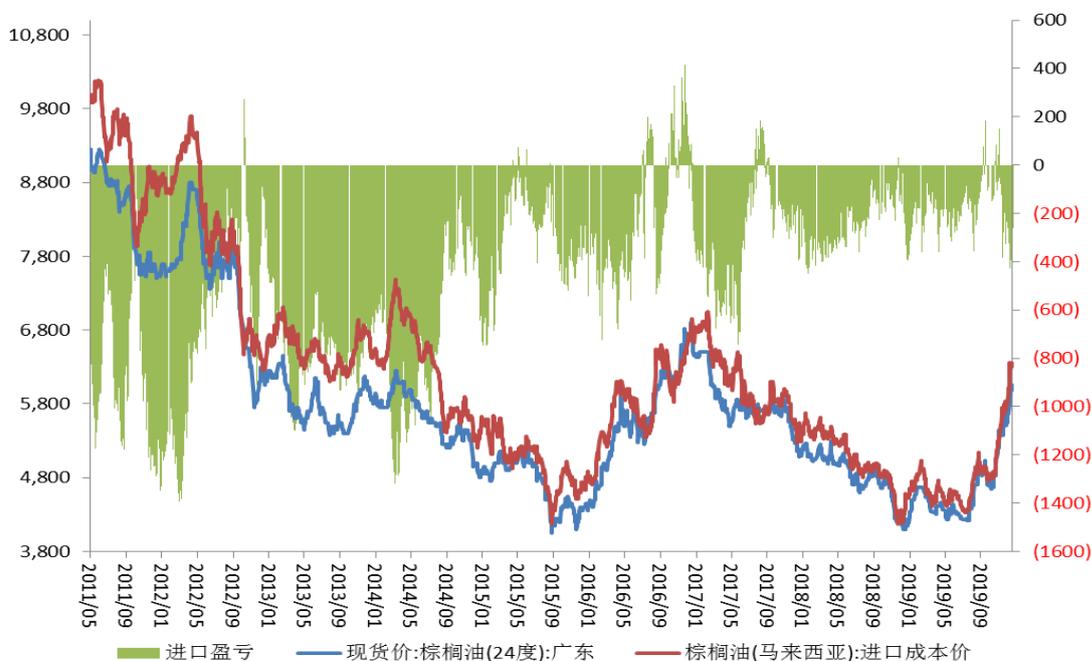
图 45: 棕榈油进口量 (万吨)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

从进口盈亏的角度看,我国棕榈油理论进口利润大部分时间维持负值。在 2008 年生物能源的炒作时期有较长时期的进口盈利。2017 年,棕榈油的库存只有 30 万吨的历史低位,价格大幅走高,进口棕榈油出现盈利。2020 年 4 月,原油大跌带动外盘棕榈油大幅跳水,棕榈油进口出现短暂盈利,目前国内棕榈油进口亏损-225 元/吨。

图 46: 棕榈油进口价差 (元/吨)

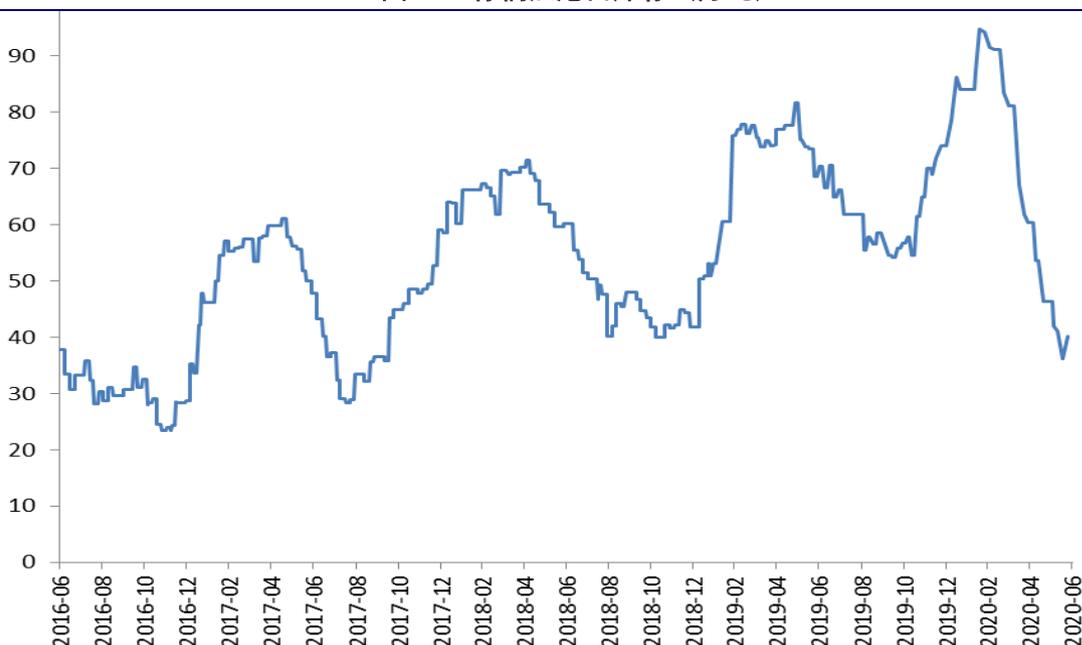


数据来源: Wind、兴证期货研发部

从库存的角度看,2019 年我国棕榈油的库存接近 100 万吨。受到原油价格暴跌及新冠疫情

的影响，棕榈油的价格大幅下挫，导致国内棕榈油进口大幅萎缩，棕榈油的库存持续走低，目前库存为 40 万吨，较去年高点下降了近 60 万吨。

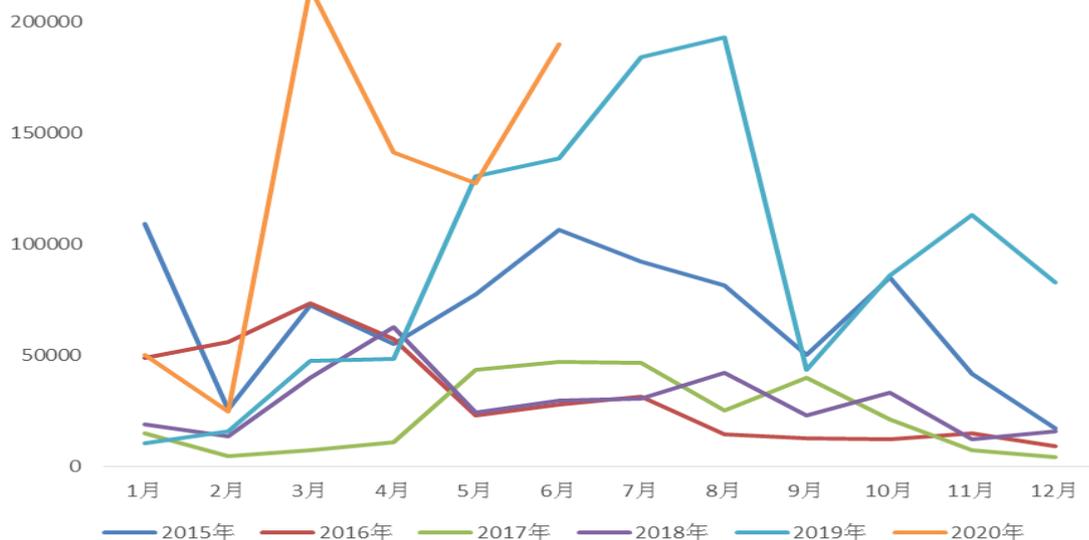
图 47：棕榈油港口库存（万吨）



数据来源：wind、兴证期货研发部

从成交看，2020 年春节以后，棕榈油价格大幅下挫，跌至历史低位区间，市场消费和投机需求大幅增加，导致月度成交数据大幅走高。目前棕榈油的成交量仍旧处于历史偏高水平。

图 48：棕榈油月度成交量（吨）



数据来源：Cofeed、兴证期货研发部

综合来看，全球棕榈油的供求维持宽松局面。我们预期下半年，棕榈油的工业需求，尤其是生物柴油的需求很难有大的起色，需求量同比出现下滑；而棕榈油价格偏低将刺激食用消费的需求小幅增加。在供应维持小幅增加，需求偏弱的背景下，棕榈油的价格可能维持区间宽幅震荡的行情。

进口政策不明朗，糖价底部徘徊

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。中长期看，国内利空预期已有所释放，但目前仍缺乏上涨的驱动。

● 我们的逻辑

外盘的利空预期基本释放，不过目前印度、巴西库存较高，糖价缺乏上涨的驱动因素。

国内方面，目前主要的利空点在需求端，主要的风险点在进口政策。需求方面，疫情后食糖消费没有明显回暖，中下游对未来的预期比较谨慎，企业的备货量可能会维持在比较低的水平。另外糖浆进口增加对国产糖形成冲击。

政策方面，虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。

从中长期看，如果政策没有发生改变的话，国内糖价可能已经接近底部区域，但依旧缺乏利多的驱动因素。

● 风险提示

极端天气，国内政策变化。

1.行情回顾

上半年国内糖价大幅下跌。春节假期后，国内糖价一度有所反弹，主要是市场对国内外减产抱有信心。随着疫情发酵、油价以及美糖的大跌，内外共振下郑糖期货价格连续下跌。下跌过程中基差逐步走高，资金对盘面的打压力度较强，现货跟跌意愿不强。五一节前一周盘面出现快速杀跌，1月合约最低点跌至4678点，随后盘面减仓回升。疫情得到控制后，需求端没有出现明显回暖，现货价格逐步下调，基差从高位回落。

国外方面，美糖价格大幅下跌。虽然印度、泰国出现大幅减产，但是由于原油价格大幅下跌，巴西提高了制糖比例，弥补了大部分供给缺口。另外受疫情影响，国际食糖需求减少。巴西雷亚尔贬值也加速了原糖下跌。随着原油反弹以及巴西增产落地，原糖价格出现反弹。

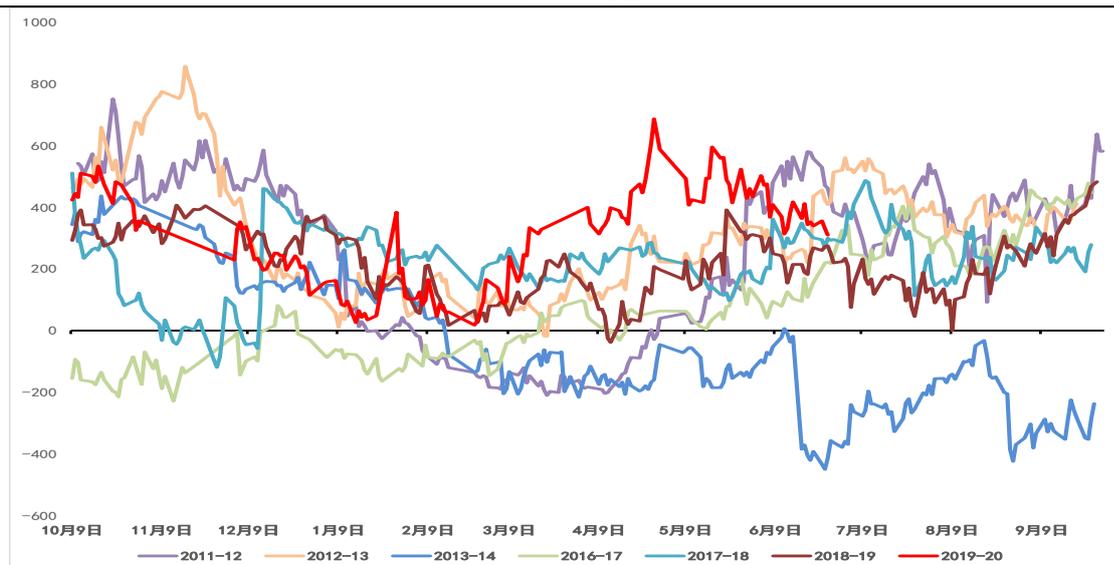
图 1：郑糖主连日线

图 2：ICE11 号糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：郑糖基差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.国外基本面分析

2.1 巴西：增产兑现

巴西甘蔗业协会的数据显示，2020/21 榨季截至 6 月 1 日，巴西中南部累计压榨甘蔗 1.45 亿吨，同比增加 12.29%，累计产糖 802 万吨，同比增加 65.1%，累计产乙醇 61.97 亿公升，同比下降 0.39%，累计制糖比为 45.92%，去年同期 33.31%。

美国农业部预计 2020/21 榨季巴西的甘蔗种植面积维持在 990 万公顷，预计甘蔗产量为 6.5 亿吨，与上个榨季的 6.47 亿吨基本持平。其中，中南部主产区的甘蔗产量预计为 6 亿吨，略高于上榨季的 5.95 亿吨。虽然去年 8-10 月巴西主产区降雨偏少，但今年一季度巴西主产区降雨充足，甘蔗整体长势较好。去年 1-3 月的新植蔗将在今年迎来成熟，提升了整体产量。

预计甘蔗单产为 68.78 吨/公顷，与上个榨季的 69.35 吨/公顷基本持平；预计出糖率为 136.69kgTRS/吨蔗，较上榨季的 138.46 kgTRS/吨蔗略有下降，主要是由于一季度的雨水较多降低了出糖率。

虽然目前巴西的疫情形势依然严峻，不过并没有对甘蔗的收榨产生太大的影响。这主要是由于巴西政府把甘蔗压榨产业列为必要的经济活动，因此防疫措施没有对甘蔗的收榨产生影响。疫情的影响主要体现在石油以及乙醇需求的减少。疫情导致巴西经济放缓，能源需求减少，石油、乙醇的需求均受到影响。另外由于石油价格大幅下跌，巴西的乙醇汽油比低于 70% 的替代比例，消费者有激励使用更多的汽油，进一步减少了乙醇需求。

由于乙醇需求大幅下降，本榨季巴西甘蔗厂大幅提高了甘蔗制糖比。截止到 6 月 1 日的累计制糖比为 45.92%，去年同期为 33.31%。美国农业部预计 2020/21 榨季巴西的累计制糖比为 46%，上榨季为 35%。由于甘蔗产量维持稳定，同时制糖比大幅提升，本榨季巴西的产糖量将大幅增加。美国农业部预计 2020/21 榨季巴西产糖量为 3948 万吨，同比增加 955 万吨。其中，预计中南部地区产糖量为 3650 万吨，同比增加 940 万吨。预计乙醇产量为 280 亿升，同比降低 69 亿升。

出口方面，5 月份巴西出口食糖 270 万吨，环比增 114 万吨，同比增 119 万吨，仅次于 2017 年 9 月 350 万吨的最高单月记录。今年 1-5 月巴西累计出口 856 万吨糖，同比增 259 万吨。

图 4：巴西中南部双周产糖量（百万吨）

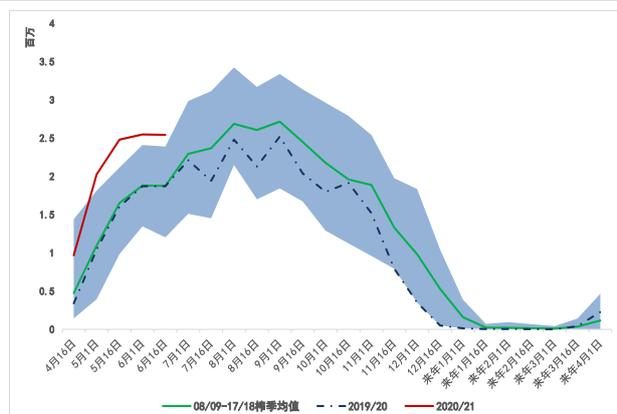
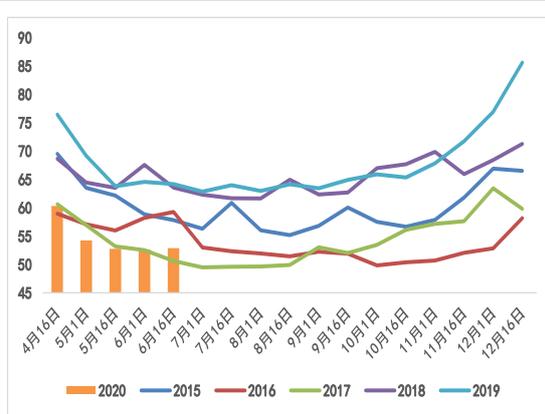


图 5：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 6： 巴西中南部乙醇汽油比

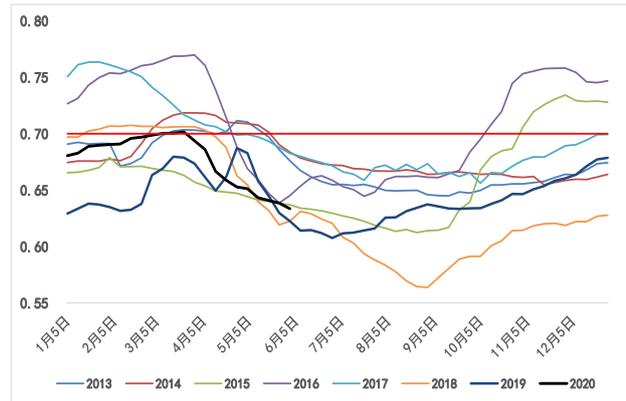
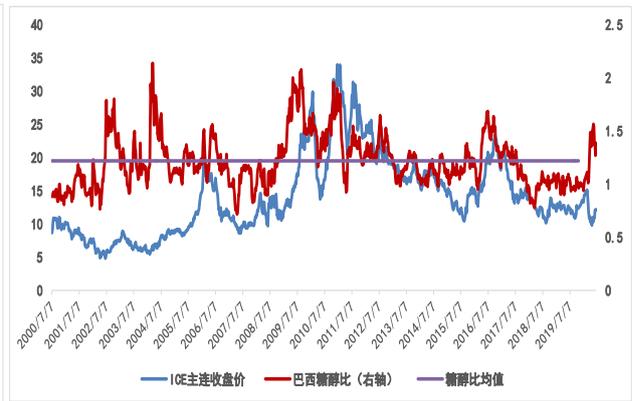


图 7： 巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

2.2 印度： 预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖产量同比增加 17% 至 3370 万吨。印度最大的主产区 UP 邦产量可能维持稳定，马邦和卡邦的产量则会明显回升，预计会回升至五年均值。

预计甘蔗种植面积将增加 3.58% 至 540 万公顷，预计甘蔗单产为 70.3 吨/公顷，去年同期为 70.5 吨/公顷，五年均值为 73 吨/公顷。预计马邦和卡邦的食糖种植面积将明显回升。这一方面是因为水库水位较好，而且印度气象局也预期今年雨季降雨充足。另一方面，甘蔗相对于其他竞争作物的经济收益更好，农民可能会选择更多地种植甘蔗。

消费方面，受新冠疫情影响，预计印度食糖销量同比降低 150 万吨至 2700 万吨。疫情期间，印度食糖产业的中下游，包括食品加工企业、饭店、零售商店均受到不同程度的影响，食糖消费量明显下降。目前印度的疫情仍未完全控制，未来对食糖消费的影响存在不确定性。

贸易方面，美国农业部预计，2020/21 榨季印度食糖出口量为 500 万吨。一季度，在巴西开榨前，印度已出口了 300 万吨食糖，主要目的地为伊朗、索马里、马来西亚等。由于今年泰国产量大幅减少，印度食糖出口份额有所增加。

政策方面，印度对食糖出口的补贴力度比较大。印度政府给每家糖厂分配了食糖出口数量，同时对企业出口食糖过程中的费用进行补贴，涵盖的范围包括食糖加工、包装、国内国际运输等，总的补贴费用为 10448 卢比/吨。库存方面，美国农业部预计，20/21 榨季印度结转库存增加 7.5% 至 1720 万吨，包括 400 万吨的国储库存。

图 8： 印度甘蔗及其竞争作物收购价

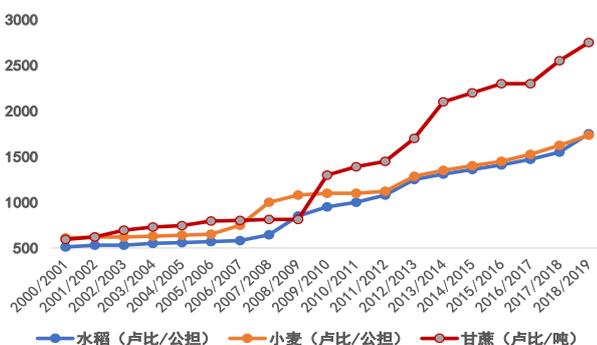
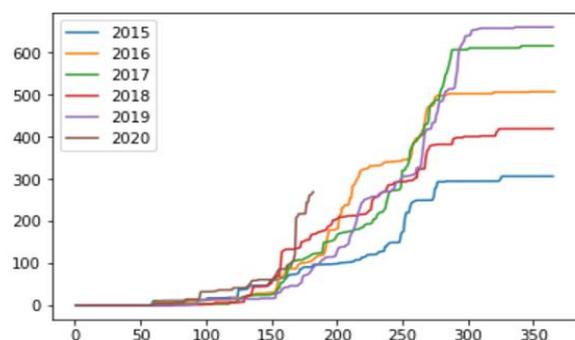


图 9： 印度马邦 latur 累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 10：印度孟买食糖现货价格（卢比/吨）

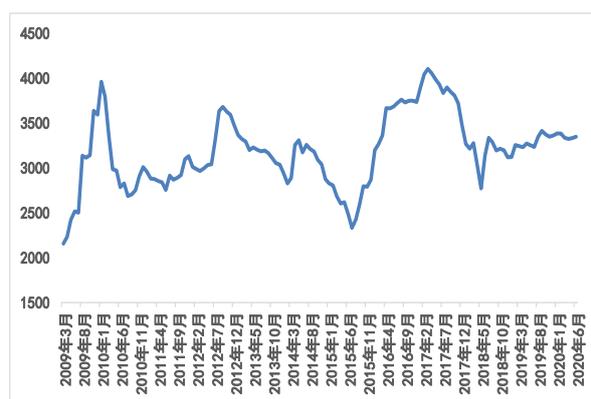


图 11：印度现货与美糖期货价差（美元/吨）



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.3 泰国：预计新榨季产量回升

美国农业部预计，2020/21 榨季泰国食糖产量将同比增加 56%至 1290 万吨。2019/20 榨季，泰国食糖产量同比大幅下降 43%至 830 万吨，主要原因是甘蔗种植面积和单产大幅下降。另外 2017 年以来甘蔗收购价下跌了 35%，但其他竞争作物的收购价却上涨了 30%左右，导致农民种植甘蔗的积极性下降。另外去年泰国遭遇干旱，甘蔗单产下降。

预计 2020/21 榨季泰国甘蔗产量为 1.2 亿吨。尽管一季度甘蔗收购价同比降低 18%，同时其他谷物的收购价继续上升。但是由于 2019 年 12 月至 2020 年 2 月泰国主产区较为干旱，因此单产可能有所上升，不过还需要关注分蘖和伸长期的降雨。2019/20 榨季甘蔗产量大幅下降至 7600 万吨，主要是由于种植面积减少以及不利天气导致的单产降低。由于农民改种木薯和大米，自 2018/19 榨季开始，甘蔗种植面积就以 3%的速度减少。2019/20 榨季甘蔗收购价同比降低 18%，但其他竞争作物的收购价继续上升。另外，由于主产区甘蔗伸长期内遭遇干旱，2019/20 榨季泰国甘蔗单产同比下降 22%。

另外，泰国的甘蔗制乙醇数量将会增加。去年泰国新建了甘蔗制乙醇厂，预计制乙醇用甘蔗将由 100 万吨增加至 280 万吨。

预计泰国的食糖消费量维持在 250 万吨。由于 2021 年含糖饮料税将增加，预计厂商会继续减少含糖饮料的生产。不过由于泰国在 2017 年就开始实施食糖税，厂商已经逐年下调含糖饮料产量，因此此次减产不会在边际上产生很大的影响。另外居民的食糖消费可能略有增长，抵消部分工业消费减少的影响。

预计 2019/20 榨季食糖出口量为 1070 万吨，其中原糖出口量 610 万吨。预计 2019/20 榨季结转库同比下降 57%至 350 万吨。

图 12: 泰国甘蔗及其竞争作物收购价

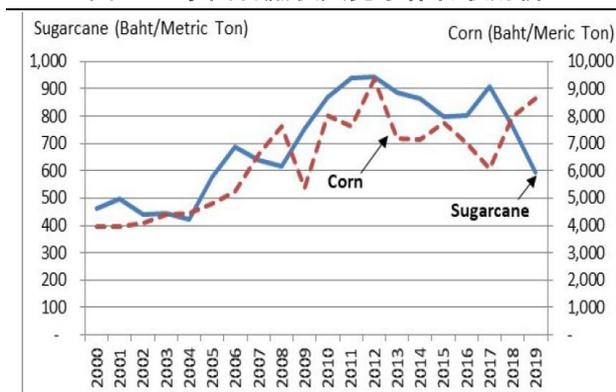
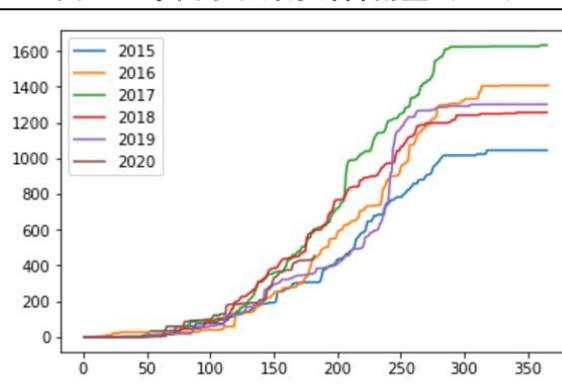


图 13: 泰国东北部累计降雨量 (mm)



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

2.4 国外基本面小结

巴西增产兑现，利空基本释放。预计下榨季印度产量将有所回升，同时印度库存较高，对国际糖价构成压力。预计下榨季泰国产量将回升，不过目前泰国库存较低且种植甘蔗的收益下降，供应端偏利多。总的来看，外盘的利空预期基本释放，不过目前印度、巴西库存较高，缺乏上涨的驱动因素。

3.国内基本面分析

3.1 产量小幅增加，销量减少

2019/20 榨季，广西全区共入榨甘蔗 4579 万吨，较上年同期减少 892 万吨；产糖 600 万吨，同比减少 34 万吨；出糖率 13.11%，同比增加 1.59 个百分点。截至 5 月 31 日，广西累计销糖 374 万吨，同比减少 4 万吨；产销率 62.33%，同比增加 2.65 个百分点；工业库存 226 万吨，同比减少 30 万吨。

云南方面，2019/20 榨季截至 5 月 31 日，云南共入榨甘蔗 1674.44 万吨，同比增加 49.27 万吨；产糖 216.13 万吨，同比增加 8.12 万吨；出糖率 12.91%，同比提高 0.1 个百分点。截至 5 月 31 日，云南累计销售食糖 99.96 万吨，同比减少 10.23 万吨；销糖率 46.25%，同比降低 6.72 个百分点。

图 14: 广西食糖销量 (万吨)

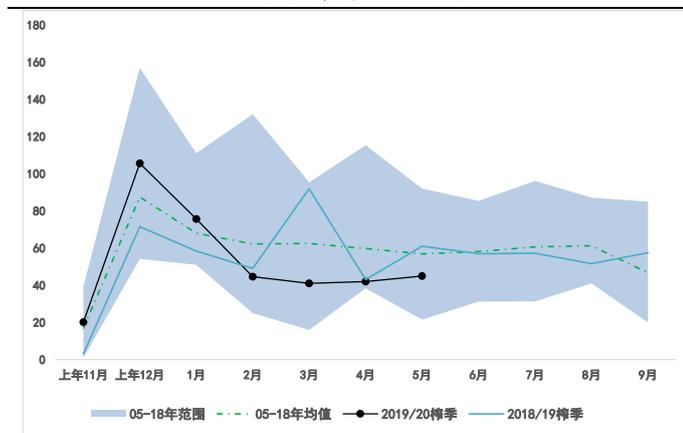
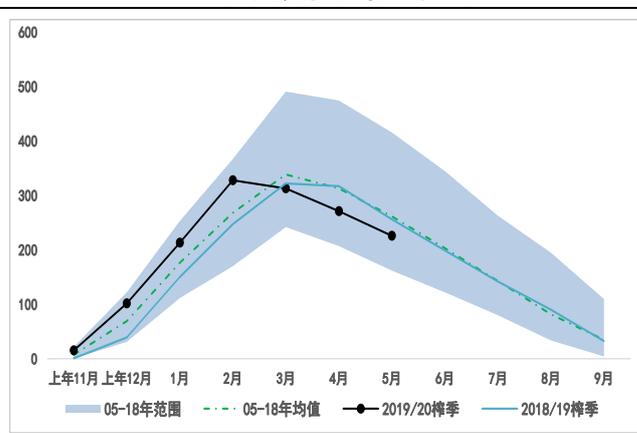


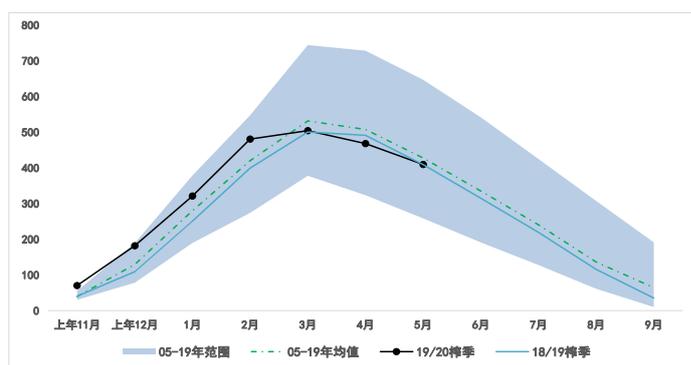
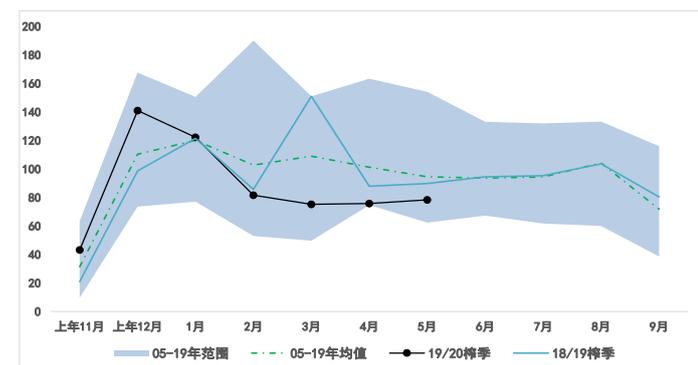
图 15: 广西食糖库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 全国食糖销量 (万吨)

图 17: 全国食糖库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

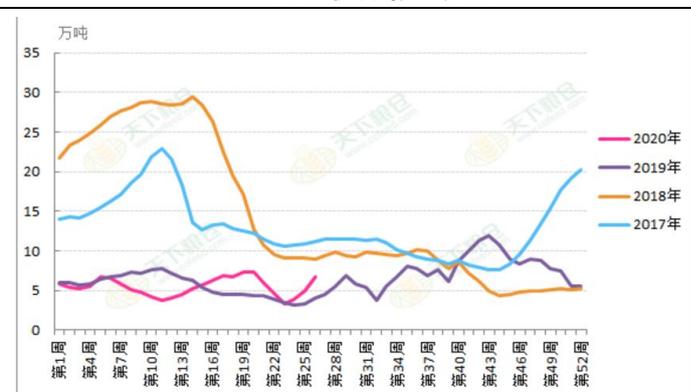
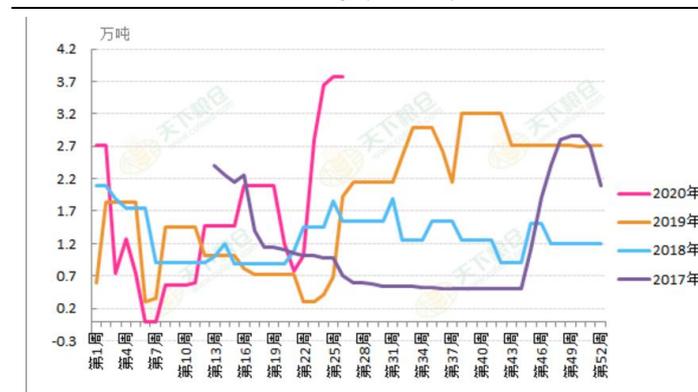
3.2 加工糖产量先抑后扬, 糖浆进口增加

受疫情以及进口关税变化的影响, 一季度国内加工糖生产处于停滞状态。随着疫情逐步得到控制以及关税下调, 加工糖产量稳步提升。天下粮仓的数据显示, 根据对山东、福建、辽宁 5 家糖厂调研统计: 6 月 20 日-6 月 26 日当周, 国内加工糖产量为 37800 吨, 当周 5 家糖厂销糖 20200 吨, 当周 5 家糖厂库存为 6900 吨, 同比增加 64.9%。

进口方面, 海关数据显示, 2020 年 1-5 月我国累计进口食糖 83 万吨, 同比减少 9 万吨; 2019/20 榨季截至 5 月底, 我国累计进口食糖 181 万吨, 同比增加 4 万吨。另外, 今年我国的糖浆进口量突然增加, 海关数据显示, 2020 年 1-5 月我国累计进口糖浆 40.38 万吨, 同比增加 37.73 万吨; 2019/20 榨季截至 5 月底, 国内累计进口糖浆 49.87 万吨, 同比增加 46.21 万吨。

图 18: 加工糖产量 (万吨)

图 19: 加工糖库存 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 20: 我国食糖累计进口量 (万吨)

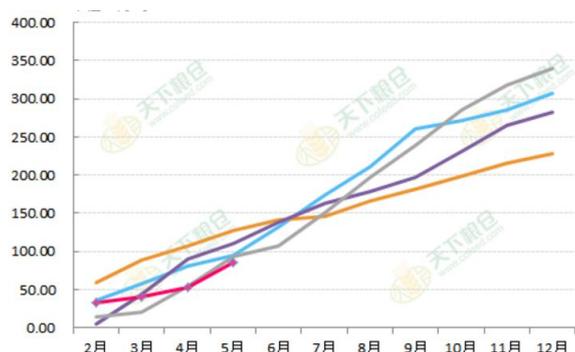
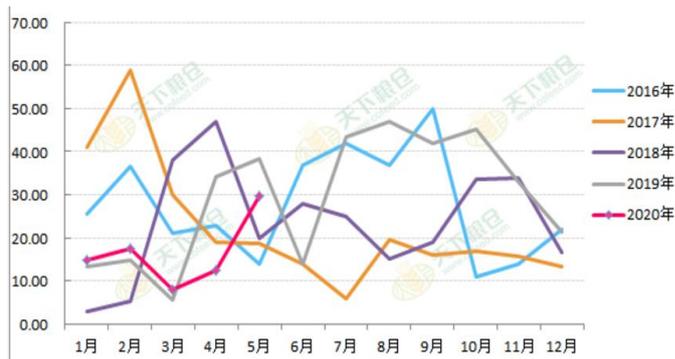


图 21: 我国食糖单月进口量 (万吨)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

3.3 需求端利空压制

需求端的利空主要体现在三个方面。首先是疫情期间的影 响, 疫情期间国内经济活动几乎陷入停滞, 食糖消费量大幅萎缩。其次是疫情后期的影响, 疫情得到控制后, 国内食糖消费量并没有显著回升。4、5 月份国内食糖销量相比 3 月只有小幅度的提升, 消费并没有出现明显的回暖, 这可能与疫情后期国内食品类消费依旧低迷有关。宏观数据显示, 疫情后期食品类行业恢复速度低于其他行业。这部分是因为消费者收入减少, 另一方面也与中下游减少备货有关。虽然目前国内疫情得到明显控制, 但是由于收入减少以及对未来的谨慎预期, 中下游的备货量少于往年同期。虽然马上就要进入传统的食糖消费旺季, 但由于企业的预期谨慎, 备货量可能会维持在比较低的水平。因此, 我们认为国内食糖的需求可能会继续维持在比较低的水平。

最后是进口糖浆对国产糖销量的冲击。2020 年 1-5 月我国累计进口糖浆 40.38 万吨, 同比增加 37.73 万吨。按照糖浆 0.75 的含糖度测算, 糖浆进口增量替代国内食糖消费量约为 30 万吨, 如果下半年维持上半年的进口趋势的话, 全年的替代量将达到 60 万吨。糖浆进口增加, 主要是因为糖浆进口并不受限, 同时利润也较高。

3.4 进口政策发生变化, 具体措施仍不明朗

进口政策出现了两个变化。首先, 为期三年的贸易保障措施于今年 5 月 22 日到期, 配额外进口关税由 85% 恢复为 50%。在国内对进口总量做出限制的情况下, 配额外进口成本是国内糖价的支撑价、地板价。关税降低后国内食糖支撑价格下移, 对郑糖构成一定利空。但是由于国内合法进口量有限, 内外价差并非一定需要收敛。只不过在缺乏利多驱动, 看空氛围较浓的情况下, 利空国内糖价。从中长期看, 国内的供需结构没有发生改变。

其次, 6 月 30 日商务部发文, 将配额外食糖纳入《实行进口报告管理的大宗农产品目录》, 自 2020 年 7 月 1 日起实行进口报告管理。进口配额外食糖的对外贸易经营者, 原糖加工生产型企业应向中国糖业协会备案, 食糖进口国营贸易企业和其他企业应向中国食品土畜进出口商会备案, 并将《关税配额外食糖进口报告企业备案登记表》抄报企业注册地省级商务主管部门, 在京中央企业抄报商务部。

从文件内容来看, 只是调整了配额外进口糖的管理方式, 并没有就市场关心的进口总量做出明确说明。目前市场的解读存在分歧, 各种消息皆有。我们认为在没有出现官方解释前, 政策风险依然比较大。

如果新政策放开进口的话, 对国内糖价的打击是非常大的。如果备案即可进口, 那么只要

进口食糖有利润，国外的糖就会源源不断的进来。在这种情况下，配额外进口成本将成为国内糖价的天花板，国内糖价将被压制在进口成本之下。

如果进口总量依然可控，那么国内食糖的供需结构没有发生改变，配额外进口成本依然是国内糖价的支撑价。如果配额外进口总量维持在往年的水平，没有增加的话，那么政策端将会出现利空出尽的情况。

3.5 如果政策没有出现利空，糖价底部区域已经出现

如果进口政策没有出现利空的话，糖价的底部区域可能已经出现。从历史上看，糖价具有比较好的周期性，并且一般围绕成本波动。一般在周期转换的年份，糖价相对于成本会有一个超涨或者超跌，幅度一般在 15%~20% 左右。本榨季以及下榨季广西糖厂的成本在 5500 元/吨左右，01 合约价格低点偏离成本的幅度达到历史经验的极限附近。

虽然目前需求没有明显回暖的迹象，进口糖浆的冲击短期也难以解决，但从需求端看，基本上目前就是最差的阶段了。如果未来没有新的风险事件发生，那么可以认为需求端的利空已经出尽。

从外盘看，利空预期也基本打足。巴西增产的利空预期基本兑现，原油价格再次跌至前低的可能性不大。虽然市场预计下榨季泰国、印度产量回升，不过天气端依然存在不确定性。另外，印度的库存虽然处于历史高位，但也已经见顶，未来将进入去库的阶段。泰国已经进入去库阶段，甘蔗种植面积也在走下坡路。总的来看，外盘的利空已经基本体现在价格中。

供给方面，国内糖价上涨最大的问题在于供给端缺乏驱动力。3 月 31 日广西发布了《广西壮族自治区人民政府关于印发广西糖料蔗良种良法技术推广工作实施方案的通知》，对使用脱毒、健康种苗的按新植面积补贴 350 元/亩，补贴方式主要是补贴供种企业及农民。政策实施后，农民的种植积极性提高，未来广西的种植面积可能保持在相对较高的水平。

去年广西进行了甘蔗价格改革，改革后甘蔗价格长期维持在一个比较高的水平，国内糖价的运行规律发生了一定的变化。糖价三年周期背后的核心是产量的周期变化，而甘蔗价格和糖价之间的价格传导是产量变化的主要原因。当糖价比较低的时候，价格传导到上游，导致甘蔗价格降低，甘蔗的种植面积、食糖的产量就会下降，糖价就会回升，反之亦然。

因此，虽然目前期货价格跌破成本价，但是糖价的下跌没有传导到上游，甘蔗价格依然维持较高的水平。那么如果不出现天气问题的话，新榨季广西的食糖产量可能不会出现明显的减少，这是压制糖价上涨的主要原因。

3.6 国内基本面小结

目前主要的利空点在需求端，主要的风险点在进口政策。需求方面，疫情后食糖消费没有明显回暖，中下游对未来的预期比较谨慎，可以预见企业将继续压低库存。虽然马上就要进入传统的食糖消费旺季，但企业的备货量可能会维持在比较低的水平。另外糖浆进口增加对国产糖形成冲击。

政策方面，虽然进口政策落地，但是具体措施不明朗，市场解读存在分歧。目前政策仍有不确定性，市场风险较大，短期建议离场观望。从中长期看，如果政策没有发生改变的话，国内糖价可能已经接近底部区域，但依旧缺乏利多的驱动因素。

短期反弹，但反转时机未到

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

中秋行情来临，短期鸡蛋价格将反弹。不过中长期看，反转时机未到，价格维持震荡。

● 我们的逻辑

上半年在产蛋鸡存栏逐步增加并创历史同期新高。不过蛋鸡补栏量创历史新低，预计下半年在产蛋鸡存栏量下行。

随着旺季到来以及供应的边际改善，鸡蛋现货价格将有所反弹。不过由于在产蛋鸡存栏量依然较大，短期内供应压力依然较大。另外行业处于亏损的时间较短，去产能仍需一定时间。

期货方面，近远月合约的价格都被打的比较低，特别是从盘面利润看，已经处于历史低位。不过由于供应端尚未完全出清，供需反转的时机未到，从中长期看，鸡蛋价格将维持震荡的格局。

● 风险提示

疫情变化，禽流感。

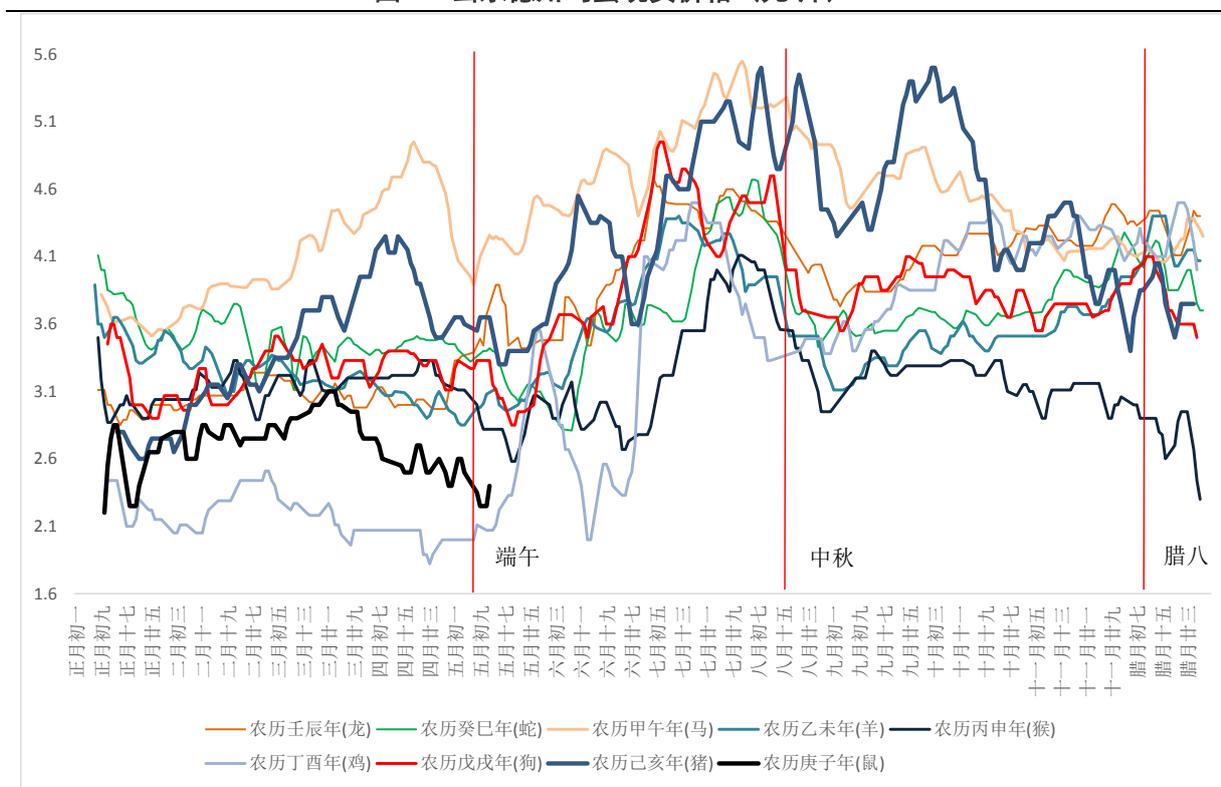
1.行情回顾

今年上半年鸡蛋走势非常弱，同比仅高于因禽流感而导致鸡蛋价格崩盘的 2017 年上半年。主要原因是供应增加，以及因疫情导致的需求减少。受疫情影响，春节过后鸡蛋现货价格回落到 2.6 元/斤附近。虽然清明节前现货价格反弹至 3 元/斤附近，但是随后鸡蛋价格没有像往年一样维持震荡，而是一路下跌至端午节，价格最低点达到 2.2 元/斤。

蛋鸡苗价格和淘汰鸡价格走势与鸡蛋价格基本一致。所不同的是蛋鸡苗价格跌幅更大，清明节后跌幅达 47%，跌幅创历史新高，同时也跌破了 2017 年的价格低点。淘汰鸡价格跌幅相对较小，清明节至今跌幅为 25%。

白羽肉鸡与鸡蛋价格的走势相近，清明节前价格有一波反弹，随后震荡走弱。猪肉价格走势稍有差异，春节过后猪肉价格震荡走低，最大跌幅达 29%，五月底开始价格有所反弹。

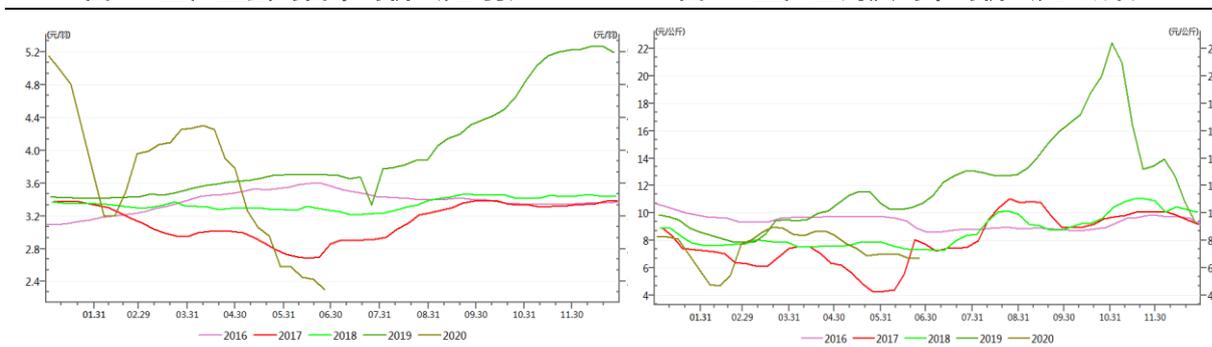
图 1：山东德州鸡蛋现货价格（元/斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：主产区蛋鸡苗平均价（元/羽）

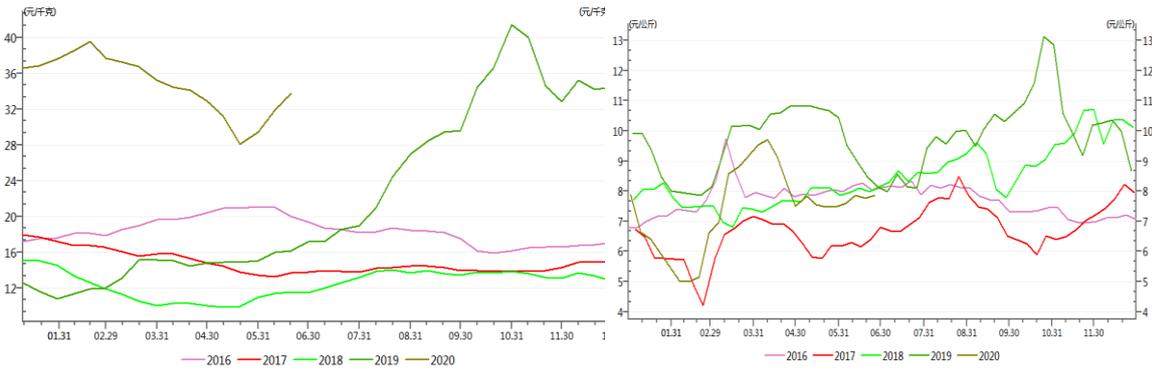
图 3：主产区淘汰鸡平均价（元/公斤）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 全国外三元生猪价格 (元/千克)

图 5: 主产区白羽肉鸡价格 (元/公斤)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 下半年行情展望

2.1 存栏上升，补栏量创新低

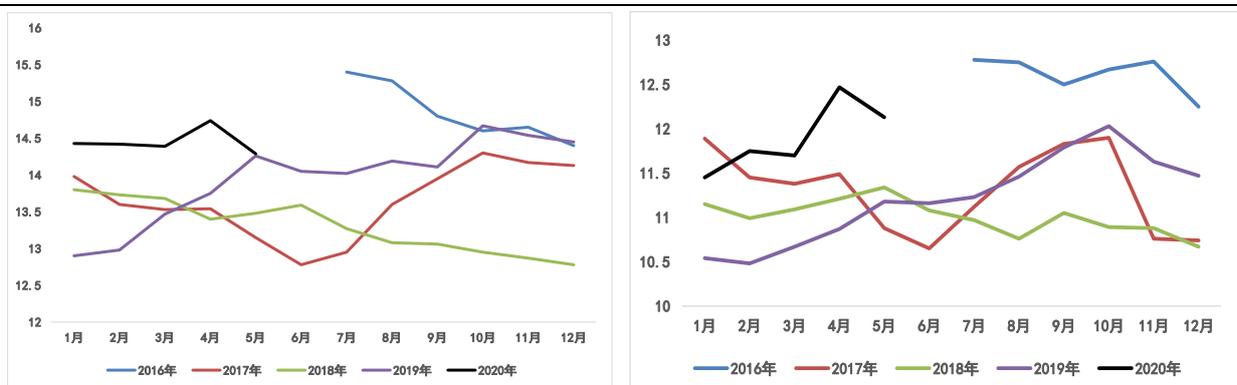
今年 1-4 月国内蛋鸡存栏呈上升的趋势，主要原因是去年补栏的小鸡较多，随着这批小鸡逐渐上高峰，蛋鸡存栏逐渐增加。天下粮仓的数据显示，5 月份我国蛋鸡总存栏量为 14.29 亿只，与去年的 14.26 亿只基本持平；在产蛋鸡存栏 12.13 亿只，同比增加 8.5%。补栏方面，受疫情影响，2 月份补栏几乎陷入停滞。3、4 月份补栏有所反弹，但平均来看与 2017 年上半年禽流感时期的补栏量相近，5 月份补栏量再次回落到 4000 万只。今年 1-5 份我国累计补栏蛋鸡 2.74 亿只，同比减少 41.3%。

另一方面，蛋鸡淘汰量从 2 月份开始显著回升，5 月份随着鸡蛋价格一路下跌，单月淘汰量达到 8579 万只，同比增加 57.5%。不过今年上半年总淘汰量并没有出现增加，1-5 月我国累计淘汰蛋鸡 2.89 亿只，同比下降 9.5%。

上半年由于鸡蛋价格大幅下跌，补栏量创下历史新低，下半年的供应压力减小。从淘汰量看，由于价格持续下跌，5 月份淘汰量大增，但上半年总的淘汰量同比没有增加太多。总的来看，预计下半年在产蛋鸡存栏将下行，但同比可能依然偏高。年底前后在产蛋鸡存栏可能出现同比下降，不过还需要关注后续的补栏和淘汰情况

图 6: 蛋鸡总存栏 (单位: 亿只)

图 7: 在产蛋鸡存栏 (单位: 亿只)



数据来源: 天下粮仓, 兴证期货研发部

图 8：蛋鸡补栏量（单位：亿只）

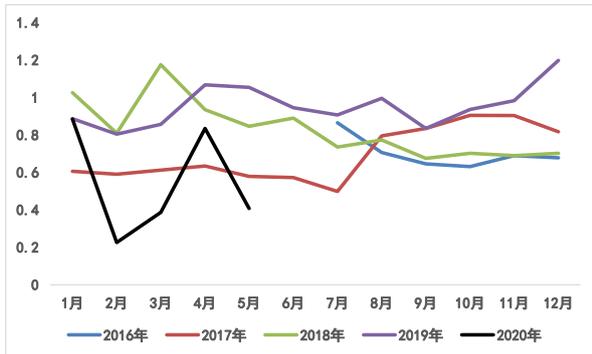
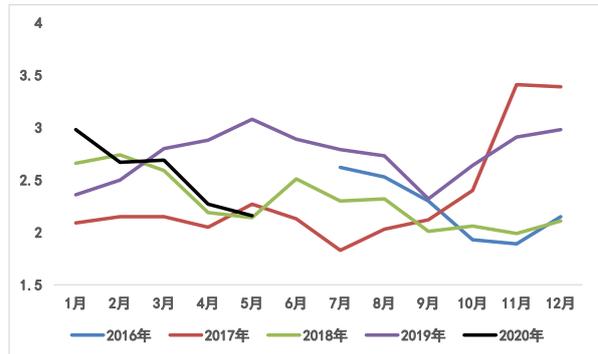


图 9：后备鸡存栏量（单位：亿只）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 10：蛋鸡淘汰量（单位：亿只）

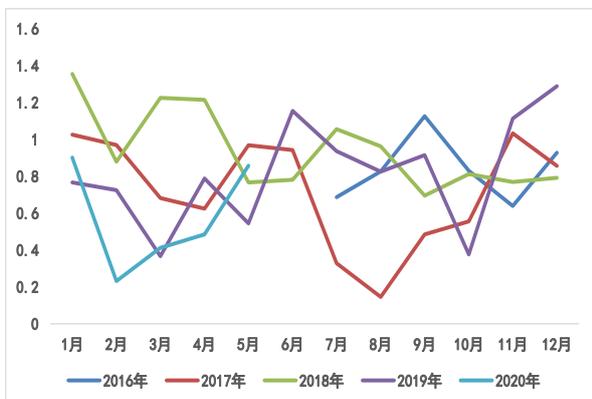
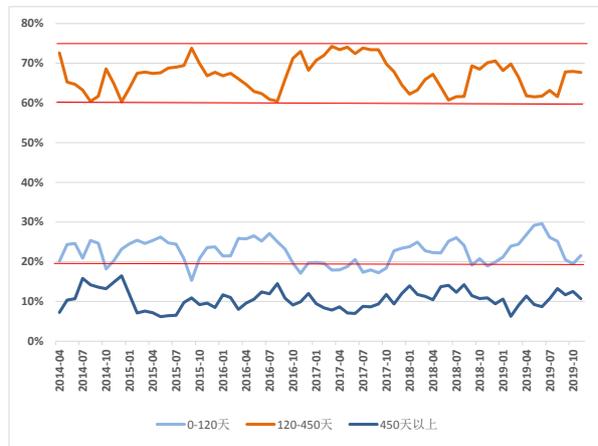


图 11：蛋鸡鸡龄结构



数据来源：芝华数据，兴证期货研发部

2.2 养殖利润处于历史低位，但供给出清仍需时间

由于今年上半年鸡蛋价格大幅下跌，蛋鸡养殖处于亏损状态。特别是清明节后鸡蛋价格持续下跌，蛋鸡养殖利润接近 2017 年上半年禽流感时期，养殖利润创历史新低。养殖利润长期处于低位将迫使养殖户退出，从而减少供应，促使价格反弹。2017 年上半年的禽流感与低利润导致大量养殖户退出，现货价格于下半年开始大幅反弹。

虽然近期养殖利润创下历史新低，5 月份单月淘汰蛋鸡 8579 万羽，部分养殖户可能存在退出的情况，不过目前的情况和 2017 年存在不同。虽然养殖利润是在 2017 年上半年达到最低值，但在 2015~2017 年上半年期间，蛋鸡的养殖利润整体处于逐步下降的趋势。长期的利润下降以及亏损使得养殖户的经营状况逐渐变差，养殖户逐步退出。2017 年上半年的禽流感是压垮骆驼的最后一根稻草，政府管控以及低蛋价使得养殖户恐慌性退出，完成了供需反转前最后一跌。

但是在 2017 年下半年~2019 年底，随着鸡蛋价格的重心逐步上移，蛋鸡养殖利润也逐步增加。特别是去年三季度鸡蛋价格创新高，养殖利润达到顶峰。2020 年上半年，随着供应增加以及疫情的影响，养殖进入亏损阶段。虽然疫情加速了蛋价的下跌，使得养殖利润在 2020 年上半年就创下了新低。但是由于时间较短，且上一个上涨周期养殖户盈利颇丰，蛋鸡养殖行业很难在短时间内完成出清。因此供需的反转可能还需要等待。

从盘面利润来看，经过前期的下跌后，近远月的盘面利润都处于历史同期最低水平附近。由于未来供应将边际改善，盘面利润继续下跌的空间不是很大。

图 12：蛋鸡实际养殖利润（元/羽）

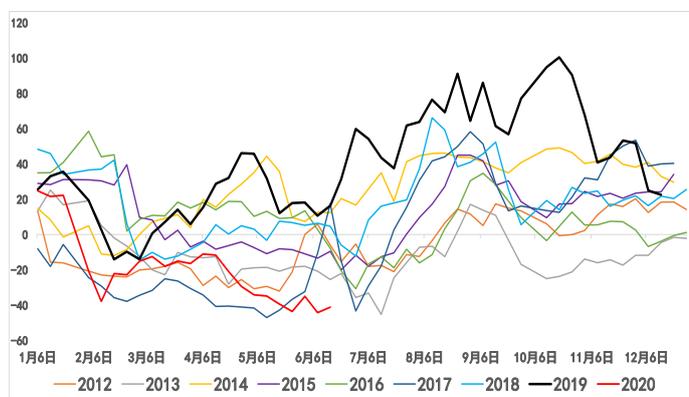
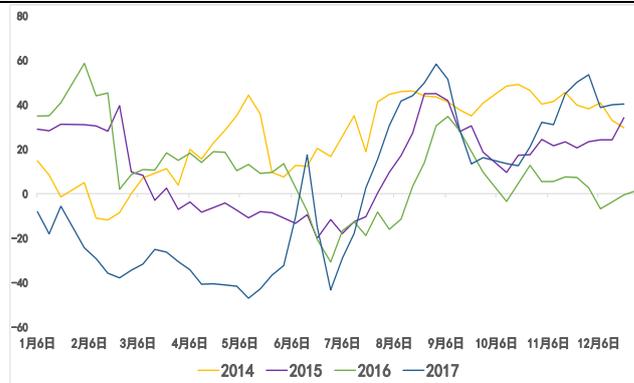


图 13：2014-2017 蛋鸡养殖利润（元/羽）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 14：2017-2020 蛋鸡养殖利润（元/羽）

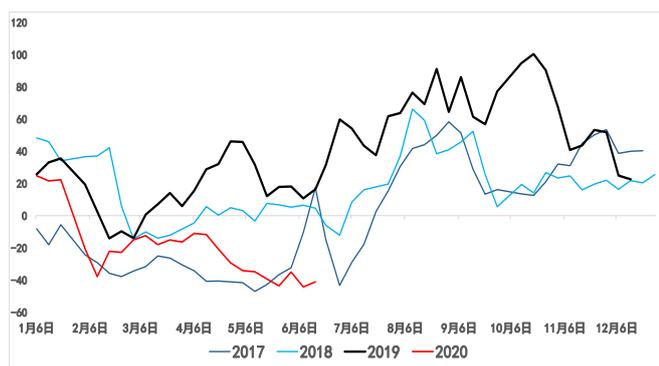
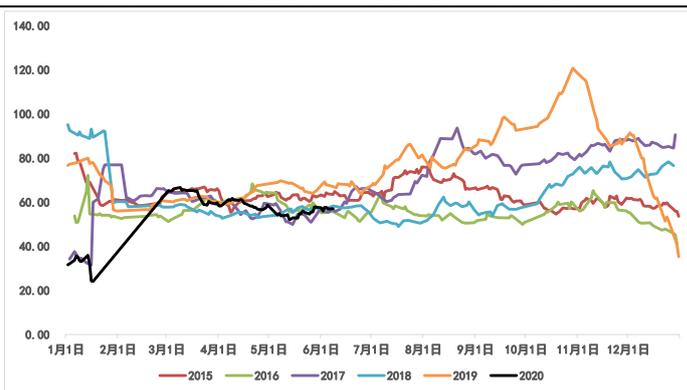


图 15：盘面利润（1月合约）（元/羽）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 16：盘面利润（5月合约）（元/羽）

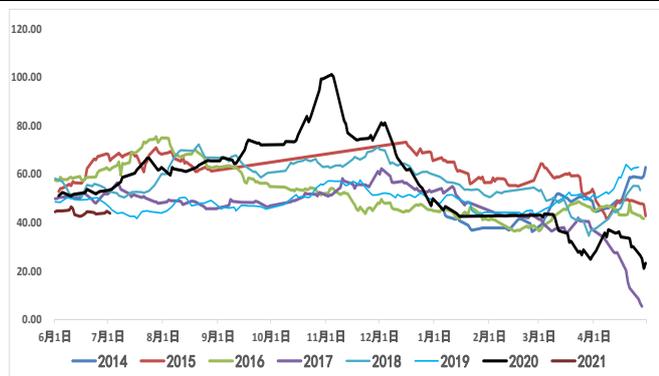
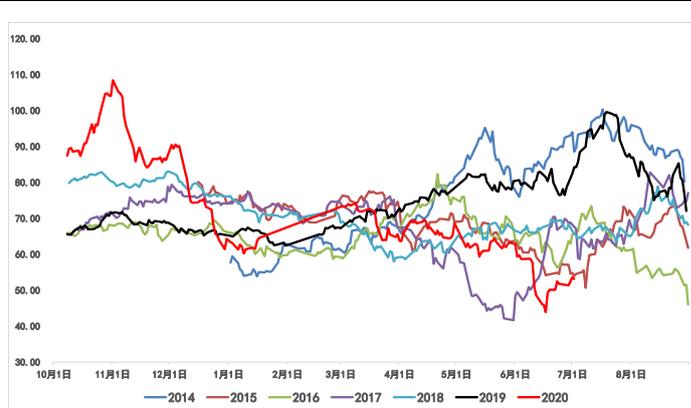


图 17：盘面利润（9月合约）（元/羽）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

2.3 短期价格将迎来反弹，但反转时机未到

从现货的角度看，马上就要进入中秋行情，按照往年的规律，端午节后现货价格就应该逐步上涨。不过由于在产蛋鸡存栏量依然处于高位，今年中秋行情的力度不会很大。期货方面，经过前期的下跌，近远月合约的价格都被打的比较低。从盘面利润来看，1月和5月合约的盘面利润都处于历史低位，而未来的供应将边际改善，盘面利润继续下行的空间不是很大。

从中长期来看，下半年在产蛋鸡存栏量将下行。不过由于目前的存栏量较大，还需要一段时间来消化供应端的压力。虽然上半年鸡蛋价格下跌幅度较大，养殖利润创历史新低，但由于持续时间较短且上一轮周期积累的盈利较多，产业出清也还需要一段时间。

需求方面，疫情得到控制后食品类需求没有出现明显回暖的迹象，不过如果后期疫情继续得到控制，食品需求将逐步回升。另外，猪肉供应还是存在缺口，鸡蛋的替代需求依然存在。

总的来看，随着旺季到来以及供应的边际改善，鸡蛋现货价格将有所反弹。不过由于在产蛋鸡存栏量依然较大，短期内供应压力依然较大。另外行业处于亏损的时间较短，去产能仍需一定时间。期货方面，近远月合约的价格都被打的比较低，特别是从盘面利润看，已经处于历史低位。不过由于供应端尚未完全出清，供需反转的时机未到，从中长期看，鸡蛋价格将维持震荡的格局。

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。