



兴证期货研发部 2021 年理财 2 月报 目录

股指期货	2
股指节前震荡为主，中期保持上升趋势	2
有色金属·铜	11
加工费创新低，铜价上行趋势难改	11
原油	26
短期震荡，警惕美国政治因素加剧波动	26
甲醇	44
内地与港口分化 甲醇维持区间震荡	44
PP&L	53
短期资金市炒作，中长期谨慎看空	53
PTA&MEG	65
传统淡季，TA 大幅累库，但 EG 仍能去库	65
豆类油脂	78
需求放缓，油脂震荡筑顶	78
白糖	90
糖价冲高回落	90
分析师承诺	97
免责声明	97

股指节前震荡为主，中期保持上升趋势

2021年2月1日 星期一

兴证期货·研究发展部
金融研究团队

孙二春
从业资格号：F3004203
投资咨询号：Z0012934

韩惊
从业资格号：F3010931
投资咨询号：Z0012908

联系人：韩惊
021-20370949
hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2021年1月共20个交易日，A股市场冲高回落，月度走势震荡。月初受美国总统权利顺利交接和国内基金发行火爆的影响，A股市场大幅冲高，随后由于美股市场走弱以及国内市场流动性趋紧的影响，A股市场快速回落。1月行业板块涨跌参半，其中化工和银行领涨，商业贸易和国防军工领跌。

股指期货1月集体上涨，IF2102合约上涨2.53%，IH2102合约上涨2.29%，IC2102合约上涨0.26%。期现价差方面，截止1月29日，IH主力合约升水现货0.17%，IF和IC主力合约分别贴水现货0.18%和0.51%。

● 后市展望

国内方面，我国经济继续维持复苏态势。我国2020年国内生产总值（GDP）同比增长2.3%，国内生产总值历史上首次突破100万亿元。我国去年12月出口（美元计价）同比增长18.1%，好于预期的15.0%，整体依然保持强劲。虽然近期疫情的反复对部分地区的经济造成一定影响，1月我国PMI环比略有下降但仍然维持在扩张区间。货币政策方面，我国去年12月社融及M2增速略不及预期，并且上周央行公开市场净回笼4705亿元，短期资金利率明显上行。此外央行货币政策委员会委员提及股市和楼市，表示有些领域的泡沫已经显现，进一步打击了市场短期风险偏好。虽然之后央行行长易纲表示，货币政策会继续在支持经济复苏，不会过早放弃支持政策，但市场对于未来货币政策随着经济恢复逐渐正常化的预期进一步加强。

陆股通资金1月净流入400亿，但是上周转为流出，终结了此前连续十二周的净流入。上周内外盘市场均出现明显调整，外资由此出现短期流出迹象，不过我们认为目前海外流动性宽松情况没有改变，A股在经历短期调整后，

外资中长期仍将保持持续流入。

1月海外市场走势偏弱，新冠疫情在冬季出现反复使得全球经济前景的不确定性再次上升。美股方面，虽然三大指数在月中齐创历史新高，但上周出现全线下跌并且跌幅均超过3%。美股市场散户与做空机构之间的博弈造成市场大幅波动，加剧了市场短期不确定性。欧股方面，富时100，法国CAC40和德国DAX指数1月全线收跌。目前海外整体流动性依然宽松，而散户对于美股市场走势的影响也相对有限，我们预计本次散户逼空带来的不确定性未来将逐渐消退，A股市场受到的影响也将逐步趋弱。

整体来看，我国经济继续保持复苏，市场基本面未有明显变化，但外盘短期的大幅波动叠加国内市场节前流动性的趋紧依然对市场风险偏好产生了压制，此外前期指数也累积了较多涨幅，自身亦存在一定调整需求，这些因素共同造成了上周市场的回调。目前来看，指数方面短期仍处于震荡调整期，预计春节之前出现趋势走高的概率较低，不过中长期向上的趋势没有改变。我们建议投资者短期观望为主，如遇市场大幅调整，可尝试逢低轻仓试多。

● 策略建议

建议投资者短期观望为主，如遇调整可轻仓试多。

● 风险提示

全球新型肺炎疫情升级、外部风险升温、国内政策大幅调整。

1. 市场回顾

1.1 股票市场

2021年1月共20个交易日，A股市场冲高回落，月度走势震荡。月初受美国总统权利顺利交接和国内基金发行火爆的影响，A股市场大幅冲高，随后由于美股市场走弱以及国内市场流动性趋紧的影响，A股市场快速回落。

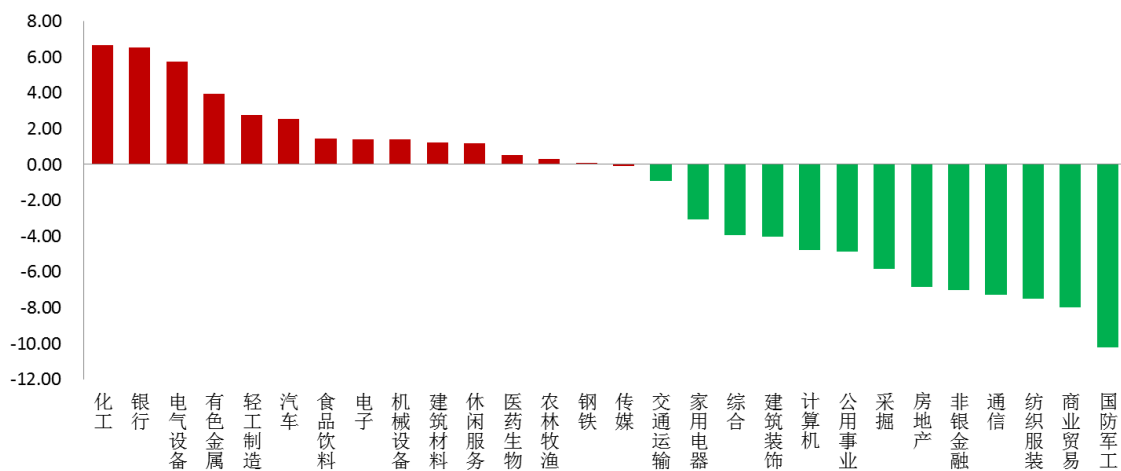
1月行业板块涨跌参半，其中化工和银行领涨，商业贸易和国防军工领跌。

表 1：A 股主要指数走势

	上证综指	深圳成指	创业板指	上证50	沪深300	中证500
2021/1/4开盘	3474.68	14516.12	2977.32	3632.69	5212.93	6395.61
2021/1/29收盘	3483.07	14821.99	3128.87	3713.25	5351.97	6346.14
月涨跌幅	0.29%	2.43%	5.48%	1.99%	2.70%	-0.33%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 1：行业月涨跌幅（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 三大期指走势

三大期指1月上涨,IF2102合约上涨2.53%,IH2102合约上涨2.29%,IC2102合约上涨0.26%。期现价差方面,截止1月29日, IH主力合约升水现货0.17%,IF和IC主力合约分别贴水现货0.18%和0.51%。

1月期指市场成交大幅上升,持仓保持平稳。IF、IH、IC 1月日均成交143215手、57277手、111264手,较12月均值分别变动31.17%、19.71%、2.47%;IF、IH、IC 1月日均持仓量分别为203816手、74665手、223931手,较12月分别变动8.63%、-0.82%、-2.30%。

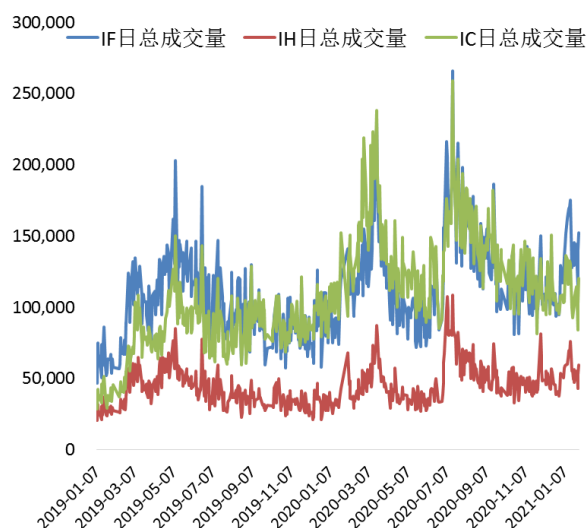
截至1月29日, IH/IF主力合约比值为0.6962, IH/IC主力合约比值为0.5891, IF/IC主力合约比值为0.8462。

表 2：股指期货 2021 年 1 月 29 日

2021/1/29	合约收盘价	指数收盘价	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	交易天数	年化升水率
IF2102.CFE	5,342.4000	5,351.9646	9.56	0.18%	2021-02-19	10	4.32%
IF2103.CFE	5,330.2000	5,351.9646	21.76	0.41%	2021-03-19	30	3.28%
IF2106.CFE	5,270.4000	5,351.9646	81.56	1.52%	2021-06-18	90	4.10%
IF2109.CFE	5,212.8000	5,351.9646	139.16	2.60%	2021-09-17	155	4.06%
IH2102.CFE	3,719.4000	3,713.2471	-6.15	-0.17%	2021-02-19	10	-4.01%
IH2103.CFE	3,708.2000	3,713.2471	5.05	0.14%	2021-03-19	30	1.10%
IH2106.CFE	3,690.4000	3,713.2471	22.85	0.62%	2021-06-18	90	1.65%
IH2109.CFE	3,652.0000	3,713.2471	61.25	1.65%	2021-09-17	155	2.58%
IC2102.CFE	6,313.6000	6,346.1371	32.54	0.51%	2021-02-19	10	12.41%
IC2103.CFE	6,253.2000	6,346.1371	92.94	1.46%	2021-03-19	30	11.81%
IC2106.CFE	6,070.2000	6,346.1371	275.94	4.35%	2021-06-18	90	11.69%
IC2109.CFE	5,905.0000	6,346.1371	441.14	6.95%	2021-09-17	155	10.85%

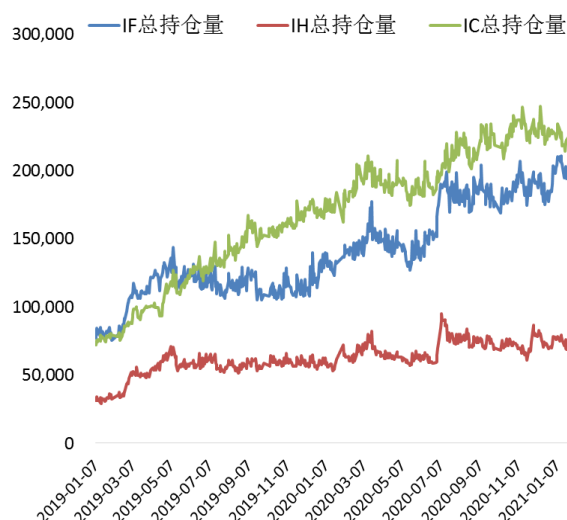
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：股指期货成交量



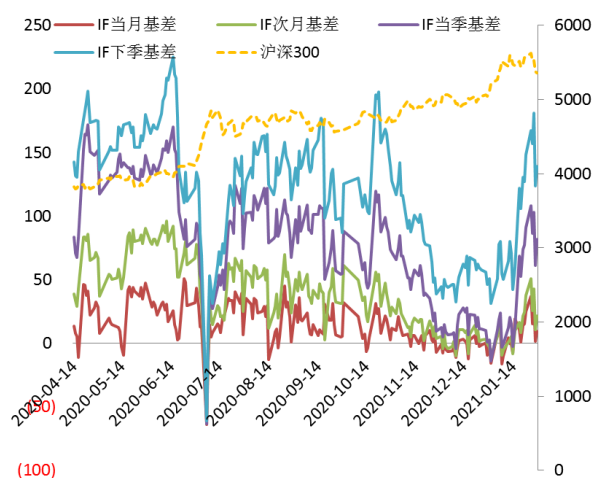
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：股指期货持仓量



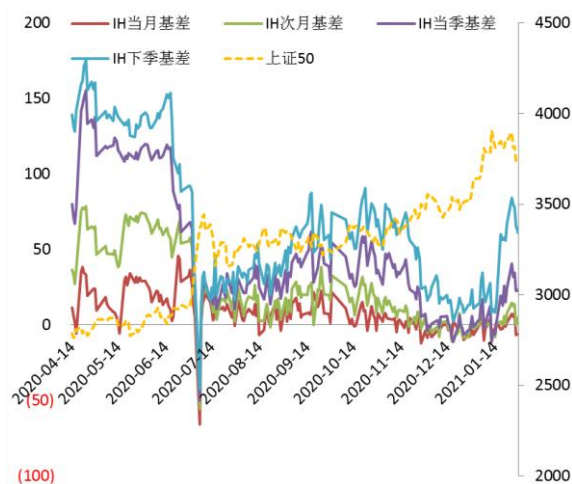
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: IF 各合约期现基差走势



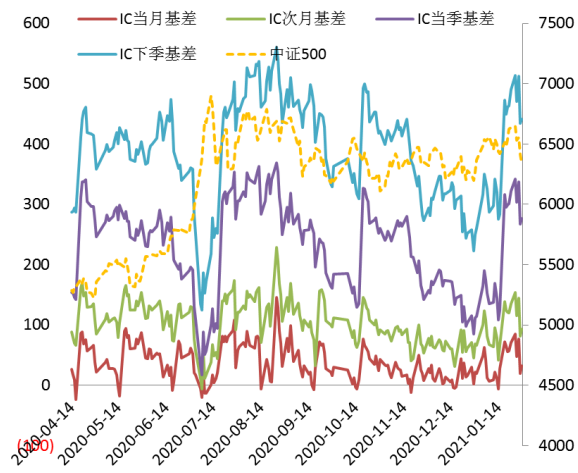
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: IH 各合约期现基差走势



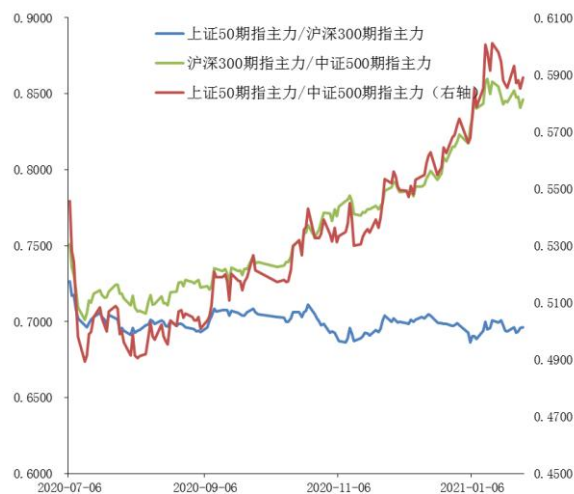
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IC 各合约期现基差走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 跨品种合约比值走势

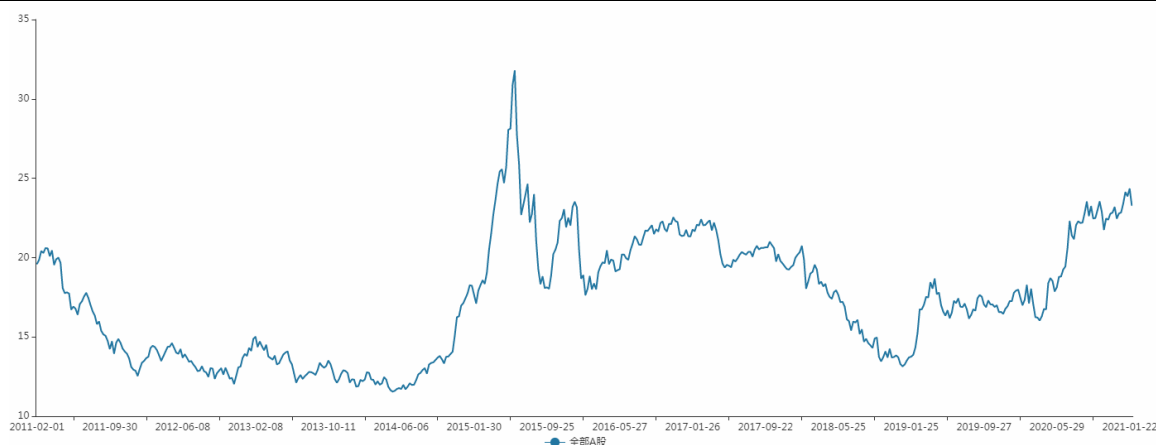


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

1.3 指数估值分析

截至 1 月 29 日，全部 A 股动态市盈率为 23.28，处于近十年来的相对高位。

图 8：全部 A 股动态市盈率



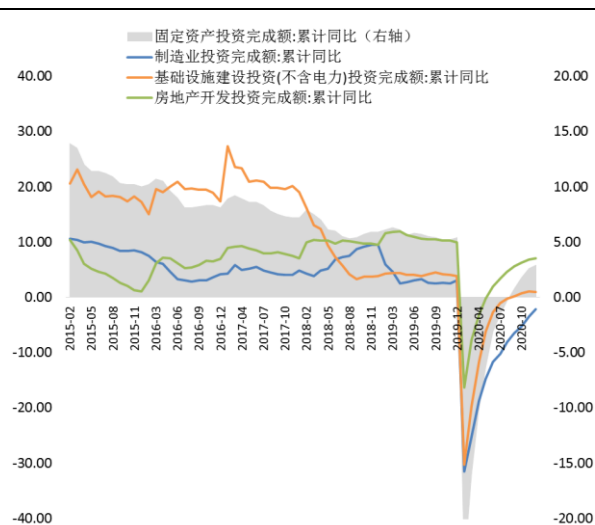
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

国内方面，我国经济继续维持复苏态势。我国 2020 年国内生产总值 (GDP) 同比增长 2.3%，国内生产总值历史上首次突破 100 万亿元。我国去年 12 月出口（美元计价）同比增长 18.1%，好于预期的 15.0%，整体依然保持强劲。虽然近期疫情的反复对部分地区的经济造成一定影响，1 月我国 PMI 环比略有下降但仍然维持在扩张区间。货币政策方面，我国去年 12 月社融及 M2 增速略不及预期，并且上周央行公开市场净回笼 4705 亿元，短期资金利率明显上行。此外央行货币政策委员会委员提及股市和楼市，表示有些领域的泡沫已经显现，进一步打击了市场短期风险偏好。虽然之后央行行长易纲表示，货币政策会继续在支持经济复苏，不会过早放弃支持政策，但市场对于未来货币政策随着经济恢复逐渐正常化的预期进一步加强。

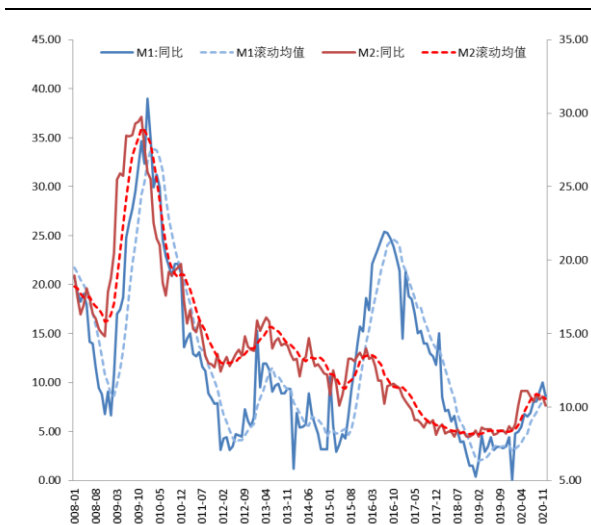
陆股通资金 1 月净流入 400 亿，但是上周转为流出，终结了此前连续十二周的净流入。其中沪股通净流出 56.95 亿元，深股通净流出 10.41 亿元。上周内外盘市场均出现明显调整，外资由此出现短期流出迹象，不过我们认为目前海外流动性宽松情况没有改变，A 股在经历短期调整后，外资中长期仍将保持持续流入。

图 9：固定资产投资



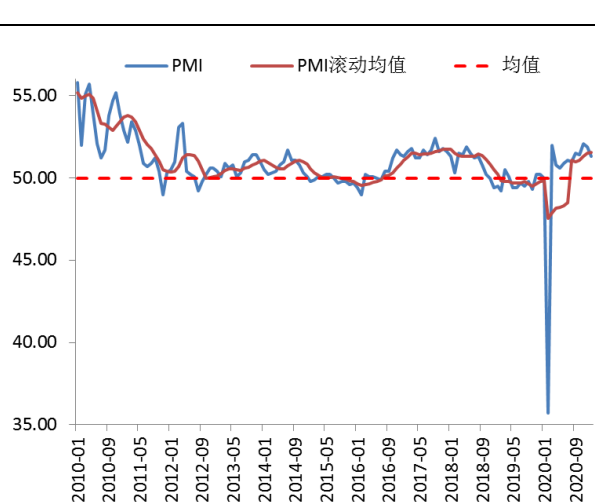
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：M1、M2 同比



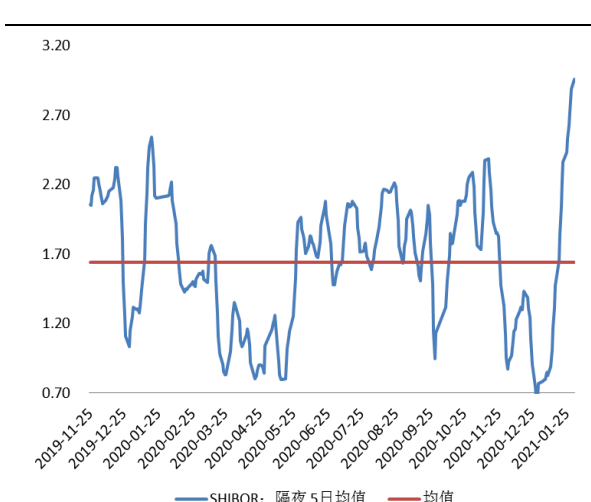
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 11：PMI



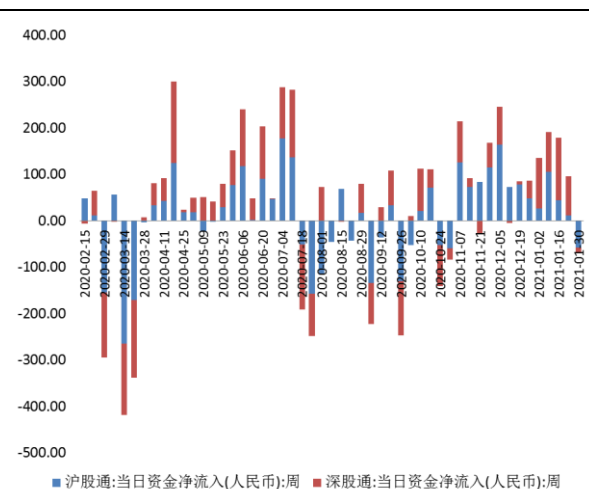
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：短期 SHIBOR 走势



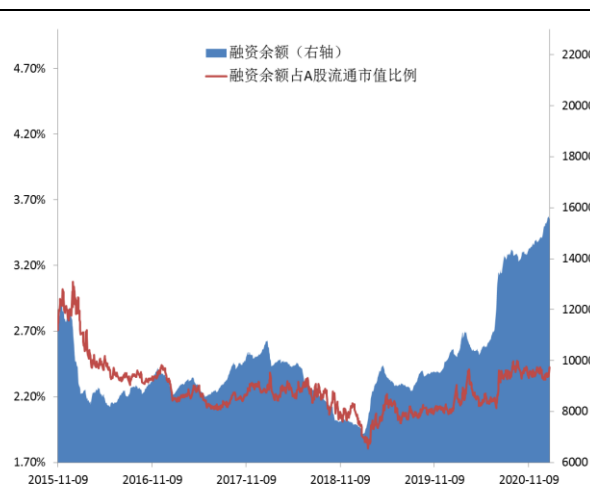
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 沪港通深股通资金流向 (周)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 融资余额

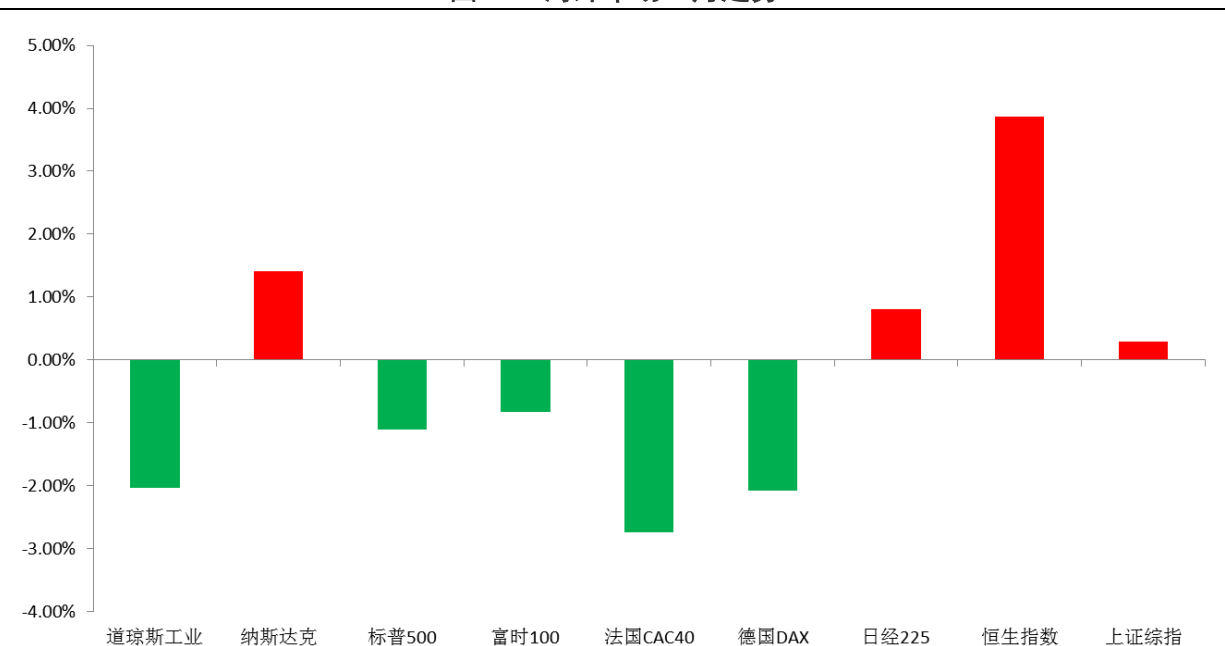


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 海外市场走势偏弱

1月海外市场走势偏弱, 新冠疫情在冬季出现反复使得全球经济前景的不确定性再次上升。美股方面, 虽然三大指数在月中齐创历史新高, 但上周出现全线下跌并且跌幅均超过3%。美股市场散户与做空机构之间的博弈造成市场大幅波动, 加剧了市场短期不确定性。欧股方面, 富时100, 法国CAC40和德国DAX指数1月全线收跌。目前海外整体流动性依然宽松, 而散户对于美股市场走势的影响也相对有限, 我们预计本次散户逼空带来的不确定性未来将逐渐消退, A股市场受到的影响也将逐步趋弱。

图 15: 海外市场 1 月走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.总结与展望

整体来看，我国经济继续保持复苏，市场基本面未有明显变化，但外盘短期的大幅波动叠加国内市场节前流动性的趋紧依然对市场风险偏好产生了压制，此外前期指数也累积了较多涨幅，自身亦存在一定调整需求，这些因素共同造成了上周市场的回调。目前来看，指数方面短期仍处于震荡调整期，预计春节之前出现趋势走高的概率较低，不过中长期向上的趋势没有改变。我们建议投资者短期观望为主，如遇市场大幅调整，可尝试逢低轻仓试多，仅供参考。

加工费创新低，铜价上行趋势难改

2021年2月1日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

1月铜价冲高回落，元旦过后铜价在自身基本面改善、疫苗推进等因素影响下，一度冲高至8238美元/吨（2013年2月以来高位），随后在疫情恶化，海外宏观货币预期转向干扰下逐步回落。截至1月29日，LME铜价收于7813.5美元/吨，月涨幅0.77%。

● 后市展望及策略建议：

1. 铜矿加工费TC不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的10家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费TC不断创新低，截至1月29日当周，铜矿加工费仅为43.85美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费TC大概率继续维持在50美元/吨以下。

2. 冶炼厂亏损减产预期仍在。根据测算，在不足50美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

3. 国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

4. 欧美国家经济恢复中。美国12月ISM制造业PMI超预期回升至60.7，欧元区1月制造业PMI小幅下滑至54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国12月出口增速18.1%，韩国12月出口增速12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有20%以上出口海外）。

5. **全球铜库存季节性低位。**库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。

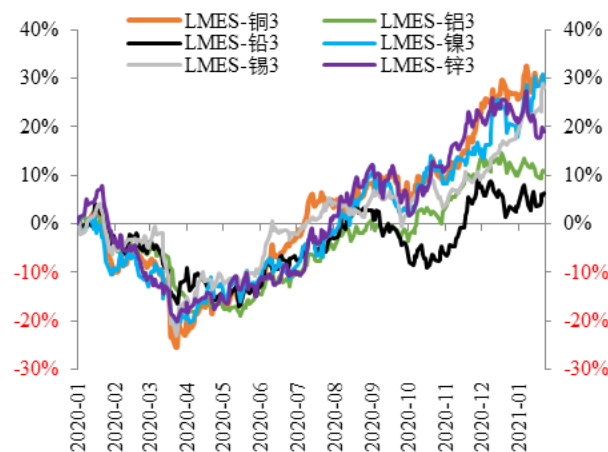
● 风险提示

1. 全球疫情反复；2. 欧美实体经济恢复不及预期；3. 宏观货币政策变化超预期。

1.行情回顾

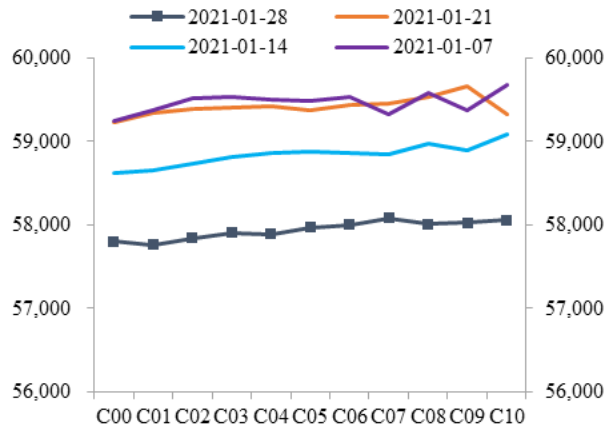
1 月铜价冲高回落，元旦过后铜价在自身基本面改善、疫苗推进等因素影响下，一度冲高至 8238 美元/吨（2013 年 2 月以来高位），随后在疫情恶化，海外宏观货币预期转向干扰下逐步回落。截至 1 月 29 日，LME 铜价收于 7813.5 美元/吨，月涨幅 0.77%。

图1：LME 各品种 2020 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图2：沪铜期限结构（单位：元/吨）

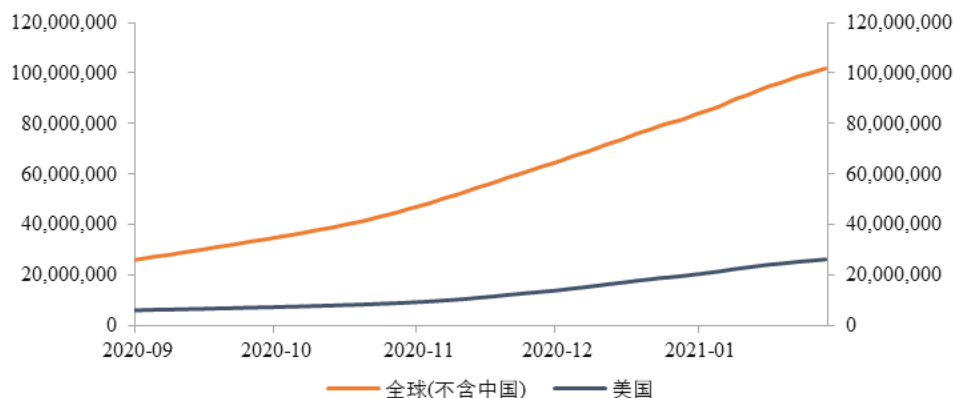


数据来源：Wind，兴证期货研发部

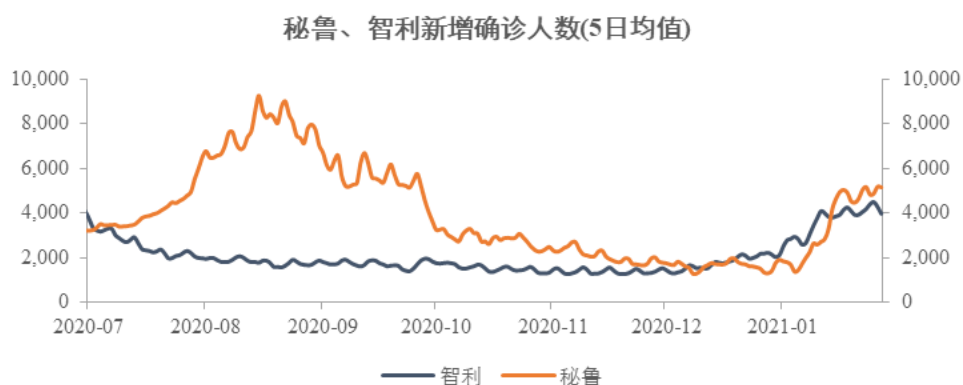
2.疫情情况

海外疫情再度恶化。截至 1 月 30 日，海外确诊病例超过 1.02 亿人，其中美国确诊病例超过 2600 万人，海外每日确诊病例仍在 40 万人以上。智利、秘鲁（智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%）等主要铜矿产地疫情反复，每日确诊人数再度抬头。

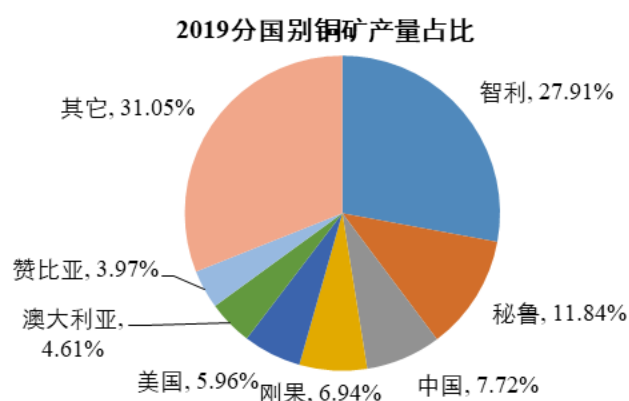
图3：海外累计确诊人数（单位：例）



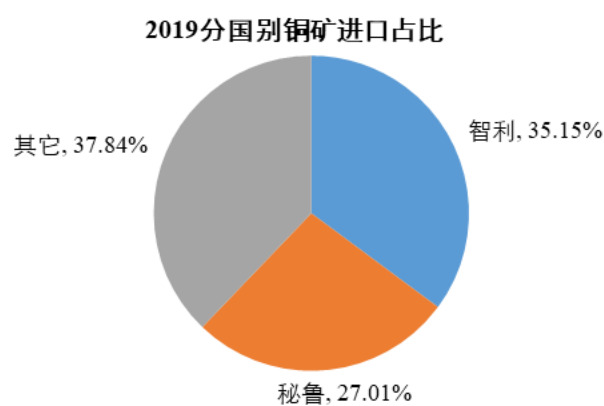
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：智利、秘鲁每日新增确诊人数（单位：例）

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：智利、秘鲁占全球铜矿产量 40%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：中国从智利、秘鲁进口铜矿占比达 62%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 基本面

铜矿加工费 TC 不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20%以上出口海外）。

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。

3.1 铜矿加工费 TC 不断创新低

南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

3.1.1 大矿企 2020 年四季度产量负增长

全球前 15 大矿企（CR15:0.63）四季度产量继续负增长，近期南美地区运输问题再度出现，铜矿产量不确定性仍较高，加工费 TC 不断创新低。

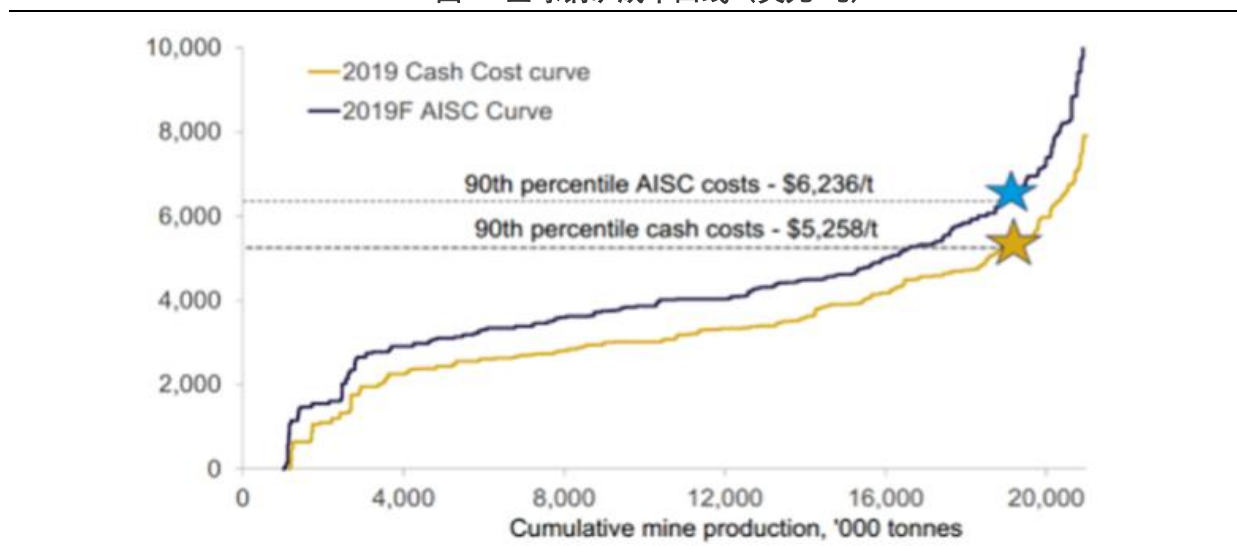
表 1：全球前 15 大矿企 2020 年四季度产量负增长

序号	公司	2020Q4 (万吨)	2020Q4 增量 (万吨)	2020Q4 同比	2020Q3 同比	2020Q1-Q3 同比
1	Codelco				1.71%	2.82%
2	Freeport	39.19	1.68	4.47%	-2.32%	-3.23%
3	BHP Billiton	42.81	-2.73	-5.99%	-3.84%	-3.22%
4	Glencore				-1.76%	-7.98%

5	Grupo Mexico	28.99	0.69	2.43%	-2.01%	0.33%
6	Antofagasta	19.26	0.71	3.83%	-13.91%	-7.34%
7	Rio Tinto	18.86	-2.20	-10.45%	-28.19%	-21.10%
8	KGHM Polska				-4.16%	-1.61%
9	MMG	11.32	-0.74	-6.15%	-11.56%	-18.10%
10	Anglo American	16.78	0.90	5.67%	4.28%	0.10%
11	First Quantum	20.30	-0.13	-0.62%	9.81%	15.64%
12	Vale				-10.89%	-8.20%
13	Norilsk	12.86	0.15	1.14%	-1.65%	-3.60%
14	Teck Resources				-14.18%	-12.35%
15	Kazakhmys	7.57	-0.52	-6.43%	-8.08%	-0.22%
Total		217.94	-2.20	-1.01%	-4.08%	-3.40%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图7：全球铜矿成本曲线（美元/吨）

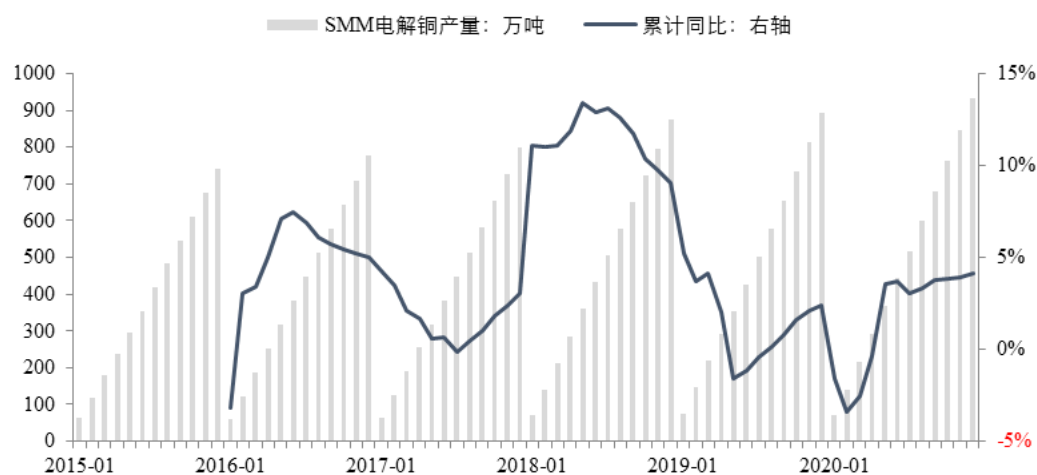


数据来源：CRU，兴证期货研发部

3.1.2 冶炼厂亏损减产预期仍在

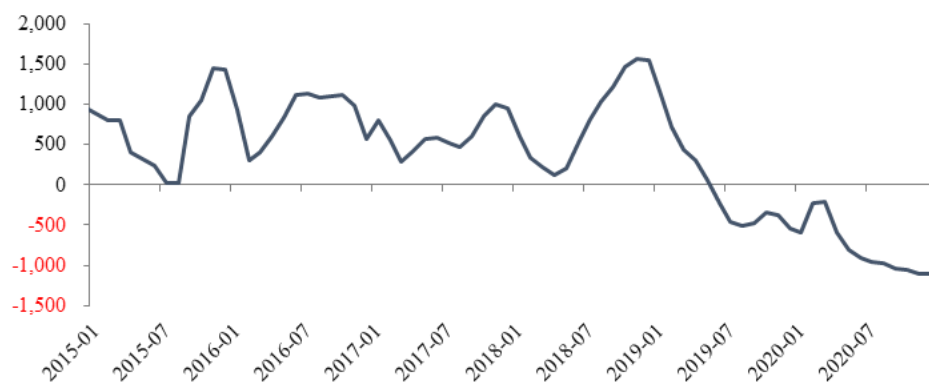
冶炼厂生产亏损减仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

图8：国内电解铜产量（单位：万吨，%）



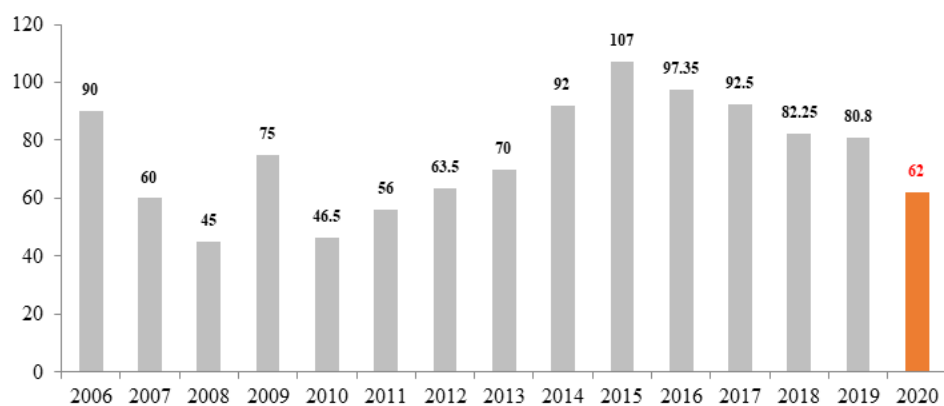
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图9：铜精矿现货加工盈亏（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：2020年铜精矿长单TC大幅下滑18.8美元/吨（单位：美元/吨）



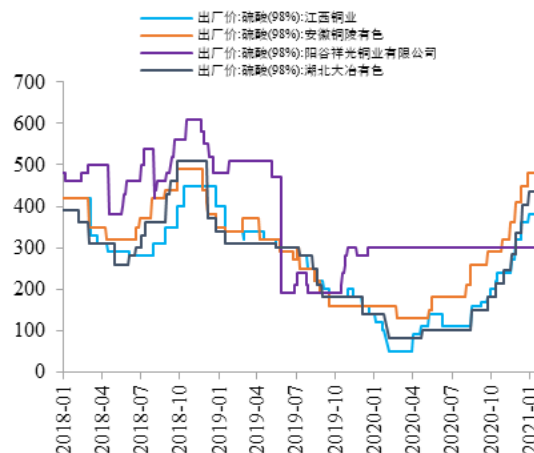
数据来源：公开资料，兴证期货研发部

图11: TC 不断创新低 (单位: 美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图12: 硫酸价格 (单位: 元/吨)

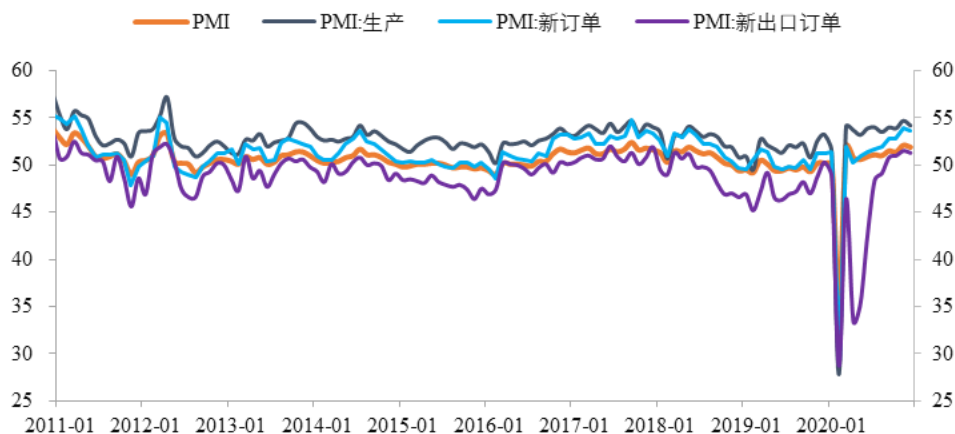


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 国内下游消费整体稳定

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏,国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看,国内铜消费整体稳定。

图13: 中国制造业 PMI

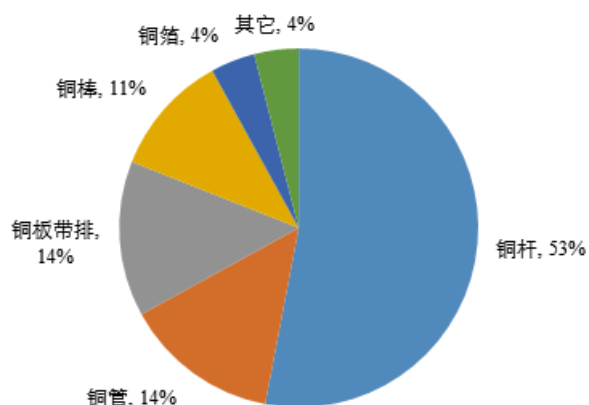


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.1 下游铜材开工整体高于往年

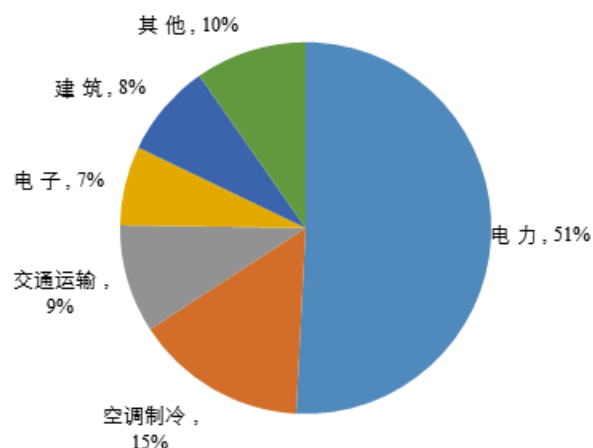
从铜下游开工来看,由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱,下游开工率明显强于往年。

图14：国内铜消费按品种分布



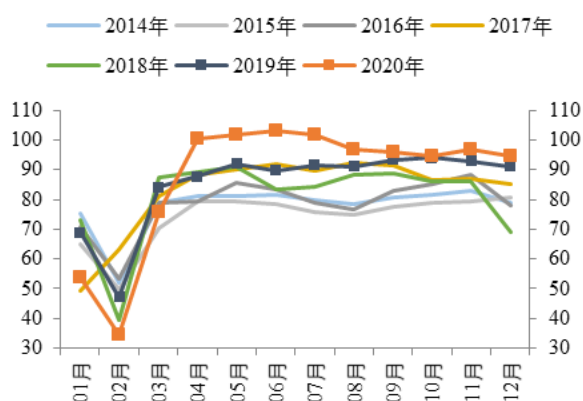
数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图15：国内铜终端消费行业分布



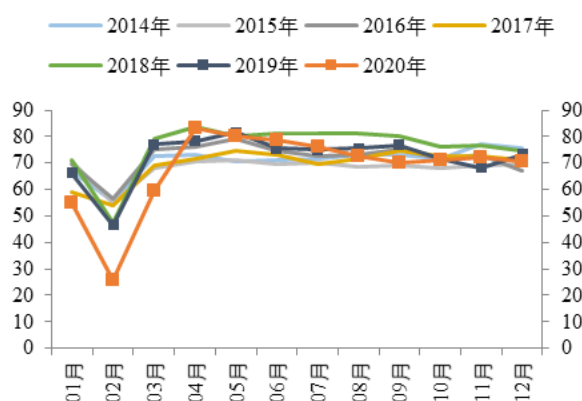
数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图16：电线电缆开工率（单位：%）



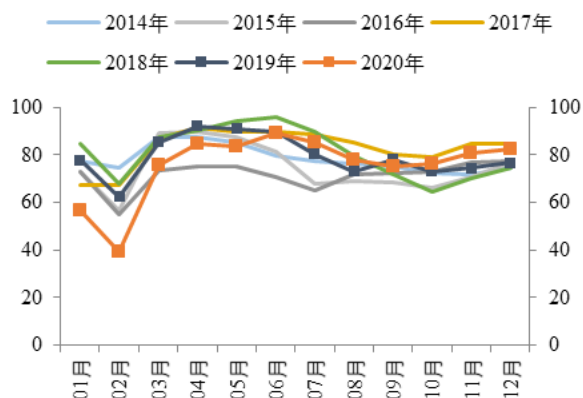
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图17：铜杆开工率（单位：%）



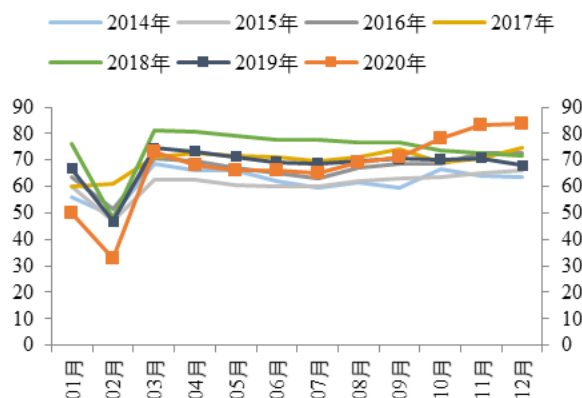
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图18：铜管开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图19：铜板带箔开工率（单位：%）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.2.2 电网投资全年负增长

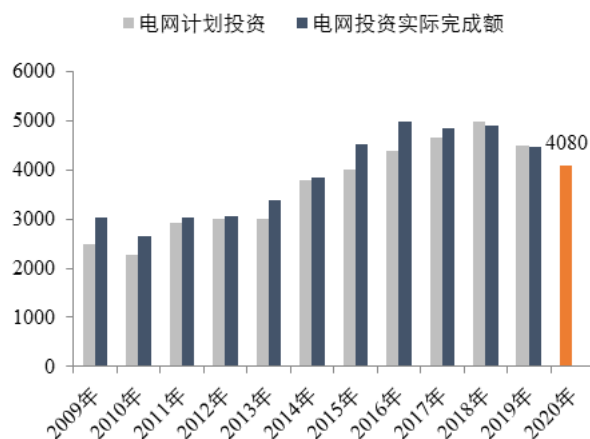
2020 年 12 月单月电网投资完成额同比转正 2.3%，2020 全年实际完成额 4699 亿元，同比下滑 6.20%。

图20：电网投资微幅下滑（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图21：国家电网计划投资额（单位：亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.3 空调产量同比回落

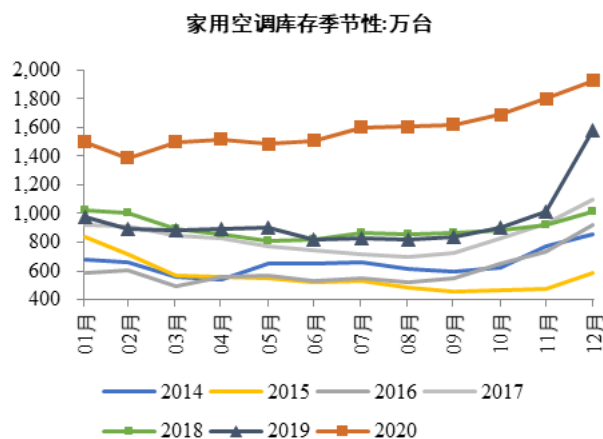
产业在线数据显示，2020 年 12 月家用空调总产量 1284.7 万台，同比下滑 0.51%，2020 年空调产量 14490.6 万台，同比下滑幅度缩窄至-5.17%。12 月空调库存 1691.69 万台，空调库存压力仍较大。

图22：空调产量回落（单位：万台，%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图23：空调库存压力较大（单位：万台）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.4 汽车产量维持正增长

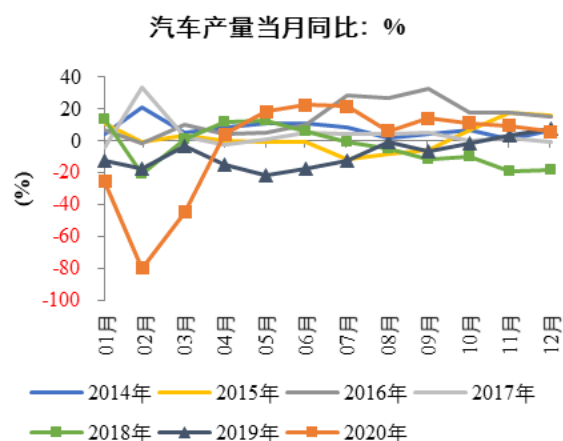
据中国汽车工业协会数据，12 月单月汽车产量同比正增长 5.87%，2020 年全国共生产汽车 2522.5 万辆，同比下滑幅度放缓至 2 %。

图24：汽车产量（单位：万辆，%）



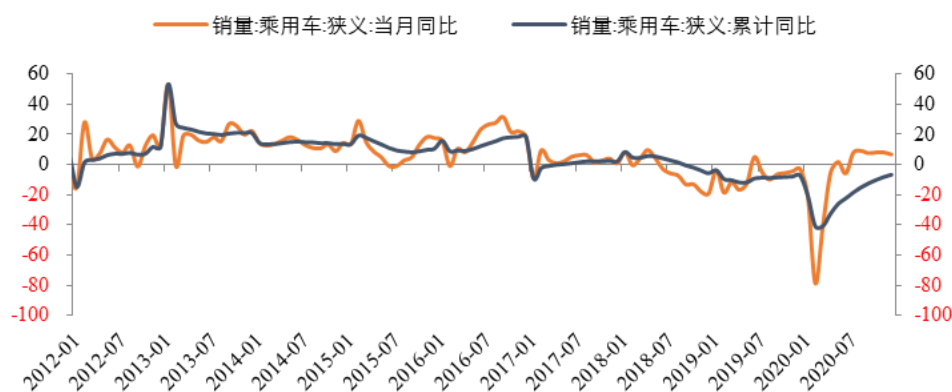
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图25：汽车产量增速季节性（单位：%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图26：乘联会狭义乘用车销量变化（单位：%）

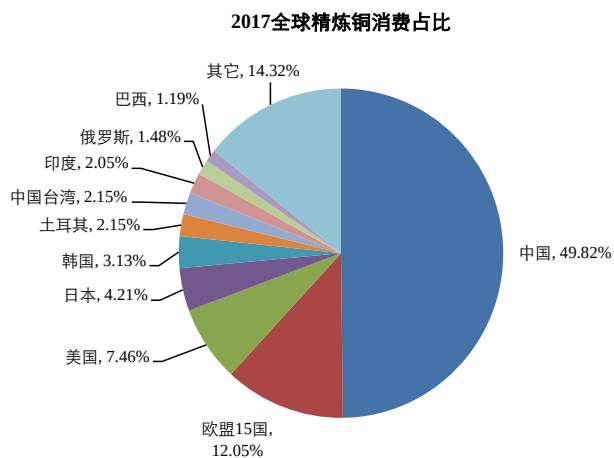


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.5 欧美国家经济恢复中

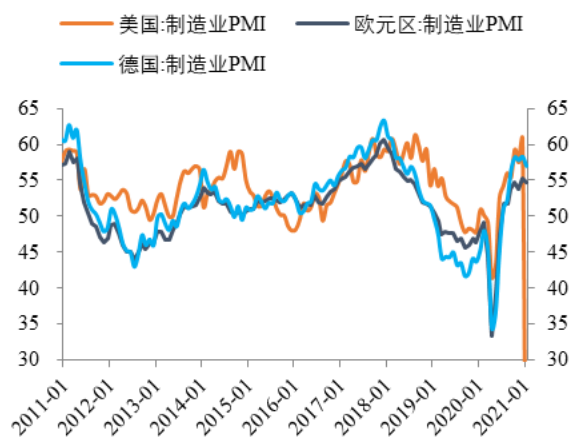
欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20%以上出口海外）。

图27：欧美国铜消费占比 20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：欧美发达国家制造业 PMI

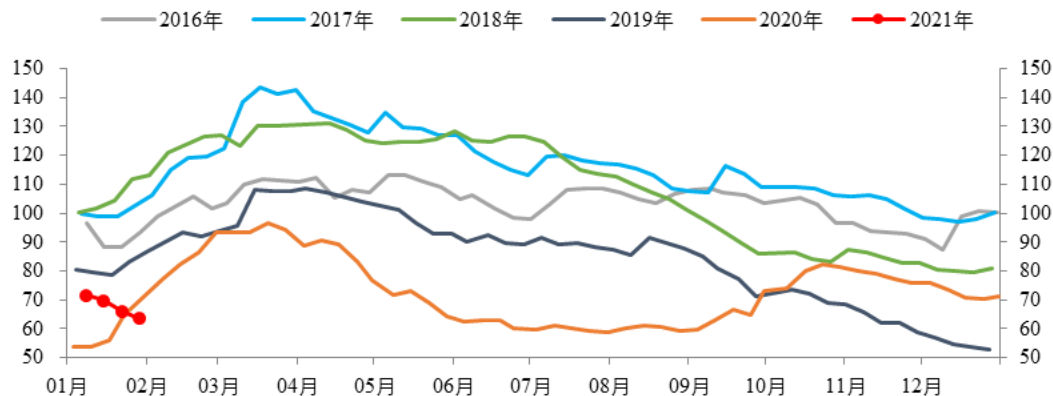


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.3 全球铜库存季节性低位

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

图29：三大交易所叠加保税区库存（单位：万吨）



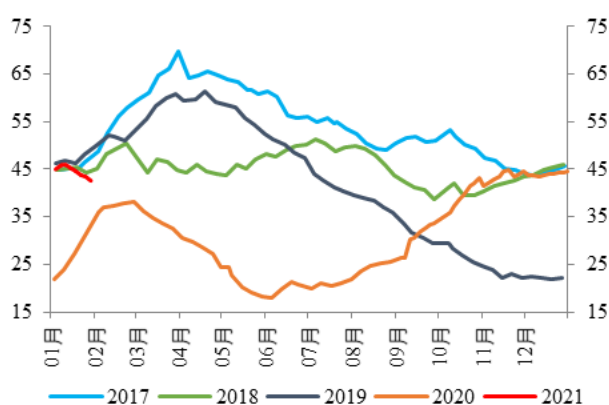
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：国内三地社会库存（单位：万吨）



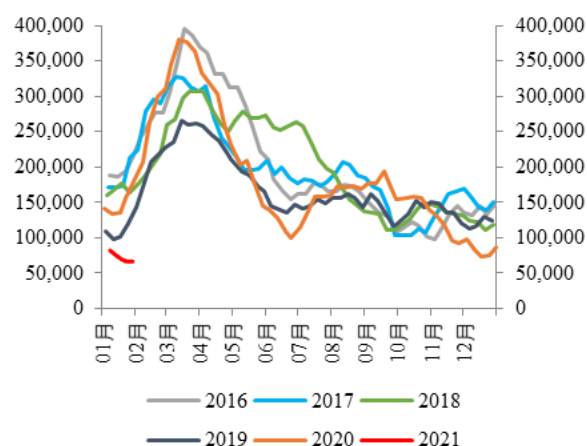
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图31：保税区库存季节性（单位：万吨）



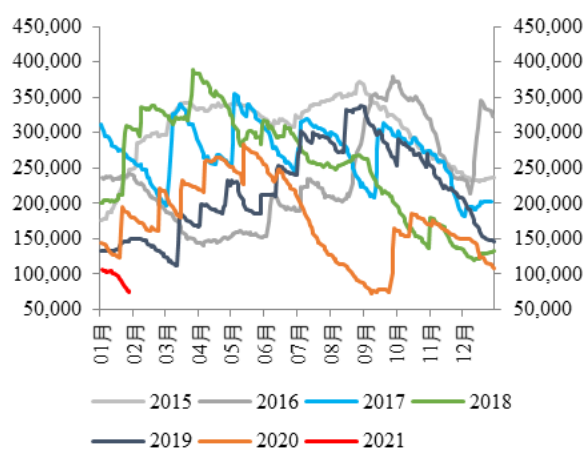
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图32：上期所铜库存季节性（单位：吨）



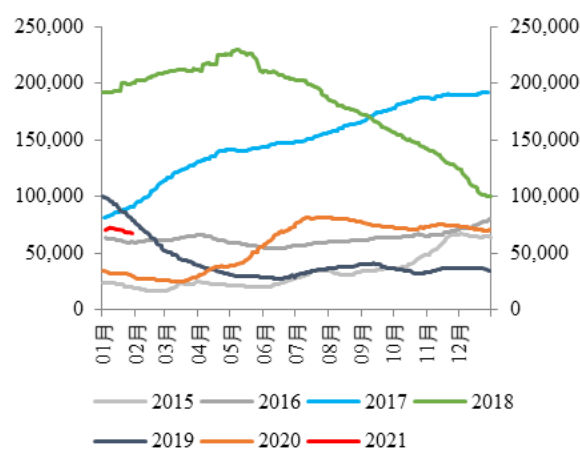
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图33：LME 铜库存季节性（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图34：COMEX 铜库存季节性（单位：吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.宏观面：疫情反复叠加宏观货币预期转向抑制基本

金属金融属性

美元指数小幅反弹，截至1月29日，收于90.5358，月环比上升0.5799。

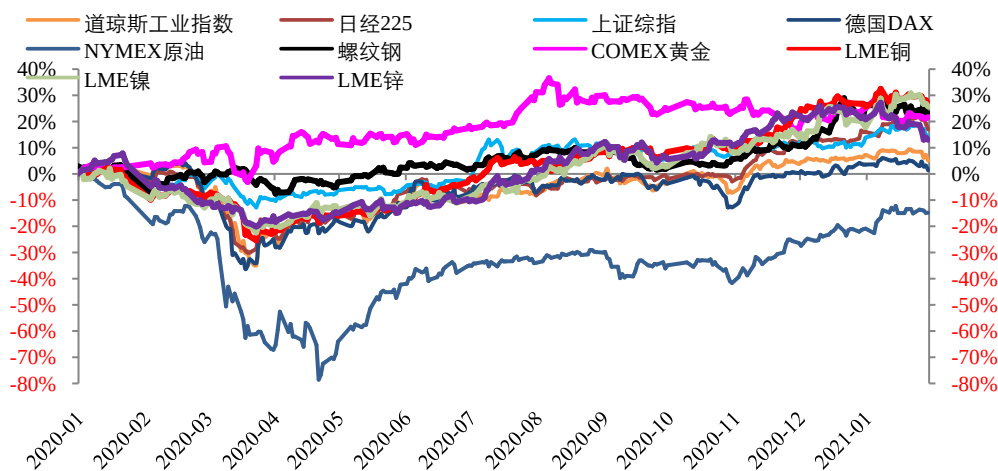
疫情反复叠加宏观货币预期转向抑制基本金属金融属性。

图35：美元指数与铜价走势



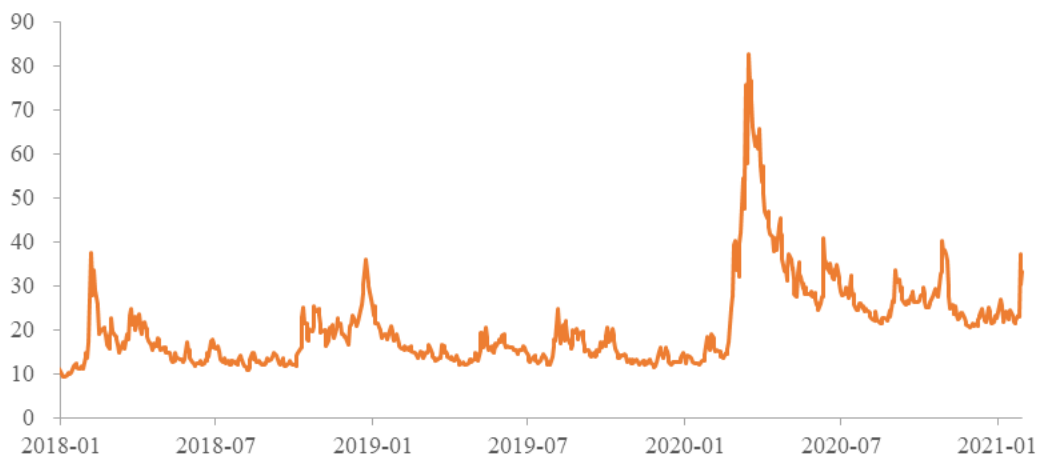
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图36：主要资产表现



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图37：市场恐慌情绪有所上升



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.结论

铜矿加工费 TC 不断创新低。南美等主要铜矿产地疫情再度反复，生产及运输等问题不断，铜矿干扰有所加大，主要矿企产量仍不乐观，已公布的 10 家矿企四季度产量仍为负增长。铜矿加工费 TC 不断创新低，截至 1 月 29 日当周，铜矿加工费仅为 43.85 美元/吨。从全球主要大矿企产量预期看，铜矿相对短缺短期难改变，预计铜矿加工费 TC 大概率继续维持在 50 美元/吨以下。

冶炼厂亏损减产预期仍在。根据测算，在不足 50 美元/吨的加工费水平下，铜冶炼一直亏损，但由于国内大部分冶炼产能属于国有企业性质，利润对生产的影响钝化，随着炼厂亏损周期拉长，国内精铜减产预期增强。这是我们认为供应端对铜价有所支撑的主要逻辑。

国内经济持续复苏。国内宏观经济继续复苏，国内铜下游终端电网、家电、汽车等数据看，国内铜消费整体稳定。从铜下游开工来看，由于出口维持高景气度以及国内疫情导致春节效应减弱，下游开工率明显强于往年。

欧美国家经济恢复中。美国 12 月 ISM 制造业 PMI 超预期回升至 60.7，欧元区 1 月制造业 PMI 小幅下滑至 54.7。全球主要出口国家出口维持高景气度，其中中国 12 月出口增速 18.1%，韩国 12 月出口增速 12.6%，海外经济整体在逐步恢复，拉动国内铜终端产品出口消费（中国铜终端产品有 20%以上出口海外）。

全球铜库存季节性低位。库存方面，国内铜社会库存连续下滑 3 周，当前库存绝对量仅为 16.2 万吨。全球角度看，LME、COMEX 及保税区库存同样处于下降通道中，全球铜库存处于近年来季节性低位。

综上，铜矿加工费持续创新低，冶炼亏损减产预期仍在，供应端对铜价支撑逻辑延续。铜消费随着海内外经济恢复，整体稳定。我们认为铜基本面有望继续好转，叠加目前全球库存处于低位，铜价中长期上行趋势难改。仅供参考。

短期震荡，警惕美国政治因素加剧波动

2021 年 2 月 1 日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人：孙振宇

021-20370943

sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 走势回顾

1 月，国际油价连创阶段新高后横盘震荡，WTI 收于 52.14 美元/桶，上涨 3.72 美元或 7.68%；布伦特收于 55.10 美元/桶，上涨 3.38 美元或 6.54%；SC 收于 335.0 元/桶，上涨 33.3 元或 11.04%。

● 未来展望

供应端：美国方面，1 月 1 日当周-1 月 22 日当周平均产量为 1097.5 万桶/天，环比减少 5 万桶/天，石油钻井数量持续反弹，1 月 29 日当周石油钻井数量为 295 口，环比 12 月底增加 28 口，EIA 预计 2 月七大产区新井平均单井产出 1255 桶/天，环比减少 30 桶/天；OPEC+方面，OPEC 12 月整体减产执行率 99%，依旧保持在较高水准，尽管伊朗有意加大原油生产，但在拜登对其正式豁免之前，对全球供给的实质性影响有限，而沙特的额外减产 100 万桶/天以及伊拉克补偿性的 25 万桶/天将持续对油价构成支撑。

需求端：欧洲方面，英国、德国等多地被迫延长封锁措施，将持续压制石油需求复苏；中国方面，经济发展向好，但春运期间人口流动受限，以交通降幅 3 成计算，反馈在原油端的需求降幅也将超过 200 万桶/天；美国方面，2020 Q4 GDP 环比录得 4%，不及预期及前值，在其境内就业疲弱状态难以改变，且在冬季结束前，交通需求也难有大幅回暖的情况下，市场将美国需求复苏寄希望于第六轮经济刺激法案以及耶伦的后续财政政策，但目前仍有不确定性。

综上，我们认为，在上有压力下有支撑的情况下，短期油价将延续震荡，但美国政治因素可能对油价产生较大扰动，目前来看，偏负面的概率稍大。

- **策略建议**

持多观望，等待利好落地。

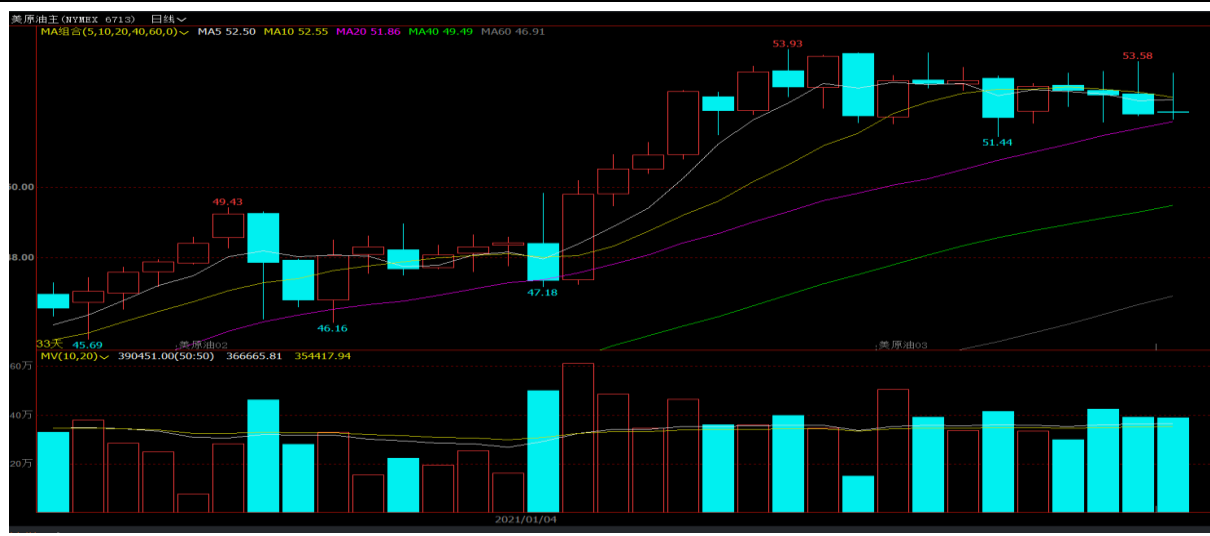
- **风险提示**

中美关系；美国经济刺激；美伊关系；疫情。

1.行情回顾：1月油价冲高后维持震荡

2021年1月，因沙特在OPEC+会议中提出额外减产100万桶/天，以及随后拜登迅速表示将推出刺激规模为1.9万亿美元的第六轮经济刺激法案，油价迅速抬升。但后期由于伊朗表态将按计划增产，以及全球疫情的影响，油价连续三周维持震荡趋势。截至1月底，WTI收于52.14美元/桶，上涨3.72美元或7.68%；布伦特收于55.10美元/桶，上涨3.38美元或6.54%；SC收于335.0元/桶，上涨33.3元或11.04%。

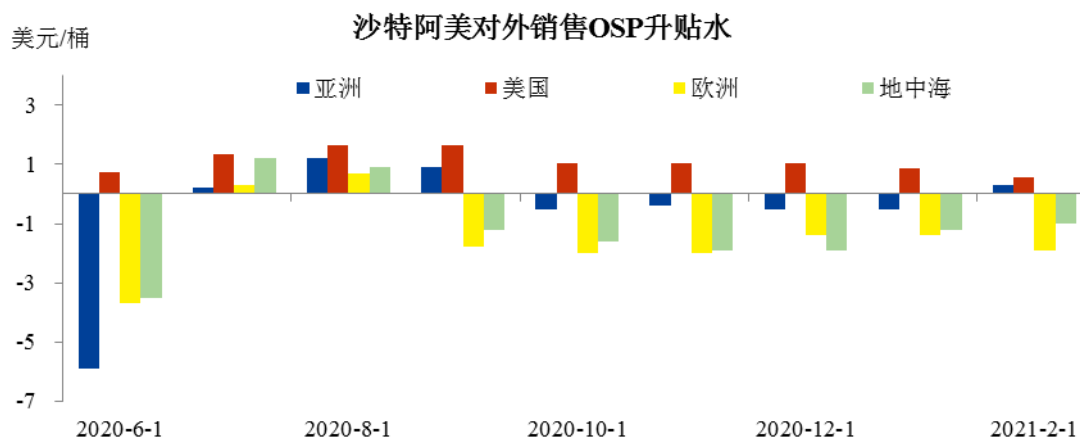
图1：油价抬升后进入区间震荡



数据来源：文华财经、兴证期货

现货方面，中东各国对各地区2月出口OSP出现不同倾向的调整，其中沙特阿美对销往亚洲的轻质原油价格上调0.80美元至较阿曼/迪拜均价升水0.30美元/桶，对销往美国的OSP下调0.30美元至较ASCI升水0.55美元/桶，对销往欧洲的OSP下调0.50美元至较Bwave贴水1.90美元/桶，对销往地中海的OSP上调0.20美元。

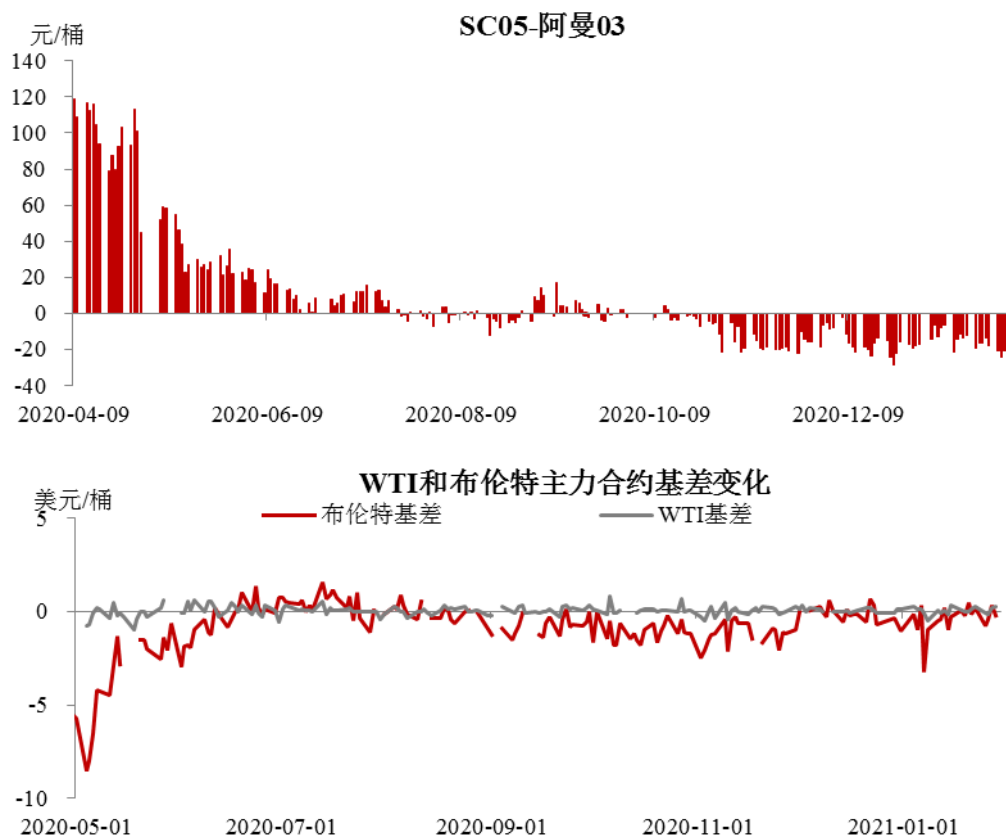
图2：沙特销往亚洲的轻质原油OSP 5个月以来首次呈现升水状态



数据来源：Bloomberg、兴证期货

价差方面，SC 相对阿曼原油继续下跌，布伦特、WTI 期现价差维持在窄幅区间震荡。截至 1 月 29 日，SC 连二-阿曼主力价差 -20.58 元/桶，环比下跌 3.36 元/桶；布伦特基差 -0.23 美元/桶，环比上月末上涨 0.79 美元/桶；WTI 基差 0.25 美元/桶，上涨 0.15 美元/桶。

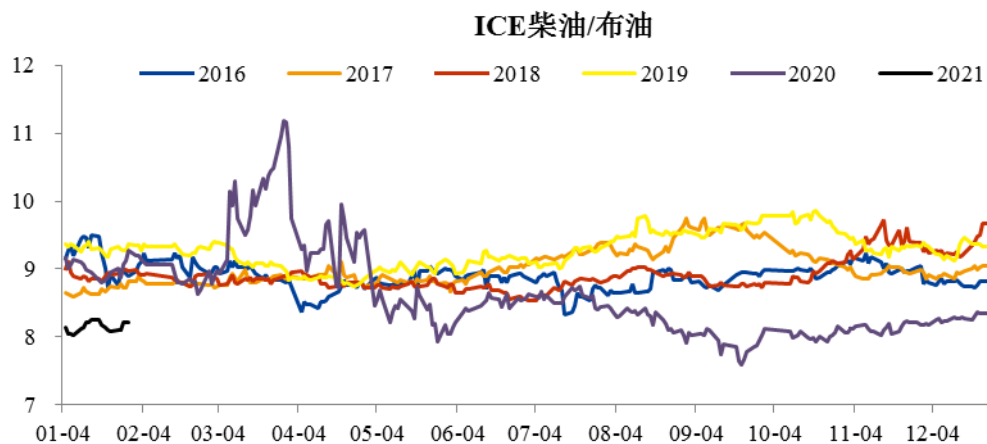
图 3：内盘相对价格依旧弱势，外盘基差窄幅震荡

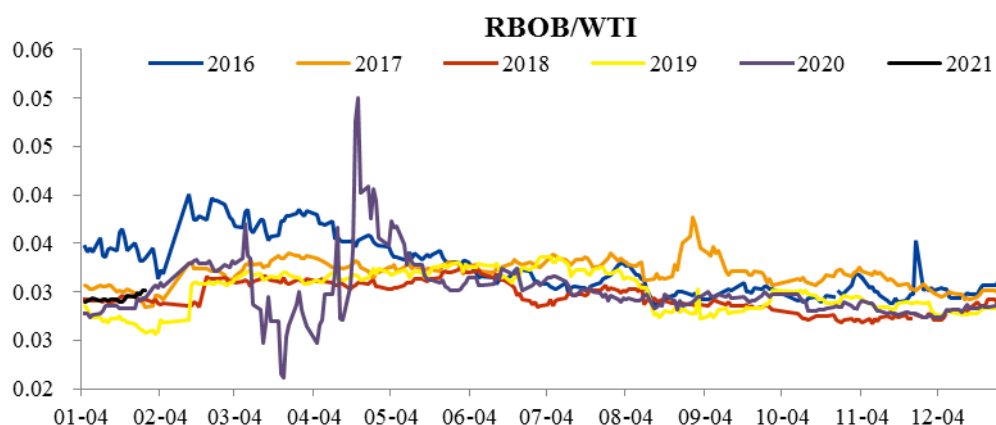


数据来源：Wind、兴证期货

裂解差方面，截至 1 月底，RBOB 汽油/WTI 比价收于 0.0301，环比上月底上涨 0.001；ICE 柴油/布油比价收于 8.2064，环比上月底下跌 0.0544。

图 4：欧洲疫情严峻，ICE 柴油裂解差弱势局面难以改变





数据来源：Wind、兴证期货

2.基本面：美国第六轮经济刺激预期提振市场情绪

2.1 产出：沙特额外减产对油价构成持续支撑

OPEC 最新月报显示，OPEC 12 月产量环比增加 27.9 万桶/天或 1.11%至 2536.2 万桶/天，同比减少 12.16%，当月减产执行率为 99%；俄罗斯 10 月扣除凝析油的产量环比增长 4 万桶/天至 928 万桶/天，减产执行力度继续减弱，且根据最新 OPEC 部长级会议，其与哈萨克斯坦将在 2-3 月合计增产 7.5 万桶/天，但沙特表示同期自愿额外减产 100 万桶/天，随后伊拉克表示将在 1-2 月期间加大减产约 25 万桶/天，以完成此前的补偿性减产。

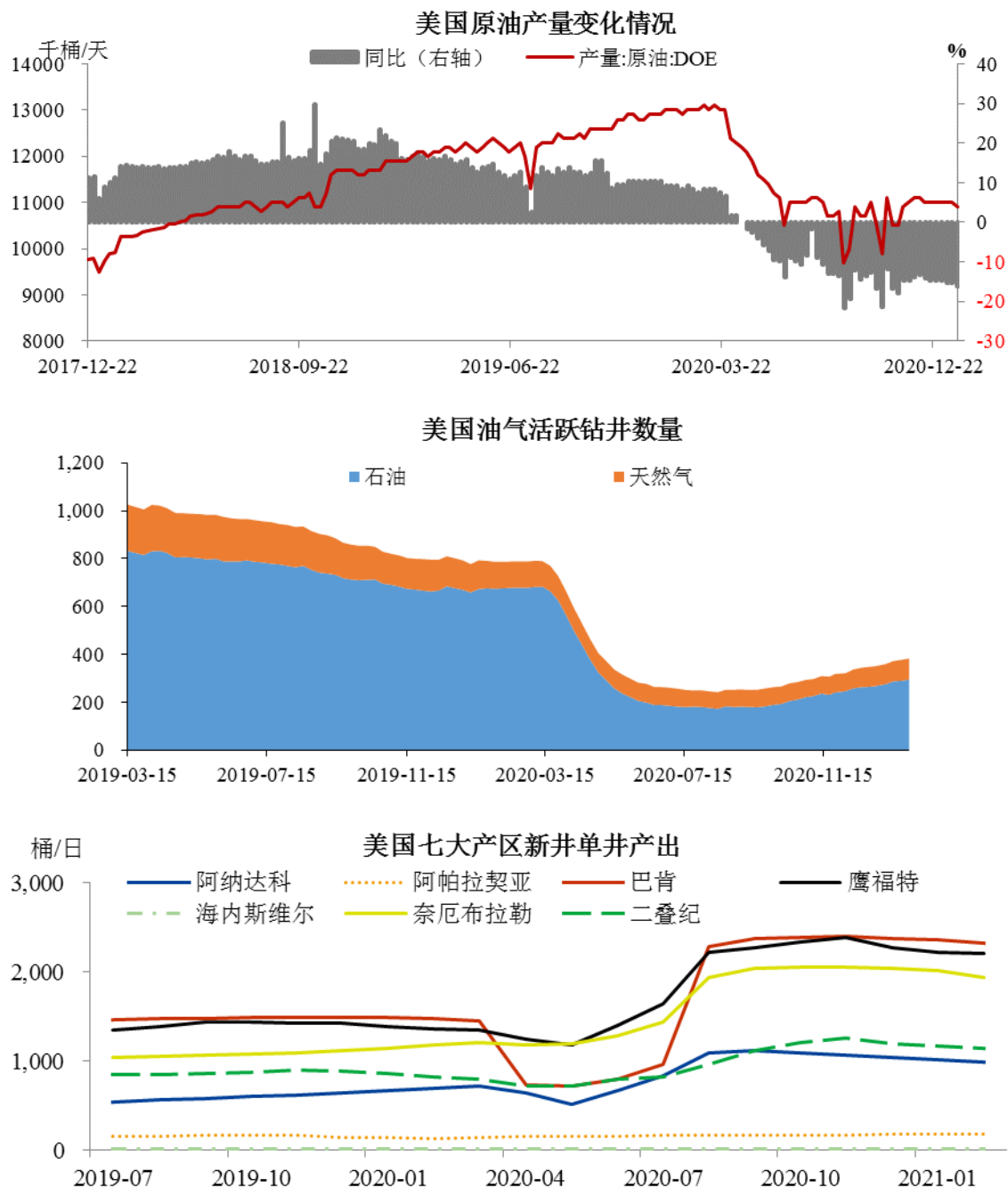
表 1：12 月 OPEC 产量环比增加 27.9 万桶/天（单位：千桶/天）

	2018	2019	2020.10	2020.11	2020.12	12 月涨跌	涨跌幅
阿尔及利亚	1042	1022	857	857	855	-2	-0.23%
安哥拉	1505	1401	1180	1181	1167	-14	-1.19%
刚果	317	324	271	283	269	-14	-4.95%
赤道几内亚	125	117	103	103	127	24	23.30%
加蓬	187	208	186	183	180	-3	-1.64%
伊朗	3553	2356	1953	1982	2002	20	1.01%
伊拉克	4550	4678	3841	3772	3848	76	2.01%
科威特	2745	2687	2288	2293	2297	4	0.17%
利比亚	951	1097	453	1088	1224	136	12.50%
尼日利亚	1718	1786	1482	1448	1420	-28	-1.93%
沙特	10311	9771	8956	8966	8964	-2	-0.02%
阿联酋	2986	3094	2443	2515	2578	63	2.50%
委内瑞拉	1354	796	351	392	367	-25	-6.38%
OPEC 共计	31344	29337	24155	24065	24388	323	1.34%

数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，1月1日当周-1月22日当周平均产量为1097.5万桶/天，环比减少5万桶/天，石油钻井数量持续反弹，1月29日当周石油钻井数量为295口，环比12月底增加28口，EIA预计2月七大产区新井平均单井产出1255桶/天，环比减少30桶/天，其中二叠纪盆地地区环比下降35桶/天至1138桶/天。

图5：美国石油钻井数量持续增长，但单井产出下滑，产量恢复难度较大

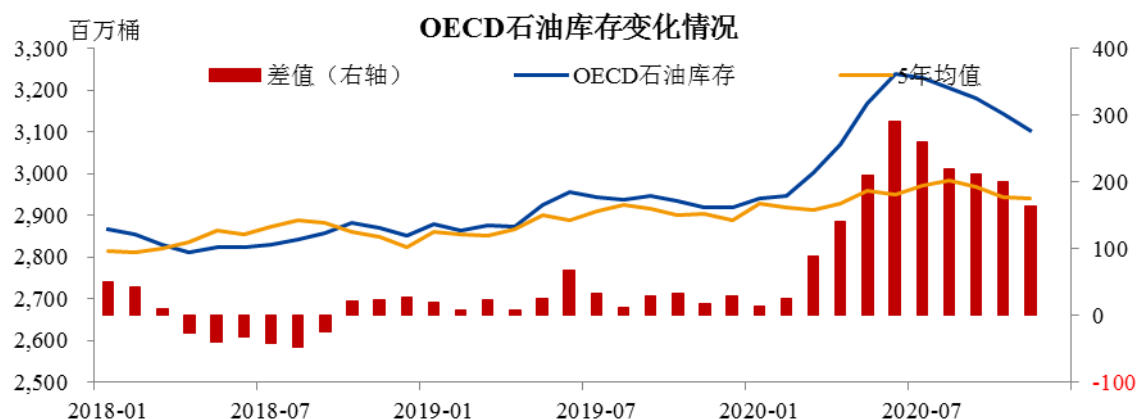


数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

2.2 库存：商业库存连降 5 个月，亚洲水上浮库去库速度加快

据 OPEC 1 月月报显示，OECD 商业石油 11 月库存环比减少 4100 万桶至 31.04 亿桶，同比去年增加 1.84 亿桶或 6.30%。11 月库存超出 5 年均值水平环比减少 3720 万桶至 1.631 亿桶，同比增加 1.456 亿桶。随着 OPEC 减产协议的执行以及全球主要经济体制造业的持续向好，疫苗注射不断普及，预计后期全球供需平衡将持续改善，OECD 库存有望继续减少，库存对油价的压力将逐渐缓解。

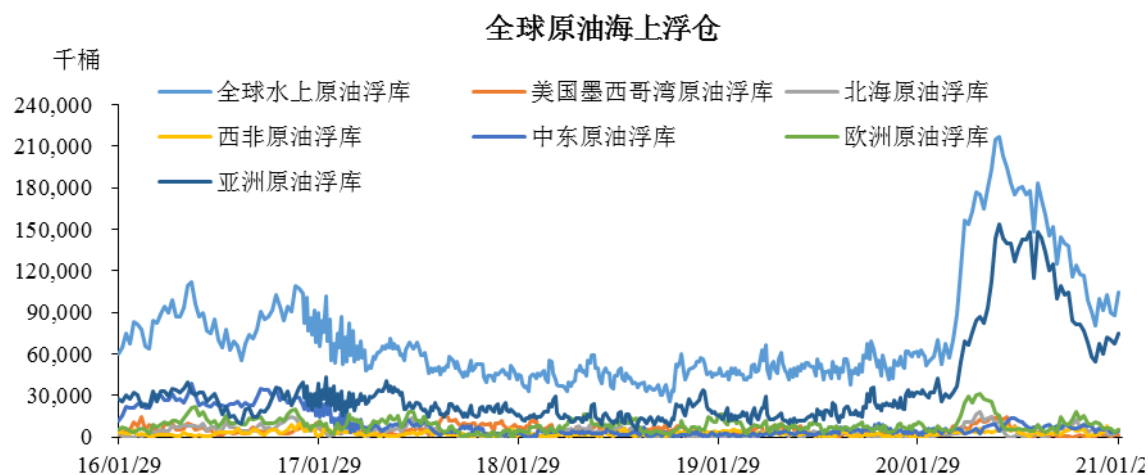
图 6：OECD 库存及超出 5 年均值水平连续 5 个月下降



数据来源：OPEC、兴证期货

浮库方面，根据 Bloomberg 数据，全球海上原油浮库重回震荡上涨趋势，截至 1 月 29 日，录得 10406.8 万桶，环比 12 月底增加 410.6 万桶或 4.11%。其中，亚洲、西非原油库存分别增加 729.4 万桶/10.84%、293.2 万桶/118.56%至 7456.7 万桶、540.5 万桶；欧洲、中东、美国墨西哥湾地区、北海原油库存分别减少 442.7 万桶/44.16%、255 万桶/39.79%、158.5 万桶/56.43%、58.5 万桶/10.34%至 559.8 万桶、385.8 万桶、122.4 万桶、507.3 万桶。

图 7：全球海上浮库重回 1 亿桶上方



数据来源：Bloomberg、兴证期货

美国方面，1 月商业原油库存继续保持整体下跌趋势。截至 1 月 22 日当周，原油库存为 47665.3 万桶，环比上月末减少 1681.6 万桶，同比增加 4164.4 万桶或 9.57%。由于拜登的新能源政策，预计美国将放弃能源独立计划，未来原油净进口将重回增长态势，但在此之前，由于美国原油产量反弹无望，随着天气逐渐转暖，春节后出行需求将逐渐加大，预计美国原油库存短期内将延续下跌趋势。

图 8：美国未来原油净进口量大概率持续增加

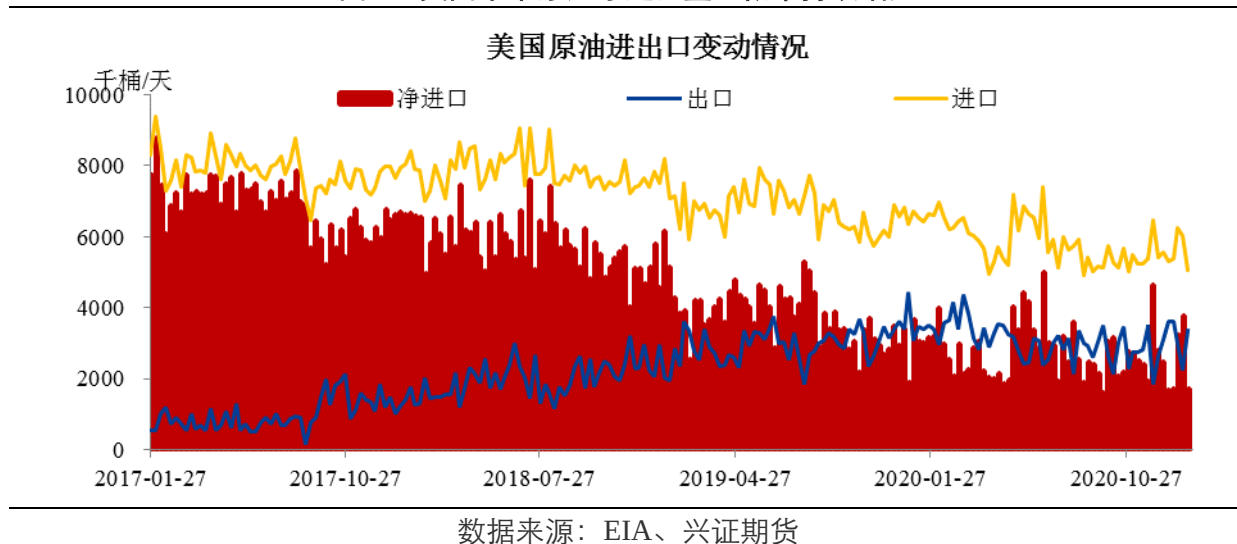
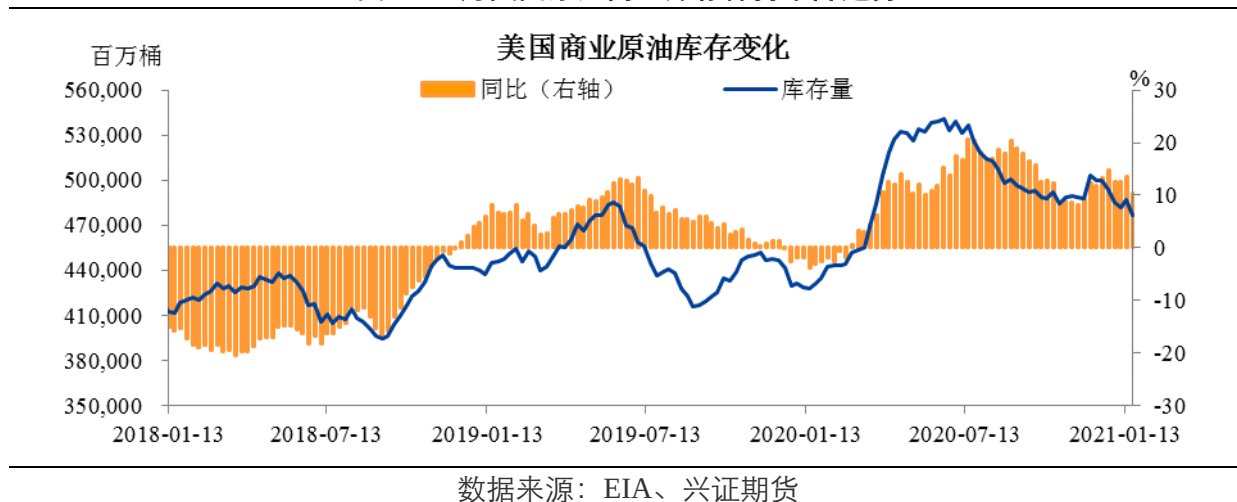


图 9：1 月美国原油商业库存保持下降趋势



中国方面，经济稳步复苏，前期累积库存逐渐去化，由于部分企业已开始原油进口采购商谈，截至 1 月 22 日，INE 可用原油库容量为 4195.5 万桶，环比增长 336.1 万桶或 8.70%。

图 10: INE 可用原油库容持续增长



数据来源: Wind、兴证期货

2.3 需求: 疫情影响仍在, 美国经济刺激预期向好提振士气

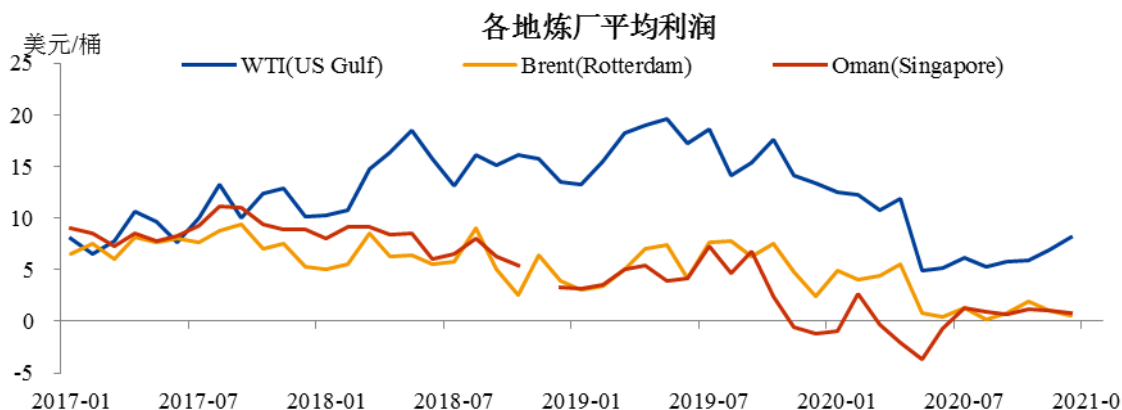
EIA 1 月 STEO 报告下调 2021 年全球需求 39 万桶/天至 9777 万桶/天, 其中下调美国需求 28 万桶/天至 1951 万桶/天, 上调中国需求 2 万桶/天至 1516 万桶/天。预计全球 2022 年需求同比增加 331 万桶/天至 10108 万桶/天, 其中, 美国增加 99 万桶/天, 中国增加 45 万桶/天。

OPEC 1 月月报上调全球 2021 年需求 2 万桶/天至 9591 万桶/天, 其中, 下调美国需求 8 万桶/天至 1989 万桶/天, 上调中国需求 8 万桶/天至 1399 万桶/天。

2.3.1 美国开工率持续回升, 全球炼厂盈利水平继续分化

2020 年 12 月, 全球主要地区炼厂利润走势继续分化, 其中 WTI (US Gulf) 炼厂平均利润环比增加 1.24 美元/桶至 1.90 美元/桶, 主要是由于期间私人出行数量增加, 包括航煤在内的成品油需求略有抬升, 帮助利润走高; Brent (Rotterdam) 平均利润环比减少 0.57 美元/桶至 0.52 美元/桶, 主要是受疫情影响, 多地封锁措施导致需求大幅下降; Oman (Singapore) 的平均利润环比减少 0.21 美元至 0.84 美元/桶, 主要原因是成本端价格上涨, 但下游价格滞后, 且高硫燃油的部分需求被 LNG 取代, 导致成品油需求持续下降。

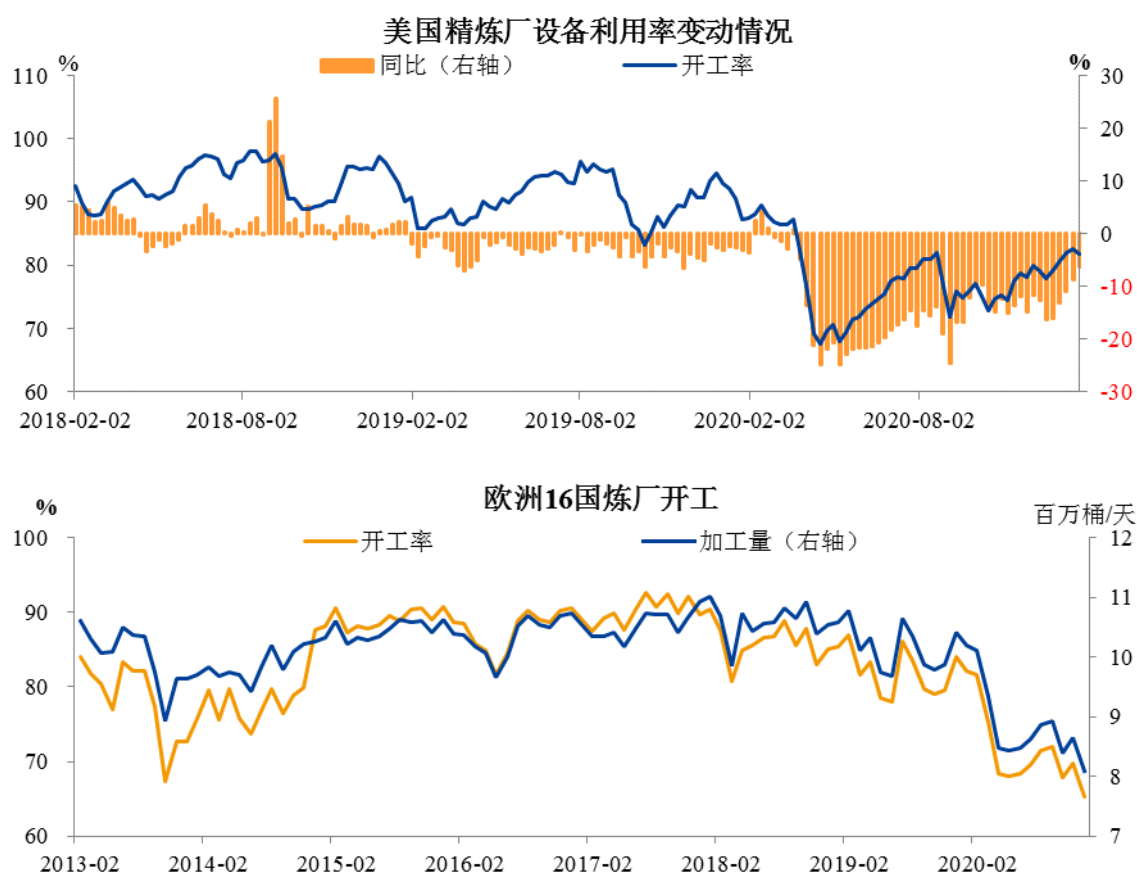
图 11: 12 月美国炼厂平均利润继续上涨



数据来源: OPEC、兴证期货

开工率方面：截至 1 月 22 日，美国炼厂开工率为 81.7%，环比上月底增加 2.3 个百分点，同比-6.31%；欧洲 16 国 12 月炼厂开工率下降 4.45 个百分点至 65.32%，原油加工量减少 55 万桶/天至 810 万桶/天。鉴于欧洲部分地区封锁措施不断延期，预计欧洲 16 国总体原油加工量将持续低迷，但春季后可能会有季节性小幅反弹。美国方面，拜登下令取消所有化石燃料补贴，极力推动新能源应用，预计后期炼厂开工复苏速度将放缓。

图 12：美国开工率继续小幅回升，欧洲 16 国加工量创 20 年新低

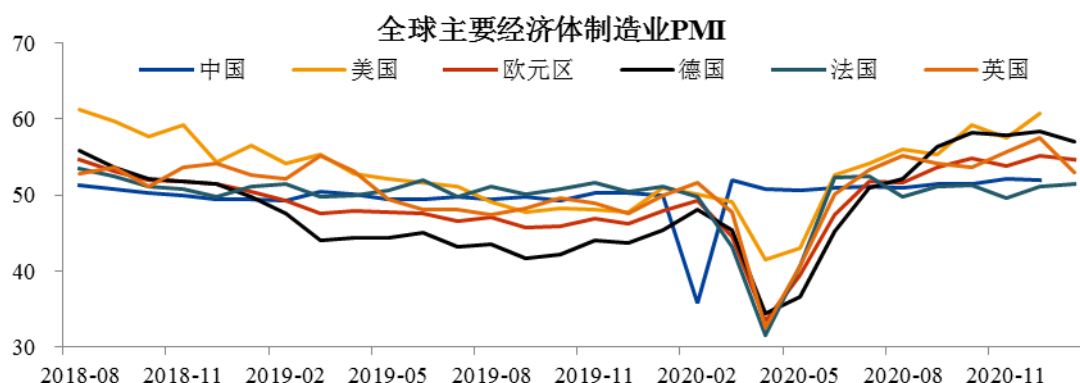


数据来源：EIA、OPEC、兴证期货

2.3.2 美国第六轮经济刺激法案投票在即，经济复苏前景继续向好

制造业方面，全球主要经济体制造业依旧向好，中国 12 月制造业 PMI 51.9，环比小幅下跌 0.2；美国 12 月 ISM 制造业 PMI 环比大涨 3.2 至 60.7，为 2018 年 3 月以来最好水平；欧元区、德国、法国、英国 1 月 Markit 制造业 PMI 分别录得 54.7、57.0、51.5、52.9，尽管欧元区、英国 PMI 出现下降，但依旧位于枯荣线上方。

图 13：主要经济体制造业 PMI 持续偏好



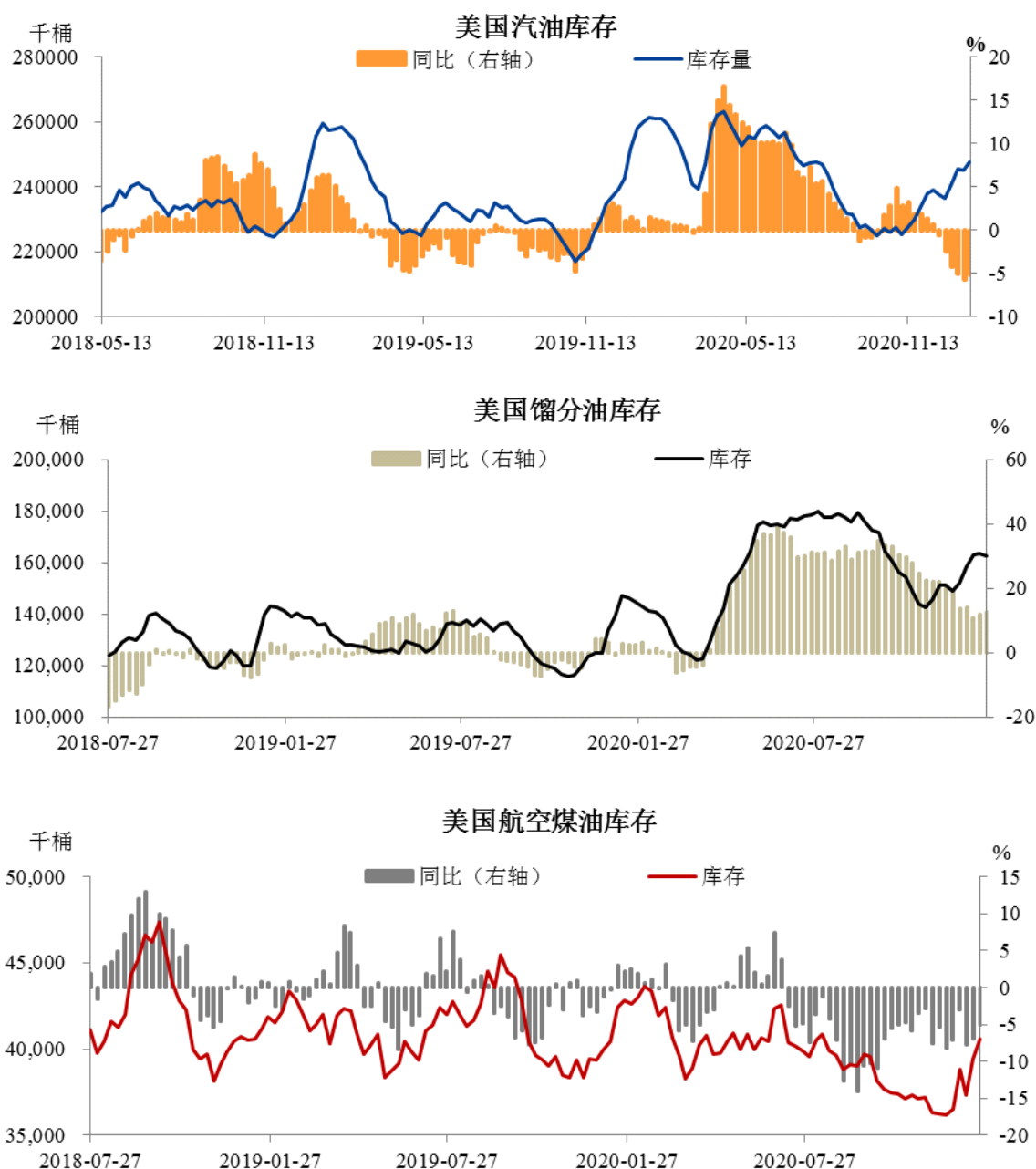
数据来源：Wind、兴证期货

美国方面，佩洛西表示将进行第六轮经济刺激法案投票，目前市场仍预期 1.9 万亿规模的经济刺激将顺利通过并推动美国经济复苏：

- 1) 美国主要成品油库存 1 月全线上涨，汽油、精炼油、航煤、燃料油库存分别环比增长 1112.4 万桶、1081.8 万桶、407.7 万桶、61.8 万桶；
- 2) 12 月 ISM 制造业 PMI 录得 60.7，环比增长 3.4，七大分项指标全线上涨，其中供应商交付大涨 5.9 至 67.6，新订单和产出分别增长 2.8、4.0，就业增长 3.1 至 51.5，重回枯荣线上方；
- 3) 美国零售销售持续走弱，零售和食品服务销售总额同比增长 2.90%，同比增幅已连续 3 个月下滑；
- 4) 美国 12 月失业率 6.7%，与 11 月持平；新增非农就业人数连续 6 个月下降，12 月录得 14 万人的减少；初请失业金人数再度增长，1 月前四周分别录得 78.4 万、92.7 万、91.4 万、84.7 万；永久性失业人数降至 8 月以来最低水平，12 月环比减少 30.5 万至 334.2 万人。
- 5) 在拜登提出 1.9 万亿经济刺激法案之后，共和党和民主党均表示了不同意见，但佩洛西表示将尽快推动众议院进行投票，目前市场对此表示乐观。

综上，尽管美国短期需求不佳，就业低迷难以改变，但市场依旧认为若第六轮经济刺激法案落地，可带动美国经济复苏向好发展。

图 14：美国成品油库存全线上涨



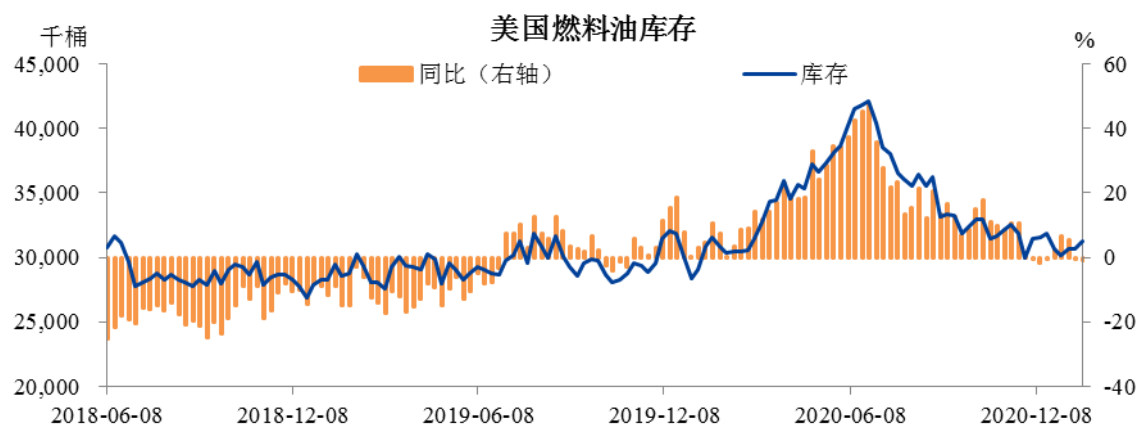


图 15: 美国制造业七大分项全线增长，就业分项重回枯荣线上方

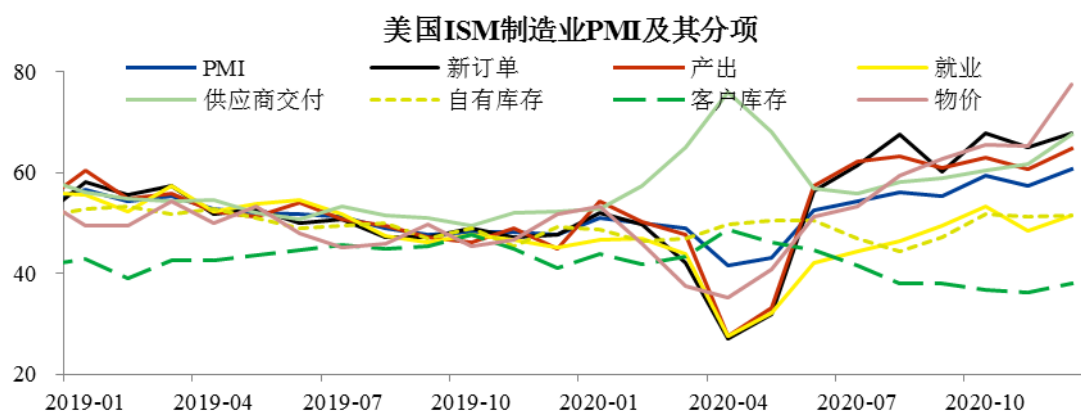


图 16: 美国零售销售同比增幅连续 3 个月下降

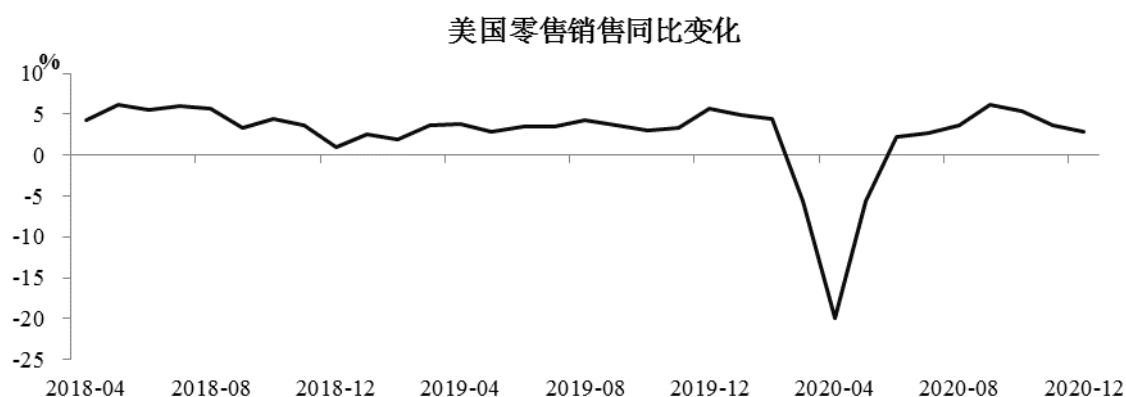
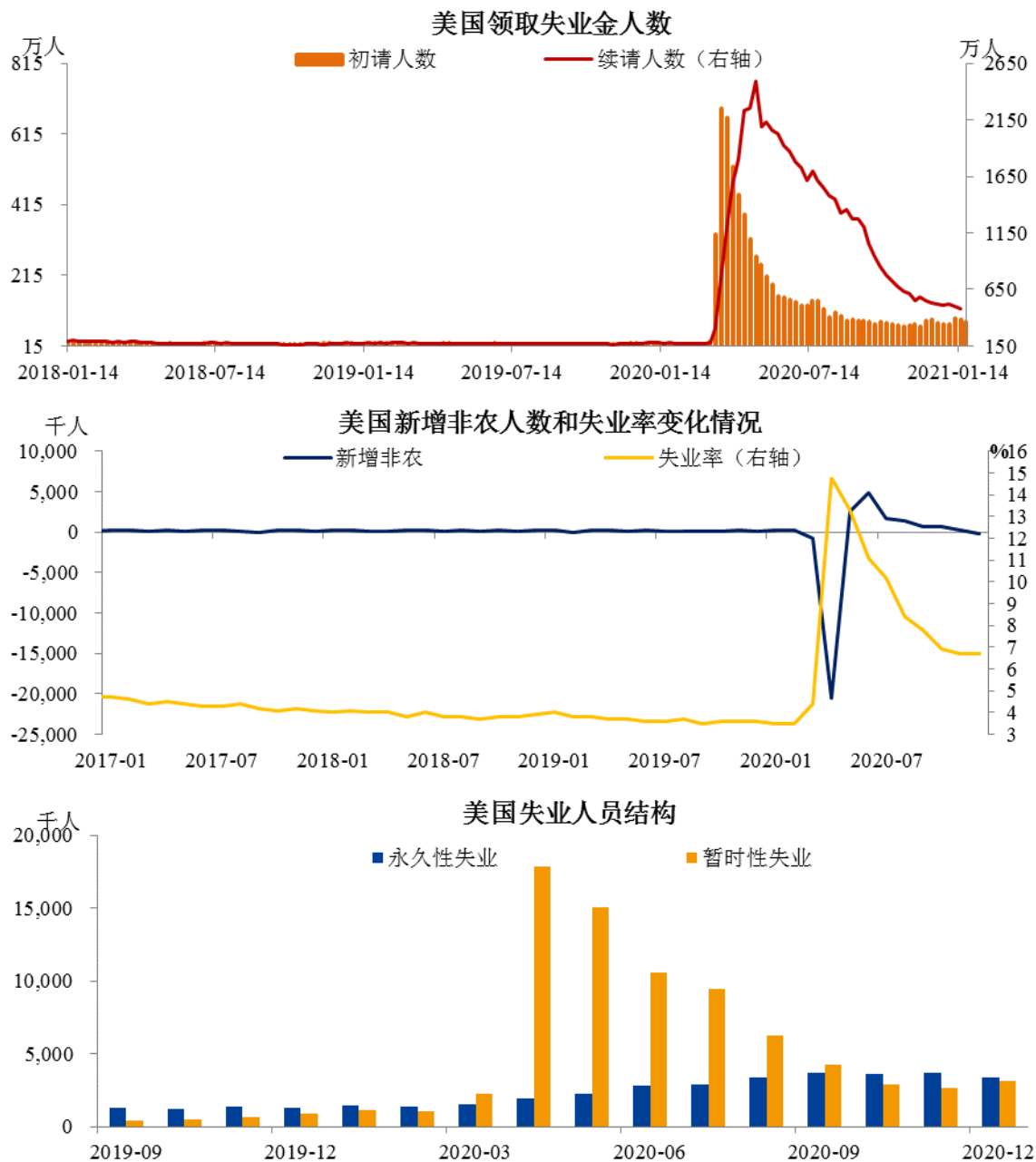


图 17：美国就业深陷疲弱状态，短期难以改变



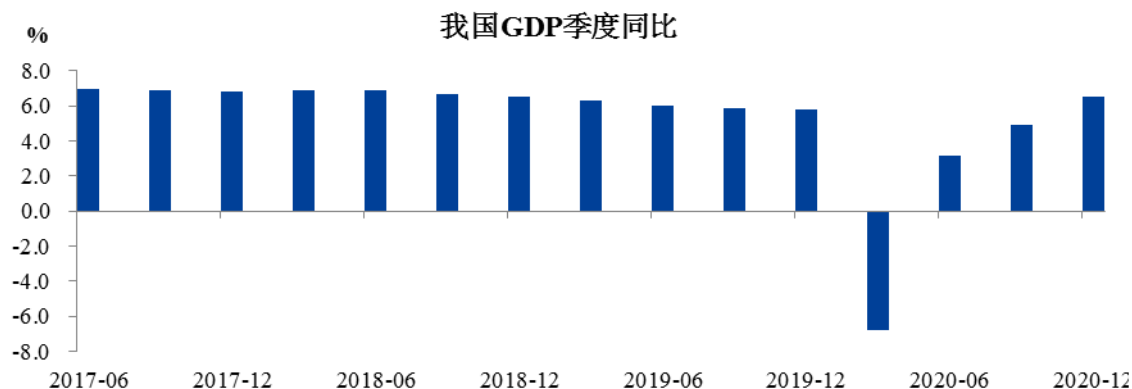
数据来源：Wind、兴证期货

中国方面，工业制造业恢复较好，2021 年配额下发后，前期进口有望加速：

- 1) 中国 12 月官方制造业 PMI 51.9，环比下跌 0.2，各分项指标中，仅在手订单、产成品库存和出厂价格出现了小幅增长，其余核心指标均出现不同程度的下滑，在春节期间，国内制造业略有走弱，但后期发展前景依旧向好；
- 2) 中国 2020Q4 GDP 同比增长 6.5%；
- 3) 中国 12 月规模以上工业企业增加值及利润总额同比分别录得 7.3%、20.1%；
- 4) 中国 12 月实际使用 FDI 149 亿美元，同比上涨 8.36%；

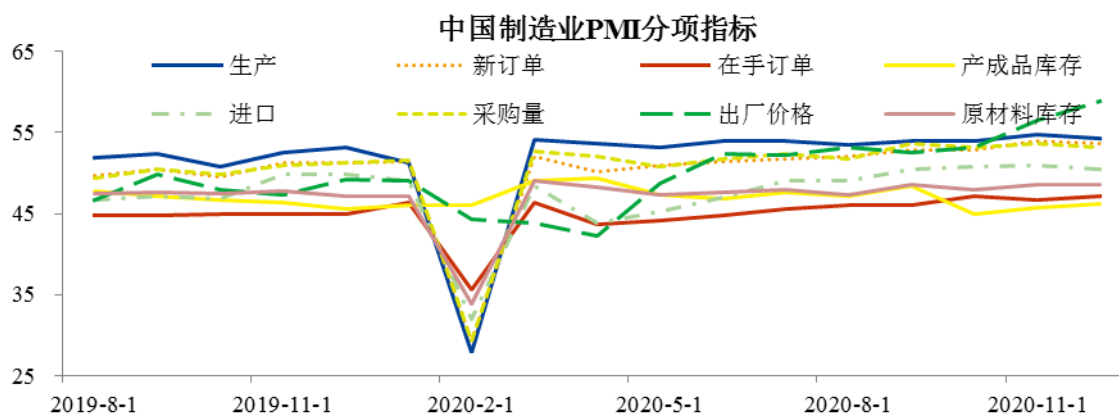
- 5) 中国 12 月固定资产投资完成额为 19347 亿元，同比增加 8.94%；
- 6) 中国 12 月社会消费品零售总额环比增加 1051.8 亿元至 40566 亿元，同比增长 4.6%；
- 7) 据统计局数据，中国 12 月原油进口 3846.9 万吨，环比减少 15.2%，同比减少 15.4%。

图 18：国内 GDP 持续增长



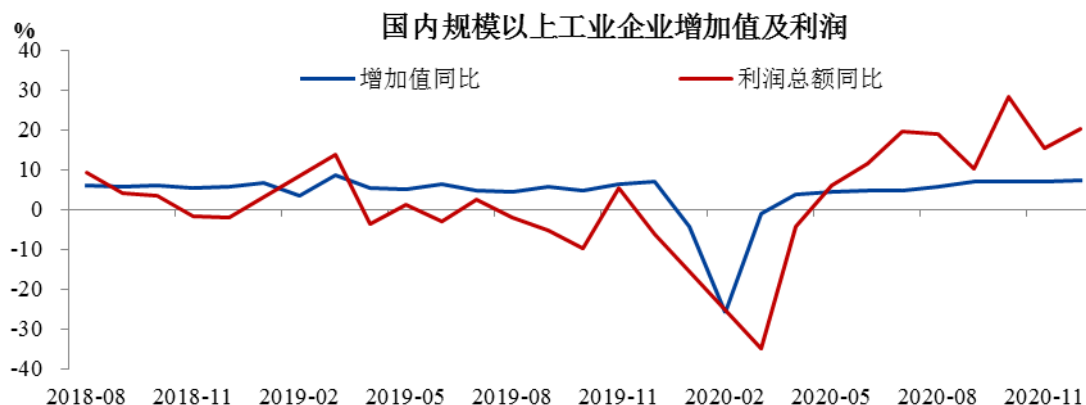
数据来源：Wind、兴证期货

图 19：国内制造业复苏前景依旧较好



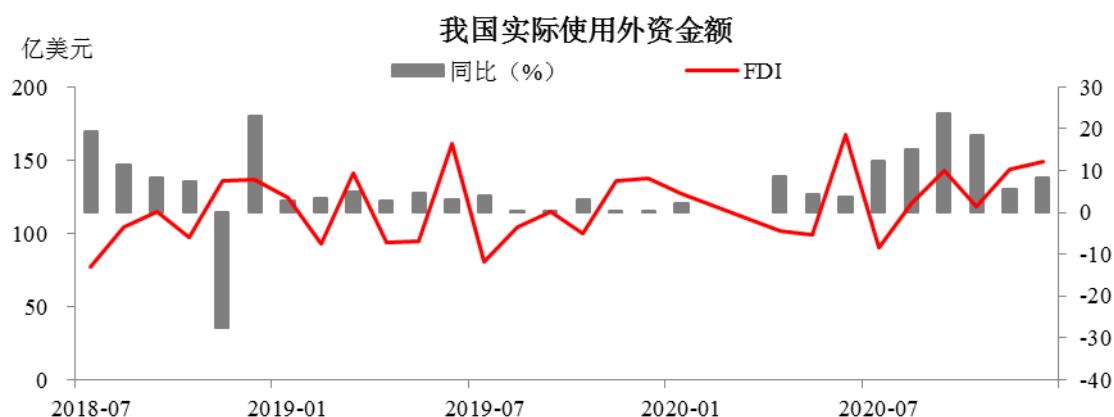
数据来源：Wind、兴证期货

图 20：国内规模以上工业企业利润同比连续 7 个月保持 10% 以上增长



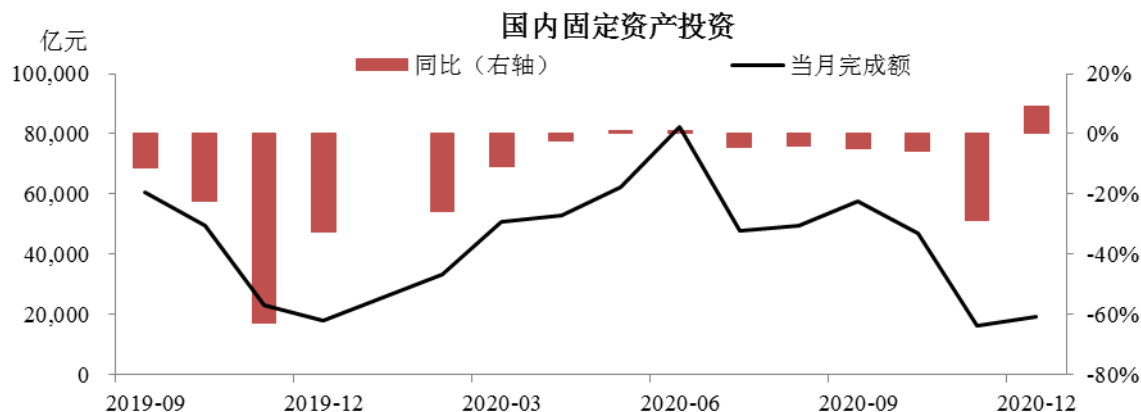
数据来源：Wind、兴证期货

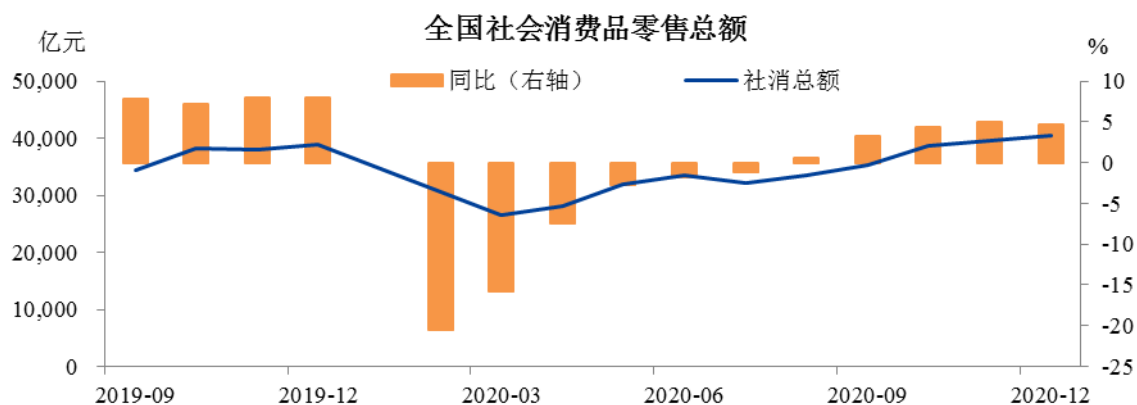
图 21：12 月 FDI 接近 150 亿美元，继续维持在最高水平附近



数据来源：Wind、兴证期货

图 22：国内固定资产投资完成额同比转正，社消复苏较好



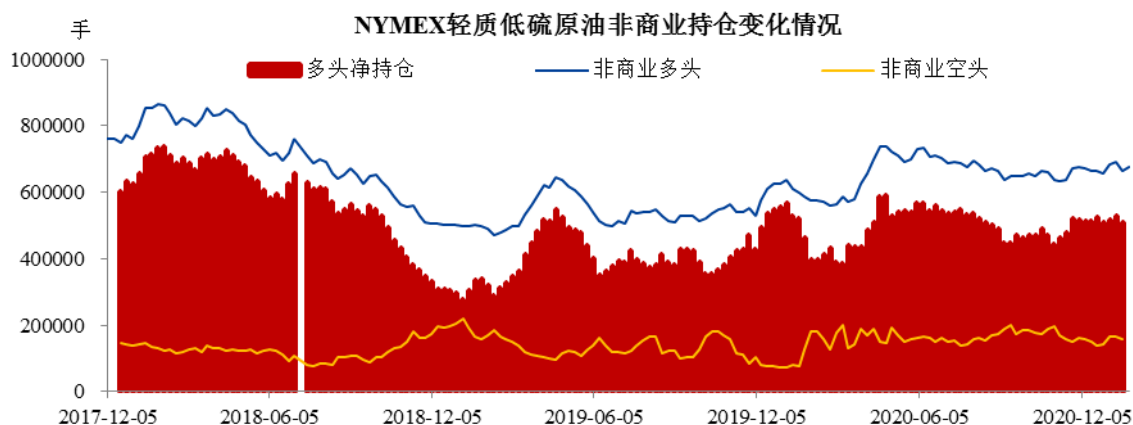


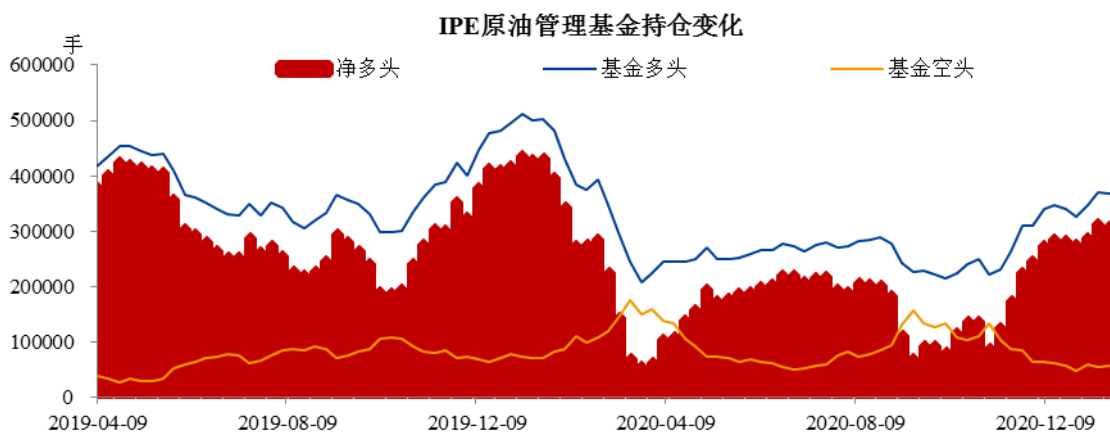
数据来源: Wind、兴证期货

3.市场持仓: 1月美油多头情绪略有回落

据 CFTC 持仓报告显示,截至 1 月 26 日, NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 676393 手,环比上月底增加 20699 手或 3.16%,非商业空头持仓数量为 171781 手,环比增加 27818 手或 19.32%,非商业净多头减少 7119 手或 1.39%至 504612 手。截至 1 月 19 日当周, IPE 原油管理基金多头持仓数量为 367934 手,环比上月底增加 41893 手或 12.85%,管理基金空头增加 9944 手或 20.45%至 58573 手,净多头增加 31949 手或 11.52%至 309361 手。

图 23: 美油多头情绪高涨后小幅回落





数据来源：CFTC、兴证期货

4.后市展望及策略建议

综上，我们认为油价长期偏好运行趋势并未改变，但短期维持震荡的概率偏大。主要原因是，供应端存在明显支撑，沙特、伊拉克的减产将使得 OPEC+减产执行率持续位于 100%以上水平，而美国在钻井数量反弹速度放缓，单井产出不断下滑的情况下，产量大幅反弹无望；而需求层面存在较大风险，主要是疫情带来的需求降幅，以及美国新能源的推进在直接损伤原油需求的同时造成美国就业更加疲弱，但目前市场对于第六轮经济刺激法案寄予厚望。综上，建议持轻多观望，但需要警惕美国政治动态生变，如对伊朗态度软弱导致该国在未获得豁免之前大幅增加原油出口，以及第六轮经济刺激推出时间延后以及规模缩水的可能。

内地与港口分化 甲醇维持区间震荡

2021 年 2 月 1 日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

赵奕

从业资格编号: F3057989

孙振宇

从业资格编号: F3068628

联系人: 林玲

0591-88560882

linling@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2021 年 1 月份, 郑醇主力合约 MA2105 震荡回落, 从月线看, 开盘 2392, 收盘 2297, 最高 2436, 最低 2226, 涨跌幅-4.17%。现货方面, 1 月份, 内地甲醇市场区间震荡后逐步下滑; 沿海甲醇市场先涨后跌, 震荡上涨然后快速下跌。

● 后市展望

国内供应方面, 由于 1 月份国内两套新装置投产, 加之后续天然气装置复工, 预计 2 月国内产量和开工率继续小幅增加, 预估值在 630 万吨; 进口方面, 非伊朗货源继续发往高价区套利, 伊朗货虽然有所增加, 但 2 月船期仍有限, 预计 2 月进口量有所下降, 预估值在 90-100 万吨; 需求方面, MTO 需求稳定, 但 2 月甲醇传统下游春节放假, 总体需求量将出现季节性下滑, 预估值在 700 万吨左右。综合供需看, 2 月份港口能否继续去库关键看进口减少的量和需求减少的量之间的差异, 较难判断, 但内地大概率出现累库。综合甲醇 2 月供需面看, 整体为国内供应增加, 进口减少和需求减少, 预计内地价格继续走弱, 港口相对坚挺, 期价在内地和港口的分化中整体维持区间震荡走势。

● 策略建议

建议观望。

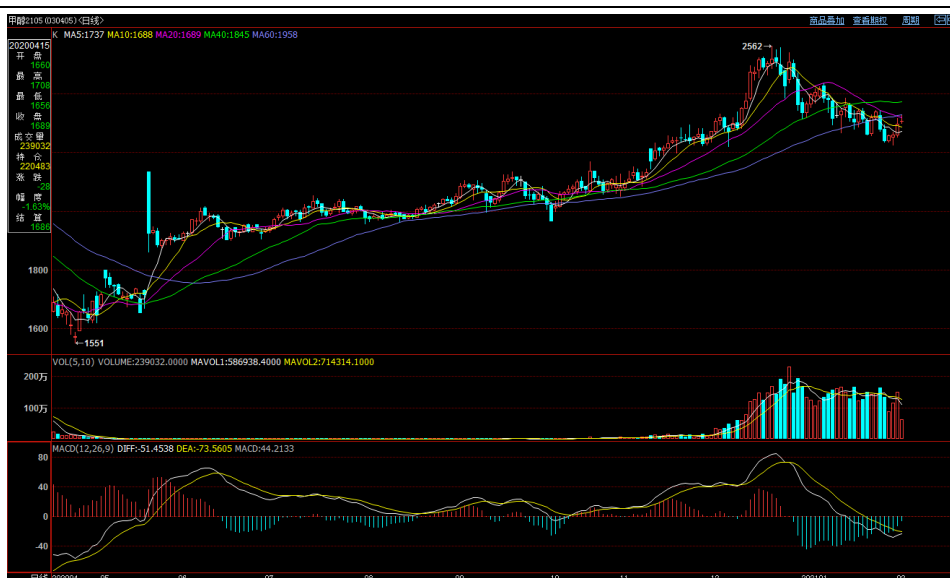
● 风险提示

暂无。

1. 期现货行情回顾

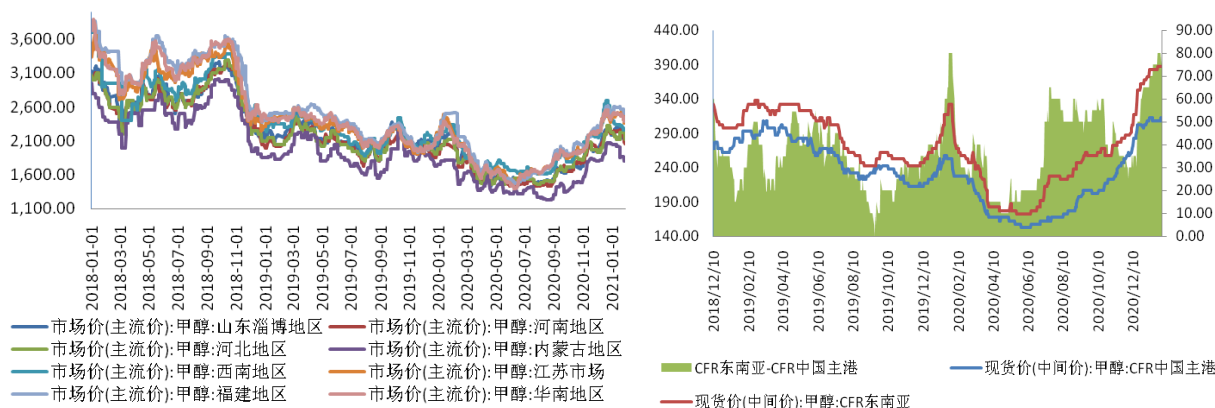
2021 年 1 月份，郑醇主力合约 MA2105 震荡回落，从月线看，开盘 2392，收盘 2297，最高 2436，最低 2226，涨跌幅-4.17%。现货方面，1 月份，内地甲醇市场区间震荡后逐步下滑。公共卫生事件导致北方地区物流紧张且运费上涨，加之春节假期前有排库压力，主产区生产企业积极出货压力下，出厂价格逐步下调。月内多数下游企业原料库存中等偏上水平，采买无明显方向，部分中间商出货意愿下让利操作，多地成交重心也有松动；1 月份，沿海甲醇市场先涨后跌，震荡上涨然后快速下跌。上中旬，受到国外供应紧缩美金持续上行和中下游刚需入市补货等等稳固托市，持货商持续拉高排货，但现货成交放量始终难有起色，多以中小单成交为主。下旬至月底，受到内地持续阴跌、西南天然气预期重启恢复和中东其它区域重要甲醇装置预期近期重启等等利空消息释放，场内恐跌情绪凸显，持货商持续降价排货，买方买涨不买跌心态显现，下旬价格加速下行，虽然月底持货商意欲稳盘排货控制下跌节奏，但实盘成交放量依然难有跟进，业者谨慎心态凸显。

图表 1：郑醇指数期货价格走势



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

图表 2：国内主要地区甲醇现货价格及甲醇进口价格



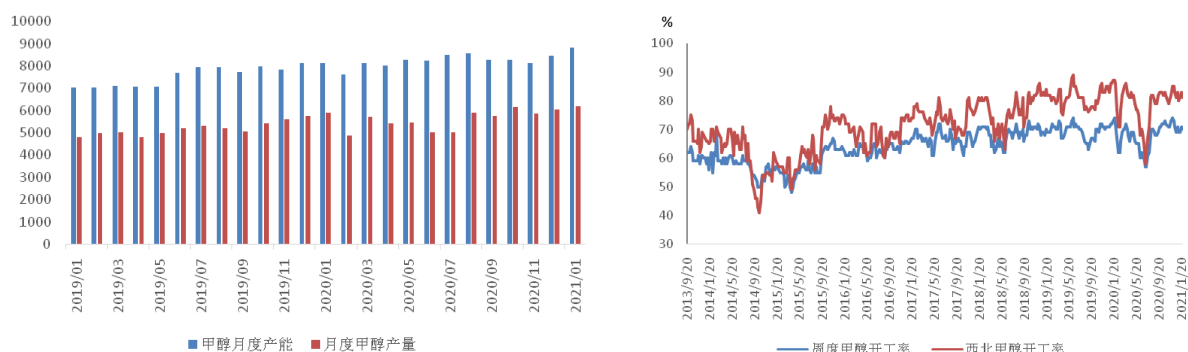
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.供需面分析

2.1 国内供应

2021 年 1 月份，国内甲醇开工率小幅下降，但有新装置投产，总体产量较去年 12 月小幅增加。根据卓创数据，1 月份国产甲醇产量预估值为 617.36 万吨，与 12 月份相比增加 14.34 万吨，同比增加 4.65%。截至 1 月 29 日，国内甲醇整体装置平均开工负荷为：70.13%，较 12 月份下跌 1.08 个百分点；西北地区的开工负荷为 81.94%，下跌 1.36 个百分点。1 月西北地区部分甲醇装置检修或者运行负荷不高，导致西北地区开工负荷下降；而华北、华中、西南地区部分装置停车，导致国内开工负荷下滑。

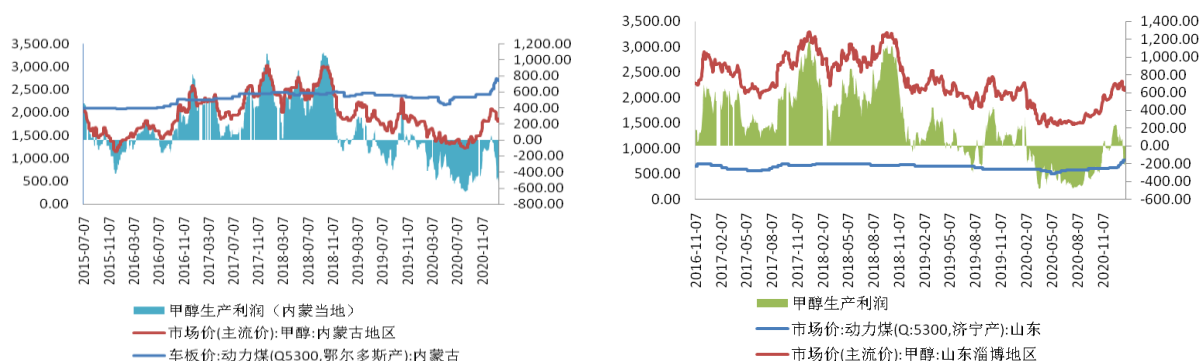
图表 3：国内甲醇产量及周度开工率



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从成本利润角度看，1 月份随着内地甲醇价格的回落，以及煤炭价格的大幅上涨，国内甲醇生产利润再度走低。内蒙古地区 1 月份平均生产利润为-316.3 元/吨，较去年 12 月份的-53.79 元/吨大幅走低；山东地区 1 月份平均生产利润-26.25 元/吨，较去年 12 月份的 118.57 元/吨大幅走低。虽然目前国内甲醇生产利润再度走低，但新装置投产叠加后续天然气装置复工，对于 2 月份国内甲醇的开工率和产量，依然维持走高的预期，预计暂不受利润影响。

图表 4：内蒙和山东甲醇生产利润情况



数据来源：wind，兴证期货研发部

装置方面：本月较大变动主要是西北两套大型装置投产，神华榆林和延长中煤二期，产能均为 180 万吨。后续主要关注西南和西北天然气复工时间，西南已有玖源和卡贝乐于近期复工。

图表 5：国内甲醇装置情况

地区	厂家	产能	原料	装置检修运行动态
西北	青海盐湖	140	煤+天然气	其甲醇装置于 1 月初恢复运行，目前运行负荷不高
	青海桂鲁	80	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	青海中浩	60	天然气	其甲醇装置于 11 月初停车，恢复时间待定
	新疆天业	30	煤	其甲醇装置目前仍在检修中，恢复时间待定
	巴州东辰	48	煤+天然气	其 18 万吨/年天然气甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定；其 30 万吨/年煤制甲醇重启待定
	大唐多伦	167	煤	其甲醇装置于 1 月 19 日附近降负运行，目前负荷 6 成
	内蒙古天野	20	天然气	其甲醇装置于 10 月 24 日附近停车，恢复时间待定
	内蒙古博源	100	天然气	其甲醇装置于 11 月初停车检修，恢复时间待定
	苏里格	35	天然气	其甲醇装置目前仍在停车中，恢复时间待定
	新奥达旗	120	煤	其一套 60 万吨/年甲醇装置于 1 月 21 日开始半负荷运行，持续大约 8-10 天
华北	咸阳化学	60	煤	其甲醇装置于 3 月 29 日附近停车，恢复时间待定
	河北金石	20	煤	其 20 万吨/年甲醇装置恢复时间待定
	山西五麟	10	焦炉气	其甲醇装置于 12 月 24 日停车，恢复时间待定
	山西焦化	40	焦炉气	其 20 万吨/年甲醇装置于 12 月 2 日停车，恢复时间待定；其他装置运行中
	山西瑞宝	40	焦炉气	其 10 万吨/年甲醇装置于 12 月 1 日停车，恢复时间待定；其他装置运行中
	山西晋丰	15	煤	其甲醇装置于 11 月 13 日停车，恢复时间待定
	山西宏源	15	焦炉气	其甲醇装置于 9 月 28 日停车检修，恢复时间待定
	天津渤化	50	煤	其甲醇装置于 1 月 27 日产出产品，目前负荷略低
华东	安徽昊源	140	煤	其 80 万吨/年甲醇装置于 1 月 22 日开始半负荷运行，计划检修 8-10 天
华中	豫北化工	45	煤	其 15 万吨/年甲醇装置于 11 月 28 日停车，恢复时间待定
西南	玖源	50	天然气	其甲醇装置于 1 月 26 日产出产品，目前运行正常
	卡贝乐	85	天然气	其甲醇装置目前停车中，计划月底恢复
	重庆川维	87	天然气	其甲醇装置维持前期负荷，恢复时间待定
	贵州金赤	30	煤	其甲醇装置于 1 月 23 日停车，恢复时间待定
东北	大庆油田	20	天然气	其甲醇装置于 11 月 30 日停车，恢复时间待定

企业名称	原料	产能	投产计划
神华榆林	煤	180	2021 年 1 月
延长中煤榆林二期	煤+天然气	180	2021 年 1 月

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

综上，国内供应方面，2021 年 1 月份国内装置开工率虽小幅下降，但新装置投产作用下，产量小幅增加。对于 2 月份，预计随着神华榆林和延长中煤榆林二期的量产，以及部分天然气装置的复工，预计国内甲醇开工率和产量继续小幅走高，预计 2 月国内产量预估值在 630 万吨。

2.2 进口

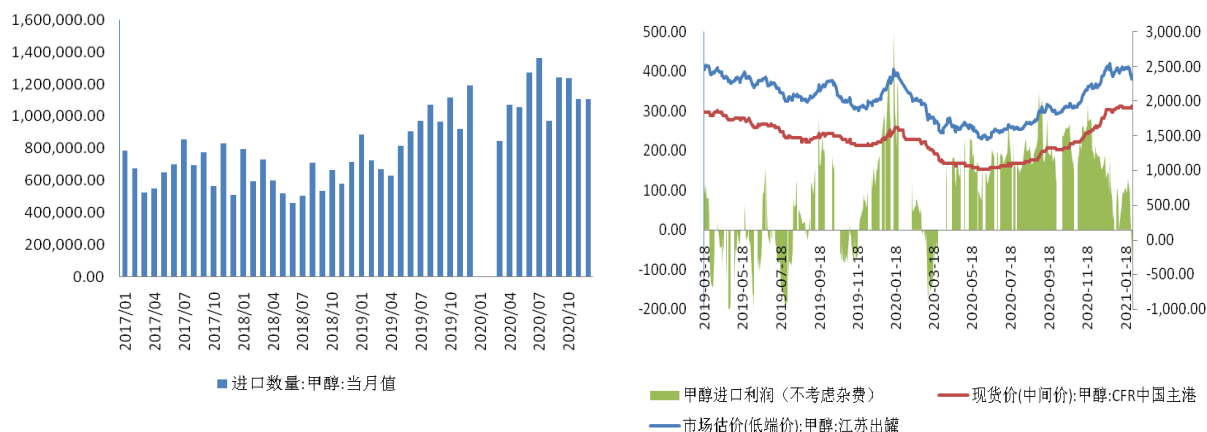
2021 年 1 月份，中国甲醇进口量较 12 月继续小幅下降，但仍维持在 100 万吨以上。根据卓创数据，1 月份甲醇进口量预估值为 105.29 万吨，较去年 12 月（官方数据为 110.63 万吨）下

降 5.34 万吨，跌幅 4.83%。从进口利润角度看，用 CFR 中国主港中间价计算，1 月进口平均利润为 63.43 元/吨，较去年 12 月（144.8 元/吨）有所下降。

从装置角度看，1 月份外盘装置整体开工率不高，伊朗多数装置检修中，另有马来西亚一套 71 万吨装置检修。但 2 月开始，伊朗限气逐步放松，预计伊朗开工率将有所回升。

对于 2021 年 2 月份，非伊船货除去正常交付中国美金合约以外，多数可流通非伊美金资源仍多流向国外高价区域，而中东其它区域船货抵达中国数量明显缩减，预估 2 月甲醇进口量将有所缩减，预估值在 90-100 万吨左右。

图表 6：甲醇进口量及进口利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.3 库存

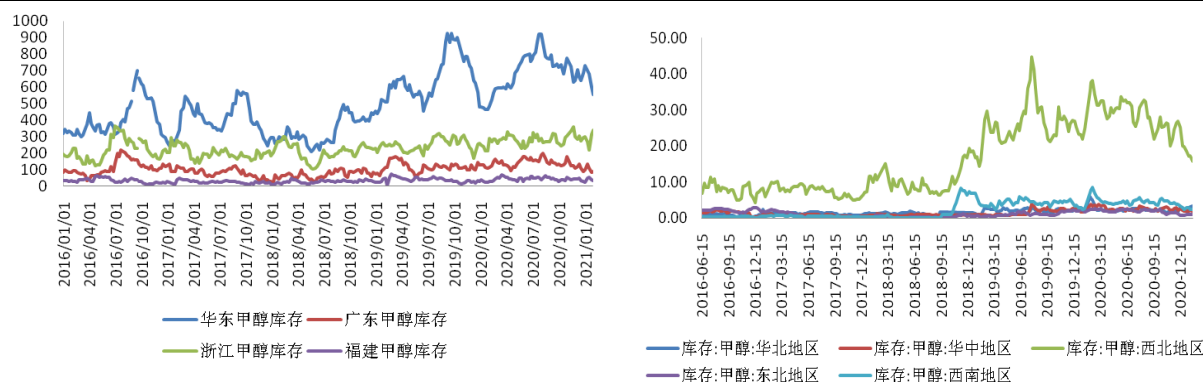
截至 1 月底（1 月 29 日），江苏甲醇库存在 54.8 万吨，环比（2020 年 12 月底）下降 18.5 万吨，跌幅在 25.24%，同比（2020 年 1 月底）上涨 6.3 万吨，涨幅在 12.99%。目前张家港地区库存在 4.5 万吨，江阴地区库存在 1 万吨附近。整体月内上中旬提货量要明显好于下旬至月底，上中旬出口船货增多和下游集中提货，导致重要公共仓储提货明显放量，下旬至月底提货量缩减，尤其是江苏重要公共仓储。另外江苏两次封航对于整体进口船货到港以及卸货周期均有一定影响。据卓创资讯不完全统计，1 月 22 日至 28 日太仓区域（平均一个库区）平均一天走货量在 1731.26-2721.69 吨（1 月 1 至 1 月 7 日太仓区域（平均一个库区）平均一天走货量在 2741.07-3891.07 吨），月底太仓整体发货量明显少于本月初。目前整体江苏可流通货源在 17 万吨附近。目前浙江（乍浦和宁波）地区甲醇库存在 36.5 万吨，环比（2020 年 12 月底）上涨 6.6 万吨，涨幅在 22.07%，同比（2020 年 1 月底）上涨 8.21 万吨，涨幅在 29.02%。整体浙江可流通货源在 0.5 万吨附近。月内浙江封航以及进口船货集中排队卸货对于浙江重要区域卸货以及入库造成一定影响。除去进口船货以外，本月仍有少量山东船货发往浙江区域获利。目前华南方面，广东地区甲醇库存在 8.75 万吨，环比（2020 年 12 月底）减少 0.9 万吨，降幅在 9.33%，同比（2020 年 1 月底）减少 2.75 万吨，降幅 23.91%。其中东莞地区在 3.1 万吨附近，广州地区库存在 4.6 万吨，珠海地区 1.05 万吨。整体广东可流通甲醇货源在 3.5 万吨附近。目前福建地区甲醇库存 3.35 万吨附近，环比（2020 年 12 月底）增加 1.04 万吨，涨幅 45.02%，同比（2020 年 1 月底）增加 0.55 万吨，涨幅在 19.64%。其中泉港地区在 2.25 万吨附近，厦门地区 1 万吨，莆田 0.1 万吨，目前福建可流通货源在 2 万吨。广西地区库存较上月同期略有增加。

整体来看，目前沿海地区（江苏、浙江和华南地区）甲醇库存在 105.2 万吨，整体沿海地区甲醇可流通货源预估在 23.8 万吨。

内地方面，据隆众数据，截至 1 月 27 日当周，西北地区甲醇库存 15.76 万吨，与去年 12 月底的 19.69 万吨相比小幅下降 3.92 万吨，春节前多数内地企业有排库需求。

对于 2 月份的库存情况，港口方面，由于进口量预估减少，港口有可能继续去库，但也要考虑到春节期间下游需求减弱，实际库存情况仍需观察。内地方面，开工持稳，需求减弱，预计内地工厂将小幅累库。

图表 7：甲醇港口库存及内地库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.4 需求情况

1、甲醇下游消费结构及开工情况概述

2021 年 1 月份，甲醇各下游开工情况小幅变化，MTO 开工有所提升：MTO 方面，虽然月内有宁波富德检修，但阳煤恒通和中原乙烯等重启，整体开工率上涨；传统需求方面整体变化不大。根据卓创数据，1 月甲醇表观消费量为 718.15 万吨，环比上涨 1.14%。

图表 8：甲醇下游开工情况

甲醇下游	MTO	甲醛	二甲醚	MTBE	醋酸	DMF
1 月平均开工率	86.02%	17.11%	21.68%	44.05%	76.30%	80.44%
12 月平均开工率	81.02%	20.06%	20.85%	39.08%	79.25%	80.06%
涨跌（百分点）	5.00%	-2.95%	0.83%	4.97%	-2.95%	0.38%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2、甲醇制烯烃装置运行情况及利润情况

MTO 装置情况：1 月检修装置主要是宁波富德，重启装置是阳煤恒通和中原乙烯，对于 2 月份，关注青海盐湖和宁波富德的重启。

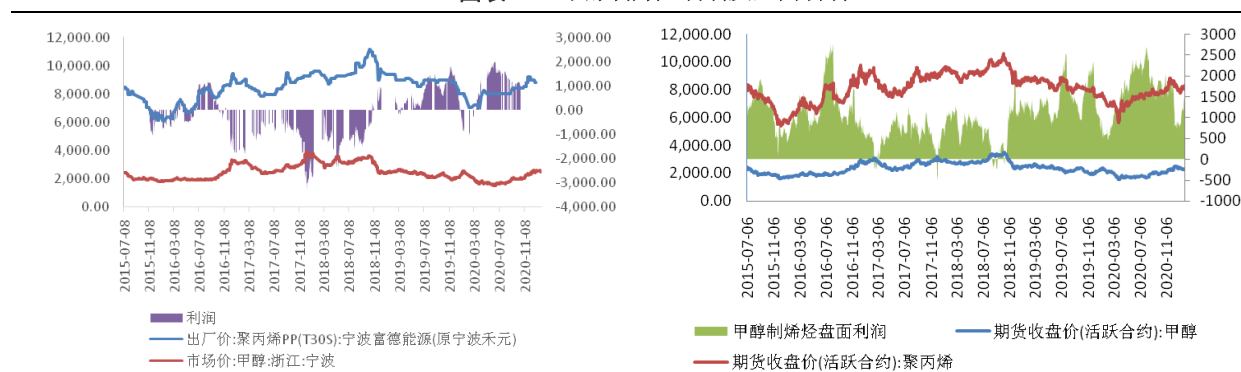
图表 9：甲醇制烯烃装置情况

企业名称	所在地	装置产能	原料甲醇 产能	目前运行情况
神华宁夏煤业	宁夏	100	352	2套50万吨/年MTP装置正常运行
大唐国际发电公司	内蒙	46	168	MTP装置下旬开始半负荷运行，恢复时间待定
神华包头煤化	内蒙	60	180	MTO装置目前正常运行中
中石化中原石化公司	濮阳	20	--	MTO装置恢复正常运行
宁波富德	宁波	60	--	1月18日停车检修，月末恢复
南京诚志（南京惠生）清洁能源有限公司	南京	29.5	50	近期MTO装置保持稳定运行
延长中煤榆林能化有限公司	靖边	60	180	MTO装置运行正常
中煤榆林能源化工有限公司	横榆	60	180	MTO装置目前运行正常
山东寿光鲁清	寿光	20	--	装置停车中
陕西蒲城清洁能源化工公司	蒲城	70	180	MTO装置目前运行正常
宁夏宝丰	宁夏	60	172	其MTO装置基本正常
山东联泓新材料有限公司	滕州	37	--	MTO装置运行平稳
山东鲁深发	东营	20	--	装置停车
山东玉皇	菏泽	10	--	停车中
山东瑞昌石化	东营	10	--	停车，重启时间待定
沈阳蜡化	沈阳	10	--	装置停车，重启待定
山东华滨科技	东营	18	--	装置停车中
兴兴能源	嘉兴	69	--	目前装置稳定运行中
阳煤恒通	山东	30	20	MTO装置上旬检修，现运行稳定
神华榆林	榆林	60	--	其MTO装置满负荷运行，甲醇外采量逐步减少
山东大泽	菏泽	20	--	停车中，重启时间待定
中煤蒙大	内蒙	60	--	MTO装置满负荷运行，甲醇正常外采
神华新疆	新疆	68	180	MTO及甲醇装置运行正常
中天合创	鄂尔多斯	137	360	两套MTO装置运行正常
富德（常州）能源发展有限公司	常州	30		MTO装置处于停车状态，具体重启时间待定。
江苏斯尔邦（盛虹）石化	连云港	80		目前MTO装置稳定运行中
青海盐湖	青海	30	140	其MTO装置目前停车中，计划2月8日重启
延长延安能源化工有限公司	富县	60	180	其MTO装置满负荷运行
内蒙古久泰	鄂尔多斯	60	100	其MTO装置目前满负荷运行中，外采正常
南京诚志（二期）	南京	60		目前其MTO装置稳定运行中，上半年计划停车检修，时间有待确定。
中安联合	淮南	60	180	其MTO装置正常运行中
宁夏宝丰（二期）	宁夏	60	220	其MTO装置正常运行
吉林康乃尔	吉林	30	--	其MTO装置于10月29日附近停车，恢复时间待定
延长中煤榆林能化（二期）	靖边	60	180	MTO装置目前负荷8-9成，外采部分甲醇

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从利润角度看，1月份MTO行业整体利润与去年12月持平。从盘面利润来看，1月平均值为1064.55元/吨，与去年12月份的1152.78元/吨基本持平，利润情况整体较好。

图表 10：甲醇制烯烃利润及盘面利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3、传统需求情况

(1) 二甲醚

1 月份,国内二甲醚市场震荡运行。月初相关品液化气市场受 1 月 CP 上行提振呈上行走势,气醚价差开放,业者心态转好,且冬季气温偏低,需求端表现向好,市场呈上行走势。但上旬随着河北地区开工提升,周边市场价格承压,市场呈现区域化走势。月中气醚间价差较大,且北方部分物流运输受限,原料获取不易,卖方报盘推涨,市场再度上行。月下旬液化气价格宽幅下行,气醚价差急速收窄,且原料甲醇走势偏弱,下游恐跌观望买气不高,市场价格承压回落,至月底逐渐企稳。截至 1 月 29 日,二甲醚月均价收于 3479 元/吨,环比上涨 7.91%。

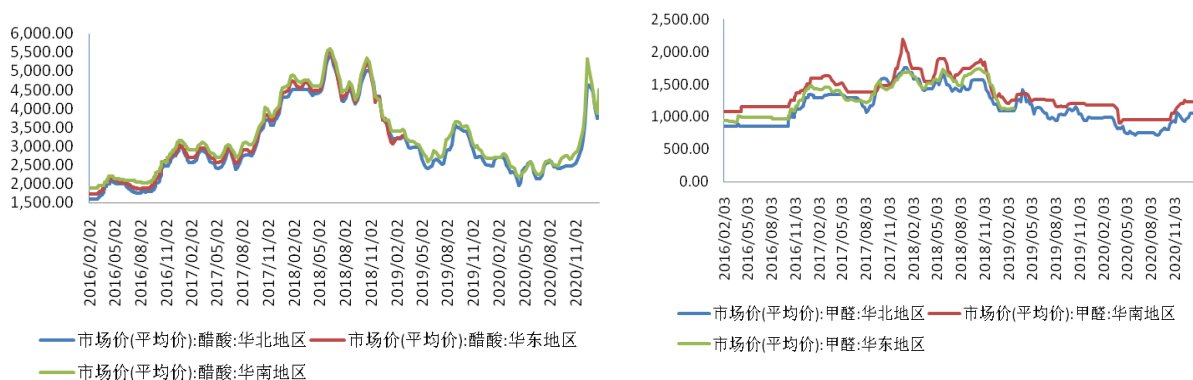
(2) 甲醛

1 月国内甲醛厂家利润一般,本月利润均值为 49.83 元/吨,较上月均值 25.67 元/吨,上涨 24.16 元/吨。1 月,内甲醛市场价格局部震荡。月前期,甲醇价格区间震荡,各地区甲醛厂家坚守报盘,终端接货积极性一般,场内商谈气氛平淡。月中期,甲醇价格区间整理,受下游需求较好影响,山东地区甲醛厂家报盘上调,市场交投重心上移,其他地区甲醛厂家稳盘操作,采购商采买积极性一般,市场交投重心平稳。月末期,甲醇价格震荡下行,山东、陕西等地区甲醛厂家报盘下调,下游刚需采购,市场交投重心下移。其他各地甲醛厂家报盘守稳,终端接货意愿平平,市场成交量明显释放。

(3) 醋酸

1 月中国冰醋酸市场基本呈“V”字型走势,月底横盘整理。截至 1 月 29 日收盘,华东冰醋酸市场收盘在 4900—5200 元/吨出罐,华东月均价 4441 元/吨,环比下跌 6.59%。月初,下游业者按需采购,询盘积极性一般,冰醋酸工厂库存有所累积,市场延续前期跌势。中旬开始,随着华东、华北等地部分冰醋酸装置出现停车及负荷下降情况,行业开工下降,各地现货供应逐步紧张,工厂库压得以释放,持货商报盘不断上涨,交投稳健,市场价格止跌回弹,商谈重心宽幅上移。至月下旬,部分下游业者多完成备货操作,商谈气氛有所转淡,不过供应量尚未完全恢复,工厂多无出货压力,冰醋酸市场横盘整理为主,局部地区价格出现阴跌。出口方面,外商采货积极性一般,新单成交有限。

图表 11：甲醛和醋酸价格走势



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

综上，需求方面，1 月份受 MTO 开工提升影响，整体需求有所回升。2 月份，由于甲醇传统下游春节放假，MTO 方面预计变动不大，甲醇需求量估计将出现季节性下滑，预计 2 月甲醇需求量在 700 万吨左右。

3.后市展望

从上文分析可知，国内供应方面，由于 1 月份国内两套新装置投产，加之后续天然气装置复工，预计 2 月国内产量和开工率继续小幅增加，预估值在 630 万吨；进口方面，非伊朗货源继续发往高价区套利，伊朗货虽然有所增加，但 2 月船期仍有限，预计 2 月进口量有所下降，预估值在 90-100 万吨；需求方面，MTO 需求稳定，但 2 月甲醇传统下游春节放假，总体需求量将出现季节性下滑，预估值在 700 万吨左右。综合供需看，2 月份港口能否继续去库关键看进口减少的量和需求减少的量之间的差异，较难判断，但内地大概率出现累库。综合甲醇 2 月供需面看，整体为国内供应增加，进口减少和需求减少，预计内地价格继续走弱，港口相对坚挺，期价在内地和港口的分化中整体维持区间震荡走势。

短期资金市炒作，中长期谨慎看空

2021年2月1日 星期一

兴证期货·研究发展部
能化研究团队

刘倡
从业资格编号：F3024149
投资咨询编号：Z0013691

林玲
从业资格编号：F3067533
投资咨询编号：Z0014903

赵奕
从业资格编号：F3057989

孙振宇
从业资格编号：F3068628

联系人：赵奕
021-20370938
zhaoyi@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1月聚烯烃盘面先抑后扬，月末仍处资金市状态。月上旬受北方环保及南方限电政策影响，需求侧偏弱，库存去化缓慢，期价受其拖累；月中限电等基本解除，叠加节前订单情况好转，市场交投情绪较为高涨，带动期价上行；月下旬起，库存已进入绝对低位，市场炒作节前需求，资金逐步涌入市场，聚烯烃高位震荡。

● 总结和展望

展望：目前供应稳定，需求侧节前备货情绪尚可，库存达到绝对低位。短期来看，聚烯烃仍处于资金市状态，但由于炒作的是节前备货，预计炒作时间并不长久；中长期来看，近远月合约价差呈现 Backwardation 结构，表明市场对于聚烯烃远期仍呈较悲观态度，以谨慎看空为主；

上游：原油方面，供应端加速减产，需求端美国方面政策喜忧参半，原油预计短期维持震荡；乙烯方面，基于市场对于后续新产能上场的预期，预计价格以小幅回落为主；丙烯方面，丙烯高位回落；

供应：1月国内短修装置较多，开工率高位震荡，供应端产能略有缩减，进口方面外盘高位震荡，且有外商封盘惜售，国内采购情绪不高，整体来看供应面较为平稳，目前尚未有更多新产能上场消息；

需求：PP下游开工率除注塑外基本处于往年中低位，BOPP厂商生产积极性尚可，医疗用品需求托底，整体需求自月中起开始回落；PE方面包装膜需求较好，大中型厂商预计春节内仍将生产，但2月需求因返工政策不明或弱于1月需求。

● 策略建议

PP&L：短期多单谨慎持有，节中及节后以轻仓观望为主，中长期谨慎看空。

- **风险提示**

新产能快速上场；需求增速放缓；地缘危机再起波澜。

1.行情回顾

1.1 聚丙烯行情回顾

1月聚丙烯主力合约先抑后扬，期现结构呈 Contango 结构，月内基差先走高而后走低，在 50-100 元/吨左右。本月初由于北方环保监察及南方限电影响，需求端萎靡，供应端烟台万华投产，且短修装置不多，供需矛盾加剧，叠加成本支撑并不稳固，期货价格一路下行。月中期，北方环保监察结束，南方限电问题基本解决，需求端逐渐走强，同时供应端基本维持稳定，期价底部反弹。临近月末，需求端赶制春节前订单，叠加疫情反复带来的医疗用品需求递增，石化库存处于绝对低位，市场炒作节前情绪，期价一路上行，但是现货略显疲乏，月底时终端采购基本已恢复刚需采购。

图 1：聚丙烯主力合约 1 月行情

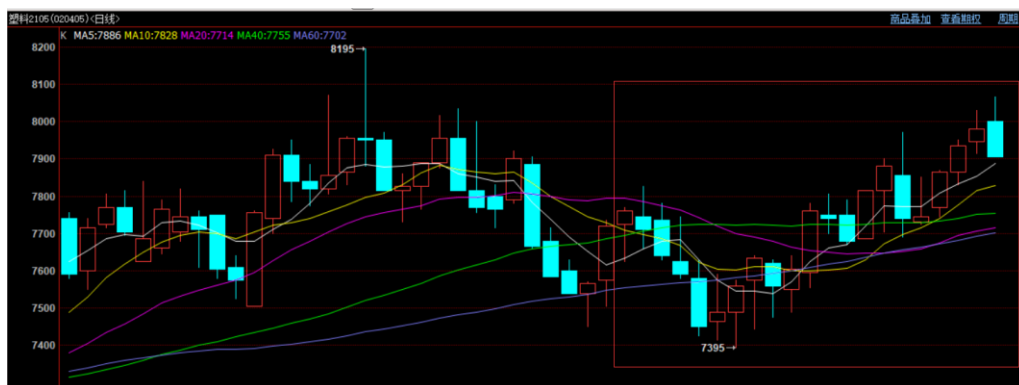


数据来源：博易大师，兴证期货研发部

1.2 LLDPE 行情回顾

1月 LLDPE 主力合约先抑后扬，基差相对较弱，基差最低时基本平水主力合约，最高基差在 100 元/吨左右。本月 LLDPE 期价走势逻辑和 PP 基本一致，为低库存局面下的情绪性拉涨行情。月初石化库存有所累积，供应端压力较大，包装行业受疫情影响较大，需求偏弱。月中旬开始期货走势强劲，现货市场交投逐渐活跃。临近月末，虽然包装业、汽车零部件需求较好，但其余需求逐渐进入淡季，中小厂商因疫情原因提前放假，期价涨幅再度放缓，但资金面炒作势头仍未过去，短期偏强震荡。

图 2：LLDPE 主力合约 1 月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

2.PP 基本面分析

2.1 现货价格及利润

1 月上游 WTI 原油现货收于 52.45 美元/桶，较月初上涨 4.56 美元/桶，月内美国方面拜登推进新能源计划和经济刺激法案，对于原油需求影响喜忧参半，供应面沙特、伊拉克等国家额外减产对供应端有所支撑，月内原油呈震荡趋势，中长期仍需关注政策变化。甲醇内盘月末均价为 2338 元/吨，较月初下跌 82 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 335 美元/吨，较月初上涨 34 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 7100 元/吨，较月初跌 400 元/吨；丙烯外盘主流价收于 955 美元/吨，较月初持平，如上月所预期，丙烯价格原处于估值高位，本月丙烯价格逐步下滑。综上，原油价格预计维持震荡格局，甲醇基本面恶化，现货端交易清淡，预计仍将继续下行，丙烯价格下行后预计维持盘整态势。

1 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 29.50 元/吨，月内粉料市场价格崇高回落，在丙烯价格下调后粉料成本面坍塌，月内粉粒料价差不大，低价优势并不明显；1 月（共聚注塑-拉丝）价差缩小至 20 元/吨，月内受期价上行影响，标品拉丝价格大幅上行，而注塑产品需求偏弱，且价格受需求影响更大，月中后期涨幅趋缓，整体来看标品价格已处于估值高位。

油制聚丙烯利润为 953.52 元/吨，较上月下跌约 242.59 元/吨，人民币汇率跌破 6.5 及油价上涨为油制途径利润下行的主要原因；MTO 制 PP 毛利在 -74.20-206.60 元/吨区间，本月 MTO 装置利润大幅下行，外采甲醇装置利润基本为负，生产压力较大；PDH 利润在 2076.09 元/吨，较上月下跌约 198.06 元/吨，人民币汇率下行为成本增高的主要原因，PDH 利润仍为制 PP 利润上沿；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 1357 元/吨左右，若出现回撤，下行空间较大。

图 3：原油现货价（单位：美元/桶）

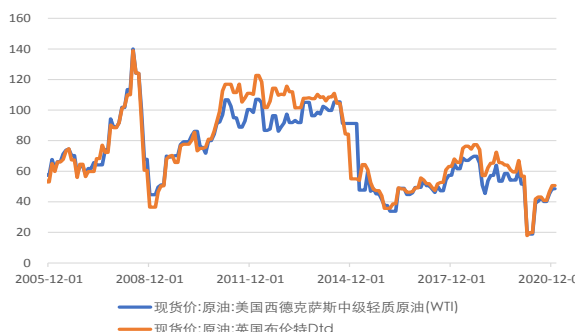
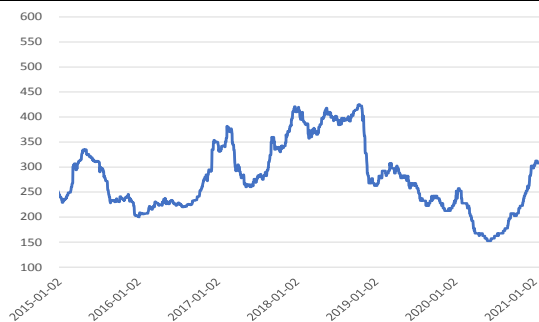


图 4：国内甲醇市价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

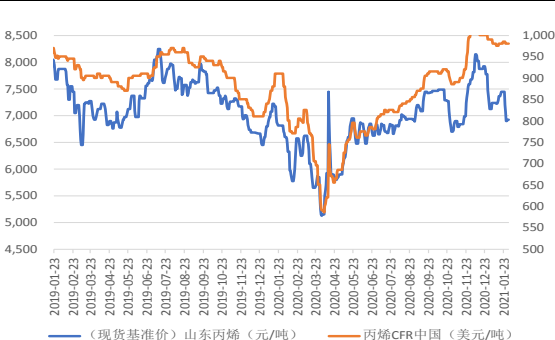
图 5：进口甲醇价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

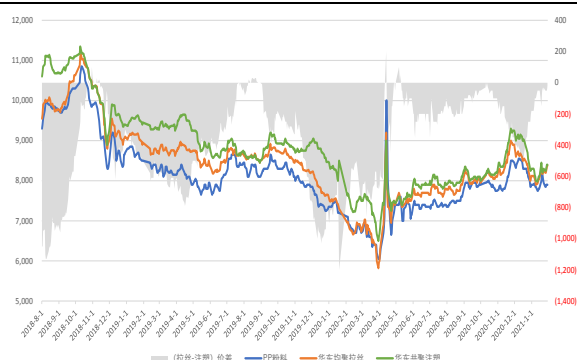
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：国内外丙烯市场价



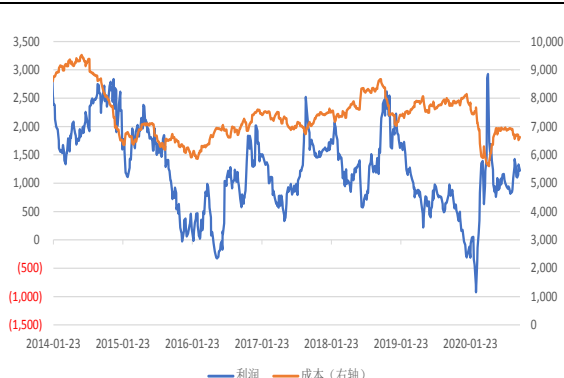
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7: PP 各品种价位及价差 (单位: 元/吨)



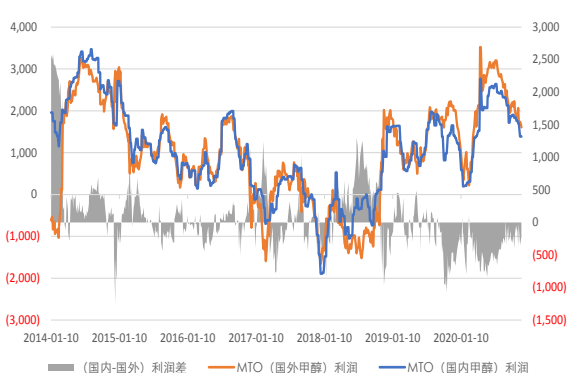
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 油制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



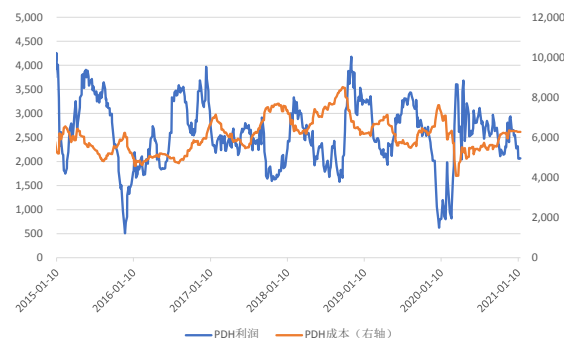
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: PDH 制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

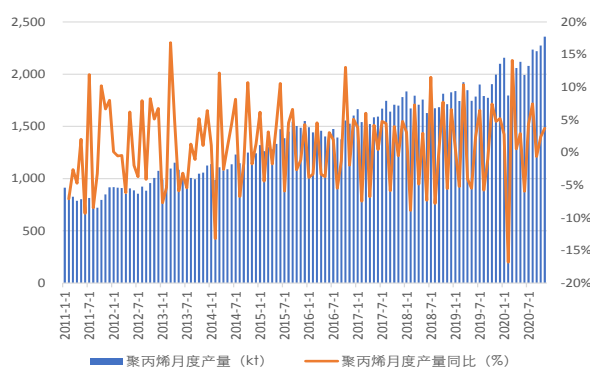
2.2 供应方面

截至 1 月底,聚丙烯月度开工率为 91.85%,环比跌 0.30%,目前新产能装置基本稳定,但由于月内短修装置较多,开工率高位波动。2020 年 12 月 PP 产量约为 235.97 万吨,环比增 3.73%,同比增 12.38%,本月供应端变化不大,新产能基本正常运行,短修装置虽然较多,但多为小装置,整体影响不大。

上中游库存方面,截至 1 月末,聚丙烯石化库存环比下跌 20.84%,港口库存环比下跌 0.79%,社会库存环比下跌 1.94%。石化库存方面,石化厂有序控产,价格跟随期价调整,月内去库速度尚可,截至报告期,石化库存已降至绝对低位 18 万吨以迎接春节到来;港口方面,外盘货源逐渐减少,疏港较快,港口库存压力不大;社会库存方面,12 月贸易商多以囤货为主,从石化及港口处接手大量货源,导致月末社会库存大涨,但 1 月超卖情况下,当前贸易商库存也有所减少。整体来看,12 月受元旦节前需求侧悲观预期影响较大,库存不同程度累积,但在 1 月期货行情带动下,去库有所好转,绝对库存基本处于低位,后续库存压力不大,但预计去库速度或因春节到来有所放缓。

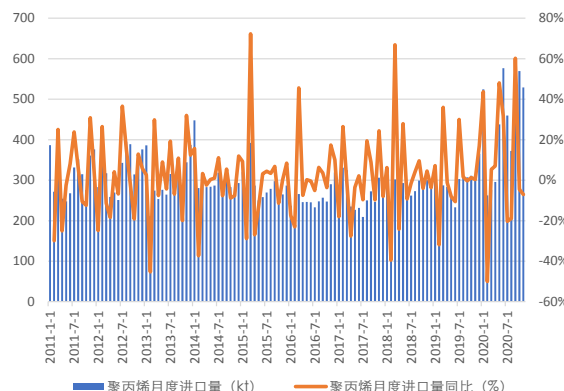
进出口量方面,12 月进口量在 52.93 万吨左右,环比减少 7.10%,同比去年增 45.00%,进口量环比缩减利好供应端。12 月出口总量 3.25 万吨,环比增加 23.61%,同比去年增加 3.82%。

图 11: 聚丙烯月度产量变化



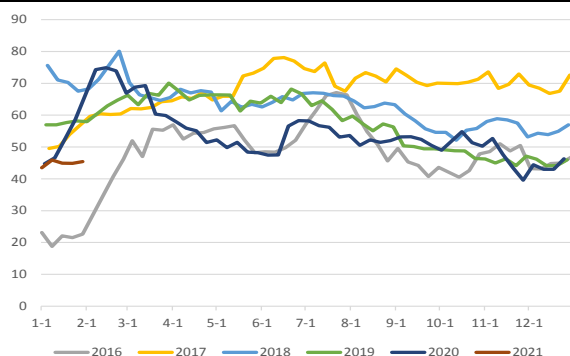
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 12: 聚丙烯月度进口量



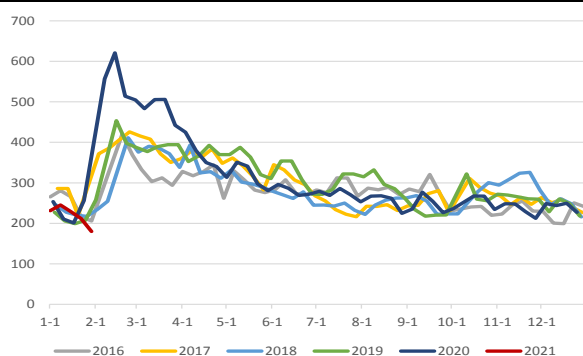
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



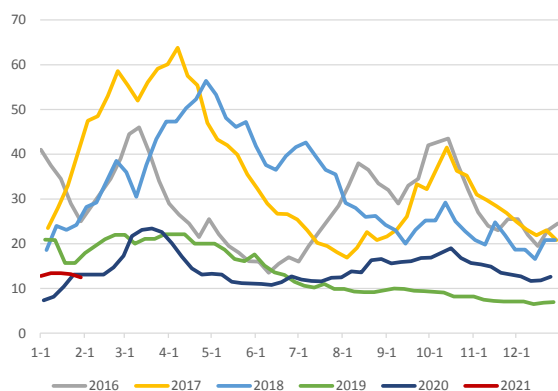
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



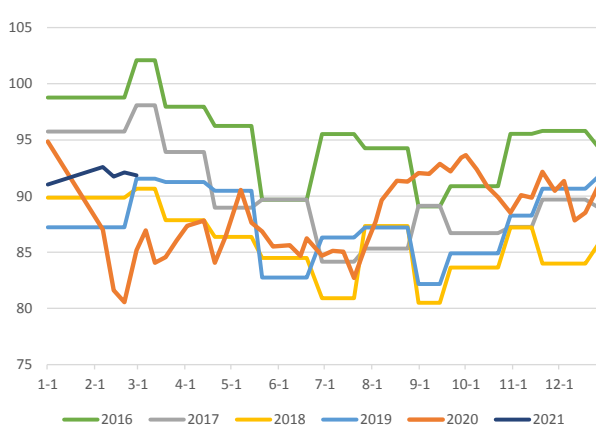
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: PP 开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 1: 聚丙烯 1 月装置动态表格

类别	企业名称	装置地址	涉及产能	停车时间	开启时间
新装置	利和知信一期	沧州	30		2020 年 4 月

新装置	浙江石化一期	舟山	90		2020 年 1 月
新装置	恒力二期 2 期	大连	40		2020 年 1 月
新装置	中科炼化 1#	广东	35		2020 年 9 月
新装置	烟台万华	烟台	35		2020 年 11 月
新装置	宝来石化	辽宁	60		2020 年 11 月
新装置	海国龙油	黑龙江	20		2020 年 11 月
新装置	大庆炼化	大庆	30		2020 年 11 月
合计			340		
占全部产能比重			13.57%		
重启	云天化	云南	15	2020.12.11	2021.1.18
重启	独山子石化老一线	新疆	7	2020.12.15	2021.1.12
重启	扬子石化 A 线	南京	10	2020.1.6	2021.1.13
重启	延产中煤榆林二线	陕西	30	2021.1.9	2021.1.11
重启	广州石化三线	广州	20	2021.1.10	预计检修 13 天
重启	石家庄炼厂	石家庄	20	2021.1.14	2021.1.18
重启	神华新疆	新疆	45	2021.1.15	2021.1.17
合计			147		
占全部产能比重			5.87%		
停车	宁夏宝丰二线	宁夏	30	2020.12.27	2021.1.24
停车	兰港石化	甘肃	11	2021.1.17	2021.1.20
停车	宁波富德	宁波	40	2021.1.18	预计检修 15 天
停车	联泓集团	天津	20	2021.1.19	2021.1.23
停车	延长中煤榆林一线	陕西	30	2021.1.21	待定
停车	大唐多伦二线	内蒙	23	2021.1.21	待定
停车	宝来石化二线	辽宁	40	2021.1.21	2021.1.23
合计			194		
占全部产能比重			7.74%		

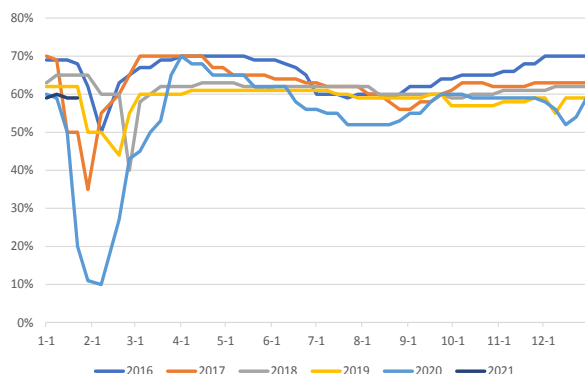
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

截至 2 月初，检修涉及产能约 147 万吨，月内新增 11 条检修装置，其中 9 条恢复生产。当前装置检修影响量很小，对整体供应影响不大。

2.3 需求方面

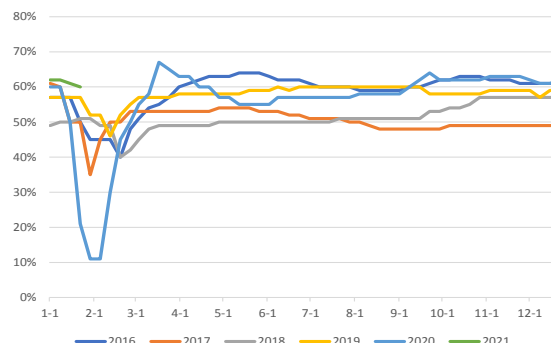
聚丙烯下游月内开工率除注塑外基本处于往年中低位，下游塑编行业月末开工率为 59%，环比持平，1 月塑编行业订单有所累积，但由于月中受北方环保和南方限电的影响，整体下游开工积极性不高，以赶制节前订单为主；BOPP 膜厂开工率持平于 60%，BOPP 膜料价格呈下跌趋势，整体成交回暖，1 月负荷先高后低，月上旬新订单跟进积极，中旬订单零星，下旬接单多为节后订单，预计春节假期对 BOPP 刚需影响有所减弱，节后 BOPP 将仍有补库需求；注塑开工率跌 2%至 60%，终端下游仅汽车零部件需求尚可，其余需求平平，当前注塑原料价格偏高，下游订单一般，厂商生产积极性不高。综上，除了聚丙烯传统需求，疫情反复带来的医疗用品需求给予需求面一定支撑，但临近春节整体需求略显疲软，预计 2 月需求侧将不及 1 月，节前的补库炒作也将逐渐平息，重点关注重点需求变化和政策变化。

图 17：塑料塑编行业周度开工率（%）



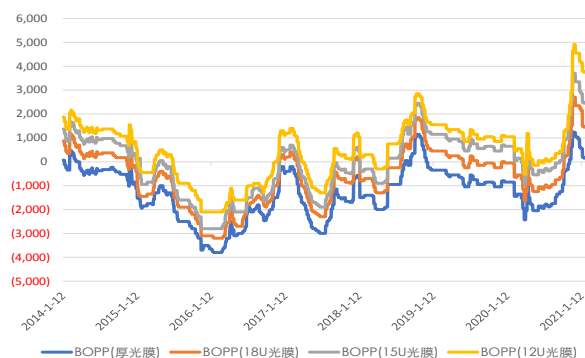
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 18：PP 主要下游开工率（%）



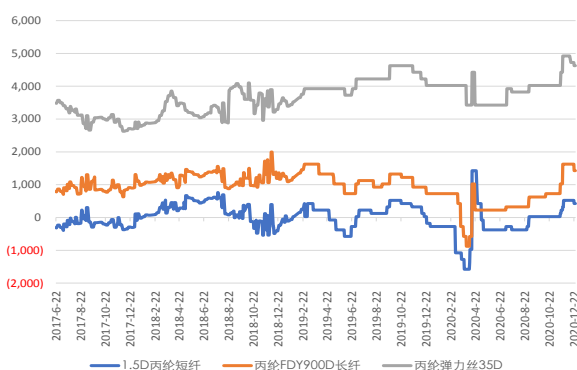
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 19：BOPP 各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：丙纶各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：华瑞资讯，兴证期货研发部

3. PE 基本面分析

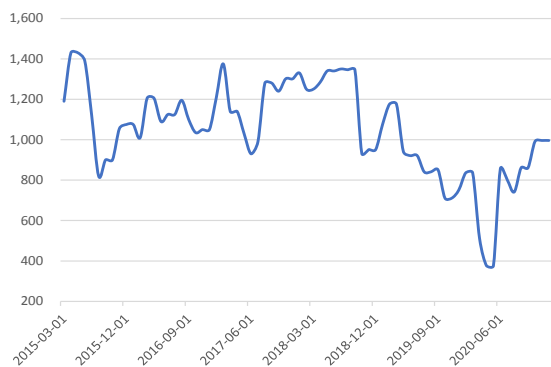
3.1 现货价格及利润

1月乙烯CFR东北亚现货价收于925美元/吨，较月初下跌70美元/吨，本月外盘乙烯装置生产稳定，且乙烯本身处于估值高位，在月中外盘新装置将逐渐上场的预期下，乙烯价格高位回落。

聚乙烯现货市场随期价调整，基差震荡，标品LLDPE本月最低价格基本平水主力合约期价，最高价升水主力合约100元/吨；非标货源月内逐步下调，LDPE以补跌为主，最高价格在10846元/吨左右，环比下跌5.9%-6.8%，HDPE货源不同程度下跌，其中HDPE拉丝最大跌幅为4.24%，HDPE膜料跌幅在2.7%-2.8%，HDPE注塑跌幅在1.19%-1.30%。

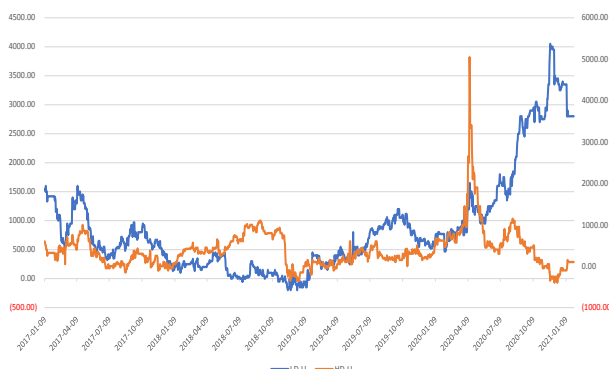
油制PE利润在1334.96元/吨左右，利润下跌407.75元/吨。MTO制PE方面，利润在-400元/吨附近，利润下跌约170元/吨。随着人民币汇率下行及原料价格上涨，PE各途径利润均有所下滑，其中MTO装置多以亏损为主。预计2月在市场炒作结束后期价将高位回落，负反馈于现货市场，利润或将有进一步下滑，重点关注人民币汇率变化及原料价格变动。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



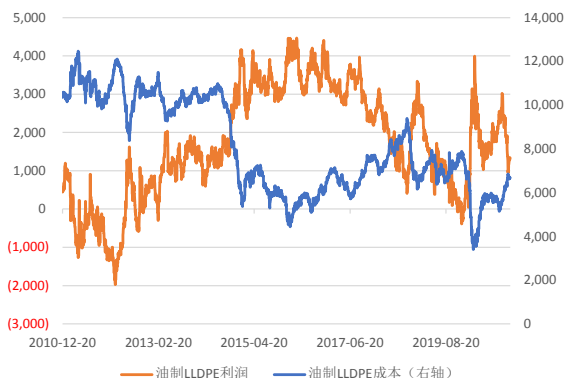
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



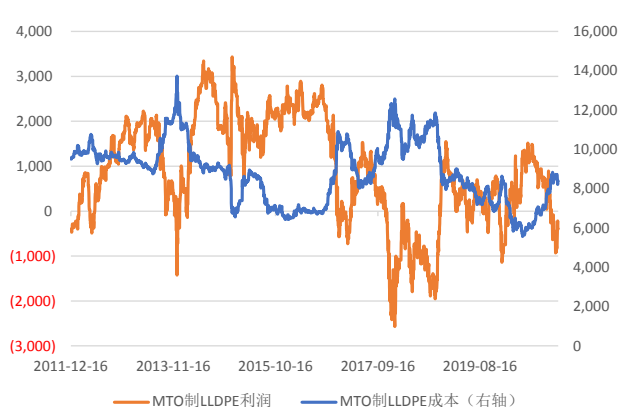
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LLDPE 油制利润及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 24: MTO 制 LLDPE 利润及成本 (单位: 元/吨)



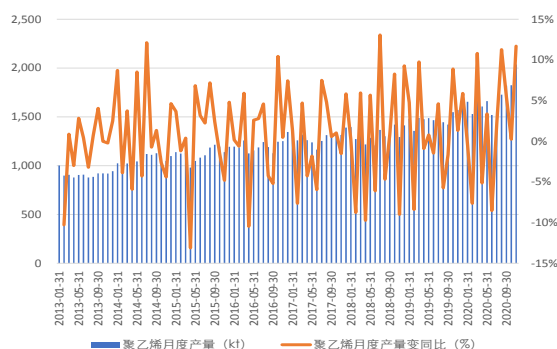
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应方面

截至 1 月底, 聚乙烯月度开工率为 93.80%, 环比降 3.00%, 月内聚乙烯大型装置检修较多, 叠加部分工厂因环保问题降负荷, 开工率略有下行; 进口方面 12 月进口量在 144.95 万吨, 环比减少 10.82%, 自 11 月起外盘聚乙烯价格皆处于高位, 且国外 PE 需求同样旺盛, 流入我国的总量有所减少, 叠加韩国、日本等主要出口国受疫情影响严重, 预计 1-2 月进口量同样不多。

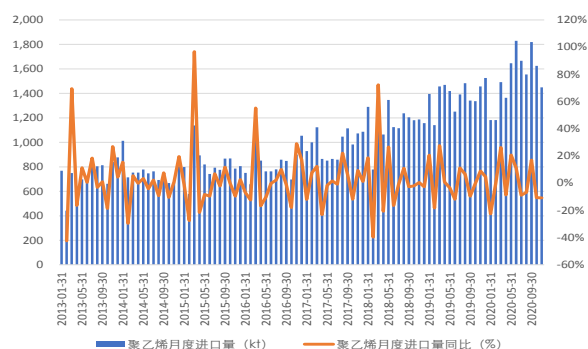
库存方面, 聚乙烯 1 月末社会库存环比上涨 0.72%, 石化库存环比下跌 16.80%, 港口库存环比下跌 3.24%, 上游生产厂商均有意识地控制货源流通, 石化去库压力不大。贸易商方面月前中期均有超卖现象, 临近月末下游需求走弱, 社会库存小幅累积。港口方面根据进口量来看本月进口数额仍不算高, 压力不大。但需要注意的是, 当前 PE 供应端 HDPE 货源排产比达 39.96%, 而该货源当前下游并不景气, 现货供应未来拖累期价市场走势为大概率事件。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化



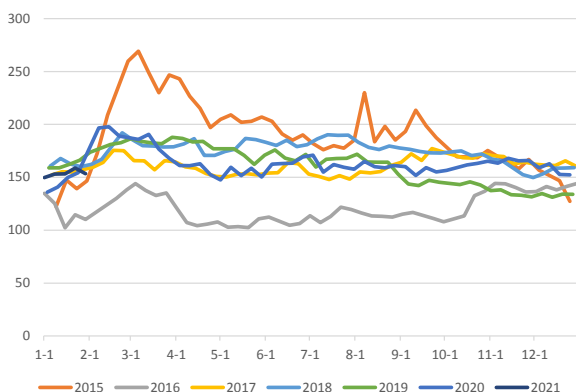
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



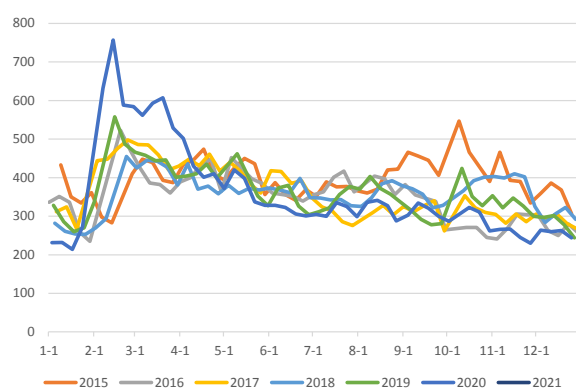
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



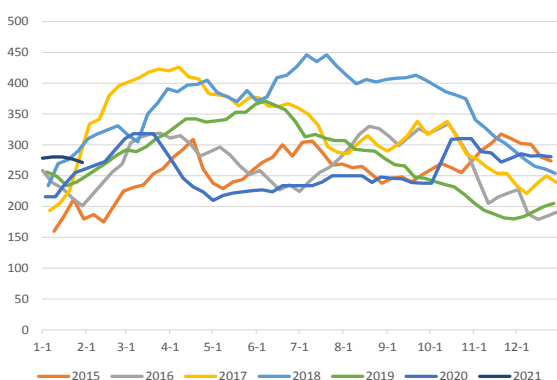
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



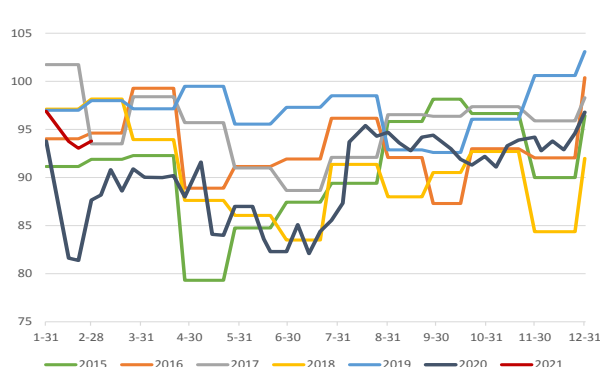
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 29: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 30: PE 开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 2: 聚乙烯 1 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
浙江石化	全密度	75	已放量, 负荷六成
宝来石化	45LLDPE+35HDPE	80	2020 年 9 月 1 日新装置
上海石化	2 线	10	1.5-1.7

茂名石化	1#LDPE	11	1.6-1.7
中原石化	LLDPE	9	1.7-1.9
大庆石化	HDPE C 线	10	1.8-1.10
中韩石化	HDPE	30	1.8-1.10
上海赛科	LLDPE	30	1.8-1.12
上海赛科	HDPE	30	1.8-1.12
四川石化	HDPE	30	1.12-1.17
延长中煤二期	LDPE	30	1.17-1.22
燕山石化	老 LDPE 三线	6	1.18-1.23
茂名石化	2#LDPE	25	1.21-1.22
合计		376	
占全部产能比重		18.47%	
兰州石化	老全密度	6	2020.2.14 永久停车
浙江石化	HDPE	30	1.8, 计划检修 20 天
独山子石化	老 HDPE	10	1.24 检修, 开车时间待定
合计		46	
占全部产能比重		2.26%	

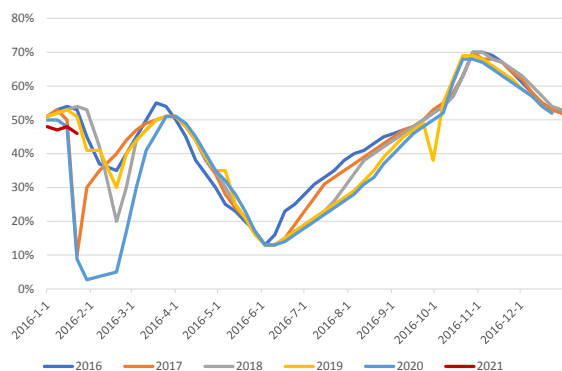
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

1 月聚乙烯检修涉及产能约 376 万吨，月内新增检修 13 条，其中 12 条月内已经重启生产。
 2 月目前尚未有新增检修装置消息，但根据经验推断，小修装置预计居多，整体对供应影响不大。

3.3 需求方面

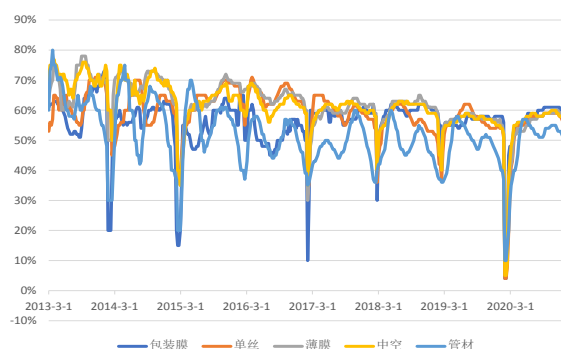
1 月聚乙烯下游开工率多有回落。从农膜来看，开工率跌至 46%，环比上月下跌 4%，单丝、薄膜、中空、管材开工率跌 1%-4%至 45%-55%，但包装膜行业开工率涨 3%至 62%。农膜方面，当前农膜基本已经进入季节性淡季，厂商多转入多功能膜生产状态。部分大厂维持高位生产。管材方面，需求持续走弱，部分工厂表示 1-2 月订单量不足，且春节临近后大部分下游工厂将陆续放假。从 2 月份来看，正值春节假期，年后复工仍有不确定性，根据资讯网调研显示，中空、包装等下游大中型工厂订单较好，预计对需求有一定支撑，部分中小型工厂仍在观望年后复工政策，预计 2 月大部分中下游缓慢复工，整体需求弱于 1 月。

图 31：农膜开工率（单位：%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 32：PE 主要下游开工率（单位：%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

4.总结

展望：目前供应稳定，需求侧节前备货情绪尚可，库存达到绝对低位。短期来看，聚烯烃仍处于资金市状态，但由于炒作的是节前备货，预计炒作时间并不长久；中长期来看，近远月合约价差呈现 Backwardation 结构，表明市场对于聚烯烃远期仍呈较悲观态度，以谨慎看空为主；

上游：原油方面，供应端加速减产，需求端美国方面政策喜忧参半，原油预计短期维持震荡；乙烯方面，基于市场对于后续新产能上场的预期，预计价格以小幅回落为主；丙烯方面，丙烯高位回落；

供应：1 月国内短修装置较多，开工率高位震荡，供应端产能略有缩减，进口方面外盘高位震荡，且有外商封盘惜售，国内采购情绪不高，整体来看供应面较为平稳，目前尚未有更多新产能上场消息；

需求：PP 下游开工率除注塑外基本处于往年中低位，BOPP 厂商生产积极性尚可，医疗用品需求托底，整体需求自月中起开始回落；PE 方面包装膜需求较好，大中型厂商预计春节内仍将生产，但 2 月需求因返工政策不明或弱于 1 月需求。

传统淡季，TA 大幅累库，但 EG 仍能去库

2021 年 2 月 1 日 星期一

兴证期货·研究发展部
能化研究团队

刘倡
从业资格编号：F3024149
投资咨询编号：Z0013691

林玲
从业资格编号：F3067533
投资咨询编号：Z0014903

赵奕
从业资格编号：F3057989

孙振宇
从业资格编号：F3068628

联系人：刘倡
021-20370975
liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

在商品市场及原油的上涨带动下，TA&EG 在 1 月呈现 N 型走势。

● 后市展望

在全球大宗市场流动性水平抬升，以及沙特额外减产的作用下，原油出现明显上涨，但疫情反复仍限制原油消费端。进入 2 月后，全球流动性的边际企稳、OPEC+ 的每月减产会议，以及中国出行数据下降等因素，使原油出现回调整理的可能，短期原油或呈现横盘震荡的情况。

需求端，终端、聚酯负荷呈现季节性下降，但同比偏高。从去年 12 月中至今的消费看，预计年后终端及聚酯负荷仍有平均水平的恢复速度。至于是否出现海外大幅补库的预期，则仍有待观察。

TA 方面，随福海创重启、百宏投放，2 月 TA 进入传统快速累库的季节。目前有可能检修的装置多集中在 3 月后，因此 2 月 TA 过剩相对确定，预计累库 40 万吨上下。

EG 方面，国内装置虽负荷上调，但国外提前检修，进口预计仍将偏低，2 月 EG 去库约 20 万吨左右。

● 策略建议

宏观流动性及原油不确定性上升，且中长期 TA 和 EG 过剩格局较为确定。仍建议以观望为主。短期 EG 较强，可尝试短多。

● 风险提示

原油上涨；新产能投放不及预期；装置意外检修。

1.PTA：百宏投产，库存积累预期不变

1.1 供应端

新年至今，福海创、汉邦、逸盛（宁波）检修、逸盛（大连）短停，环比去年 12 月，TA 检修量明显增加，月度负荷一度下降至 81%，但月末福海创重启、百宏新装置投放，月度负荷再度回升至 87%。1 月产量预估在 425 万吨上下，环比下降 30 万吨。聚酯方面，前期较低的产品库存依旧支撑聚酯负荷维持较高水平，虽然随春节临近，工人返乡增多，但今年各地号召就地过年，聚酯装置检修量明显低于往年，1 月总体负荷仍在 85% 上下，月产量预计在 463 万吨附近。1 月 TA 供需仍相对平衡，社会库存小幅积累 5 万吨。

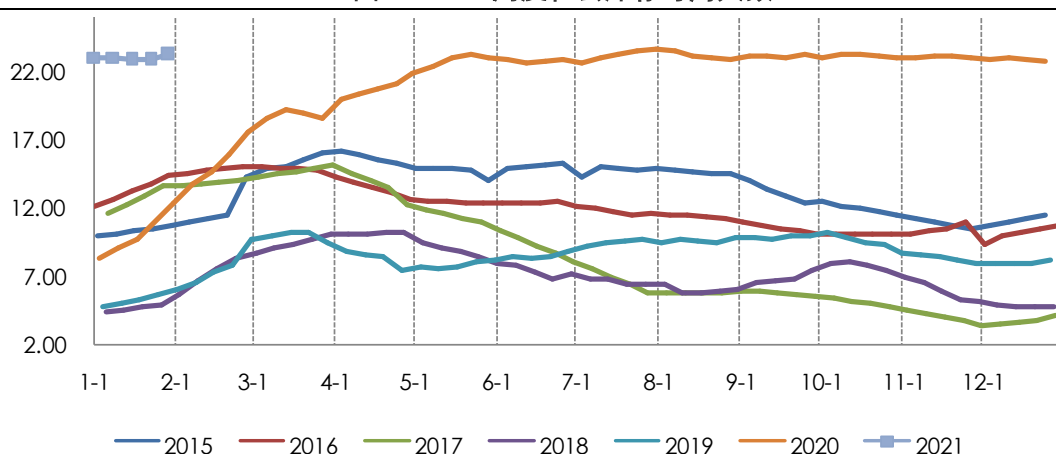
2 月来看，百宏另一条线计划 2 月投产，负荷进一步上升，预计 28 天总产量达 395 万吨，同时聚酯负荷继续下降，1 月末已至 82%，2 月或进一步走低至 80% 略偏下水平，预计聚酯产量在 380 万吨。结合进出口和其它领域需求估计，若无其它装置检修跟进，2 月 PTA 库存变动 +35~+45 万吨。

1.2 成本端

1 月国内 PX 负荷基本企稳，月初中化泉州新装置投放，中金石化、福化装置检修，彭州石化短停，国内负荷基本企稳在 77% 上下波动。海外方面，文莱短停，其它变化不多。亚洲范围，月均在 76% 附近。国内 1 月产量在 168 万吨，进口预计在 110 万吨上下，叠加 TA 的 425 万吨产量，1 月 PX 供需基本平衡。

2 月来看，1 月末中金石化传出延迟重启消息，其它装置暂无变化预期，预计 2 月 28 天内 PX 产量在 150 万吨，进口预计在 100 万吨，结合 2 月 PTA 395 万吨的产量估计，预计 2 月 PX 供需去库 10 万吨上下。中金石化的延迟重启超出市场预期，近月 PX 价格加速走高，带动 PXN 走强，ACP 也出现难得的商谈成功，佐证短期 PX 货源存在偏紧预期，2-5 月，PTA 仍有百宏另一条线、虹港、逸盛等装置投放预期，PXN 有望继续偏强运行。

图 1：PTA 周度社会库存可用天数



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

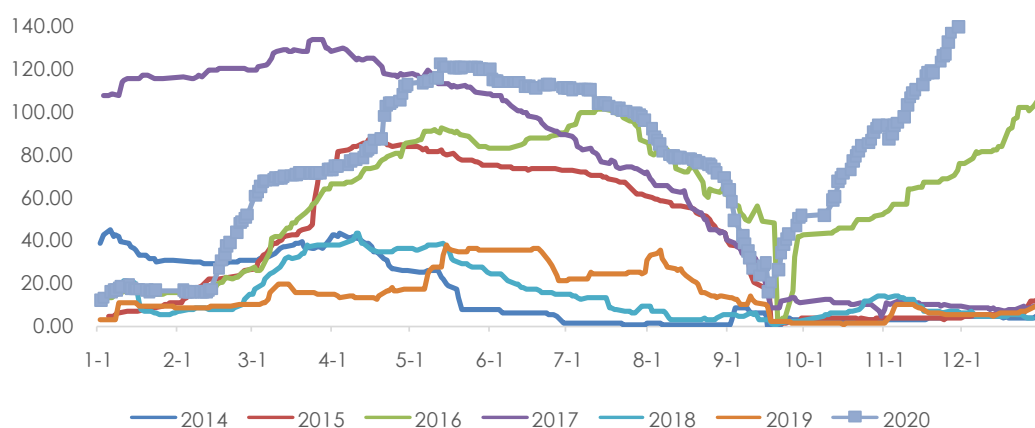
表 1：TA 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福海创	450	漳州	12.23 起检修，1.22 附近恢复，目前负荷 9 成偏上

扬子石化	35	南京	2020.11.3 起停车，重启待定
华彬化纤	140	绍兴	负荷 9 成
逸盛（宁波）	200	宁波	1.24 起检修 2 周
逸盛（大连）	225	大连	1.12 起降至 5 成，1 月 16 日恢复正常
中石化洛阳	32.5	洛阳	负荷恢复至 7 成左右
天津石化	34	天津	2020.4.19 附近停车，重启时间待定
福建佳龙	60	石狮	2019.8.2 起停车，重启待定
汉邦石化	70	江阴	2020.5.10 起停车检修，重启待定
汉邦石化	220	江阴	1.7 起停车检修
蓬威石化	90	重庆	2020.3.10 附近停车
福建百宏	250	泉州	1.21 投料，1.23 出产品，目前负荷 8 成附近，另一半产能预计在 2 月初投产

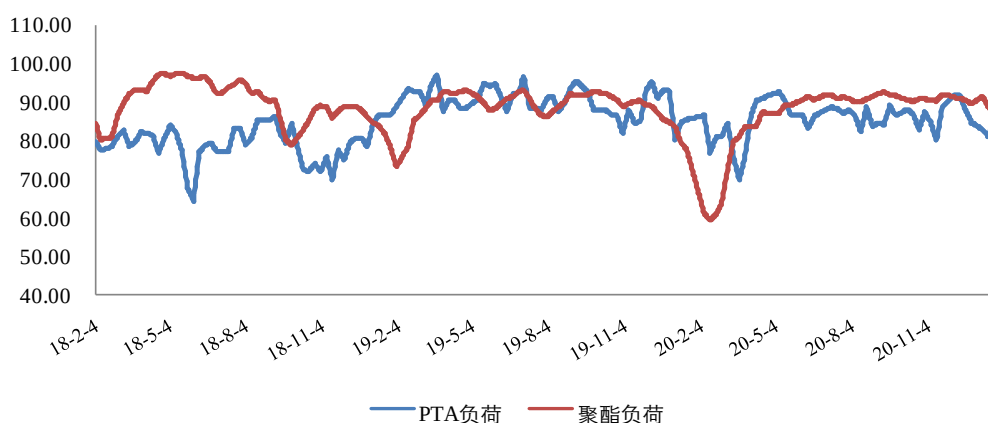
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 2：PTA 仓单（万吨）



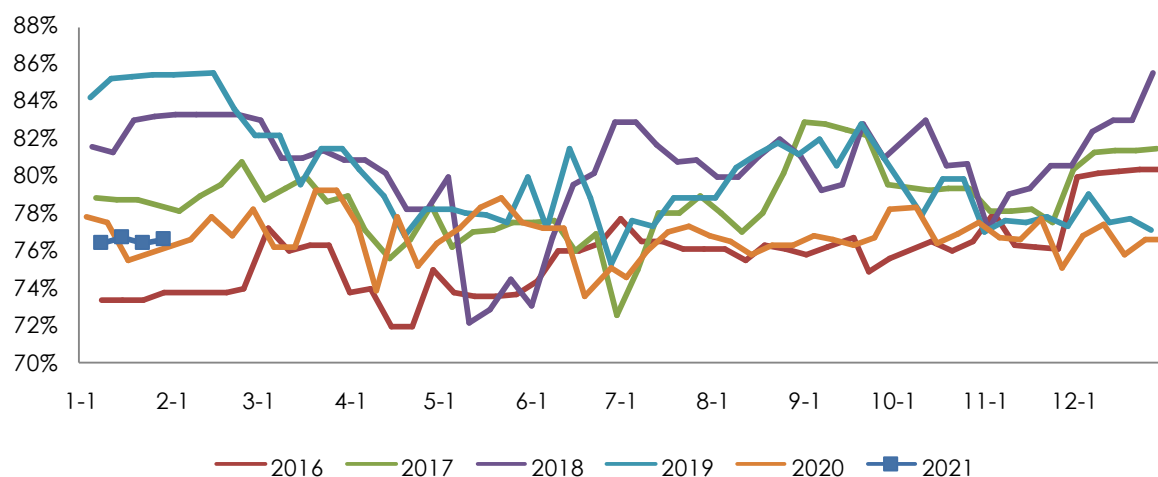
数据来源：郑商所，兴证期货研发部

图 3：PTA 和聚酯整体负荷（%）



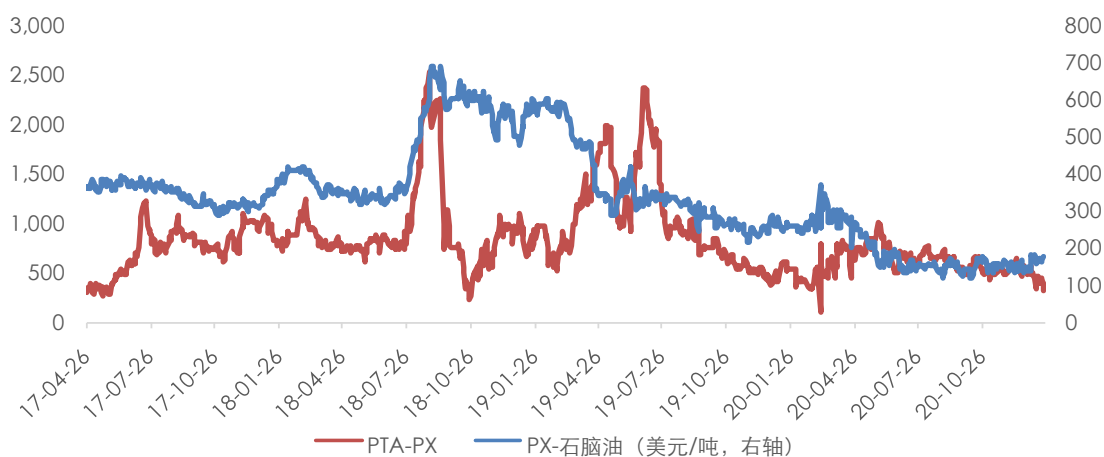
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 4: PX 负荷 (%)



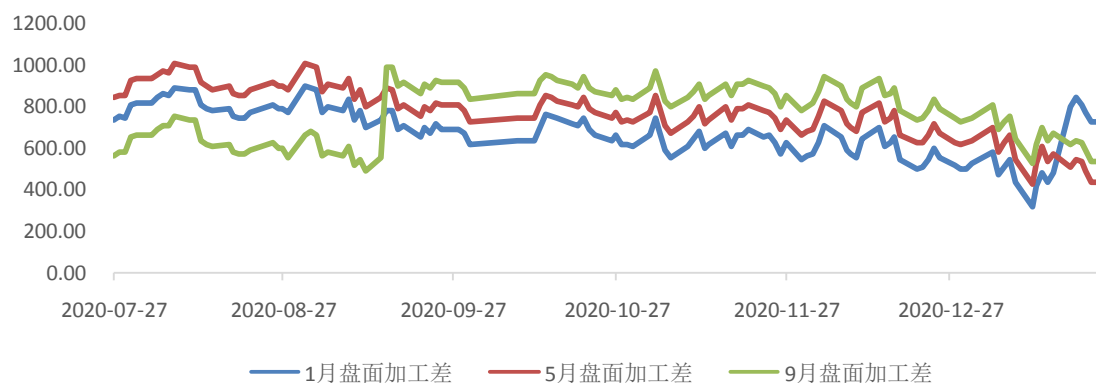
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 5: PX-石脑油 (美元/吨), PTA-PX (元/吨)



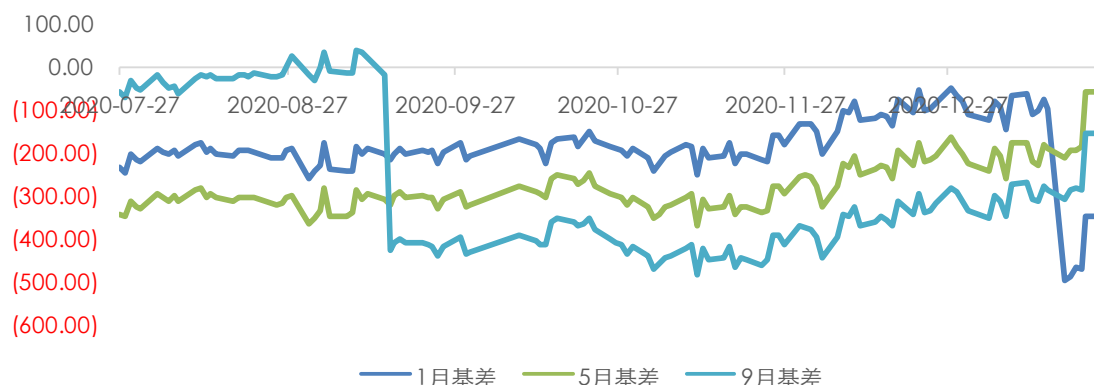
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: PTA 盘面加工差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: PTA 基差 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.MEG: 进口难增, 维持去库格局

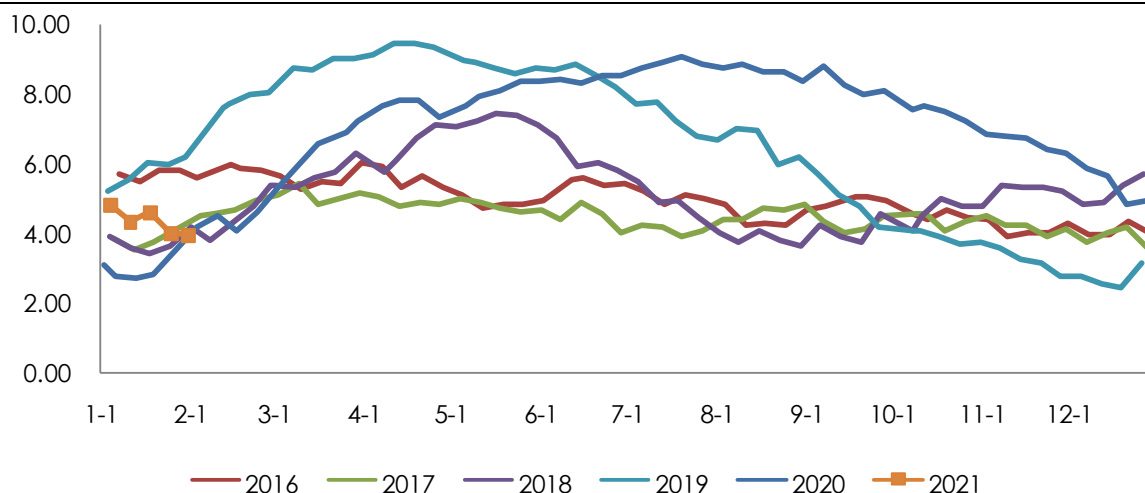
1 月, 国内 EG 负荷小幅上升, 主要是月下旬开始的河南永城、新杭能源等煤化工重启, 以及部分 EO/EG 装置的回切, 月均负荷在 62%附近, 煤制负荷在 51%上下。国内产量预估在 83 万吨, 环比略增 2 万吨。

而海外方面, 美国南亚两套装置仍在检修, 西北欧、美国较国内仍有溢价, 1 月到港量虽然短期有所回升, 但增速仍然较慢, 预估 1 月进口在 55 万吨上下, 环比基本持平。1 月国内 EG 供应核算在 138 万吨附近。结合需求估算, 1 月 EG 去库 30 万吨左右。

2 月, 国内供应方面, 一月下煤制重启, 叠加部分装置回切至 EG, 且 2 月暂无装置检修预报, 存量装置负荷上升。新装置方面, 陕煤渭化 30 万吨 EG 计划 2 月中出产品, 带来新产量增量。因此预估 2 月负荷小幅上抬至 65%。预计 2 月国内产量在 78 万吨上下。

进口方面, 1 月底, 沙特 yansab 和 sharq2 提前检修, 伊朗 farsa、morvarid 检修, 外围装置再度缩量, 预计 2 月 EG 进口仍难放量, 暂估进口在 50-55 万吨上下。2 月供应量预估在 128-133 万吨上下。结合聚酯产量估计, 预计 2 月 EG 去库 20 万吨上下。

图 8: MEG 港口库存可用天数



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

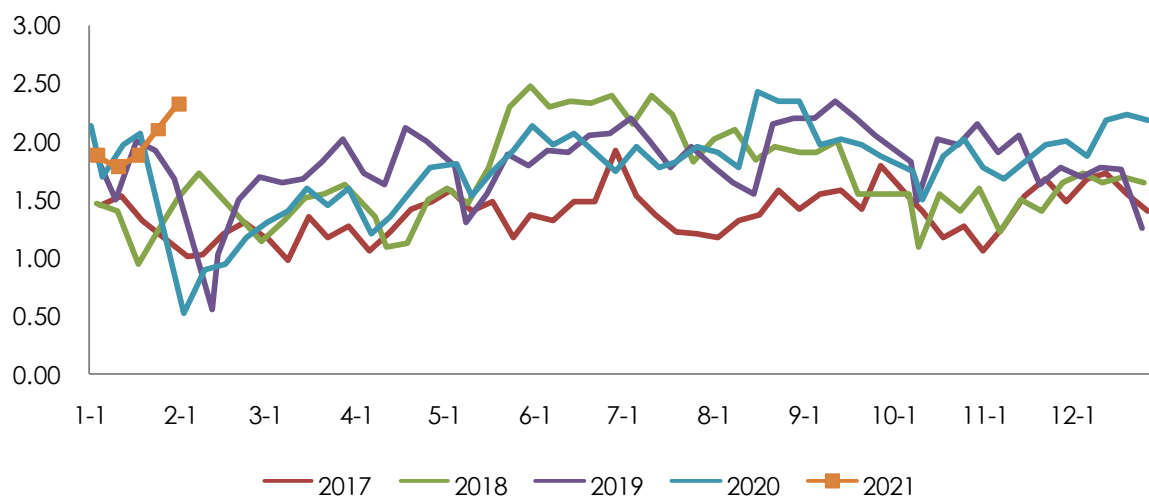
表 2: EG 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
扬子巴斯夫	34	南京	6 成附近运行, 2 月将提升至 7 成附近
扬子石化	30	南京	正常运行, 计划 3.25 检修一个月
上海石化	23	上海	低负荷运行, 生产环氧为主
上海石化	38	上海	低负荷运行, 生产环氧为主
北京燕山石化	8	北京	开工 6 成附近
天津石化	10	天津	10 月初停车, 已停车, 重启待定
茂名石化	12	广东	5-6 成运行, 检修计划推迟至 2021 年
镇海石化	65	宁波	5-6 成运行, 计划 3 月检修 7 天
中石化武汉	28	武汉	2 成运行, 主要生产 EO
天津石化/sabic	42	天津	9 成偏上运行
福炼	40	福建	满负荷运行中
中科炼化	50	广东	8 成附近运行
抚顺石油化工公司	4	辽宁	开工 5 成
吉林石油化工公司	16	吉林	生产 EO
辽阳石油化工公司	20	辽阳	生产 EO
新疆独山子石油	5	新疆	2 月初重启推迟, 开车待定
成都石油化工公司	36	成都	4 成运行
辽宁北方化学	20	辽宁	3-4 成运行
富德能源	50	宁波	于 1.18 附近停车, 已重启
三江	15	嘉兴	低负荷运行中, 转产 EO
远东联	50	扬州	7 成附近运行
中海壳牌二期	40	惠州	负荷恢复, 装置运行良好
斯尔邦	4	江苏	5 成运行
恒力	90+90	大连	9 成偏上运行
浙石化	75	舟山	7-8 成运行, 近日将提升至满负荷
中化泉州	50	福建	EO 回切, EG 高负荷运行中
通辽金煤	30	内蒙古	1.19 停车, 计划检修 1 周
河南煤业(濮阳)	20	河南	2020.12.20 停车, 计划 1 月下重启
河南煤业(安阳)	20	河南	2020.3.3 停车检修, 重启待定
河南煤业(新乡)	20	河南	2019.12 月底停车检修, 重启待定
河南煤业(永城)	20	河南	2020.10.17 停车检修, 2021.1.28 重启
河南煤业(永城)二期	20	河南	5 成负荷
河南煤业(洛阳)	20	河南	2020.3.9 停车检修, 重启待定
华鲁恒升	5	山东	6 成负荷
华鲁恒升	50	山东	6 成负荷
新疆天业一期	5	新疆	正常运行
新疆天业二期	30	新疆	停车检修, 重启待定
新疆天业三期	60	新疆	6-7 成负荷

湖北化肥	20	湖北	2020.2 月底停车检修，重启待定
新杭能源	30	内蒙古	负荷提升
阳煤深州	22	河北	2020.5.1 停车检修，重启待定
阳煤寿阳	20	山西	正常运行
阳煤平定	20	山西	2020.3.28 停车检修，重启待定
利华益	20	山东	正常运行
易高煤化工	12	内蒙古	9 成负荷
黔希煤化工	30	贵州	降负荷运行
红四方	30	安徽	正常运行
新疆天盈	15	新疆	正常运行
内蒙古兖矿	40	内蒙古	正常运行
山西沃能	30	山西	负荷提升
南亚 2#	36	台湾	已于 2020.8.27 停车检修，农历节后评估开车情况
乐天大山 1#	30	韩国	停车中，重启计划推迟至 12 月
yansab	91	沙特	计划 2.1 附近停车检修 3 周
Sharq2	45	沙特	停车检修，预计检修一个月附近
Farsa	40	伊朗	于 1.23 附近停车检修，预计检修时长在 45 天附近
Morvarid	50	伊朗	已于 1 月初停车检修，预计检修时长在 1 个月附近
马来西亚石油	75	马来西亚	重启计划预计推迟至 21 年一季度
南亚	36	美国	近期停车检修，预计持续至 2021 年 7 月底
南亚	82.8	美国	停车中，重启计划推迟至 2 月上旬
三菱	28	日本	正常运行，7 成附近负荷

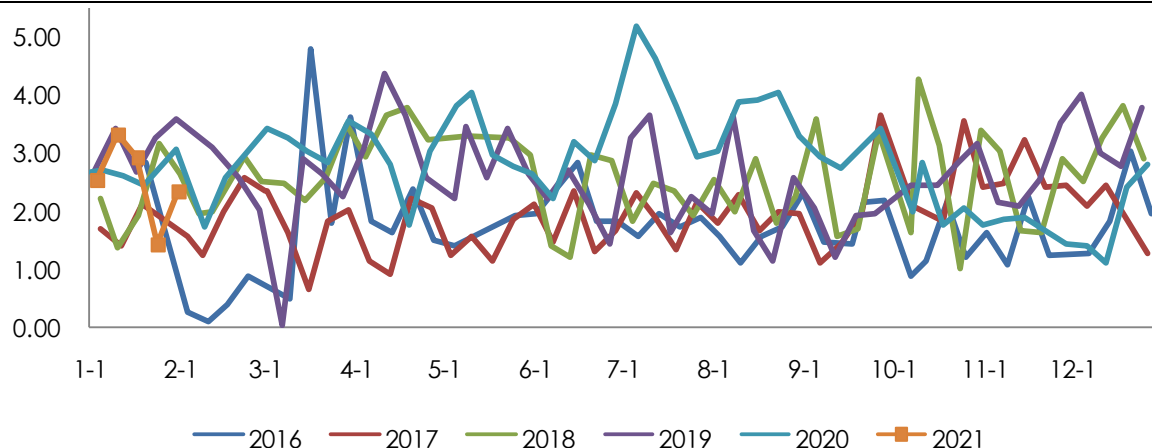
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 9：MEG 港口发货情况（万吨）



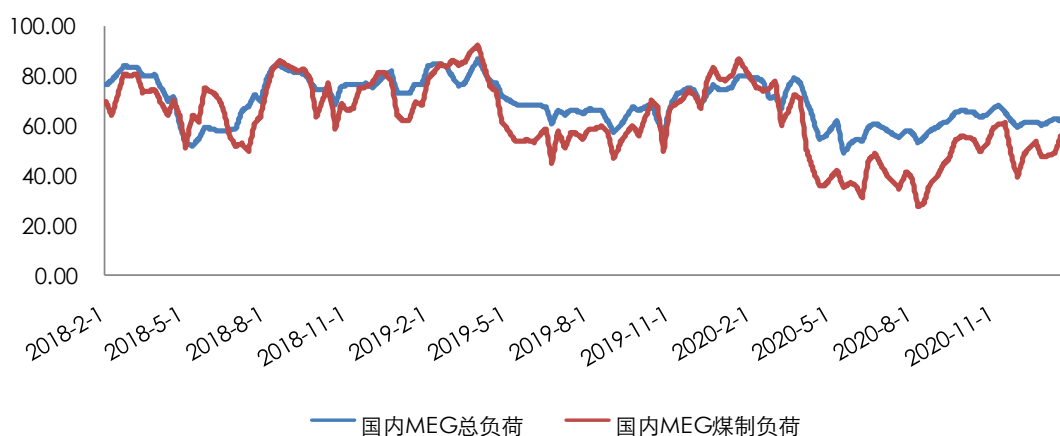
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 10: MEG 日均到港预报 (万吨)



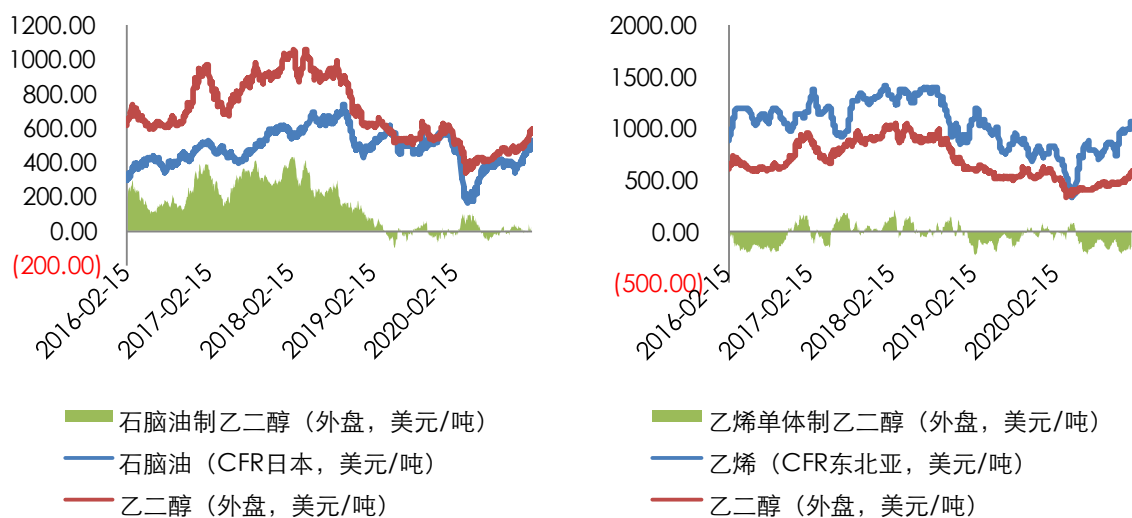
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

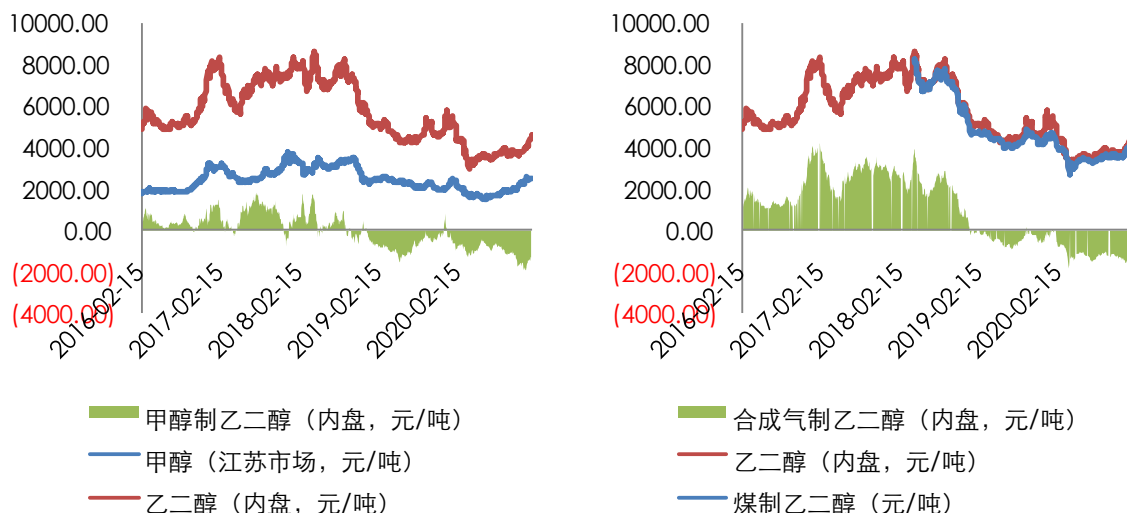
图 11: 国内乙二醇整体负荷和煤制乙二醇负荷 (%)



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

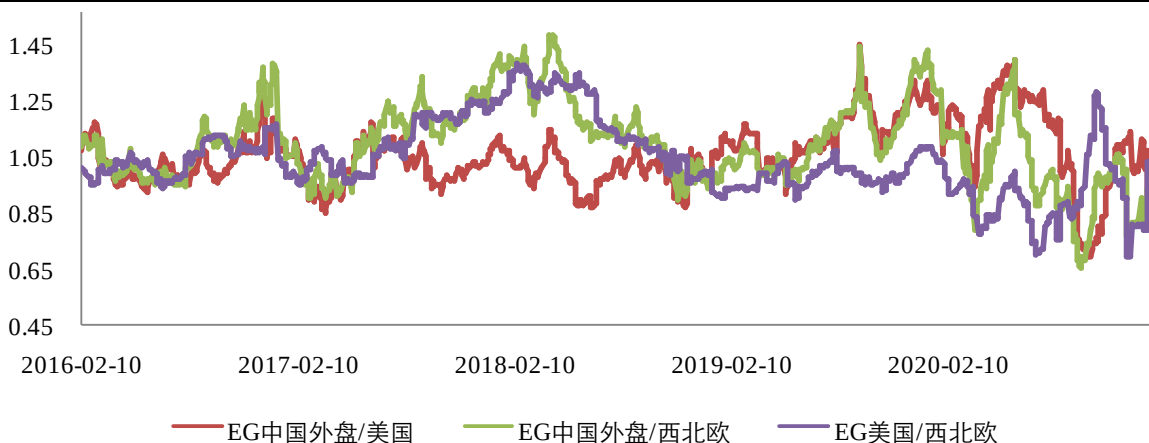
图 12: 乙二醇各路线毛利





数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13：EG 各地区比价



数据来源：Wind，兴证期货研发部

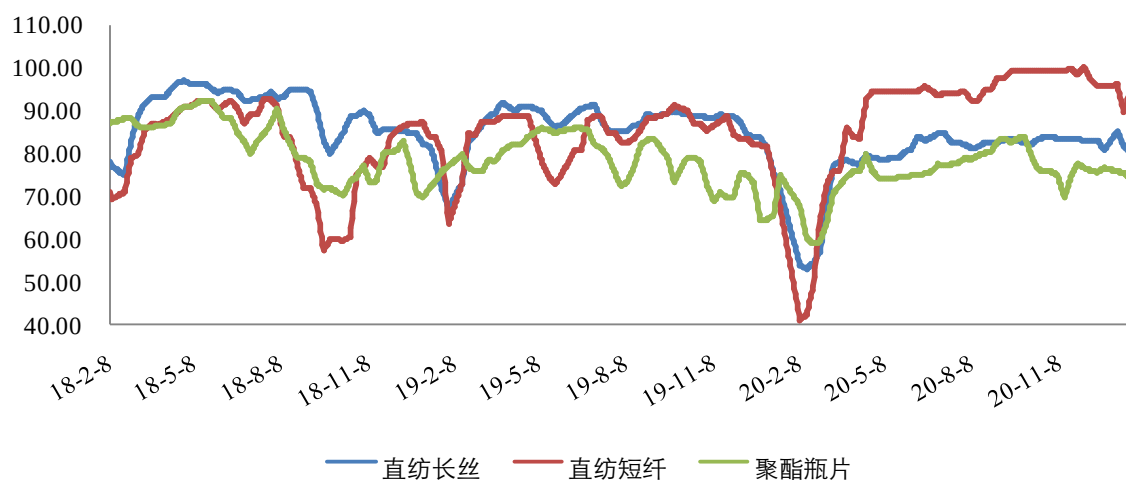
3. 聚酯：负荷季节性下降明显，但同比偏高

1 月，聚酯环节相对平淡，终端逐步进入工人回家、全面停工的放假状态，长丝及短纤的刚需出现放缓，总体产销呈现先强后弱，仅在月初原油大幅上涨时出现过集中采购，随后在年后订单不明的情况下，持续维持低迷。对聚酯工厂而言，长丝及短纤自 10 月集中去库后，工厂产品库存一直维持低位，虽然现金流有所波动，但对聚酯工厂开工积极性影响有限。1 月仍实现约 463 万吨的产量。

2 月来看，终端已基本进入全面放假状态，年后基本要到 2 月底，终端负荷才会回升至高位。目前国内疫情虽有零星爆发，但总体可控，预计年后负荷恢复至少保持往年平均水平。至于海外补库部分，则仍要看海外疫情的反复情况，目前暂无明确的坯布订单放量迹象。

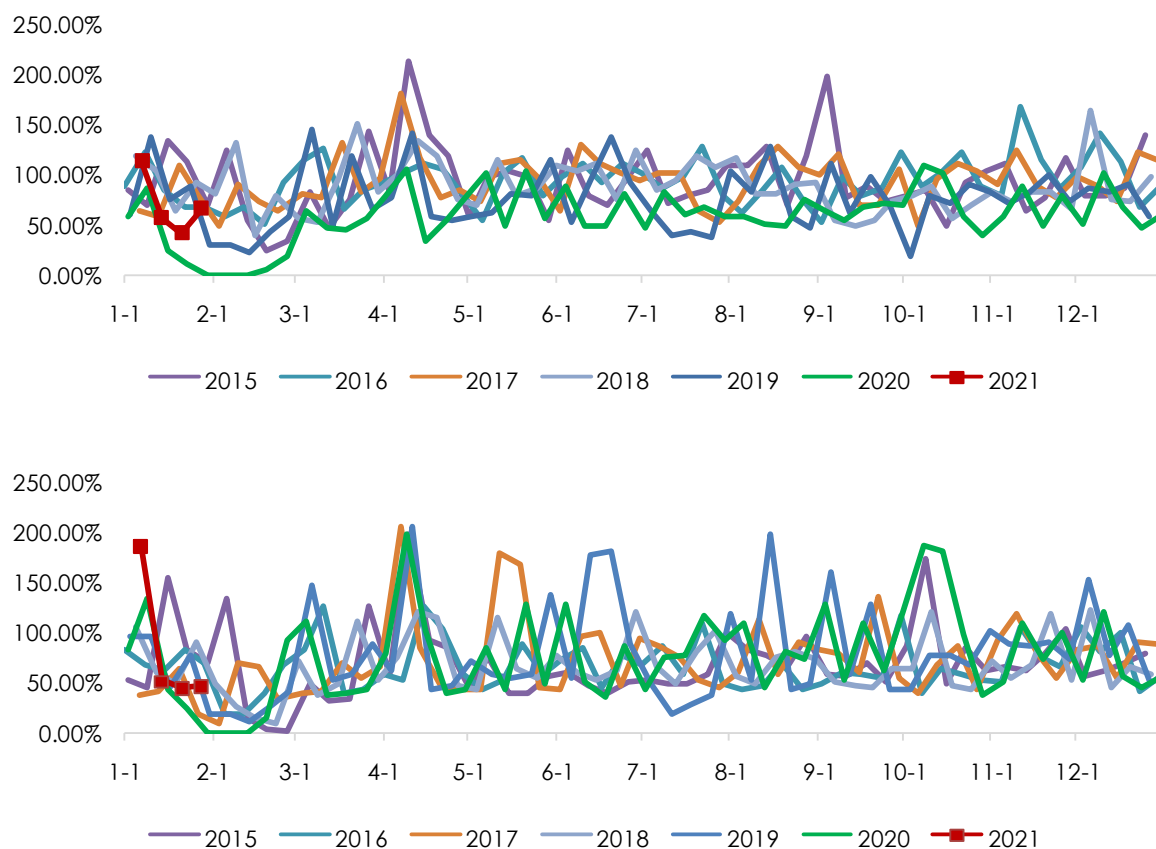
而聚酯方面，2 月同样预计至少不弱，聚酯产品本身库存中位偏低，在终端刚需稳定的预期下，长丝、短纤不至于出现高库存难销的情况，对应负荷回升情况仍可以有一定乐观预期。综合估算，2 月聚酯产量预计在 395 万吨上下。

图 14：长丝、涤短、瓶片负荷（%）



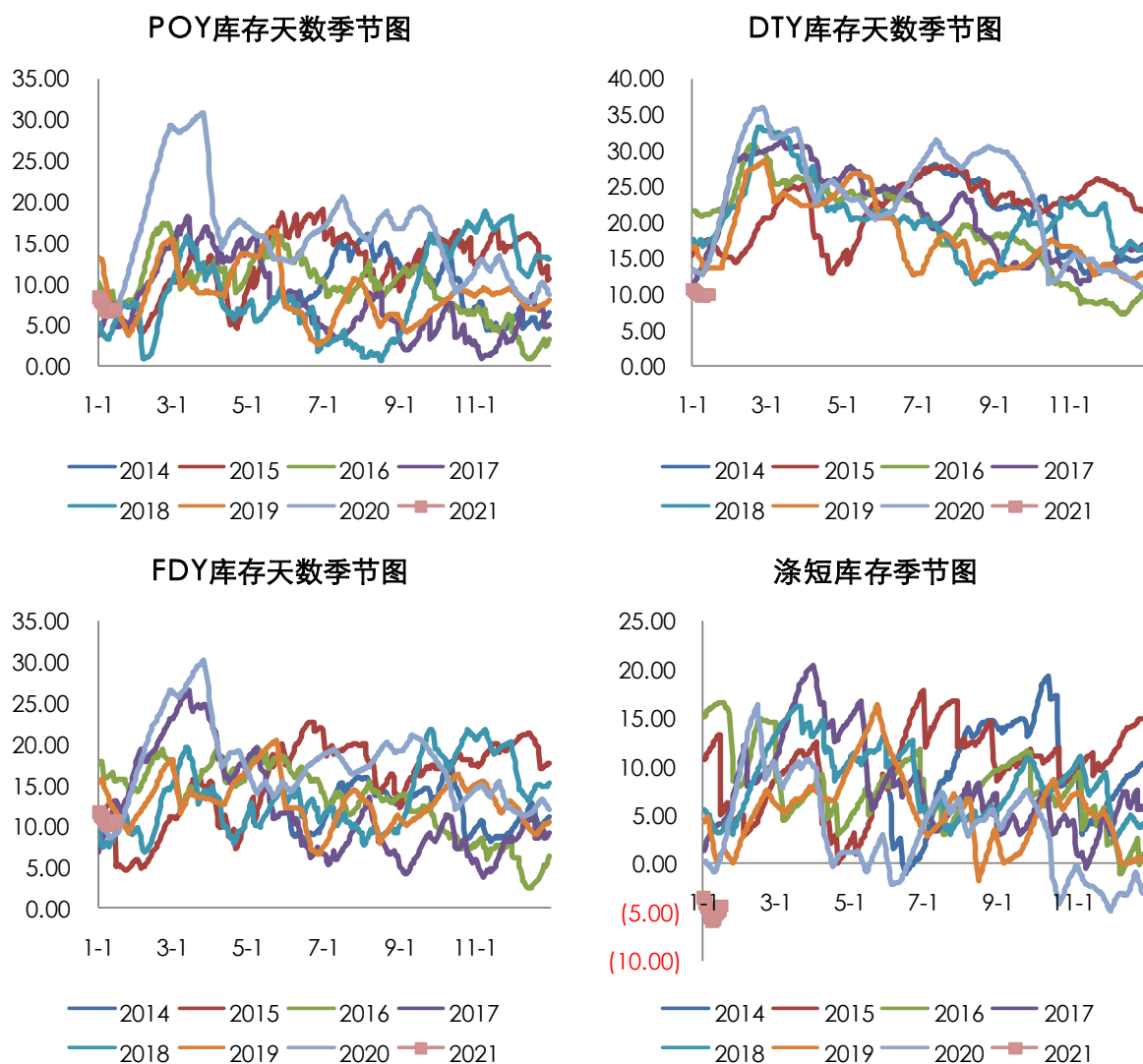
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 15：涤丝（上）和涤短（下）月均产销（%）



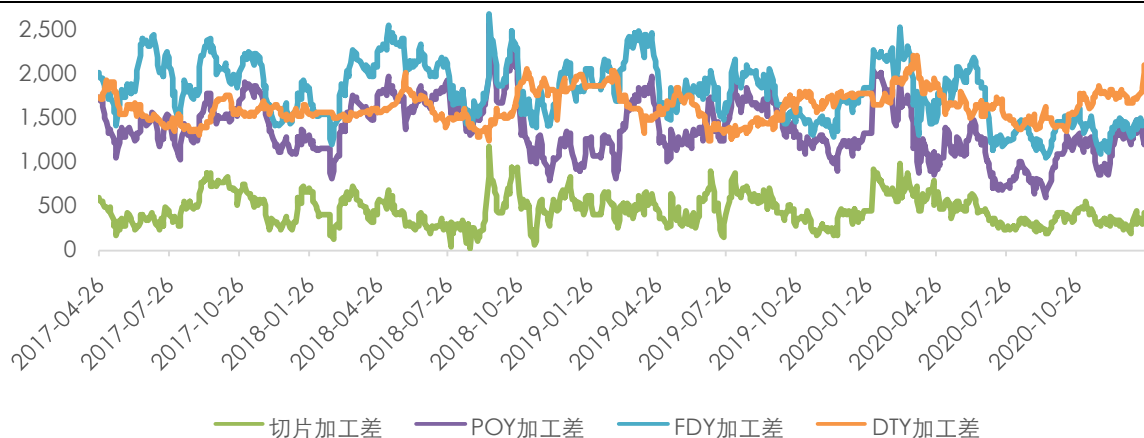
数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图 16：长丝及短纤库存天数



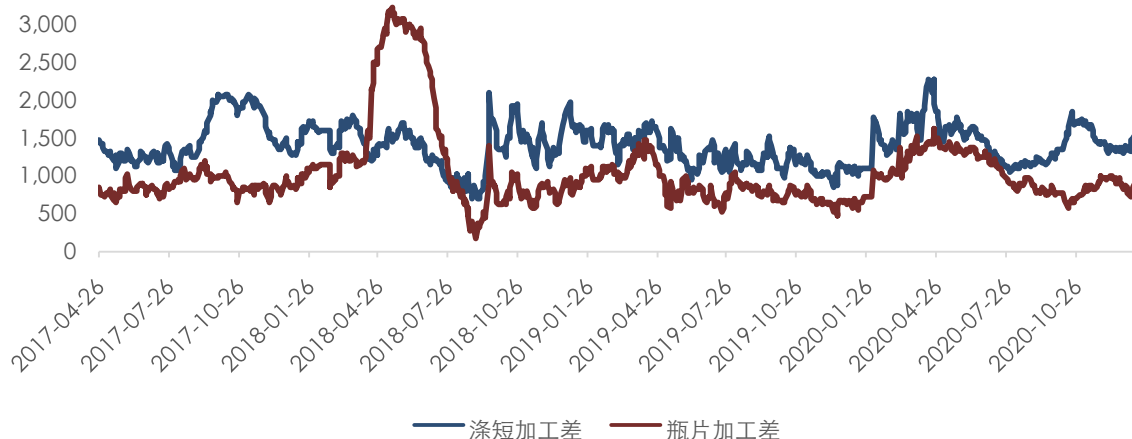
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 17：切片、POY、FDY、DTY 加工差（元/吨）



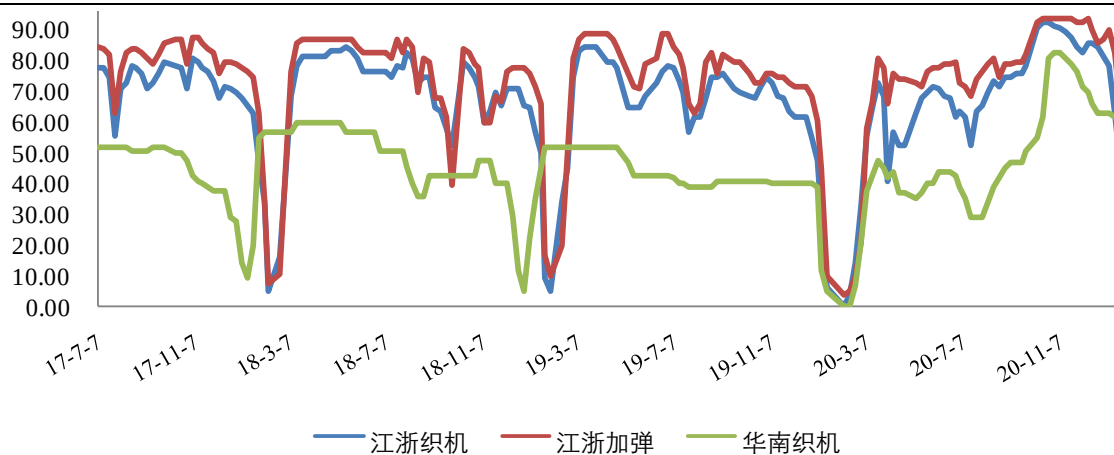
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：瓶片、涤短加工差（元/吨）



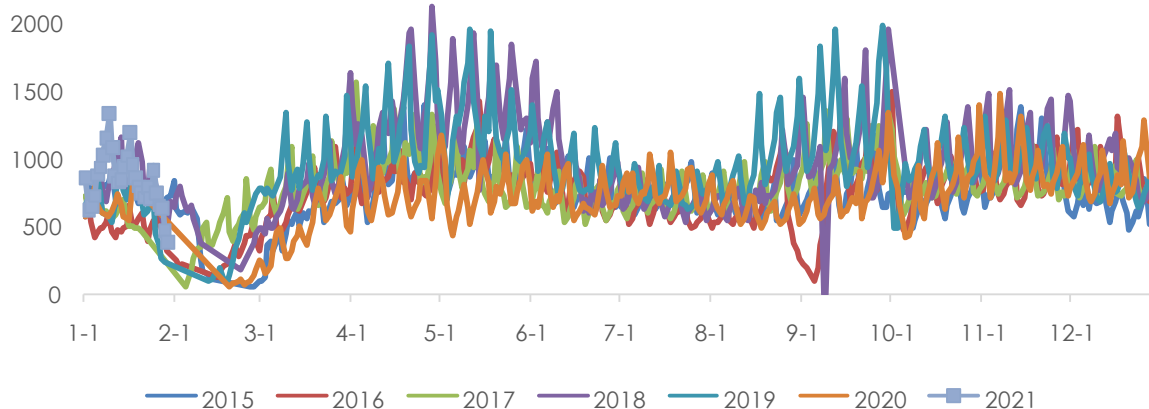
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19：终端负荷（%）



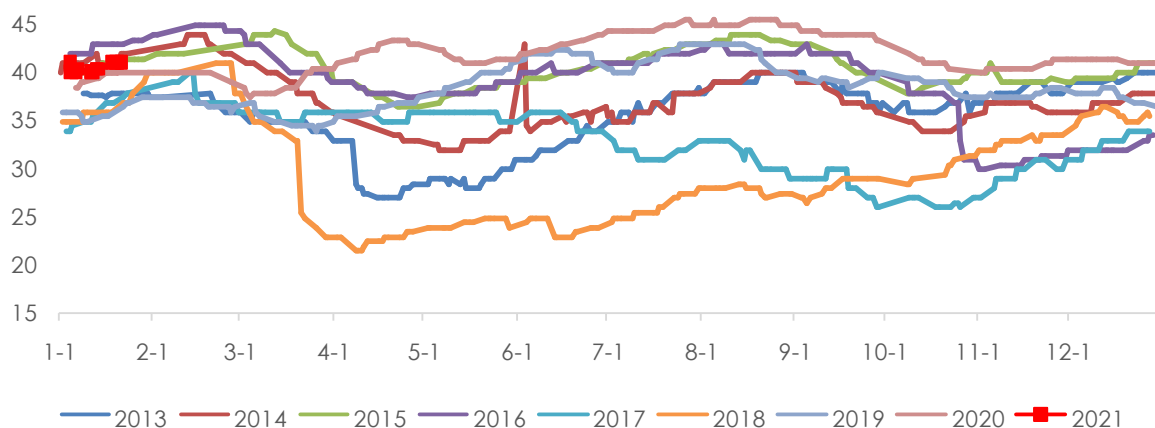
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 20：轻纺城成交量（万米）



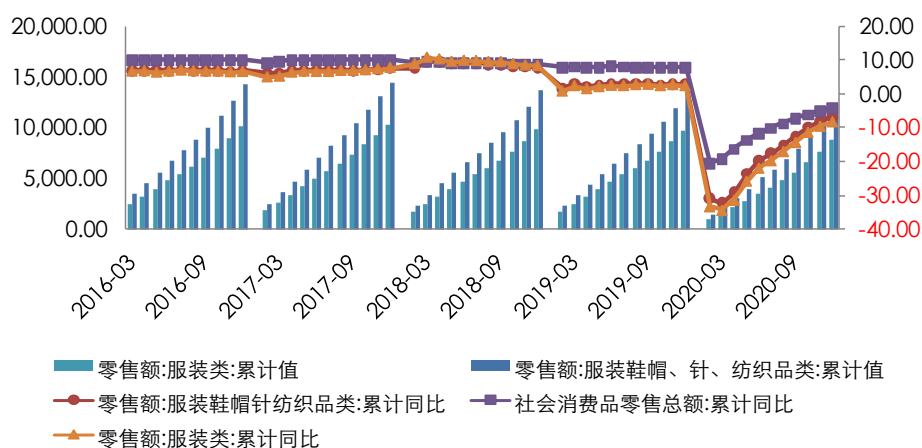
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：盛泽地区坯布库存天数



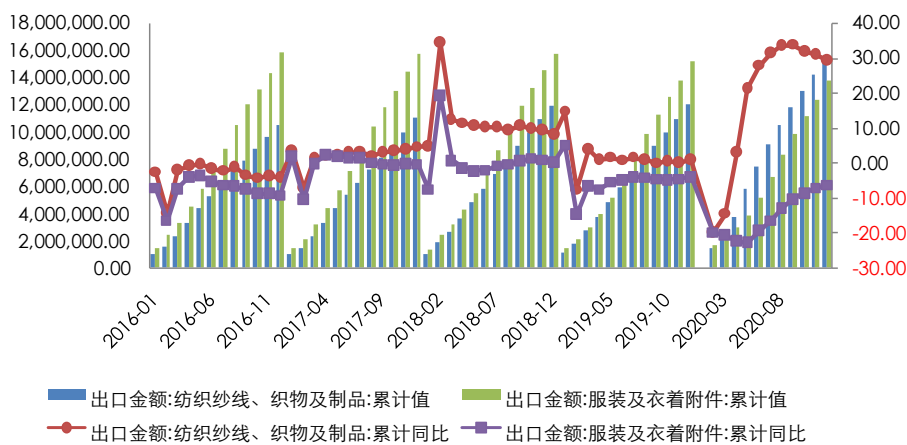
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 22：国内纺服消费



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：纺服出口



数据来源：Wind，兴证期货研发部

需求放缓，油脂震荡筑顶

2021 年 2 月 1 日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

1 月豆油出现冲高回落行情；国内新冠疫情影响加大，餐饮行业活动放缓，加之春节备货基本结束，油脂的需求下滑。全球疫情二次爆发，各地经济活动受到一定影响。国内油厂开工率受环保影响出现下滑，豆粕和豆油的供应下滑。中国进口美豆数量大幅增加，对美豆消费利好。南美大豆主产区出现大量降雨，给作物生长带来利好，市场对未来减产的担忧有所缓解。棕榈油产量偏低，受疫情及劳动力短缺影响较大啊，需求尚可，马来和印尼政府正积极应对，给棕榈油价格带来支撑。国内进口棕榈油库存反弹，未来会增加棕榈油进口数量。

● 后市展望及策略建议

进入 2 月以后，豆油消费需求进入淡季，对油脂价格利空。国内疫情影响加剧，对植物油需求利空。拉尼娜气候对未来南美产量利空，目前巴西和阿根廷大豆主产区降雨有利于作物生长，但后期产量仍存在不确定，对大豆油脂价格长期利多。国内豆油需求逐步下滑，不利于价格走高。东南亚棕榈油需求增加，但生物柴油掺混比率提高进程放缓对需求有一定负面影响。综合来看，油脂价格可能维持高位震荡，建议暂时观望。

1.油脂基本面

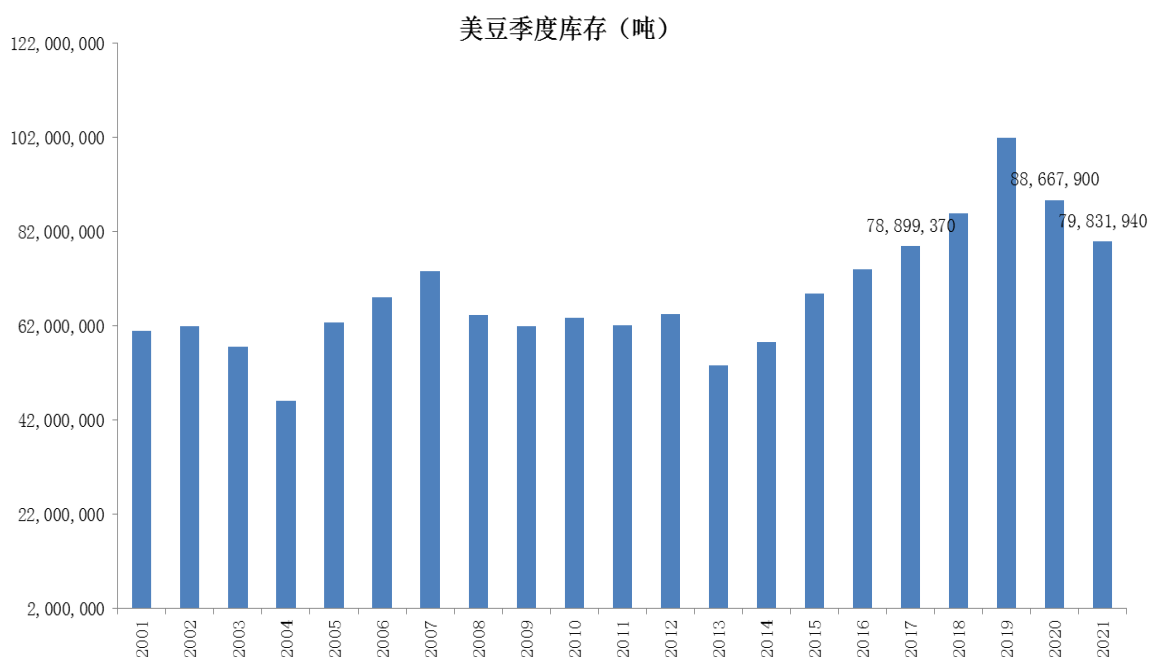
1.1 豆油

1.1.1 农业部报告利多

美国农业部 1 月报告显示，美国农业部 1 月报告显示，美新豆播种面积 8310 万英亩（上月 8310 万英亩、上年 7610 万英亩），收割面积 8230 万英亩（上月 8230 万英亩、上年 7500 万英亩），单产 50.2 蒲（预期 50.5 蒲，上月 50.7 蒲、上年 47.4 蒲），产量 41.35 亿蒲（上月 41.70 亿蒲、上年 35.52 亿蒲），出口 22.30 亿蒲（上月 22.00 亿蒲、上年 16.76 亿蒲），压榨 22.00 亿蒲（上月 21.95 亿蒲、上年 21.65 亿蒲），期末库存 1.40 亿蒲（预期 1.39 亿蒲，上月 1.75 亿蒲、上年 5.75 亿蒲）。伴随美新豆产量调低的同时，国内压榨及出口预估双双调高，导致期末结转库存如期下降，报告对大豆市场影响偏多。

美国农业公布季度库存报告显示，截止 2020 年 12 月 1 日美国大豆库存为 7983 万吨，比 2019 年 12 月 1 日的 8867 万吨足足下降了 884 万吨。从历史库存看，库存处于历史的中高水平。中美贸易争端有所缓和，中国进口美豆数量大幅增加，美国大豆库存的压力大幅下降。

图 1：美国大豆季度库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、USDA

1.1.2 美豆出口较好

根据美国农业部的报告，自 2020 年 8 月以来，中国进口商增加了美国大豆的进口数量，这有利于美国大豆库存的下滑，对价格利多。近期，南美大豆出口数量大幅下滑，中国以进口美豆为主，使得美豆需求仍旧旺盛。

图 2：美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.3 进口高位对价格有压力

图 3：1 月大豆进口预估（万吨）

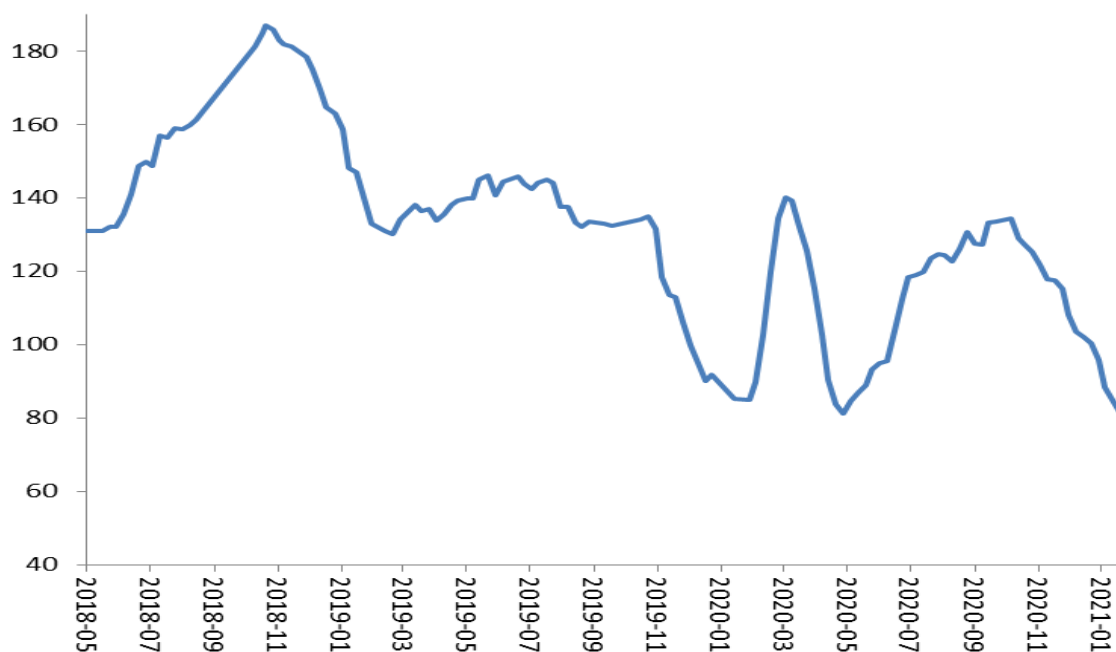
2021年1月	进口量	船数
东北地区	91.5	14
华北地区	119.9	18
山东地区	155.5	23.5
华东地区	267.9	41
福建地区	19.8	3
广东地区	95.4	14.5
广西地区	65.6	10
全国总计	815.6	124

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，目前养殖存栏维持高位，对豆粕需求较好，但随着春节前出栏，存栏下滑，对豆粕的需求将走低。国内油厂大豆进口数量维持高位，开工率维持下滑。中美贸易关系不断反复，但总体来看进口美国大豆仍处于偏高位置。港口大豆库存增加。豆油的需求维持旺盛，库存为 82 万吨。由预报看，我国 1 月大豆进口数量维持偏高水平，进口订单维持高位。

1.1.4 豆油库存震荡下滑

图 4：豆油商业库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

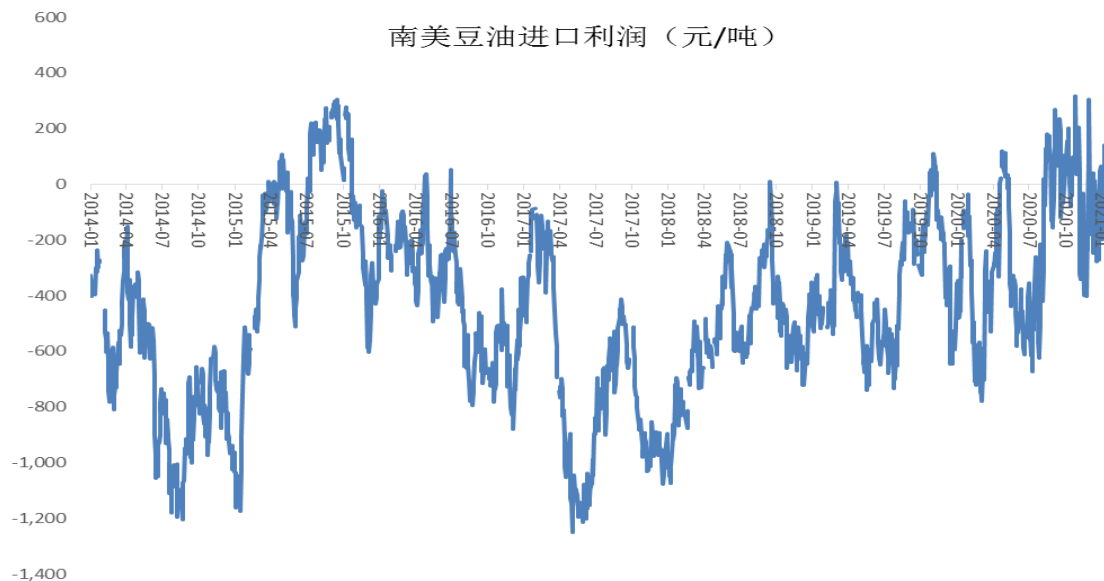
国内豆油的商业库存震荡下滑，豆油供应下滑，需求逐步转弱，后期库存可能维持偏低水平震荡。

1.1.5 内外盘价走强，进口盈利

从进出口情况看，由于国内豆油价格上涨幅度高于外盘，每吨豆油的进口盈利 320 元；国内和外盘豆油的价差维持偏高水平。

从国际情况看，豆油工业需求用途下降，对价格仍有一定压力。目前来看，短期全球油脂供求略显过剩，但预期随着减产的到来供求逐步转向紧平衡。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

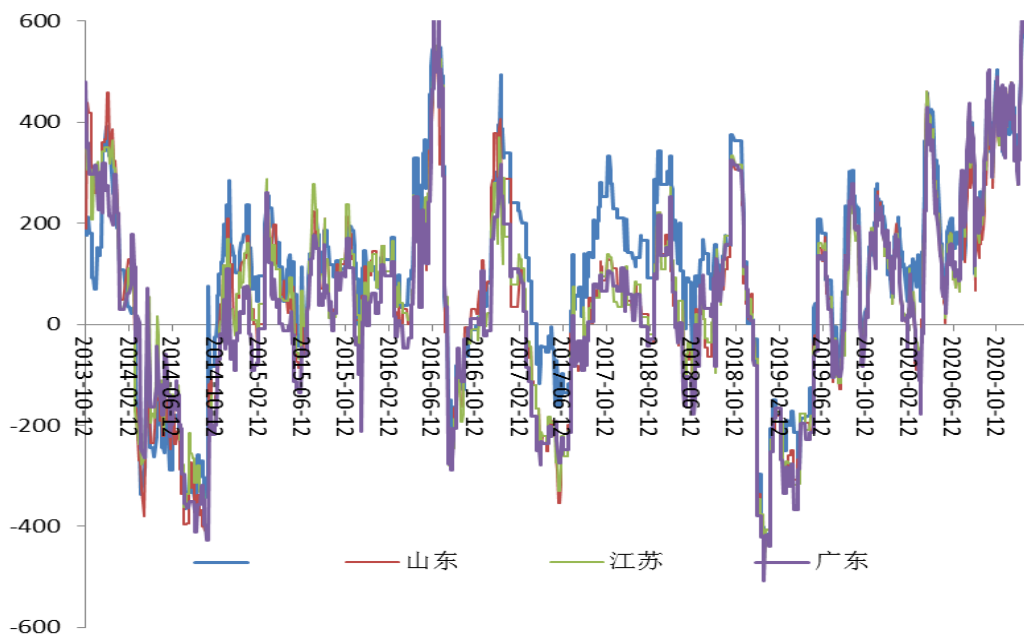


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润维持高位

从整个进口大豆的压榨产业链来看，由于进口大豆大幅增加，油厂大豆库存反弹，开工率维持高位，豆粕价格维持高位。油厂的压榨利润维持高位。2020 年 1 月份，大豆供应量维持宽松，压榨利润维持高位水平。

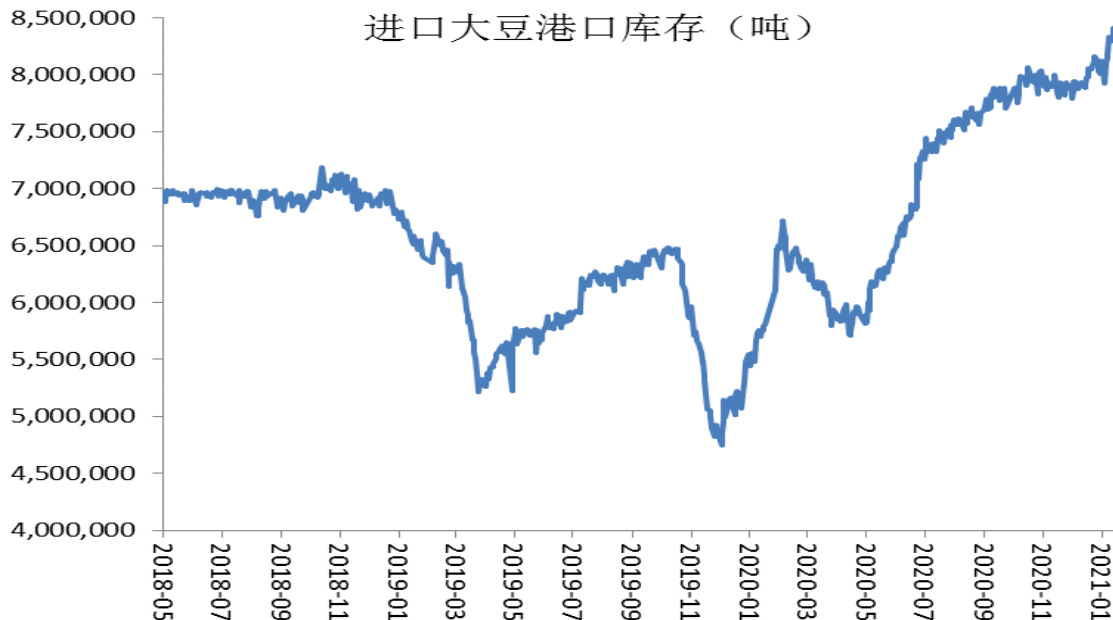
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、Wind

下游消费情况看，目前豆粕短期季节性转弱。由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏不高，后期对豆粕的需求增幅不大。从大豆供给的角度来看，12月进口大豆量同比大幅萎缩。目前，进口大豆库存为838万吨，出现小幅下滑。

图 7：大豆结转库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，2月国内疫情比较严重，国际疫情蔓延对豆油需求不利。中国进口美豆数量增加，对美豆需求利好，对价格利多。国内油厂开机率维持小幅下滑，导致豆粕、豆油供应减少。南美大豆减产炒作以及美豆需求增加对豆类油脂价格利多；预期豆油价格维持高位震荡。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量下滑预期库存减少

每年的10月到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。供应的增加一般会导致供求关系转向偏紧的局面，由于全球气候可能转入中性天气，长期来看棕榈油的月度产量数据未来存在减少的可能，对价格利多。需求方面，随着能源政策的实施，棕榈油的生物柴油需求增幅将增加。从马来西亚公布的产量数据来看，2020年12月，马来西亚棕榈油产量同比出现大幅下降，出口大幅增加，期末库存大幅下降但低于预期，对棕榈油利空。从1月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能小幅下降、出口需求大减，棕榈油的库存大概率维持低位。

需求方面，随着原油价格反弹，棕榈油需求有增加。出口数据方面，12月棕榈油出口量出现大幅反弹，主要因为市场在马来西亚政府提高出口关税前超前购买刺激；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油短期需求尚可。

图 8：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
2019/12	1,333,904	2,007,124	1,396,157	-26.2%	-37.6%
2020/01	1,165,860	1,755,480	1,213,519	-32.9%	-41.5%
2020/02	1,288,515	1,681,599	1,082,345	-16.6%	-44.8%
2020/03	1,397,313	1,728,581	1,181,422	-16.4%	-40.8%
2020/04	1,652,771	2,045,377	1,236,438	0.2%	-25.1%
2020/05	1,651,328	2,034,480	1,368,619	-1.2%	-16.9%
2020/06	1,885,742	1,901,021	1,709,752	24.2%	-21.6%
2020/07	1,807,748	1,698,036	1,782,276	4.0%	-29.0%
2020/08	1,862,962	1,699,106	1,581,612	2.3%	-24.5%
2020/09	1,869,339	1,725,120	1,612,169	1.5%	-29.5%
2020/10	1,724,420	1,573,450	1,673,998	-4.0%	-33.0%
2020/11	1,491,551	1,564,505	1,303,318	-3.0%	-30.7%
2020/12	1,333,637	1,264,881	1,624,692	0.0%	-37.0%

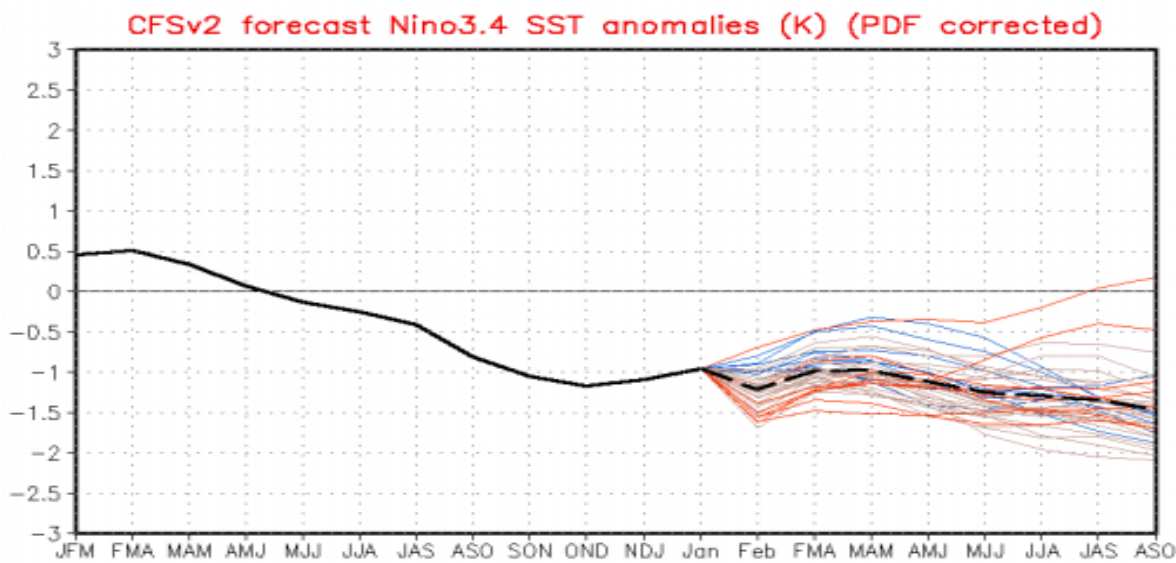
数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布 12 月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚 12 月棕榈油的产量为 133.4 万吨，低于 11 月的 149.1 万吨，同比持平，产量低于市场预期。3 月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现增加。马来西亚棕榈油 12 月的出口数据为 162.4 万吨，较 11 月的 130.3 万吨大幅增加。东南亚地区棕榈油价格处于高位，出口数量较好。马来西亚 12 月棕榈油的期末库存为 126.5 万吨，高于市场预期，较 11 月的库存 156.45 万吨出现下滑。

由于马来西亚新冠病毒影响较严重，印尼和马来劳动力缺乏，影响棕榈油生产和供应。

1.2.2 气候短期利多中长期利空

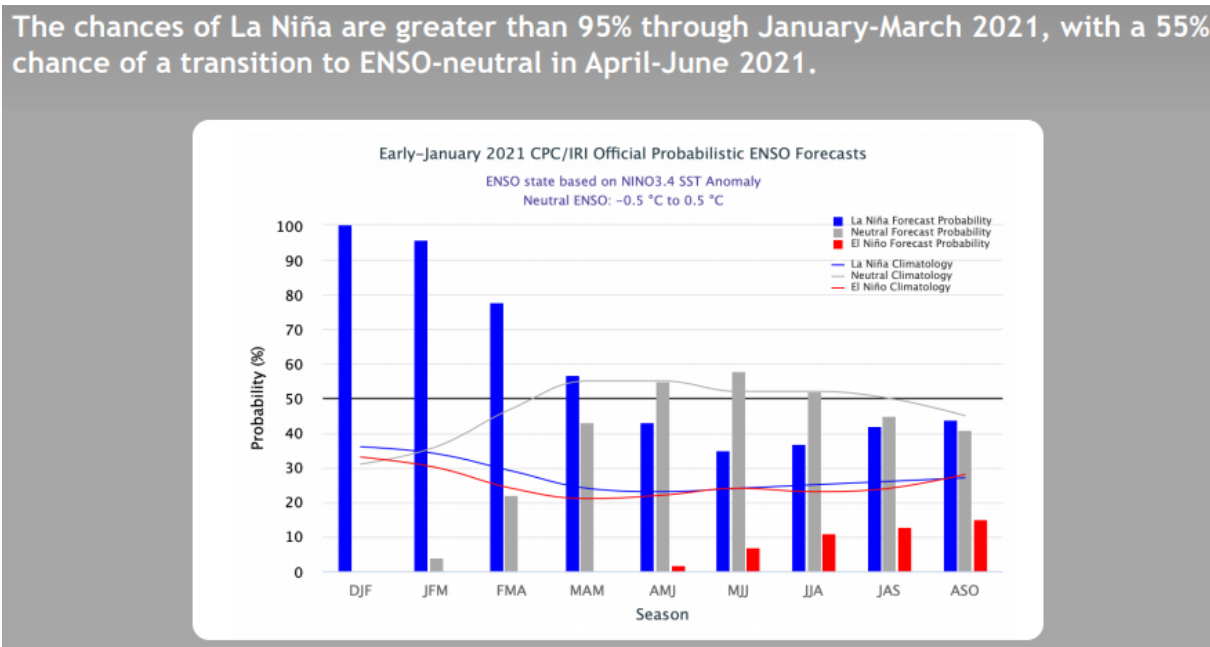
图 9：天气预测模型



数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测，全球进入拉尼娜气候，短期东南亚降雨增加不利于收割但中长期有利于产量提高。

图 10：天气预测模型



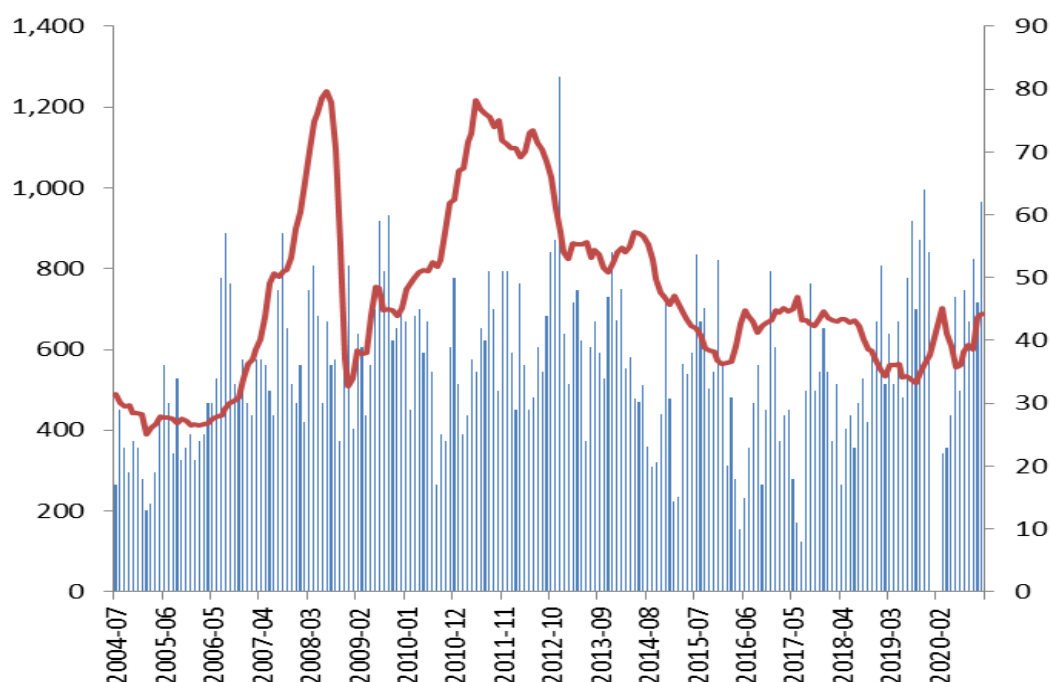
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入拉尼娜气候，并持续到 2021 年 5 月。马来西亚和印度尼西亚降雨量增加，未来棕榈油的产量维持高位。

1.2.3 棕榈油进口数量下降

如下图所示为我国棕榈油进口月度数据。我国棕榈油进口量从 2018 年年末开始维持走高，2020 年 12 月进口 62 万吨，进口量较去年同期的 54 万吨下降 8 万吨。

图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

棕榈油现货 7200 元/吨，进口成本为 7925 元/吨，进口亏损。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

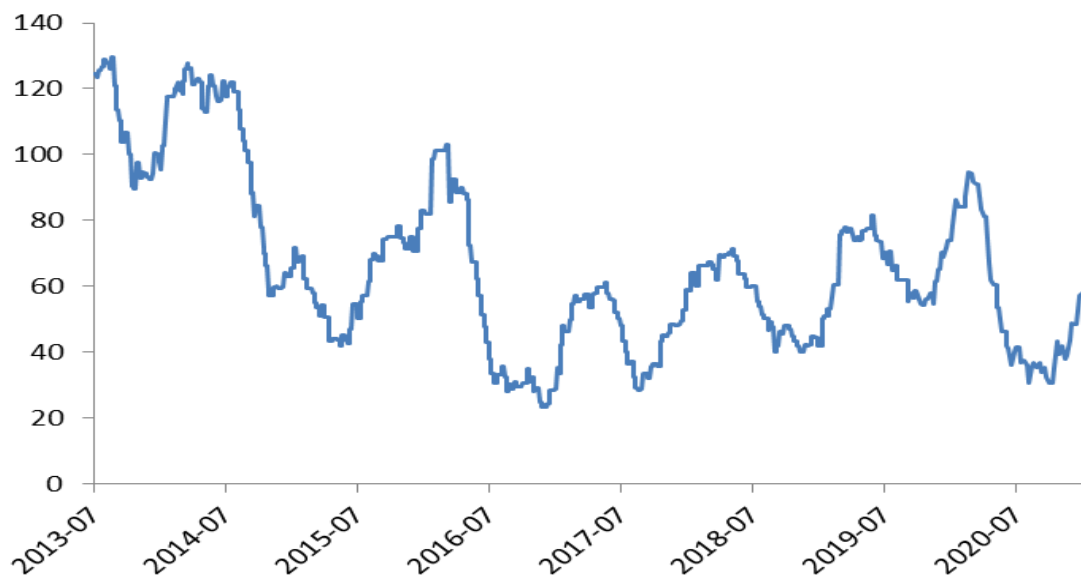
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价 (元/吨)	港口
24度棕榈油	2月	1000	-	24	1024	7925	(华南)
		1000	-	32	1032	7986	(华东)
		1000	-	36	1036	8017	(华北)
	3月	940	-	24	964	7465	(华南)
		940	-	32	972	7527	(华东)
		940	-	36	976	7557	(华北)
	4/5/6月	865	-	24	889	6891	(华南)
		865	-	32	897	6952	(华东)
		865	-	36	901	6983	(华北)

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 需求转弱，库存增加

目前，国内棕榈油的商业库存 62 万吨，近期小幅走高，主要是因为棕榈油进口数量增加、需求放缓。

图 13：棕榈油库存走势

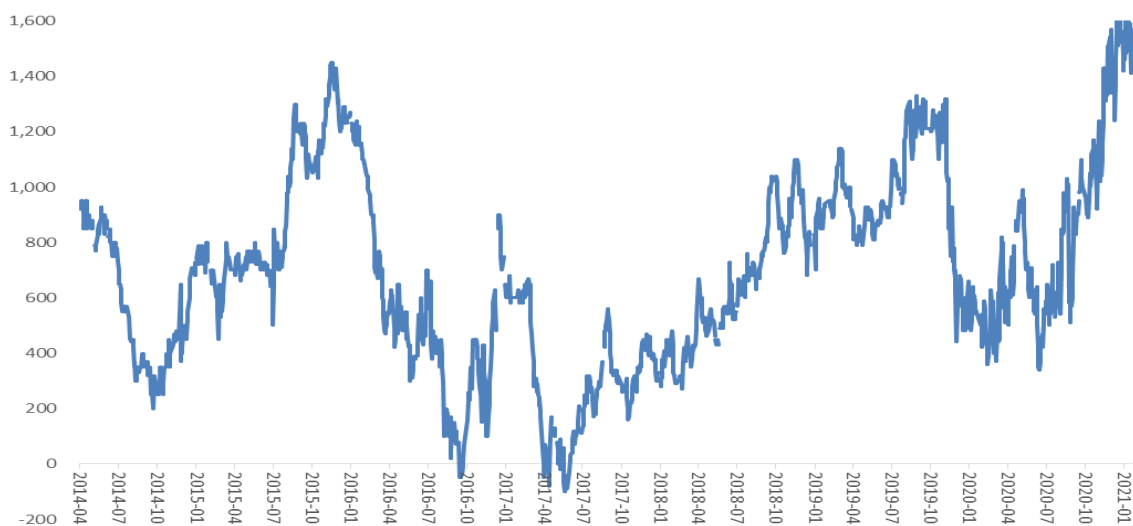


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差扩大

豆油和棕榈油的价差扩大至 15500 元/吨，主要因为美豆天气超过导致豆油价格偏强。

图 14：豆油棕榈油价差（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，东南亚地区降雨影响短期棕榈油产量；疫情导致东南亚地区劳动力短缺不利于棕榈油生产。棕榈油的需求反弹，但后期将会转弱。随着原油价格反弹，预期棕榈油用于生物

柴油的需求可能有所增加。国内方面，棕榈进口数量有所增加，需求季节性减少，库存维持反弹，棕榈油价格可能维持高位震荡。

2. 技术分析及操作策略

2.1 豆油

1 月豆油价格冲高回落。国内疫情严重，国际疫情再度发酵，整体对市场利空。美豆出口较好，库存进入正常水平，南美洲干旱导致减产预期对豆油价格利多，豆油价格高位震荡，建议观望。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

2.2 棕榈油

1 月棕榈油价格冲高回落。疫情二次爆发不利于东南亚棕榈油生产，劳动力短缺同样对生产不利，但生物柴油产量下降，对需求不利。棕榈油价格可能维持高位震荡行情。

图 16：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、博弈大师

糖价冲高回落

2021 年 2 月 1 日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

1 月内外糖价冲高回落。从基本面看，加工糖方面，由于进口大幅增加，加工糖的产销、库存同比大幅增加。

国产糖方面，天下粮仓的数据显示，截至 1 月 22 日，国内共压榨甜菜 1165.26 万吨，去年同期 1103.67 万吨，同比增加 5.58%，共榨糖 143.万吨，同比增加 10 万吨。

甘蔗糖方面，截至 1 月 22 日，国内共压榨甘蔗 3767.481 万吨，同比降低 15.72%，产糖 422.899 万吨，同比降低 17.69%。

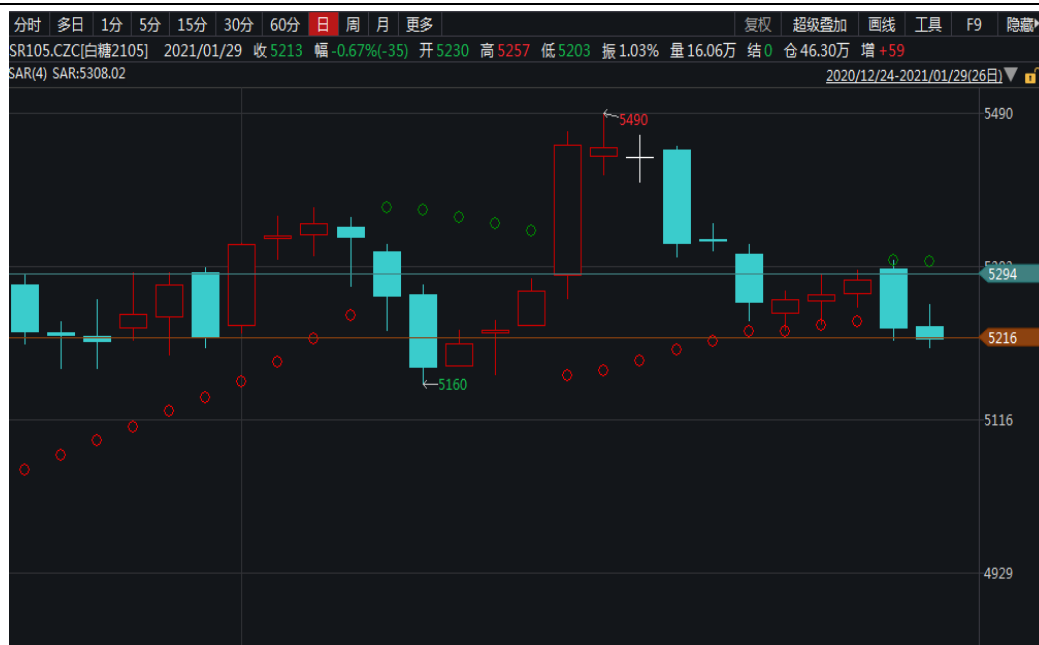
虽然进口成本增加，但前期郑糖的上涨还是由外盘带动的。由于现货较弱，基差被压缩到比较低的水平。消费进入淡季，而截至 12 月底国内食糖库存同比增加 24 万吨，现货端面临较大压力。

展望后市，如果美糖继续走强，同时厂商积极走货，则现货端将积攒上涨动能，旺季到来后，将由现货端带领盘面上涨。风险点在于美糖价格冲高回落，同时国内厂商囤货惜售，现货压力后移。

1.行情回顾

1 月份内外糖价冲高回落。

图 1：郑糖主连日线



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 1月国内现货价格冲高回落

1月国内现货价格冲高回落。产区方面，南宁现货报价 5265 元，昆明报价 5245 元，日照报价 5365 元；销区方面，西安报价 5825 元，武汉报价 5450 元，上海报价 5630 元。1月基差震荡，5-9 价差走弱。

图 3：国内产销区食糖现货价格

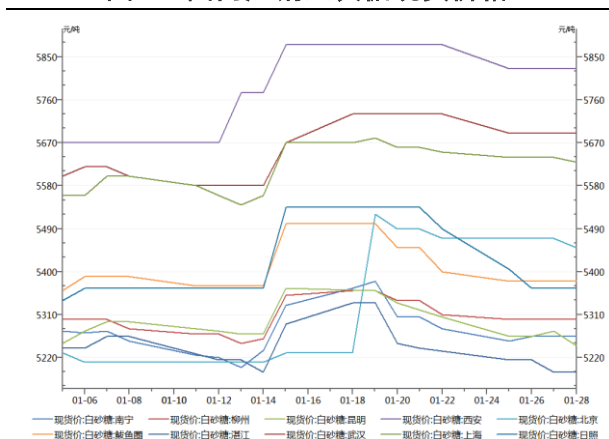


图 4：郑糖主连合约日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）

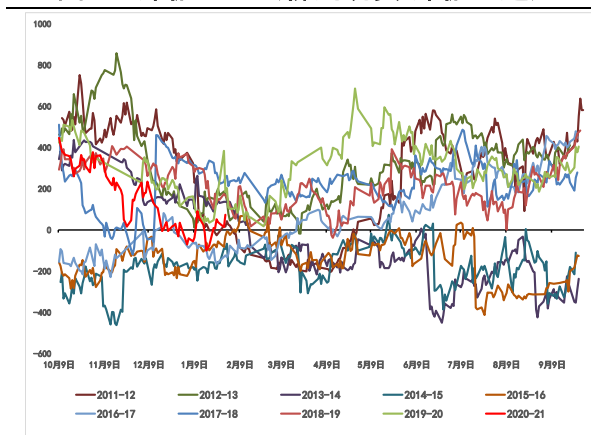


图 6：郑糖 5-9 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 产销数据偏空

糖协的数据显示，本榨季截至 12 月 31 日，广西共入榨甘蔗 1676 万吨，同比减少 166 万吨；产糖 199.46 万吨，同比减少 27.90 万吨；出糖率 11.90%，同比降低 0.44 个百分点。累计销糖 83.79 万吨，同比减少 41.98 万吨，产销率 42.01%，同比下降 13.31 个百分点。工业库存 115.67 万吨，同比增加 14.08 万吨。其中，12 月单月产糖 179.21 万吨，同比减少 12.62 万吨，销糖 74.8 万吨，同比减少 30.8 万吨。

云南方面，本榨季截至 12 月 31 日，云南共入榨甘蔗 159.50 万吨，去年同期 92.32 万吨，产糖 17.40 万吨，去年同期 9.86 万吨。出糖率 10.91%，去年同期 10.69%。

截至 12 月 31 日，云南累计销糖 3.75 万吨，去年同期 5.12 万吨，销糖率 21.57%，去年同期 51.91%。

图 7：广西食糖销量（万吨）

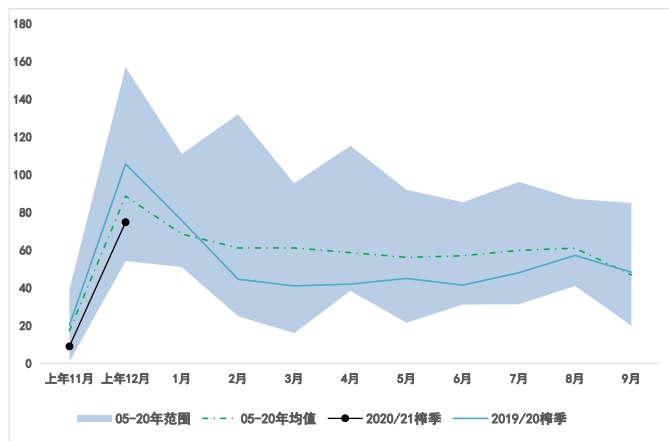
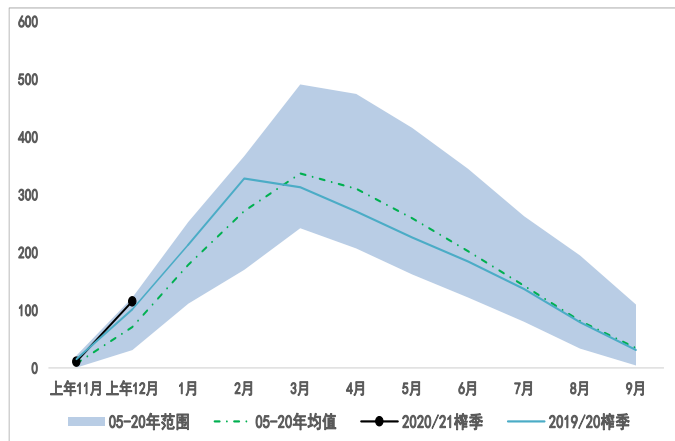


图 8：广西食糖库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 12 月进口量继续增加

海关数据显示，12 月我国进口食糖 91 万吨，环比增加 20 万吨，同比增加 70 万吨；2020 年累计进口 527 万吨，同比增加 188 万吨。

加工糖方面，天下粮仓的数据显示，根据对山东、福建、辽宁 12 家糖厂调研统计：1 月 16 日-22 日当周，国内加工糖产量为 84700 吨，环比持平，去年同期 62300 吨；当周 12 家糖厂销糖 56700 吨，环比降低 42.32%，去年同期 14800 吨；库存为 305100 吨，环比增加 8.85%，去年同期 133600 吨。

12 月份中国进口糖浆 10.85 万吨，同比增加 6.97 万吨；2020 年我国累计进口糖浆 108 万吨，同比增加 91.3 万吨。

图 9：我国白糖累计进口量

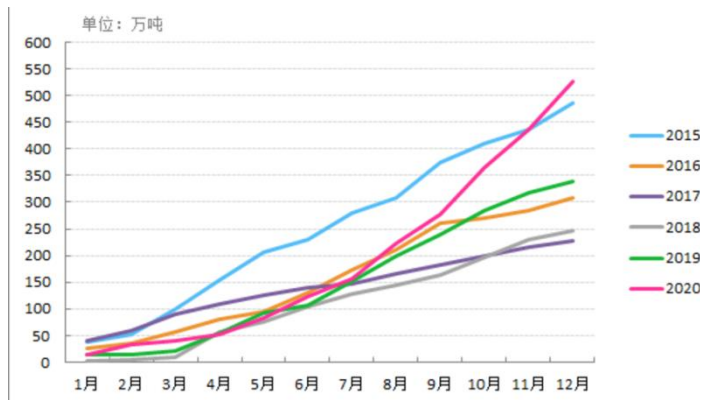
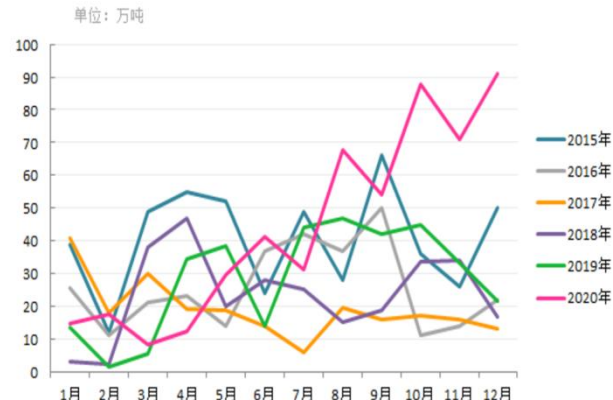


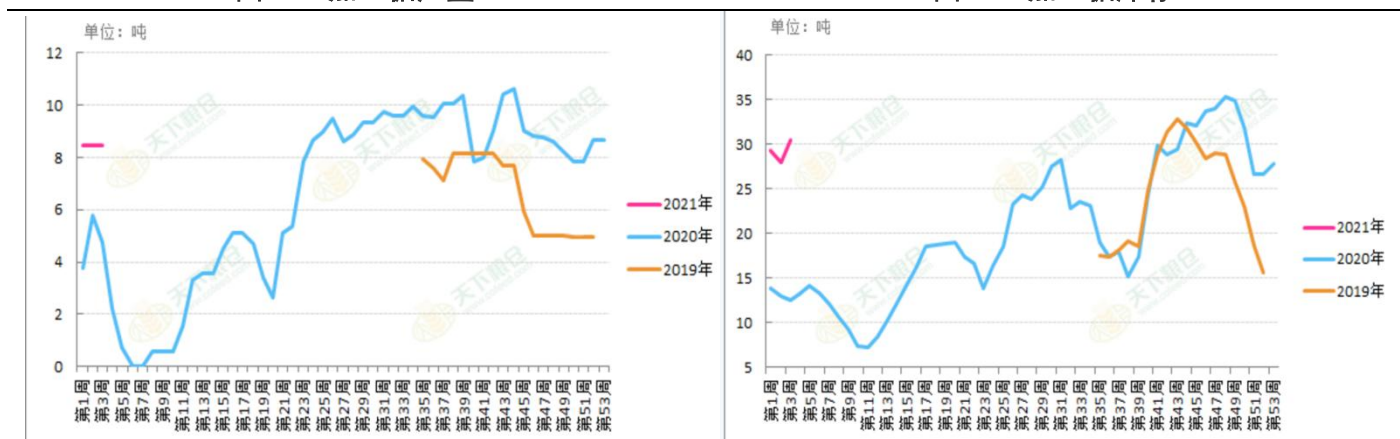
图 10：我国白糖进口量季节图



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 11：加工糖产量

图 12：加工糖库存



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

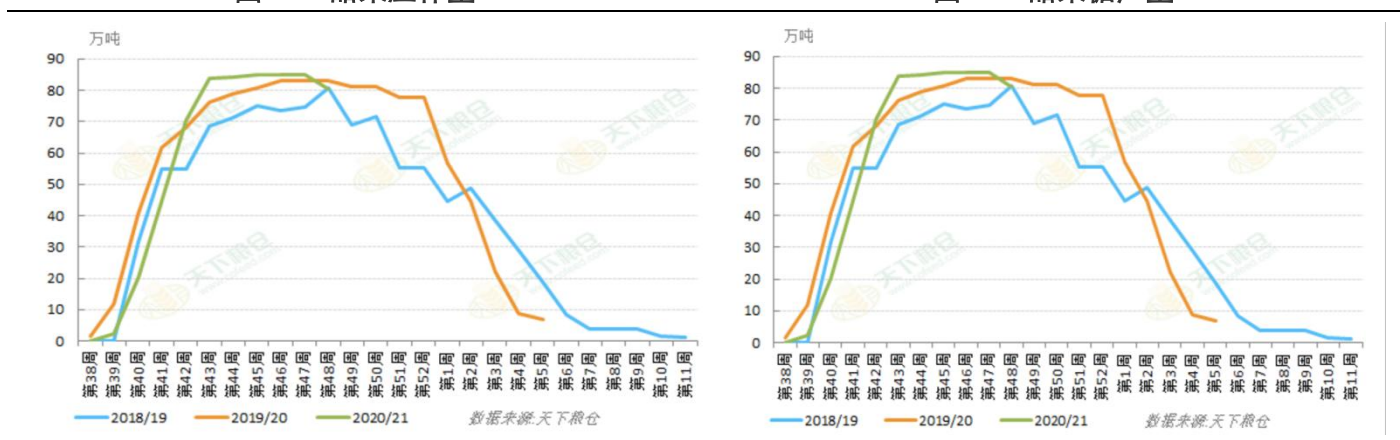
2.4 甜菜压榨，甘蔗处于压榨高峰

天下粮仓的数据显示，截至 1 月 22 日，国内共压榨甜菜 1165.26 万吨，去年同期 1103.67 万吨，同比增加 5.58%，共榨糖 143.万吨，同比增加 10 万吨。

甘蔗糖方面，截至 1 月 22 日，国内共压榨甘蔗 3767.481 万吨，同比降低 15.72%，产糖 422.899 万吨，同比降低 17.69%。

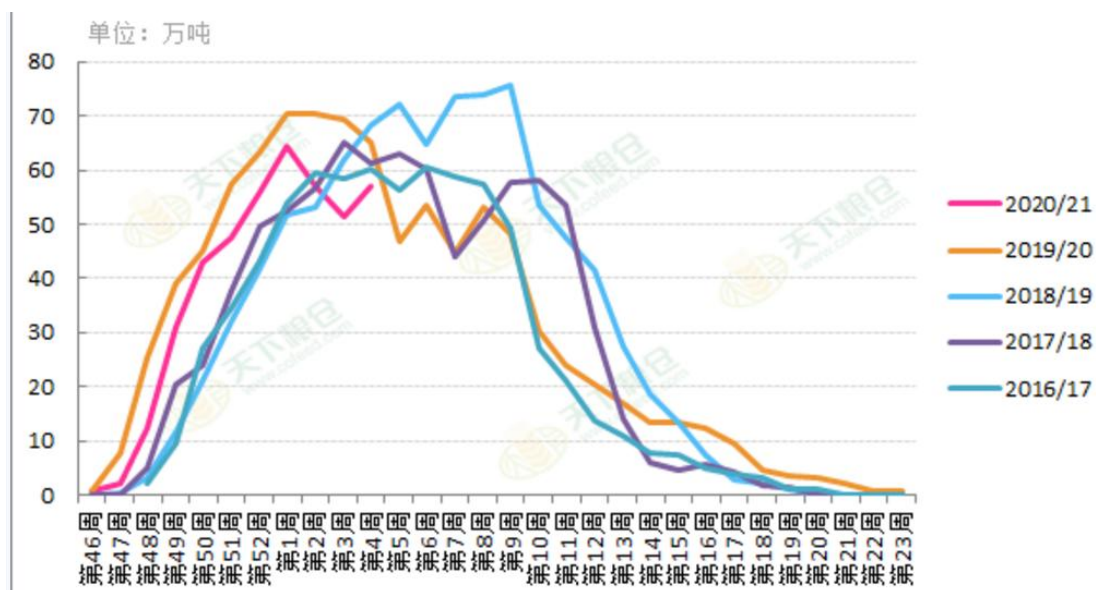
图 13：甜菜压榨量

图 14：甜菜糖产量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

图 15：国内甘蔗糖产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 进入淡季，糖价或维持弱势

虽然进口成本增加，但前期郑糖的上涨还是由外盘带动的。由于现货较弱，基差被压缩到比较低的水平。消费进入淡季，而截至 12 月底国内食糖库存同比增加 24 万吨，现货端面临较大压力。

展望后市，如果美糖继续走强，同时厂商积极走货，则现货端将积攒上涨动能，旺季到来后，将由现货端带领盘面上涨。风险点在于美糖价格冲高回落，同时国内厂商囤货惜售，现货压力后移。

从长期看，国内糖价处于底部附近。但是国内糖价始终维持弱势，涨幅低于美糖以及国内其他品种，主要原因还是国内供给端缺乏利多驱动。广西甘蔗价格改革后，广西的甘蔗价格始终维持在比较高的位置，产量居高不下，这是压制国内糖价最主要的因素。长期来看，广西的甘蔗价格必将改革，改革后糖价将来走牛的机会。

3. 国外基本面分析

3.1 关注巴西新榨季产量

巴西甘蔗协会 UNICA 最新产量报告显示，1 月上半月巴西中南部乙醇产量 1.25 亿升，同比增长 30.5%，糖产量 8000 吨，同比增长 77.2%。1 月上半月，中南部甘蔗压榨量为 21.25 万吨，同比增加 66.6%。2021 年截至 1 月 15 日，中南部地区乙醇总销量为 12.5 亿公升，较去年同期低约 3000 万公升。

虽然目前美糖远月呈贴水格局，且美糖投机多单较多存隐忧。但是基本面仍存在利多因素，潜在的利多主要来自巴西。2020 年巴西中南部主产区非常干旱，降雨量处于历史较低的水平，新榨季巴西甘蔗产量大概率减少。制糖比方面，预计新榨季巴西的制糖比同比下降。受疫情影响，去年上半年巴西汽油销量大幅下降，下半年疫情缓解后，巴西汽油销量逐步回升。随着疫苗逐步覆盖、经济复苏，预计今年巴西汽油销量同比增加。由于巴西汽油中必须掺兑一定比例的乙醇，因此今年的乙醇需求将同比提升，巴西糖厂可能会选择提高制乙醇比例。另一方面，

近期原油上升趋势较好，且市场预期未来经济继续恢复，油价或继续上涨，这有利于巴西降低制糖比。

3.2 泰国产量维持低位

据报道，截至 1 月 15 日泰国 57 家糖厂已全部开榨，截至 1 月 15 日，累计压榨甘蔗 2269.31 万吨，同比减少 40.38%，累计产糖 223.68 万吨，同比减少 41.93%。

据报道，1 月份泰国出口原糖 17.2 万吨，是 2011 年以来最低的 1 月出口数量。泰国本榨季推迟开榨以延长甘蔗的生长时间，因此今年糖的生产进度降低得比较多，出口量也大幅减少。目前印尼是泰国糖的主要目的地，进口了 11.9 万吨的泰国原糖。

3.3 印度新榨季产量较高

生产方面，据报道，2020/21 榨季截至 1 月 15 日，印度有 487 家糖厂开榨，同比增加 47 家，产糖 1427 万吨，同比增加 31%。其中北方邦 120 家糖厂开榨，同比增加 1 家，产糖 429.9 万吨，略减 7.9 万吨；马邦已有 181 家糖厂开榨，产糖 515.5 万吨。

据报道，截至 1 月 8 日，2020/21 榨季印度糖厂已经签约出口 150 万吨原糖。主要目的地为印尼、斯里兰卡、阿富汗等国，发运期为 1-3 月。在签订的 150 万吨出口合同中，近 100 万吨为原糖，其余为白糖。

4. 总结

1 月内外糖价冲高回落。从基本面看，加工糖方面，由于进口大幅增加，加工糖的产销、库存同比大幅增加。

国产糖方面，天下粮仓的数据显示，截至 1 月 22 日，国内共压榨甜菜 1165.26 万吨，去年同期 1103.67 万吨，同比增加 5.58%，共榨糖 143.万吨，同比增加 10 万吨。

甘蔗糖方面，截至 1 月 22 日，国内共压榨甘蔗 3767.481 万吨，同比降低 15.72%，产糖 422.899 万吨，同比降低 17.69%。

虽然进口成本增加，但前期郑糖的上涨还是由外盘带动的。由于现货较弱，基差被压缩到比较低的水平。消费进入淡季，而截至 12 月底国内食糖库存同比增加 24 万吨，现货端面临较大压力。

展望后市，如果美糖继续走强，同时厂商积极走货，则现货端将积攒上涨动能，旺季到来后，将由现货端带领盘面上涨。风险点在于美糖价格冲高回落，同时国内厂商囤货惜售，现货压力后移。

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。本报告清晰准确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。