



兴证期货研发部 2019 年理财 2 月报 目录

股指期货	3
指数震荡偏强 把握结构性机会.....	3
国债期货	14
多空因素交织，期债或继续高位震荡.....	14
有色金属·铜	24
铜矿增速下滑且库存低位，铜价有望继续反弹.....	24
有色金属·铝	36
铝锭季节性累库，价格反弹高度有限.....	36
有色金属·锌	44
库存拐点迟迟未见，锌价下行空间有限.....	44
螺纹钢&铁矿石	56
节后走势或短期偏强震荡.....	56
焦煤&焦炭	68
焦煤节后产量难回升，焦炭持稳.....	68
原油	80
油价短期企稳，中长期承压.....	80

动力煤.....	93
节后市场供需两淡，短期煤价继续上涨乏力	93
PTA.....	104
需求缓慢恢复，TA 季节性累库	104
豆类油脂.....	115
中美谈判顺利，油强粕弱持续	115
白糖	127
郑糖向上突破	127
纸浆	134
库存增加，基本面未有明显好转	134
分析师承诺	155
免责声明.....	155

指数震荡偏强 把握结构性机会

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号: Z0010856

尚芳

投资咨询号: Z0013058

高歆月

投资咨询号: Z0013780

联系人: 高歆月

021-20370976

gaoxy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年1月共22个交易日,纵观一月行情,市场震荡走高,上证综指月涨3.64%至2584.57点,创业板指月跌1.80%至1227.99点。板块涨跌不一,行业分化明显,蓝筹板块较为占优。

三大期货品种集体收涨,其中IH涨幅较大,IC涨幅较小。股指期货第三次松绑后,期指成交量及持仓量继续增加,其中IC持仓需创新高。从基差水平来看,IF及IC期现价差震荡偏强,IF合约回到升水状态,IC远月合约贴水收窄,但IH价差震荡走弱,各品种下季合约由于受到分红预期影响而贴水较大。远-近月价差则震荡偏弱。从跨品种来看,IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡走弱,多IH空IC策略较为占优。

● 后市展望及策略建议

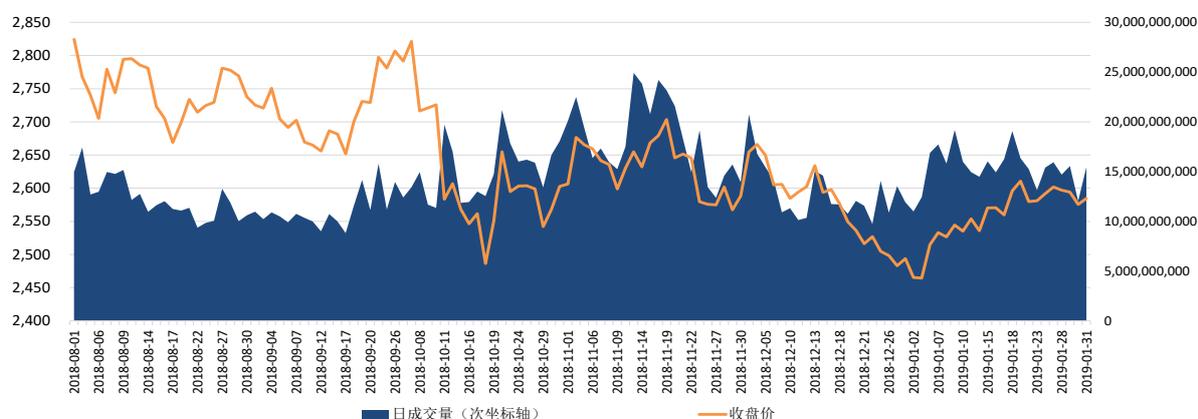
综合来看,从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大,确实1月份蓝筹板块出现了反弹,但中小创股受制于业绩爆雷而先扬后抑。目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象,基本面仍然偏空,市场流动性虽然较为充裕,机会主要为情绪修复下的反弹,加上春节假期期间市场对全球经济放缓的担忧情绪加重,美元指数相对较强,本月中美经贸高级别磋商进展可能对修复情绪造成波动。预计二月中下旬走势以偏强震荡为主,继续看好阿尔法策略等市场中性策略,把握结构性机会,中小创股业绩利空或出尽,两会前概念炒作机会较大,预计三大期指中IC偏强,且目前IC/IH处于较低位置,跨品种策略可考虑逢低做多IC空IH策略。仅供参考。

1.期指市场回顾

1.1 股票市场震荡回升

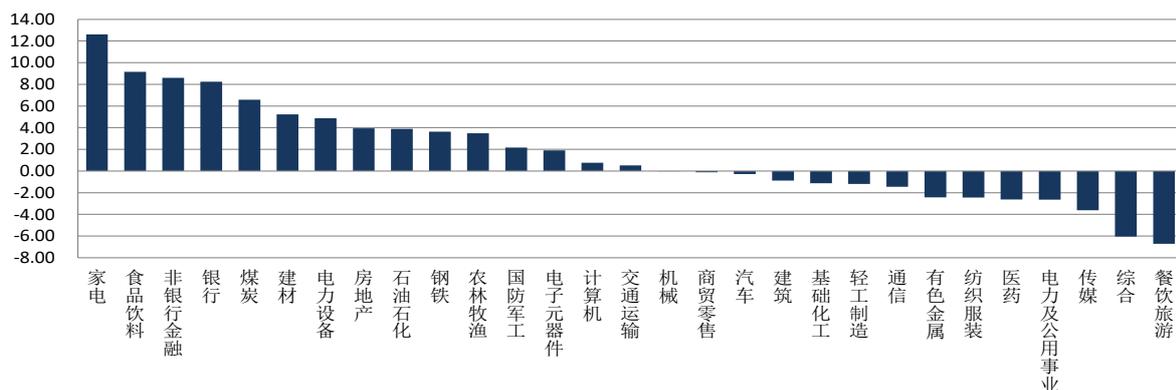
2019年1月共22个交易日，纵观一月行情，市场震荡走高，上证综指月涨3.64%至2584.57点，创业板指月跌1.80%至1227.99点，沪深300指数涨6.34%，上证50指数涨8.30%，中证500指数微涨0.20%。板块涨跌不一，行业分化明显，蓝筹板块较为占优，其中家电、食品饮料、非银金融及煤炭领涨，餐饮旅游、综合类、传媒、电力及公共事业领跌。

图1：上证综指价格及成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：行业月涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 股指期货持仓继续上升

三大期货品种集体收涨，其中IH涨幅较大，IC涨幅略小，IF1902合约月涨6.74%，IH1902月涨8.35%，IC1902合约上涨1.83%。

第三次松绑后市场流动性有所回升，期指成交量及持仓量继续增加，从成交情况来看，IF、

IH、IC 1 月日均成交量较去年 12 月均值分别增长了 10.90%、10.48%、6.58%。持仓量来看，IF、IH、IC 1 月日均持仓量较 12 月均值分别增加 8.31%、7.09%、14.25%，IC 合约增幅较大，持仓续创新高。

从基差水平来看，IF 及 IC 期现价差震荡偏强，IF 合约回到升水状态，IC 远月合约贴水收窄，但 IH 价差震荡走弱，下季合约由于受到分红预期影响而贴水较大，截止 1 月 31 日，IF、IH 及 IC 主力分别升水 0.18%、0.13%、0.17%。另外，远-近月价差震荡偏弱。

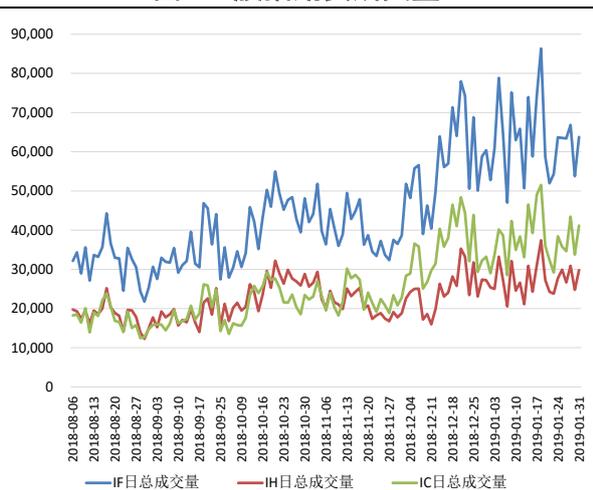
从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH 比值震荡走低。截至 1 月 31 日，IF/IH 主力合约点数比值回落 1.56%至 1.2898，IC/IF 主力合约点数比值下跌 5.16%至 1.3044，IC/IH 主力合约比值下跌 6.64%至 1.6823。

表 1: 股指期货 2019 年 1 月表现

当前合约	合约收盘价	月涨跌幅%	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	剩余交易天数	年化升水率
IF1902.CFE	3207.4	6.87	5.8	0.18%	2019-02-15	6	7.26%
IF1903.CFE	3210.8	6.88	9.2	0.29%	2019-03-15	26	2.66%
IF1906.CFE	3202.8	6.73	1.2	0.04%	2019-06-21	93	0.09%
IF1909.CFE	3180.0		-21.6	-0.68%	2019-09-20	157	-1.04%
IH1902.CFE	2486.8	8.56	3.3	0.13%	2019-02-15	6	5.41%
IH1903.CFE	2491.8	8.45	8.3	0.34%	2019-03-15	26	3.12%
IH1906.CFE	2492.0	8.08	8.5	0.34%	2019-06-21	93	0.89%
IH1909.CFE	2472.6		-10.9	-0.44%	2019-09-20	157	-0.67%
IC1902.CFE	4183.6	1.42	7.1	0.17%	2019-02-15	6	6.88%
IC1903.CFE	4168.0	1.34	-8.5	-0.20%	2019-03-15	26	-1.89%
IC1906.CFE	4110.0	1.27	-66.5	-1.59%	2019-06-21	93	-4.14%
IC1909.CFE	4070.4		-106.1	-2.54%	2019-09-20	157	-3.91%

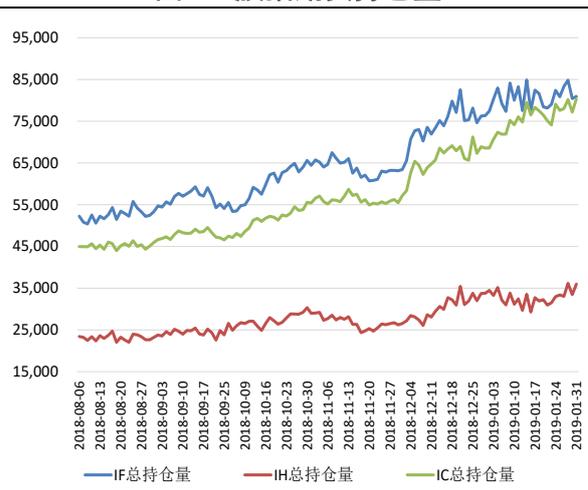
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3: 股指期货成交量



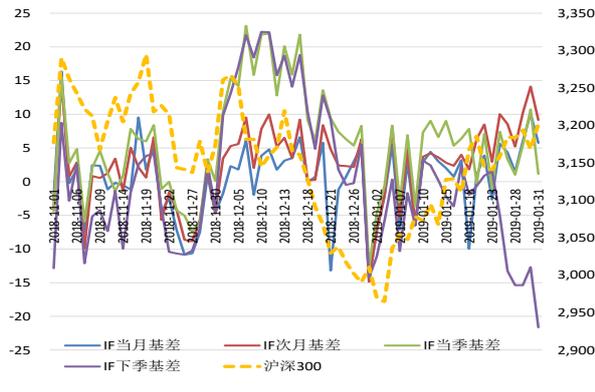
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 股指期货持仓量



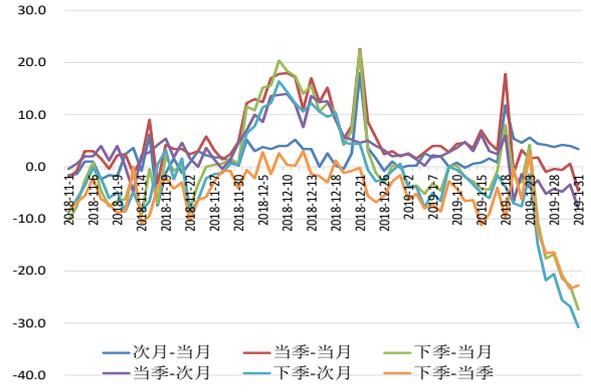
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: IF 各合约期现基差走势



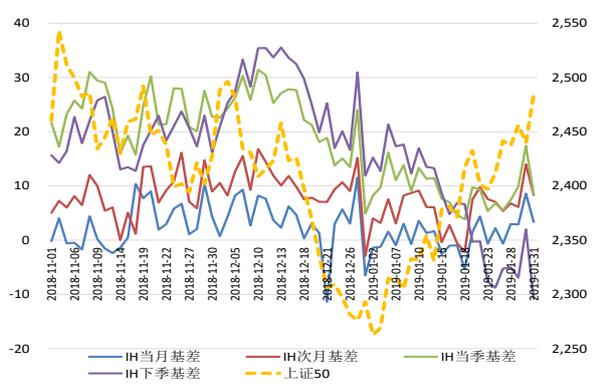
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IF 各合约跨期价差走势



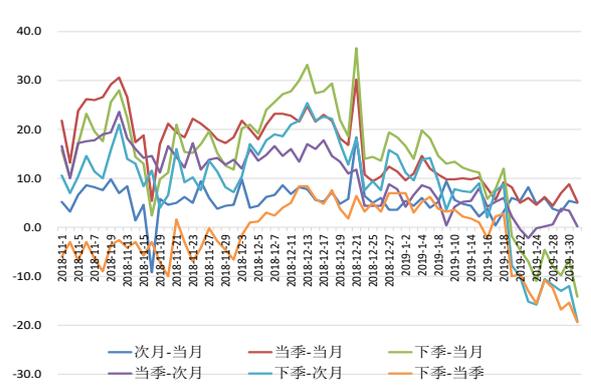
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: IH 各合约期现基差走势



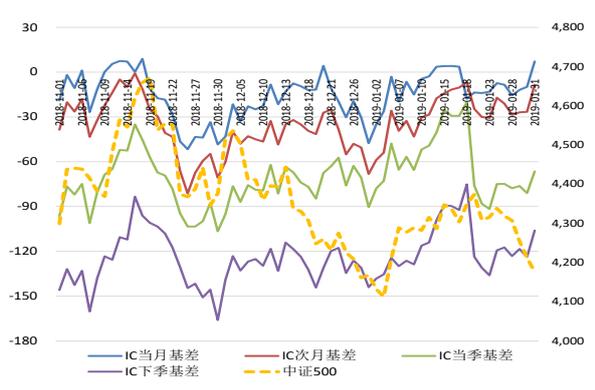
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: IH 各合约跨期价差走势



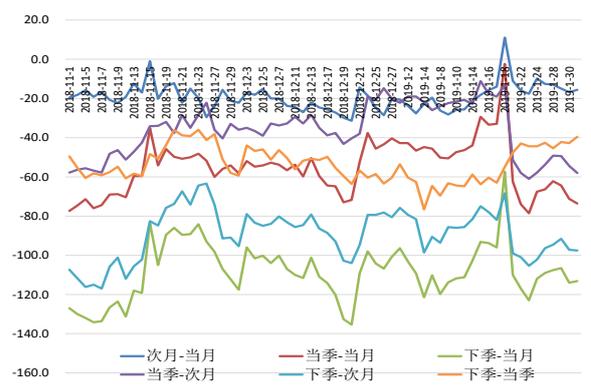
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: IC 各合约期现基差走势



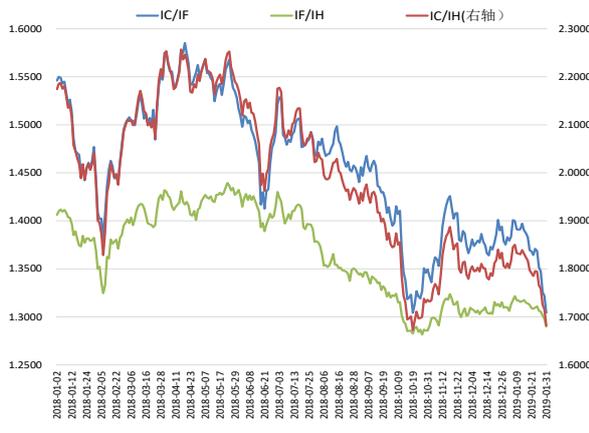
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: IC 各合约跨期价差走势



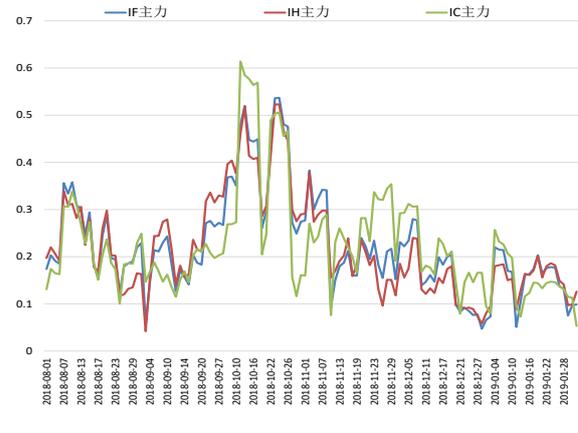
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 跨品种合约比值走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 期指短期波动率 (5 日平均)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

2.1 宏观数据延续承压，企业利润加速下滑

从国内经济的宏观层面来看，年初发布的经济数据延续承压，其中企业利润加速下滑，金融数据略超预期，宽信用政策稍有显现，但市场仍在等待疏通宽货币向宽信用的传导通道。

整体来看，2018 年全年国内生产总值首次超过 90 万亿元，比上年增长 6.6%，实现了 6.5% 的预期目标，其中一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%，四季度增长 6.4%，宏观经济维持下行趋势。分项来看，12 月消费数据略有回升，社会消费品零售总额同比名义增长 8.2%，增速比 11 月份提高 0.1 个百分点。1-12 月全国固定资产投资（不含农户）比上年增长 5.9%，其中制造业投资增速曾连续 8 个月持续回升，2018 年全年同比增长 9.5%，相比上年加快 4.7 个百分点；房地产投资延续韧性表现，新开工增速维持高位，2018 年同比增长 9.5%，增速仅从前期高位回落 0.2 个百分点。虽然消费及投资略有企稳，但进出口数据转负，按美元计中国 12 月进口同比-7.6%，出口同比-4.4%，进出口的负增长意味着中美贸易摩擦及全球经济放缓对我国贸易的负面冲击正显现，未来进出口压力将加大。

工业方面，12 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速比 11 月份回升 0.3 个百分点；2018 年全年规模以上工业增加值同比增 6.2%，略好于预期。但 12 月工业企业利润同比下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点；2018 年全年比上年增长 10.3%，同比增速比 2017 年下降 10.7 个百分点。制造业 PMI 继续低于荣枯线，1 月官方制造业 PMI 较上月微升 0.1 个百分点至 49.5，连续第二个月落在荣枯线下方，其中新订单指数录得 49.6，比上月下降 0.1 个百分点。财新制造业 PMI 录得 48.3，同比回落 1.4 个百分点，为 2016 年 3 月以来新低。

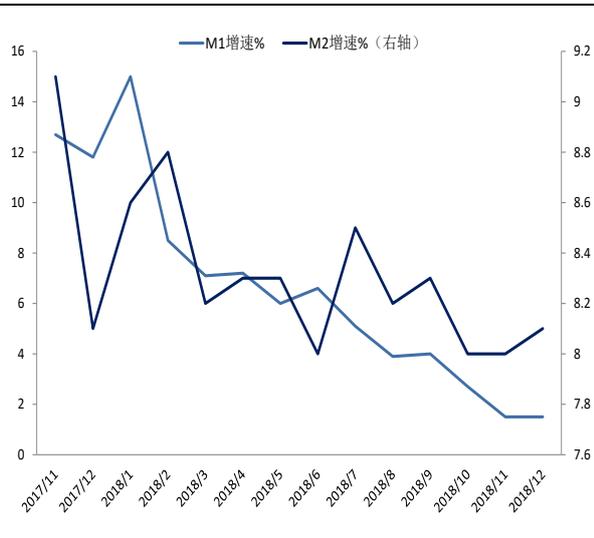
从金融数据来看，12 月 M2 同比增长 8.1，持平上年同期且较 11 月增速回升 0.1 个百分点，但仍处于低位。新增贷款及社融超预期，12 月新增人民币贷款 10800 亿人民币，预期 8250 亿人民币，前值 12500 亿人民币；社会融资规模增量 15900 亿人民币，预期 13000 亿人民币，前值 15191 亿人民币，宽信用政策有所显现，但表外回表不畅、贷款结构失衡，银行风险偏好难言改善，实体融资需求面临下行压力。

表 2: 近期经济公报

时间	事件	期间	调查	实际	前期	修正
01/07/2019 16:00	外汇储备	Dec	\$3071.73b	\$3072.71b	\$3061.70b	--
01/10/2019 09:30	CPI 同比	Dec	2.10%		1.90%	2.20%
01/10/2019 09:30	PPI同比	Dec	1.60%		0.90%	2.70%
01/14/2019 10:57	出口同比人民币	Dec	6.60%		0.20%	10.20%
01/14/2019 10:57	进口同比人民币	Dec	12.00%		-3.10%	7.80%
01/14/2019 10:57	出口同比	Dec	2.00%		-4.40%	5.40%
01/14/2019 10:57	进口同比	Dec	4.50%		-7.60%	3.00%
01/14/2019 10:58	贸易余额人民币	Dec	345.00b	394.99b	306.04b	286.08b
01/14/2019 11:05	贸易余额	Dec	\$51.60b	\$57.06b	\$44.74b	\$41.86b
01/14/2019 15:59	外国直接投资同比人民币	Dec	--		24.90%	-26.30%
01/15/2019 16:00	货币供应M1年同比	Dec	1.60%		1.50%	1.50%
01/15/2019 16:00	货币供应M2同比	Dec	8.10%		8.10%	8.00%
01/15/2019 16:00	New Yuan Loans CNY	Dec	825.0b	1080.0b	1250.0b	--
01/15/2019 16:00	货币供应M0年同比	Dec	3.00%		3.60%	2.80%
01/15/2019 16:10	总融资人民币	Dec	1300.0b	1589.8b	1519.1b	1523.9b
01/16/2019 09:30	新建住宅均价环比	Dec	--		0.77%	0.98%
01/18/2019 16:32	中国银行结售汇 - 银行代客	Dec	--	-56.0b	-139.4b	--
01/21/2019 10:00	零售销售额同比	Dec	8.10%		8.20%	8.10%
01/21/2019 10:00	社会消费品零售	Dec	9.00%		9.00%	9.10%
01/21/2019 10:00	工业产值 同比	Dec	5.30%		5.70%	5.40%
01/21/2019 10:00	工业生产 年迄今(同比)	Dec	6.20%		6.20%	6.30%
01/21/2019 10:00	固定资产除农村年迄今同比	Dec	6.00%		5.90%	5.90%
01/21/2019 10:00	房地产开发投资同比	Dec	--		9.50%	9.70%
01/21/2019 10:00	调查失业率	Dec	--		4.90%	4.80%
01/21/2019 10:00	GDP 同比	4Q	6.40%		6.40%	6.50%
01/21/2019 10:00	GDP经季调季环比	4Q	1.50%		1.50%	1.60%
01/21/2019 10:00	GDP年迄今同比	4Q	6.60%		6.60%	6.70%
01/28/2019 09:30	Industrial Profits YoY	Dec	--		-1.90%	-1.80%
01/29/2019 10:00	彭博1月中国调查 (表格)					
01/31/2019 09:00	Swift全球支付人民币	Dec	--		2.07%	2.09%
01/31/2019 09:00	非制造业采购经理指数	Jan	53.8		54.7	53.8
01/31/2019 09:00	制造业采购经理指数	Jan	49.3		49.5	49.4
01/31/2019 09:00	综合PMI	Jan	--		53.2	52.6
02/01/2019 09:45	财新中国PMI制造业	Jan	49.6	--	--	49.7
02/03/2019 09:45	财新中国PMI综合	Jan	--	--	--	52.2
02/03/2019 09:45	财新中国PMI服务业	Jan	53.4	--	--	53.9

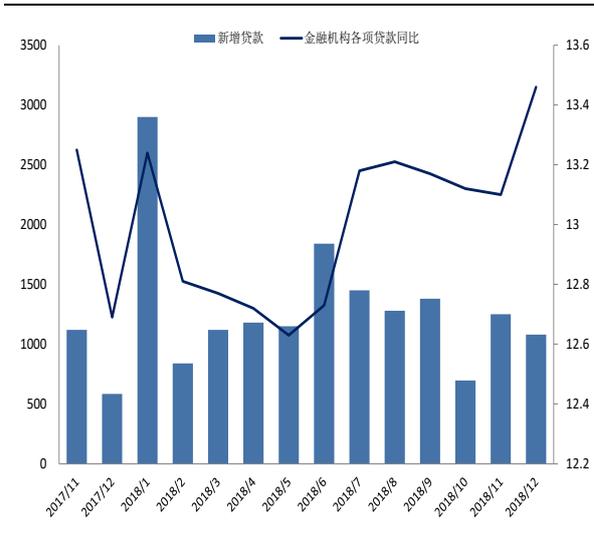
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研发部

图 13: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 新增贷款



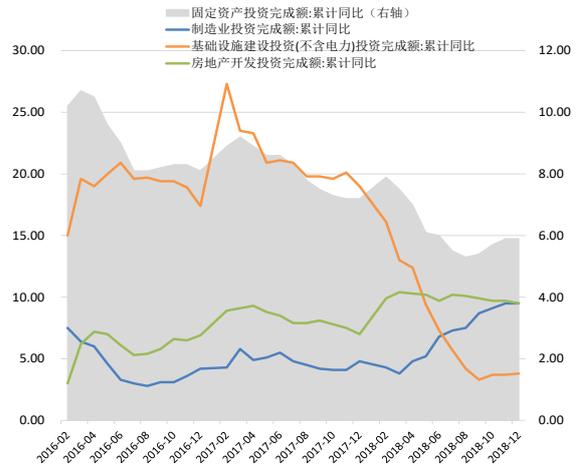
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 消费增速



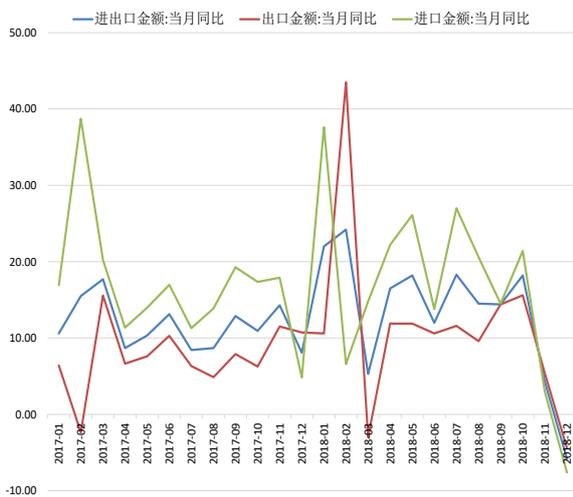
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 固定资产投资增速



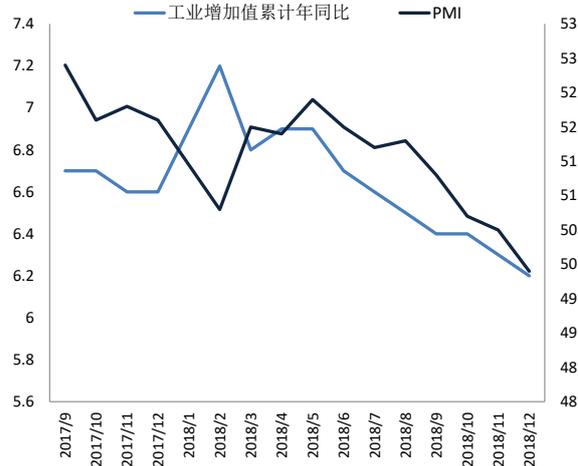
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: PMI 以及工业增加值 走势图



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 货币政策宽松加码，利率下行利好估值修复

2019 年 1 月资金流动性整体平稳偏松，由于货币政策宽松加码，月末缴税及节前流动性紧张得到有效对冲。1 月 4 日央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。考虑一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，本次全面降准净释放的长期资金约 8000 亿元。对于股票市场来说，降准一方面有利于股票贴现率继续下降，目前价格下股票配置性价比提升，有利于引导估值修复；另一方面，本次全面降准从流动性层面释放资金面更加宽松的信号，提振了市场对于政策宏观对冲的信心，有利于情绪修复。

从市场利率的走势来看，短期 SHIBOR 及银行质押式回购利率跨年大幅回落，1 月小幅上升，整体维持平稳。继定向降息和全面降准后，考虑到宏观经济继续承压，未来市场仍有 3-4 次的降准预期，因此预计市场利率仍有下行空间，利好股市估值修复。

从目前股票指数的市盈率及市净率来看，沪深 300 指数的动态市盈率为 10.75 倍，市净率

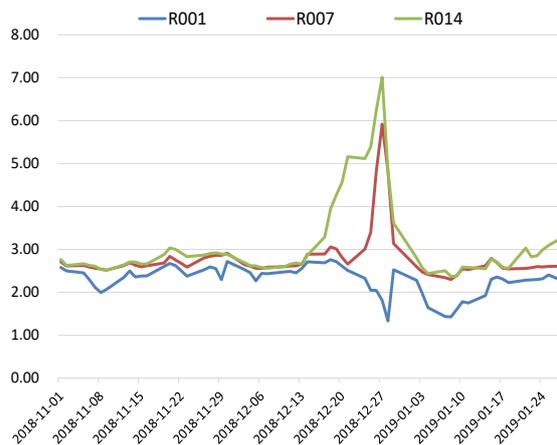
为 1.31；上证 50 指数的动态市盈率为 9.00 倍，市净率为 1.13；中证 500 指数的动态市盈率为 16.42 倍，市净率为 1.56。三大指数的动态市盈率及市净率在 2019 年 1 月较 2018 年 12 月水平略有回升，但估值水平仍在历史低位，下行空间有限，尤其是对于中证 500 指数来说，估值水平基本处于 2010 年至今的最低位置。我们认为目前的低估值已经基本反映了市场对于未来经济及企业盈利下行的悲观预期，因此在中长期配置思路下，配置股票的性价比较高。

图 19：短期 SHIBOR 走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：短期银行质押式回购走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

表 3：三大指数估值数据一览（2010 年至今）

	沪深300	上证50	中证500
最新动态市盈率	10.75	9.00	16.42
平均市盈率	12.52	10.44	36.32
标准差	3.09	2.51	12.07
偏离标准差	-0.57	-0.57	-1.65
百分比排序	29.36%	23.85%	1.83%
最新市净率	1.31	1.13	1.56
平均市净率	1.71	1.50	2.81
标准差	0.42	0.40	0.72
偏离标准差	-0.98	-0.94	-1.74
百分比排序	10.09%	8.26%	1.83%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 积极政策持续出台，但风险偏好维持低位

监管层积极释放促进市场活跃性的信号。1月12日第二十三届中国资本市场论坛上，证监会副主席方星海表示，监管层将努力引进国际中长资金进入中国股市，预计今年外资流入A股会进一步增加望达6000亿规模，推动科创板和试点注册制尽快的落地；同时要采取措施，使交易进一步的活跃，建议取消新股首日涨停板限制及进一步开放股指期货交易。

目前，科创板超预期加速，1月30日证监会发布科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）、科创板上市公司持续监管办法（试行），科创板细则落地。QFII也喜获总额度翻倍，由1500亿美元增加至3000亿美元，将吸引外资投入中国金融市场的总额扩大了一倍，释放了扩大我国金融改革力度加大的积极信号，鼓励外国投资者更好地进入中国市场。

1月沪深交易所发布通知，自1月21日起，债券质押式回购延长交易时间至15时30分闭市。因此，投资者可在A股交易时段内专注于股票交易，股票闭市后再将闲钱投入债券质押式回购，便于其进行交易决策，使流动资金管理更具经济性，扩大回购资金供给，防范回购流动性风险。

另外，银保监会在1月末也四度发文。1月24日，允许险企投资商业银行无固定期限资本债券；1月25日，保险纾困民企5单共22亿元专项产品落地；1月28日，鼓励保险资金增持上市公司股票；1月29日，简化股权投资计划和保险私募基金注册程序。

积极政策持续出台，但1月底多家上市公司出现业绩爆雷，其中“商誉减值”成为2018年上市公司业绩披露的最大雷区之一。截止到1月31日，所有上市公司的业绩预告全部披露结束，其中超200家公司在业绩预告中提到商誉减值风险，月末最后一周更有上百份预亏公告刷屏，中小创股承压较重。

从A股需求来看，海外资金流入速度有所加快，根据沪股通及深股通的情况来看，截止1月31日，沪股通、深股通1月分别净流入340.21亿元、266.67亿元，较12月净流入135亿元及26亿元明显加快流入。但国内资金则继续减仓，两融余额持续走低，1月31日为7281.9亿元，较12月28日的7557.8亿元加速下降275.90亿元，续创近期新低。

表 4：股权融资规模一览

日期	集资金额合计		IPO统计		增发统计		配股统计		优先股统计		可转债统计		可交换债统计	
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)	配股家数(家)	配股募集资金(亿元)	优先股家数(家)	优先股募集资金(亿元)	可转债家数(家)	可转债募集资金(亿元)	可交换债家数(家)	可交换债募集资金(亿元)
2019-01	61	1,212.77	16	126.860	35	1,015.296					7	59.883	3	10.730
2018-12	41	915.60	5	28.441	21	658.584			1	50.000	13	177.074	1	1.500
2018-11	31	503.36	8	96.772	13	201.785	1	45.889	1	100.000	4	45.620	4	13.292
2018-10	18	267.23	5	98.710	10	133.752	1	17.160			1	10.973	1	6.633
2018-09	28	489.27	11	130.858	11	312.056					4	37.140	2	9.220
2018-08	41	1,071.24	6	48.017	21	912.367					12	101.095	2	9.760
2018-07	30	1,765.23	7	52.481	14	1,627.377	2	25.653			7	59.720		
2018-06	39	792.08	9	404.018	25	352.788	1	4.851			2	10.700	2	19.720
2018-05	33	440.86	8	62.813	18	276.735					4	54.710	3	46.600
2018-04	53	732.99	9	57.685	33	496.232	2	47.056			5	89.312	4	42.710
2018-03	51	921.15	10	117.505	29	675.723	3	18.464			6	91.270	3	18.190
2018-02	52	1,803.01	12	143.717	28	1,249.946	2	29.707	1	24.759	2	50.000	7	304.880
2018-01	92	2,405.34	15	137.136	44	626.181	3	39.537	4	1,175.000	17	343.482	9	84.000

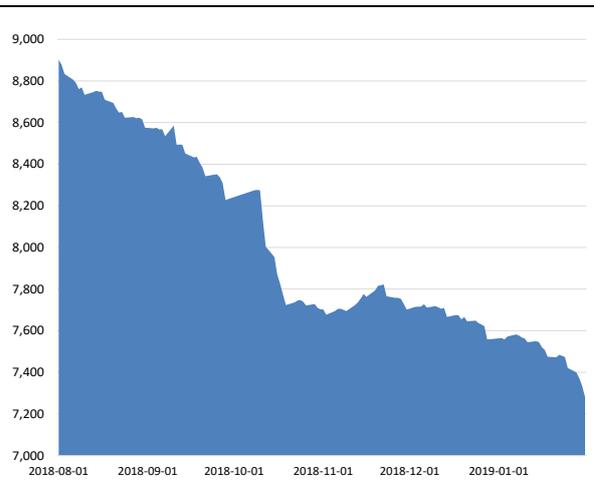
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：沪港通深股通资金流向



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：融资余额



资料来源：Wind，兴证期货研发部

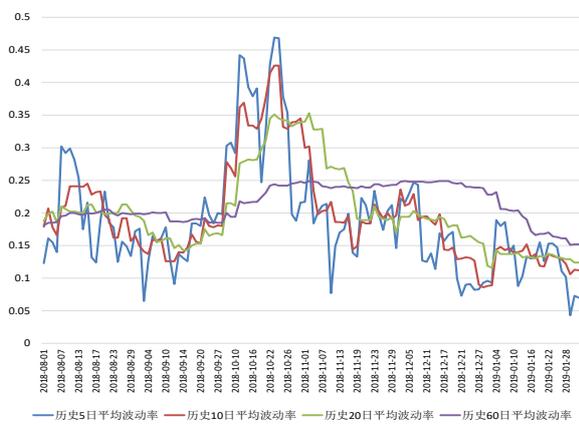
2.4 美联储加息放缓，海外市场集体回暖

2018年12月加息后，美联储态度偏鸽，包括鲍威尔在内的央行官员，一直不愿发出进一步收紧货币政策的信号。鲍威尔在今年年初的两个活动中表示，由于低通胀压力，美联储可以对加息保持“耐心”。1月底，美联储议息会议继续释放鸽派信号，利率决议声明撤销进一步加息的指引，同时1月以来美联储缩表的速度已经有所放慢。

美元指数1月震荡偏弱，市场风险偏好有所回升，全球股票市场集体收涨，美国三大指数大幅反弹，道琼斯指数月涨7.17%，纳斯达克指数月涨9.74%，标普500指数月涨7.87%。同时，1月上证综指的波动率震荡走低，市场避险情绪有所下降。

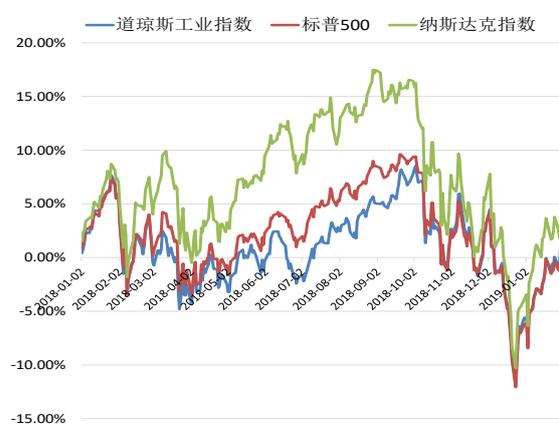
但我们认为未来全球股票市场波动加剧的概率仍然较大，预计避险情绪联动性较强，A股收到海外市场联动干扰的风险仍然较大。

图 23：上证综指波动率变化



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：美三大指数 2018 年以来涨跌走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

表 5：我国及全球市场近期表现

	道琼斯工业	纳斯达克	标普500	富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	恒生指数	上证综指
最近一周	1.06	1.63	1.48	2.34	1.36	-0.96	0.00	1.35	-0.66
2019年1月	7.17	9.74	7.87	3.58	5.54	5.82	3.79	8.11	3.64
最近三个月	-0.46	-0.33	-0.28	-2.23	-1.98	-2.40	-5.23	11.86	-0.70
2018年至今	1.13	5.48	1.14	-9.35	-6.02	-13.51	-8.75	-6.61	-21.85

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.总结与展望

2019年1月共22个交易日，纵观一月行情，市场震荡走高，上证综指月涨3.64%至2584.57点，创业板指月跌1.80%至1227.99点。板块涨跌不一，行业分化明显，蓝筹板块较为占优。

三大期货品种集体收涨，其中IH涨幅较大，IC涨幅较小。股指期货第三次松绑后，期指成交量及持仓量继续增加，其中IC持仓需创新高。从基差水平来看，IF及IC期现价差震荡偏强，IF合约回到升水状态，IC远月合约贴水收窄，但IH价差震荡走弱，各品种下季合约由于受到分红预期影响而贴水较大。远-近月价差则震荡偏弱。从跨品种来看，IC/IF、IC/IH、IF/IH比值震荡走弱，多IH空IC策略较为占优。

从国内经济的宏观层面来看，年初发布的经济数据延续承压，其中企业利润加速下滑，金融数据略超预期，宽信用策略略有显现，市场仍在等待宽货币向宽信用传导的疏通。从资金面来看，资金流动性整体较为平稳，货币政策宽松加码，1月全面降准后未来仍有降准预期，利率下行利好估值修复，目前估值处于历史地位，下行空间有限。虽然监管层释放积极政策持续出台，海外资金流入速度有所加快，但1月末上市公司商誉减值等业绩密集爆雷，中小创股承压较重，国内两融余额继续走低，风险偏好维持低位。海外市场方面，美联储加息放缓，股票市场集体回暖，避险情绪有所下降。但未来全球经济增速放缓加上美股市场波动加剧，A股可能受到全球避险情绪联动。

综合来看，从过去经验来看第一季度出现春季躁动的概率较大，确实1月份蓝筹板块出现了反弹，但中小创股受制于业绩爆雷而先扬后抑。目前来看企业盈利增速的下滑还未看到拐点迹象，基本面仍然偏空，市场流动性虽然较为充裕，机会主要为情绪修复下的反弹，加上春节假期期间市场对全球经济放缓的担忧情绪加重，美元指数相对较强，本月中美经贸高级别磋商进展可能对修复情绪造成波动。预计二月中下旬走势以偏强震荡为主，继续看好阿尔法策略等市场中性策略，把握结构性机会，中小创股业绩利空或出尽，两会前概念炒作机会较大，预计三大期指中IC偏强，且目前IC/IH处于较低位置，跨品种策略可考虑逢低做多IC空IH策略。仅供参考。

多空因素交织，期债或继续高位震荡

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

投资咨询号：Z0010856

尚芳

投资咨询号：Z0013058

高歆月

投资咨询号：Z0013780

联系人：尚芳

021-20370946

shangfang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月国债期货震荡走高；现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中10Y下行13bp至3.10%。1月期债整体仍呈现高位震荡的态势。主要利多因素一是公布的PMI数据低于荣枯线下方，二是央行在公布降准后仍在公开市场上进行净投放维稳1月缴税期间和春节期间资金面，三是财政部表示拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作相结合的利好消息面刺激，四是地方债较国债的投标区间下限由40bp调整为25-40bp，两者发行利差收窄，地方政府债需求旺盛对国债需求的挤出效应有所减弱，五是美联储1月议息会议偏鸽派，提高国内货币政策进一步宽松的空间。主要利空因素一是下旬公布的经济数据高于预期令期债盘中跳水，二是央行创设CBS，提高银行永续债的流动性，疏通货币政策传导机制，促进宽信用，三是地方债提前发行且需求旺盛，对国债有一定的挤出效应，四是部分获利盘有止盈压力。

● 后市展望及策略建议

公布的1月官方和财新PMI数据显示基本面对债市仍有支撑，但边际利多效应减弱；从政策面看，货币政策仍在逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台为了促进宽信用；从资金面看，春节后资金到期压力较大，但央行维稳意图明显，叠加资金需求有所减弱，资金利率或趋于下行；从供需来看，虽然地方政府债提前发行且需求旺盛对国债需求有挤出效应，但两者发行利差区间收窄至25-40bp后挤出效应有所减弱。市场“降息”（下调公开市场操作利率）预期有所增强，但金融数据存在企稳反弹的可能，2月期债可能高位震荡，但中长期下行趋势暂未改变。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望或做平曲线继续持有（多T空2TF）。

1. 现券市场行情回顾

1.1 国债现券市场：一级市场需求边际减弱，发行规模减少

2019年1月利率债（国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策银行债）总供给规模为20764.06亿元，较上月减少4127.56亿元，其中地方债供给规模为4179.66亿元，较上月增加3541.54亿元，地方债供给规模较大幅增加且发行时间较往年提前；国债发行规模合计为1700亿元，较上月减少2156.6亿元，国债需求受到地方政府债提前发行影响而边际减少；同业存单供给规模为10555.1亿元，较上月减少8355.5亿元；政策性银行债供给规模为4329.30亿元，较上月增加2843亿元，需求亦受到地方债提前发行影响而边际减少。

图 1：利率债月度供给规模（亿）& 国债月度一级市场发行



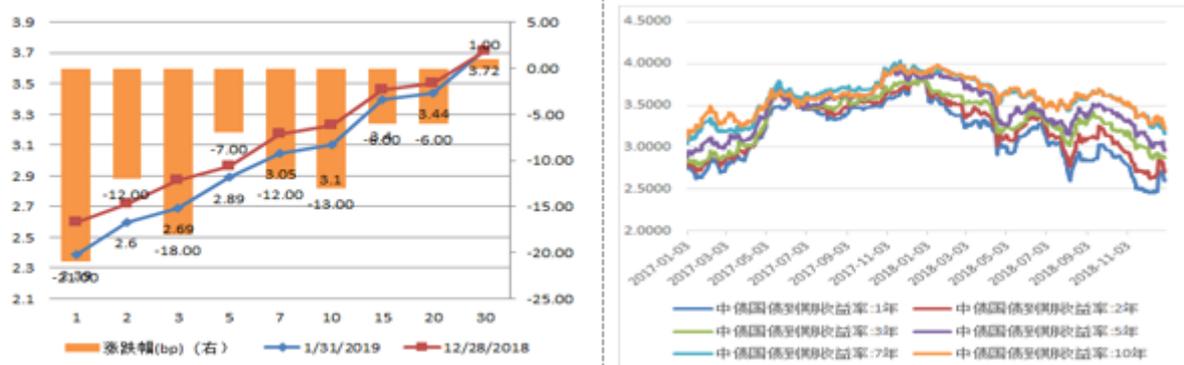
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债现券市场：二级市场国债收益率下行

1月主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中2年期收益率下行12bp至2.60%，5年期收益率下行7bp至2.89%，10年期收益率下行13bp至3.10%，收益率曲线小幅走陡，其中10-1年利差走陡约8bp，10-5年利差走平约6bp。

从月度数据来看，1Y期下行21bp至2.39%，2Y期下行12bp至2.60%，3Y期下行18bp至2.69%，5Y期下行7bp至2.89%，7Y期下行12bp至3.05%，10Y期下行13bp至3.10%，15Y期下行6bp至3.40%，20Y期下行6bp至3.44%，30Y期上行1bp至3.72%。

图 2：1 月关键期限国债收益率变动&关键期限国债收益率走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 期货市场行情回顾

2.1 国债期货震荡走高

截止到1月31日收盘,两年期国债期货主力合约TS1903收于100.39元,月涨0.12或0.23%;下季合约TS1906收于100.275元,月涨0.17或0.12%;隔季合约TS1909收于99.865元,月涨0.12或-0.14%;成交方面,主力合约TS1903成交量日均143手,三个合约日均成交148手;持仓方面截止到1月31日,主力合约TS1903持仓量为553手,三个合约持仓达到578手,较上月底减少455手。五年期国债期货主力合约TF1903收于99.865元,月涨0.495或0.73%;下季合约TF1906收于99.755元,月涨0.41或0.72%;隔季合约TF1909收于98.76元,月涨0.495或-0.35%;成交方面,主力合约TF1903成交量日均5049手,三个合约日均成交5190手;持仓方面截止到1月31日,主力合约TF1903持仓量为15625手,三个合约持仓达到17591手,较上月底增加2581手。十年期国债期货主力合约T1903收于98.03元,月涨0.345或0.75%;下季合约T1906收于97.84元,月涨0.225或0.58%;隔季合约T1909收于97.765元,月涨0.165或0.56%;成交方面,主力合约T1903成交量日均42063手,三个合约日均成交42787手;持仓方面截止到1月31日,主力合约T1903持仓量为53762手,三个合约持仓达到61090手,较上月底减少2927手。

1月期债震荡走高,整体仍呈现高位震荡的态势。主要利多因素一是月初公布的PMI数据低于荣枯线下方,二是央行在公布降准后仍在公开市场上进行净投放维稳1月缴税期间和春节期间资金面,三是财政部表示拓展政府债券功能,准备研究将国债与央行货币政策操作相结合的利好消息面刺激,四是地方债较国债的投标区间下限由40bp调整为25-40bp,两者发行利差收窄,地方政府债需求旺盛对国债需求的挤出效应有所减弱,五是美联储1月议息会议偏鸽派,提高国内货币政策进一步宽松的空间。主要利空因素一是下旬公布的经济数据高于预期令期债盘中跳水,二是央行创设CBS,提高银行永续债的流动性,疏通货币政策传导机制,促进宽信用,三是地方债提前发行且需求旺盛,对国债有一定的挤出效应,四是部分获利盘有止盈压力。

图 3: TS 价格走势&TS 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: TF 价格走势&TF 成交与持仓



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: T 价格走势&T 成交与持仓

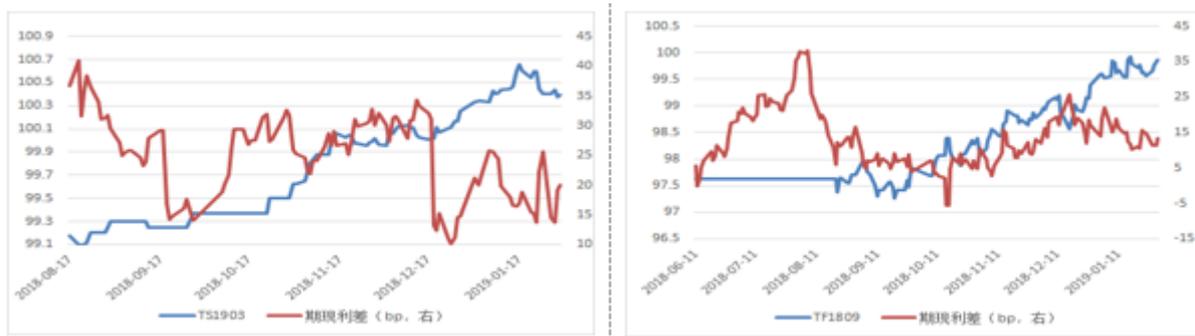


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 期现对比: 期现利差

从 1 月份的期现利差来看, 1 月国债期货价格震荡上行, 现券收益率震荡下行。2 年期现券走势整体略强于期债, 合约 TS1903 合约期现利差震荡先上后下至约 18bp; 5 年期现券走势略弱于, 合约 TF1903 的期现利差震荡下行至约 13bp; 10 年期现券走势强于期债, 合约 T1903 的期现利差震荡上行至约 13bp。

图 6: TS1903 结算价与期现利差&TF1903 结算价与期现利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: T1903 结算价与期现利差

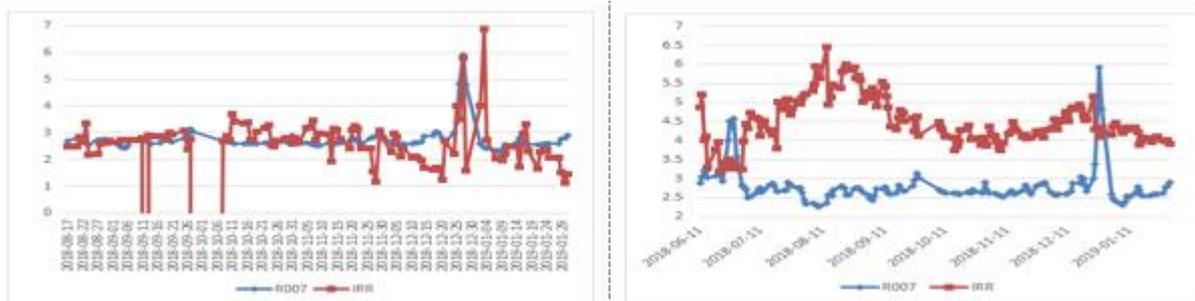


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 期现套利

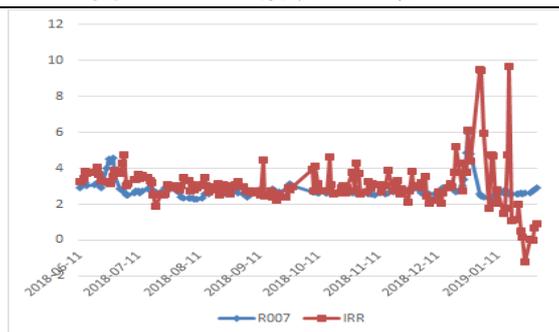
从 1 月份 TS1903 合约活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡下行, 而 R007 震荡上行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; 从 1 月份主力合约 TF1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡下行, 而 R007 震荡上行, 暂无明显的正向和反向期现套利机会; 从 1 月份主力合约 T1903 活跃 CTD 券的 IRR 与 R007 对比来看, IRR 震荡下行, 而 R007 震荡上行, 在个别交易日有正向和反向期现套利机会。

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



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: T1903 活跃 CTD 券 IRR

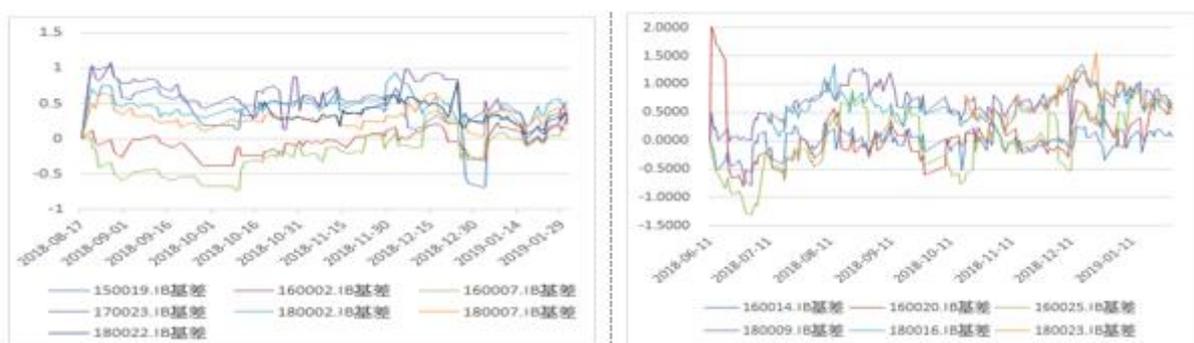


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 活跃券基差

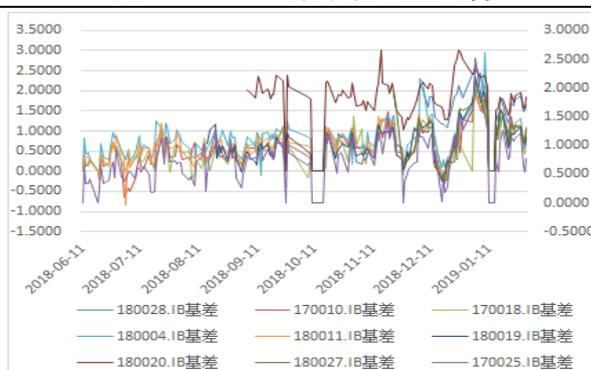
1 月份 TS1903 合约的活跃券 150019.IB、160002.IB、160007.IB、180002.IB、180007.IB 和 180022.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 170023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; TF1903 合约的活跃券 160014.IB、160020.IB 和 160025.IB 的基差震荡上行, 适宜做多基差, 180009.IB、180016.IB 和 180023.IB 的基差震荡下行, 适宜做空基差; T1903 合约活跃券 170010.IB、170025.IB、180004.IB、180019.IB、180020.IB、180027.IB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

图 10: TS1903 活跃券基差走势&TF1903 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: T1903 活跃券基差走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.后市分析及展望

3.1 宏观经济

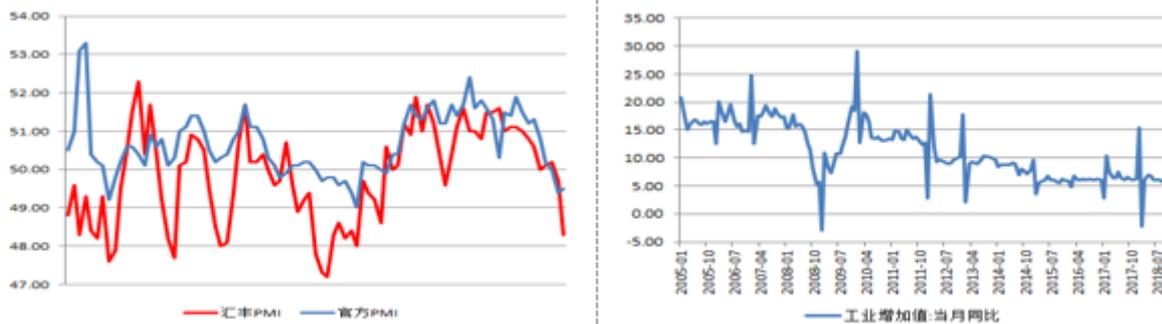
国家统计局公布的1月中国官方制造业PMI为49.5%，较上月上行0.1%，略高于预期，但仍低于50.0%的荣枯线。从官方制造业PMI的分类指数看，生产指数和新订单指数为50.9%和49.6%，分别比上月上行0.1%和下行0.1%，新订单指数延续下行走势但环比下行幅度收窄，反映需求继续走弱，新出口订单指数和进口指数为46.9%和47.1%，比上月上行0.3%和1.2%，可能是因为1月份贸易摩擦缓和，进出口数据有所改善。财新PMI为48.3%，较上月下行1.4%，与官方制造业PMI一样，连续两个月低于荣枯线，虽然个别分项数据有所改善，但整体看经济下行压力仍在显现。

从房地产销售来看，12月房地产开发投资增速为9.5%，较上月下行0.2%，商品房销售面积增速继续下降0.1%至1.3%，房地产开发投资增速呈现高位小幅下行走势，前期土地增值费增速影响将继续减弱，目前房地产调控政策仍严，且中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”，预计房地产投资增速将会继续缓慢回落；12月份基建投资增速为3.8%，较上月上行0.1%，基建增速继续小幅反弹，中央经济工作会议明确提出“加大基础设施等领域补短板力度”，考虑到地方政府债提前至2019年1月下旬开始发行，预计基建投资增速大概率继续反弹，但受到地方政府隐性债务的制约反弹幅度存在不确定性；12月份制造业投资增速维持不变为9.5%，制造业投资增速高位震荡，对固定资产投资增速形成支撑，但后续可能上行乏力；社零增速上行0.1%至8.2%，可能是由于春节效应令社零增速企稳，考虑到国家对扩大消费的扶持政策，社零增速虽有下行压力但降幅可能缓慢；12月出口增速下行至-4.4%，进口增速下行至-7.6%，进出口增速继续较大幅下滑，与9月以来PMI数据中的进出口订单回落走势一致，贸易顺差正向小幅增加，贸易摩擦的压力开始显现，考虑到1月份中美贸易摩擦风险有所缓和，未来进出口增速虽仍承压，但在缓和期可能出现阶段性反弹。

通胀方面，12月份CPI较上月下行0.3%至1.9%，低于市场预期，猪肉价格同比增速下行0.4%至-1.5%，猪瘟和春节效应令猪肉价格有继续上行的压力，鲜菜价格增速上行2.7%至4.2%，天气转冷叠加春节效应，鲜菜价格反弹；PPI较上月继续下行1.8%至0.9%，主要是受到油价和大宗商品价格较大幅下跌的影响。猪价上涨仍可能是2019年拉动CPI的因素。

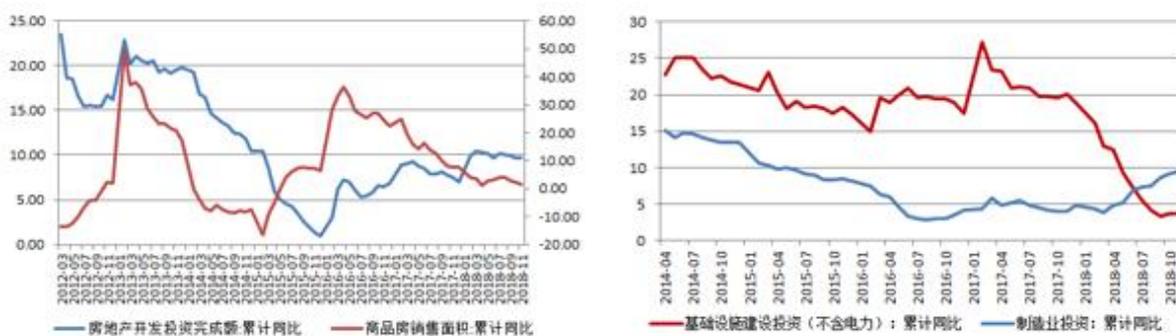
金融数据方面，12月新增人民币贷款9281.46亿元，较上月减少约3020.87亿元，企业债融资为3757.24亿元，较上月增加约630.43亿元，委托贷款为-2210.49亿元，较上月多减少900.22亿元，信托贷款为-508.64亿元，较上月多减少41.45亿元，银行承兑汇票为1023.11亿元，较上月增加约1150.03亿元，是社融规模的重要支撑，目前看宽信用政策效果暂未显现，随着1月底地方政府债提前发行，社融可能在一季度出现反弹，2019年非标到期压力仍较大，但在宽信用政策不断加码下，预计社融下行速度将趋缓；M2同比为8.1%，小幅上行0.1%，M1维持不变为1.5%，M1-M2的剪刀差为正且小幅上行。预计1月社融增速或企稳反弹。

图 12: 制造业 PMI&工业增加值



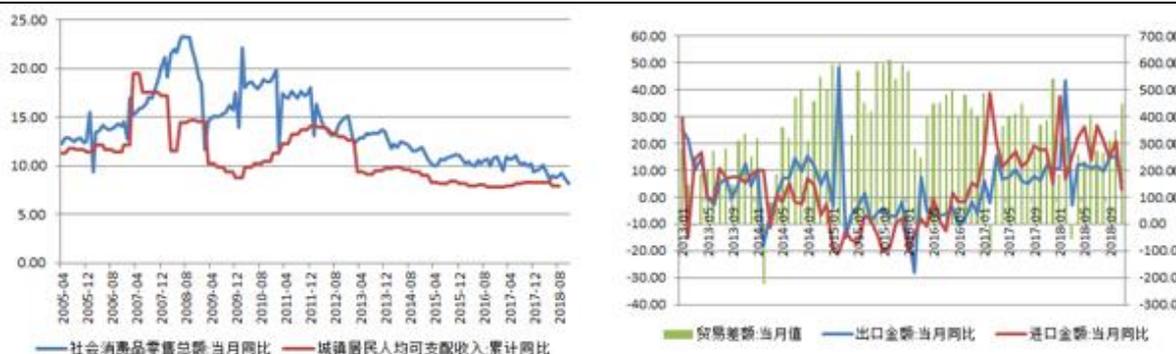
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 房地产投资与商品房销售面积增速&基建与制造业投资增速



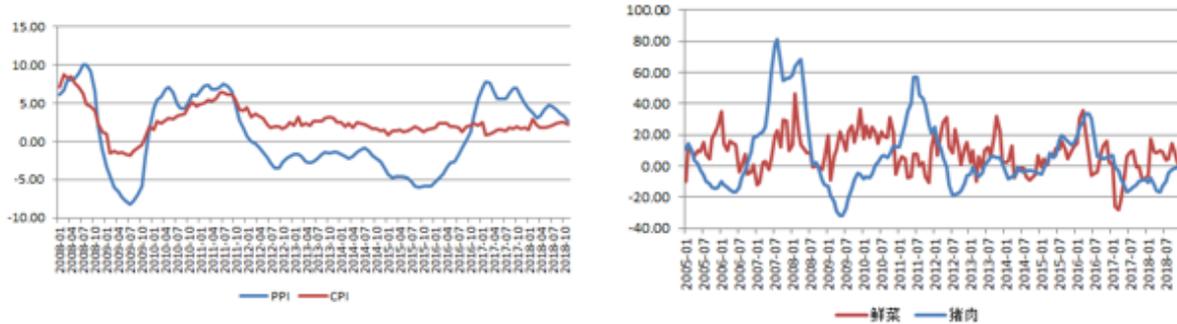
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 消费与居民可支配收入增速&进出口增速与贸易差额



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: PPI 与 CPI 增速&鲜菜与猪肉增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: M1 与 M2 增速&社融与人民币贷款增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

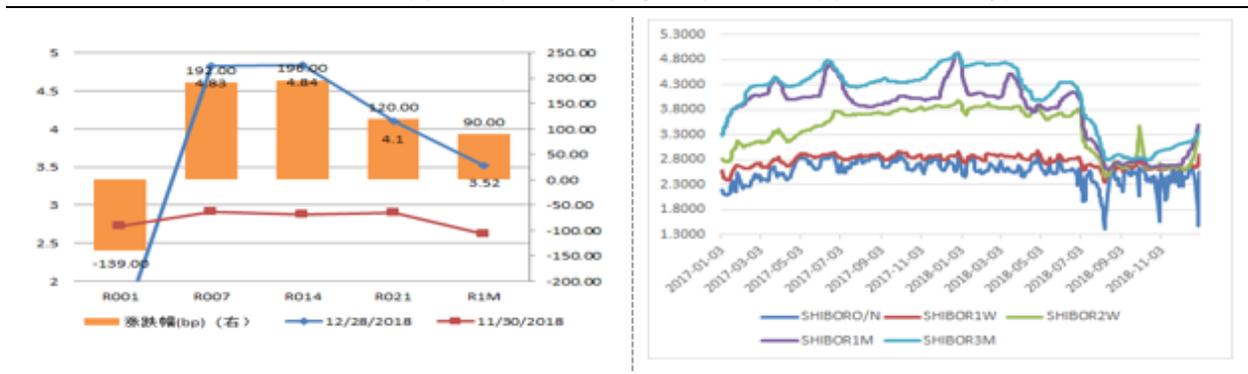
3.2 货币政策和监管政策

央行 1 月 2 日公告自 2019 年起, 将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。利于引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求, 疏通货币政策传导机制, 进一步促进“宽信用”; 1 月 4 日, 为进一步支持实体经济发展, 优化流动性结构, 降低融资成本, 中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点, 其中, 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时, 2019 年一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做, 央行净投放资金约 8000 亿, 意在鼓励金融机构向小微企业和民营企业发放贷款, 疏通货币政策传导机制, 进一步促进“宽信用”; 1 月 23 日, 央行开展 2019 年一季度定向中期借贷便利 (TMLF) 操作。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行, 投放 2575 亿元, 操作期限为一年, 到期可根据金融机构需求续做两次, 实际使用期限可达到三年, 操作利率为 3.15%, 低于 MLF 操作利率 15bp; 1 月 24 日晚间, 央行创设央行票据互换工具 CBS, 通过此工具, 公开市场一级业务交易商可是使用持有合格银行发行的永续债从央行换入央行票据。同时, 将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入央行 MLF、TMLF、SLF 再贷款的合格担保品范围, 同银保监会发布公告称, 将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。意在提高永续债的流动性, 支持银行发行永续债补充资本, 仍是为了促进“宽信用”; 1 月美联储议息会议偏鸽派, 提高国内货币政策进一步宽松的空间。国内货币政策目前仍在进行逆周期的调节, 增加宽信用力度, 疏通货币政策传导机制。

3.3 资金利率：2月资金利率可能震荡下行

1月资金利率先下后上，央行在公布降准后仍在缴税期间重启逆回购操作，其中在1月14日重启28天逆回购操作，在公开市场上进行大额净投放，维稳春节期间和1月缴税期间的意图较明显。从质押式回购利率来看，隔夜上行97bp至2.3%，7天下行192bp至2.91%，14天下行162bp至3.22%，1M下行45bp至3.07%；从shibor利率变动来看，月度隔夜上行77bp至2.24%，7天上行4bp至2.76%，14天下行39bp至2.98%，1M下行65bp至2.84%，3M下行46bp至2.90%。2月公开市场有11635亿元资金量到期，其中包括3835亿元1年期MLF到期、1000亿元国库现金定存到期和6800亿元逆回购到期，虽然到期压力较大，但央行维稳资金面意图较明显，叠加跨春节后取现等资金需求减少，资金利率可能趋于下行。

图 17：关键期限质押式回购利率变动&关键期限 shibor 走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 期债市场展望：2月期债可能高位震荡

从经济基本面来看，公布的1月官方和财新PMI数据显示基本面对债市仍有支撑，但边际利多效应有所减弱；从政策面看，货币政策仍在进行逆周期调节，疏通传导机制，政策的出台主要是为了促进宽信用；从资金面看，春节后资金到期压力较大，但央行维稳意图明显，叠加资金需求或有所减弱，资金利率可能趋于下行；从供需来看，虽然地方政府债提前发行且需求旺盛对国债需求有挤出效应，但两者发行利差区间收窄至25-40bp后挤出效应有所减弱。市场“降息”（下调公开市场操作利率）预期有所增强，但金融数据存在企稳反弹的可能，2月期债可能高位震荡，但中长期下行趋势暂未改变。

操作上，长期投资者前多持有，短期投资者暂观望或做平曲线继续持有（多T空2TF）。

铜矿增速下滑且库存低位,铜价有望继续反弹

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号: Z0012934

胡佳纯

从业资格号: F3048898

胡悦

从业资格号: F3050247

联系人: 孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

国内春节假日期间 LME 铜价累计上涨 60.5 美元/吨, 涨幅 0.99% (相较北京时间 2 月 1 日下午 3 点)。2018 年初至 2019 年 2 月 8 日 LME 3 月铜价累计跌 15%, 在有色金属中跌幅仅次于锌 (-18%), 铅 (-17%), 铝 (-17%)。

● 后市展望及策略建议

1. 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨, 2019 年产量预期-23.95 万吨。从矿企角度看, 已公布的 7 家矿企 2018 年四季度产量增 7.24 万吨, 增幅接近 4%。但 7 家矿企 2019 年产量预期负增长-23.95 万吨, 主要原因是 Freeport 旗下在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采, 导致 Freeport 2019 年产量预期大幅下滑 23.18 万吨。

从全球矿山的角度看, 我们预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨, 铜矿供应增速下滑至 2% 附近, 远远低于 2018 年, 铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

2. 冬季消费旺季推升铜管开工率季节性回升。空调行业进入消费旺季, 铜管消费好转, 开工率有所回升。据 SMM 调研, 2018 年 12 月铜管企业开工率为 74.71%, 环比增加 4.43%。

3. 电网投资继续大幅回升。据中电联最新数据 2018 年国内电网基本建设投资完成额 5373 亿元, 同比微幅转正 0.60%, 其中 12 月单月投资额达 862 亿元, 同比增 27.29%, 环比增 23.67%, 电网投资自 8 月份以来连续回暖, 支撑国内铜消费企稳。

4. 全球铜库存相对低位。截至 2019 年 2 月 1 日三大交易所仅为 36.87 万吨, 同比 2018 年减少 30 万吨, 处于近几年低位。国内春节假日期间, LME 库存微幅下滑 750 吨, 至 149200 吨, COMEX 库存下滑 5925 吨, 至 70126 吨。

春节期间, LME 铜价小幅上涨 1%。基本上, LME、

COMEX 库存延续下滑，目前三大交易所库存仅为 36.87 万吨，同比 2018 年减少 30 万吨。供应端，根据我们的预测来看，2019 年铜矿增速下滑将制约精炼铜供应压力，需求端国内基建释放，家电、汽车等政策刺激出台将带动铜消费回暖。海外方面，虽然欧元区实体经济边际转弱，但美国制造业继续超预期回升，海外铜消费大概率维持稳定。综上，我们认为铜基本面存在边际改善，铜价或将继续反弹。

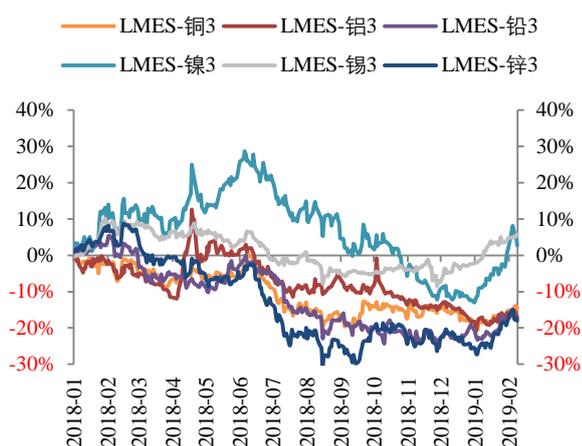
● **风险提示：**

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

1. 行情回顾

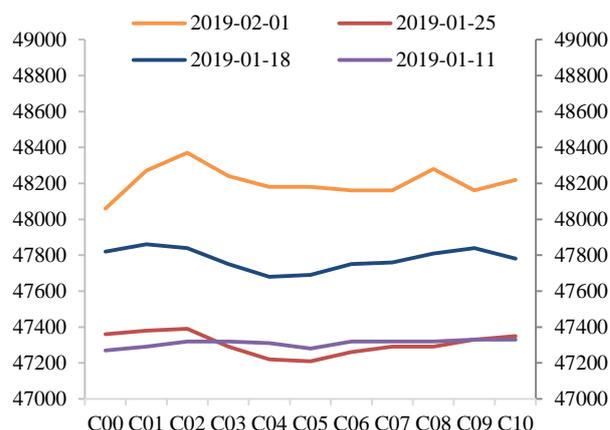
国内春节假日期间 LME 铜价累计上涨 60.5 美元/吨，涨幅 0.99%（相较北京时间 2 月 1 日下午 3 点）。2018 年初至 2019 年 2 月 8 日 LME 3 月铜价累计跌 15%，在有色金属中跌幅仅次于锌（-18%），铅（-17%），铝（-17%）。

图1:LME各品种2018年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2:沪铜期限结构



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面

2.1 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨，2019 年产量预期-23.95 万吨

从矿企角度看，已公布的 7 家矿企 2018 年四季度产量增 7.24 万吨，增幅接近 4%。但 7 家矿企 2019 年产量预期负增长-23.95 万吨，主要原因是 Freeport 旗下在印尼的 Grasberg 矿山由露天开采转为地下开采，导致 Freeport 2019 年产量预期大幅下滑 23.18 万吨。

从全球矿山的角度看，我们预期 2019 年全球铜矿产量增量 41.3 万吨，铜矿供应增速下滑至 2% 附近，远远低于 2018 年，铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

A. 已公布 7 家矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨，2019 年产量预期-23.95 万吨

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

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

Glencore 四季度产量保持正增长。随着 Katanga 项目铜产量的持续释放，公司 2019 年产量预期仍有 8.63 万吨的增量。

Rio Tinto 方面，由于 Rio Tinto Kennecott 矿区矿石品位提高四季度产量大增 7.04 万吨 (36.38%)，

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

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

表 1：已公布部分矿企 2018 年四季度产量增量 7.24 万吨

序号	公司名称	2018Q4 (万吨)	2017Q4 (万吨)	2018Q4 增量	2018Q4 同比	2018Q1-Q3 增量	2018Q1-Q3 同比	2018Q3 同比
1	Codelco					-2.69	-2.03%	-10.85%
2	Freeport-McMoRan	38.15	45.68	-7.53	-16.48%	12.79	10.37%	1.00%
3	BHP	41.62	42.90	-1.28	-2.98%	31.09	30.53%	1.24%
4	Glencore	39.06	36.32	2.74	7.54%	11.66	12.32%	20.85%
5	Grupo Mexico					-1.83	-2.44%	-0.87%
6	Antofagasta	22.00	17.78	4.22	23.73%	-2.12	-4.03%	4.50%
7	Rio Tinto	26.39	19.35	7.04	36.38%	16.26	33.75%	17.72%
8	KGHM Polska					-3.51	-7.01%	0.23%
9	MMG	13.07	15.96	-2.88	-18.06%	-5.16	-11.76%	-17.56%
10	Anglo American	18.35	14.86	3.49	23.49%	5.45	12.67%	16.63%
	小计	188.51	181.27	7.24	3.99%	51.67	6.96%	2.33%

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

表 2：已公布部分矿企 2019 年产量预期-23.95 万吨

序号	公司名称	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20				
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	8.63	5.94%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06				
6	Antofagasta	70.43	72.53	4.47	6.16%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64				
9	MMG	59.82	51.78	3.59	6.93%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.33	-3.49%	15.36%
	小计	1017.61	731.81	-23.95		

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

备注：2019 年产量预期为公司产量预期区间的中间值。

B.从矿山角度看，预期 2019 年铜矿产量增量 41.3 万吨，增速下滑至 2%

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

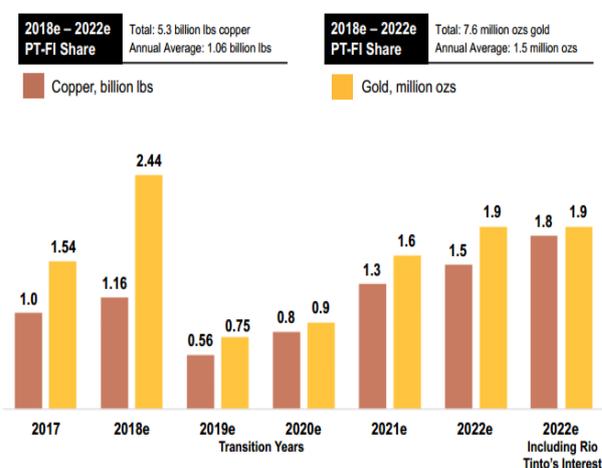
但是明年有一个比较大的减量，全球第二大矿山 Grasberg 由露天开采转为地下开采，铜矿产量将大幅下滑，根据 Freeport-McMoRan 三季度财报数据估算的销量减少大概是 27.2 万吨，由于 Grasberg 每年铜矿产出与销量差异不大，我们这里预计明年减少的铜矿产量等于销量减少的量 27.2 万吨。

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

表3：预期2019年全球矿山产量增量41.3万吨

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

图3：Grasberg由露天开采转为地下开采销量规划（10亿磅）



数据来源：公司公告、SMM、兴证期货研发部

数据来源：公司公告、兴证期货研发部

2.2 2018 年 12 月精炼铜产量同比 2.37%，2018 年累计增速 9.10%

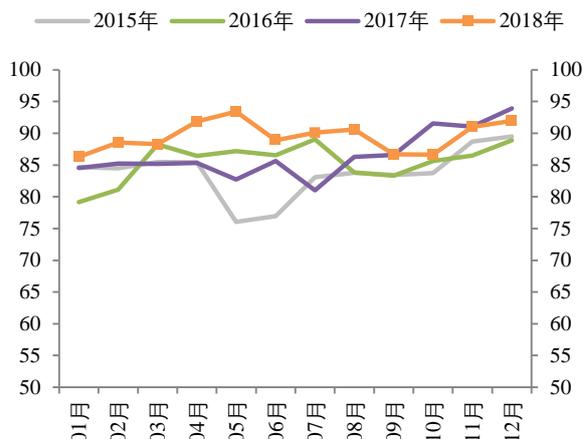
2018 年 12 月 SMM 中国精铜产量为 76.16 万吨，环比增长 2.08%，同比增长 2.37%。全年累计产量 873.42 万吨，累计同比增长 9.1%。12 月国内铜冶炼厂基本维持正常运行，未见检修对于产量的影响。根据 SMM 预估的 2019 年 1 月炼厂排产来看，1 月中国精铜产量将下降到 73.26 万吨，同比增长 4.52%，环比下降 3.8%。

图4: 国内电解铜产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图5: 国内冶炼企业开工率 (%)

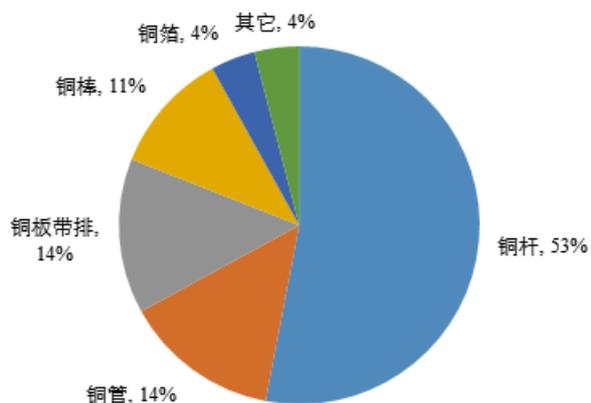


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.3 铜材开工: 冬季消费旺季推升 12 月铜管开工率继续回升

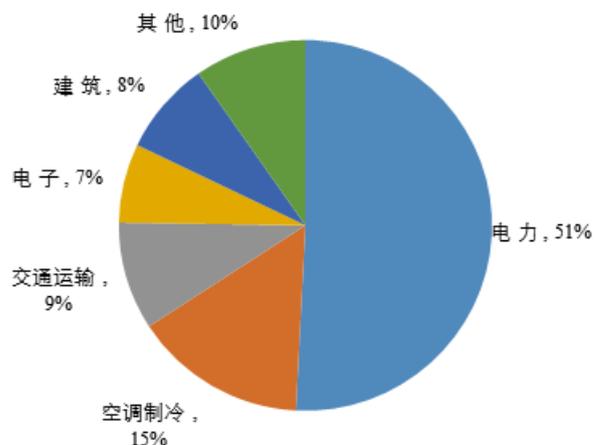
随着冬季来临, 空调行业进入消费旺季, 铜管消费好转, 开工率有所回升。据 SMM 调研, 2018 年 12 月铜管企业开工率为 74.71%, 环比增加 4.43%。

图6: 国内铜消费按品种分布



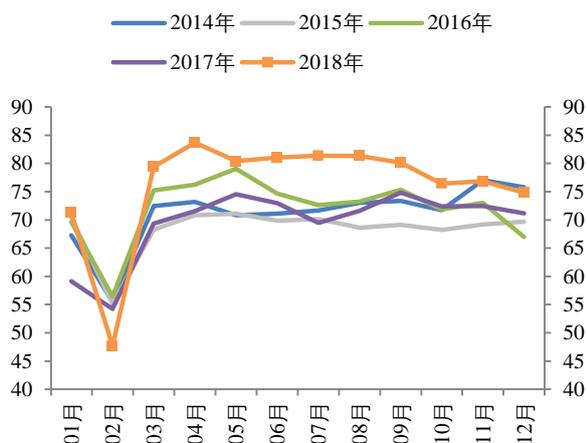
数据来源: 我的有色网, 兴证期货研发部

图7: 国内铜终端消费行业分布



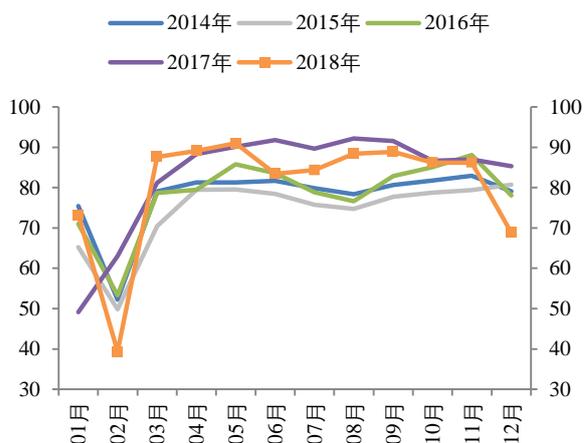
数据来源: 安泰科, 兴证期货研发部

图8: 铜杆企业开工率 (%)



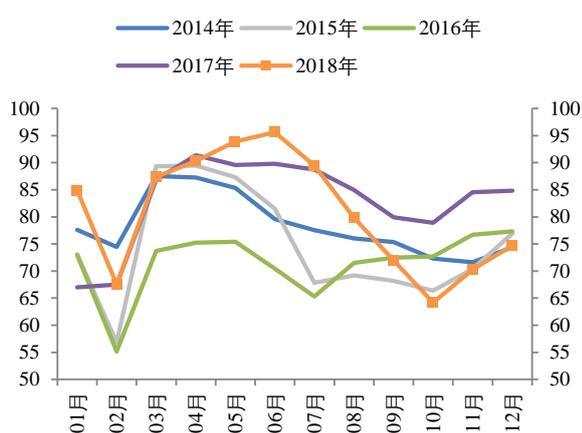
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图9: 电线电缆企业开工率 (%)



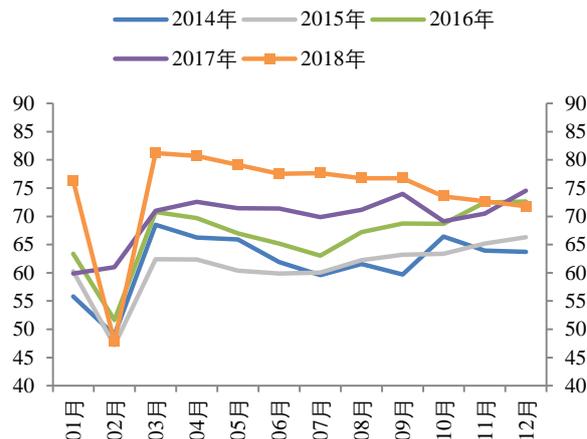
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图10: 铜管企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图11: 铜板带箔企业开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业: 空调产量继续回升

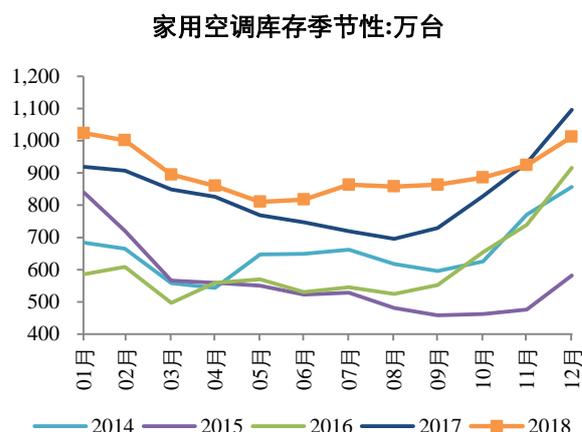
产业在线数据显示, 2018年12月家用空调总产量1157万台, 同比增加3.17%, 2018年全年国内家用空调总产量14985.2万台, 同比增速5.75%。12月空调库存环比11月回升87.70万台, 至1012.20万台。

图12:空调产量回升 (万台, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图13:空调库存 (万台)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 终端行业：12月电网投资继续回暖

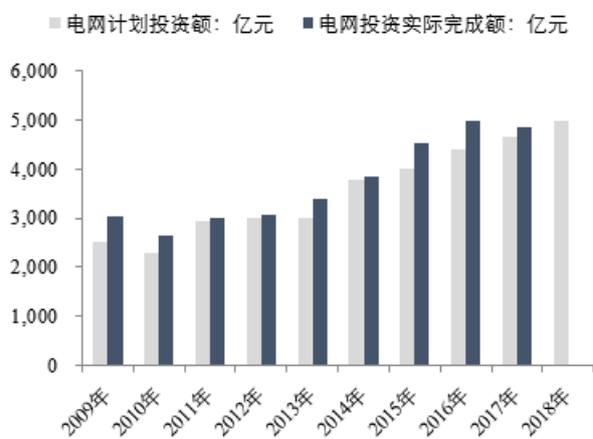
据中电联最新数据 2018 年国内电网基本建设投资完成额 5373 亿元,同比微幅转正 0.60%,其中 12 月单月投资额达 862 亿元,同比增 27.29%,环比增 23.67%,电网投资自 8 月份以来连续回暖,叠加空调产量回升,支撑国内铜消费企稳。

图14: 电网基本建设投资



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图15: 国家电网计划与实际投资完成额



数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

2.6 终端行业：传统汽车行业表现较为低迷

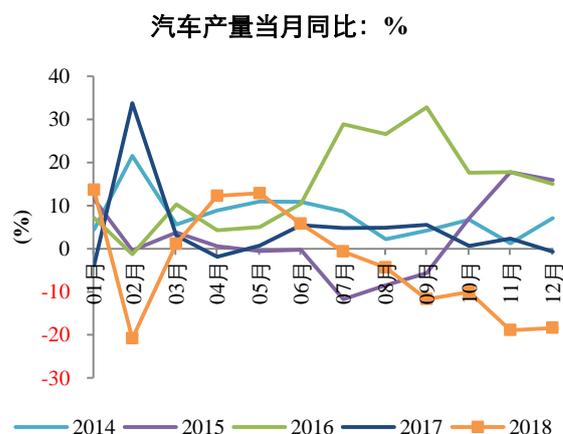
下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2018 年 12 月全国共生产汽车 248.22 万辆,同比下滑-18.39%,1-12 月生产汽车 2780.92 万辆,同比下滑至-4.16%的负增长。短期来看,1 月前四周乘联会统计的日均销量有所恢复。

图16:汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



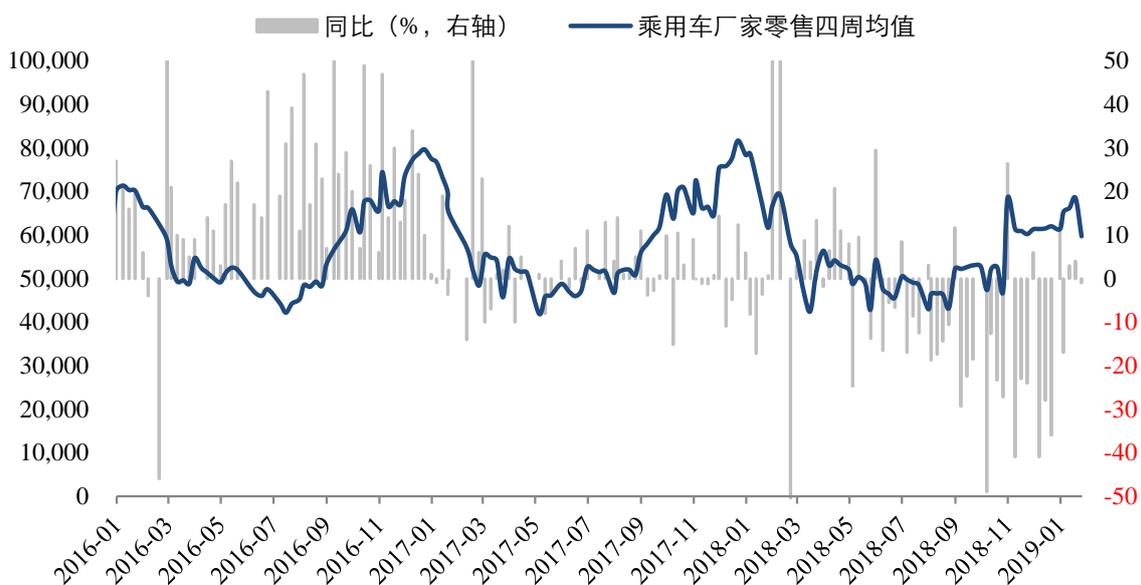
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图17:汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图18: 乘联会11月汽车销量仍未见好转 (单位: 辆/日)

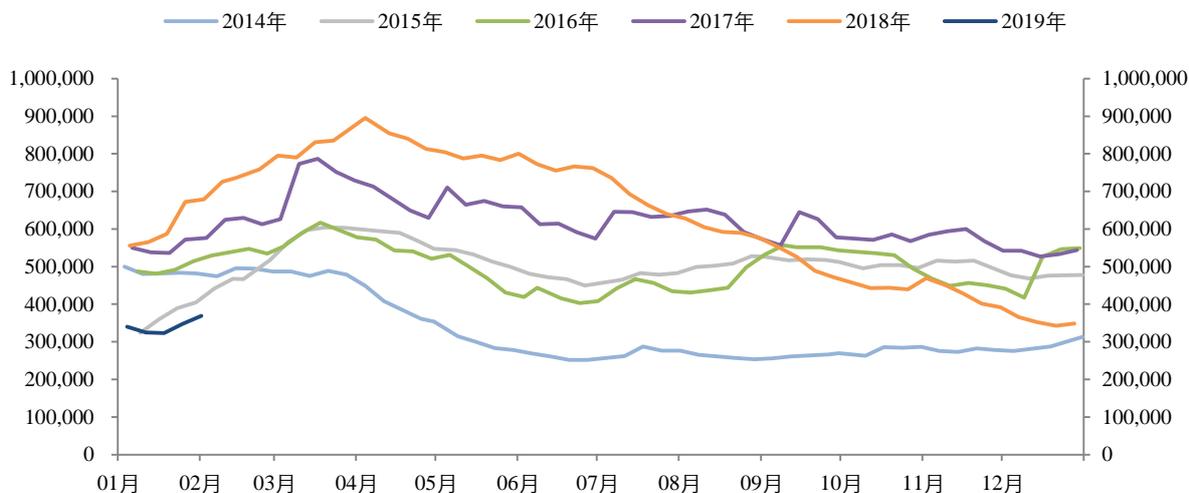


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 三大交易所库存处于低位

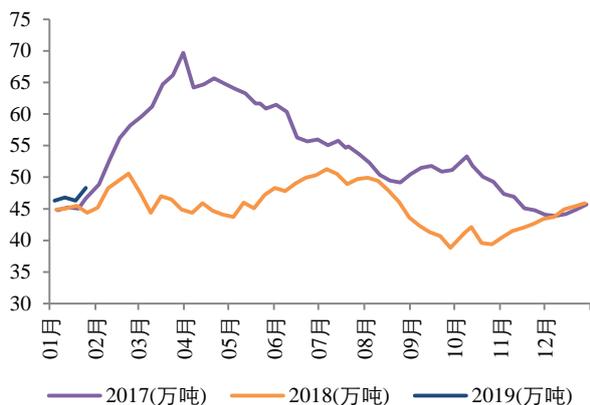
截至2019年2月1日三大交易所仅为36.87万吨，同比2018年减少30万吨，处于近几年低位。国内春节假日期间，LME库存微幅下滑750吨，至149200吨，COMEX库存下滑5925吨，至70126吨。

图19：三大交易所库存低于去年同期30万吨



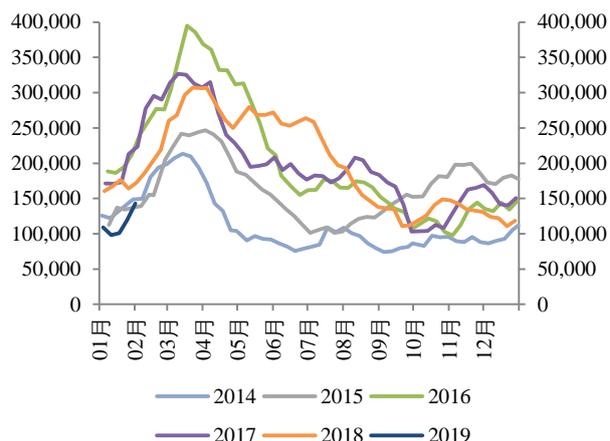
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图20：保税区库存季节性（万吨）



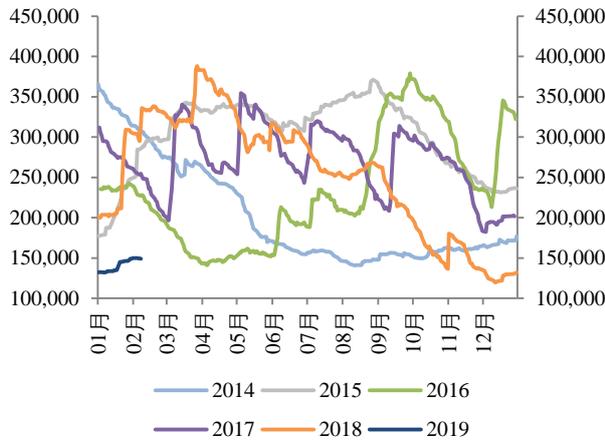
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图21：上期所铜库存季节性（吨）



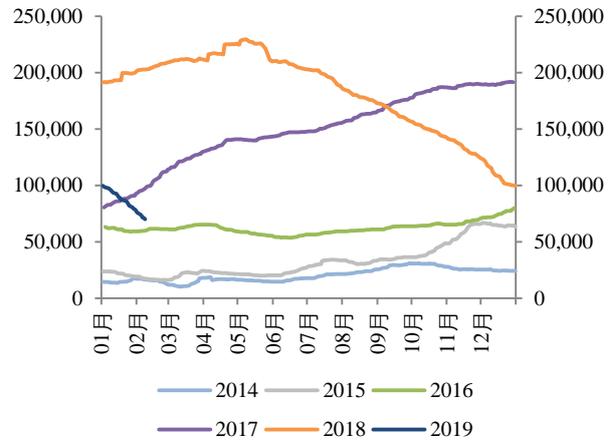
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图22: LME铜库存季节性 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图23: COMEX铜库存季节性 (吨)



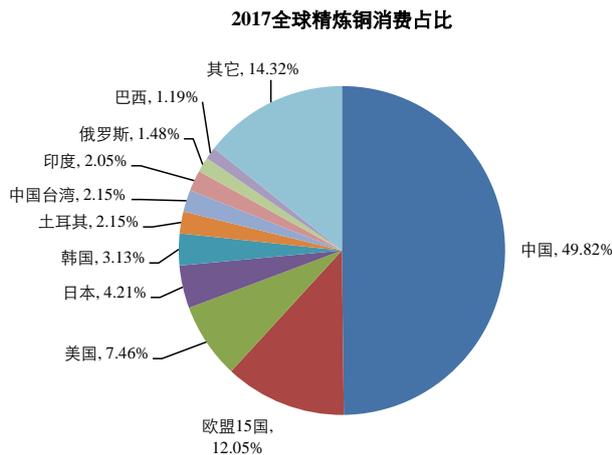
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 美国 1 月制造业 PMI 超预期回升

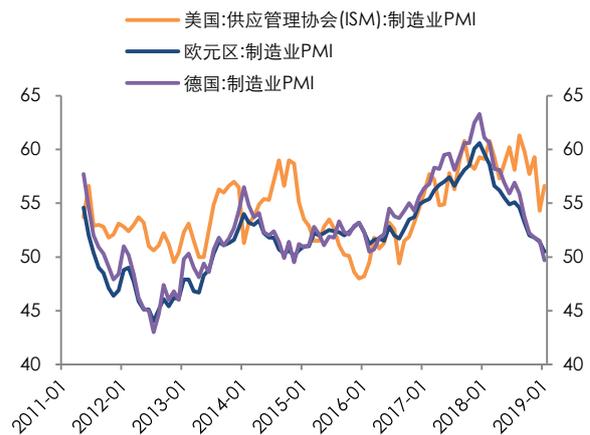
欧美国国家精铜消费占全球比例在 20%左右, 是中国以外最大的两个消费区域。美国实体经济维持强劲, 欧洲制造业边际转弱, 但整体看目前欧美发达国家制造业仍处于扩张状态, 尤其美国, ISM 1 月制造业 PMI 反升至 56.60 高位。我们认为海外市场对铜消费大概率维持稳定。

图24: 欧美国国家铜消费占比20%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25: 美国制造业表现强劲, 欧洲边际走弱



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 铜金融属性相关指标

1月美元指数小幅走弱,月末收于95.5533。国内春节期间,美元指数上涨1.08%,至96.638。

图26: 美元指数与铜价走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论

1. 已公布7家矿企2018年四季度产量增量7.24万吨,2019年产量预期-23.95万吨。从矿企角度看,已公布的7家矿企2018年四季度产量增7.24万吨,增幅接近4%。但7家矿企2019年产量预期负增长-23.95万吨,主要原因是Freeport旗下在印尼的Grasberg矿山由露天开采转为地下开采,导致Freeport2019年产量预期大幅下滑23.18万吨。

从全球矿山的角度看,我们预期2019年全球铜矿产量增量41.3万吨,铜矿供应增速下滑至2%附近,远远低于2018年,铜矿产量增速下滑长期支撑铜价走强。

2. 冬季消费旺季推升铜管开工率季节性回升。空调行业进入消费旺季,铜管消费好转,开工率有所回升。据SMM调研,2018年12月铜管企业开工率为74.71%,环比增加4.43%。

3. 电网投资继续大幅回升。据中电联最新数据2018年国内电网基本建设投资完成额5373亿元,同比微幅转正0.60%,其中12月单月投资额达862亿元,同比增27.29%,环比增23.67%,电网投资自8月份以来连续回暖,支撑国内铜消费企稳。

4. 全球铜库存相对低位。截至2019年2月1日三大交易所仅为36.87万吨,同比2018年减少30万吨,处于近几年低位。国内春节假日期间,LME库存微幅下滑750吨,至149200吨,COMEX库存下滑5925吨,至70126吨。

春节期间,LME铜价小幅上涨1%。基本上,LME、COMEX库存延续下滑,目前三大交易所库存仅为36.87万吨,同比2018年减少30万吨。供应端,根据我们的预测来看,2019年铜矿增速下滑将制约精炼铜供应压力,需求端国内基建释放,家电、汽车等政策刺激出台将带动铜消费回暖。海外方面,虽然欧元区实体经济边际转弱,但美国制造业继续超预期回升,海外铜消费大概率维持稳定。综上,我们认为铜基本面存在边际改善,铜价或将继续反弹。仅供参考。

铝锭季节性累库，价格反弹高度有限

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

投资咨询号：Z0012934

胡佳纯

从业资格号：F3048898

胡悦

从业资格号：F3050247

联系人：胡佳纯

021-68982746

hujc@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

2019年1月16日，海德鲁宣布旗下 Alunorte 氧化铝厂的生产禁令已被解除，海德鲁公司将争取在数周或数月内全面复产；2019年1月27日，美国财政部宣布解除俄铝制裁，这两件事在短期利空铝价。而春节期间在无沪铝指引下，伦铝基本跟随外汇波动，呈现震荡走势。沪铝主力合约则呈现先跌后涨的走势，月初氧化铝价格跌破2900元/吨，魏桥预焙阳极采购价也确定下调，成本端失去支撑导致铝价下探，月中触及近一年以来新低至13230元/吨，但随着国内宏观氛围转好，铝价出现小幅回升，月末收于13510元/吨。地方政府对环保治理趋严以及历史遗留问题导致北方铝土矿供应不足，价格依旧稳定在高位，贵阳高品位铝土矿价格甚至上涨20元/吨，短期国内矿石价格难以下跌。

● 后市展望及策略建议：

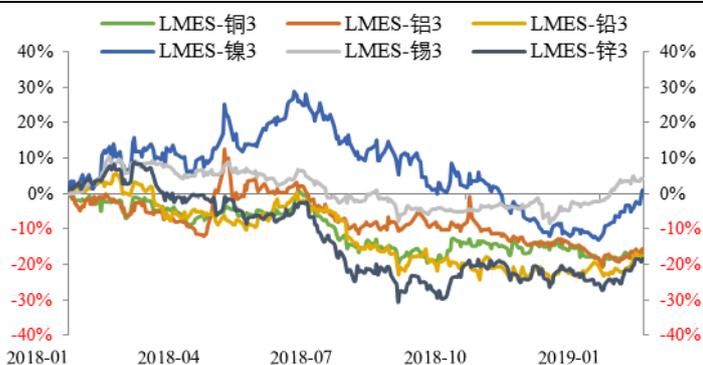
节前铝锭社会库存上涨至137.8万吨，库存拐点如期而至，增量主要来自广东南海，广东地区加工厂几乎全部放假，当地建筑型材产业集中，今年房地产市场竣工不佳导致加工厂提前进入放假节奏。SMM预计1月份铝型材订单差于去年同期，下游消费比较疲软，铝箔、建筑型材的原材料及产成品库存均有上升；空调箔订单量同比不及去年，建筑型材备货量也弱于去年同期。成本端，2月山东魏桥预焙阳极基础采购价确定下调140元/吨，氧化铝价格跌至2800元/吨附近，2019年国内氧化铝新增产能约为620万吨，而且随着海外“黑天鹅”事件的平息，澳大利亚氧化铝FOB价格跌至364.5美元/吨，氧化铝出口窗口不复存在，2019年预计会呈现供应过剩的格局。综上，在消费淡季累库和成本仍有下移空间的背景下，铝价反弹高度受限，节后消费复苏存在不确定性，预计沪铝维持震荡。

1.行情回顾

1月伦铝价格在区间震荡运行，最终收于1906.5美元/吨。2019年1月16日，海德鲁宣布旗下Alunorte氧化铝厂的生产禁令已被解除，海德鲁公司将争取在数周或数月内全面复产；2019年1月27日，美国财政部宣布解除俄铝制裁，这两件事在短期利空铝价。而春节期间在无沪铝指引下，伦铝基本跟随外汇波动，呈现震荡走势。沪铝主力合约则呈现先跌后涨的走势，月初氧化铝价格跌破2900元/吨，魏桥预焙阳极采购价也确定下调，成本端失去支撑导致铝价下探，月中触及近一年以来新低至13230元/吨，但随着国内宏观氛围转好，铝价出现小幅回升，月末收于13510元/吨。

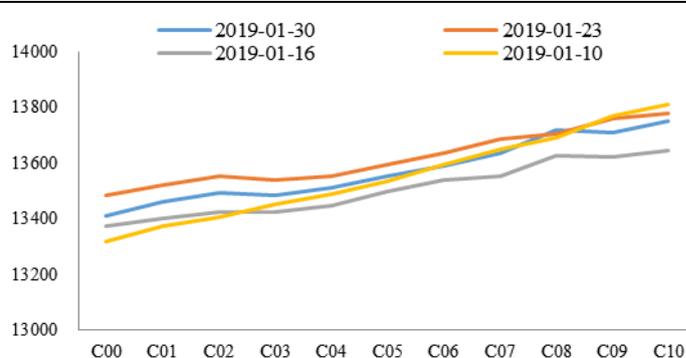
地方政府对环保治理趋严以及历史遗留问题导致北方铝土矿供应不足，价格依旧稳定在高位，贵阳高品位铝土矿价格甚至上涨20元/吨，短期国内矿石价格难以下跌。

图 1: LME 各品种 2018 年以来的涨幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 沪铝期限结构



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 国内外氧化铝价格: 元/吨、美元/吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 国内高品位铝土矿价格: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

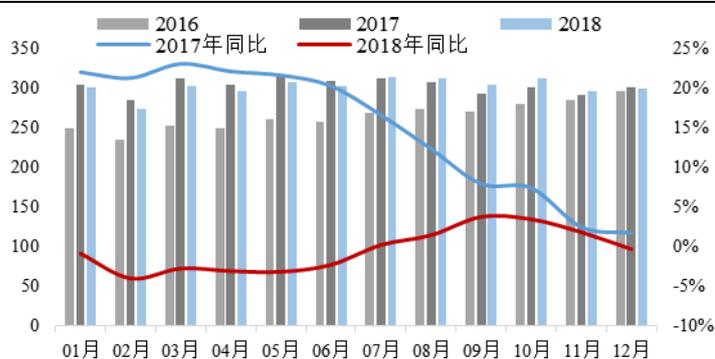
2. 市场基本面分析

2.1 2018 年国内电解铝供应增速为负，未来仍有产能增加

2018 年 12 月国内电解铝产量为 299.2 万吨，同比下降 0.2%，2018 年全年累计产量为 3614.3 万吨，同比增速下降 0.5%。目前全行业仍普遍处于亏损状态，2018 年全年铝厂减产达到 275.6 万吨。但据 SMM 统计，2019 至 2021 年中国电解铝计划新增产能约 656.5 万吨，其中 2019 年新增产能约 283.5 万吨，区域依旧集中在广西、云南、内蒙和贵州等地。

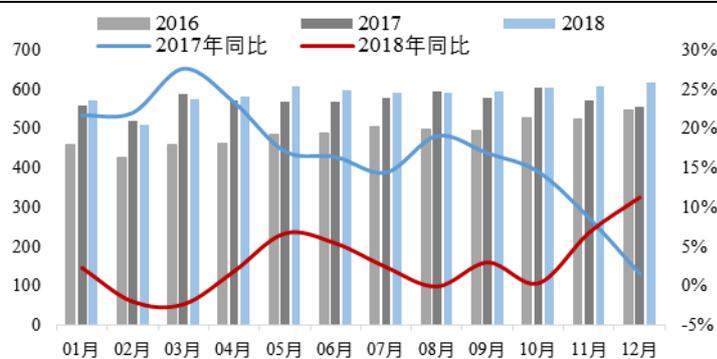
12 月国内氧化铝产量为 617.9 万吨，同比回升 11.2%，2018 年全年累计产量为 7041.5 万吨，同比上升 3.0%。2019 年国内冶炼厂预计新增 620 万吨产能，且采暖季对氧化铝限制不达预期，未来氧化铝供应压力增加。

图 5：国内电解铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内氧化铝产量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

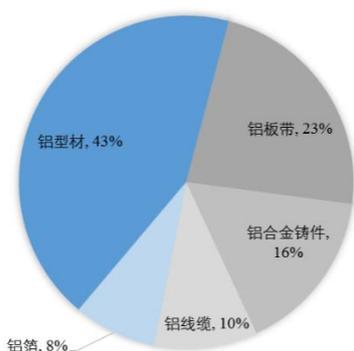
2.2 铝材开工率整体呈现下滑，进入传统消费淡季将进一步回落

12 月份，铝材开工率整体仍呈现下降。建筑型材、铝板带、铝箔开工率与去年同期基本持平。据 SMM 调研显示，大型建筑型材企业经销商考虑到年底物流等因素，往往会在型材企业停止发货前增加订单，但更多做工程订单的中小型企业表示，年底工地施工进度受天气及环保影响多有停滞，自身相关工程项目型材订单减少明显，因此综合来看，建筑型材内部有一些分化，但开工率环比基本持平。

铝合金及铝线缆的开工率低于往年同期，工业型材的开工率高于去年同期且环比出现回升，原因在于光伏型材相关订单增长明显，国家近几月大力鼓励基建，相关的城轨建设项目及光伏电站项目都有出台相关政策支持。

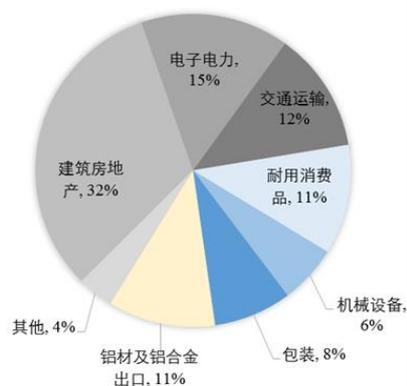
1 月份进入传统的消费淡季，尤其临近春节长假，大多数加工企业在 1 月中下旬便开始陆续放假，预计 1 月铝材开工率均将出现环比回落。

图 7：国内铝材产量占比



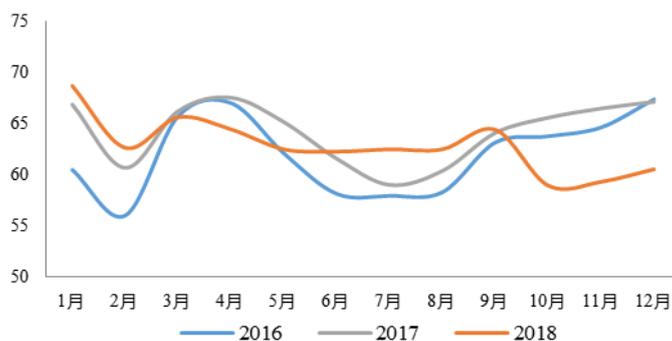
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 8：中国铝消费结构



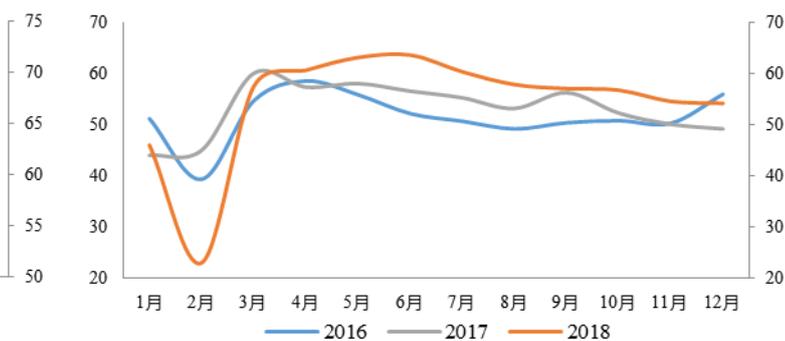
数据来源：阿拉丁，兴证期货研发部

图 9：铝合金开工率：%



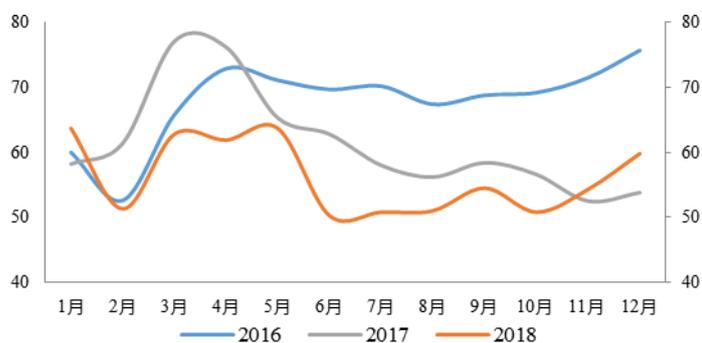
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：建筑型材开工率：%



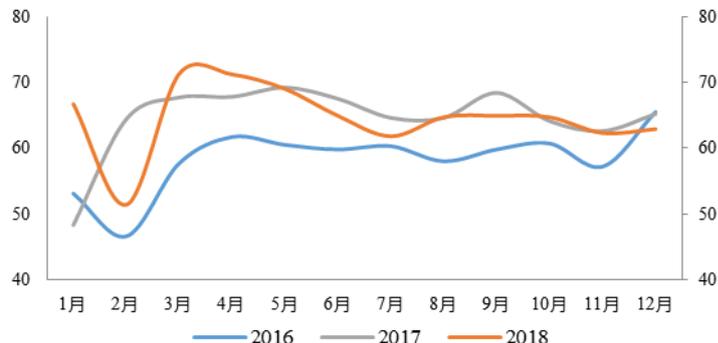
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 11：工业型材开工率：%



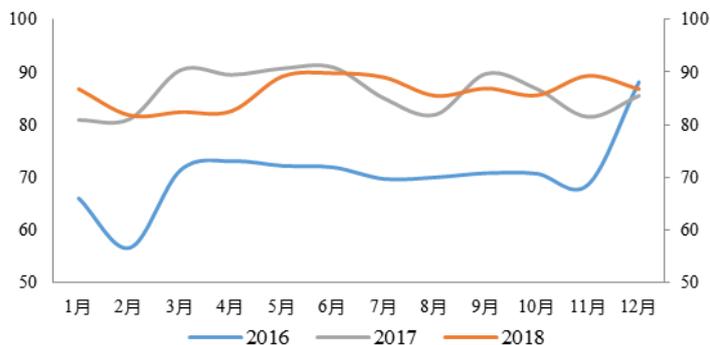
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 12：铝板带开工率：%



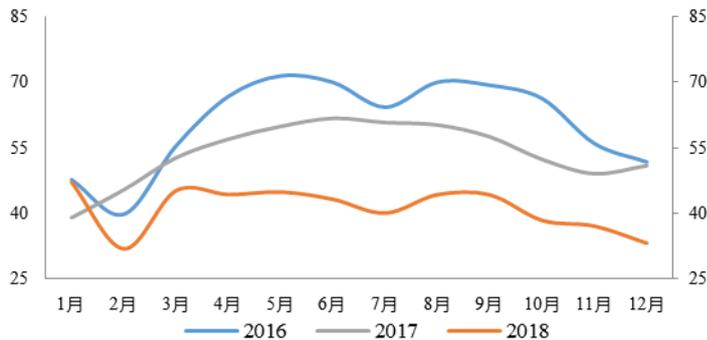
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 13: 铝箔开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 铝线缆开工率: %



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

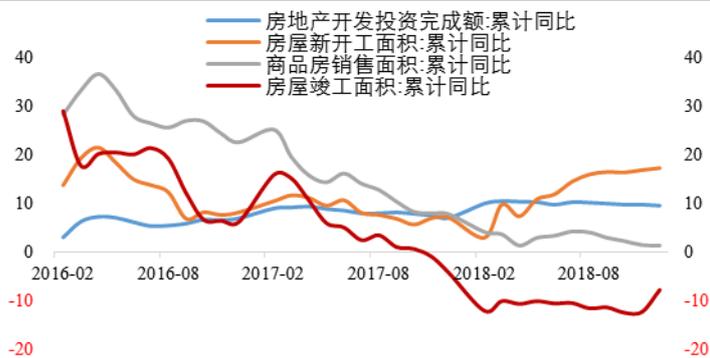
2.3 2019 年国内铝终端消费难言乐观

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

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

2018 年全年汽车累计产量 2780.92 万吨，累计销量 2808.06 万吨，累计同比分别为 -4.16%、-2.76%，累计同比进一步下滑。新能源汽车累计产量 127.0 万吨，累计销量 125.6 万吨，累计同比分别增长 60.01%、61.67%，新能源汽车对铝合金消费仍有一定推动作用。总体来看，2019 年国内铝终端消费难言乐观。

图 15: 建筑房地产情况: %



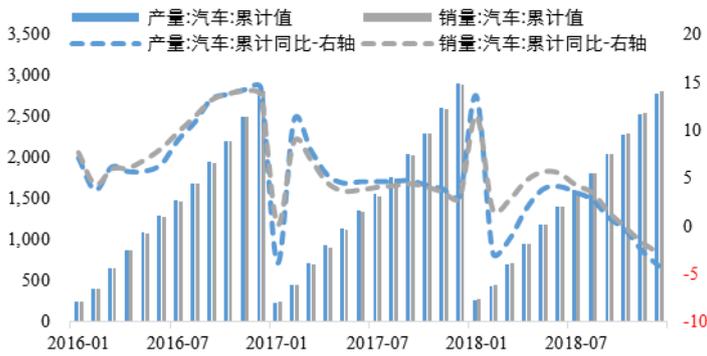
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 电网基本建设投资情况: 亿元, %



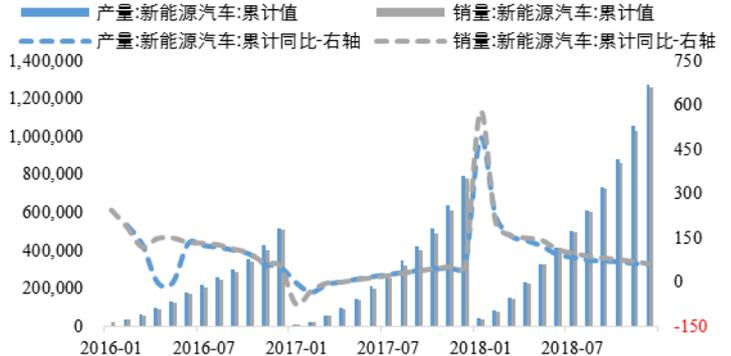
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 汽车产销情况: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 新能源汽车产销情况: 万辆, %



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 春节前铝锭社会库存现拐点, 但累库幅度不如往年

库存方面: 上海有色网铝锭社会库存出现拐点, 1 月份上升 9.2 万吨, 至 137.8 万吨。铝棒库存先跌后涨, 最终持平, 至 11.02 万吨。1 月份 LME 铝库存攀升至 128.74 万吨。通常每年第一季度是铝消费的淡季, 电解铝企业生产全年不停歇与大多数下游加工企业放假休息形成错配, 造成铝锭累库。2019 年春节前铝锭累库量低于往年, 主要是 2018 年国内电解铝新增产能投放步伐放缓, 同时全国众多铝厂因亏损检修或停产, 铝锭供应量出现下滑。下游已经放假, 铝杆、铝棒等加工材消费量减弱, 加工费跌至低位, 西北地区铝棒厂开工率降低, 电解铝铸锭比例有所提升。

图 19: LME 库存及注销仓单比重: 万吨



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: SMM 铝锭社会库存、铝棒库存: 万吨



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3. 贸易情况

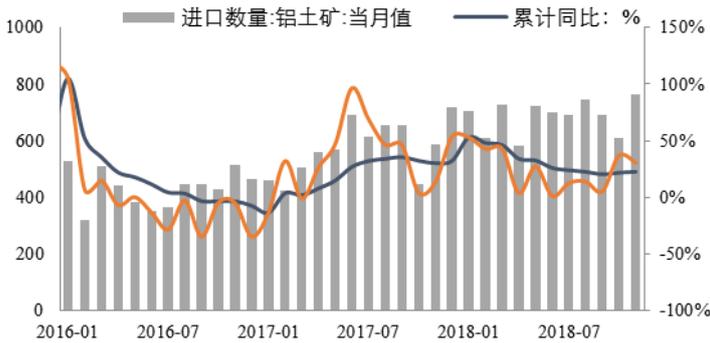
11 月中国铝土矿进口量达 809.7 万吨, 同比增长 38.14%。2018 年 1-11 月中国进口铝土矿 7960.2 万吨, 同比增长 29.2%。国内企业愈发依赖铝土矿的进口, 目前市场上约有 20% 的企业掺配进口铝土矿来维持生产。

12 月我国氧化铝净出口为 13 万吨, 环比下降 52%, 2018 年全年氧化铝累计净出口 95 万吨, 而 2017 年累计净进口 281 万吨, 主要原因在于 2018 年海外“黑天鹅”事件频发, 外内价

格倒挂，出口有利可图。随着事件的平息，国内氧化铝的出口窗口不复存在，其部分需求被砍断，未来恐面临过剩。

12月铝材出口依旧强劲，未锻造的铝及铝材当月出口数量为53万吨，2018年全年累计出口580万吨，累计同比为21.10%。虽然当前沪伦比值出现回升，但是由于海外仍然存在一定的供应缺口，且出口利润较高，有利于铝材的出口。2018年12月初，中美元首达成共识停止加征新关税，美方原先对2000亿美元中国商品加征的关税，2019年1月1日后仍维持在10%，而不是此前宣布的25%。当前中美两国贸易磋商仍在进展当中，预计铝材出口会维持向好趋势。

图 21：铝土矿进口数量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 22：氧化铝净进口数量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 23：铝材出口数量：万吨



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 24：沪伦比值



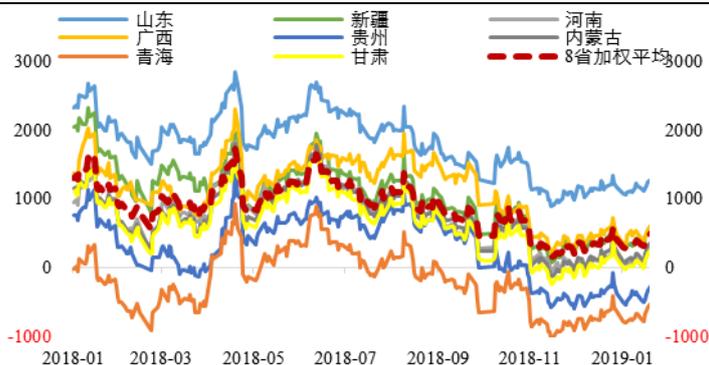
数据来源：SMM，兴证期货研发部

4. 电解铝、氧化铝现金利润

1月份电解铝价格依旧相对低迷，青海省和贵州省的铝厂现金流为负。截至1月底，根据现金成本测算，山东利润为1416.8元/吨，新疆利润702.5元/吨，河南利润为383元/吨，广西利润为731.2元/吨，贵州利润为-216.2元/吨，内蒙古利润为450.1元/吨，青海利润为-433元/吨，甘肃利润为344.6元/吨，8省加权平均利润为590.6元/吨。

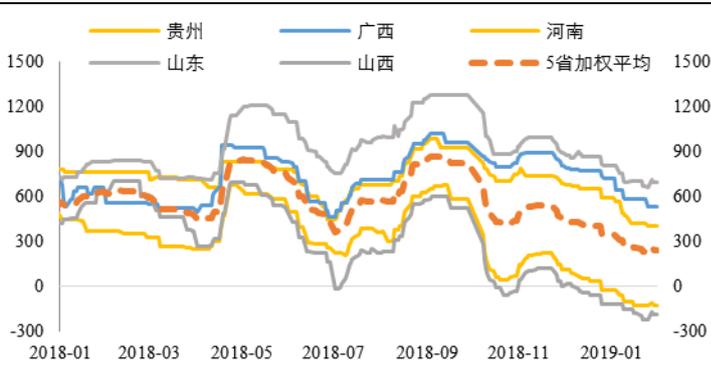
1月份氧化铝价格延续下跌趋势，而铝土矿价格依旧在高位，所以企业利润出现回落。截至1月底，根据现金成本测算，贵州利润为397.4元/吨，广西利润526.1元/吨，山西利润为-190.0元/吨，河南利润为-131.1元/吨，山东利润为692.5元/吨，5省加权平均利润为239.39元/吨。

图 25: 国内电解铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图 26: 国内氧化铝分地区利润测算: 元/吨



数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

5.后市展望及策略建议

节前铝锭社会库存上涨至 137.8 万吨, 库存拐点如期而至, 增量主要来自广东南海, 广东地区加工厂几乎全部放假, 当地建筑型材产业集中, 今年房地产市场竣工不佳导致加工厂提前进入放假节奏。SMM 预计 1 月份铝型材订单差于去年同期, 下游消费比较疲软, 铝箔、建筑型材的原材料及产成品库存均有上升; 空调箔订单量同比不及去年, 建筑型材备货量也弱于去年同期。成本端, 2 月山东魏桥预焙阳极基础采购价确定下调 140 元/吨, 氧化铝价格跌至 2800 元/吨附近, 2019 年国内氧化铝新增产能约为 620 万吨, 而且随着海外“黑天鹅”事件的平息, 澳大利亚氧化铝 FOB 价格跌至 364.5 美元/吨, 氧化铝出口窗口不复存在, 2019 年预计会呈现供应过剩的格局。综上, 在消费淡季累库和成本仍有下移空间的背景下, 铝价反弹高度受限, 节后消费复苏存在不确定性, 预计沪铝维持震荡。

6.风险提示

贸易摩擦不确定性; 海外突发事件扰动风险。

库存拐点迟迟未见，锌价下行空间有限

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾:

2019年1月初至今, 锌价震荡上行, 涨幅达13.74%。2019年1月, 有色板块中, 锌涨幅排名第二, 仅次于镍(15.24%)。

● 后市展望及策略建议:

1. 2019年, 全球大型矿企产量增量近60万吨, 预计全球锌精矿增速在4%左右, 中国全年锌矿供给增量在17万吨左右。从矿企来看, 增量主要来自于Vedanta的两座矿山, 合计增量达20万吨, 占海外增量的1/3。紫金矿业收购Nevsun, 对于国内的锌矿供应有提振的作用。尽管全年预估锌矿有较大的释放, 但国内受寒冷天气影响, 部分矿区关停, 以及春节放假, 预计一季度释放不及预期。

2. 冶炼产能受钳制, 一季度产量恐下滑。尽管目前加工费持续上行, 冶炼厂利润大增, 但受到锌矿供给紧缺, 及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制, 12月锌锭产量下滑。株冶已于12月底关停30万吨产能, 而新的冶炼厂仍在建设期, 预计二季度才能正式投入生产。一月由于临近春节假期, 叠加冬季气候影响, 部分冶炼厂恐供暖不足, 锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. 初级消费开工率小幅下滑, 终端需求较为疲弱。2018年12月, 房地产固定资产投资累计同比达8.3%, 汽车行业固定资产投资累计同比达3.2%, 汽车投资增速放缓; 基建行业固定资产投资累计同比达3.5%, 18年下滑幅度较大。整体而言, 18年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大, 需求疲弱。

4. 锌库存仍无有效增长。LME库存持续下滑, 国内锌锭小幅增长, 但与往年相比, 增幅较小, 仍无有效增长, 加之临近春节假期, 锌锭开工率下滑, 预计二月锌累库量不及往年, 累库量或减少30%-50%左右。

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

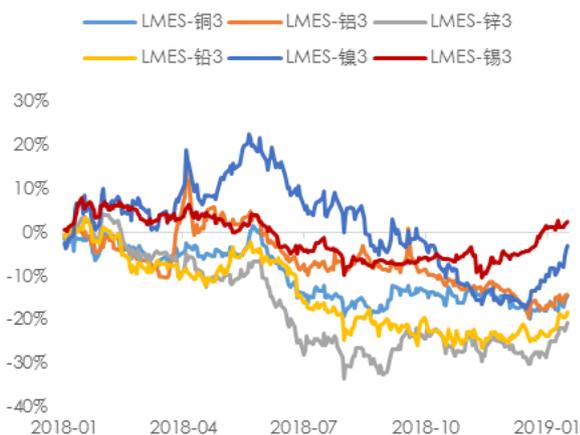
● **风险提示**

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

1.行情回顾

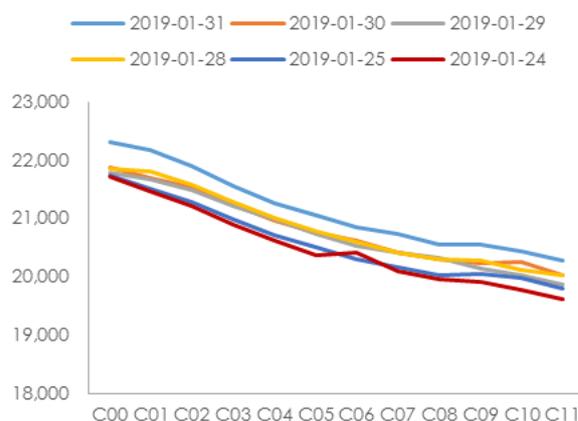
2018 年至今，LME 锌下跌 20.67%，2019 年 1 月初至今，锌价震荡上行，涨幅达 13.74%。2019 年 1 月，有色板块中，锌涨幅排名第二，仅次于镍（15.24%）。目前，沪锌仍维持 back 结构，但小部分远期合约 back 结构缩小，甚至出现 contango 结构，近期可密切关注沪锌期限结构。

图1 :LME各品种2018年涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2 :沪锌期限结构（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图3 :LME锌及沪锌价格走势（右轴：沪锌）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4 :SMM 0#锌平均价（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.基本面

2.1 锌矿供给释放一季度难实现

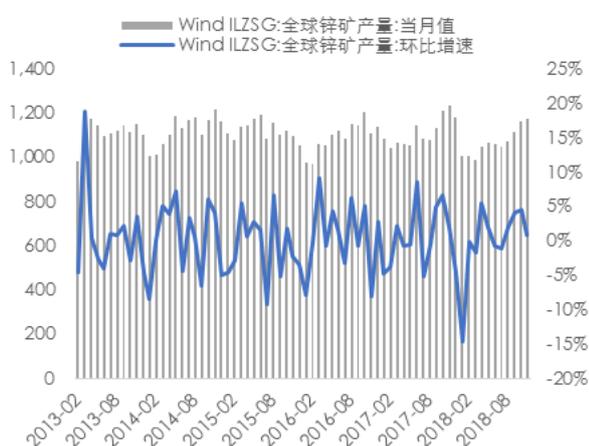
据 ILZSG 统计，2018 年 1-11 月，全球锌精矿产量达 1176.07 万吨，同比下滑 4.13%。其中，亚洲地区减产较大，产量同比下滑约 13.03%，同比增速较大的系大洋洲，增 27.29%，欧洲产量

同比下滑 0.058%，非洲同比增长 9.44%，美洲同比增 2.29%。除中国以外的海外地区锌矿产量同比增 4.17%，18 年中国的锌精矿产量大幅下滑，导致全球锌精矿供应下滑。

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

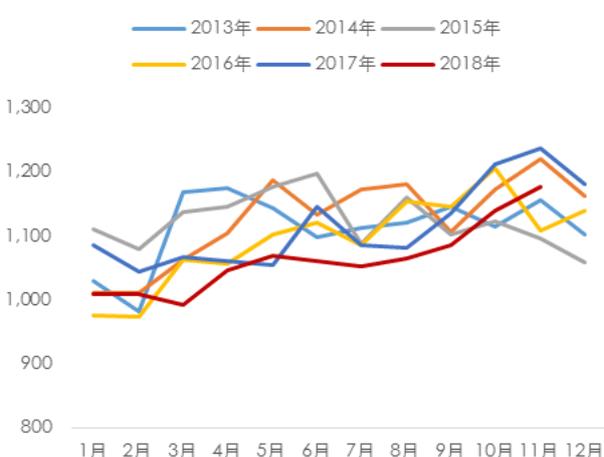
从矿企角度看，全球前十大矿业集团锌精矿产量总计 319.26 万吨，同比下滑 3.79%，产量占比全球达 23.85%，剔除中国锌矿产量，全球前十大矿企产量占比达 58.18%。2018 年嘉能可将其旗下两座矿山控股权卖出，若将这两座矿山锌精矿产量计入，则前十大矿企 18 年前三季度产量同比下降 0.18%，几乎与 17 年持平。产量下滑的主要原因系矿的品位下降，以及一些矿区被关闭所致。而产量增速较大的主要原因是锌矿回收率的提高，及实施锌矿扩产计划。

图5: 全球锌精矿产量及环比增速 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图6: 全球锌精矿产量季节性变化 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

表 1: 2018 年前三季度全球前十矿企产量增速下滑 3.79%

序号	公司	2018Q1-Q3(万吨)	2017Q1-Q3(万吨)	2018Q1-Q3 增速 (%)	2018Q1-Q3 占比
1	Glencore	78.6	82.74	-5.00%	5.87%
2	Vedanta	72.7	80.6	-9.80%	5.43%
3	Teck	44.4	42.5	4.47%	3.32%
4	Votorantim	26.96	27.34	-1.39%	2.01%
5	Boliden	21.9	22.72	-3.61%	1.64%
6	Penoles	21.21	21.25	-0.19%	1.58%
7	Goldcorp	22.96	26.32	-12.77%	1.72%
8	Lundin	11.01	9.35	17.75%	0.82%
9	Hudbay	8.82	10.21	-13.61%	0.66%
10	Nyrstar	10.7	8.8	21.59%	0.80%
合计		319.26	331.83	-3.79%	23.85%

数据来源: 公司公告、兴证期货研发部

表 2: 2019 年全球锌矿增速在 4%左右

矿山名称	公司	国家	2018 (万吨)	2019 (万吨)	2018 年增速	2019 年增速
Dugald River	MMG	澳大利亚	12	1.8	0.90%	0.14%
Lady Loretta 等	Glencore	澳大利亚	9	7	0.67%	0.53%
Gamsberg	Vedanta	南非	5.5	16.7	0.41%	1.27%
HZL	Vedanta	印度	0.4	3.3	0.03%	0.25%
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	哈萨克斯坦	5	8	0.37%	0.61%
Skorpion	Vedanta	纳米比亚	4.5	1.6	0.34%	0.12%
Antamina	Teck	秘鲁	3	2	0.22%	0.15%
Middle Tennessee	Nyrstar	美国	2.5	0	0.19%	0.00%
Asmara	Sichuan R&B Mining	厄立特里亚	2	5	0.15%	0.38%
Naica/Rey de Plata	Penoles	墨西哥	2	2	0.15%	0.15%
Peñasquito	Goldcorp	墨西哥	-1.1	5.6	-0.08%	0.43%
Century	New Century	澳大利亚	6	5	0.45%	0.38%
Thalanga	Red River	澳大利亚	1.7	0.2	0.13%	0.02%
Myra Falls	Nyrstar	加拿大	1.5	1.5	0.11%	0.11%
Zinkgruvan	Lundin	瑞典	0.7	0.1	0.05%	0.01%
Bisha	Nevsun	厄立特里亚	0.6	0	0.04%	0.00%
总计			55.3	59.8	4.13%	4.55%

数据来源: 安泰科、兴证期货研发部

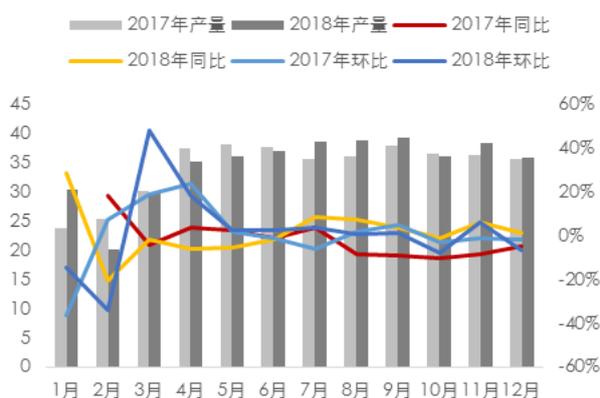
据 SMM 统计, 中国 2018 年全年锌精矿产量达 415.77 万吨, 同比增长 1.24%。国内锌精矿供应小幅增长, 主要系下半年锌矿供应释放, 尤其是 11 月, 锌精矿的产量同比增 5.98%, 使得全年由供给紧缺转为宽松。但 12 月受到寒冷天气影响, 矿山供暖不足, 大部分矿区出现停产和减产, 锌矿产量环比下降 6.39%, 矿供应再度紧张。

紫金矿业计划收购 Nevsun 的 Bisha 铜锌矿控制权, 收购完成后, 公司将新增锌资源储量(按权益)约 187.70 万吨, 占公司现有锌资源储量的 23.97%。Bisha 铜锌矿 2017 年生产锌金属产量约 9.5 万吨, 收购完成后, 国内锌矿产量有望进一步增长。

从进口量来看, 2018 年 1-12 月累计进口量 296.94 万吨 (实物吨), 累计同比增 21.5%。受国内锌矿供应短缺影响, 进口量较去年大幅增长, 全年累计同比增速维持在 20%左右。从进口国别看, 2018 年澳大利亚进口达 85.28 万实物吨, 占比 28.7%, 位居第一位, 秘鲁进口累计为 60.65 万实物吨, 占比 20.4%, 位居第二位, 俄罗斯进口累计共 26.65 万实物吨, 占比 9%, 位居第三位。澳大利亚作为锌矿资源大国, 稳居中国锌精矿进口量第一位。

鉴于目前国内锌精矿供给受寒冬影响, 开工率有所下滑, 因此我们预计 19 年一季度, 尽管锌精矿进口盈利窗口关闭, 但锌矿进口量仍将居于高位。我们维持在年报中对于锌精矿供应增速的预判, 预计全球及中国锌矿供应增速在 4%左右, 根据中国 2018 全年锌精矿供应量测算, 则 2019 年增量在 17 万吨左右。但受到冬季寒冷天气以及春节临近影响, 部分矿山出现停产、减产现象, 预计国内一季度锌矿供应增量释放的可能性较小, 供应的释放大概率会出现在二三季度中。

图7: 国内锌精矿产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图8: 锌精矿进口量 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.2 尽管加工费上行, 锌锭供给仍无有效改善

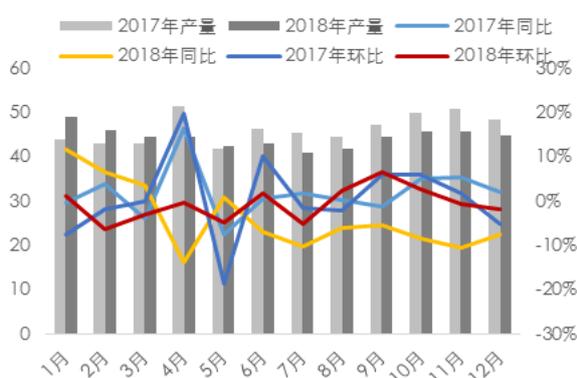
2018 年全年国内精炼锌产量达 532.99 万吨, 同比下滑 4.2%, 12 月精炼锌产量达 44.8 万吨, 同比减少 7.38%, 环比减少 1.84%。尽管加工费持续上行, 冶炼厂利润丰厚, 但受到锌矿供给紧缺, 及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制, 12 月锌锭产量下滑。一月由于临近春节假期, 叠加冬季气候影响, 部分冶炼厂恐供暖不足, 锌锭产量可能出现进一步下滑。

株冶集团在湖南省株洲市石峰区清水塘生产区冶炼产能已于 2018 年 12 月底关停退出, 公司拟新建年产 30 万吨锌基材料项目, 预计投资 3.38 亿元。项目建设期 8 个月, 投资年利润总额 4500 万元左右, 预计项目在今年二季度完成, 该项目的冶炼产能用于替代清水塘的冶炼产能。鉴于株冶的 30 万吨产能已经关停, 新产能仍未投入运行, 一季度精锌产量将受到影响。

12 月锌锭进口量 9.38 万吨, 环比下降 17.4%, 同比下降 7.02%。相较于 11 月, 西班牙及比利时进口量进一步攀升, 而免税国韩国及澳大利亚进口量下滑较大。2018 年全年精炼锌累计进口 71.54 万吨, 同比增 5.8%, 澳大利亚始终居于进口国第一位, 占比达 27%。12 月精锌进口下滑主要是由于 12 月到货主要为 10 月装船, 10 月进口亏损较大, 导致进口动力不足; 12 月进口大幅亏损, 恐影响 2 月精炼锌到货量, 预计今年 1、2 月进口量将锐减, 而 1 月份进口盈利窗口再度打开, 3 月进口量或恢复。

国内受锌精矿供给紧张, 春节假期影响, 锌锭供应或进一步下滑, 而进口方面由于进口盈利亏损较大, 预计一季度进口量难增, 1 月锌锭整体供给紧张, 相较 2018 年 12 月或进一步下滑。2 月份作为传统的锌锭及锌矿供给低迷时期, 今年相较于往年可能会出现低位。

图9：国内锌锭产量（万吨）



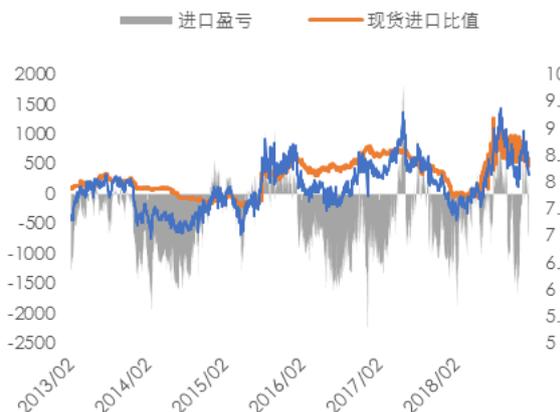
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：国内锌加工费情况（万吨）



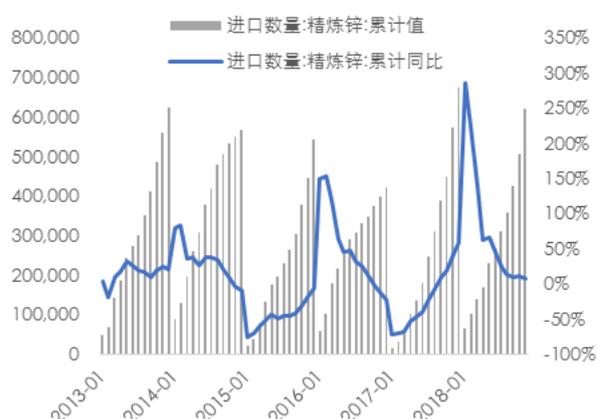
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图11：国内锌锭进口盈亏（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12：国内锌锭进口量（吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

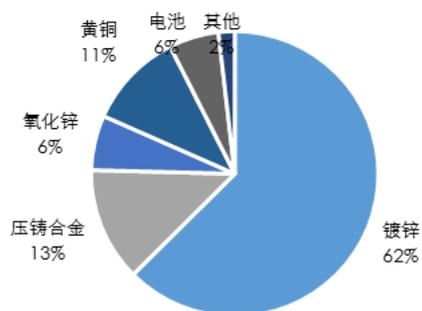
2.3 锌及下游消费开工率均略有下滑

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

2018年，锌锭开工率整体处于近几年低位，12月份开工率达72.72%，较11月下滑1.29个百分点。尽管四季度加工费上行，加之锌价居高不下，始终没有实现下跌预期，但锌锭开工率仍处于低位，究其原因，主要系受到环保的刚性钳制，叠加部分冶炼厂搬迁，株冶的30万吨产能逐步关停，以及锌精矿的供给释放不足，导致锌锭的开工率有些许下滑。

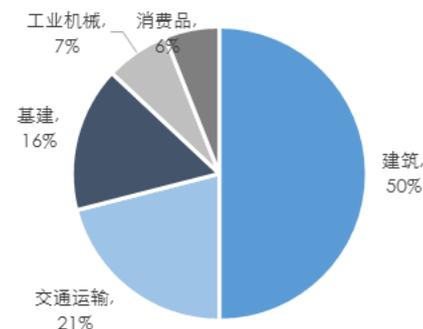
2018年初级消费12月开工率相较17年略好，但整体较11月仍有所下滑。12月，镀锌合金开工率达78.4%，环比下滑3.22个百分点；氧化锌开工率达52.9%，环比下滑0.7个百分点；压铸锌合金开工率达46.89%，环比下滑3.13个百分点。

图13: 国内锌初级消费占比



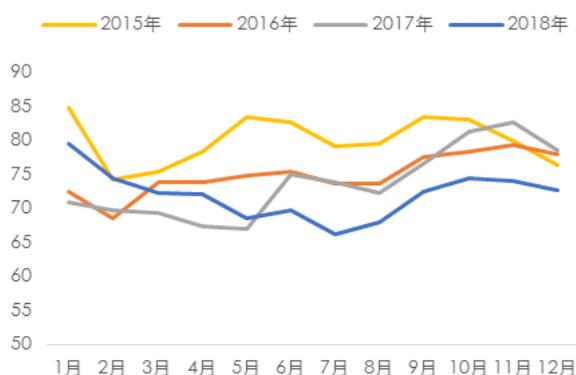
数据来源: 兴证期货研发部

图14: 国内锌终端消费行业占比



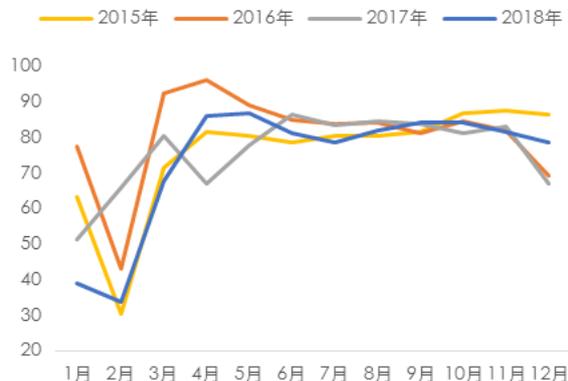
数据来源: 兴证期货研发部

图15: 锌锭冶炼厂开工率 (%)



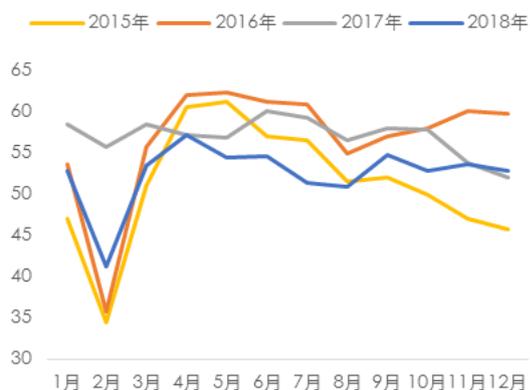
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图16: 镀锌合金开工率 (%)



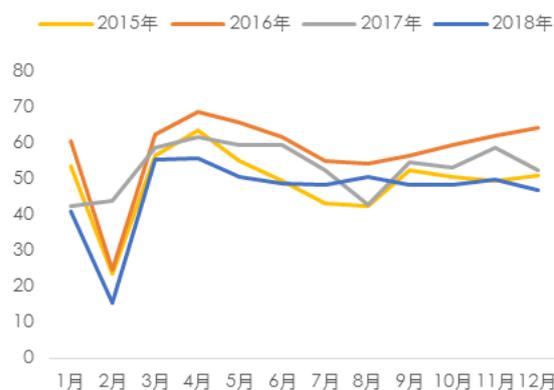
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图17: 氧化锌合金开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图18: 压铸锌合金开工率 (%)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

2.4 终端行业需求疲弱，未来增幅较悲观

2018 年全年有色冶炼固定资产投资额同比在 8 月首次出现正增长,12 月冶炼投资同比小幅抬升,达 3.2%，可能是受到部分冶炼厂搬迁影响。而采矿业全年固定资产投资完成额全年均呈现负增长,未来采矿的固定资产投资不容乐观。

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

图19:有色行业固定资产投资情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图20:终端消费行业固定资产投资同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

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

图21: 中国房地产建设情况 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图22: 房地产开发投资及销售面积情况



数据来源: 国家电网, 兴证期货研发部

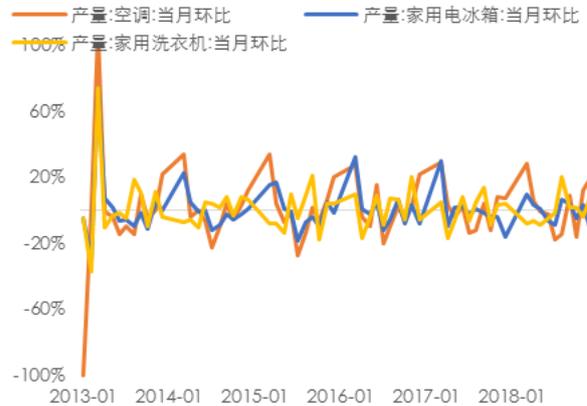
2018年12月,汽车产量及销量累计同比为-3.8%,销量累计同比在近五年首次出现负增长,产销同比均位于五年低位。12月,空调当月环比增20.54%,洗衣机环比增9.55%,冰箱环比减12.48%。空调环比增速大幅增长主要系行业冲刺业绩目标所致,预计2019年汽车行业需求仍比较低迷,家电行业由于受到房地产行业需求疲弱的影响,增速恐进一步下滑。

图23:汽车产销量同比 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24:家电三大白产量环比情况

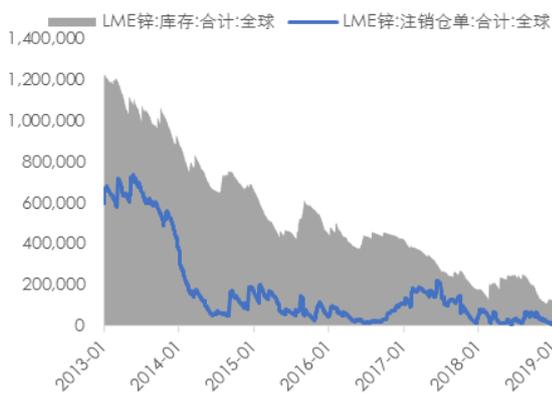


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 全球锌库存均处于历史低位

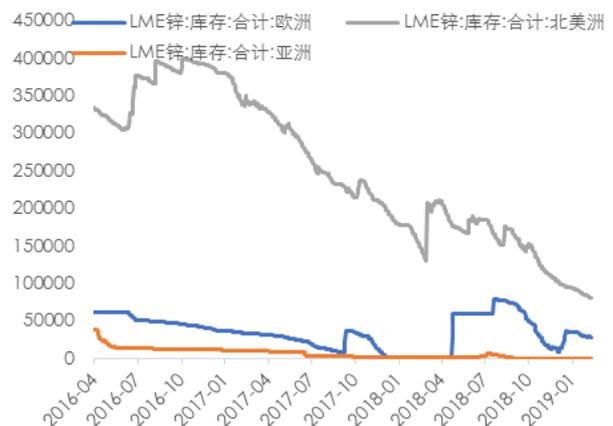
2019年1月末, LME库存较1月初下滑1.56万吨, 其中, 亚洲库存无变动, 达25万吨, 欧洲库存下滑5675吨至2.93万吨, 北美库存减少9900吨至8.41万吨。全球库存低位短期内仍将支撑锌价。上期所库存较月初增6612吨, SMM三地社会库存较月初增1.88万吨。尽管国内库存有所小增, 但仍无有效增长, 加之临近春节假期, 锌锭开工率下滑, 预计二月锌累库量不及往年, 累库量或减少30%-50%左右。

图25:LME锌库存及注销仓单情况 (吨)



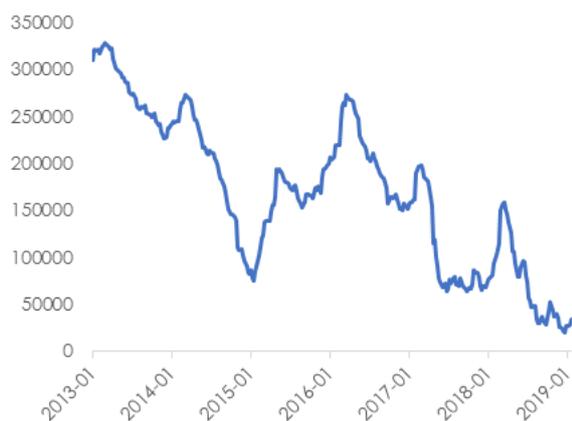
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26:LME库存情况 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图27: 上期所库存 (吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图28: SMM三地库存 (万吨)



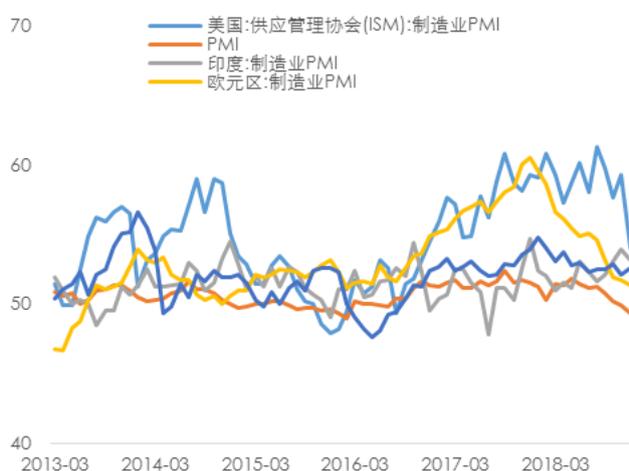
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观面

3.1 欧美国家制造业 PMI 小幅下滑

中国制造业 PMI 连续两个月低于荣枯线, 1 月达 49.5, 经济仍面临下行风险。除印度 PMI 指数略有好转外, 欧洲及日本均有所下滑。海外市场宏观面表现一般, 对锌需求较为疲弱。进入 18 年三季度, LME 锌价与美元指数呈正相关, 预计 19 年美元走势与锌价或趋同。

图29: 主要锌消费国家PMI指数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图30: 锌价与美元指数走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 结论

1. 2019 年，全球大型矿企产量增量近 60 万吨，预计全球锌精矿增速在 4%左右，中国全年锌矿供给增量在 17 万吨左右。从矿企来看，增量主要来自于 Vedenta 的两座矿山，合计增量达 20 万吨，占海外增量的 1/3。紫金矿业收购 Nevsun，对于国内的锌矿供应有提振的作用。尽管全年预估锌矿有较大的释放，但国内受寒冷天气影响，部分矿区关停，以及春节放假，预计一季度释放不及预期。

2. 冶炼产能受钳制，一季度产量恐下滑。尽管目前加工费持续上行，冶炼厂利润大增，但受到锌矿供给紧缺，及环保政策和冶炼厂搬迁等钳制，12 月锌锭产量下滑。株冶已于 12 月底关停 30 万吨产能，而新的冶炼厂仍在建设期，预计二季度才能正式投入生产。一月由于临近春节假期，叠加冬季气候影响，部分冶炼厂恐供暖不足，锌锭产量可能出现进一步下滑。

3. 初级消费开工率小幅下滑，终端需求较为疲弱。2018 年 12 月，房地产固定资产投资累计同比达 8.3%，汽车行业固定资产投资累计同比达 3.2%，汽车投资增速放缓；基建行业固定资产投资累计同比达 3.5%，18 年下滑幅度较大。整体而言，18 年终端消费行业固定资产投资同比下滑较大，需求疲弱。

4. 锌库存仍无有效增长。LME 库存持续下滑，国内锌锭小幅增长，但与往年相比，增幅较小，仍无有效增长，加之临近春节假期，锌锭开工率下滑，预计二月锌累库量不及往年，累库量或减少 30%-50%左右。

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

节后走势或短期偏强震荡

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号: Z0010649

韩惊

投资咨询号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

联系人: 韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

螺纹钢: 或以震荡反弹为主

1月至2月春节后螺纹钢现货价格较弱同时期货价格较强。螺纹钢上海价格上涨10元/吨, 期货价格上涨421元/吨。期现大幅收敛。

春节以后, 螺纹钢价格受到几方面的影响。

首先是成本方面, 随着巴西溃坝事件发酵, 铁矿石掉期上涨, 从1月1日到2月11日掉期价格上涨了17.5美金, 推升了螺纹钢成本上升233元/吨, 使得我们计算的长流程钢厂利润达到3500元附近, 压制了期螺大跌的可能性。除了铁矿石之外, 废钢价格小幅上涨, 使得短流程钢厂成本在3900元/吨, 压制了短流程钢厂的生产。从成本来说, 目前螺纹钢有较强成本支撑, 难以大跌。

其次是需求方面。由于目前的数据大多没有出炉, 需求的调研问下来市场对房地产比较迷茫, 相对看好基建。今年春节较早, 但是气温寒冷预计也会对开春后的需求产生两方面的影响。从春节期间的库存变化来看, 钢材社会库存上升不及2018年。短期来看, 市场因为节前谨慎, 库存没有过高, 短期抛售货物的压力不大。因此需求来看, 短期不太确定, 预计没有很大提升, 但也不算利空。

再次目前期现价差恢复合理, 如果期货加大力度上行, 预计市场套保压力预计有所增加。

我们总体认为节后的跳涨把期货价格推升至此, 期螺达到3800元/吨左右, 是相对合理的价格。2月后期可能以震荡微涨为主, 下有成本底, 上有套保压力。

铁矿石: 震荡

铁矿石一月走高, 临近月底及春节期间铁矿石涨幅较大。春节期间普氏62%指数涨幅为8.28%, 新加坡2月掉期涨幅为6.93%。以外盘价格上涨幅度预估, 节后国内铁矿石期货开盘价格将强势上涨。

供应方面, 外矿发货量及到港量在一月出现季节性回落, 稍弱于往年同期水平; 但一月底淡水河谷发生大坝事

故，对铁矿全年供应或产生深刻影响。一月底淡水河谷 feijiao 矿区上游大坝发生事故，随后淡水河谷发文表示，将在未来三年对上游大坝进行退役，预计影响铁矿年产量 4000 万吨，但同时表示将会提高其他地区的产量来冲抵影响。在春节期间淡水河谷铁矿事故影响继续发酵。除了节前由于计划关停上游水坝所影响的预计 4000 万吨的铁矿石年产量外，春节期间巴西一地方民事法庭要求淡水河谷关闭除上游水坝外的一些传统水坝，受此影响年产 3000 万吨的 Brucutu 矿区将暂时关停。但淡水河谷表示目前尚未有技术基础或风险评估来证实关停此矿区的合理性，当前正在寻求法律手段来恢复生产，故最终受影响的年产量仍然存在一定的不确定性。随后淡水河谷也宣布因为该矿区的暂时停产，一些铁矿及球团的合约遭受不可抗力因素。整体来看若按最高影响 7000 万吨来计算，本次事故约占全球铁矿年产量的 3.2%；但由于淡水河谷表示将增加其他矿区的产量，同时发生事故的矿区近年产量一直处于收缩的状态，故最终影响产量或不足 7000 万吨；但另一方面不排除事故进一步发酵，从而更多矿区产量受限的可能。

钢厂方面，目前整体生产稳定且矿石库存不低，在矿石大幅拉涨的情况下，钢厂对于补库普遍存在一定观望态度，但经过春节期间的消耗，节后一周仍然陆续将有一定的补库需求。

整体来看，铁矿石需求方面短期维持平稳，而受淡水河谷事故的影响，铁矿石供给方面受到的影响较大，并且不排除后续影响继续扩大的可能，同时目前市场情绪仍在持续发酵；但近期矿价上涨幅度较大，已部分透支未来上涨空间且继续上涨或使得部分中小矿山有复产可能，预计铁矿石短期高位震荡为主，仅供参考。

1.行情回顾

1月份铁矿石大幅上涨,截至1月31日,I1905收于588.5元/吨,月涨96元/吨,涨幅19.49%。月末持仓量为107万手。

1月份螺纹钢收涨,截至1月31日,RB1905收于3707元/吨,月涨307元/吨,涨幅9.03%。月末持仓量为245万手。

图 1: 铁矿石主力合约行情走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 螺纹钢主力合约行情走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.铁矿石基本面分析

2.1 现货价格

截至 1 月 31 日，青岛港澳澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 613 元/吨，月环比涨 65 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 565 元/吨，月环比下跌 5 元/吨。

图 3：铁矿石现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 1 月 31 日，普氏指数报收于 85.4 美元/吨，月环比上涨 12.7 美元/吨。

图 4：普氏指数（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量同比下滑

截至 2018 年 12 月，国内铁矿石原矿累计生产 7.63 亿吨，累计同比下跌 3.1%。

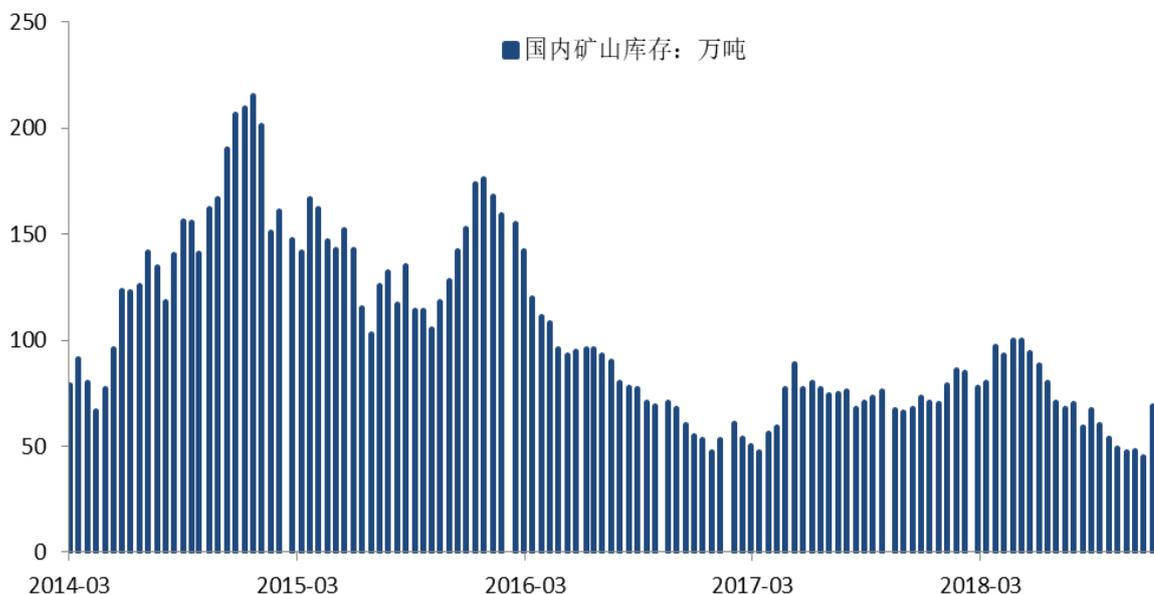
图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 2 月 1 日，国内矿山铁精粉库存 35 万吨，与 1 月初相比下降 20 万吨。

图 6：国内铁精粉矿山库存（万吨）

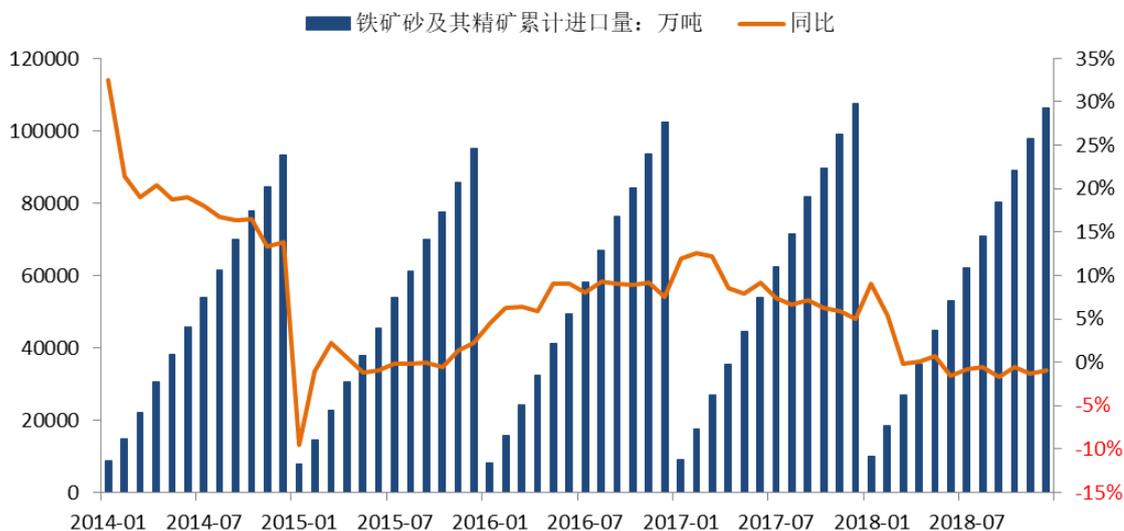


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿石进口量下滑

截至 2018 年 12 月份，我国累计进口铁矿砂及其精矿 10.64 亿吨，同比下降 0.96%。

图 7：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存下滑

截至 2 月 1 日，铁矿石港口库存为 13973.95 万吨，与 1 月初相比下降 314.21 万吨；截至 1 月 25 日，钢厂进口矿库存可用天数 33 天，与 12 月底相比上升 5 天。

图 8：铁矿石港口库存



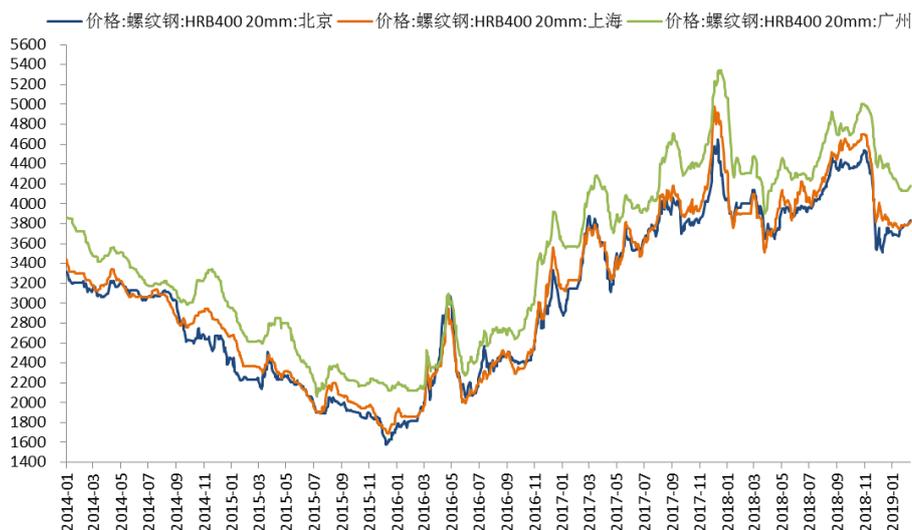
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢材现货价格

截至1月31日，北京螺纹钢收于3780元/吨，月涨60元/吨；上海螺纹钢收于3780元/吨，月跌30元/吨；广州螺纹钢收于4130元/吨，月跌180元/吨。

图9：螺纹钢现货价格（元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 生铁废钢价格

截至1月31日，唐山方坯收于3430元/吨，月涨170元/吨；生铁价格收于3000元/吨，月涨150元/吨；废钢价格上涨130元/吨，收于2460元/吨。

图10：生铁、方坯、废钢价格（元/吨）

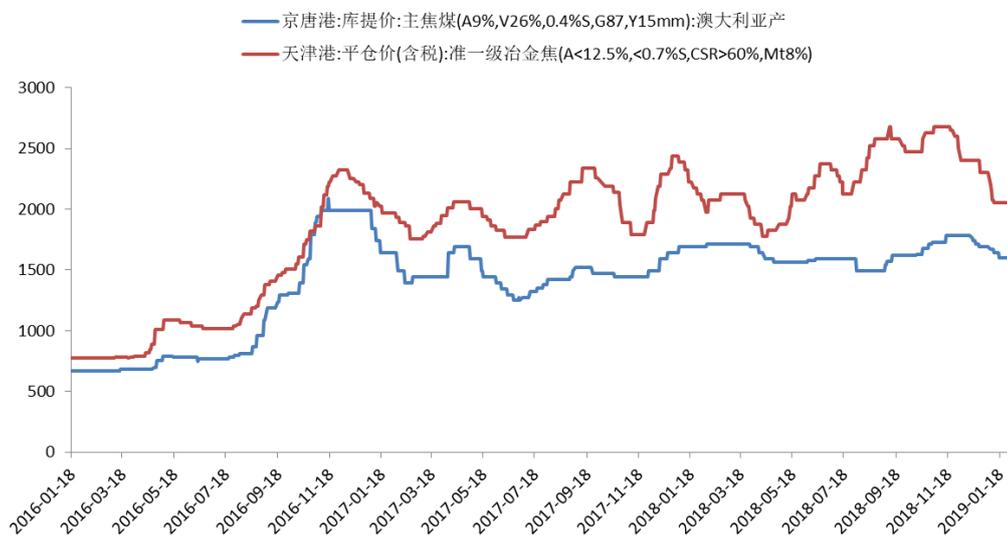


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 焦煤焦炭价格

截至 1 月 31 日，京唐港焦煤收于 1610 元/吨，月跌 80 元；天津港焦炭下跌 200 元，至 2100 元/吨。

图 11：焦煤、焦炭现货价格（元/吨）

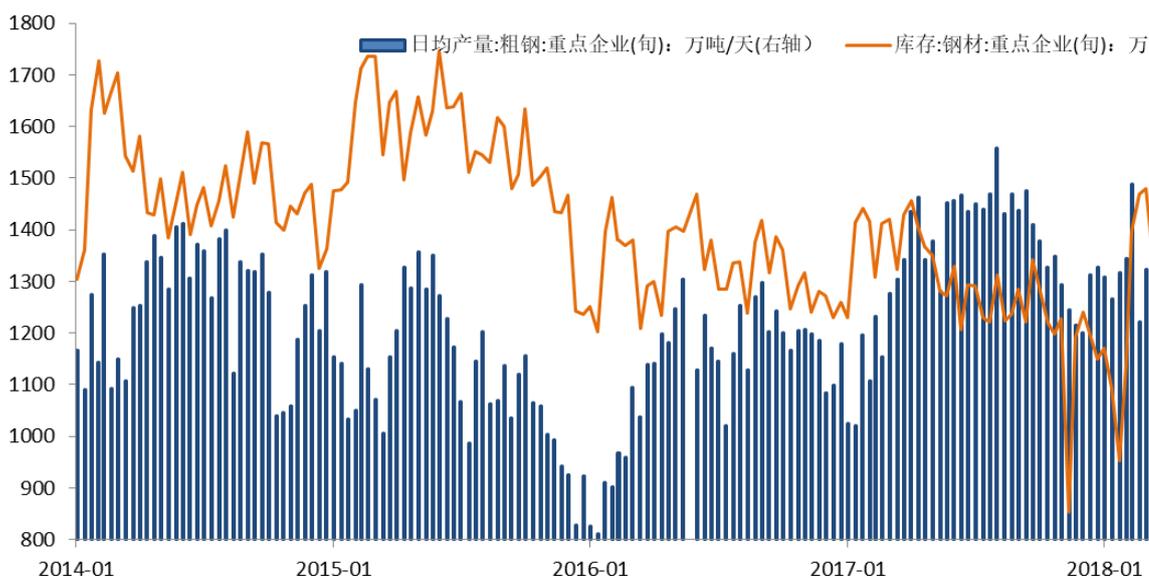


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量与库存

与 2018 年 12 月上旬相比，2019 年 1 月上旬重点钢企粗钢日产 184.44 万吨，环比下跌 1.38 万吨；重点企业库存 1126.79 万吨，环比下跌 89.64 万吨。

图 12：粗钢产量与钢厂钢材库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存

截至 2 月 1 日，全国主要钢材品种库存总量为 1117.96 万吨，与 1 月初相比上涨 278.76 万吨。分品种来看,螺纹钢库存增加 187.03 万吨，线材库存增加 60.71 万吨，热卷库存增加 21.03 万吨，冷轧库存增加 3.79 万吨。

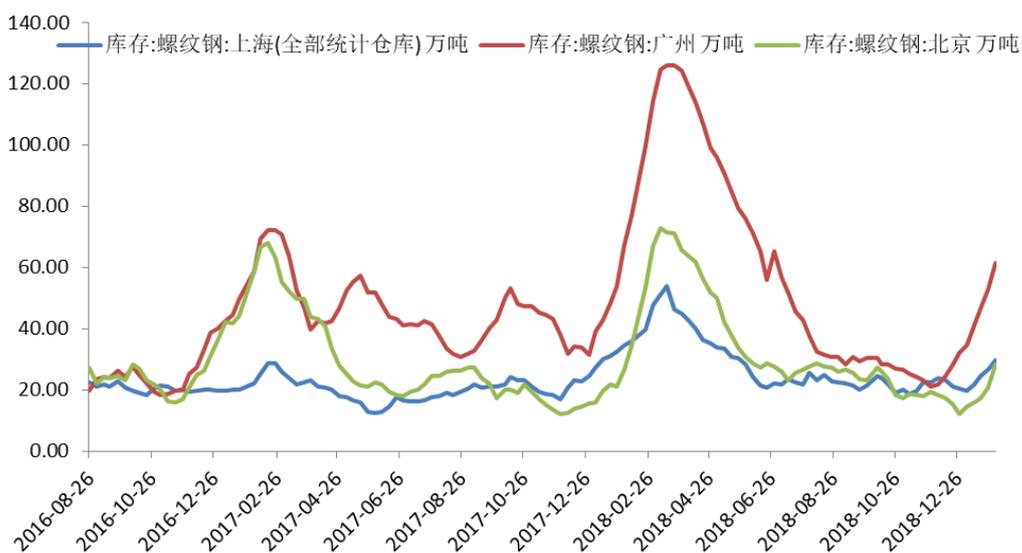
图 13: 钢材社会库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至 2 月 1 日，螺纹钢上海库存 29.82 万吨，与 1 月初相比上涨 9.96 万吨；广州库存 61.4 万吨，月环比上涨 26.85 万吨；北京库存 28.22 万吨，月环比上涨 13.69 万吨。

图 14: 北上广三地螺纹钢社会库存 (万吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率

截至 2 月 1 日, 163 家钢厂盈利比例为 73.62%, 月环比上涨 4.29%; 高炉开工率为 65.75%, 月环比上涨 1.52%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.7 终端采购

截至 1 月 25 日, 上海地区线螺采购量 1 月周度均值 25821.75 吨, 环比去年 12 月上升 3660 吨。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.8 钢材出口

2018年12月钢材出口为556万吨，月环比上涨24万吨，截至12月累计出口6934万吨，累计同比下滑8.05%。

图 17：钢材出口（万吨）

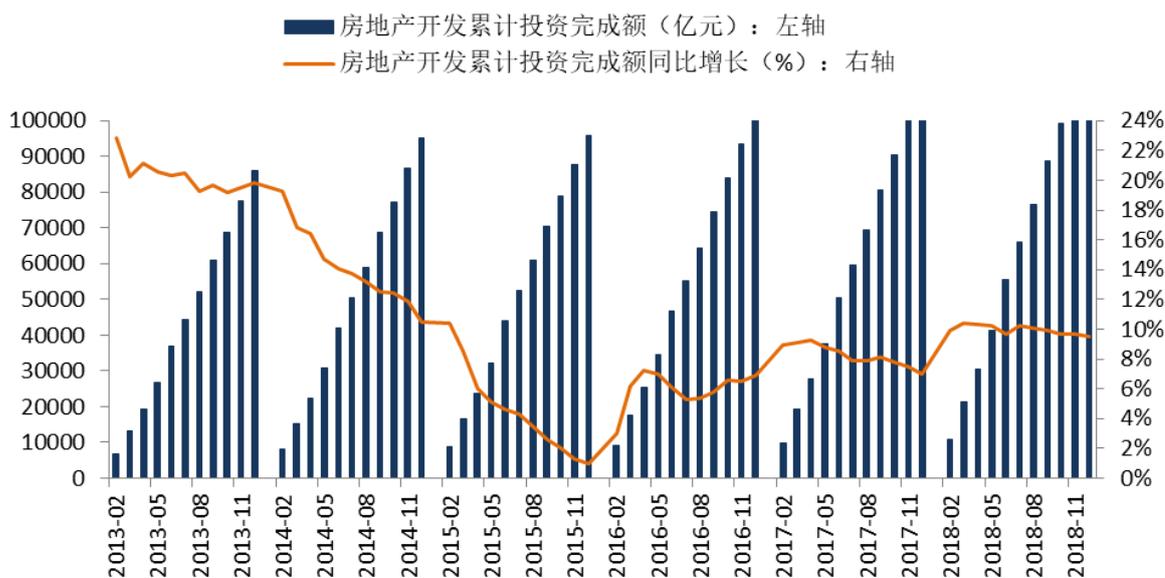


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.9 房地产投资

截至 2018 年 12 月，全年房地产累计开发投资为 12.03 万亿元，同比去年增加 9.5%，房地产投资数据整体表现依然较好。

图 18：房地产开发投资完成额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.总结

铁矿石:

供应方面，外矿发货量及到港量在一月出现季节性回落，稍弱于往年同期水平；但一月底淡水河谷发生大坝事故，对铁矿全年供应或产生深刻影响。一月底淡水河谷 feijiao 矿区上游大坝发生事故，随后淡水河谷发文表示，将在未来三年对上游大坝进行退役，预计影响铁矿年产量 4000 万吨，但同时表示将会提高其他地区的产量来冲抵影响。在春节期间淡水河谷铁矿事故影响继续发酵。除了节前由于计划关停上游水坝所影响的预计 4000 万吨的铁矿石年产量外，春节期间巴西一地方民事法庭要求淡水河谷关闭除上游水坝外的一些传统水坝，受此影响年产 3000 万吨的 Brucutu 矿区将暂时关停。但淡水河谷表示目前尚未有技术基础或风险评估来证实关停此矿区的合理性，当前正在寻求法律手段来恢复生产，故最终受影响的年产量仍然存在一定的不确定性。随后淡水河谷也宣布因为该矿区的暂时停产，一些铁矿及球团的合约遭受不可抗力因素。整体来看若按最高影响 7000 万吨来计算，本次事故约占全球铁矿年产量的 3.2%；但由于淡水河谷表示将增加其他矿区的产量，同时发生事故的矿区近年产量一直处于收缩的状态，故最终影响产量或不足 7000 万吨；但另一方面不排除事故进一步发酵，从而更多矿区产量受限的可能。

钢厂方面，目前整体生产稳定且矿石库存不低，在矿石大幅拉涨的情况下，钢厂对于补库普遍存在一定观望态度，但经过春节期间的消耗，节后一周仍然陆续将有一定的补库需求。

整体来看，铁矿石需求方面短期维持平稳，而受淡水河谷事故的影响，铁矿石供给方面受到的影响较大，并且不排除后续影响继续扩大的可能，同时目前市场情绪仍在持续发酵；但近期矿价上涨幅度较大，已部分透支未来上涨空间且继续上涨或使得部分中小矿山有复产可能，预计铁矿石短期高位震荡为主，仅供参考。

螺纹钢:

1月至2月春节后螺纹钢现货价格较弱同时期货价格较强。螺纹钢上海价格上涨 10 元每吨，期货价格上涨 421 元每吨。期现大幅收敛。

春节以后，螺纹钢价格受到几方面的影响。

首先是成本方面，随着巴西溃坝事件发酵，铁矿石掉期上涨，从 1 月 1 日到 2 月 11 日掉期价格上涨了 17.5 美金推升了螺纹钢成本上升 233 元每吨，使得我们计算的长流程钢厂利润达到 3500 元附近，压制了期螺大跌的可能性。除了铁矿石之外，废钢价格小幅上涨，使得短流程钢厂成本在 3900 元每吨，压制了短流程钢厂的生产。从成本来说，目前螺纹钢有较强成本支撑，难以大跌。

其次是需求方面。由于目前的数据大多没有出炉，需求的调研问下来市场对房地产比较迷茫，相对看好基建。今年春节较早，但是气温寒冷预计也会对开春后的需求产生两方面的影响。从春节期间的库存变化来看，钢材社会库存上升不及 2018 年。短期来看，市场因为节前谨慎，库存没有过高，短期抛售货物的压力不大。因此需求来看，短期不太确定，预计没有很大提升，但也不算利空。

再次目前期现价差恢复合理，如果期货加大力度上行，预计市场套保压力预计有所增加。

我们总体认为节后的跳涨把期货价格推升至此，期螺达到 3800 元每吨左右，是相对合理的价格。2 月后期可能以震荡微涨为主，下有成本底，上有套保压力。

焦煤节后产量难回升，焦炭持稳

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

李文婧

投资咨询号：Z0010649

韩惊

投资咨询号：Z0012908

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月份焦炭主力合约震荡运行，焦炭实现主力换月，收于1901元/吨。

1月份焦煤主力合约走势震荡运行，价格波动小于焦炭，收1179.5元/吨。

● 后市展望及策略建议

山西地区煤矿陆续开始停产放假，但下游焦企、钢厂炼焦煤冬储时间较长，库存早已到达高位，因此煤矿短暂的停产不会对焦炭生产造成太大影响。但春节后，从2019年开始山西地区省属五大煤炭集团公司44座煤矿安全监管职责下放地方政策影响，部分省属矿井放假时间要长于去年，并且在1月11日至3月20日间，山西省要加强对煤矿安全生产的检查，预计春节后焦煤供应不会有太大放量，仍以偏紧为主。进口煤方面，有部分地区接到口头通知，限制通关，低硫焦煤资源紧张。

焦炭现货市场总体持稳，春节期间焦炭总库存有所减少，但由于前期钢厂冬储焦炭库存充足，因此节后库存将保持正常水平。焦炭短期提涨的阻力较大，但下跌也有难度，基本现货持稳运行。

近期受澳洲煤进口受限影响，以及铁矿事故提振，焦煤、焦炭相对乐观，短期可轻仓做多。警惕节后下游需求不及预期风险，仅供参考。

1.行情回顾

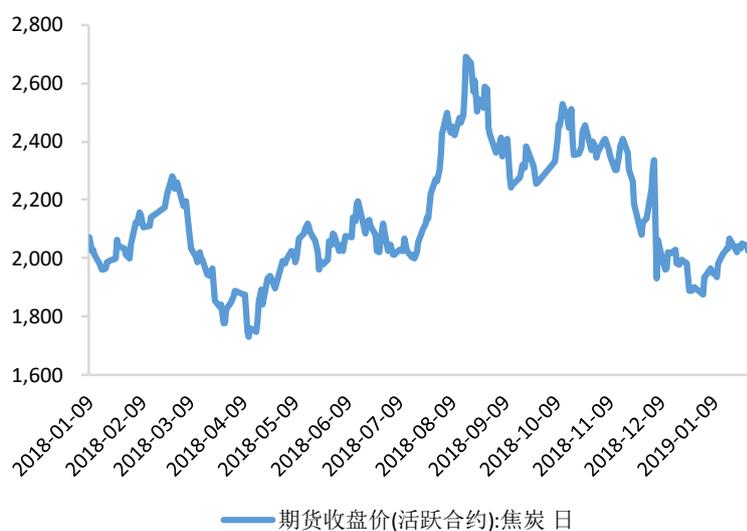
1.1 期货市场价格

1 月份焦炭主力合约震荡运行，近日发力上涨，收于 2112.5 元/吨。

1 月份焦煤主力合约走势震荡运行，价格波动小于焦炭，收于 1288.5 元/吨。

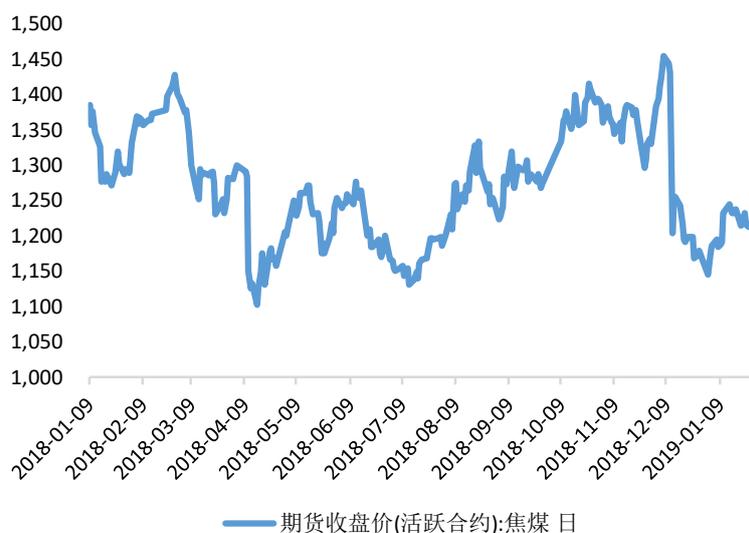
1 月份盘面焦化利润较 12 月份有所回升，1 月份受宏观政策降准影响以及突发煤矿、铁矿事故影响，焦煤焦炭有走高走势。1 月焦炭/焦煤比较 12 月较为平稳。整个 1 月焦炭/焦煤比一直保持在 1.63 以上，临近月底有走高趋势。

图 1：焦炭主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：焦煤主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：盘面焦化利润及焦炭焦煤比

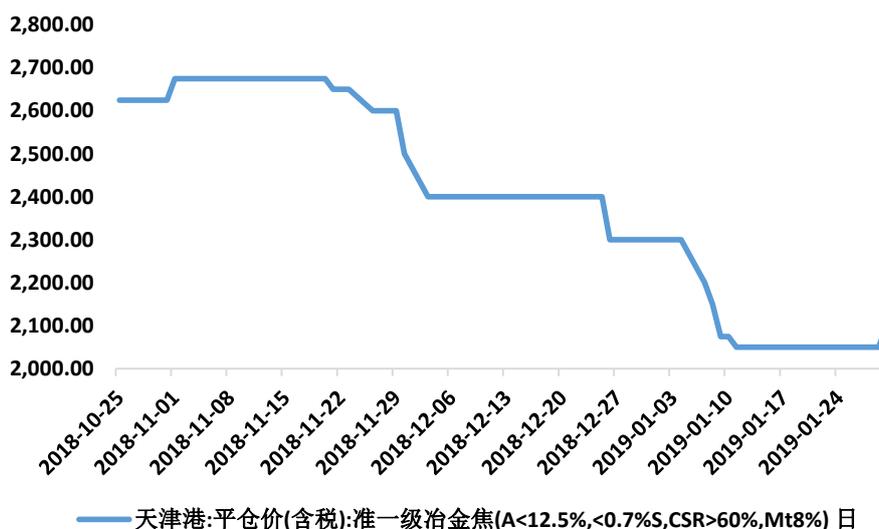


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 现货市场价格

1 月初由于焦炭库存累至高位，下游需求较差，现货价格仍有下跌，进入中旬以来，由于部分高炉复产，对焦炭需求有所恢复，以及焦煤价格难以下跌，成本支撑，焦炭价格持稳，难有涨跌。近日焦钢企业博弈白热化，先有山西晋城地区钢厂以冬储需求不好，对年后预期较差为导向，要求对焦炭采购价格提降 50 元/吨，而后由于焦化厂近期出货较好，厂内库存减少，临汾地区、江苏徐州、河北某焦企均要求提价 100 元/吨，下游钢厂接受态度不乐观。截至目前，江苏徐州焦炭提涨 50 元/吨，其他地区均以持稳为主。

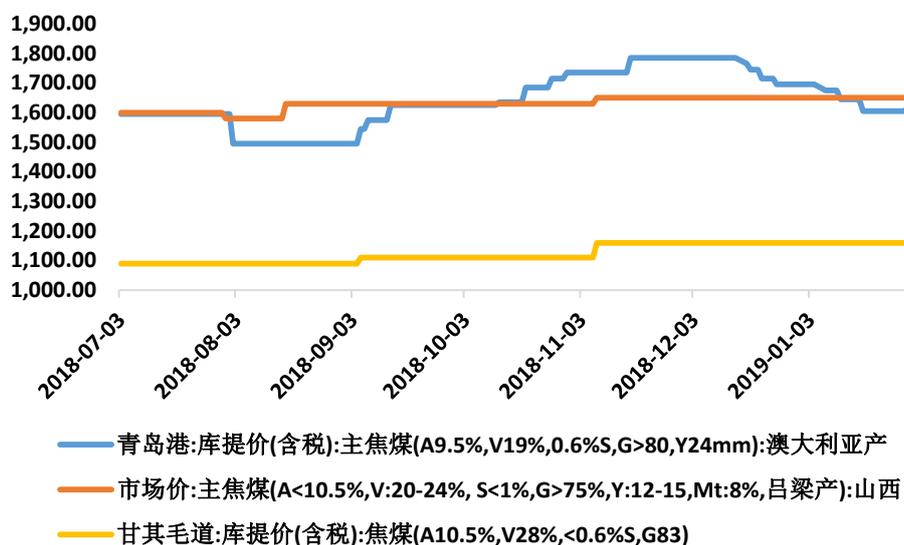
图 4：焦炭现货价格 (元/吨)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦煤现货价格整体持稳，山西吕梁主焦煤价格为 1650 元/吨，甘其毛道蒙古煤价格为 1160 元/吨，本月较为平稳。青岛港澳煤本月价格下跌，目前价格为 1615 元/吨。临近春节煤矿陆续放假，山西煤矿部分已经停产，临汾地区自 25 日起就全部停产放假，这对于煤矿供应有较大影响，供给端难有增量，焦炭利润下滑也难以挤压焦煤利润，焦煤价格持稳难跌。

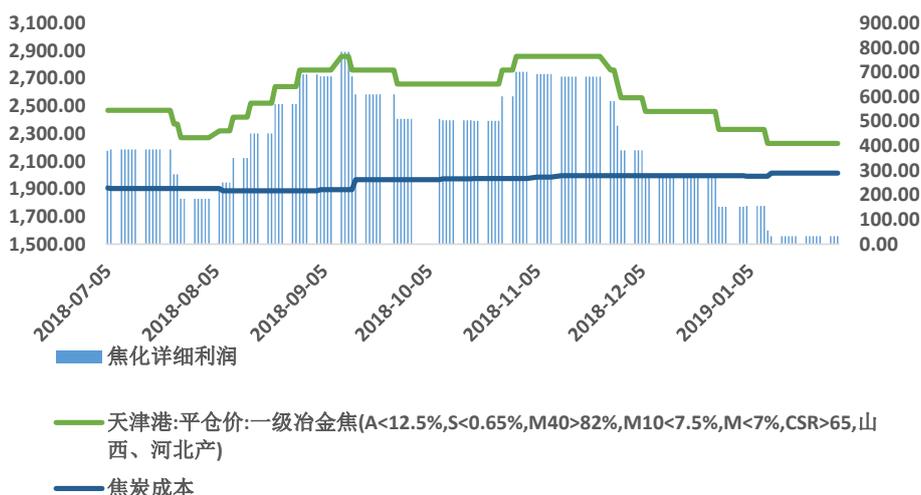
图 5：焦煤现货价格（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

现货焦化利润上，本月焦化利润收窄，焦化现货下跌后持稳，焦煤价格相对坚挺持稳，焦化利润（含副产品）目前为 33.04 元/吨，处于盈亏边缘，焦化厂希望维持利润，挺价心态较为强烈。

图 6：现货焦化利润



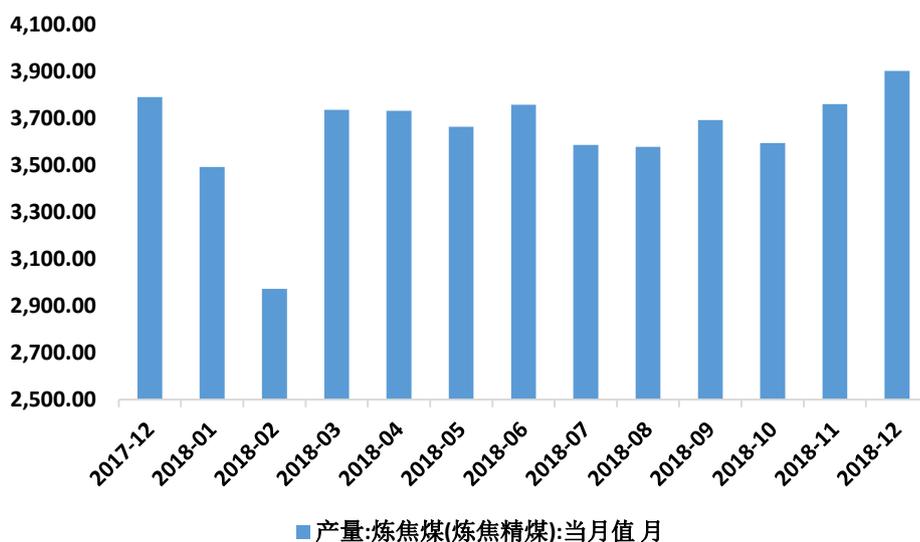
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.焦煤、焦炭基本面分析

2.1 焦煤供给

2018年12月，我国炼焦煤产量为3904万吨，月同比增加142万吨。1-12月我国共生产炼焦煤43486万吨，较去年同比下降1033万吨。

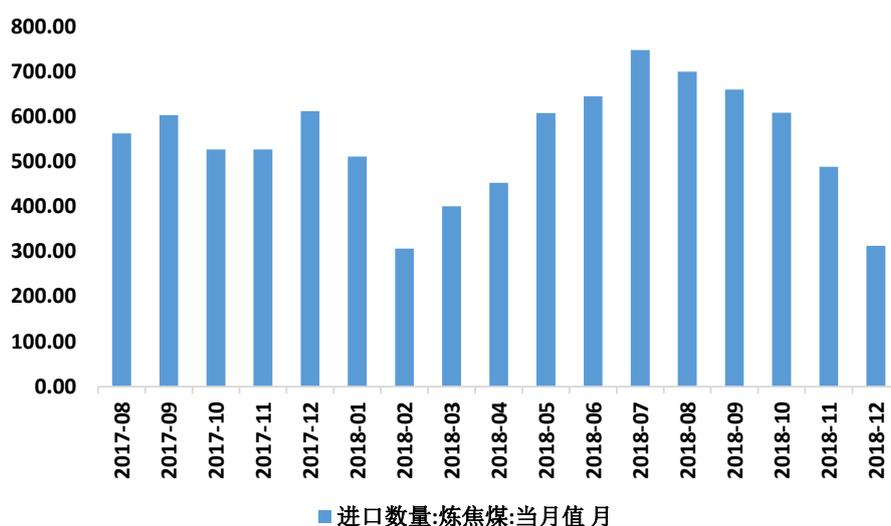
图7：炼焦煤月产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

12月份我国共进口炼焦煤312.79万吨。1-12月我国共进口炼焦煤6443.23万吨，较去年同比减少56万吨。

图8：炼焦煤进口量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

进入1月份，炼焦煤国内产量频频受限。首先，由于临近放假煤矿陆续停产放假，临汾地区自25日起全部停产放假，煤矿供应收紧。其次，受陕西神木煤矿事故影响，煤矿安全检查加

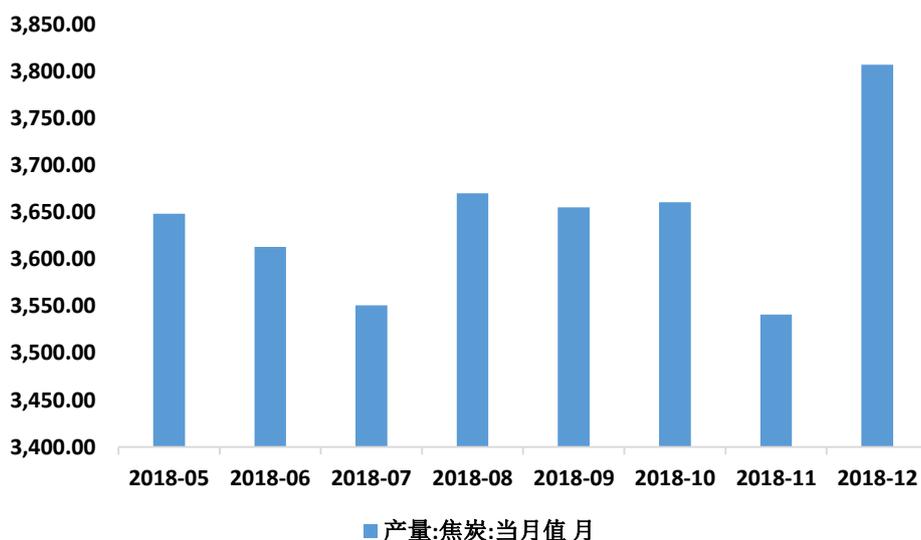
严，对煤矿生产影响较大。最后，1月10日，国务院煤矿安监局下发《关于责令深超千米冲击地压和煤瓦斯突出煤矿立即进行安全论证的通知》，山东等地多数煤矿收到通知停产自查，等待论证，影响焦煤供应。春节后，今年部分煤矿放假时间或长于去年。从2019年开始山西地区省属五大煤炭集团公司44座煤矿安全监管职责下放地方，受此政策调整，部分省属矿井今年放假时间要长于往年，往年部分省属矿井井下甚至有不停产的现象，而今年安全归地方管辖的省属矿井普遍井下都要停产较长时间，根据我的钢铁网调研情况，部分矿井要停产10天以上。

进口煤方面，根据Mysteel统计的288口岸蒙煤通关车次来看，1月日均通关为295车，环比12月日均通关388车降93车/天。截止1月28日Mysteel统计的288口岸蒙煤通关数量为55万吨，环比12月减少12万吨。通关车次在1月中上旬维持较低位，蒙煤近期将继续维持低位通关车次，春节前后难有回升。

2.2 焦煤需求/焦炭生产

2018年12月我国焦炭产量为3807.1万吨，较11月上涨266万吨。1-12月我国共生产焦炭43820万吨，较去年同比增加约700万吨。

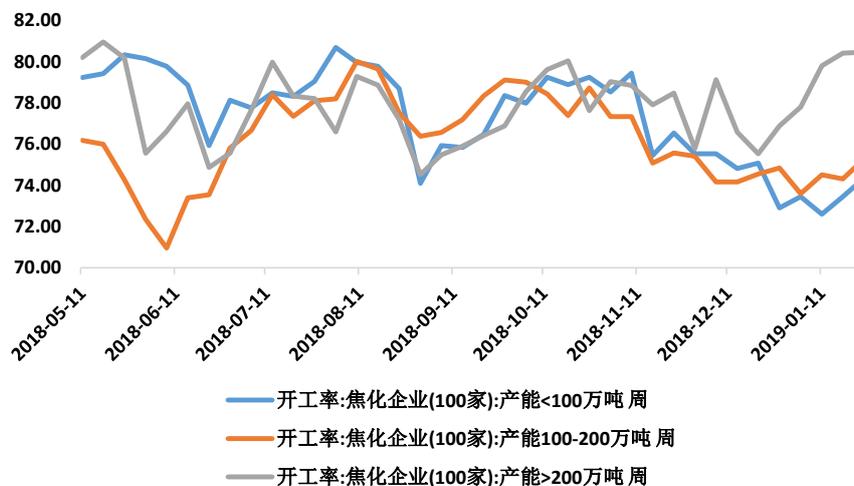
图9：焦炭产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

截至1月31日，我国小于100万吨产能焦化厂开工率为74.36%，100-200万吨产能焦化厂开工率为75.28%，大于200万吨产能焦化厂开工率为80.48%。

图 10：焦化厂开工率



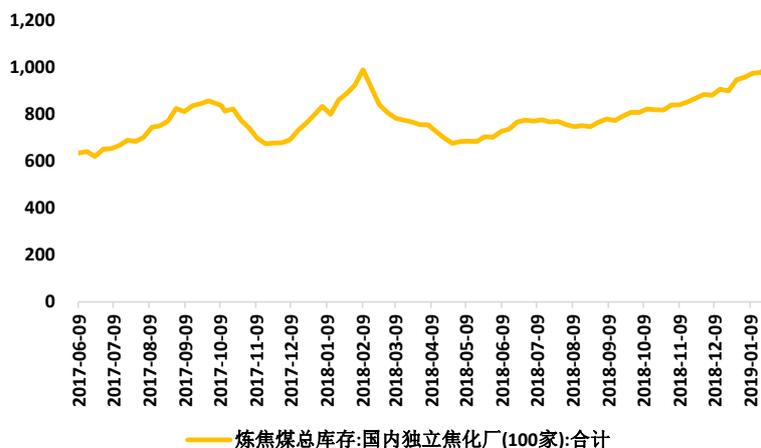
数据来源：Wind，兴证期货研发部

受环保常态化影响，焦炭全年产量略低于 2017 年水平，但冬季采暖环保限产以来，焦化厂仍然保持较高开工水平，限产不及去年同期水平，产量有所放松。据调研情况来看，多数焦化厂已经配备脱硫脱硝脱白设备，受环保限产影响较小，除去天气污染程度加深导致的临时性限产外，多数时间保持正常生产状态。1 月虽然偶尔受重污染天气警告影响，但复产速度较快，对焦炭生产影响不大。

2.5 焦煤、焦炭库存状况

截至 1 月 31 日，焦煤焦化厂库存 1014.15 万吨，较上周增加 37.35 万吨左右，炼焦煤六港口库存为 281 万吨，较上周减少 3 万吨左右，炼焦煤钢厂库存 942.73 万吨，较上周小幅下降。下游钢厂、焦化厂为春节备货，炼焦煤库存均已储至高位，虽然炼焦煤产量短期不会有太多新增产量，且春节后可能延长复产时间，但由于下游钢厂、焦化厂库存已累至高位，供应减少对于下游生产影响较小。部分下游企业仍争取在节前备货，库存预计还会有小幅增长。

图 11：炼焦煤焦化厂库存



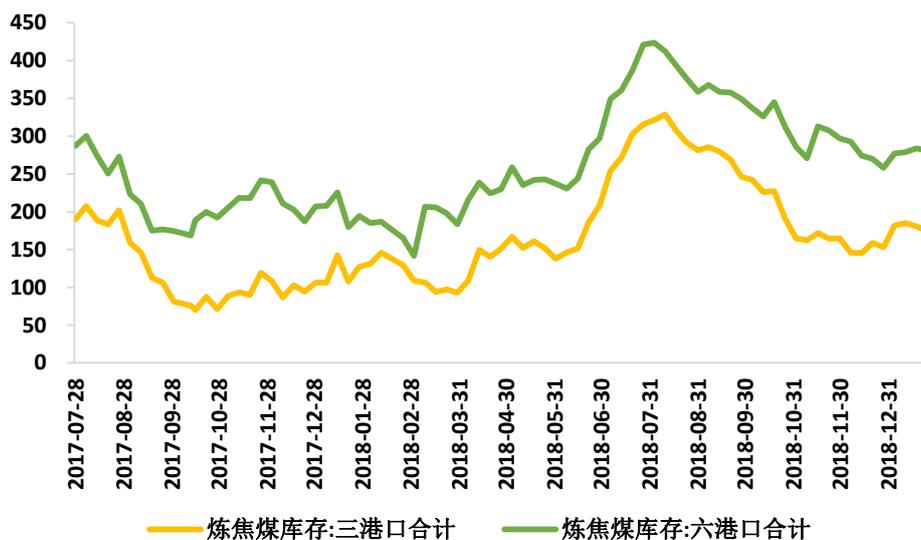
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: 炼焦煤钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

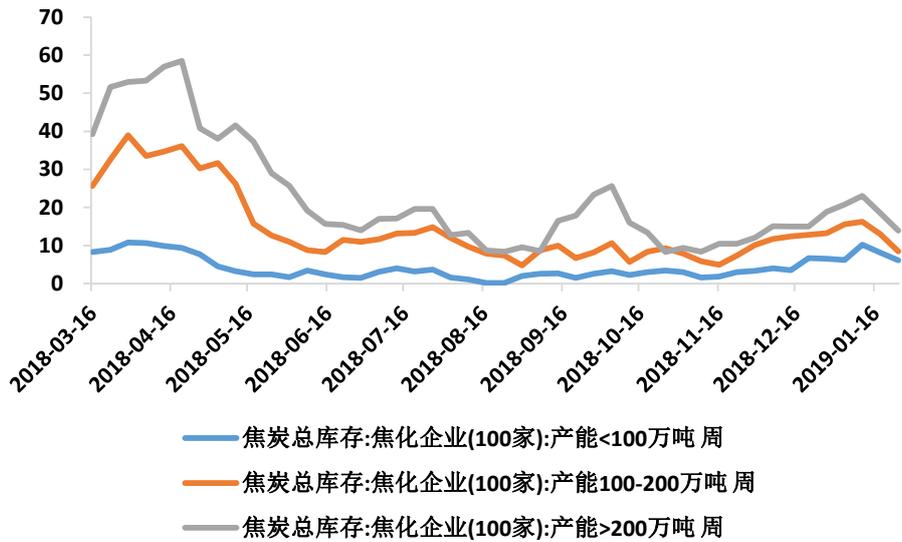
图 13: 炼焦煤港口库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

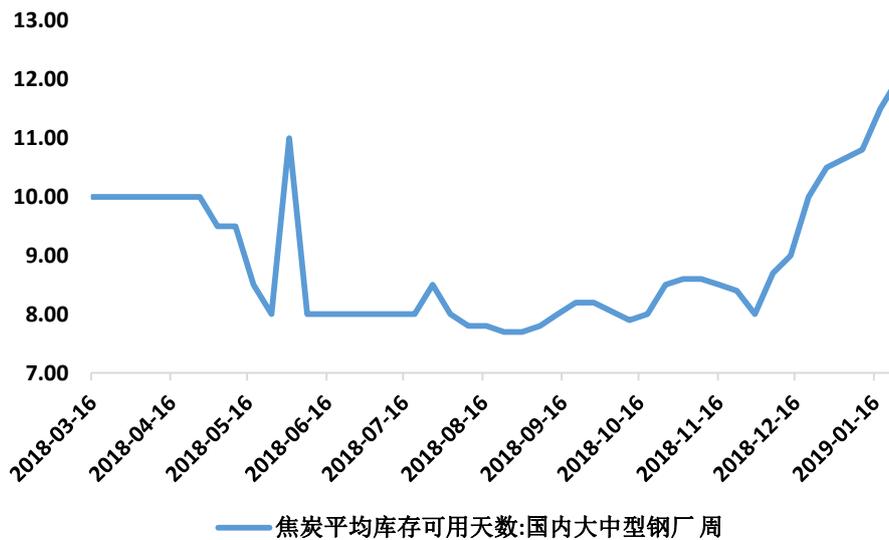
截至 1 月 31 日, 焦炭焦化厂库存 28.44 万吨, 较上周减少近 11.55 万吨, 焦炭港口库存 314 万吨, 较上周减少 2.5 万吨。焦炭钢厂库存 488.83 万吨, 较上周增加 14 万吨。1 月由于受重污染天气警告以及天气原因, 部分焦化厂出货运输受阻, 因此 1 月初期焦化厂内有库存累积, 后因天气警告接触, 运输限制取消, 焦化厂出货变为顺畅, 焦化厂库存逐渐减小。钢厂内由于前期为冬季生产储备库存, 焦炭库存持续上升, 多以按需采购为主。港口贸易商对于储货继续保持谨慎态度, 暂无囤货打算。

图 14: 焦炭焦化厂库存



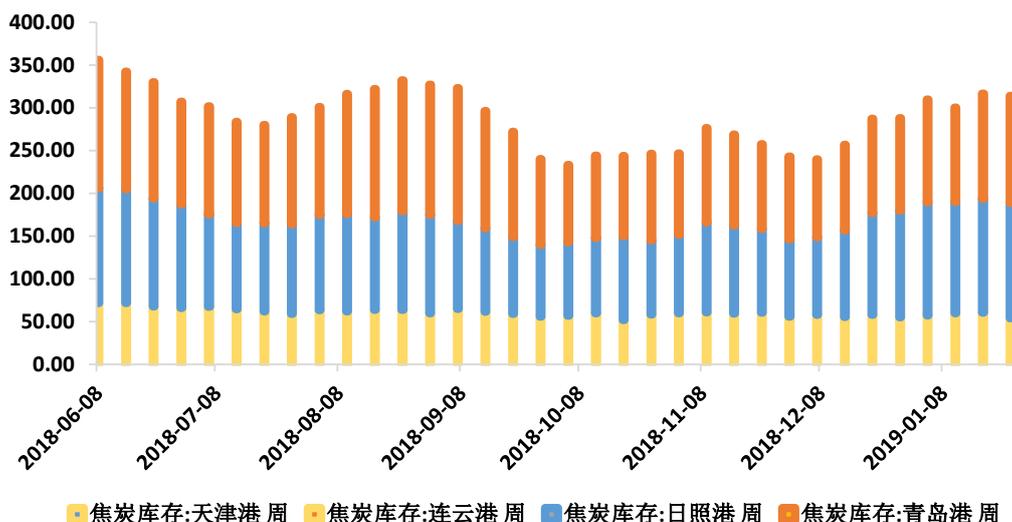
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 焦炭钢厂库存



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 焦炭港口库存

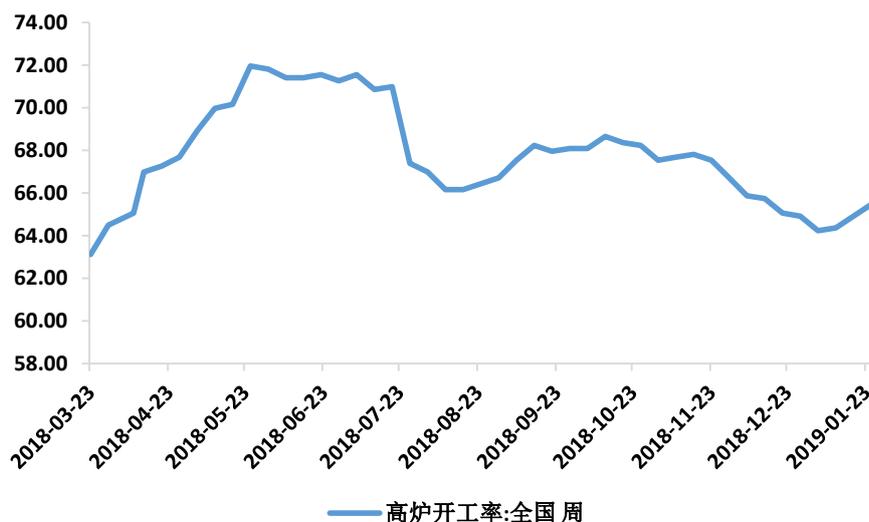


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 焦炭需求

截至 1 月 31 日, 钢厂高炉开工率 65.47%。高炉开工率较上周有所上升, 但由于钢厂内焦炭库存较高, 焦炭供应充足, 钢厂仍然以按需采购为主, 开工率的小幅提升对于需求提振作用较小。根据我的钢铁网统计, 复产高炉多集中在华东、华北地区, 且复产高炉中含有大型高炉, 故本期铁水产量提升明显; 1 月份伴随前期例检高炉陆续复产, 预计开工率以平稳抬升运行为主。

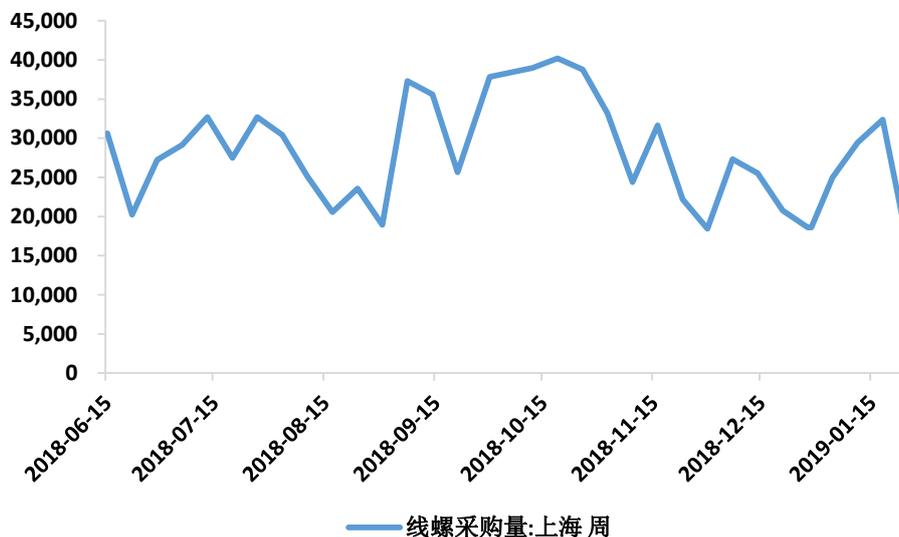
图 17: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

终端需求上，截至 1 月 25 日，我国线螺采购量为 16480 万吨，较月初下滑明显。当前临近春节，为季节性需求淡季，终端需求减弱。

图 19：上海线螺采购量

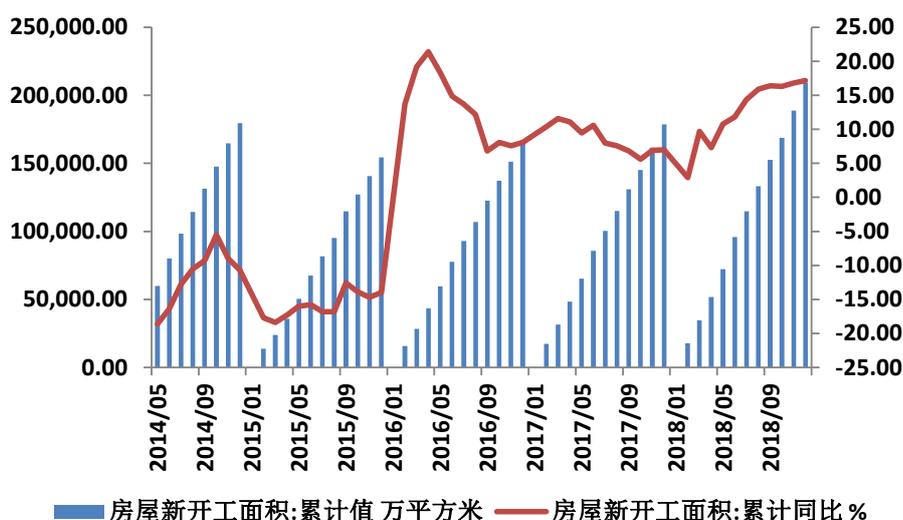


数据来源：Wind，兴证期货研发部

12 月我国房地产新开工面积累计数据为 209341.79 万平方米，同比增速为 17.2%。房地产行业需求韧性充足，仍旧支撑钢材的需求端。

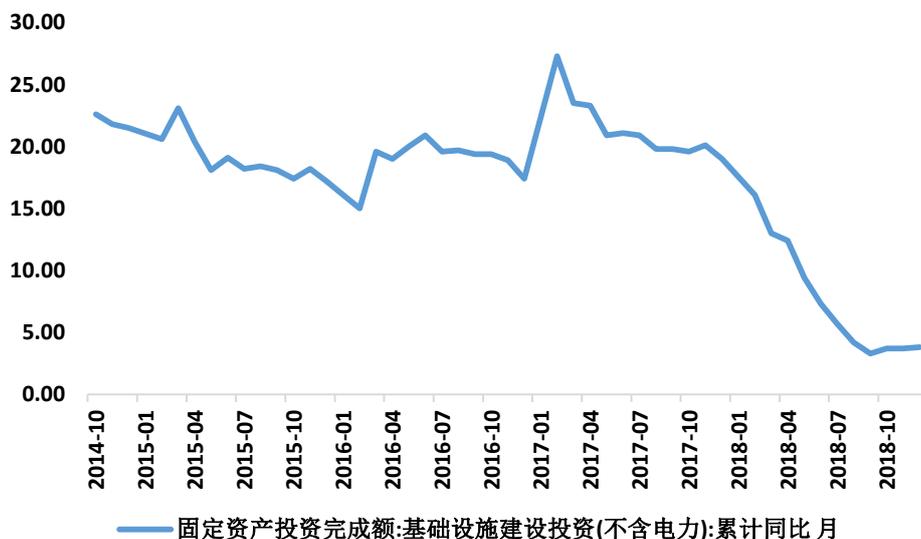
12 月固定基建投资累计同比为 3.8%，较上月提高 0.1%，基建仍然是钢材需求最大的拖累。进入 1 月份以来，通过两次降准释放资金，多个省份地方专项债也陆续落地，有望拉动基建投资，带动需求。政策制定和实施以及取得效果是存在时滞性的，尽管目前基建数据并不乐观，但在国家政策托底的情况下，基建投资回暖可能性较大。

图 20：房地产开工面积及同比



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：固定资产投资：基建



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.总结

山西地区煤矿陆续开始停产放假，但下游焦企、钢厂炼焦煤冬储时间较长，库存早已到达高位，因此煤矿短暂的停产不会对焦炭生产造成太大影响。但春节后，从2019年开始山西地区省属五大煤炭集团公司44座煤矿安全监管职责下放地方政策影响，部分省属矿井放假时间要长于去年，并且在1月11日至3月20日间，山西省要加强对于煤矿安全生产的检查，预计春节后焦煤供应不会有太大放量，仍以偏紧为主。进口煤方面，有部分地区接到口头通知，限制通关，低硫焦煤资源紧张。

焦炭现货市场总体持稳，春节期间焦炭总库存有所减少，但由于前期钢厂冬储焦炭库存充足，因此节后库存将保持正常水平。焦炭短期提涨的阻力较大，但下跌也有难度，基本现货持稳运行。

近期受澳洲煤进口受限影响，以及铁矿事故提振，焦煤、焦炭相对乐观，短期可轻仓做多。焦炭已涨至升水，警惕节后有高位回调的可能性。仅供参考。

油价短期企稳，中长期承压

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号: Z0012671

刘倡

投资咨询号: Z0013691

黄韵之

从业资格号: F3048897

联系人: 黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月新年假期开市后,由于OPEC减产协议生效,且产量自2018年12月起开始下滑,市场情绪受到提振,油价进入筑底反弹阶段。1月2日美、布两油为本月低点,WTI报46.32美元/桶,布伦特报54.68美元/桶。美国库存累库放缓,钻井数大降显示增产放缓,加拿大也减产得力,加之国际经济形势有所好转,多重利好推动油价在1月上旬出现了一段单边上行的行情,与之前单边下跌的走势形成了V型反转。1月中下旬,OPEC减产利好仍在;美国页岩油产商因低油价大降钻井数,供给端持续好转。但IMF继续下调全球经济预期,股市动荡多次打压油价,加之俄罗斯减产情况始终不明朗,油价转为震荡走势。1月底,美国制裁委内瑞拉引发地缘危机,俄罗斯释放积极减产意图,美国极端低温天气提振需求,基本面继续向好。但前期反弹的油价促使美国页岩油产商重新增加钻井数,美国未来的增产可能仍使油价承压。1月18日及21日,美、布两油分别达到本月高点,WTI报53.99美元/桶,布伦特报62.81美元/桶。WTI月涨18.96%,布伦特月涨13.79%。

● 后市展望及策略建议

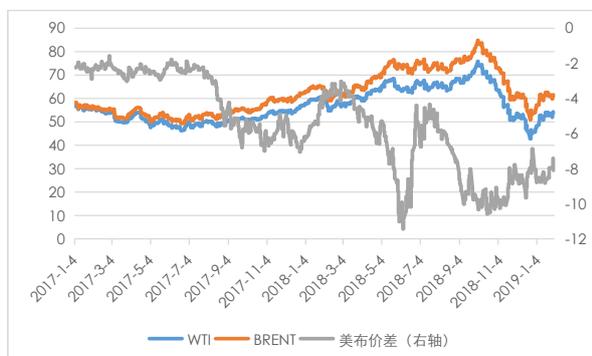
供给方面,OPEC目前仍坚决执行减产;俄罗斯也积极配合减产;美国因油价回稳,放缓减产有所松动;加拿大、利比亚产量未复;委内瑞拉因地缘危机或大幅减产;总体短期利多。需求方面,因全球经济预期不佳,形成对原油需求的长期打压。宏观经济方面,全球经济继续下行,且经济动荡易出现股市大幅波动,恐导致短期油价震荡。但美联储暂缓加息,利空美元,对油价形成支撑。预计油价短期企稳,中长期偏空,关注日内油价与股市的联动,防止股市外溢导致的油价大幅波动,仅供参考。

1.月度行情回顾

期货端：1月新年假期开市后，由于OPEC减产协议生效，且产量自2018年12月起开始下滑，降幅为两年来最大。沙特超额履行减产协议，伊朗、利比亚和委内瑞拉产量出现非自愿性下降。市场情绪受到提振，油价进入筑底反弹阶段。1月2日美、布两油为本月低点，WTI报46.32美元/桶，布伦特报54.68美元/桶。美国库存累库放缓，钻井数连降两周，显示低油价损害了页岩油产油商利益，增产放缓；加拿大也减产得力；加之国际经济形势有所好转，多重利好推动油价在1月上旬出现了一段单边上行的行情，与之前单边下跌的走势形成了V型反转。1月2-10日，油价连涨7日，涨幅超过12%。1月11日起，OPEC减产利好仍在；美国钻井数继续大降21座，创2016年2月以来最大单周降幅，供给端持续好转。但IMF继续下调全球经济预期，股市动荡多次打压油价，加之俄罗斯减产情况始终不明朗，油价结束连涨，转为震荡走势。WTI在51-55美元/桶的区间内，布伦特在59-63美元/桶的区间内，震荡幅度约为4美元/桶。1月底，美国制裁委内瑞拉引发地缘危机；伊朗开展军事演习；俄罗斯释放积极减产意图；美国极端低温天气提振需求，基本面继续向好。但前期反弹的油价促使美国页岩油产油商重新大增钻井数，美国未来的增产可能仍使油价承压。1月18日及21日，美、布两油分别达到本月高点，WTI报53.99美元/桶，布伦特报62.81美元/桶。WTI月涨18.96%，布伦特月涨13.79%。美油创史上最大同期涨幅。

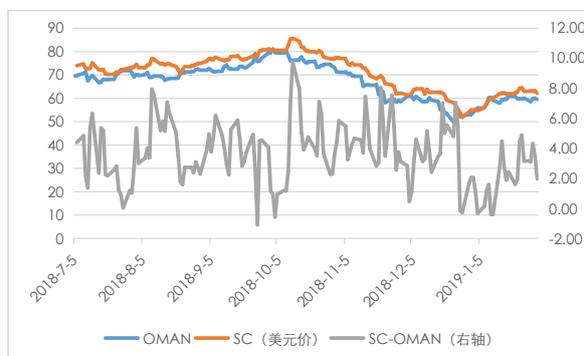
现货端：1月OPEC一揽子原油现货价涨18.70%，报61.19美元/桶。布伦特Dtd涨23.94%，报62.39美元/桶；WTI库欣交割涨18.66%，报53.79美元/桶。全球原油现货价格普涨18%以上，显示目前现货市场因减产协议生效而从供给过剩的状态中恢复。

图 1: WTI 及 BRENT 走势与价差 (美元/桶)



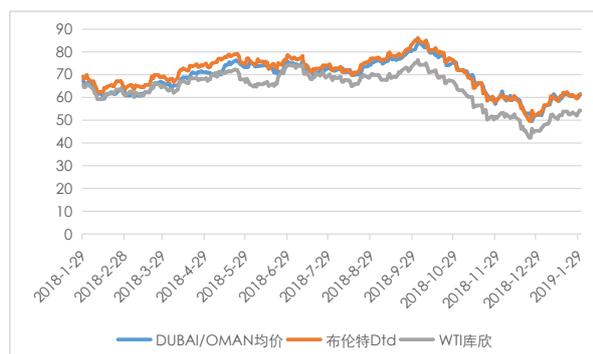
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 2: OMAN 及 SC 走势与价差 (美元/桶)



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 3：国际主要原油现货价格走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2.月度市场要闻

2.1 利多

1.欧佩克月报：2018年12月沙特原油产量减少46.8万桶/日；伊拉克原油产量为471.4万桶/日，此前为463.1万桶/日；伊朗原油产量为276.9万桶/日，此前为295.4万桶/日；利比亚原油产量为92.8万桶/日，环比减少17.2万桶/日。欧佩克2018年12月原油产量下降75.1万桶至3158万桶/日，创近2年来最大降幅。

2.机构调查：欧佩克1月原油产量较去年12月降89万桶/日至3098万桶/日；欧佩克成员将遵守协议，2019年减产执行率达70%；沙特、阿联酋和科威特创下最大减产幅度；伊朗、利比亚和委内瑞拉得到减产豁免，上报非主动产量下降。

3.能源咨询机构JBC：欧佩克1月原油产量下降90万桶/日至3085万桶/日，欧佩克11国一月减产执行率为109%。

2.据彭博，2018年12月波斯湾地区原油出口量1709万桶/天，环比降6%，同比降5%，较11月下降114万桶/天，降至两年以来的最低水平。

3.沙特能源大臣法利赫：沙特目标是2月产量在1010万桶/日；沙特产量将在整整6个月内保持产量远低于减产配额。

4.利比亚国家石油公司声明：即便是在恢复石油产出的情况下，沙拉拉油田也将遭受总共1.1万桶/日的损失。利比亚油港关闭不会影响原油产出。利比亚目前的石油产量为92.5万桶/日。

5.美国伊朗事务特别代表Brian Hook：不打算就伊朗原油给予更多的豁免，美国之前给予伊朗石油豁免的目的是防止油价猛涨。

6.美联储公布了2019年首次利率决议。美联储维持联邦基金利率在2.25%-2.50%不变，符合预期。美联储利率决议声明称，撤销进一步加息的指引；承诺在未来行动上保持耐心；准备好调整资产负债表的正常化。

7.美国2018年12月非农新增就业人数31.2万，录得去年3月以来新高，预期18.4万，前值15.5万上修至17.6万。美国1月19日当周初请失业金人数19.9万人，创49年来最低水平，预期21.8万人，前值21.3万人；1月12日当周续请失业金人数171.3万人，预期173万人，前值173.7万人。

8.特朗普政府宣布制裁委内瑞拉国有石油公司PDVSA，冻结其总计70亿美元的资产。

9.美国油服贝克休斯周报：美国至1月18日当周石油钻井总数下降21口，创2016年2月

以来最大周降幅。

10.俄罗斯能源部长诺瓦克：俄罗斯原油产量1月迅速下降，预计俄罗斯1月份的平均原油产量将较去年10月份减少约10万桶/日。将尝试在2月减产5万桶/日。

11.IFX称，俄罗斯1月份原油产量降低至1138万桶/天。

2.2 利空

1.IMF发布最新版世界经济展望，下调2019年全球经济增速预期至3.5%，创3年来新低，2018年10月预测为3.7%；预计2020年全球经济增速放缓至3.6%，此前预测为3.7%。预计原油价格未来两年继续保持在60美元以下每桶。

2.欧佩克月报：2019年经济风险仍然倾向于下行，但货币紧缩政策放缓的可能性可能减缓增长放缓的趋势；预计欧佩克原油的需求量平均为3083万桶/日，此前预期为3140万桶/日；11月经合组织原油库存减少70万桶，此前为28.83亿桶，较五年均值高2300万桶。

3.俄罗斯2018年石油产量升至苏联解体以来高位1116万桶/日，年度平均日产量首次超过1100万桶。这超过了2017年创下的1,098万桶/日的前纪录高位。俄罗斯2018年12月原油产出为1145万桶/日，同比增加4.5%，环比增加0.7%；俄罗斯2018年12月原油出口为581.8万桶/日，环比增加3.4%。

4.俄罗斯1月1日至22日原油产量在1139万桶/日。俄罗斯卢克石油公司CEO：在欧佩克与非欧佩克产油国减产协定下，公司在第一季度将减产3万桶/日。

5.伊拉克巴士拉石油公司主管：截至目前，伊拉克南部1月石油出口均值稍稍低于360万桶/日。新的海地石油管道将在今年内投入使用，年底产能将为70万桶/日。

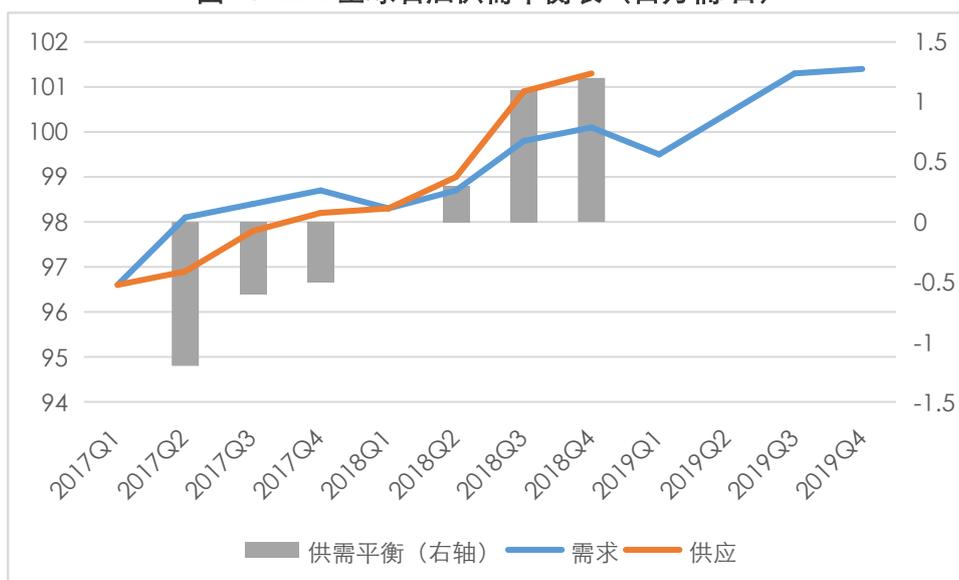
6.伊朗总统鲁哈尼：伊朗在南部发现“可观的”新油田。

7.美国能源信息署(EIA)：美国2018年11月石油产出增长34.5万桶/日，至1190万桶/日；10月份产出上修1.8万桶/日，至产出1155.5万桶/日。美国2018年11月汽油需求同比上涨1.1%或10万桶/日，环比下跌0.8%。

3.IEA、EIA、OPEC 月度预测

IEA对2018及2019年的全球原油需求不变，仍为1.3百万桶/日及1.4百万桶/日。2018年高油价的影响逐渐消退，抵消了经济增速放缓的影响。非OECD国家引领了全球原油需求增长，其中中国及印度贡献了62%的增长。OECD的需求增长将会从2018年的39万桶/日下降至2019年的28万桶/日。美国贡献了OECD需求增长的82%。全球原油供应在2018年12月下es了95万桶/日，主因是OPEC提前执行了减产协议。OPEC产量在2018年12月减少了59万桶/日，沙特超额减产，同时伊朗及利比亚也额外损失了产量。OPEC在2019年1月产量将继续下滑，因为新的减产协议生效了。非OPEC国家的供应量在2018年创纪录达2.6百万桶/日，2019年将下滑至1.6百万桶/日。OECD原油库存较2018年11月回落了2.5百万桶。2018年OECD库存下滑很少，在60百万桶的区间内窄幅波动。

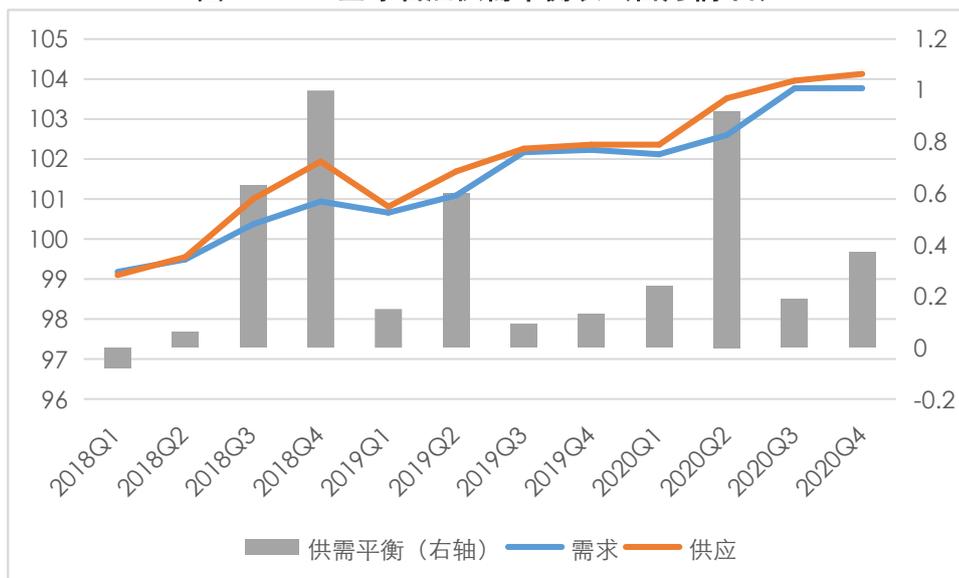
图 4：IEA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

EIA 预计全球石油供需会在 2019 年上半年已 30 万桶/日的速度增长，2019 年下半年油市会逐渐平衡。全球石油库存在 2018 年 4 季度因油价承压而上升了 100 万桶/日。2019 年库存将平均增加 20 万桶/日，因为 OPEC 减产协议执行。2020 年库存将平均增加 40 万桶/日，源于美国产量持续增加。全球石油产量 2019 年约为 10180 万桶/日，需求为 10150 万桶/日，这将导致库存增长。2019 年产量增长主要来自非 OPEC 国家，如美国及巴西。非 OPEC 国家 2019 年产量或增加 240 万桶/日，抵消了 OPEC 可能减少的 100 万桶/日。全球石油需求 2018 年增长了 140 万桶/日，达到 1 亿桶/日。2019 及 2020 年石油需求或增长 150 万桶/日。需求增长不变显示全球经济增速放缓。但 2019 及 2020 年的油价比 2018 年低，可以一定程度抵消需求下滑的问题。

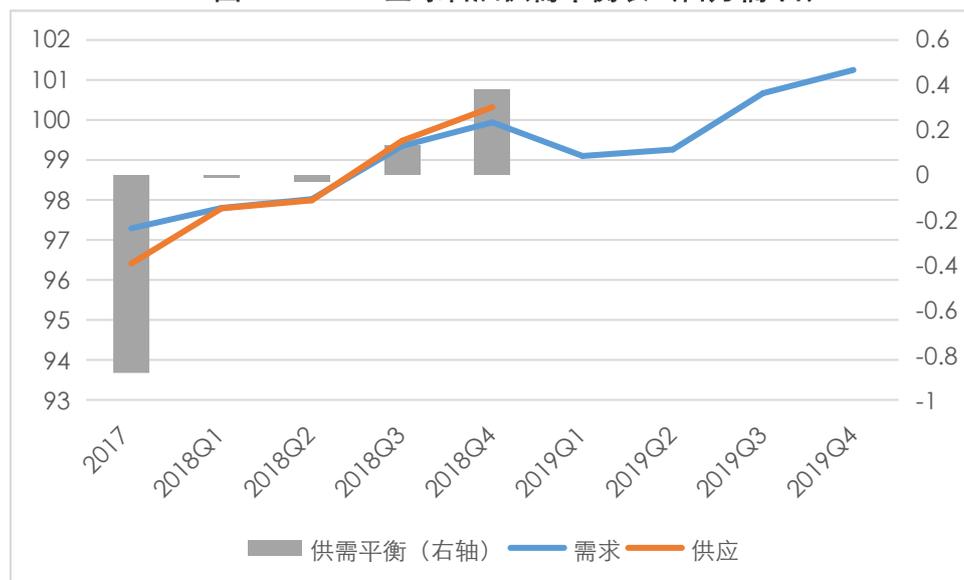
图 5：EIA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

OPEC 预计 2019 年全球石油需求为 10008 万桶/日。OECD 国家中：美国将同比增长 26 万桶/日，至 2576 万桶/日；欧洲国家将增长 2 万桶/日；亚太国家将减少 3 万桶/日。非 OECD 国家中：中国需求增速将受经济拖累而放缓，增长 34 万桶/日；印度仍是需求增长的主要贡献者，增量为 20 万桶/日。2019 年全球原油供应量将非 OPEC 的供应量因为加拿大产量下降，下调了 6 万桶/日，为 6416 万桶/日。OPEC 产量份额在 2018 年 12 月环比下滑了 0.6%，至 31.6%。2019 年上半年的需求不振，但下半年会开始好转，但由于非 OPEC 的供应量增幅超过 OPEC，挤压了 OPEC 的市场份额，因此 CALL ON OPEC 在 2019 年 4 季度反而有所回落。

图 6：OPEC 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

4.宏观影响

IMF 下调了 2019 年的全球经济预期，但 EIA 及 OPEC 并未对此做出调整。但 OPEC 指出全球经济上行空间有限，主要矛盾来自于贸易摩擦，货币紧缩及地缘政治危机。

OECD 国家中：美联储 2018 年加息 1%，比预期多 0.25%，货币紧缩政策或导致美国经济在 2019 年以超预期速度下行。2 年期美债及 10 年期美债的收益率都大幅下行，这是经济走弱的标志。美国目前并未出现明显的通胀情况，通胀仍保持在美联储 2% 的目标内。由于经济预期有下行风险，预计美联储 2019 年将加息 0.5%。欧元区 2018 年 12 月已停止购买资产，但通货膨胀不及预期，市场怀疑欧元区明年是否会加息。

非 OECD 国家中：印度央行 2018 年为了应对通胀及卢比走弱，加息 2 次，但 2019 年为了货币流动性，可能会维持宽松政策。中国央行 2018 年为提振经济降息 3 次，2019 年已降息 1 次，未来还可能为了刺激银行借贷继续降息。

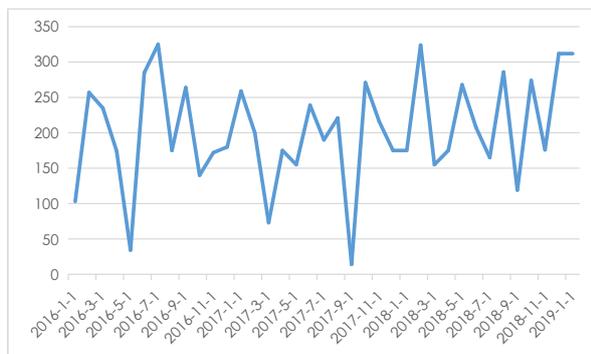
如货币政策与预期一致，将支撑非 OPEC 的供应增长。因此 OPEC 与非 OPEC 组成的减产联盟对于平衡油市的作用更为关键。

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

	2018 GDP增长率	2019 GDP增长率
全球	3.7	3.5
经合组织		2.0
美国	2.9	2.6
欧元区	1.9	1.7
日本	0.8	1.0
非经合组织		3.8
中国	6.5	6.1
印度	7.5	7.2
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.7

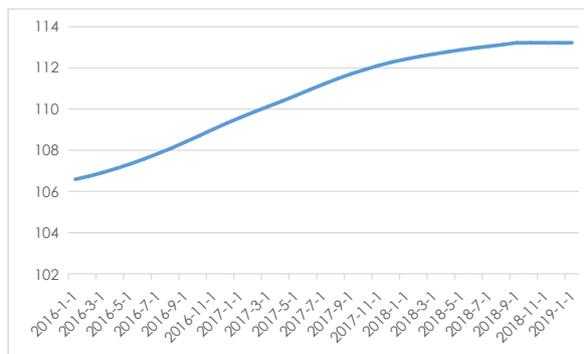
数据来源: EIA, OPEC, 兴证期货研发部

图 7: 美国新增非农就业人数 (千人)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 8: OECD 综合领先指标



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5. 基本面情况

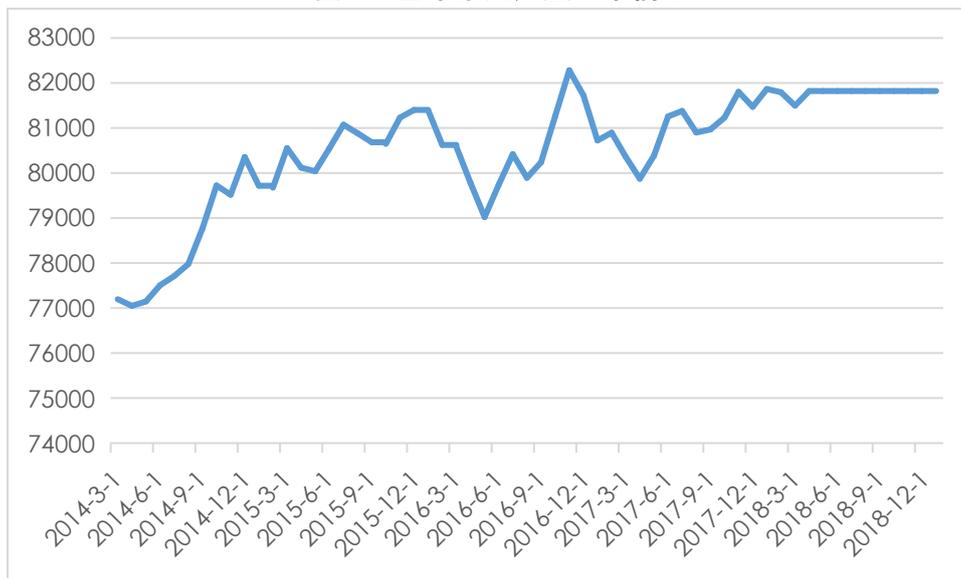
5.1 供给端

非 OPEC 供应量 2018 年增长了 250-261 万桶/日, 其中 220 万桶/日来自美国。美国 2018 年原油产量平均为 1090 万桶/日, 较 2017 年增加了 160 万桶/日, 达到了产量的历史峰值。2019 年美国原油产量将达到 1210 万桶/日, 2020 年为 1290 万桶/日, 主要增量来自于二叠纪盆地。2019 年非 OPEC 供应量将增长 240 万桶/日, 2020 年为 190 万桶/日, 其中美国增量分别预计为 170 万桶/日及 120 万桶/日; 巴西分别增加 30 万桶/日及 20 万桶/日。加拿大 2019 年的供应量或因阿尔伯塔省减产而下降 10 万桶/日; 减产解除后, 2019 年年末将增长 20 万桶/日。加拿大的油砂项目将继续主导产量增长。巴西产量 2019 年将增加超过 30 万桶/日, 2020 年将增加 20 万桶/日。俄罗斯在 2019 年上半年会因减产协议从历史高位逐步减产, 但 2019 年下半年至 2020 年或恢复增长。

OPEC 减产协议会帮助油市在 2019 年下半年恢复平衡, 减产在 2019 及 2020 年均均为 100 万桶/日。伊拉克是 OPEC 的主要增量国, 基尔库克北部的产能增加及伊拉克-库尔德管输恢复都

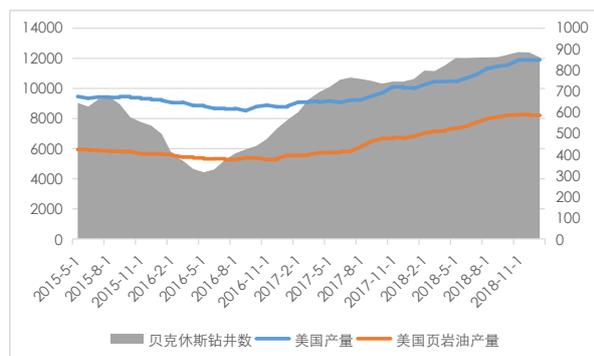
会增加出口量，并促进增产。美国对伊朗的制裁豁免预计不会延期，且伊朗国内炼厂开工率增加，自身需求上升，因此伊朗的出口量将会比产量下降得更快。委内瑞拉 2018 年产量已降至 120 万桶/日，接近 2003 年上半年以来的最低值，目前又因美国制裁，产量将进一步下滑，造成的供应缺口约为 100 万桶/日。利比亚因沙拉拉油田被当地民兵占领而意外损失了产量；尼日利亚因管道损坏而产量下滑，两者大约共损失了 30 万桶/日的产量。

图 9：全球原油产量（千桶/日）



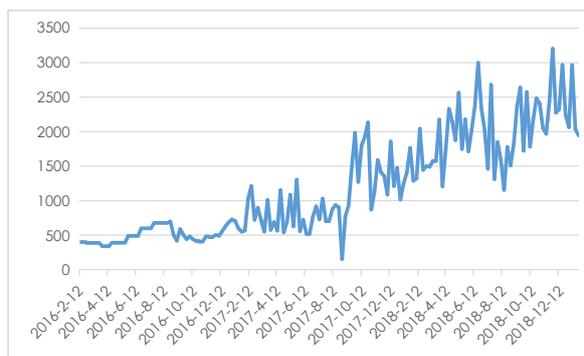
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 10：美国原油、页岩油产量（千桶/日）及贝克休斯钻井数（座）



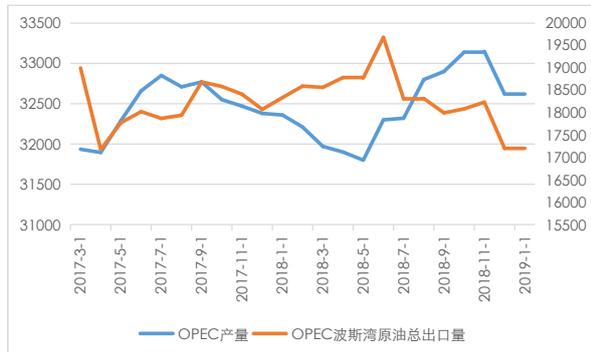
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 11：美国原油出口量（千桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 12: OPEC 原油产量及 OPEC 波斯湾原油出口量 (千桶/日)



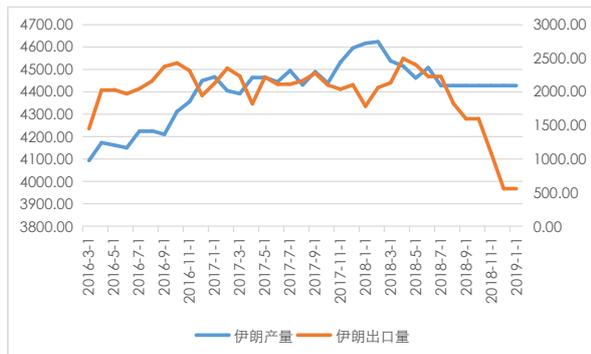
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 沙特原油产量及出口量 (千桶/日)



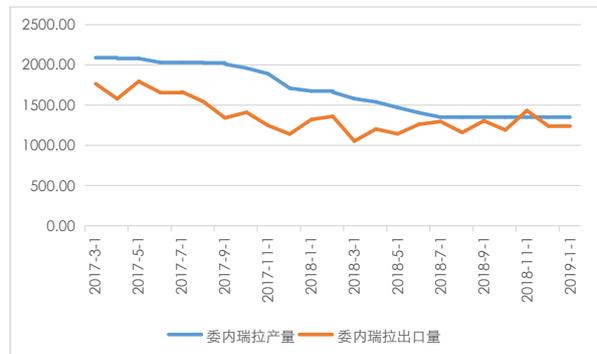
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 14: 伊朗原油产量及出口量 (千桶/日)



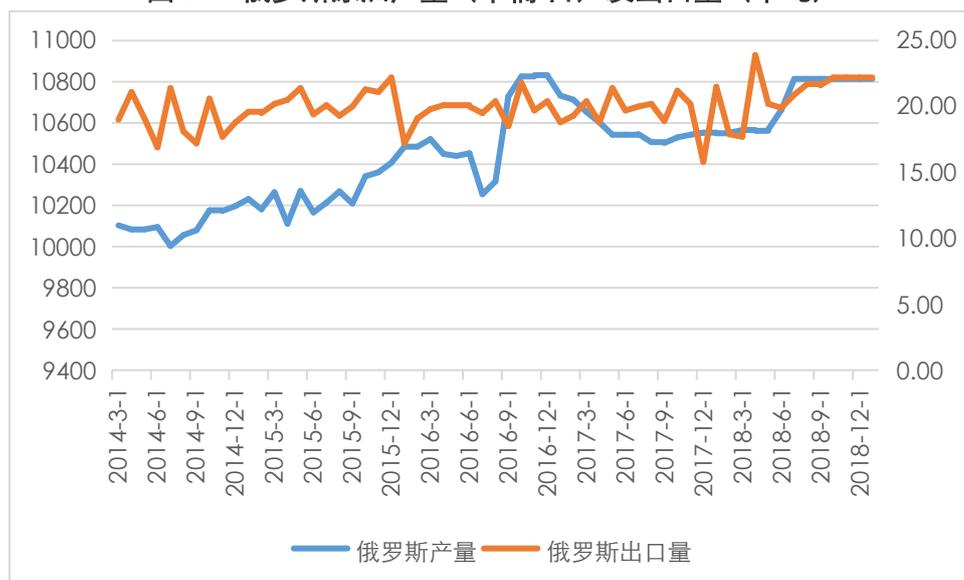
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 委内瑞拉原油产量及出口量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 俄罗斯原油产量 (千桶/日) 及出口量 (千吨)



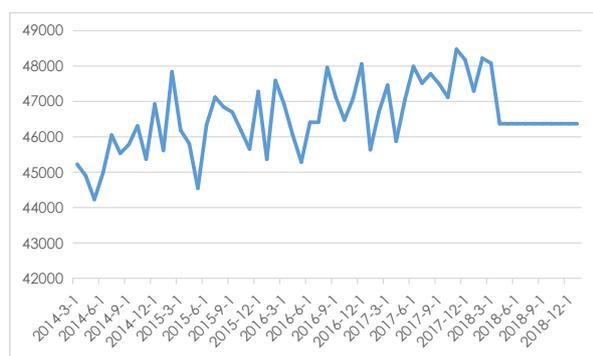
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.2 需求端

非 OECD 国家继续主导需求增量。2019 年石油需求增量将达 104-110 万桶/日，2020 年为 120 万桶/日，增量主要来自中国及印度。中国 2019 及 2020 年的需求量将增加 50 万桶/日，经济增速放缓导致中国原油需求不变。印度 2019 及 2020 年的需求量将增加 20 万桶/日。

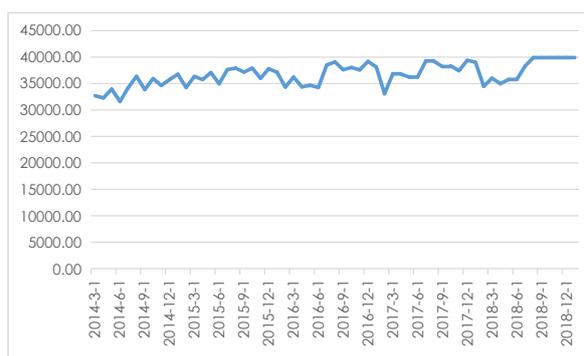
OECD 国家受美国需求提振，2019 年需求将增加 25-40 万桶/日，2020 年增加 30 万桶/日。其中美国 2019 年增加 30 万桶/日，2020 年 20 万桶/日；欧洲 2019 及 2020 年增加 9 万桶/日；日本 2019 及 2020 年均减少 8 万桶/日。

图 17: OECD 原油消费量 (千桶/日)



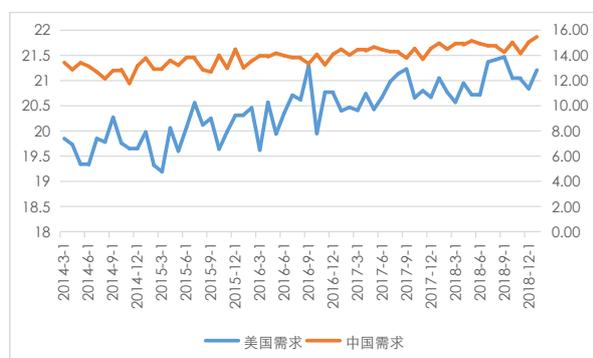
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



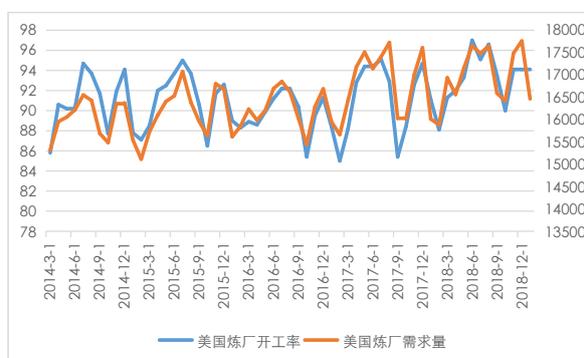
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 美国、中国原油需求量 (百万桶)



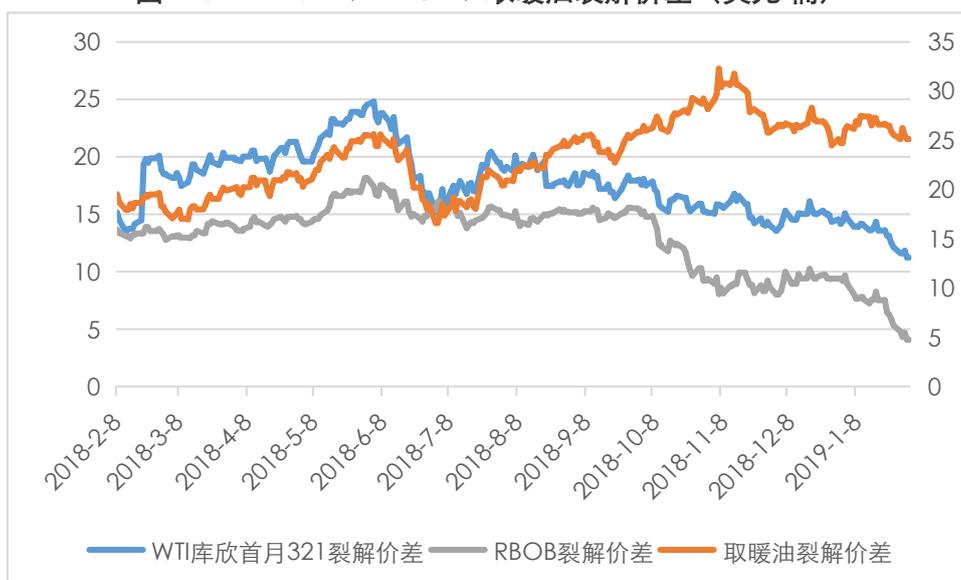
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 20: 美国炼厂开工率 (%) 及炼厂需求量 (万桶/日)



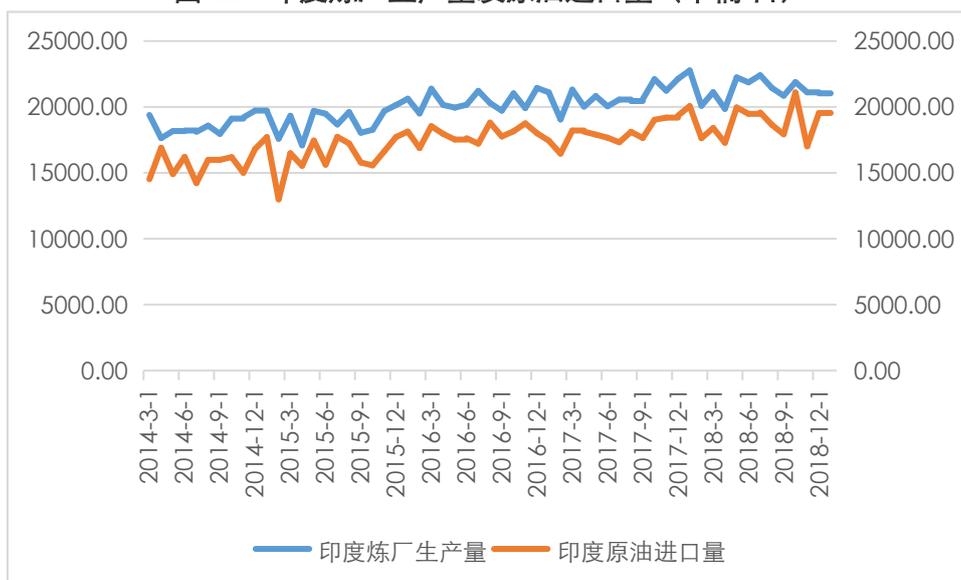
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 21: WTI 321、RBOB、取暖油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 22: 印度炼厂生产量及原油进口量 (千桶/日)

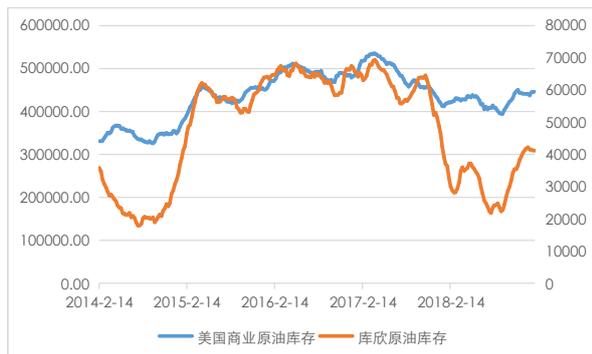


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.3 库存

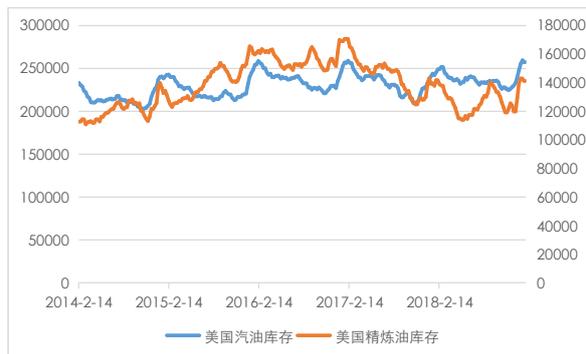
2019 年, 受美国及非 OPEC 产量大增, 全球原油库存将增长 20 万桶/日。2020 年将增长 40 万桶/日。但伊朗的浮式库存可能因美国制裁而无法卖出。美国原油库存同比增长 0.8%, 或 1040 万桶, 较 5 年均值高 3.2%, 或 3830 万桶。2018 年末, OECD 库存为 2.9 亿桶, 2019 年底预计约在 3 亿桶以内, 2020 年升至 3 亿桶以上。新加坡成品油库存增加了环比增加 690 万桶, 同比减少 4.3%, 或 200 万桶。ARA 成品油库存环比下降 350 万桶, 同比增加 2.2%, 或 80 万桶。

图 23: 美国原油、库欣库存 (千桶/日)



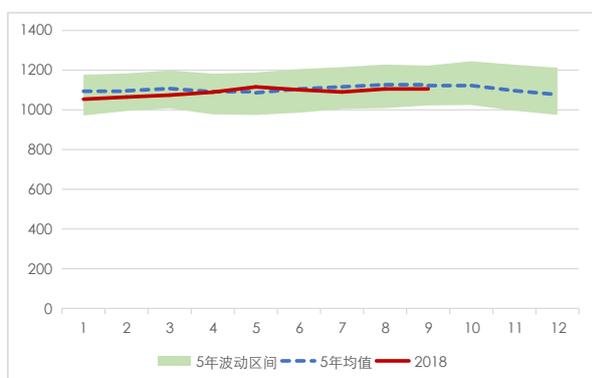
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 美国汽油、精炼油库存 (千桶/日)



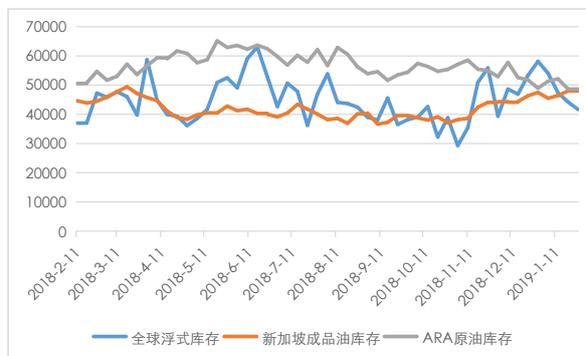
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 25: OECD 原油库存 (百万桶)



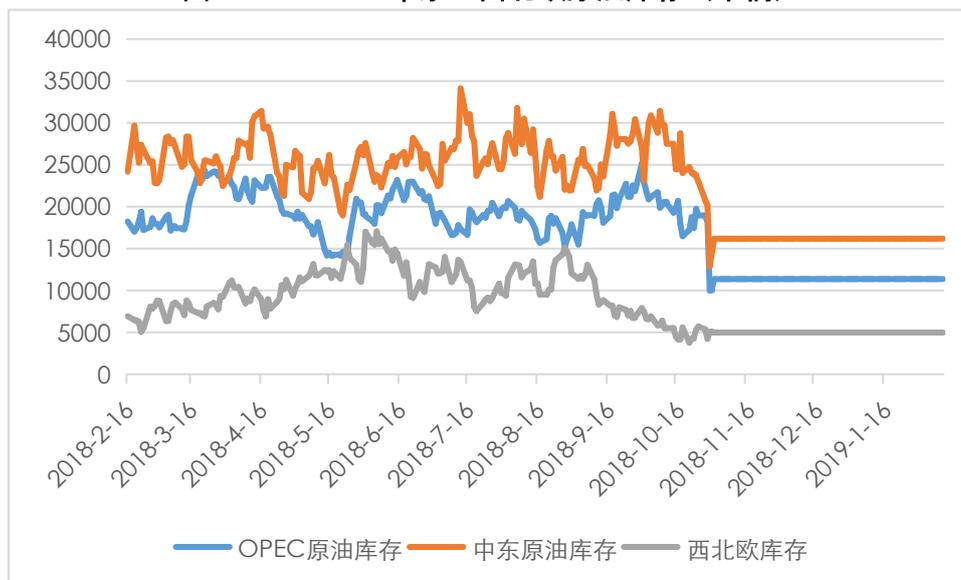
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 26: 全球、新加坡、ARA 原油库存 (千桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 27: OPEC、中东、西北欧原油库存 (千桶)

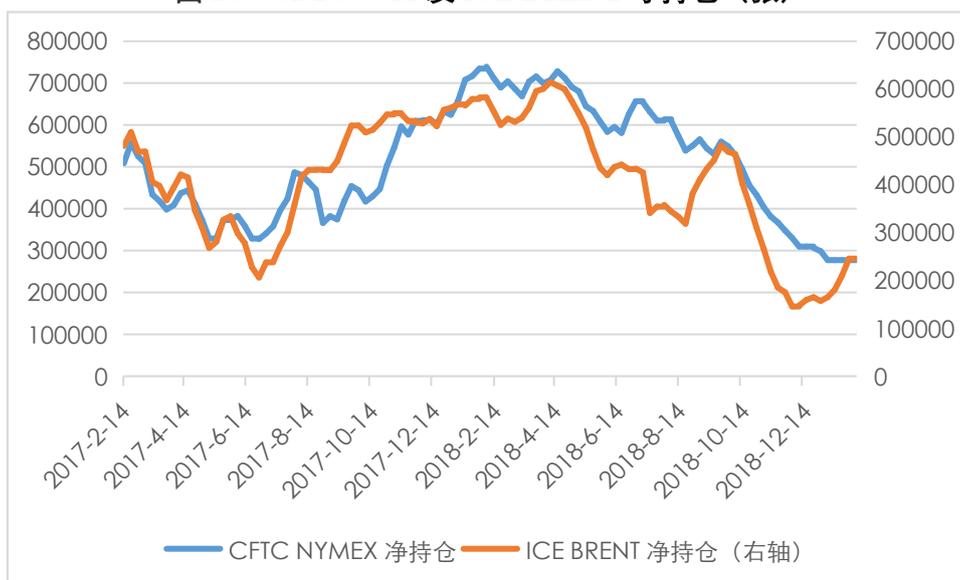


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

5.4 机构持仓

1月以来，ICE 投机者所持的布伦特原油净多头头寸连续增加，受 OPEC 减产影响，对油价看多情绪回暖。但 CFTC 持仓有所回落，显示美国原油产量不减，全球经济拖累原油预期，导致市场对原油看多情绪降温。

图 28: CFTC WTI 及 ICE BRENT 净持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

节后市场供需两淡，短期煤价继续上涨乏力

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

刘倡

投资咨询号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月份动力煤市场整体跌宕起伏，市场活跃度较差，成交冷清。月初在下游需求不佳的情况下，动煤期价维持低位震荡调整；随后由于陕西神木突发煤矿事故，促使神木、府谷等地出现大面积停产，动力煤期现货价格均震荡走高；然后在各地方政府发布保供文件叠加下游需求依然疲软的影响下，动力煤期现货价格开始震荡回落；最后在市场传言部分港口禁止卸澳洲煤的影响下，1月31日动煤期价大幅走高。主力合约ZC905收于586.2元/吨，月涨24.6元/吨，涨幅4.38%；持仓26.2万手，成交393.3万手，放量减仓。

● 后市展望及策略建议

2月份恰值春节假期，工业企业停产放假，下游电厂日耗进入低谷期；按照往年经验，工业企业开工、电力需求恢复正常需到正月十五之后，因此整体来看2月份动力煤需求相对不高。

供应端，虽然各地方政府发布保供文件，但神木矿难事故引起的大范围煤矿停产影响仍存，短期煤炭供应量难以大幅回升。

整体来看，未来一段时间内煤炭市场仍将延续供需两淡态势，预计在中下游高库存的情况下，2月份煤炭市场整体偏弱运行；但随着工业企业陆续开工，不排除节后下游可能存在一定的阶段性补库行为，或对煤炭价格形成一定的支撑。预计节后动力煤价格或维稳运行为主，继续上涨动力不足，仍需重点关注节后下游复产复工情况以及进口煤政策的变化，仅供参考。

1.信息回顾

1.1 华盛顿中美经贸高级别磋商结束

中美经贸高级别磋商结束，双方在两国元首阿根廷会晤达成的重要共识指引下，讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题。双方牵头人重点就其中的贸易平衡、技术转让、知识产权保护、实施机制等共同关心的议题以及中方关切问题进行了坦诚、具体、建设性的讨论，取得重要阶段性进展。双方还明确了下一步磋商的时间表和路线图。中方将有力度地扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口。

中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将于 2 月 14 日至 15 日在北京，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行新一轮中美经贸高级别磋商。双方将在不久前华盛顿磋商基础上，就共同关注问题进一步深入讨论。

1.2 制造业需求走弱压力仍存

2019 年 1 月 31 日，国家统计局发布数据显示，2019 年 1 月制造业 PMI 为 49.5%，连续 4 个月回落后，环比微升 0.1 个百分点；稳增长政策发力下，PMI 止跌微升，但仍低于荣枯线，揭示当前内外需求走弱压力仍存。同期，2 月 1 日公布的 1 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得 48.3，低于 2018 年 12 月 1.4 个百分点，为 2016 年 3 月以来新低，显示制造业运行进一步放缓。

财新制造业 PMI 与统计局制造业 PMI 走势并不一致，但二者均位于荣枯线下方运行，显示中国经济走弱趋势仍将延续。

1.3 全国各煤炭主产地陆续开展高风险煤矿安全“体检”工作

1 月 16 日，应急管理部、国家煤矿安监局要求，各产煤地区、有关部门和煤矿企业要坚决防范遏制重特大事故；切实做好春节期间和“两会”后停产检修、复工复产、应急值班值守等工作，推进全国煤矿安全生产形势持续稳定好转。

山西煤矿安全监察局发出“通报”要求，各单位、各部门要加大执法检查力度，严厉打击各类违法违规行为。陕西省人民政府发布通知称，陕西省将从即日起至 2019 年 6 月底开展全省各类煤矿安全整治工作。对存在整治内容所列问题煤矿、列入淘汰落后产能、化解过剩产能退出规划（计划）煤矿、排查整治工作不严格不彻底煤矿，一律依法责令停产整顿。

1.4 2019 年美联储首次 FOMC 议息会议决定暂不加息

美东时间 1 月 30 日周三，美联储 2019 年首次 FOMC 议息会议决定暂不加息，保持联邦基金利率目标区间在 2.25%-2.5% 不变，符合市场预期。美联储发出了暂停加息的最强信号，声明承诺对进一步加息有耐心，承认通胀预期下降，将经济表现从“强劲”下调至“稳固”，新增三大段承诺灵活调整缩表。

1.5 美国 1 月非农数据较为强劲

美国劳工部 2 月 1 日发布数据显示，美国 1 月非农新增就业人数 30.4 万，预期 16.5 万，前值由 31.2 万下修至 22.2 万；失业率 4%，创 7 个月新高，预期 3.9%，前值 3.9%；劳动力参与率 63.2%，预期 63%，前值 63.1%。

2.行情回顾

2.1 动力煤期货走势

1 月份动力煤市场整体跌宕起伏，市场活跃度较差，成交冷清。月初在下游需求不佳的情况下，动煤期价维持低位震荡调整；随后由于陕西神木突发煤矿事故，促使神木、府谷等地出现大面积停产，动力煤期现货价格均震荡走高；随后在各地方政府发布保供文件叠加下游需求依然疲软的影响下，动力煤期现货价格开始震荡回落；最后在市场传言部分港口禁止卸澳洲煤的影响下，1 月 31 日动煤期价大幅走高。主力合约 ZC905 收于 586.2 元/吨，月涨 24.6 元/吨，涨幅 4.38%；持仓 26.2 万手，成交 393.3 万手，放量减仓。

图 1: 动煤 ZC905 行情走势

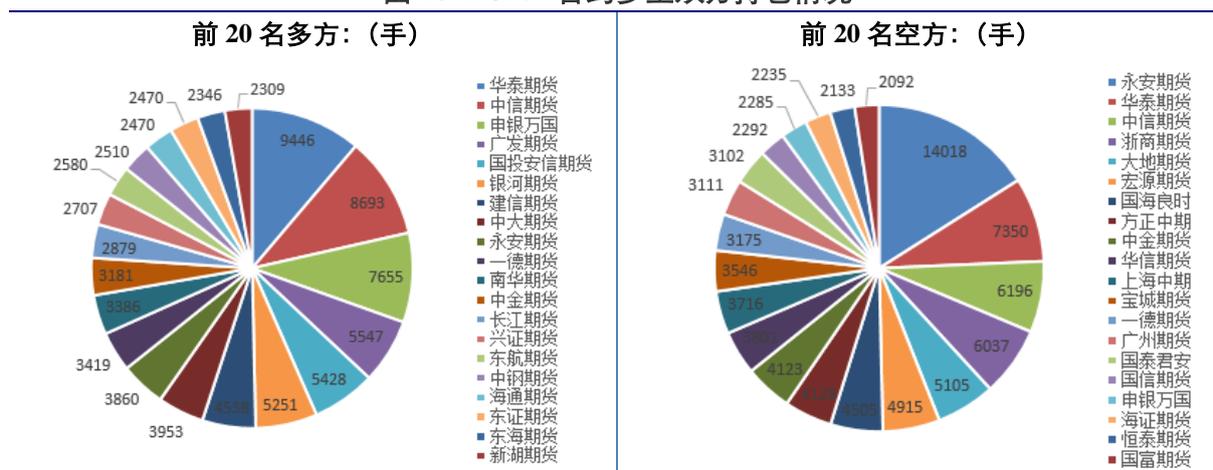


数据来源：兴证期货研发部，文华财经

2.2 持仓情况

截止 2 月 1 日，主力合约 ZC905 前 20 名多方持仓由 103736 手减至 84628 手，前 20 名空方持仓由 103575 手减至 87865 手；ZC 合约前 20 名多方持仓 116109 手，前 20 名空方持仓 116731 手。从机构持仓层面看，空方较多方略有一定的优势。

图 2: ZC905 合约多空双方持仓情况



数据来源: 兴证期货研发部, 郑州商品交易所

3. 现货市场

3.1 环渤海价格指数

截至 1 月 30 日, 环渤海动力煤价格指数报 571 元/吨, 较前一月上涨 2 元/吨, 涨幅 0.35%, 先扬后抑。元旦前后, 环渤海动力煤市场供需宽松格局略有收紧, 促使 BSPI 指数止跌反弹; 随后受神木矿难事故影响, 安全检查面积扩大, 产地煤炭价格快速上涨, 到港成本增加, 从而带动 BSPI 指数小幅上涨。但随着增产措施、保供政策相继出台, 加之节前假期效应显现, 动力煤市场需求转淡, 促使最新一期 BSPI 指数掉头回落。

图 3: 环渤海动力煤价格指数走势图 (元/吨)

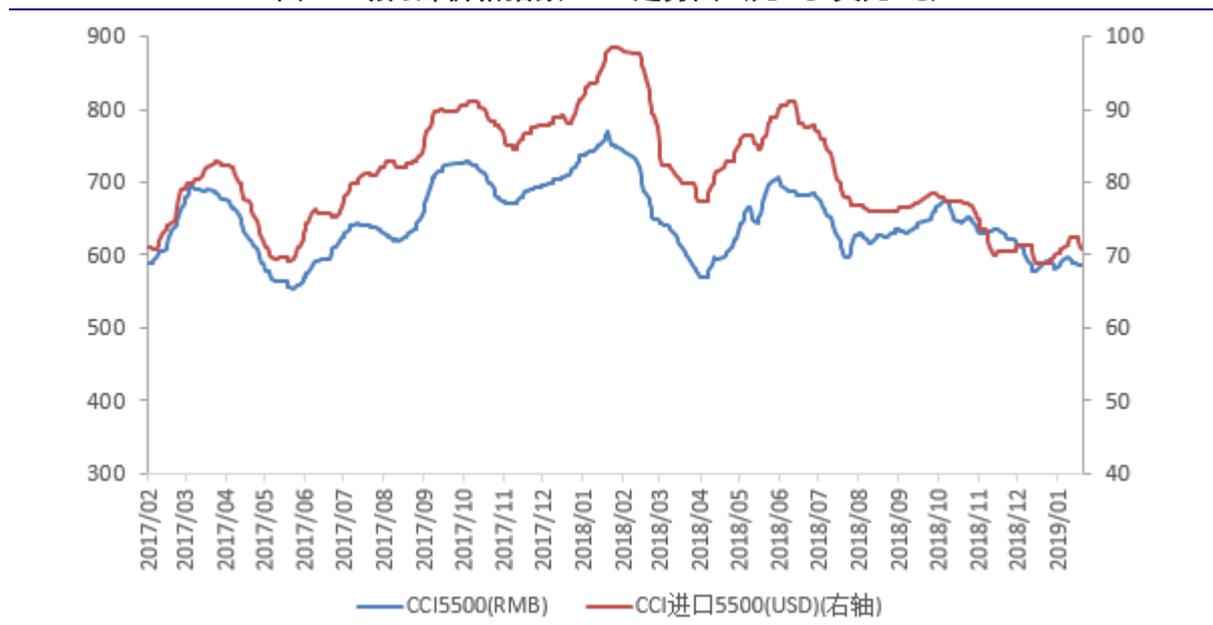


数据来源: 兴证期货研发部, Wind

3.2 CCI 指数

1 月份动力煤市场整体跌宕起伏，市场活跃度较差，成交冷清。月初在下游需求不佳的情况下，动力煤现货价格冲高回落；随后由于陕西神木突发煤矿事故，促使神木、府谷等地出现大面积停产，动力煤现货价格震荡走高；然后在各地方政府发布保供文件叠加下游需求依然疲软的影响下，动力煤现货价格开始震荡回落。1 月份 CCI5500 指数、CCI 进口 5500 指数整体均呈现冲高回落态势；CCI5500 指数由 579 元/吨上涨至 596 元/吨后回落至 587 元/吨，CCI 进口 5500 指数由 69 美元/吨上涨至 72.5 美元/吨后回落至 70.8 美元/吨。

图 4：动力煤价格指数 CCI 走势图（元/吨 美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，Wind

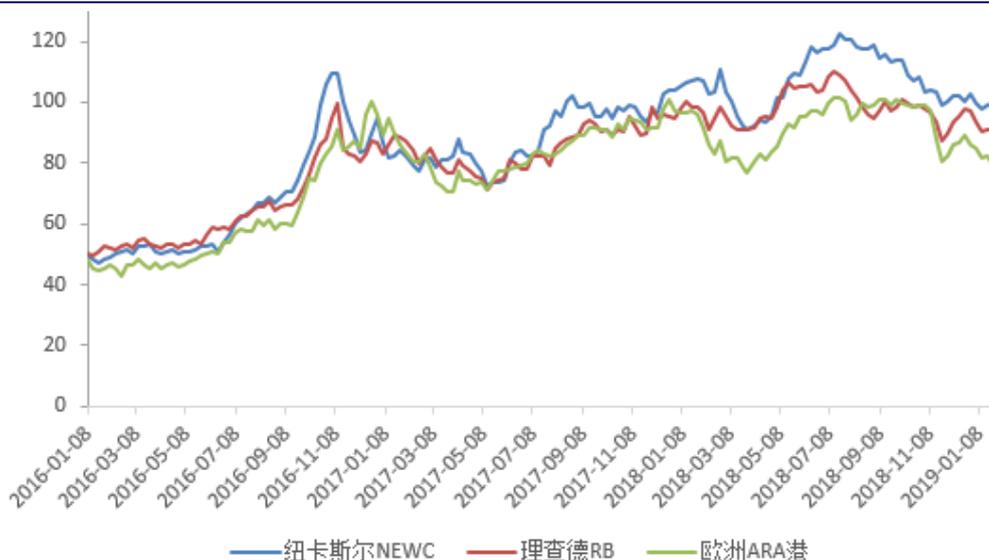
3.3 国际动力煤市场

1 月份，国际动力煤市场全线下行，整体弱势震荡运行。

(单位: 美元/吨)	12月31日	1月4日	1月11日	1月18日	1月25日	2月1日
纽卡斯尔 NEWC	101.38	99.54	97.61	99.30	99.78	99.50
理查德 RB	96.00	93.73	90.51	91.10	90.76	88.44
欧洲 ARA 港	85.75	84.81	81.51	82.60	78.99	77.54

截止 2 月 1 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格指数 99.5 美元/吨，较上月下跌 1.88 美元/吨，跌幅为 1.85%；南非理查德港动力煤价格指数 88.44 美元/吨，较上月下跌 7.56 美元/吨，跌幅为 7.88%；欧洲 ARA 三港市场动力煤价格指数 77.54 美元/吨，较上月下跌 8.21 美元/吨，跌幅为 9.57%。

图 5：国际三大港口动力煤价格指数走势图（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部，Wind

4. 基本面

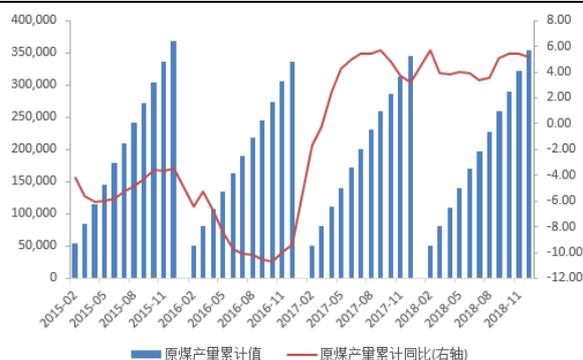
4.1 神木矿难事故影响仍存，短期煤炭供应量难以大幅回升

2018年1-12月，全国原煤累计产量35.46亿吨，累计同比增长5.2%；其中12月份原煤产量3.2亿吨，同比增长2.1%，环比增长1.6%。随着新增产能陆续释放，煤炭产量继续回升；但神木矿难事故引起的大范围煤矿停产影响仍存，短期煤炭供应量难以大幅增加。

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

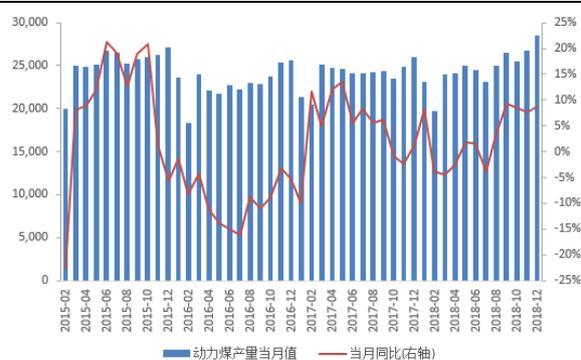
2018年1-12月，动力煤累计产量29.6亿吨，累计同比增长2.99%；其中12月份动力煤产量2.85亿吨，同比增长8.6%，环比增长4.6%。

图 6：原煤产量



数据来源：兴证期货研发部，Wind

图 7：动力煤产量



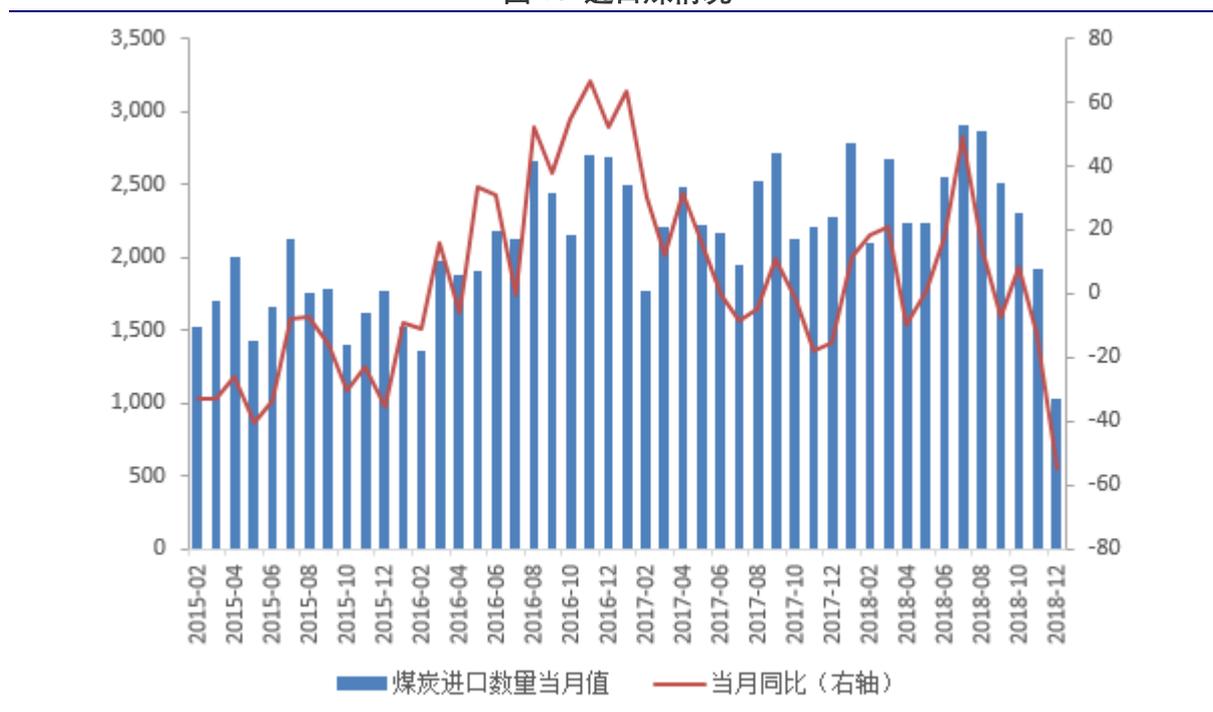
数据来源：兴证期货研发部，Wind

4.2 进口煤政策仍存变数

2018年1-12月份，全国共进口煤炭28123万吨，累计同比增长3.9%。其中12月份，进口煤炭1023万吨，同比减少1251万吨，下降55.01%；环比减少892.3万吨，下降46.59%。在进口平控政策的影响下，12月份进口煤量进一步缩减；2019年1月份进口煤将集中报关，预计1月份煤炭进口将有所回升，然而目前市场传言部分港口禁止卸澳洲煤，进口煤政策仍存在一定的变数。

2018年1-12月份，全国累计进口动力煤11316万吨，累计同比增长7.22%；其中12月份，进口动力煤400万吨，同比下降55.95%，环比下降46.45%。

图8：进口煤情况

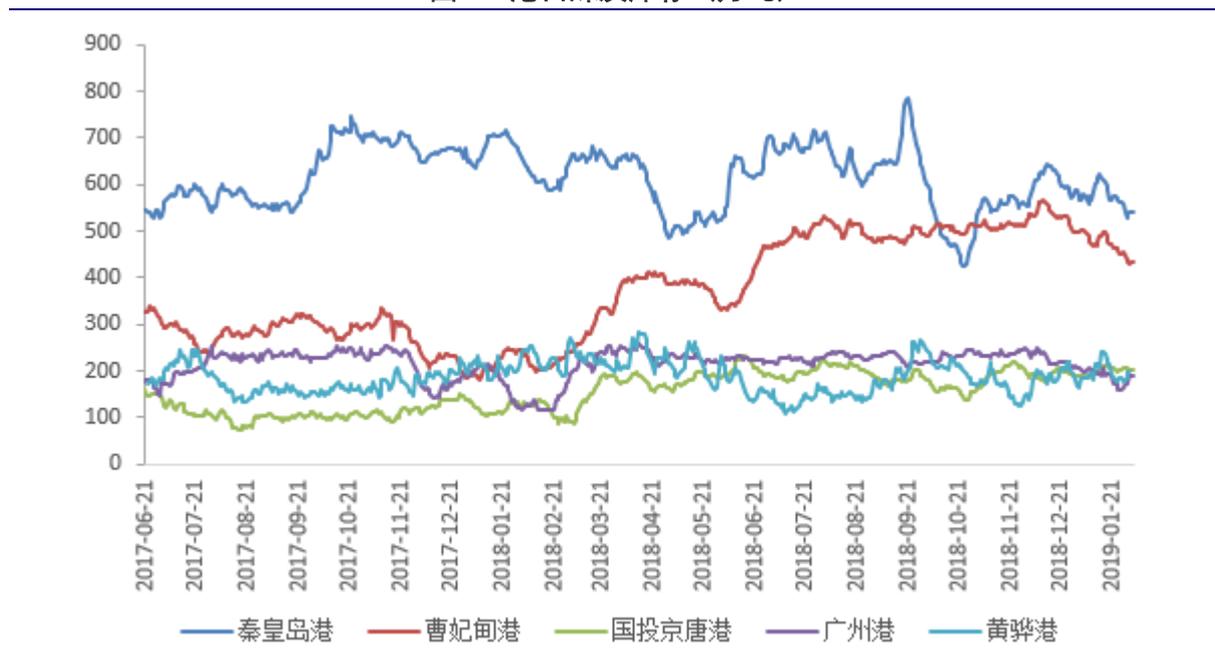


数据来源：兴证期货研发部，Wind

4.3 港口库存虽大幅下降，但仍维持相对高位

由于坑口-港口价格长时间的倒挂，港口调入量维持低位，加之部分企业节前集中采购补库，港口调出量有所增加，从而导致港口库存大幅下降；但春节假期期间，下游需求减弱，港口库存或将维持高位运行。截至2月3日，环渤海四港煤炭库存1670.8万吨，较上月同期大幅减少225.7万吨，减幅为11.90%。秦皇岛港煤炭库存541万吨，较上月同期减少36万吨，减幅为6.24%。黄骅港煤炭库存127.2万吨，较上月大幅减少119.1万吨；曹妃甸港煤炭库存432.8万吨，较上月大幅减少64.7万吨；京唐国投港煤炭库存201万吨，较上月增加13万吨。同期，广州港煤炭库存190万吨，较上月同期减少17万吨，减幅为8.21%。

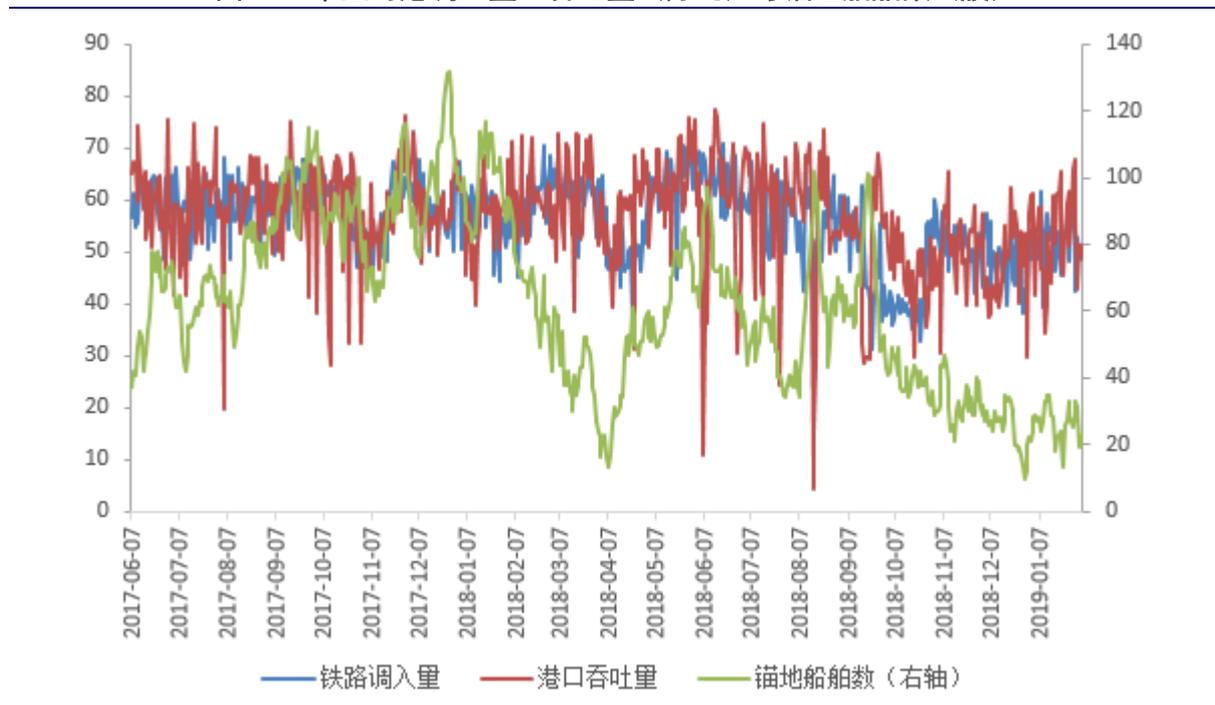
图 9：港口煤炭库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部，Wind

由于坑口-港口价格长时间的倒挂，贸易商发运积极性不高，港口调入量维持低位；加之部分企业节前集中采购补库，港口调出量有所增加。1 月份，秦皇岛港日均铁路到车量 6524 车，环比增加 552 车；日均调入量 51.89 万吨，环比增加 3.94 万吨；日均吞吐量 53.57 万吨，环比增加 6.14 万吨。锚地船舶数日均 26.65 艘，环比增加 1.55 艘。

图 10：秦皇岛港调入量、吞吐量（万吨）与锚地船舶数（艘）

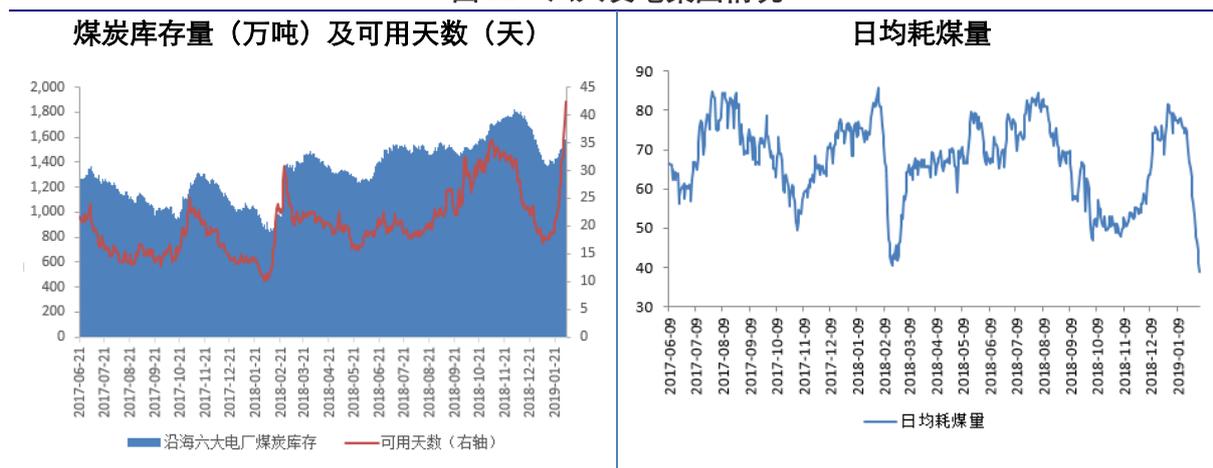


数据来源：兴证期货研发部，Wind

4.4 电厂库存高位叠加春节假期，采购积极性难有提升

受春节假期影响，用电工业企业陆续停产放假，电厂日耗季节性回落预期陆续兑现，沿海六大电厂日耗煤量下滑至 40 万吨水平，电厂库存重新累积到 1600 万吨附近。整体来看，电厂补库需求暂时不会太高，短期采购需求释放依旧有限。截止 2 月 3 日，沿海六大发电集团煤炭库存为 1641.68 万吨，较上月同期增加 146.57 万吨，增幅为 8.93%；可用天数由 18.86 天至 42.32 天。日均耗煤量 38.79 万吨，较上月同期减少 40.47 万吨。

图 11：六大发电集团情况



数据来源：兴证期货研发部，Wind

4.5 受春节假期影响，煤炭需求偏弱运行

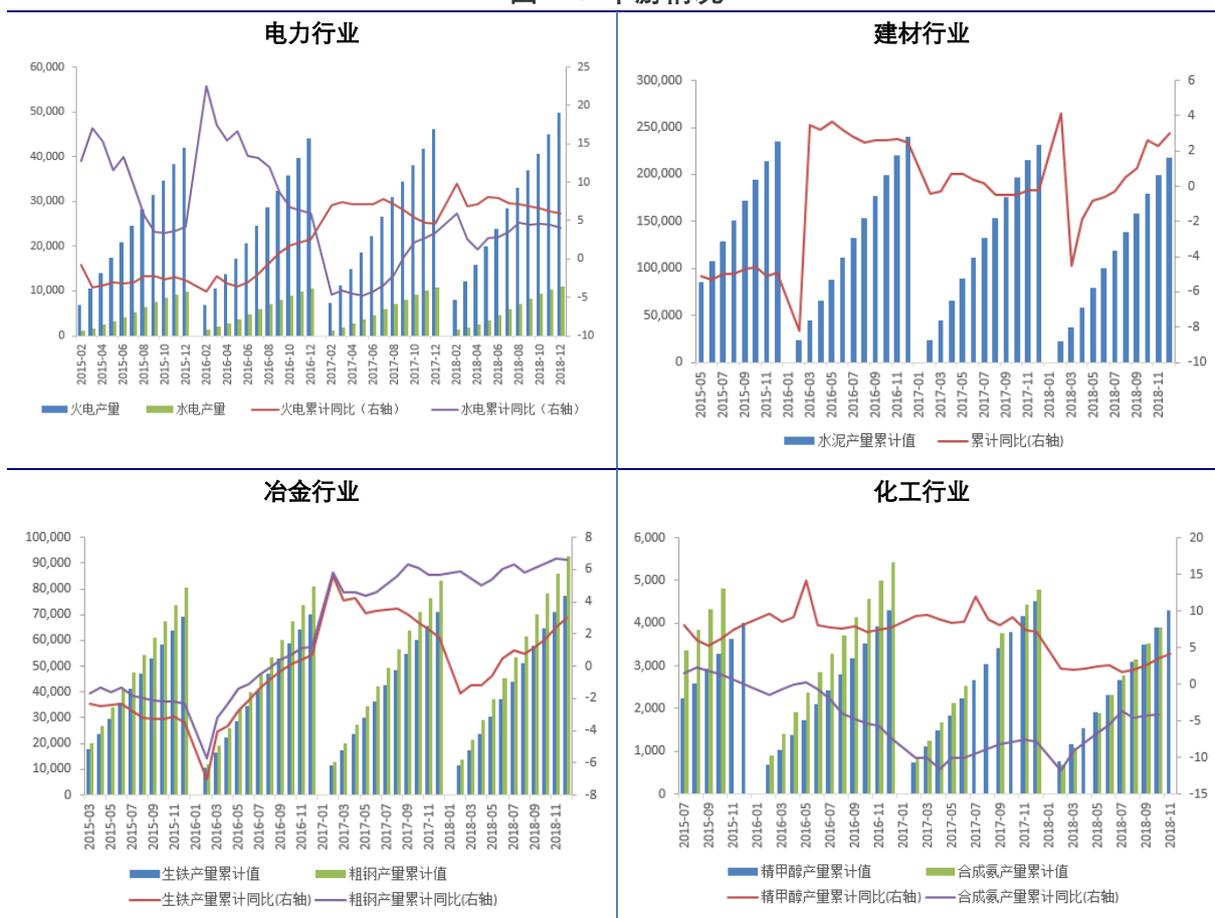
电力：随着用电工业企业停产放假，电厂煤耗季节性回落，短期电煤需求难有提升。2018 年，全社会用电量 68449 亿千瓦时，累计同比增长 8.5%；其中 12 月份全社会用电量 6250 亿千瓦时，同比增长 8.8%。2018 年，全国发电量 67914 亿千瓦时，累计同比增长 6.8%；其中 12 月份全国发电量 6200 亿千瓦时，同比增长 6.2%。2018 年，火电产量 49795 亿千瓦时，累计同比增长 6.0%；其中 12 月份火电产量 4776 亿千瓦时，同比增长 5.0%。2018 年，水电产量 11028 亿千瓦时，累计同比增长 4.1%；其中 12 月份水电产量 718 亿千瓦时，同比减少 0.9%。

建材：水泥价格高位运行，产量环比有所下降。2018 年，全国水泥产量 217667 万吨，累计同比增长 3.0%；其中 12 月份水泥产量 18394 万吨，同比增长 4.3%。

冶金：由于环保限产力度不及预期，钢厂开工高于往年同期，生铁粗钢产量继续增长。2018 年，全国生铁产量 77105 万吨，累计同比增长 3.0%；其中 12 月份生铁产量 6320 万吨，同比增长 9.4%。2018 年，全国粗钢产量 92826 万吨，累计同比增长 6.6%；其中 12 月份粗钢产量 7612 万吨，同比增长 8.2%。

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

图 12: 下游情况



数据来源：兴证期货研发部，Wind

4.6 需求不佳，海运费大幅下挫

由于全球经济放缓，大宗商品需求不佳，航运市场需求疲软，国际航运运费不断下跌，促使波罗的海干散货指数 (BDI) 连续下挫。截止 2 月 8 日，波罗的海干散货指数 (BDI) 为 601 点，较上月同期大幅下跌 681 点，跌幅为 53.12%。

截至 2 月 1 日，沿海煤炭运费综合指数 (CBCFI) 为 530.89 点，较上月同期大幅下降 219.12 点，减幅为 29.22%。受春节假期影响，用电工业企业陆续停产放假，拉运需求逐渐放缓，运力市场整体供应宽松，从而沿海煤炭运费弱势运行。按照往年经验，工业企业开工、电力需求恢复正常需到正月十五之后，预计节后一段时间，航运市场需求仍将相对偏低，沿海煤炭运费或继续低位徘徊。

截止 2 月 1 日，秦皇岛-广州运费 25 元/吨，较上月大幅下降 12 元/吨；秦皇岛-上海运费 18 元/吨，较上月大幅下降 9.3 元/吨。

图 13: 煤炭运费情况



数据来源：兴证期货研发部，Wind

5.总结

2 月份正值春节假期，工业企业停产放假，下游电厂日耗进入低谷期；按照往年经验，工业企业开工、电力需求恢复正常需到正月十五之后，因此整体来看 2 月份动力煤需求相对不高。

供应端，虽然各地方政府发布保供文件，但神木矿难事故引起的大范围煤矿停产影响仍存，短期煤炭供应量难以大幅回升。

整体来看，未来一段时间内煤炭市场仍将延续供需两淡态势，预计在中下游高库存的情况下，2 月份煤炭市场整体偏弱运行；但随着工业企业陆续开工，不排除节后下游可能存在一定的阶段性补库行为，或对煤炭价格形成一定的支撑。预计节后动力煤价格或维稳运行为主，继续上涨动力不足，仍需重点关注节后下游复产复工情况以及进口煤政策的变化，仅供参考。

需求缓慢恢复，TA 季节性累库

2019 年 2 月 11 日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林惠

投资咨询号：Z0012671

刘倡

投资咨询号：Z0013691

黄韵之

从业资格号：F3048897

联系人：刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1 月份在原油反弹及宏观情绪转暖下，PTA 期价表现强劲，3-5 价差先强后弱，5-9 价差震荡走强，但现货市场表现平淡，基差快速走缩，从月初 350 左右走弱至 50 左右。现货加工差稍有压缩在 970 元/吨，05 合约盘面加工差好转至 900 元/吨。

● 后市展望及策略建议

2 月，PTA 确定性检修较少，仅有华彬 140 万吨确定检修，同时聚酯负荷完全恢复要至农历二月中旬，因此 2 月累库力度较大，预计在 55~65 万吨上下，PTA 存在大幅累库趋势，社会库存预计至 145~155 万吨上下，2 月 PTA 面临淡季特征预计明显。

操作建议上，2 月大部分时间处于聚酯及终端恢复过程中，除非开工较快，不然需求预计无明显亮点，显著累库预期较为确定，同时 TA05/布油至 2.2，处于中枢偏上水平，追对谨慎，同时关注产成品库存后期积累速度，若积累速度较快，则有高位回调可能，但潜在利好仍在，产业链低库存下，有较高补库空间，预计 2 月下旬至 3 月聚酯及终端有高负荷运行预期，利于二季度 TA 去库，因此单边建议观望，待回调后可积极入多。5-9 价差同样观望，在回调后可积极入多。仅供参考。

1.PTA

1.1 生产与库存

1月PTA负荷在补库需求及高加工差刺激下显著回升，恒力及桐昆嘉兴二期也均推迟了检修计划，但福化工贸提负慢于预期、蓬威检修对冲了一定产量。1月月均负荷在81%左右（4923万吨产能基数），按31天计，月产量在350万吨附近。

聚酯方面，1月聚酯负荷基本负荷预估，月中多次产销放量使聚酯产成品库存下降，但上半月POY亏损仍使工厂开启检修，聚酯总负荷逐步下降。12月聚酯月均负荷在82%附近，按31天计，聚酯产量约380万吨，对应PTA需求在327万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，1月份PTA社会库存增加15万吨左右，期末库存在90万吨附近。

2019年2月份，PTA生产方面，2月确定性检修计划不多，主要是华彬140万吨装置，可能有检修预期的是前期推迟的恒力和桐昆嘉兴二期以及仪征化纤的小线，此外福化工贸450万吨提负仍有不确定性。按供应量最大估计，1月份PTA月均负荷约在89%左右，按28天计，2月PTA产量约370万吨；若福化工贸2月未能提负成功，产量预估在360万吨。

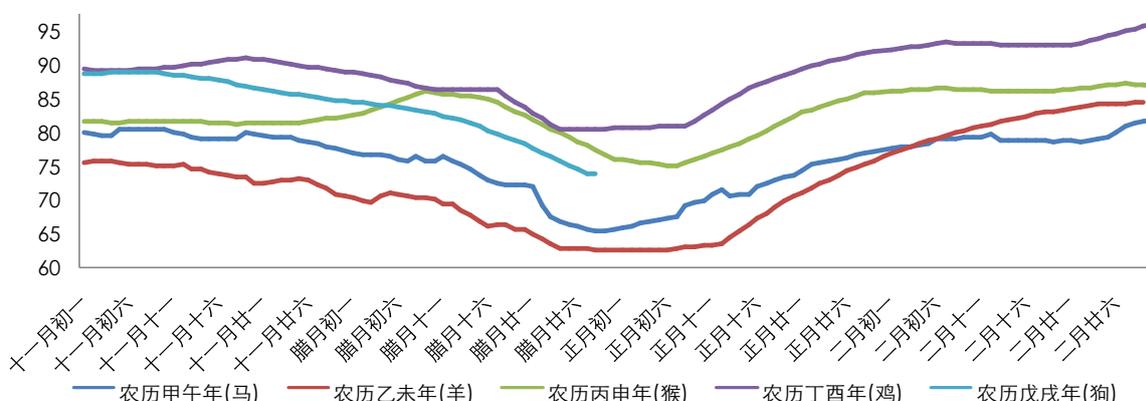
聚酯方面，当下仍处于假期状态，一般而言，终端要至正月十五后才显著复工，而聚酯负荷要至农历二月中旬左右才能恢复至最高峰，因此暂估2月月均负荷为77-79%，按28天计算，2月聚酯产量约在330万吨，对应PTA需求在285万吨左右，结合PTA进出口及其他领域消耗计算，2月PTA显著供过于求，预计社会库存变化+55~+65万吨，期末库存至145~155万吨。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化工贸	450	漳州	PTA 提负荷延后至农历春节后，1-2 月份产量缩减
扬子石化	35	南京	11.1 起因故停车，重启推迟至 3 月份
华彬石化	140	绍兴	1.26 起停车 30 天左右
逸盛（大连）	225	大连	11.25 起停车检修，于 1.18 左右升温重启，1.26 起完全恢复

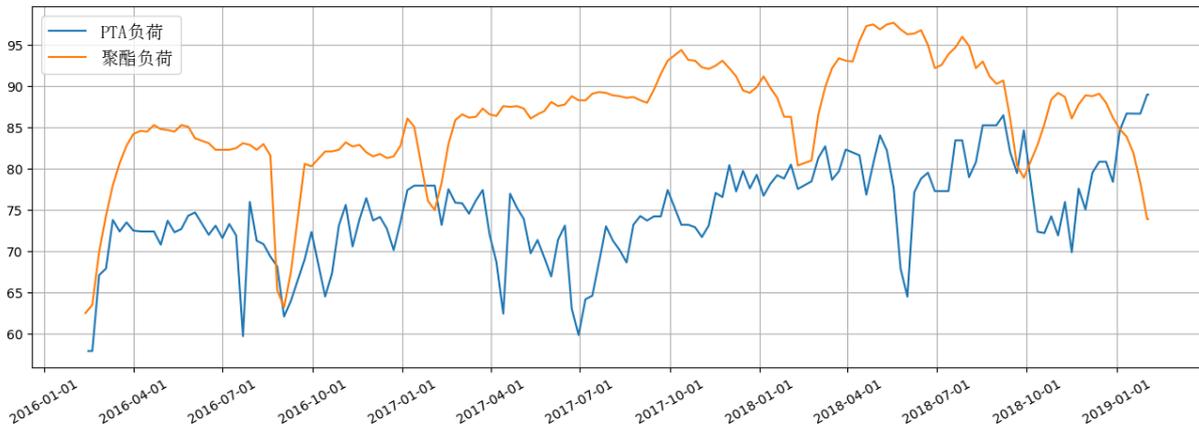
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图：春节前后聚酯负荷变动情况



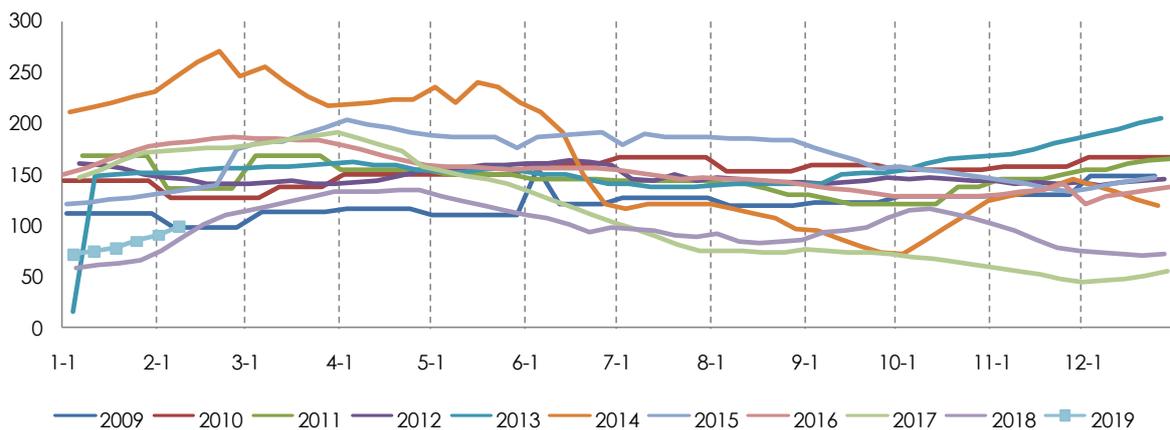
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 负荷走升, 聚酯负荷下降



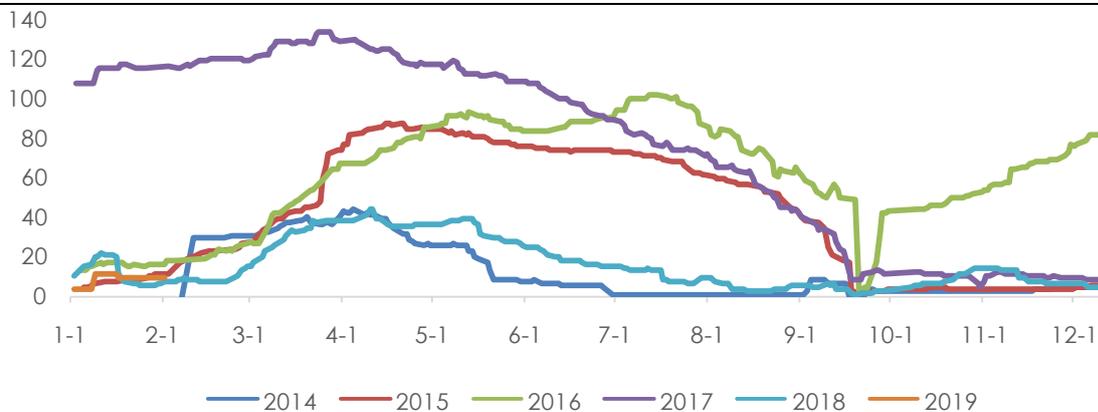
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 2: PTA 周度社会库存继续上升



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 3: 仓单不多



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

1.2 产业链利润方面

1月产业链利润表现聚酯弱、PTA及PX强。

PX随PTA偏强，1月开始，亚洲PX装置高位运行，负荷在85.4%附近维持，国内负荷在83.4%附近，PTA负荷在81%附近，整体供过于求，国内PX社会库存积累28万吨左右，但PTA价格随补货及商品整体提振而高位运行，PX因此较强，1月ACP未能谈成，CFR中国/台湾月均价在1041美元/吨，PX-石脑油月均在555美元/吨，环比上升7美元/吨和8美元/吨。

PTA加工差因缺货仍表现强势，但随聚酯亏损减产而有所降低，现货月均价在6437元/吨，现货月均加工差在860元/吨，环比下降104元/吨和78元/吨。

聚酯各产品现金流表现不一，上半月疲软，下半月在节前补货带动下有所回升，涤短持续低迷，POY先亏后盈，FDY、DTY和瓶片表现尚可。

2月，PX的ACP谈成在1050美元/吨，PTA负荷高位延续，但PX仍供过于求，PX加工差仍看PTA价格变动，PTA2月有较强累库压力，目前加工差在860元/吨附近，有继续压缩空间；聚酯环节，终端复工在2月20日后，且终端多已有备货，2月聚酯加工差难大幅提升。

图4：PX-石脑油维持高位，PTA加工差维持高位



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：盘面加工差回暖



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：基差逐步走弱



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 聚酯

2.1 切片

切片方面，1月表现稳中偏强，上中旬变化不大，下旬在宏观回暖原油反弹下，产业链积极补货，带动价格上行，至月末，半光、有光切片价格分别至7900、7850元/吨，环比上涨225元/吨和220元/吨。月均价半光、有光分别在7734、7692元/吨，环比下降248、338元/吨。

1月效益维持良好，MEG大幅下行带动下，1月聚酯原料成本下跌284元/吨，半光、有光均价跌幅不如原料，因此效益稳中转好，半光、有光切片1月平均现金流分别为盈利265、223元/吨左右，环比变动+37元/吨和-53元/吨。

2.2 长丝

长丝方面，1月，涤丝反弹企稳，上中旬表现平淡，下旬价格反弹，月底价格环比显著上升。POY150D/48F、FDY150D/96F、DTY150D/48F月末分别在8540、9460和10300元/吨左右，环比上涨350-500元/吨不等。

效益方面，涤丝现金流表现不一，POY多处于亏损中，但亏损缩窄，FDY和DTY表现较好，POY150D/48F、FDY150D/96F和DTY150D/48F月均现金流分别在-33、511和471元/吨，环比+48、+227和+99元/吨左右。

涤丝产销，12月国内主流直纺工厂长丝平均产销在72%附近，环比低15%。

长丝库存在集中节前补货后快速消化，月末POY、FDY、DTY分别在3.8天、9.2天和13.8天，去年同期在7.7天、9.8天、22天，同比水平尚可。

2.3 瓶片

瓶片方面，1月价格逐步上扬。内销市场，价格从7600-7700元/吨上涨至8400-8500元/吨出厂，月均价在8132元/吨，环比低135元/吨。外销市场，华东工厂商谈区间从1010美元/吨FOB上海港附近上涨至1080美元/吨FOB上海港附近，月均价在1051美元/吨，环比下降21美元/吨。

效益方面，现金流略有回升，内盘月均现金流在310元/吨，环比增140元/吨。

2.4 短纤

短纤方面，价格较其它聚酯产品表现弱势，1月底价格在8960元/吨，环比上涨230元/吨，但月均价仅在8799元/吨，环比降110元/吨。

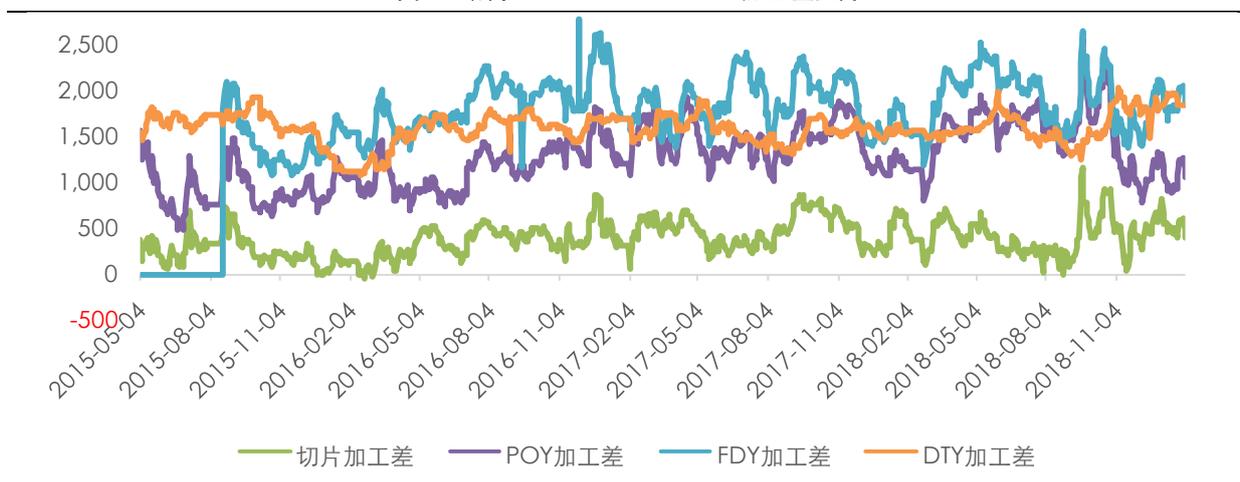
效益方面，效益显著好转，1月月均现金流在529元/吨，环比增183元/吨。

库存方面，部分涤短工厂有欠货，1月底库存在2.2天左右，去年同期在5.8天，显著低于往年。

2.5 展望

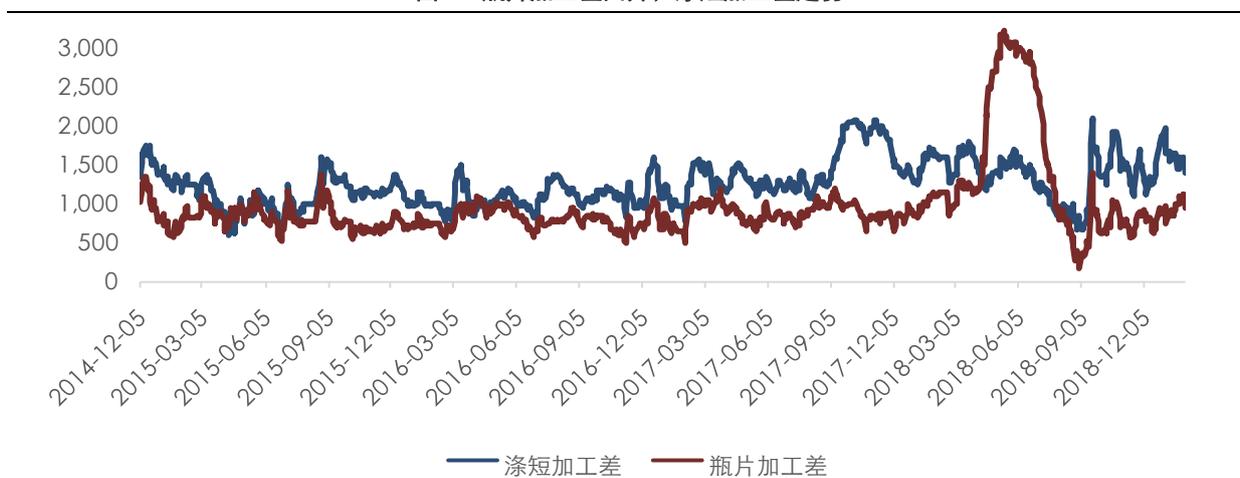
2月上旬及中旬终端仍处于放假过程中，对切片、涤丝、短纤需求不高，库存预计逐步积累，效益难以显著提升，库存水平偏低下，大幅压缩空间同样不多，2月下旬即使终端复产，但节前备货需要消化时间，因此2月聚酯产销预计刚需为主，价格随成本波动，低库存下，长丝及短纤有望按计划高负荷运行，但实际提负也需等到下旬。

图7：切片、POY、FDY、DTY加工差回升



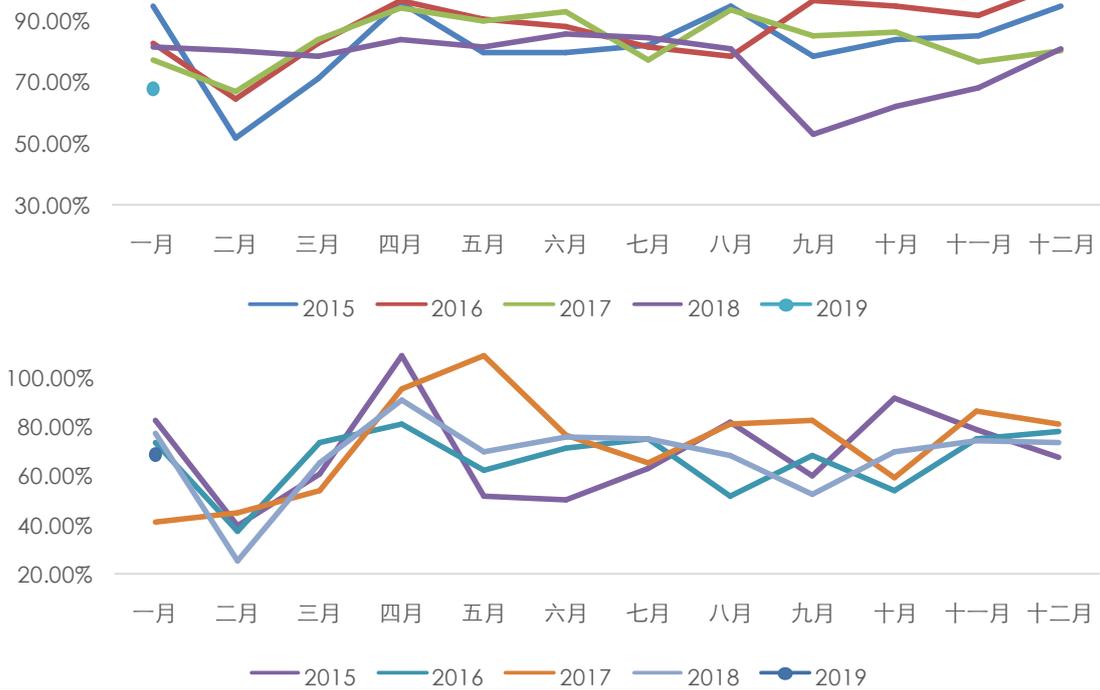
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：瓶片加工差回升，涤短加工差走弱



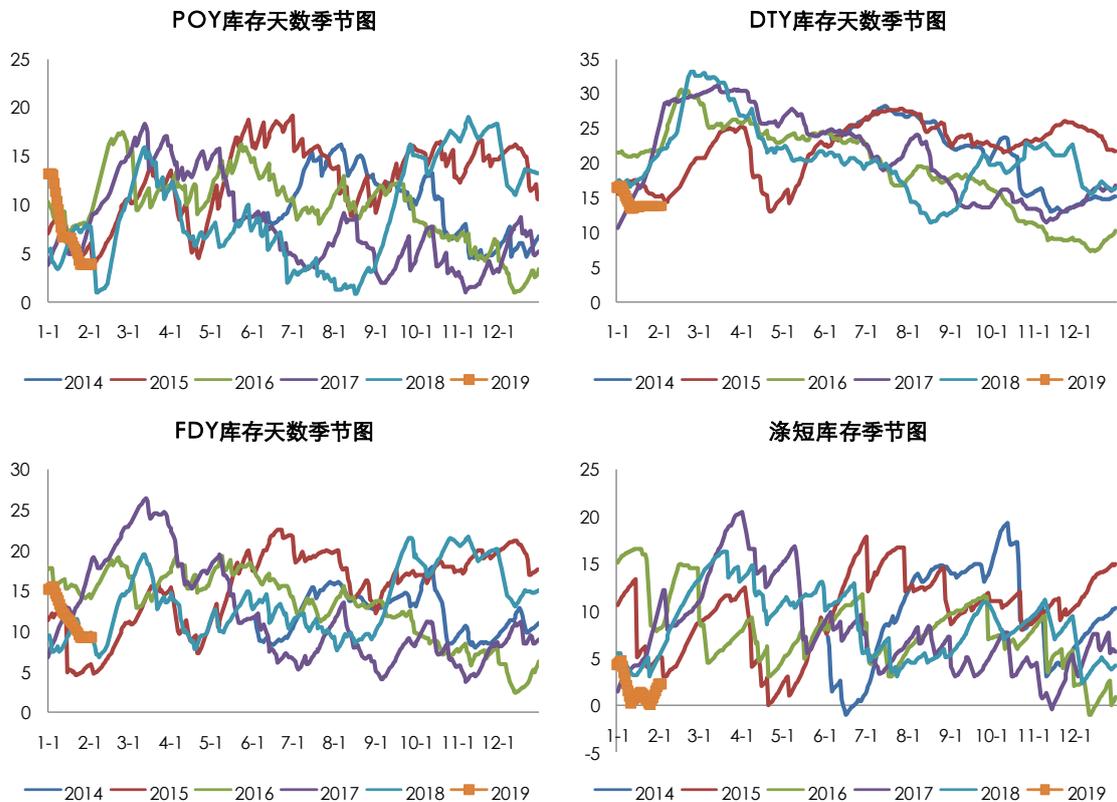
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：涤丝（上）和涤短（下）月均产销偏低



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 10：POY、FDY 同比偏高，DTY、涤短库存同比尚可



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 11: 长丝、涤短负荷走弱, 瓶片负荷企稳



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

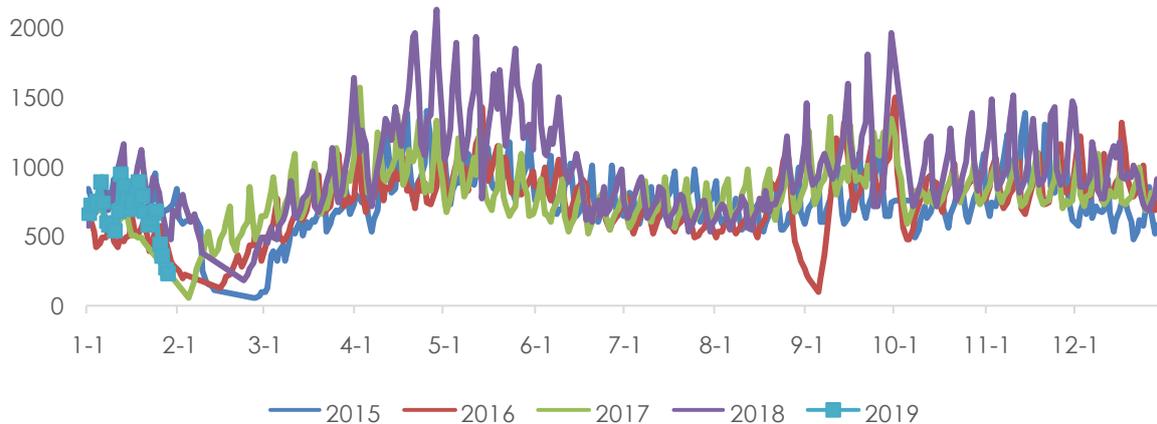
3. 终端

1 月, 终端各品种负荷逐步走低, 进入放假状态, 白坯销售尚可, 库存处于同比偏低水平。江浙加弹、江浙织机、广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、涤纱 1 月月均负荷在 57%、45%、55%、25.5%、30.5%、39%、69%, 环比显著收缩。2 月复产预计 20 日之后, 因此 2 月负荷预计维持当下低位水平。

轻纺城数据来看, 1 月坯布成交一般, 1 月轻纺城成交总量平均在 669 万米/天, 月环比下降 272 万米/天左右, 同比下降 135 万米/天左右, 化纤布成交平均在 506 万米/天左右, 月环比下降 183 万米/天左右。

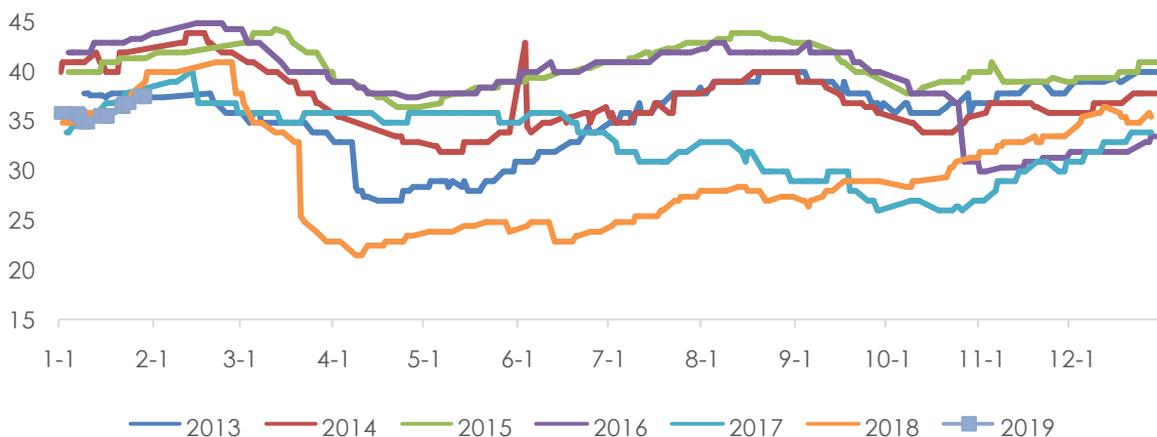
终端坯布库存 12 月延续累库, 月底在 37.5 天左右, 环比上升 2 天, 去年同期在 39 天。

图 12: 轻纺城成交一般



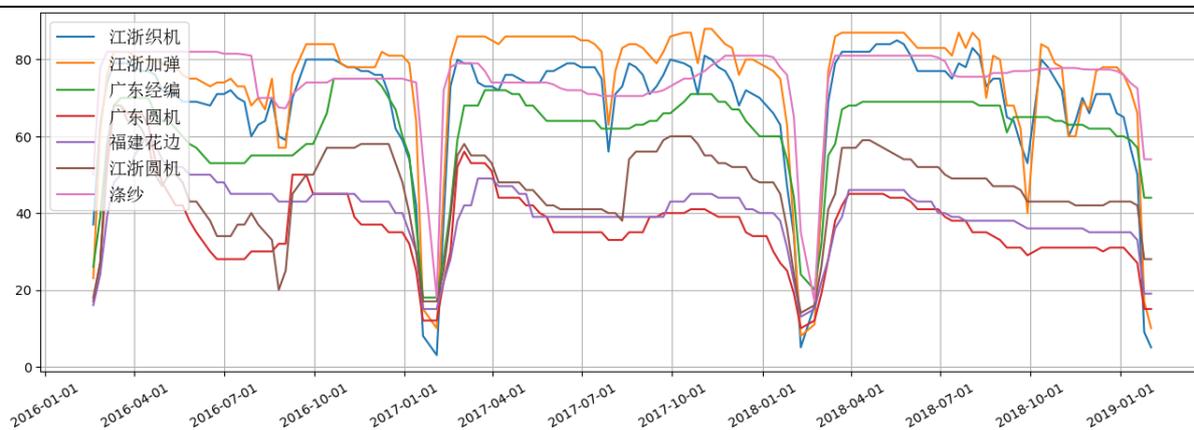
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 坯布库存同比尚可



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 1月终端负荷走弱

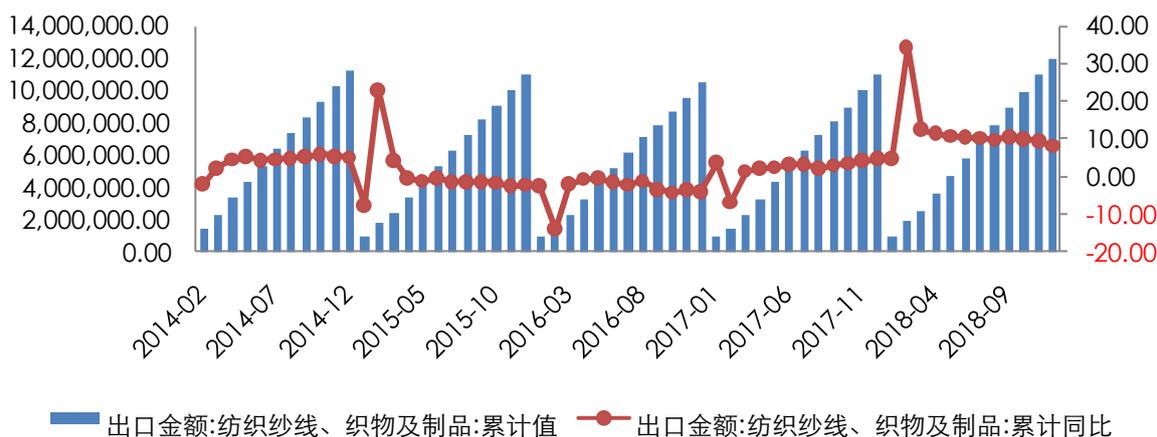


数据来源: CCF, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2018 年 1-12 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 11909770.9 万美元, 累计同比 8.1%, 去年同期在 4.5%。累计出口服装及衣着附件 15763311.8 万美元, 累计同比在 0.3%, 去年同期在-0.4%。

图 15: 纺织品出口

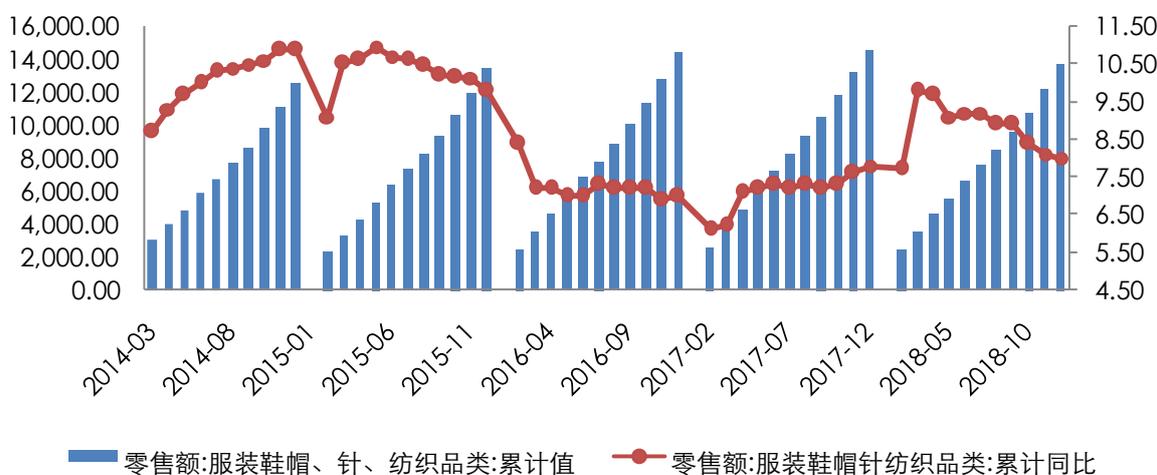
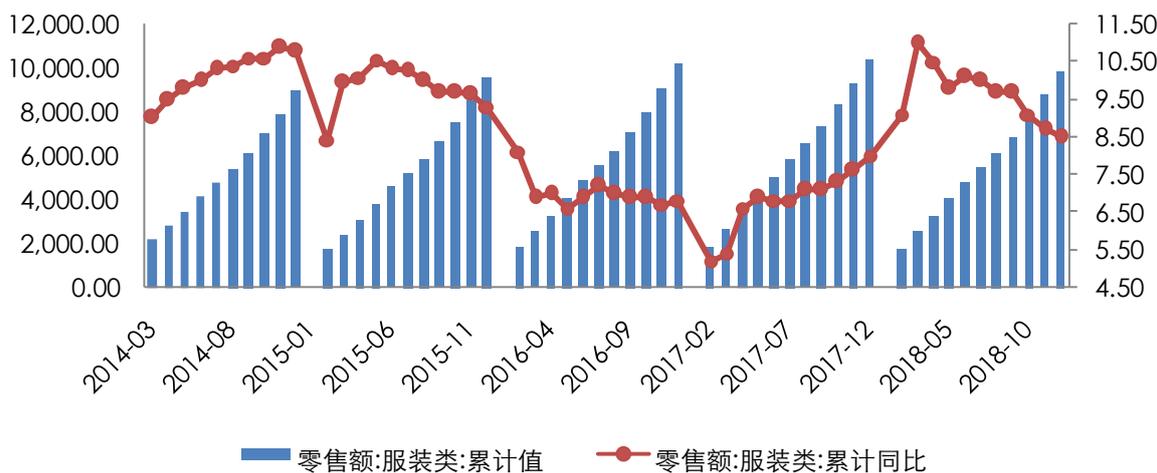




数据来源: Wind, 兴证期货研发部

内需方面, 2018年1-12月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在9870.4亿元, 累计同比在8.5%, 去年同期在8.0%。限额以上服装鞋帽针纺织品类零售总额累计值在13706.5亿元, 累计同比在8.0%, 去年同期在7.8%。

图 16: 限额以上零售额 (服装类、服装鞋帽针纺织品类)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

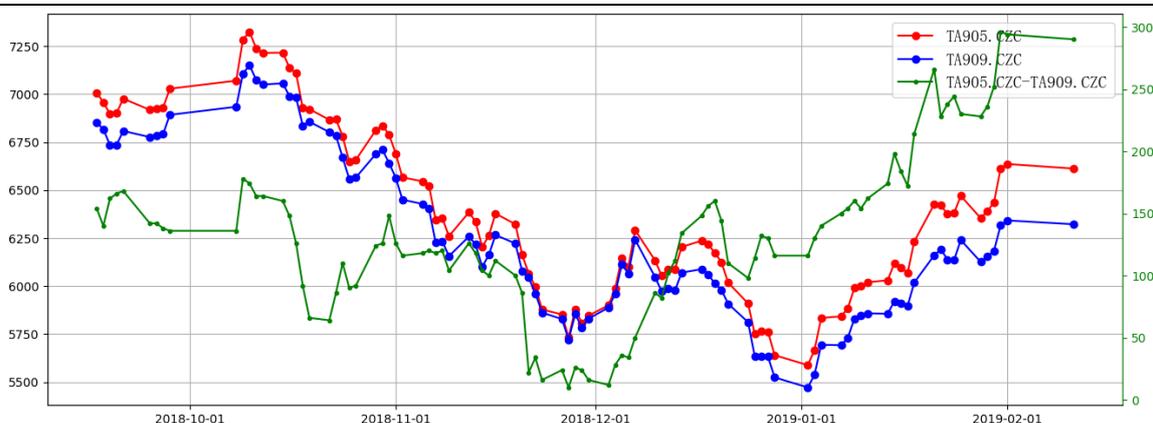
4.操作建议

1 月份在原油反弹及宏观情绪转暖下，PTA 期价表现强劲，3-5 价差先强后弱，5-9 价差震荡走强，但现货市场表现平淡，基差快速走缩，从月初 350 左右走弱至 50 左右。现货加工差稍有压缩在 970 元/吨，05 合约盘面加工差好转至 900 元/吨。

2 月，PTA 确定性检修较少，仅有华彬 140 万吨确定检修，同时聚酯负荷完全恢复要至农历二月中旬，因此 2 月累库力度较大，预计在 55~65 万吨上下，PTA 存在大幅累库趋势，社会库存预计至 145~155 万吨上下，2 月 PTA 面临淡季特征预计明显。

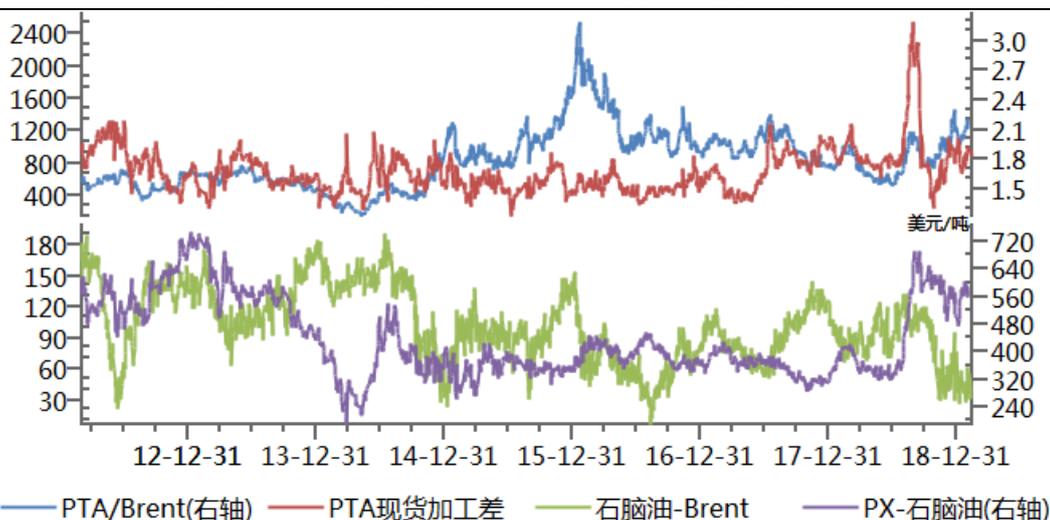
操作建议上，2 月大部分时间处于聚酯及终端恢复过程中，除非开工较快，不然需求预计无明显亮点，显著累库预期较为确定，同时 TA05/布油至 2.2，处于中枢偏上水平，追对谨慎，同时关注产成品库存后期积累速度，若积累速度较快，则有高位回调可能，但潜在利好仍在，产业链低库存下，有较高补库空间，预计 2 月下旬至 3 月聚酯及终端有高负荷运行预期，利于二季度 TA 去库，因此单边建议观望，待回调后可积极入多。5-9 价差同样观望，在回调后可积极入多。仅供参考。

图 17：5-9 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：PTA/美原油，PTA-PX，PX-石脑油，石脑油-原油



数据来源：Wind，兴证期货研发部

中美谈判顺利，油强粕弱持续

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月豆油维持震荡反弹的行情；随着养殖行业转差、油厂开工率出现走低，油厂供应压力大减，加之年末油脂需求好转，豆油库存持续走低，豆油价格由低位出现反弹；美国国内大豆压榨数据较好、出口受中国采购影响好转，但巨大的库存仍旧对价格利空；南美大豆主产区受不利天气影响预期产量下调，巴西大豆受干旱影响可能会出现下调500-1000万吨；阿根廷受过多降雨天气影响也可能下调产量，但产量恢复性反弹可大幅提高供应，对远期价格有一定利好。棕榈油库存维持震荡走高，接近63万吨；1月马来棕榈油的产量预期同比减少，出口有好转，期末库存预期减少；目前来看，整体油脂供求过剩状态有所好转。

● 后市展望及策略建议

进入2月以后，中美贸易谈判及进口美豆的关税税率将对国内豆类油脂价格有较大影响，可能导致豆油价格剧烈变动；从目前情看，进口美豆不加25%关税的概率很大，这将有利于美豆需求而利空国内豆粕豆油价格；东南亚棕榈油进入减产，对棕榈油价格利多，但需求疲弱不利于棕榈油消费；综合来看，豆油和棕榈油基本面过剩状态有所缓解，油脂价格将出现震荡反弹。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

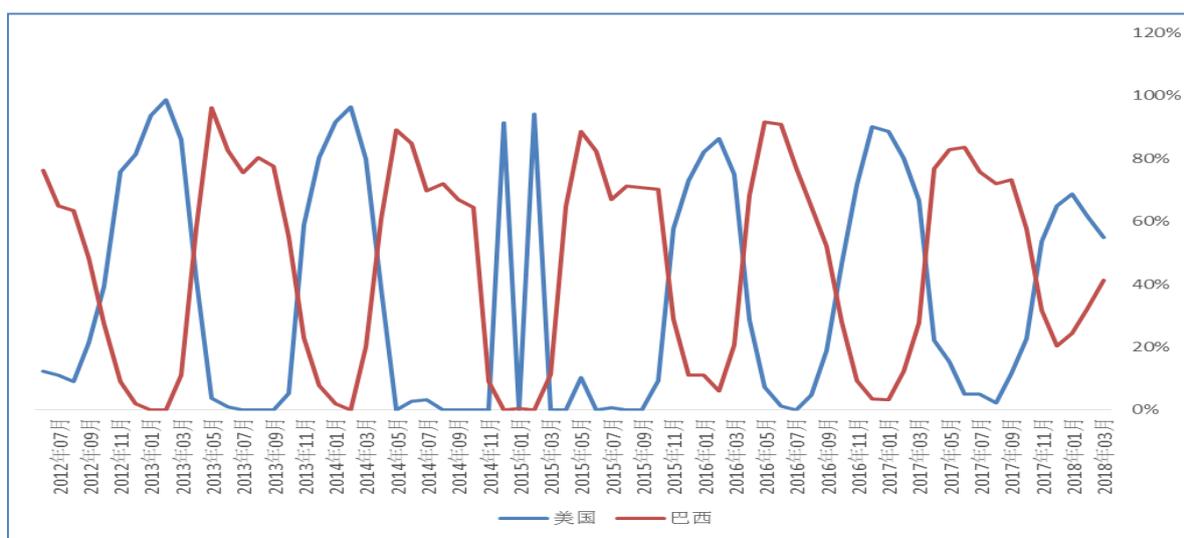
1.1.1 南美天气炒作对大豆利好

巴西方面，美国农业部预估 2018/19 年度巴西大豆产量可能达到 1.17 亿吨，较 12 月报告大幅下调了 500 万吨，主要因为 1 月以来巴西大豆主产区缺乏降雨，导致单产水平出现下降；阿根廷大豆的产量仍旧维持 5500 万吨的水平，虽然 1 月阿根廷大豆主产区降雨较为严重，但并未对产量造成较大影响，后期生长关键期的天气还需要重点关注；若不再经历去年的严重干旱，阿根廷大豆的产量将恢复到 5000 万吨以上的水平，较去年大幅增加，给全球大豆的压力较大。

1.1.2 重启美豆进口，豆类油脂压力重现

4 月以来，中美贸易战曲折进行，直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美豆进口的成本。如下图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况，从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为 10 月到来年的 3 月。12 月 2 日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆。12 月 13 日，美国农业部报道中国进口了 113 万吨美国大豆，美国方面，由于前期贸易战影响，大豆价格偏高，制约了中国对大豆的需求，美国大豆的出口受到极大的抑制，库存创出历史新高，后期的出口压力也非常大，给全球大豆价格带来压力。近期中美谈判顺利，据报道中国已经采购了美豆 700 万吨左右，后期可能还将继续增加采购至 1000 万吨，对美国庞大库存有利好作用。

图 1：美国和巴西大豆进口比重

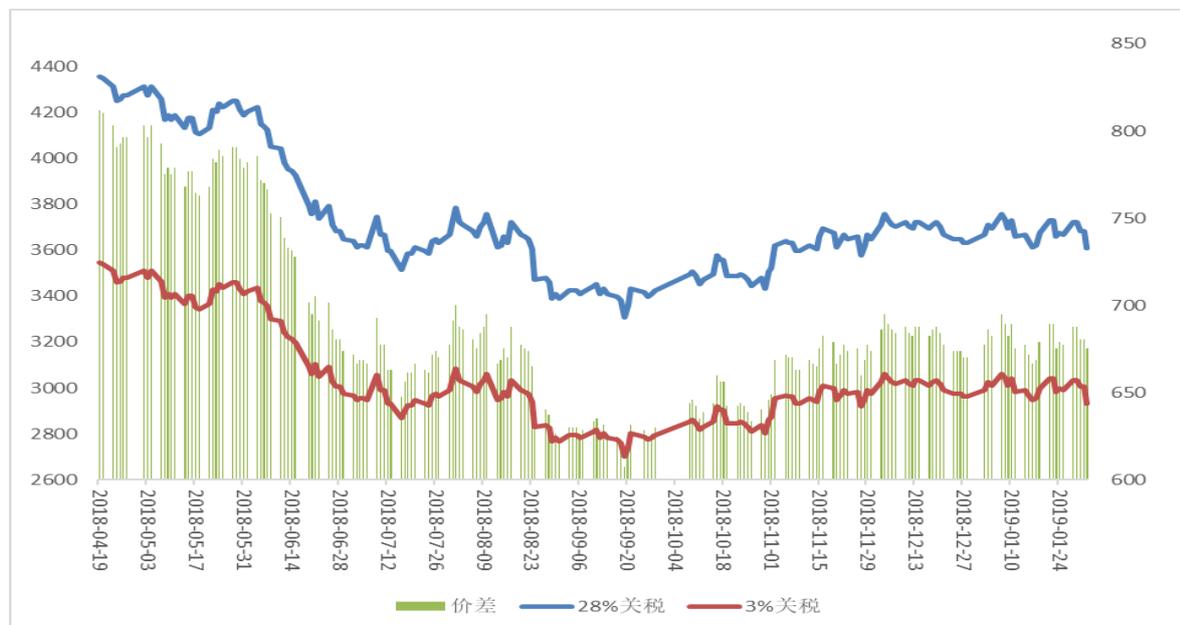


数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

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

只有国储进口且不可能直接进入市场流通；后期国储抛售这些大豆的价格（即如何处理 28%的关税），对市场影响较大。如图 2 所示，按照 28%的进口关税，美豆进口到岸成本为 3610 元/吨，国内港口进口大豆价格在 3260 元/吨；若后期关税取消，3%关税美豆成本在 2950 元/吨，对国内大豆的压力较大；目前美豆已经出现一定幅度的反弹，但种植成本在 860 美分/蒲式耳，继续下跌空间不大。但若贸易争端解决，豆类油脂定价体系将重估。

图 2：不同关税下美豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部

1.1.3 国内开工维走低，大豆进口减少

表 3：2 月大豆进口预估

2019年2月	进口量	船数
东北地区	6.5	1
华北地区	54.6	9
山东地区	83.8	13
华东地区	114.7	18
福建地区	44.3	7
广东地区	57	9
广西地区	38.5	6
全国总计	399.4	63

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，1 月整个国内油厂开工率维持震荡走低，进口大豆受贸易战影响出现一定下降，港口库存出现下滑；年末备货启动，豆油的需求转好，库存继续震荡走低，供求宽松的状态有

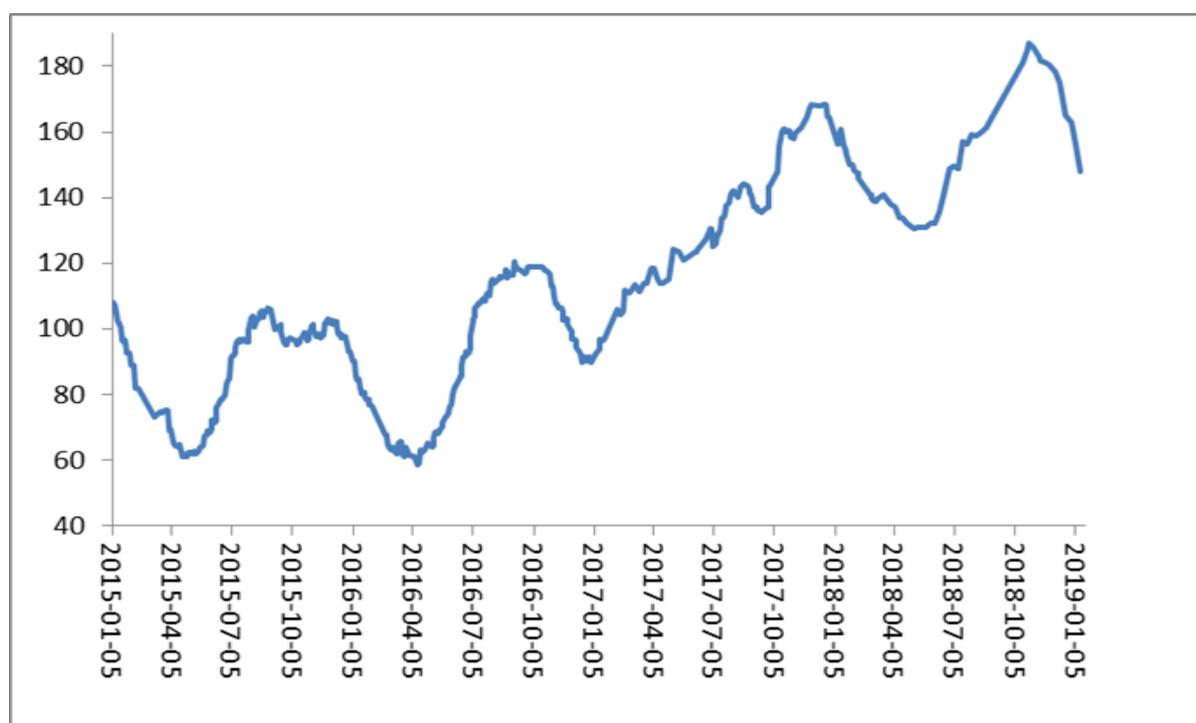
所好转；近期，随着原油价格的小幅反弹，豆油的生物柴油需求预期有所恢复，对豆油价格有一定的利好。

表 3 为国内 2 月大豆进口预报，由预报看，我国 2 月大豆进口数量大幅萎缩，一方面由于进入消费淡季；另一方面，由于南美大豆短缺且美国进口大豆存在不确定性制约国内大豆进口积极性。

1.1.4 豆油库存走低，过剩局面好转

如图 4 所示，国内豆油的商业库存自 10 月末以来持续走低，由于下游需求较差，大豆压榨亏损，开机率持续走低，国内需求年末有所好转，豆油库存维持震荡走低；目前豆油的库存为 134 万吨，较最高下降 55 万吨。

图 4：豆油商业库存



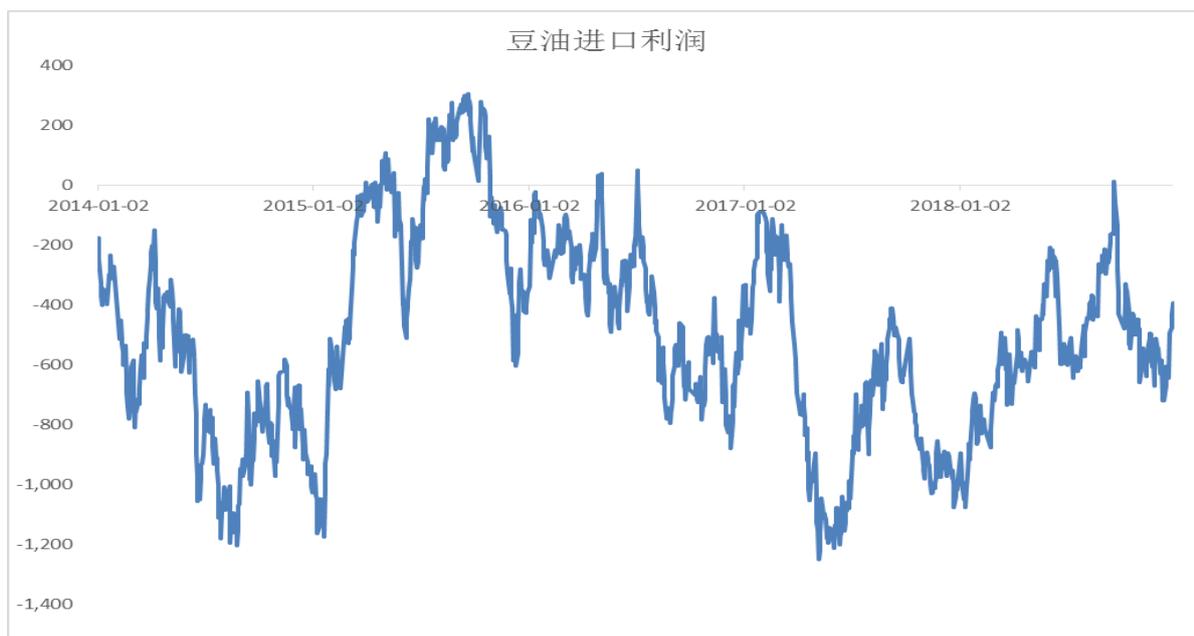
数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.5 豆油进口亏损，后期对价格有支撑

从进出口情况看，每吨豆油的进口亏损接近 450 元；近期国内和外盘豆油的价差有所扩大，进口亏损出现了小幅增加。短期来看，外盘豆油价格上涨幅度较国内豆油价格上涨更多，导致进口亏损增加。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，根据中国和阿根廷政府的协议，2019 年可能进口 30 万吨的阿根廷豆油，后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到一定的打压，但若国外豆油价格持续强于国内，可能导致亏损扩大而不能形成有效进口。

图 5：豆油进口利润

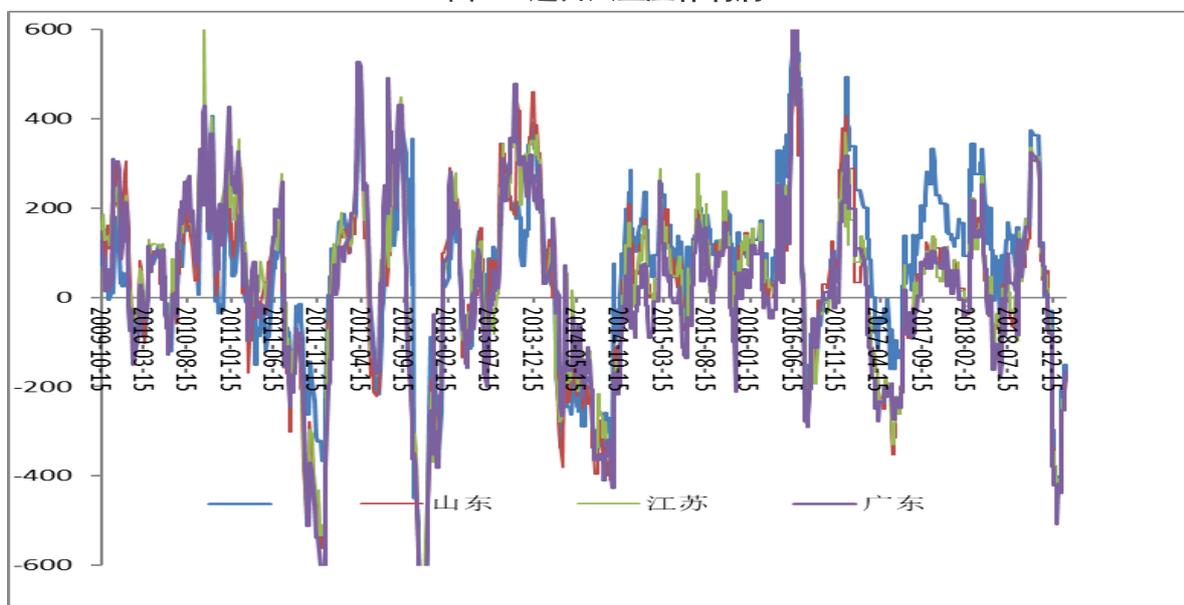


数据来源：兴证期货研发部、WIND

1.1.6 压榨亏损有所减少，对价格有支撑

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口大豆成本维持高位，豆粕、豆油现货价格偏弱使得国内大豆压榨利润出现亏损。

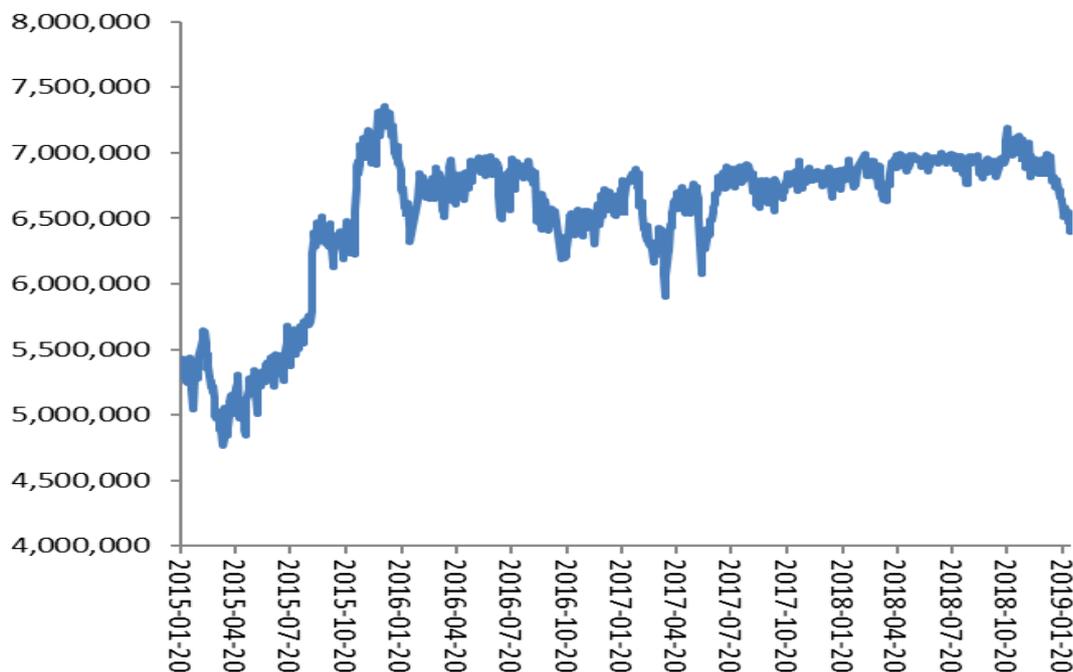
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、WIND

下游消费情况看，目前豆粕需求较差，年后猪肉价格持续转弱，由于非洲猪瘟的影响较大，市场抛售生猪的情况持续发生，后期对豆粕的需求可能减少；从大豆供给的角度来看，12月进口大豆量大幅萎缩，目前，进口大豆库存为640万吨，维持在近年中值偏低水平，对价格有一定的支撑。

图 7：大豆结转库存



数据来源：兴证期货研发部

综合来看，2 月中美贸易谈判仍旧继续，尽管中国开始进口美豆但中美贸易争端的不确定性仍旧较大；南美方面供应压力将逐步增加，巴西大豆产量预期下调对价格有支撑；阿根廷天气存在一定不确定性，但产量恢复的概率较高，对价格有压力；国内油厂开机率大幅下降，使得豆油的供应压力持续走低，库存不断下降；整体来看，预期 2 月油脂过剩状态继续好转，但并不足以改变供求趋势，建议投资者区间震荡反弹对待。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量增加，库存走高，棕榈油价格疲软

每年的 11 月到次年 3 月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现减少的趋势。供应的减少一般会导致供求关系转向紧张的局面，由于全球气候逐步正常，棕榈油的月度产量数据将恢复正常的趋势，对价格不利；需求方面，随着能源价格的下跌，棕榈油的生物柴油需求增幅将低于预期。从马来西亚公布的产量数据来看，2018 年 12 月，马来西亚棕榈油产量同比出现减少，出口则受需求不振影响出现大幅减少，期末库存继续走高，对棕榈油价格利空。从 1 月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能下降但出口需求可能有所好转，棕榈油的库存将继续下降，整体对价格有一定利多。

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

表 1: 马来西亚棕榈油数据

马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2017/11	1,942,834	2,556,636	1,354,373	23.4%	54.4%
2017/12	1,834,167	2,731,689	1,422,928	24.5%	64.0%
2018/01	1,586,646	2,547,680	1,513,239	24.3%	65.3%
2018/02	1,342,805	2,477,853	1,312,295	6.7%	69.8%
2018/03	1,573,957	2,323,458	1,565,317	7.5%	49.5%
2018/04	1,558,337	2,174,243	1,541,432	0.7%	35.9%
2018/05	1,525,405	2,170,431	1,290,601	-7.8%	39.3%
2018/06	1,332,705	2,188,660	1,129,088	-12.0%	43.3%
2018/07	1,503,220	2,214,565	1,205,813	-17.7%	24.1%
2018/08	1,622,231	2,488,713	1,099,583	-10.4%	28.2%
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%

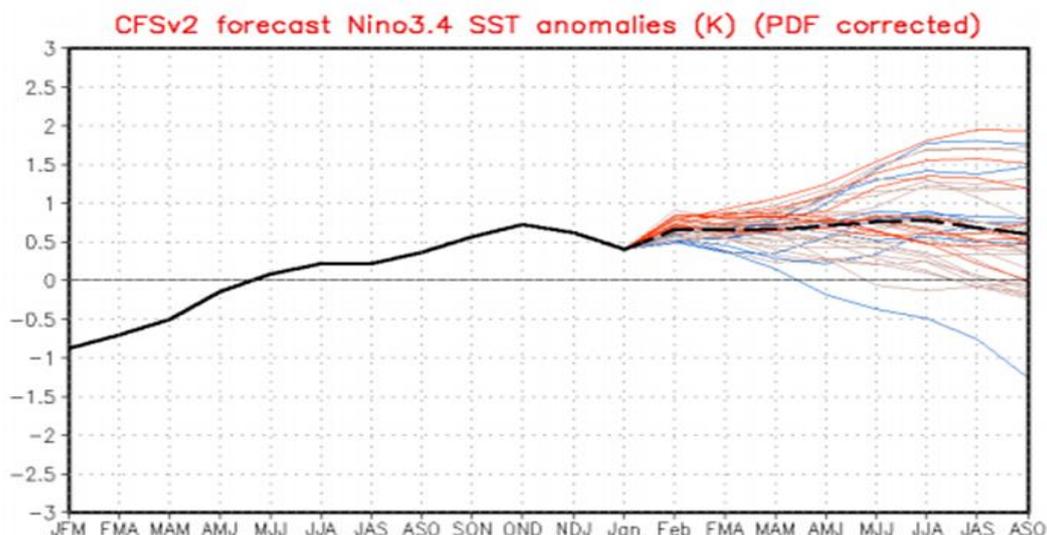
数据来源：兴证期货研发部

从马来西亚的数据来看，12月马来西亚棕榈油的产量为181万吨，同比减少1.4%。预期马来和印尼的棕榈油1月产量将继续维持同比下降局面，供应的减少对棕榈油的价格有一定支撑。出口方面，马来西亚12月棕榈油出口量为138万吨，较11月出现了小幅增加；目前情况看，由于关税利多影响持续，1月棕榈油的出口需求可能会小幅增加，会对棕榈油的价格有一定支撑。

1.2.2 全球气候变化，不利棕榈油生产

棕榈油常年连续生产，受天气的影响也很直接。根据NOAA的最新预测，全球气候可能已经进入厄尔尼诺，2019年春季持续的概率达到65%，带来干旱气候影响棕榈油的产量。

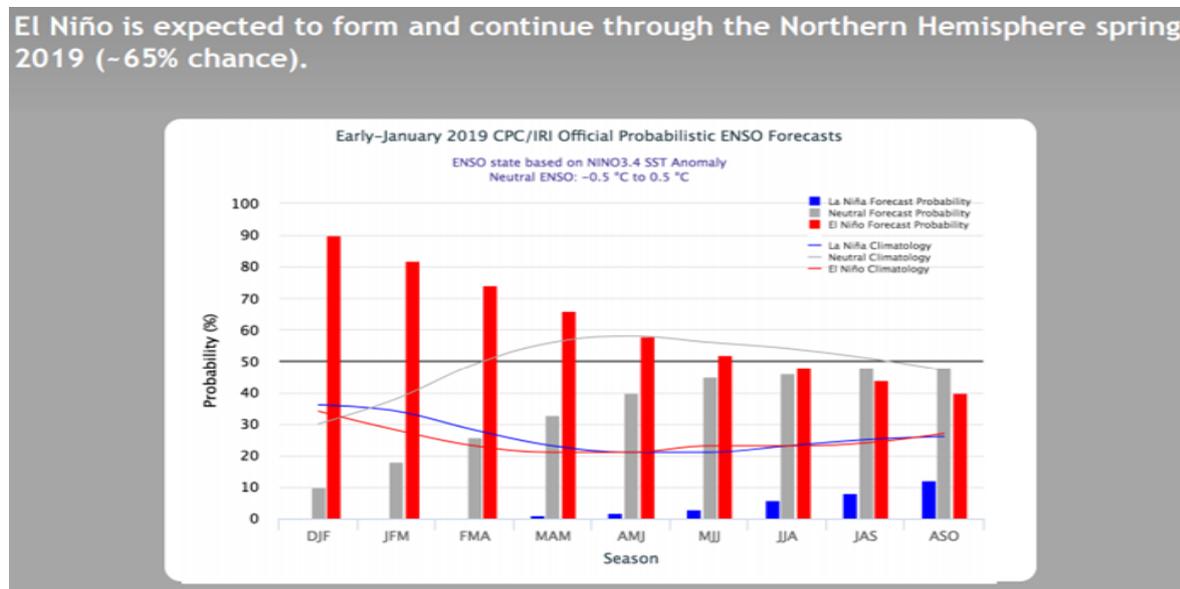
图 1: 天气预测模型



数据来源：NOAA，兴证期货研发部

根据目前的天气预测模型来看，目前全球可能已经进入厄尔尼诺气候，到 2019 年春季全球厄尔尼诺现象的概率降至 65%。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量有所下降，后期棕榈油的产量可能出现减少。

图 2：天气预测模型

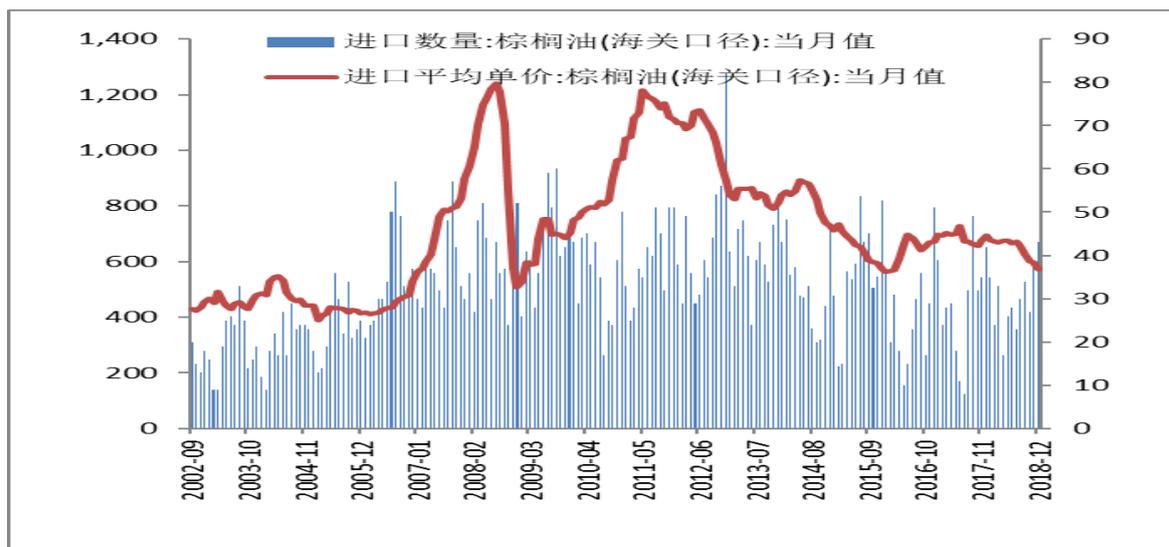


数据来源：兴证期货研发部

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

如下图为我国棕榈油进口月度数据，我国棕榈油进口量从今年开始始终维持低位，7 月进口量为 23 万吨，8 月进口量为 30 万吨，9 月进口 34 万吨，10 月进口 27 万吨；11 月进口 38 万吨，12 月进口 43 万吨进口量有所增加。

图 3：棕榈油进口量及单价



数据来源：wind，兴证期货研发部

从价差来看，目前国内棕榈油的进口价差维持亏损，主要是因为国外价格走高所致。

图 4：马来西亚棕榈油进口成本

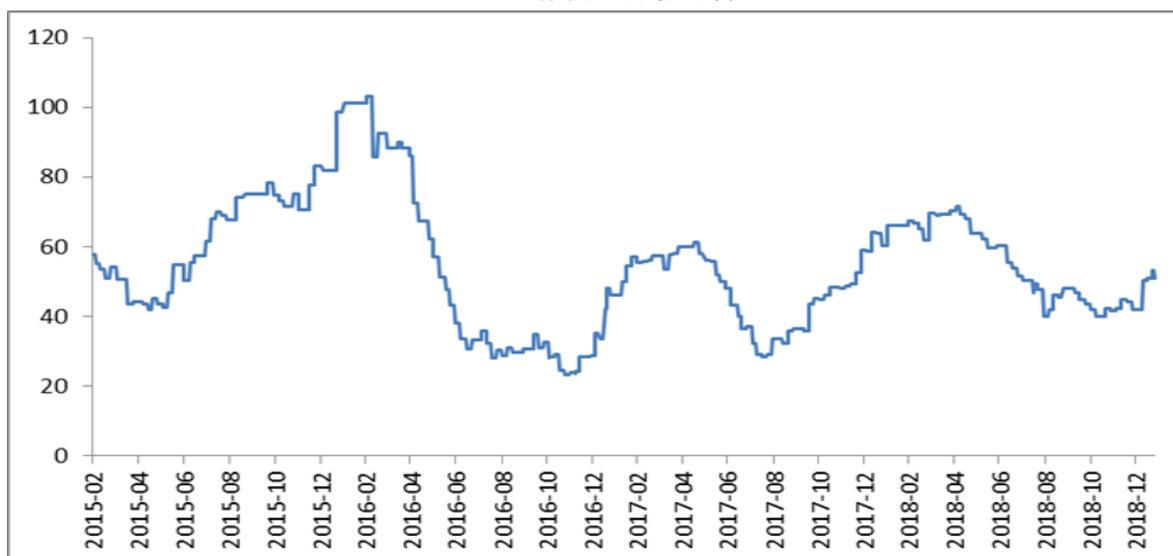
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CFR (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	2月	575.0	-5.00	25	587.5	4822	(华南)
		575.0	-5.00	30	605	4963	(华东)
		575.0	-5.00	35	610.0	5003	(华北)
	3月	585.0	-5.00	25	610	5003	(华南)
		585.0	-5.00	30	615	5044	(华东)
		585.0	-5.00	35	620	5084	(华北)
	4/5/6月	595.0	-7.50	25	620.0	5084	(华南)
		595.0	-7.50	30	625	5124	(华东)
		595.0	-7.50	35	630	5165	(华北)
	7/8/9月	595.0	-7.50	25	620	5084	(华南)
		595.0	-7.50	30	625	5124	(华东)
		595.0	-7.50	35	630	5165	(华北)
33度棕榈油	2月	570.0	-5.00	30	600	4922	(华东)
	3月	580.0	-5.00	30	610	5003	(华东)
	4/5/6月	590.0	-7.50	30	620	5084	(华东)
	7/8/9月	590.0	-7.50	30	620	5084	(华东)
44度棕榈油	2月	555.0	-5.00	30	585	4498	(华东)

数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

1.2.4 库存震荡走高，后期进口有所增加

目前，国内棕榈油的商业库存达到 63 万吨的水平，近期出现震荡走高情况；主要是因为棕榈油进口量增加，国内需求萎靡。国内棕榈油的价格水平相对较高，消费被豆油和菜籽油取代，棕榈油的成交偏弱。

图 5：棕榈油库存走势

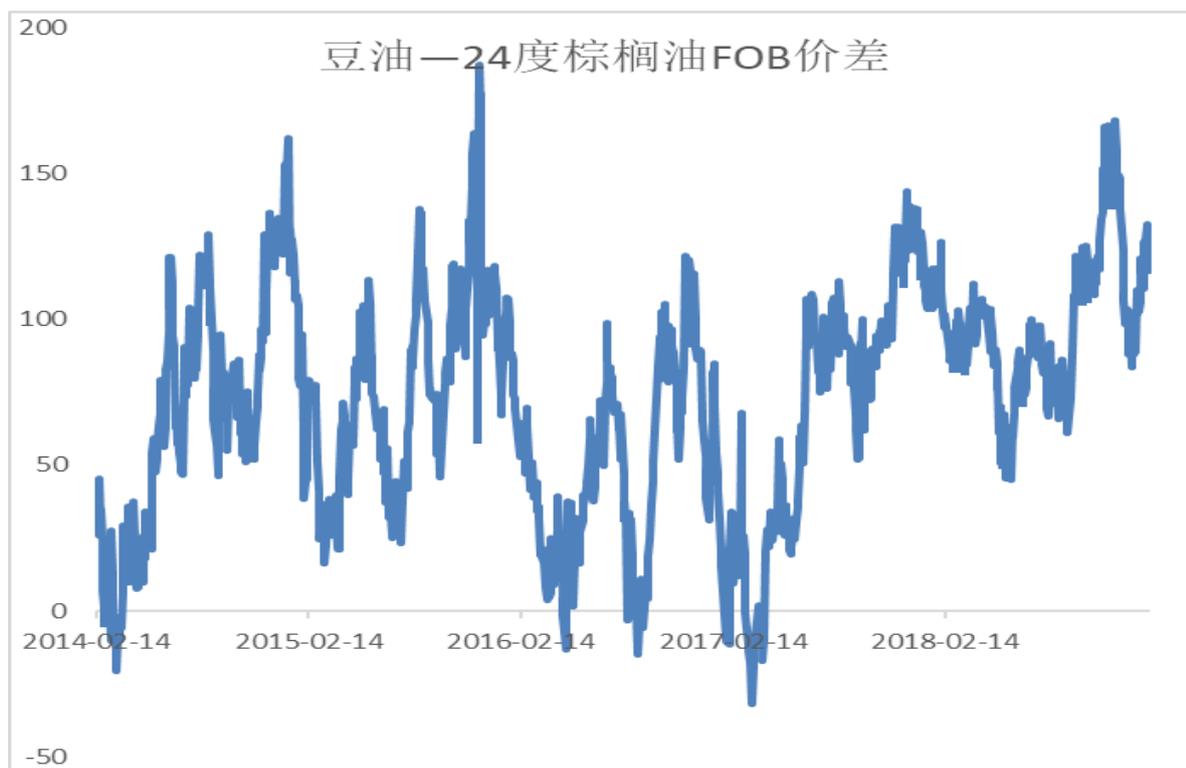


数据来源：wind，兴证期货研发部

1.2.5 豆棕价差小幅扩大

豆油和棕榈油的价差震荡走高；主要因为豆油受节前需求旺盛影响、而棕榈油需求较弱导致二者价差扩大；后期需要关注中美贸易战的影响情况。

图 7：豆油棕榈油价差



数据来源：wind，兴证期货研发部

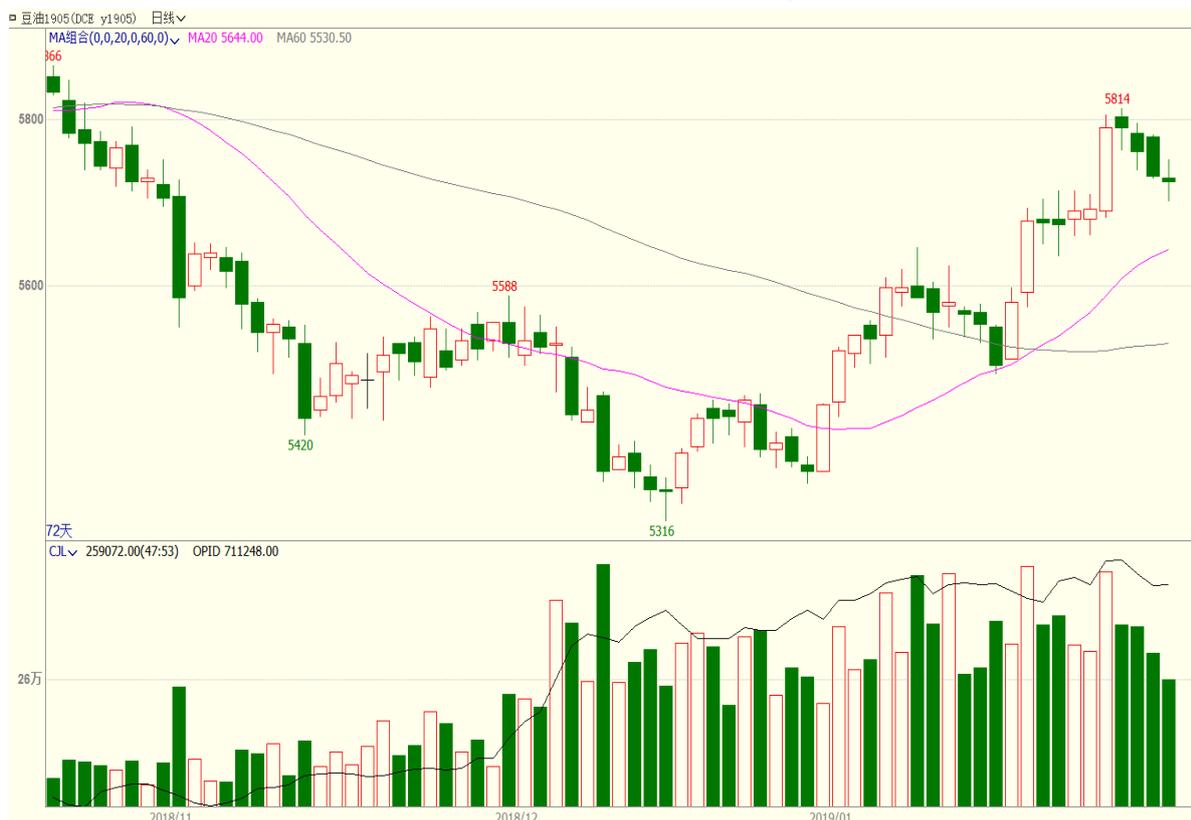
综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比下降，后期供应减少给价格带来支撑；需求方面，生物柴油的需求利空，对棕榈油消费不利；2月以后外盘棕榈油供求过剩逐步缓解而国内需求较差库存将走高，价格可能会维持低位区间震荡反弹，建议投资者区间偏强震荡对待。

2.技术分析 & 操作策略

2.1 豆油

由日线图看，1 月豆油价格维持震荡反弹行情，基本面供求宽松得到改善，中美贸易冲突缓和、中国开始进口美豆，豆油后期将维持震荡反弹行情。

图 1：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，棕榈油维持震荡反弹，近期供应压力有所缓解、需求有所恢复，建议投资者可逢低少量做多。

图 2：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

郑糖向上突破

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号: Z0012887

黄维

投资咨询号: Z0013331

程然

从业资格号: F3034063

联系人: 黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

假期期间美糖偏弱震荡。国内方面，从基本面看，有两点值得注意。第一，节前最后一个交易日广西发布公告称临时收储 50 万吨，其实在前期的上涨过程中市场已经有所传闻，另外 50 万吨的量也相对较少。第二，节日期间公布的 1 月产销数据显示，截至 1 月底广西收榨甘蔗 2551 万吨，同比减少 3.95%，产糖 283.2 万吨，同比减少 6.4%，出糖率同比下降 0.29%，销糖率同比增加 2.66%，产销数据偏多。节后郑糖增仓向上突破，我们认为郑糖 905 合约如果不破 5130 的话，有继续反弹的可能，上方目标位在 5416 附近。如果失守 5130 的话，则反弹结束。

1.行情回顾

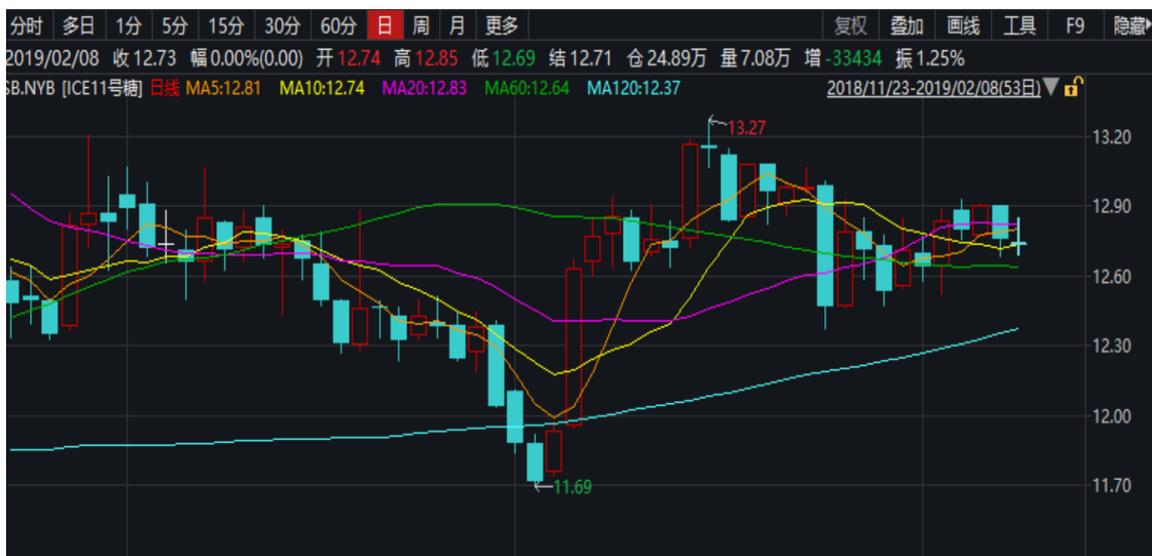
郑糖区间震荡，美糖关注 12 美分支撑。

图 1：郑糖 1905 日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.国内基本面分析

2.1 节前现货价格大幅上涨

节前现货价格大幅上涨，广西柳州的现货价格从1月15日的5060元/吨，最高上涨至5200元/吨，涨幅达2.7%，后回落至5180元/吨左右。昆明现货价从1月中旬的5000元/吨上涨至5140元/吨。销区方面，1月中旬至今，上海上涨200元至5400元/吨，西安上涨100元至5400元/吨，武汉上涨130元至5600元/吨，北京上涨100元至5450。

从盘面看，郑糖在快速上涨后小幅回落，节前基本上在5000-5090的区间内震荡。基差方面，前期基差上升至较高位置，随着盘面快速反弹，基差有所回落，预计未来一段时间基差会继续偏弱运行。价差方面，郑糖呈现出近强远弱的格局。从历史上来看，5-9价差基本上在-100~100的范围内波动，我们认为今年的价差也大概率在区间内波动。9-1价差也表现较强，虽然一般来说1月对9月有较高升水，但是直补政策的预期使得9月升水1月，9-1价差仍存较大分歧。

图 1：国内产销区食糖现货价

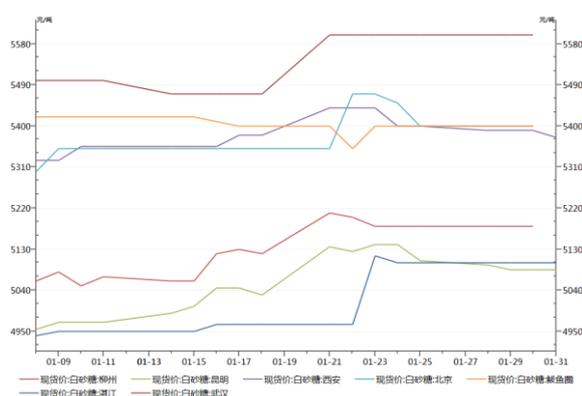


图 2：郑糖主连合约日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：图 3：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）



图 4：郑糖 5-9 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 广西产销双降

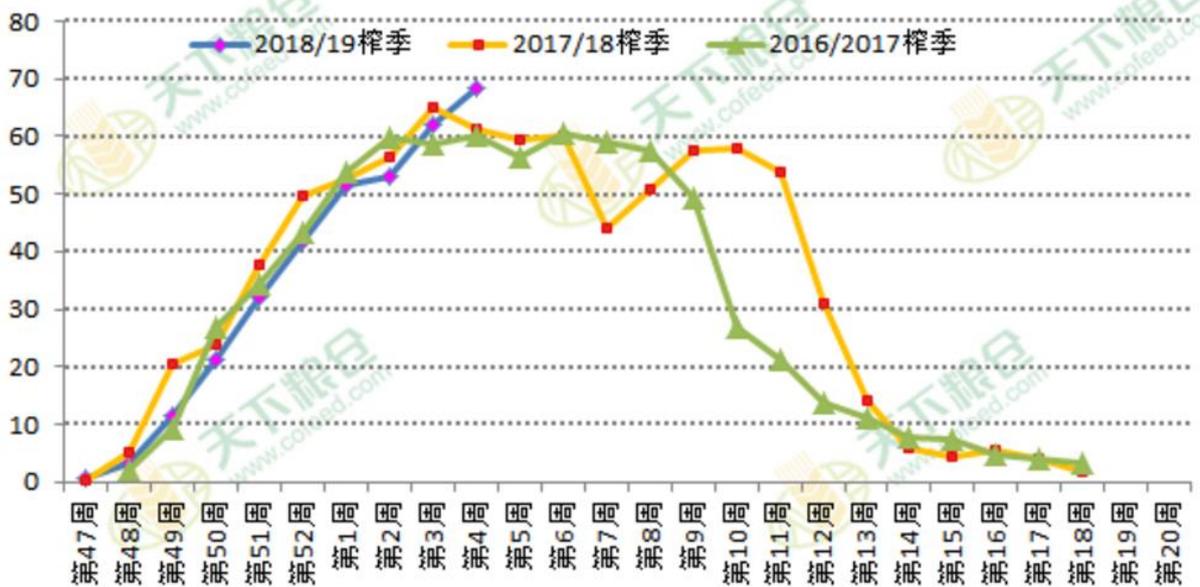
截止 1 月 31 日，广西全区共入榨甘蔗 2551 万吨，同比减少 105 万吨；产混合糖 283.2 万吨，同比减少 19.4 万吨；产糖率 11.10%，同比下降 0.29 个百分点；累计销糖 133 万吨，同比减少 1 万吨；产销率 46.94%，同比增加 2.66%。其中 1 月份单月产糖 169.7 万吨，同比减少 17.9 万吨，销糖 58.4 万吨，同比减少 18.6 万吨。

1 月 19 日至 1 月 25 日当周，根据天下粮仓对广西，云南，广东，海南四大产区 184 家糖厂的统计，四大产区共有 154 家糖厂开榨，较上周增加 5 家，其中广西地区共有 85 家糖厂开榨，较上周增加 0 家，云南产区 38 家，较上周增加 5 家，广东 22 家，较上周增加 0 家，海南产区 9 家，较上周增加 0 家。

当周四大产区共压榨甘蔗 635.47 万吨，较上周增加 1.08%，产糖 68.836 万吨，较上周增加 10.26%。目前广西地区产能利用率为 98.3%，环比增加 7.3%，云南为 78.61%，广东为 69.05%，海南为 97.24%。

天下粮仓数据显示，1 月 25 日当周广西压榨甘蔗 442.19 万吨，产糖 49.02 万吨，出糖率为 11.09%，环比增加 0.48%，去年同期压榨甘蔗 388.07 万吨，产糖 45.79 万吨，出糖率同比下降 0.71%。当周云南压榨甘蔗 112.95 万吨，产糖 12.17 万吨，产糖量同比增加 20.49%，出糖率为 10.77%，同比下降 0.62%。

图 5：同口径 164 家糖厂产量



数据来源：天下粮仓

甜菜糖方面，据天下粮仓对内蒙，河北，新疆产区共 30 家糖厂抽样调查统计，1 月 19 日-1 月 25 日当周，三区共有 15 家糖厂开榨生产，较上周减少 4 家，其中内蒙 6 家，较上周减少 4 家，另外有 2 家糖厂将在下榨季投产，新疆有 5 家糖厂生产，较上周减少 0 家，1 月底甜菜糖厂将陆续收榨。

当周三区共压榨甜菜 29.1 万吨，环比减少 16.62%，产糖 3.16 万吨，环比减少 24.22%。内蒙及河北张北地区平均出糖率为 11.1%，环比持平，新疆出糖率在 10.98% 左右，环比持平。内蒙及河北开机率为 38.51%，环比减少 17.6%，新疆开机率为 28.5%，环比降低 2.44%。

本榨季开榨至今，国内共压榨甜菜 1015.12 万吨，共榨糖 116.71 万吨。其中内蒙及河北产

区共压榨甜菜 550.8 万吨，产糖 65.1 万吨，新疆产区共压榨甜菜 464.32 万吨，产糖 51.81 万吨。

甜菜糖价格以持稳为主。内蒙及张北报价在 5000-5050 附近，新疆报价在 4700-4850，环比持稳。

2.3 郑糖快速反弹，反转时机未到

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

2.4 关注销售进度

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

17/18 榨季伊始，广西的销糖节奏偏慢，销糖率比上一个榨季（16/17 榨季）明显偏低，进入到 6 月份之后销售节奏才有所加快。上个榨季截至 5 月底重点制糖企业甘蔗糖累计平均销售价格 5883 元/吨，仍靠近成本线附近。但是随着糖价一直下跌，糖企不得不加快销售节奏并低价卖糖。

从上一个熊市周期的经验看，我们预计本榨季糖厂的销售节奏可能会比上个榨季快，销糖率可能出现明显上升。但是在熊市的后期，可能会出现越着急卖糖糖价越跌的现象，糖厂会发现依然很难卖糖。

在上一个增产周期中，增产的第一年也就是 2011/12 榨季，广西销糖率同比下降，表明在下跌的初期，糖厂依然希望能以更好的价格卖糖，并没有完全顺价销售。在增产的第二年，由于糖价持续下跌，市场的看空情绪持续发酵，下游随买随用不存货，糖厂不看好后市也急于出货，市场形成向下的共同作用力。此时糖厂的销糖率显著上升，糖厂出货意愿较强。到了增产的最后一年，糖价超跌，市场的悲观情绪达到顶峰，下游在等更便宜的糖，糖厂产量增加但是销量减少，库存居高不下。2013/14 榨季的时候，广西的销糖率创下历史新低，同时库存达到历史新高。此时下跌周期进入尾声，紧接着迎来的是减产周期，糖价在超跌后迎来反弹并走向反转。结合历史上的经验，我们认为今年糖厂的销售策略可能是积极走货，现货可能会面临一定的压力。

图 6：上一个增产周期中广西的销糖率

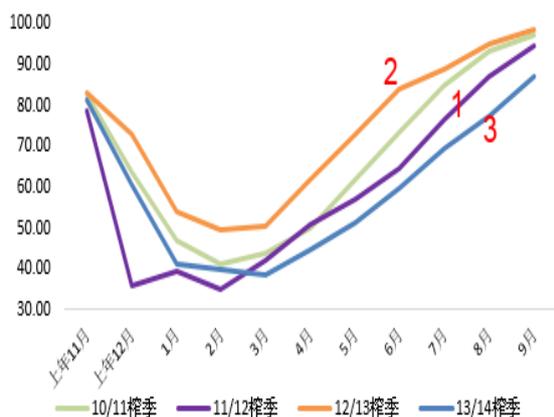
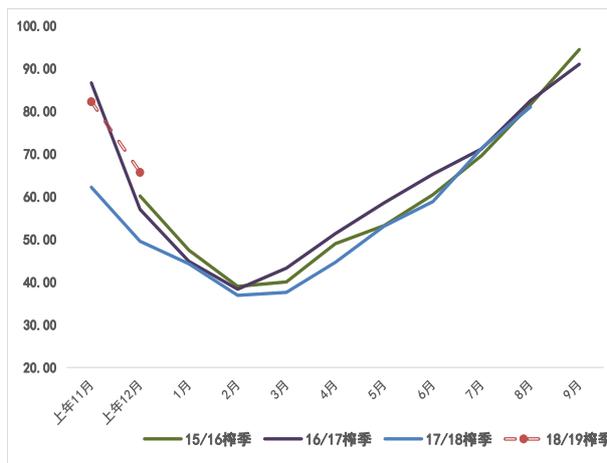


图 7：本轮增产周期中广西的销糖率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 国外基本面分析

3.1 巴西

据报道，巴西甘蔗行业协会 Unica 公布的数据显示，1 月上半月糖厂甘蔗压榨量为 52.4 万吨，高于上年同期的 16.6 万吨。产糖量为 1.1 万吨，高于上年同期的 0.3 万吨；乙醇产量为 7000 万公升，上年同期为 4200 万公升。本榨季截至 1 月 16 日，巴西中南部糖厂共压榨甘蔗 5.627 亿吨，同比减少 3.6%。糖产量减少近 27% 至 2640 万吨。乙醇产量增加约 20% 至 302 亿公升。

乙醇方面，1 月上半月巴西中南部的乙醇生产商的含水乙醇销售量同比增长 32.10%，至 8.6682 亿升；无水乙醇销量约为 3.2551 亿升，较上年同期的 3.6466 亿升有所下降。1 月上半月巴西中南部的乙醇总销量为 12.6 亿升，同比增长 20.78%，其中 11.9 亿升在国内市场销售。2018/19 年度截至 1 月 16 日，巴西中南部地区的乙醇销售总量为 243.4 亿升，同比增长 16.63%。

3.2 印度

生产方面，截至 2019 年 1 月 15 日，印度全国 510 家糖厂开榨，产糖 1468.6 万吨，同比增加 8.32%。截至 2019 年 1 月 15 日，北方邦 117 家糖厂开榨，压榨甘蔗 3821 万吨，产糖 419.3 万吨。马哈拉施特拉邦 188 家糖厂开榨，产糖 572.5 万吨，同比增加 70 万吨。截至 2018 年 12 月 31 日，糖厂累计甘蔗欠款约为 1900 亿卢比（包括上一榨季的 280 亿卢比），远高于 2017 年同期的约 1060 亿卢比。

另外，根据 ISMA 在 2019 年 1 月的第二次估产，印度糖厂协会将本榨季印度糖产量从 10 月预估的 3150 万吨下调至 3070 万吨，预估已经包含被乙醇生产所代替的 50 万吨糖产量。北方邦产量预计为 1128.6 万吨，低于上榨季的 1204.5 万吨，主要因甘蔗单产下滑，但出糖率增加。马哈拉施特拉邦预计产糖 950 万吨，与 ISMA 于 2018 年 9 月的预估持平，该邦上榨季产糖 1072.3 万吨。

4.总结

假期期间美糖偏弱震荡。国内方面，从基本面看，有两点值得注意。第一，节前最后一个交易日广西发布公告称临时收储 50 万吨，其实在前期的上涨过程中市场已经有所传闻，另外 50 万吨的量也相对较少。第二，节日期间公布的 1 月产销数据显示，截至 1 月底广西收榨甘蔗 2551 万吨，同比减少 3.95%，产糖 283.2 万吨，同比减少 6.4%，出糖率同比下降 0.29%，销糖率同比增加 2.66%，产销数据偏多。节后郑糖增仓向上突破，我们认为郑糖 905 合约如果不破 5130 的话，有继续反弹的可能，上方目标位在 5416 附近。如果失守 5130 的话，则反弹结束。

库存增加，基本面未有明显好转

2019年2月11日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

投资咨询号：Z0012887

黄维

投资咨询号：Z0013331

程然

从业资格号：F3034063

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

上月纸浆期货价格震荡上涨，由月初 5000 左右上涨至月末 5400 左右。现货方面，国际纸浆市场需求不佳，企业库存及主要港口偏高，漂针浆外盘报价继续下跌，漂阔浆外盘报价有所回升。受期价上涨带动，国内漂针浆、漂阔浆现货市场价反弹。

● 后市展望及策略建议

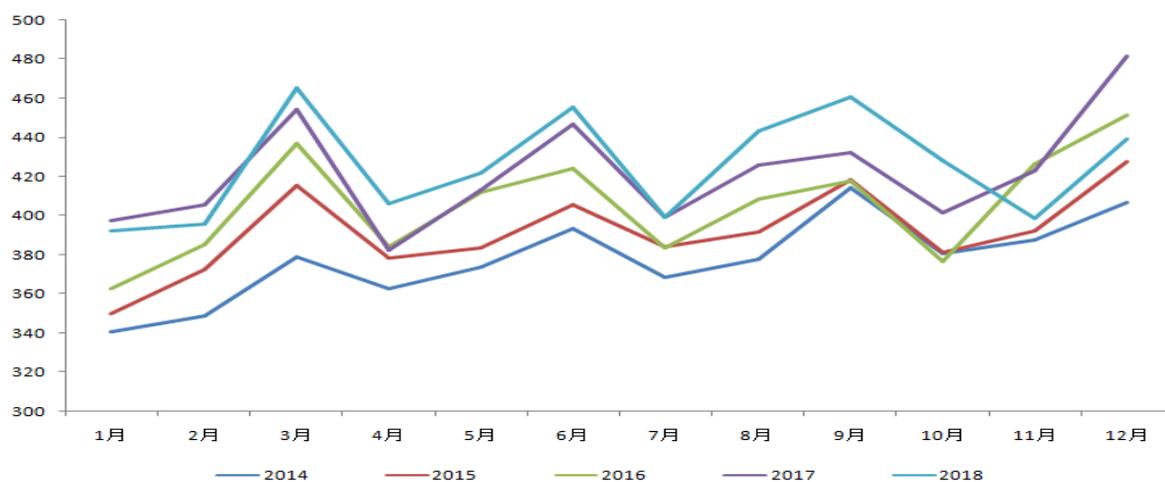
国际方面，全球木浆发运量回升，企业库存及港口库存偏高，压制国际纸浆价格。国内方面，纸浆供应量下降，但是消费需求总体仍偏弱，纸浆现货市场未有明显好转。木浆供应方面，1月我国木浆进口量下降 63.49%，供应减少。木浆消费方面，印刷用纸行业利润持续下滑，处于亏损状态，后期开机率可能维持低位，对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱；生活用纸虽然行业利润下降，但是目前利润仍处于较高位，对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可；白卡纸12月开机率和产量下滑，但是白卡纸需求增加，库存止升回落，后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转，整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般。库存方面，1月青岛港和常熟港木浆库存止降回升，港口库存增加，库存处于历史高位，库存压力大，漂针浆、漂阔浆基本面未有明显好转。春节期间下游纸厂放假，节后需关注纸厂复工开机情况。预计近期纸浆价格以震荡调整为主，建议暂时观望，仅供参考。

1. 国际木浆基本面分析

1.1 全球木浆发运量回升

2018年12月全球木浆发运量止跌回升，12月发运量439.2万吨，比前一月发运量增加40.7万吨，增幅10.21%；12月全球木浆发运量较2017年同期下降42.5万吨，降幅8.82%。2018年全球木浆发运量共5105.5万吨，较2017年增加42.9万吨，增幅0.85%，全年供应总量持稳，略有增加。

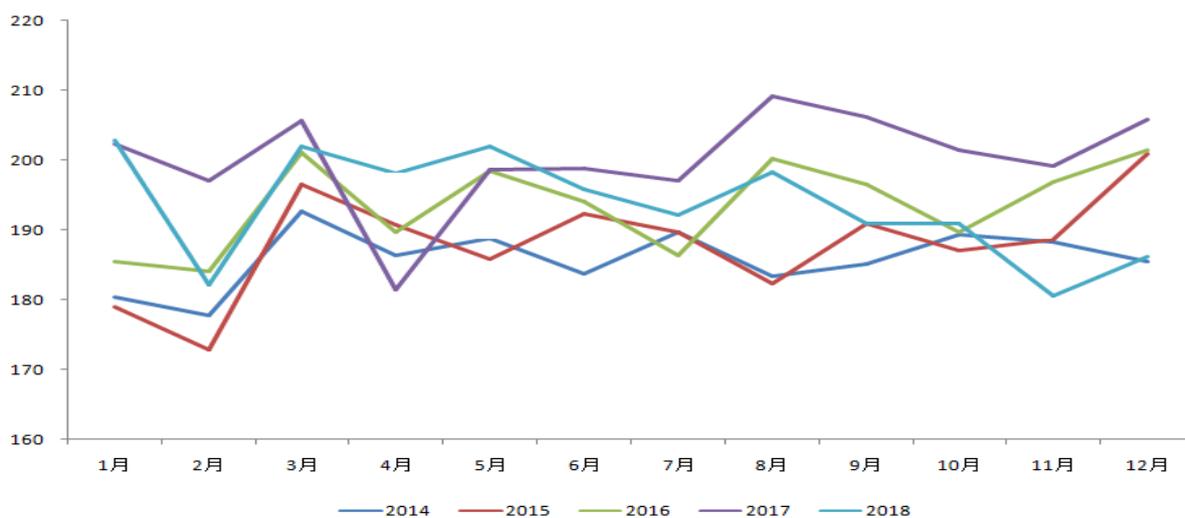
图 1：全球木浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球针叶浆发运量止跌回升，12月发运量186.1万吨，比前一月发运量增加5.5万吨，增幅3.05%；12月全球针叶浆发运量较2017年同期下降19.7万吨，降幅9.57%。

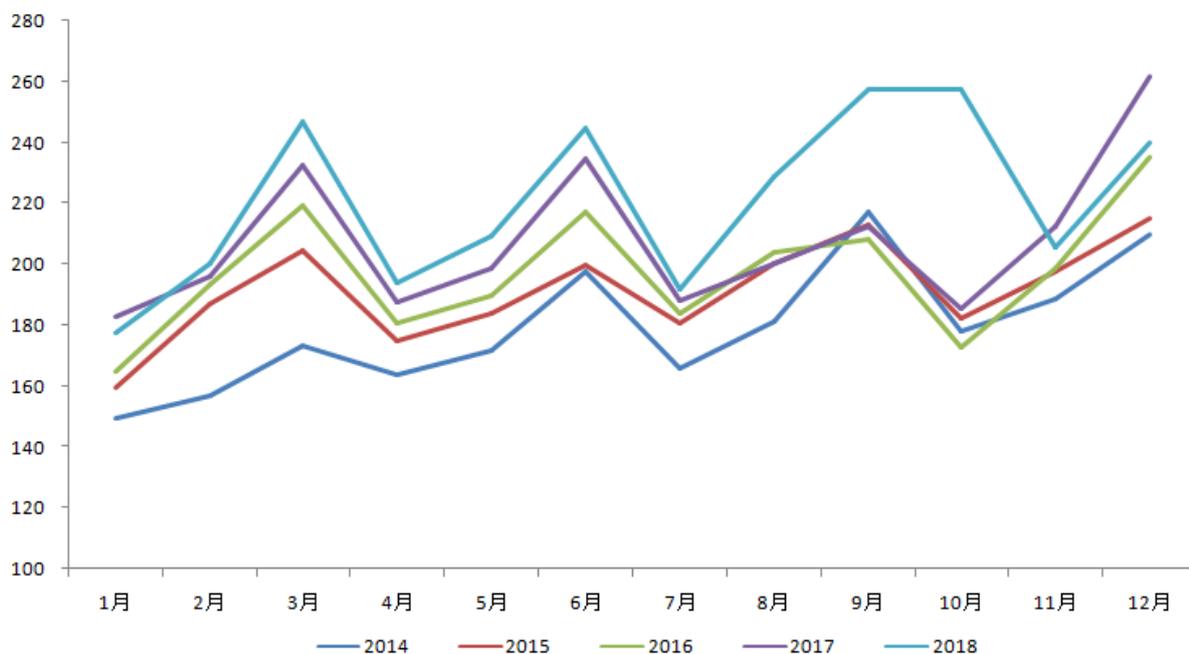
图 2：全球针叶浆发运量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年12月全球阔叶浆发运量止跌回升，12月发运量239.9万吨，比前一月发运量增加34.2万吨，增幅16.63%；12月全球阔叶浆发运量较2017年同期下降22万吨，降幅8.4%。

图3：全球阔叶浆发运量（万吨）

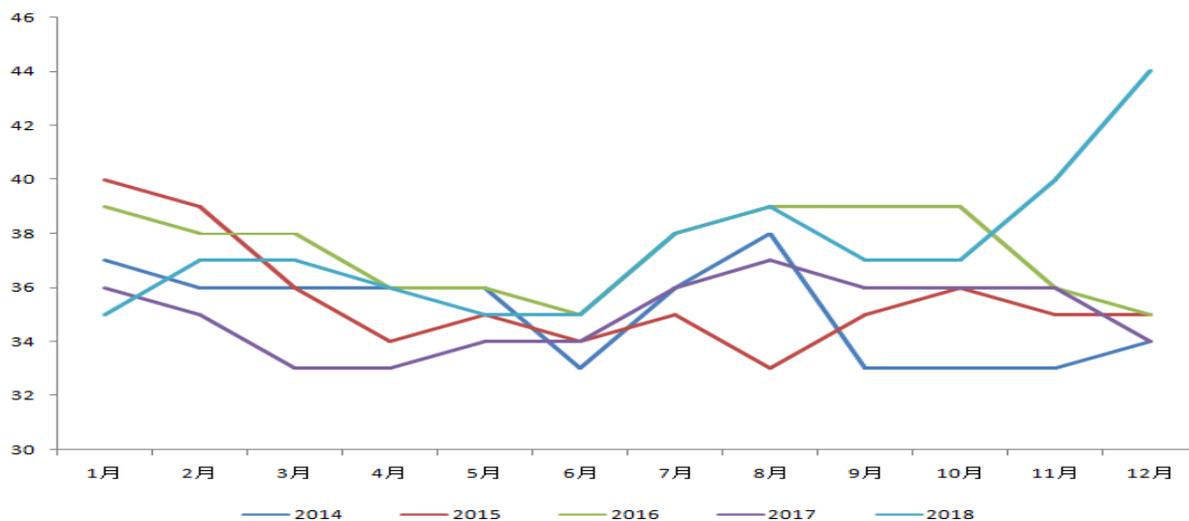


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 全球木浆企业月度库存天数偏高

2018年12月全球木浆企业月度库存天数44天，较前一月增加4天，比近四年全球木浆企业月度库存平均天数36天高出8天，处于历史高位，全球木浆企业库存压力较大。

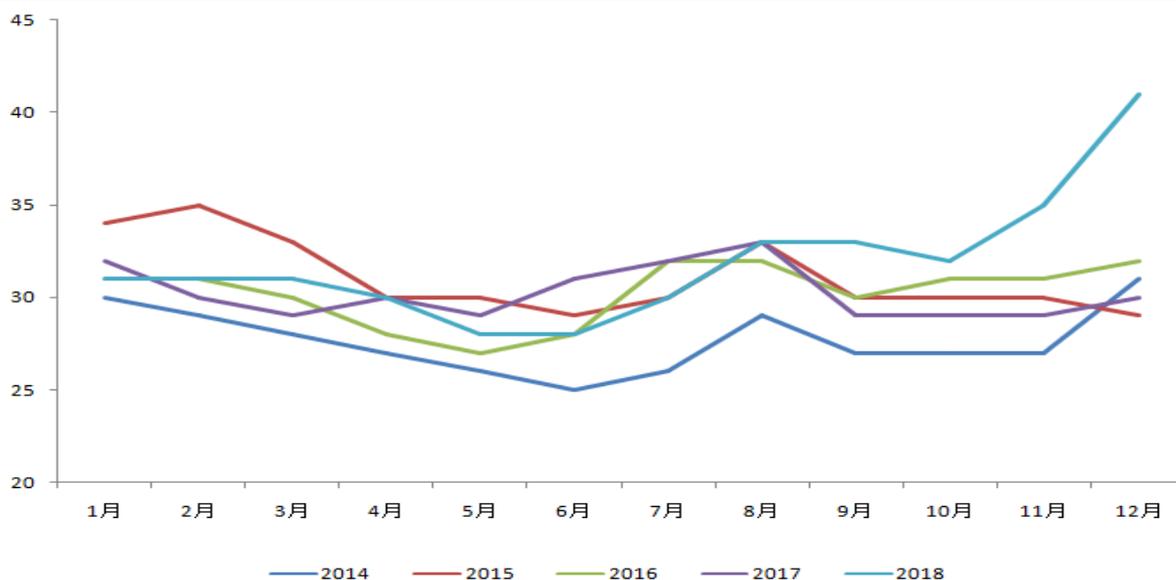
图4：全球木浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

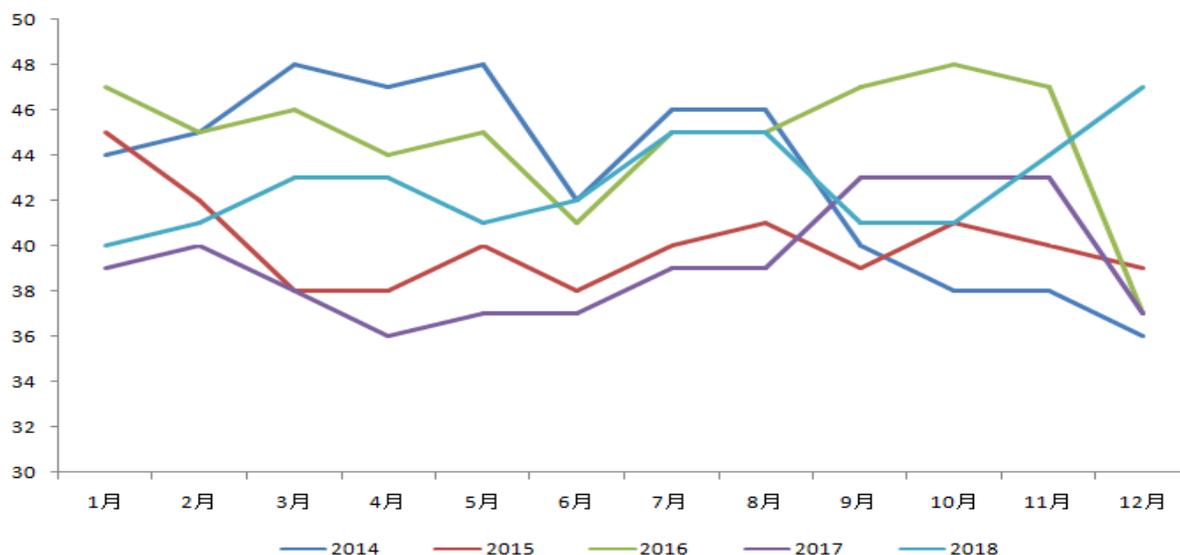
图 5：全球针叶浆企业库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

图 6：全球阔叶浆企业库存天数

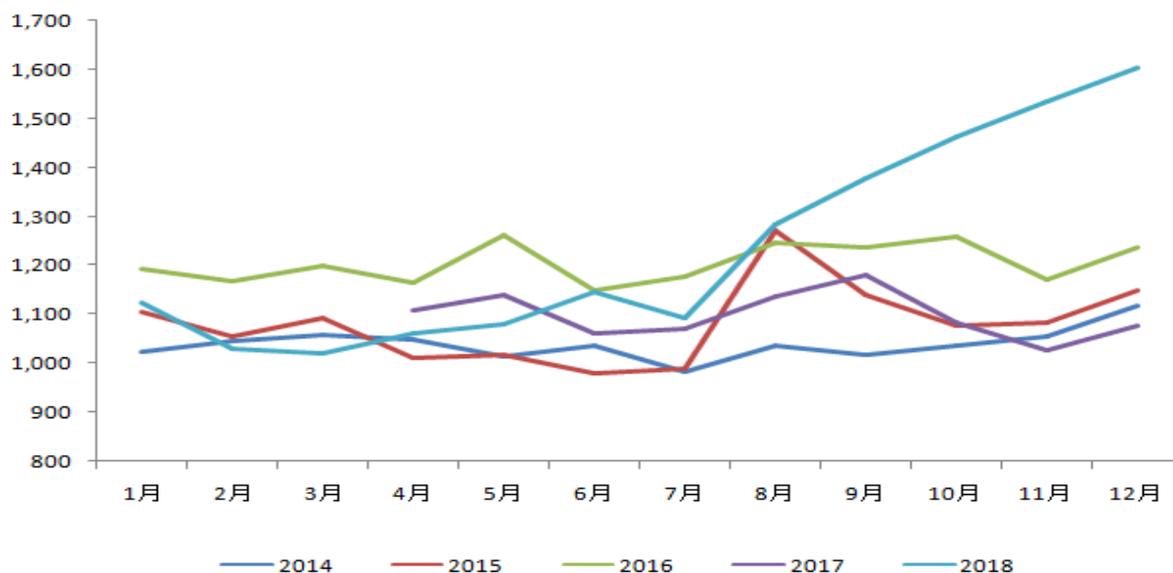


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 全球主要地区港口木浆库存偏高

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

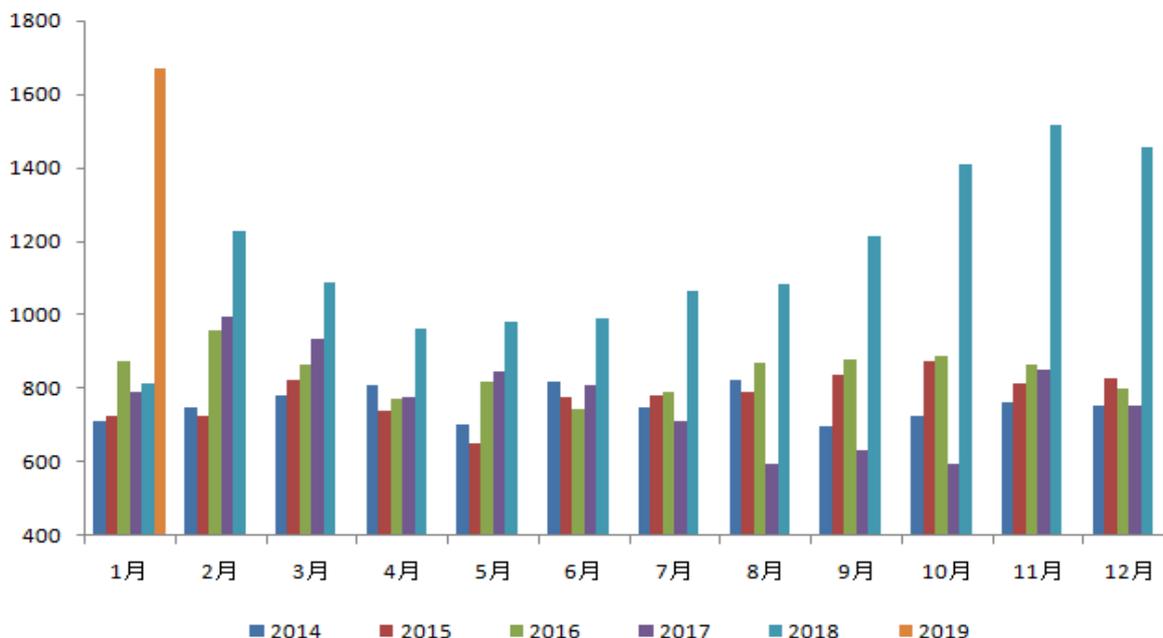
图 7：欧洲港口木浆库存（千吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

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

图 8：中国港口木浆库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

1.4 总结

2018年12月全球木浆发运量增加,针叶浆和阔叶浆发运量均上升,供应量充足。在12月全球木浆发运量增加的情况下,全球木浆企业月度库存天数继续增加,无论是针叶浆还是阔叶

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

2.国内纸浆基本面分析

2.1 国内纸浆概述

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

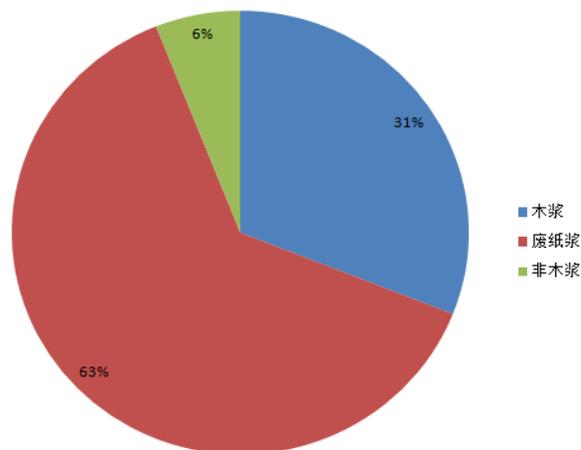
木浆具有纤维长、破裂强度高、拉伸强度高特点，木浆做成的纸具有耐折、耐破、撕裂强度高特性，多用于生产涂布印刷书写纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸和特种用纸等。

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

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

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

图 9：我国纸浆消耗占比



数据来源：中国造纸协会，兴证期货研发部

2.2 相关环保政策变化

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

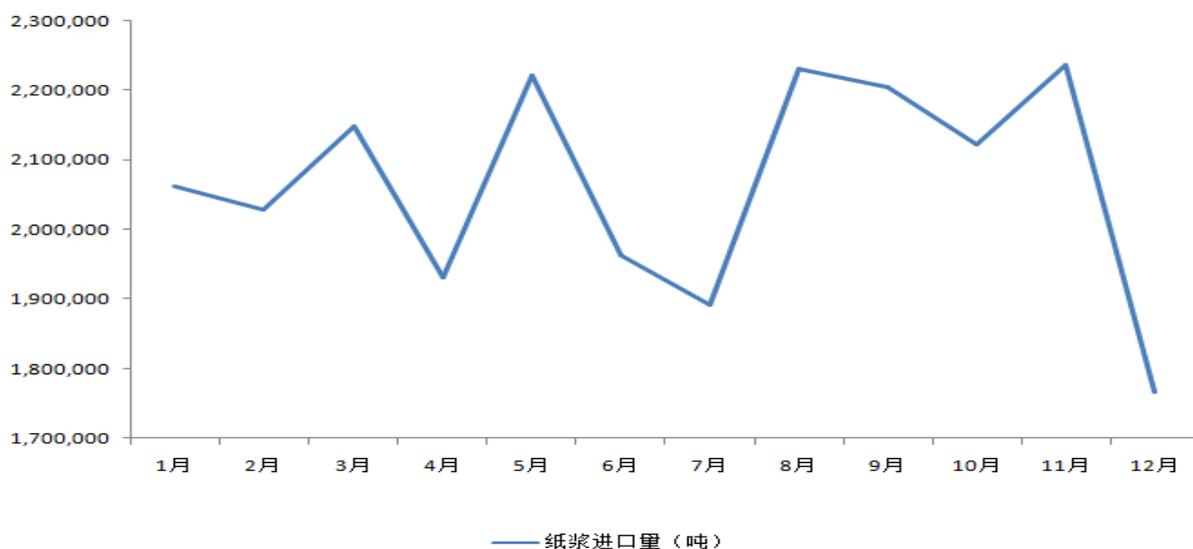
11、2017年12月29日,环保部下发《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》,相比于目前实施版本,最大变化是将进口废纸含杂率从1.5%降至0.5%。并确定2018年3月1日起实施。废纸含杂率新规的实施导致废纸分拣成本提升,同时2018年不再进口混杂类废纸,进口废纸量大幅下降,2018年废纸进口量同比下滑33.8%。

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

2.3 纸浆进口量下降

2018年12月我国纸浆进口量176.7万吨,较前一月下降46.9万吨,降幅20.97%,纸浆进口量止升回落,进口供应量下降。

图 10: 纸浆月度进口量

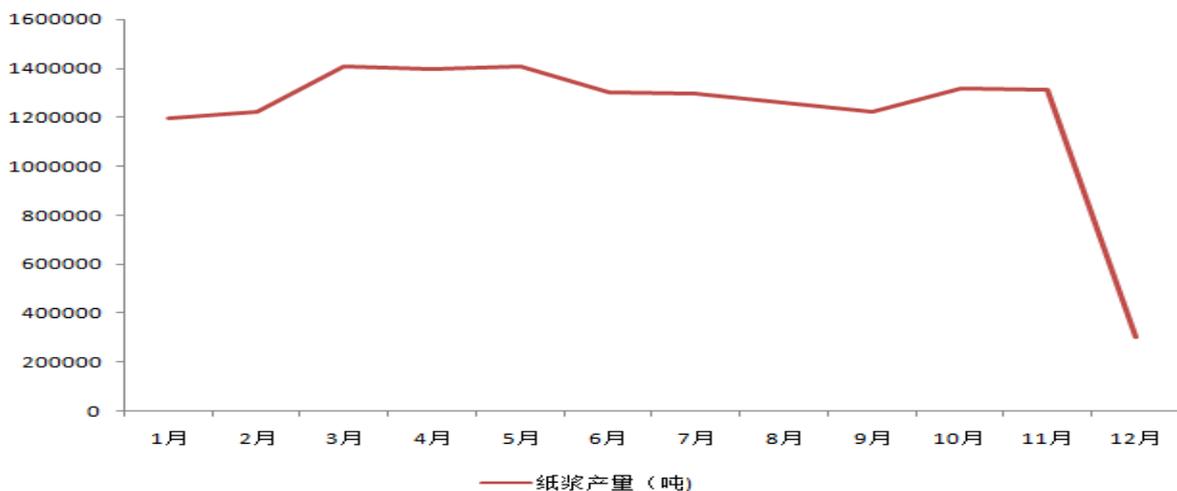


数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2.4 纸浆产量大幅下降

2018年12月我国纸浆产量30.3万吨,较前一月下降101.24万吨,降幅76.97%,纸浆产量大幅下降。

图 11: 纸浆月度产量



数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2.5 纸浆总供应量下降

2018年12月我国纸浆总供应量下降。12月纸浆进口量下降,产量更是大幅下降,12月纸浆进口量和产量总计207万吨,较前一月下降148.14万吨,降幅41.71%。

图 12: 纸浆月度总供应量

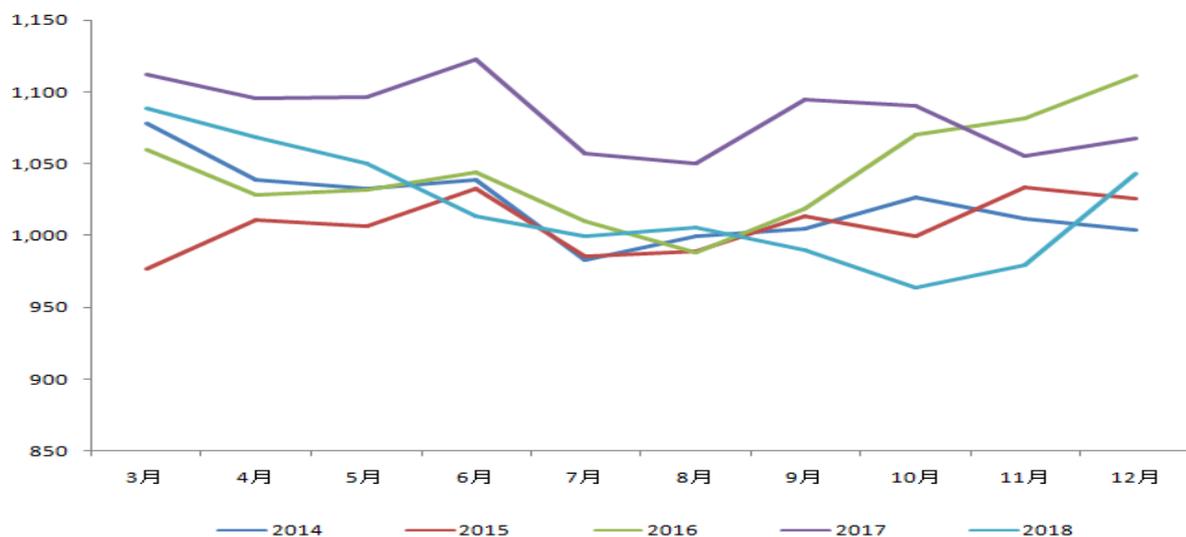


数据来源: 百川资讯, 兴证期货研发部

2.6 纸浆消费总体偏弱

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

图 13: 机制纸及纸板产量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.7 总结

2018 年 12 月我国纸浆总供应量下降, 12 月纸浆进口量和产量总计 207 万吨, 较前一月下降 148.14 万吨, 降幅 41.71%。而消费方面, 2018 年我国机制纸及纸板产量 10201 万吨, 比 2017 年下降 640 万吨, 降幅 5.9%, 虽然 12 月产量有所回升, 但是纸浆消费需求总体还是偏弱。

3.针叶浆和阔叶浆基本面分析

3.1 针叶浆、阔叶浆简介

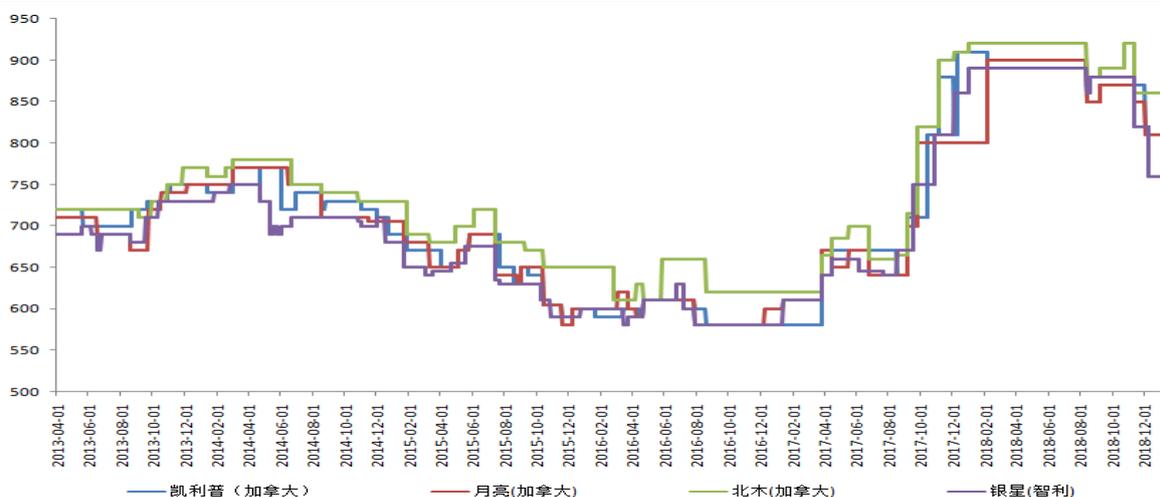
木浆主要包括针叶浆和阔叶浆。针叶浆是由针叶树作为原材料制成的纸浆。针叶树叶状多呈尖细，因其质地较软又称为软木，如落叶松、云杉等。针叶树多生长于中高纬度地区，如北美、北欧、俄罗斯、智利等地区和国家。针叶树具有生长周期长（20-25 年）、纤维长度长、芯材颜色较浅等特点。由于针叶木浆纤维长且细，木浆比较纯净，杂质少，因此造出来的纸柔韧性好，耐折度高，抗张强度较好，印刷性能好。受制于地理环境、林地资源以及环保政策等因素，我国几乎不生产针叶浆，针叶浆进口依存度接近 100%，几乎完全依赖进口。

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

3.2 漂针浆现货价

2019 年 1 月外盘漂针浆 CFR 现货价继续下滑，凯利普 700 美元/吨，较前一月下跌 110 美元/吨；月亮 680 美元/吨，较前一月下跌 130 美元/吨；北木 730 美元/吨，较前一月下跌 130 美元/吨；银星 680 美元/吨，较前一月下跌 80 美元/吨。

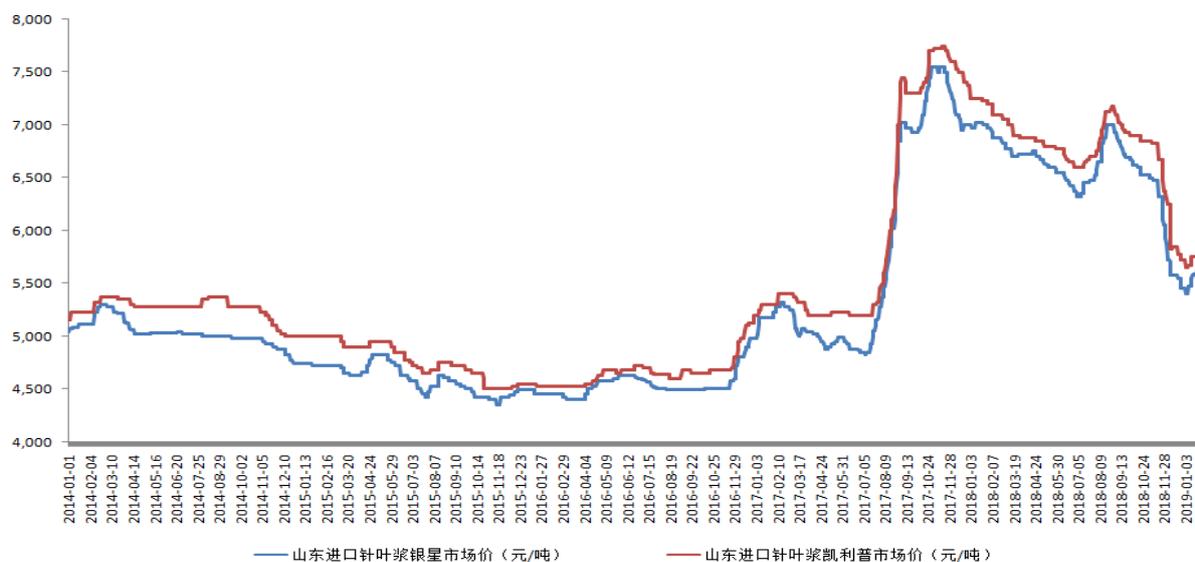
图 14：外盘漂针浆 CFR 现货价（美元/吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2019 年 1 月国内进口针叶浆市场价回升，月末山东进口针叶浆凯利普市场价 5750 元/吨，比月初上涨 25 元/吨；月末山东进口针叶浆银星市场价 5625 元/吨，比月初上涨 175 元/吨。

图 15: 进口针叶浆市场价 (元/吨)

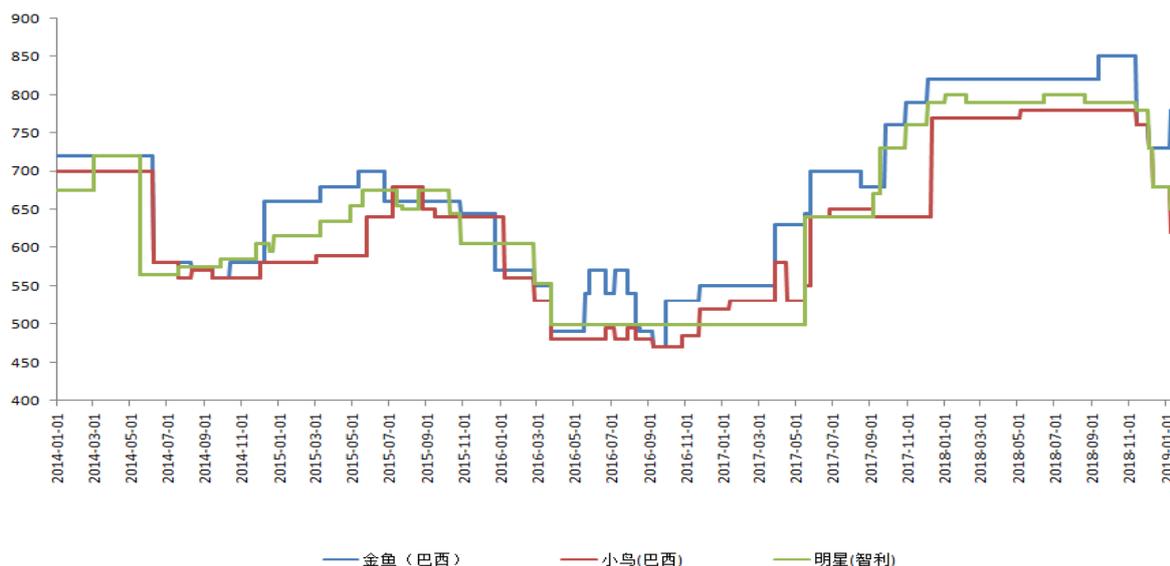


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3 漂阔浆现货价

2019 年 1 月外盘漂阔浆 CFR 现货价总体回升, 巴西金鱼 780 美元/吨, 较前一月上涨 50 美元/吨; 巴西小鸟 780 美元/吨, 较前一月上涨 100 美元/吨; 智利明星 650 美元/吨, 较前一月下跌 30 美元/吨。

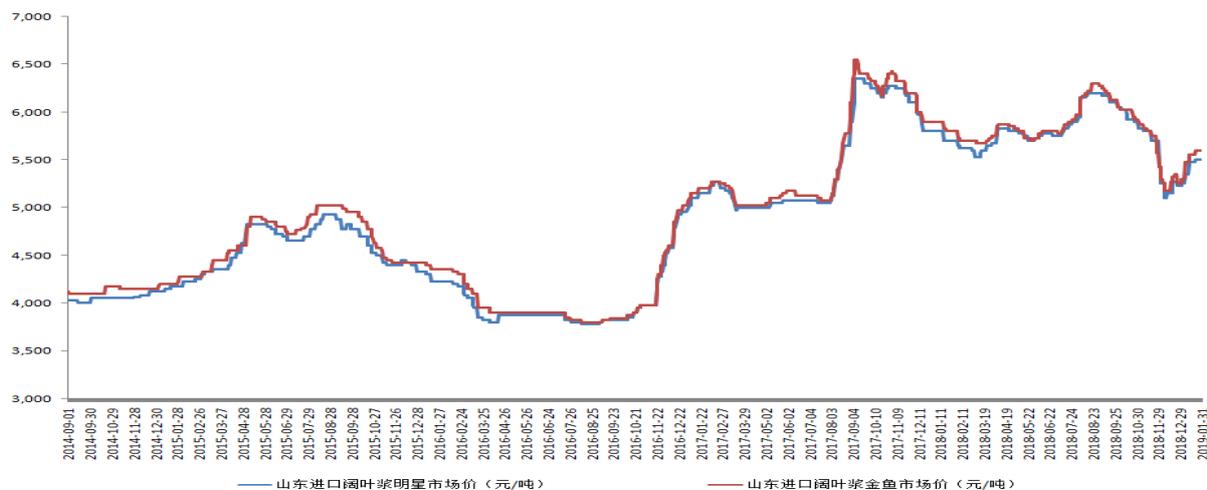
图 16: 外盘漂阔浆 CFR 现货价 (美元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年 1 月国内进口阔叶浆市场价反弹, 月末山东进口阔叶浆明星市场价 5500 元/吨, 比月初上涨 275 元/吨; 月末山东进口阔叶浆金鱼市场价 5600 元/吨, 比月初上涨 350 元/吨。

图 17: 进口阔叶浆市场价 (元/吨)



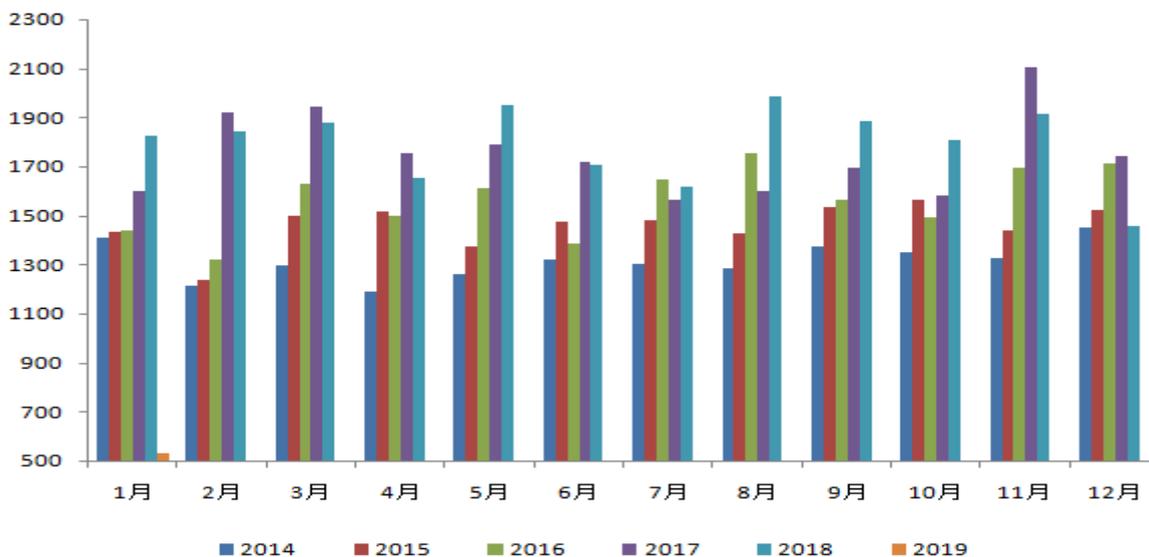
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.4 供应减少

3.4.1 木浆进口量下降

2018 年我国木浆进口量 21540 万吨, 较 2017 年增加 516 万吨, 增幅 2.45%。2019 年 1 月我国木浆进口量 53.3 万吨, 比前一月进口量下降 92.7 万吨, 降幅 63.49%; 1 月木浆进口量较去年同期下降 129.5 万吨, 降幅 70.84%。1 月木浆进口量大幅下降。

图 18: 中国木浆月度进口量 (千吨)



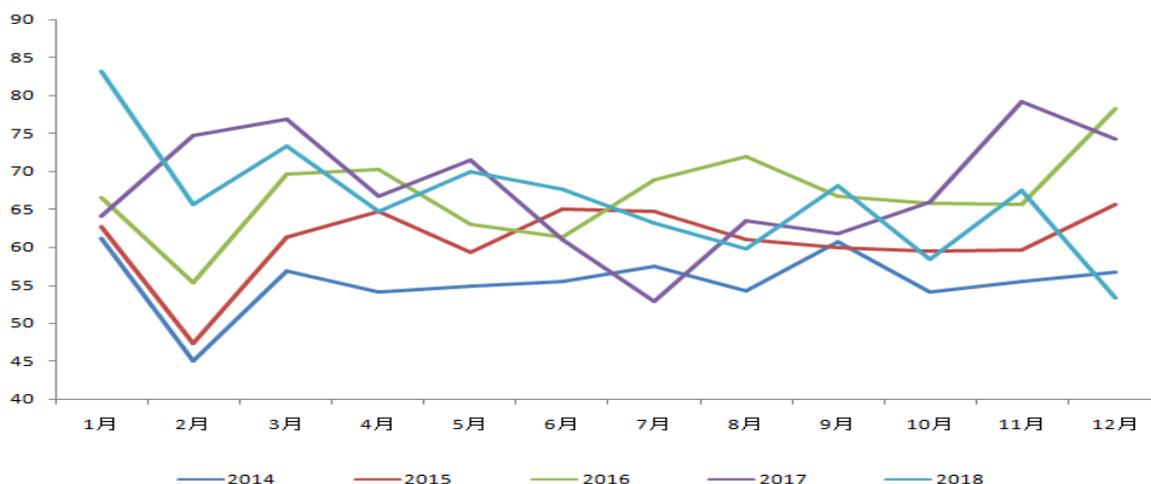
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.4.2 漂针浆进口量下降

2018 年我国漂针浆总进口量 795 万吨, 较 2017 年下降 2.2%。2018 年 12 月我国漂针浆进

口量 53 万吨，比前一月进口量下降 14 万吨，降幅 20.96%；12 月漂针浆进口量较 2017 年同期下降 21 万吨，降幅 28.23%。

图 19：中国漂针浆月度进口量（万吨）

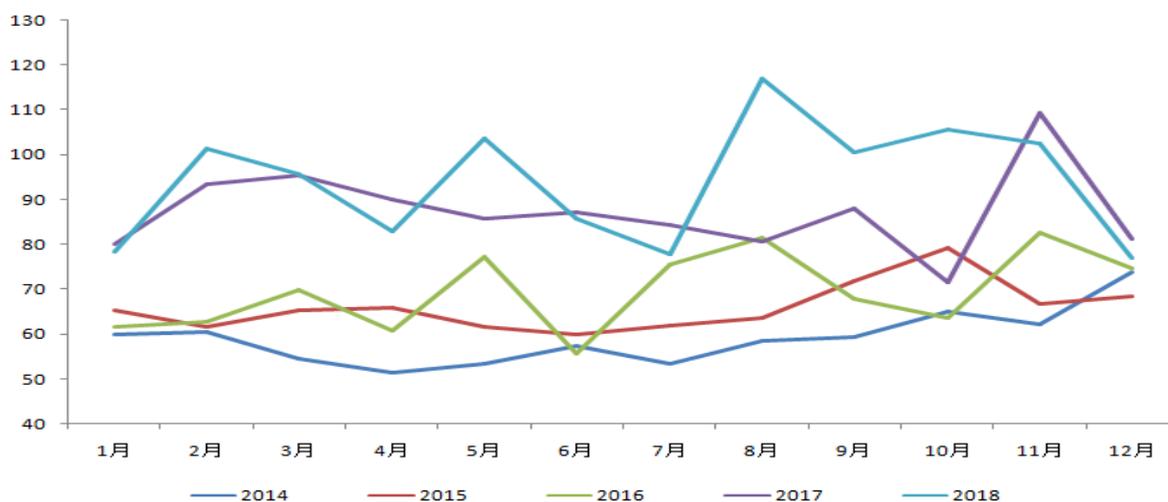


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4.3 漂阔浆进口量下降

2018 年我国漂阔浆总进口量 1128 万吨，较 2017 年增加 7.84%。2018 年 12 月我国漂阔浆进口量 77 万吨，比前一月进口量下降 26 万吨，降幅 25.24%；12 月漂阔浆进口量较 2017 年同期下降 4 万吨，降幅 4.94%。

图 20：中国漂阔浆月度进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4.4 供应小结

2018 年我国漂针浆总进口量 795 万吨，较 2017 年下降 2.2%；漂阔浆总进口量 1128 万吨，较 2017 年增加 7.84%；木浆总进口量 21540 万吨，较 2017 年增加 516 万吨，增幅 2.45%，木浆

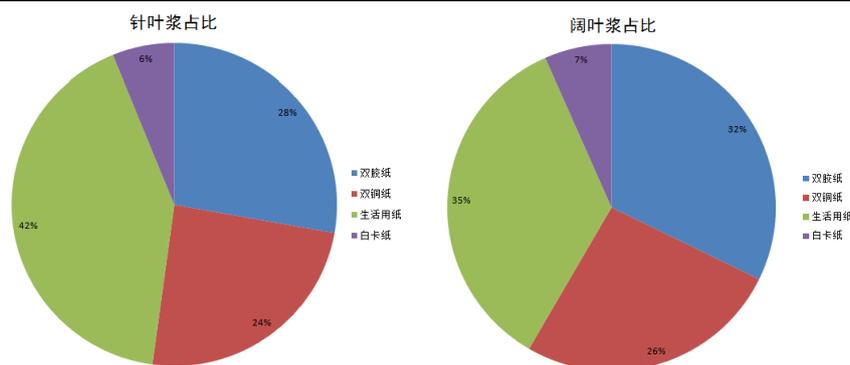
进口量整体增加。由于 2018 年下半年国内木浆市场表现不佳，浆价下滑，木浆进口量下降，2019 年 1 月我国木浆进口量 53.3 万吨，比前一月进口量下降 92.7 万吨，降幅 63.49%，供应减少。

3.5 消费未有明显好转

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

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

图 21：不同纸类对针叶浆、阔叶浆需求占比

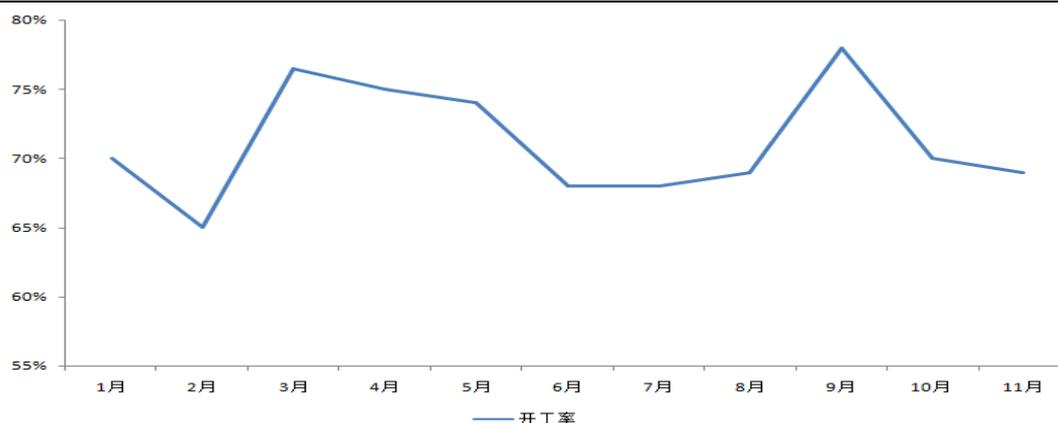


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.1 双胶纸开机率下滑，利润不佳

2018 年 11 月双胶纸行业开机率 69%，较上月下滑 1%，双胶纸行业开机率自 9 月开始持续下滑，已从 9 月的 78% 下滑至 11 月的 69%。

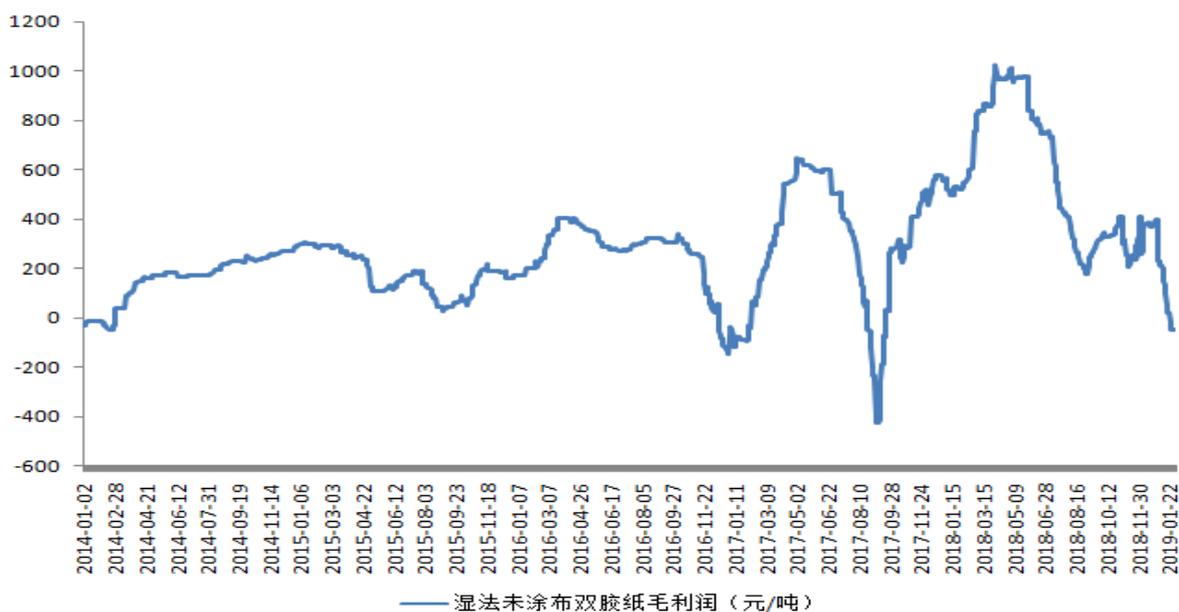
图 22：双胶纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019 年 1 月双胶纸毛利润持续下滑，由月初的 397 元/吨下滑至月末-53.13 元/吨，行业利润由盈利状态下滑至亏损状态，后期开机率或将受到影响。

图 23：湿法未涂布双胶纸毛利润

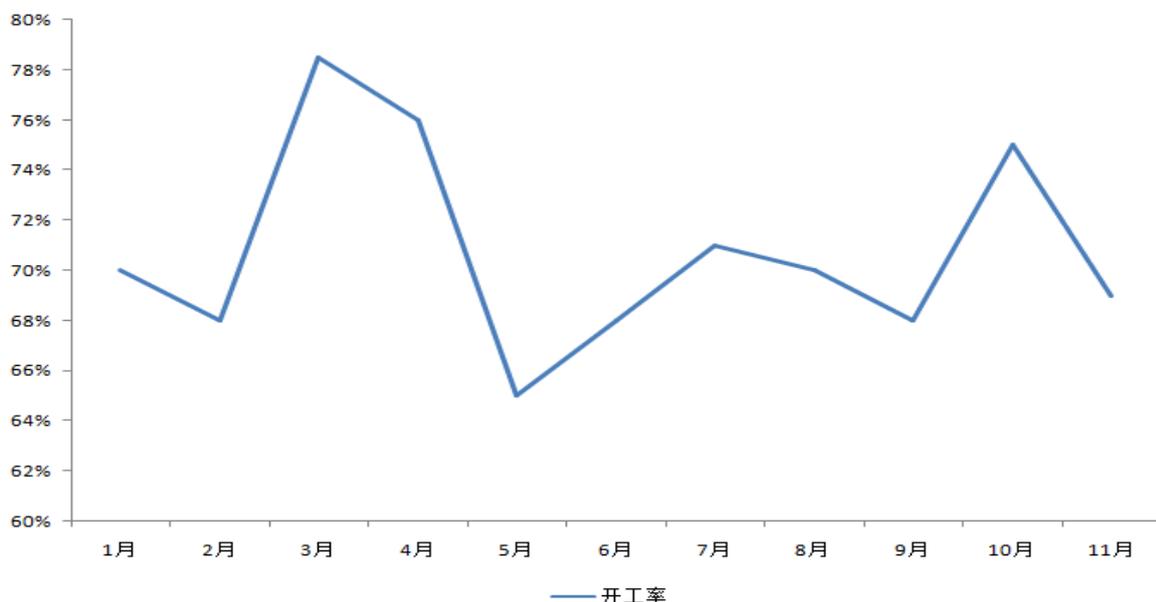


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.2 双铜纸开机率下滑，利润不佳

2018年11月双铜纸行业开机率69%，较上月下滑6%，双铜纸行业开机率止升回落。

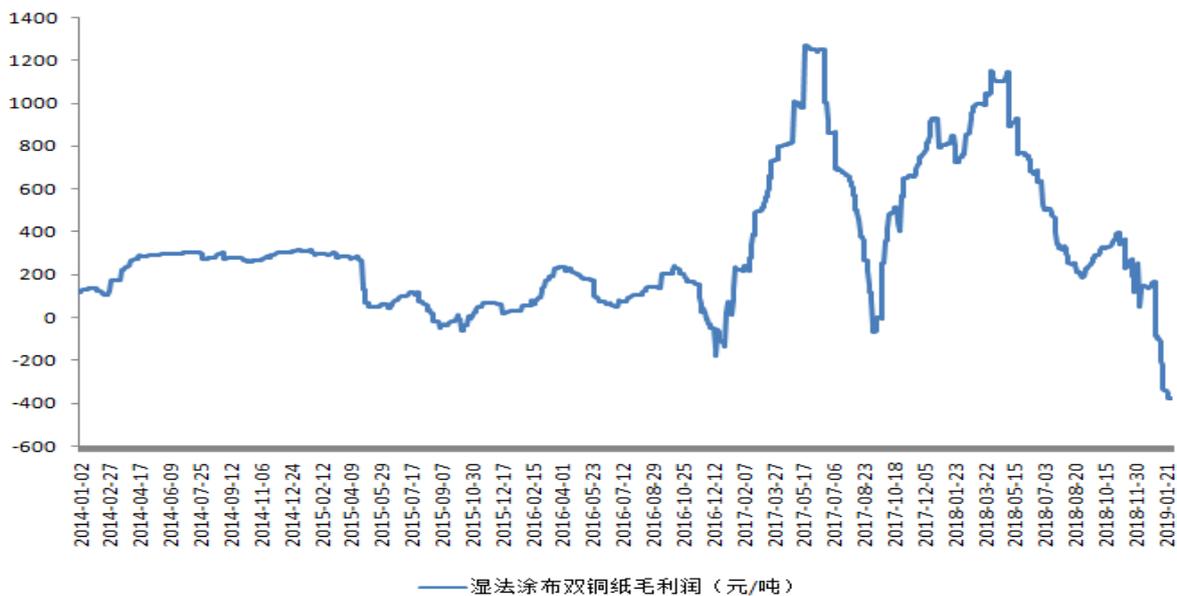
图 24：双铜纸行业开机率



数据来源：百川资讯，兴证期货研发部

2019年1月双铜纸毛利润持续下滑，由月初的165.5元/吨下滑至月末-379.41元/吨，行业利润由盈利状态下滑至亏损状态，处于近四年底位，或将影响后期开机率。

图 25: 湿法涂布双铜纸毛利润

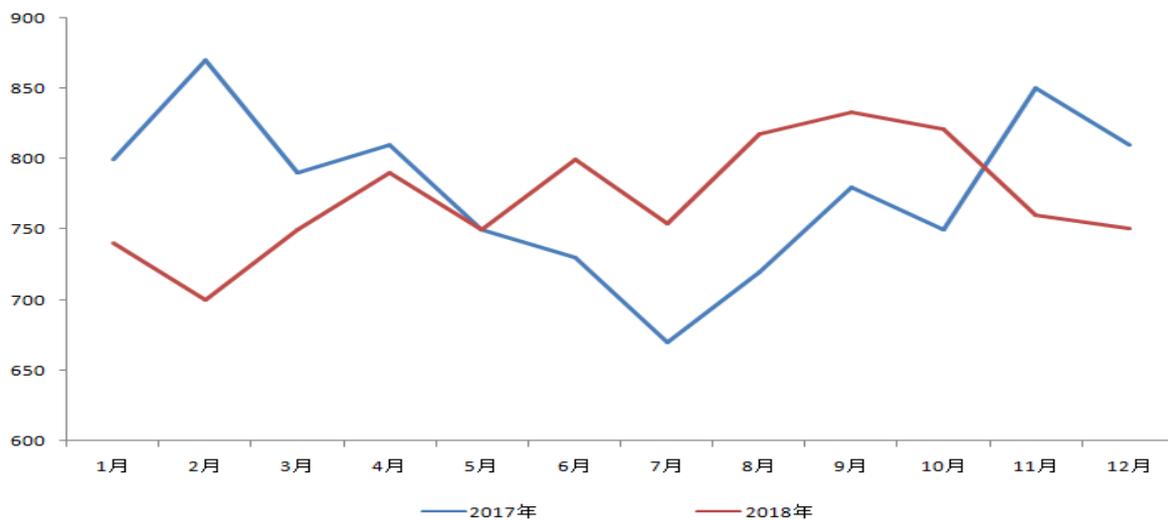


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.3 生活用纸产量下滑

2018年9月开始生活用纸产量持续下滑，12月生活用纸产量继续下滑，较前一月下降8800吨，降幅1.16%，降幅放缓。2018年12月生活用纸产量75.1万吨，较2017年同期下降5.9万吨，降幅7.28%。

图 26: 生活用纸产量 (千吨)



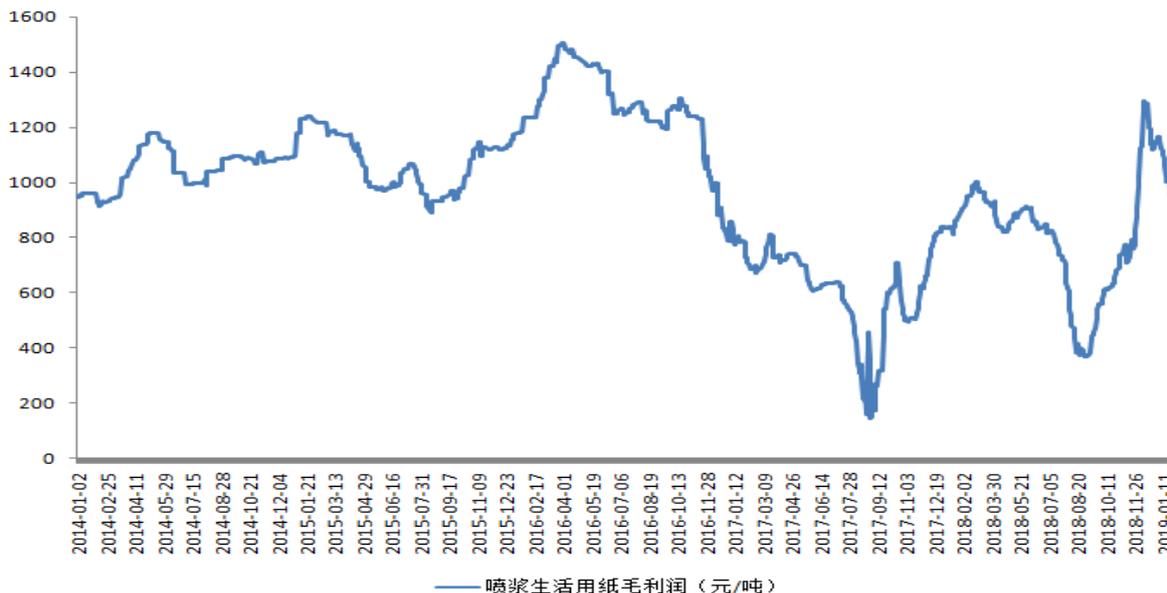
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.4 生活用纸利润情况较好

2019年1月上旬喷浆生活用纸毛利润持续下滑由月初的1150元/吨下滑至月末的935元/吨，

但是利润仍处于较高位，利润情况总体较好。

图 27：喷浆生活用纸毛利润

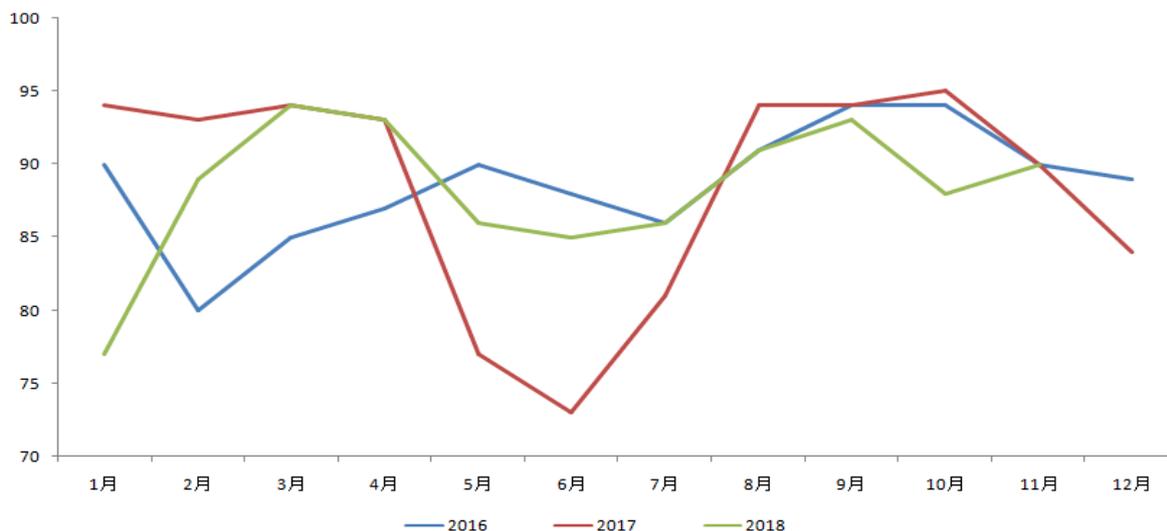


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.5 白卡纸开机率、产量下滑

2018 年 12 月白卡纸行业开机率 84%，比前一月下降 6%，开机率较去年同期处于同一水平。

图 28：白卡纸行业开机率 (%)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2018 年 12 月白卡纸产量 53 万吨，比前一月下滑 13.1%，产量较去年同期增加 6%。

图 29：白卡纸产量（千吨）

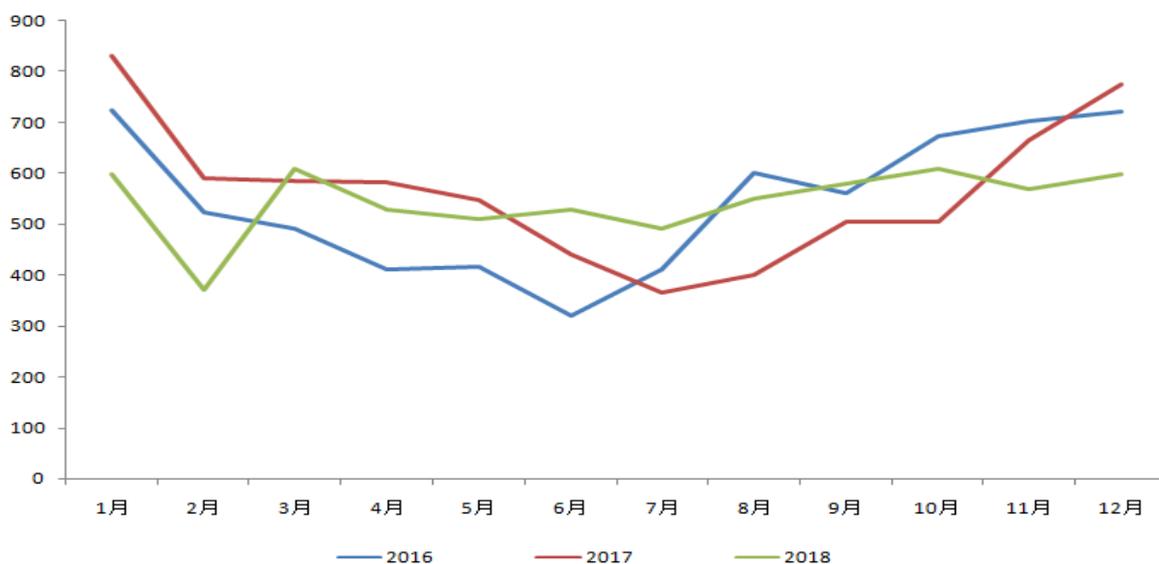


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3.5.6 白卡纸需求量增加，库存下降

2018年12月白卡纸企业需求量60万吨，比前一月增加3万吨，增幅5.26%，需求较去年同期下降9.9%。

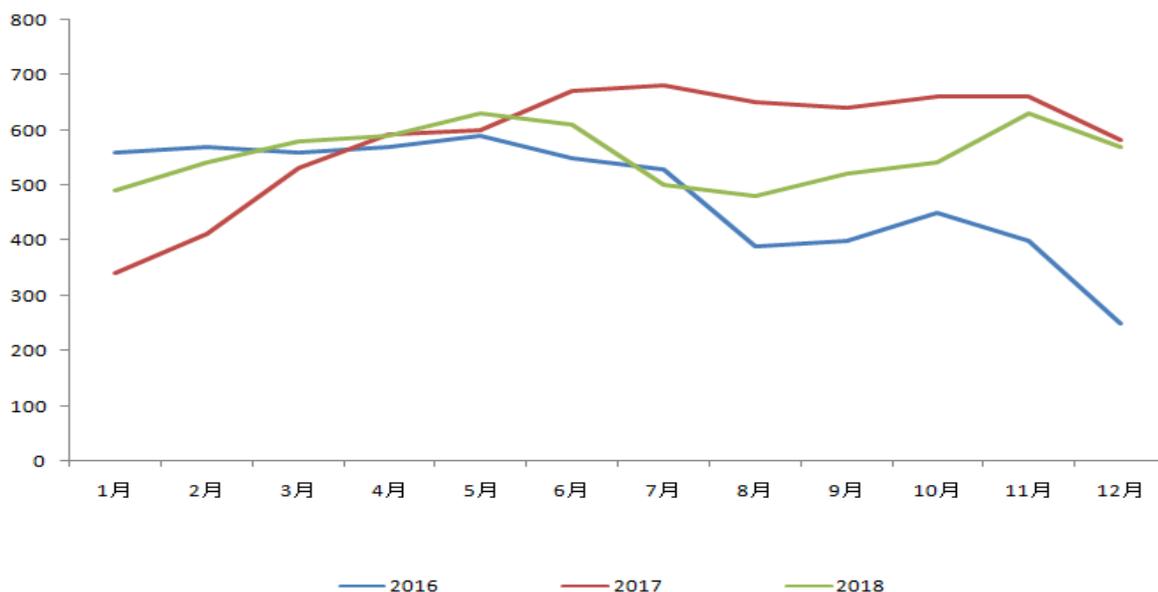
图 30：白卡纸企业库存（千吨）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

库存方面，2018年12月白卡纸企业库存57万吨，比前一月下降6万吨，降幅9.52%，白卡纸企业库存止升回落。

图 31: 白卡纸企业库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

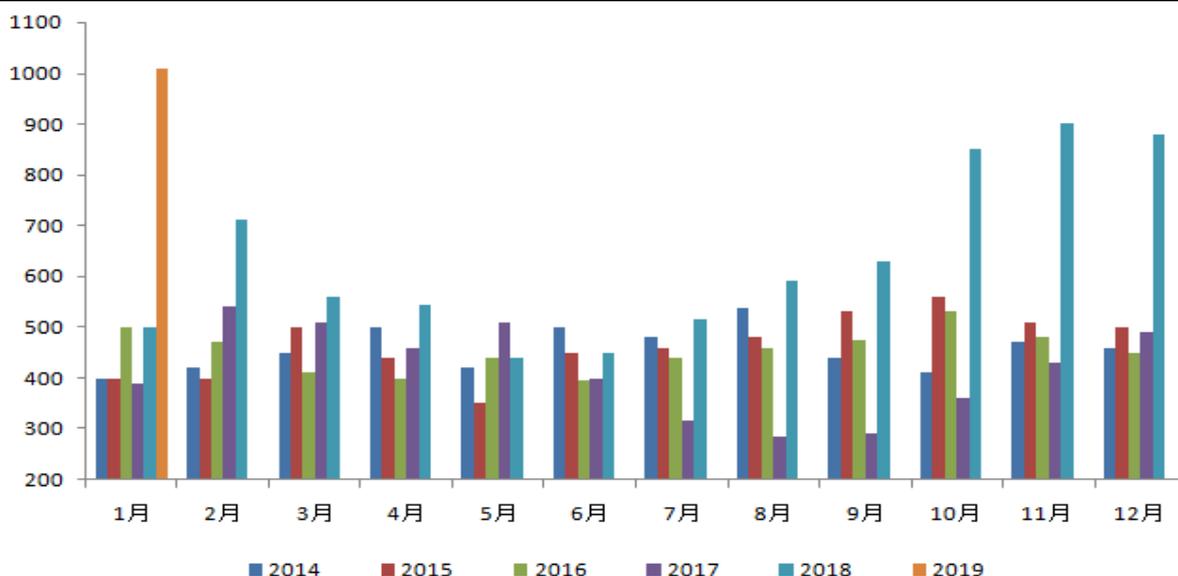
3.5.7 消费小结

漂针浆、漂阔浆下游需求主要集中在印刷用纸、生活用纸和包装用白卡纸。印刷用纸方面, 双胶纸、双铜纸开机率下滑, 行业利润持续下降, 已进入亏损状态, 利润情况总体不佳, 后期开机率可能维持低位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱。生活用纸方面, 12月产量下滑, 但是降幅放缓, 虽然行业利润下降, 但是目前利润仍处于较高位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可。白卡纸方面, 12月开机率和产量下滑, 但是白卡纸需求增加, 库存止升回落, 后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转, 整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般, 未有明显好转。

3.6 港口库存偏高

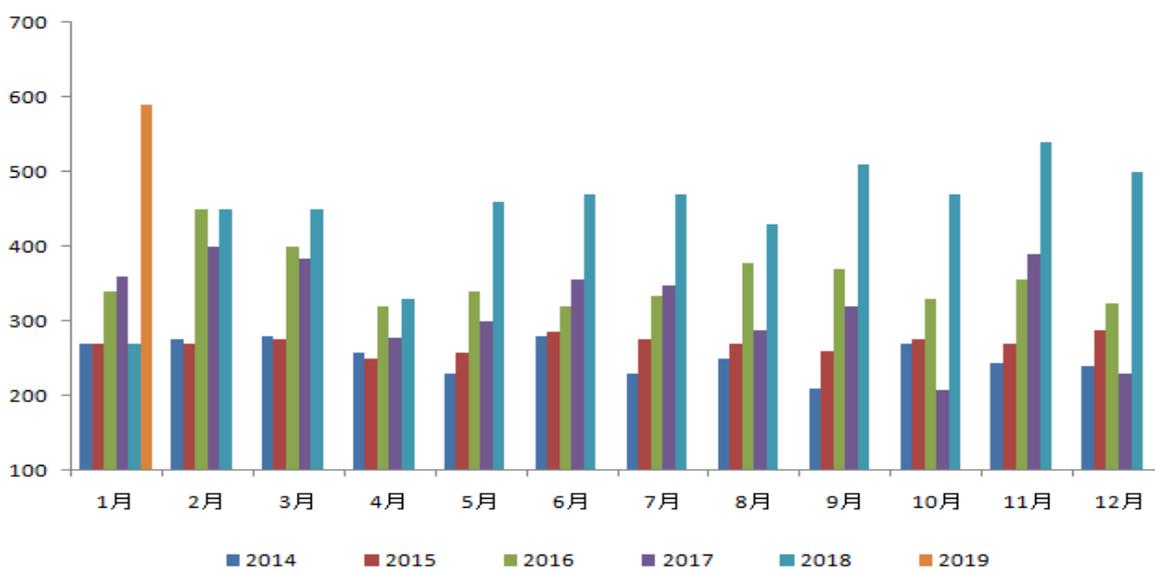
2019年1月青岛港木浆库存101万吨, 库存比上一月增加13万吨, 增幅14.77%, 库存止降回升; 1月青岛港木浆库存比去年同期增加51万吨, 增幅102%, 青岛港木浆库存处于近4年的历史高位。1月常熟港木浆库存59万吨, 库存比上一月增加9万吨, 增幅18%, 库存止降回升; 1月常熟港木浆库存比去年同期增加32万吨, 增幅119%, 常熟港木浆库存处于近4年的历史高位。港口库存增加, 库存处于历史高位, 库存压力增大压制纸浆价格。

图 32: 青岛港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 33: 常熟港木浆库存 (千吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.7 总结

供应方面, 1 月我国木浆进口量下降 63.49%, 供应减少。消费方面, 印刷用纸行业利润持续下滑, 处于亏损状态, 后期开机率可能维持低位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求偏弱; 生活用纸虽然行业利润下降, 但是目前利润仍处于较高位, 对于漂针浆和漂阔浆的需求尚可; 白卡纸 12 月开机率和产量下滑, 但是白卡纸需求增加, 库存止升回落, 后期对于漂针浆和漂阔浆的需求可能有所好转, 整体来看近期漂针浆和漂阔浆的需求一般, 未有明显好转。库存方面, 1 月

青岛港和常熟港木浆库存止降回升，港口库存增加，库存处于历史高位，库存压力大，漂针浆和漂阔浆基本面未有明显好转。

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。