

目录

有色金属 • 铜.....	2
政策对冲经济探底，沪铜有望温和上涨..	14
黑色金属 • 螺纹钢.....	15
金三银四需求启动，螺纹震荡攀升.....	27
化工 • 聚烯烃.....	28
检修风徐徐吹，库存慢慢去 ..	36
化工 • PTA.....	37
需求回暖，成本支撑，价格驱动偏强.....	45
金融 • 股指.....	46
天量成交额牛市再起，切莫高位加仓空流泪.....	65
农产品 • 油脂油料.....	66
油脂油料基本面仍然不乐观.....	74

2019 年 3 月

政策对冲经济探底，沪铜有望 温和上涨

——3 月有色报告

新世纪期货研究院（投资咨询）

有色金属组

Tel: 0571-85103057

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要：

两大铜研究机构对于铜供给观点相左，国内 PMI 继续回落，连续三个月处枯荣线下方，经济继续探底。国家政策对冲经济颓势，货币和信用继续宽松。全球三大交易所铜显性库存处于季节性累库中。CFTC 的铜投资者结构显示非商业空头大幅减仓，沪铜期权持仓结构显示 3 月沪铜 1904 合约有望考验 51500 压力位，建议可继续持有多单。



一、供需因素

1、铜供给数据分歧

世界金属统计局（WBMS）最新报告显示，2018 年全球铜市供应过剩 49.6 万吨，2017 年全球供应过剩 13.8 万吨。2018 年全球矿山铜产量为 2071 万吨，较上年增加 2.1%。2018 年全球精炼铜产量为 2366 万吨，同比增加 1.1%，其中赞比亚，智利和伊朗的铜产量分别增加 9.7 万吨、3.1 万吨和 7.1 万吨。1-12 月全球铜消费量为 2317 万吨，低于上年的 2326 万吨。中国 2018 年铜表观消费量为 1248.2 万吨，较上年增加 5.9%。欧盟 28 国的铜产量同比下滑 1.5%，而同期铜需求增加 2.3%，至 341.3 万吨。2018 年 12 月，全球精炼铜产量为 210.74 万吨，而消费量为 208.88 万吨。

国际铜业研究组织（ICSG）最新数据显示，2018 年 11 月全球精炼铜市场供不应求 52,000 吨，10 月为供应过剩 1,000 吨。ICSG 表示，2018 年前 11 个月，铜市供应短缺 39.6 万吨，上年同期为短缺 28.2 万吨。2018 年 11 月，全球精炼铜产量为 203 万吨，消费量为 209 万吨。中国保税仓库铜库存短缺 42,000 吨，10 月为过剩 6,000 吨。

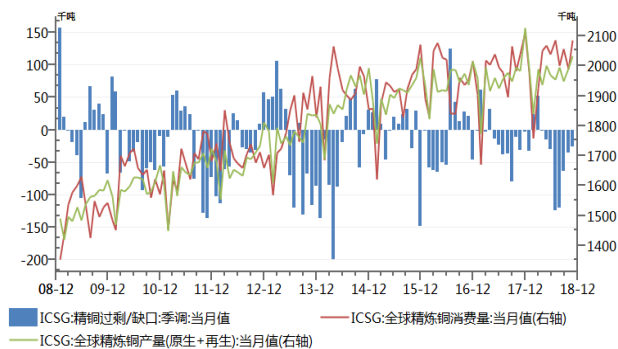
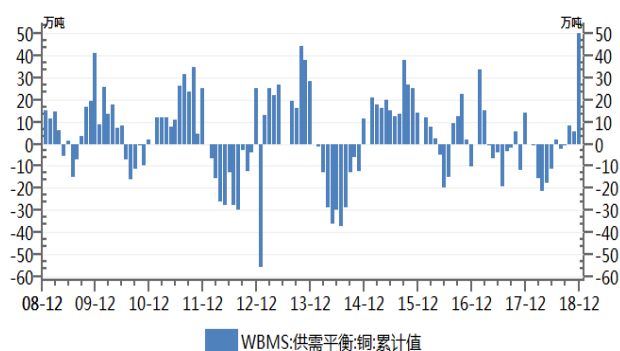
表 1：ICSG 全球精炼铜供需趋势（2014-2018）

单位：千吨	2014	2015	2016	2017	2017	2018	2018			
					1-11 月		8 月	9 月	10 月	11 月
全球矿山产量	18,426	19,149	20,356	20,060	18,229	18,665	1,701	1,705	1,733	1,793
全球矿山产能	21,554	22,351	23,403	23,884	22,155	22,359	2,037	1,978	2,052	1,993
矿山产能利用率(%)	85.5	85.7	87	84	82.3	83.5	83.5	86.2	84.5	89.9
全球精炼铜产量	22,490	22,843	23,338	23,524	21,394	21,737	1,994	1,948	1,991	2,033
全球冶炼产能	26,459	26,542	26,853	27,380	25,019	25,266	2,350	2,278	2,358	2,287
冶炼产能利用率(%)	85	86.1	86.9	85.9	85.5	86	84.9	85.5	84.4	88.9
全球精炼铜需求	22,927	23,081	23,605	23,789	21,676	22,133	2,001	2,057	1,990	2,085
期末库存	1,334	1,505	1,375	1,383	1,369	1,191	1,399	1,317	1,246	1,191
期内库存变化	10	171	-130	7	-6	-192	-63	-82	-71	-55
精炼铜供需平衡	-436	-239	-267	-265	-282	-396	-8	-110	1	-52

资料来源：新世纪期货、Wind

图 1：WBMS 全球铜供需平衡

图 2：ICSG 全球铜供需平衡

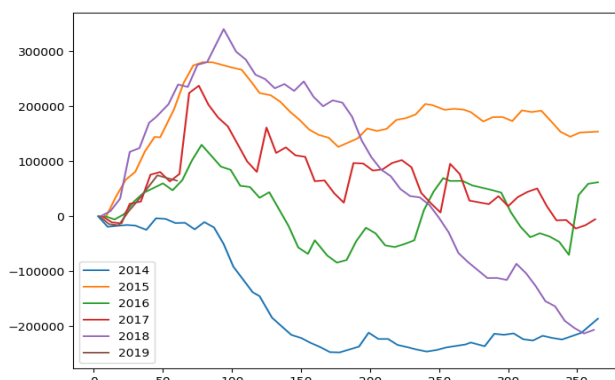
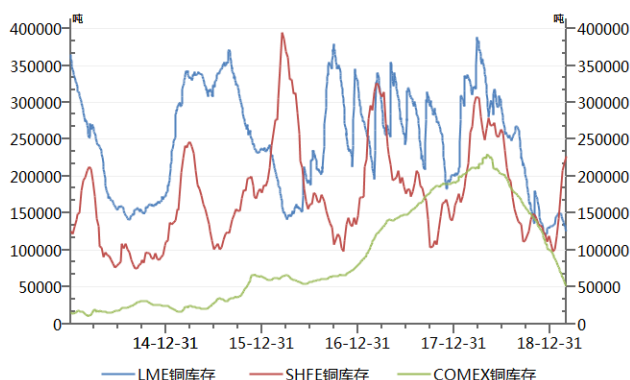


资料来源：新世纪期货、Wind

库存方面，全球三大交易所总库存 2 月净增加 3.57 万吨至 40.43 万吨，涨幅 9.67%。其中，LME 库存中幅下滑，上期所库存巨幅增加，COMEX 库存大幅度减少。LME 铜库存减少 2.38 万吨至 12.61 万吨，环比下降 5.9%。上期所库存在 2 月大幅增加 8.43 万吨达到 22.7 万吨，增幅 59.07%。COMEX 库存 2 月下滑，共计减少 2.48 万吨至 5.12 万吨。从历年显性库存累积量季节图中显示，2018 年显性库存在累库峰值滞后的情况下去化力度高于往年，2019 年初处于正常的季节性累库。

图 3：三大交易所铜库存

图 4：全球显性库存累积季节图

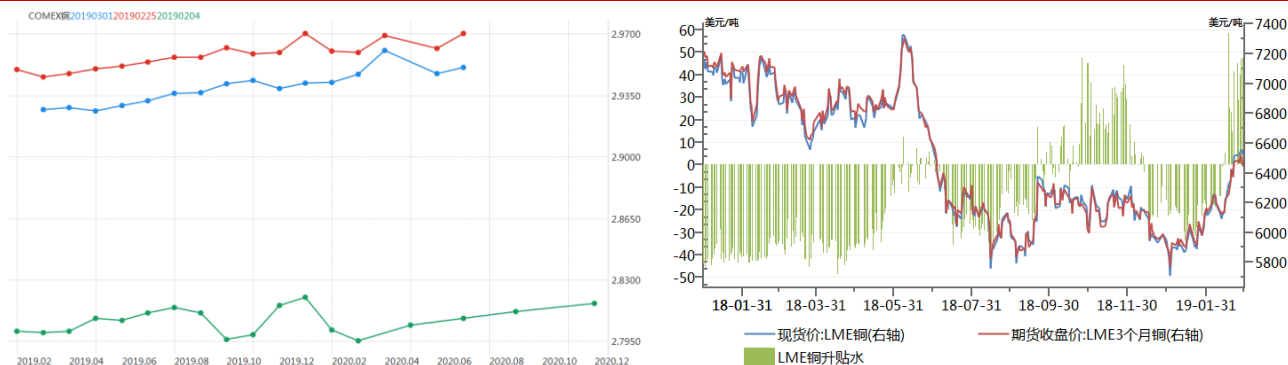


资料来源：新世纪期货、Wind

COMEX 铜的远期曲线继续维持 contango 趋势，2 月 LME 铜现货升水走强，升水接近 50 美金，显示出目前铜现货价格趋强。

图 5：Comex 铜远期曲线

图 6：LME 现货升贴水



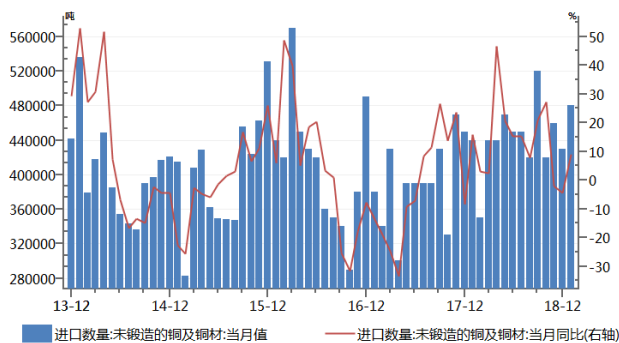
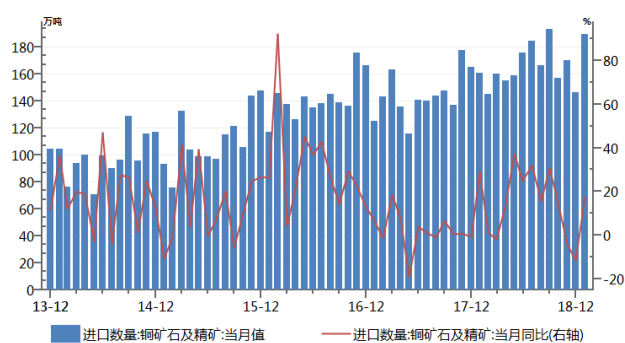
资料来源：新世纪期货、Wind

2、国内增产进口增加

进口方面，据中商产业研究院数据库显示，2018 年 1-3 季度中国未锻轧铜及铜材进口量逐渐增长，2018 年 4 季度中国未锻轧铜及铜材进口量出现下降；2019 年 1 月中国未锻轧铜及铜材进口量为 47.9 万吨，同比增长 8.2%。2019 年 1 月中国铜矿砂及其精矿进口量为 189.5 万吨，同比增长 17.8%。产量方面，中国 9 月精炼铜（电解铜）产量为 76.4 万吨，同比增加 10.4%。2018 年 12 月中国精炼铜产量 83.9 万吨，虽然环比增长，但同比值下降到 4.5%；1—12 月累计产量 902.9 万吨，累计同比值下滑至 8%。2019 年 1 月，国内 TC/RC 的费用为粗炼费（TC）88.5 美元/干吨，精炼费（RC）8.85 美分/磅，结束连续八个月的反弹。

图 7：月度铜矿石及精矿进口量（中国）

图 8：月度未锻轧铜及铜材进口量（中国）



资料来源：新世纪期货、Wind

表 2：近期 12 个月全国精炼铜产量具体月份如下：

月份	当期值（万吨）	累计值（万吨）	同比增长（%）	累计增长（%）
2018 年 1-2 月	148.1	148.1	10.3	10.3
2018 年 3 月	75.3	220.7	4.6	8.7
2018 年 4 月	77.8	298.5	12.3	9.9
2018 年 5 月	76.7	362.3	15.5	11.1

2018 年 6 月	77.6	440.6	11.7	11.5
2018 年 7 月	73.2	509.3	11.8	11.6
2018 年 8 月	74.9	584.3	10.5	11.4
2018 年 9 月	76.4	660.7	10.4	11.2
2018 年 10 月	73.6	739.3	3.8	10.6
2018 年 11 月	76.8	817	7.6	10.7
2018 年 12 月	83.9	902.9	4.5	8

资料来源：新世纪期货、国家统计局

图 9：中国精炼铜产量图

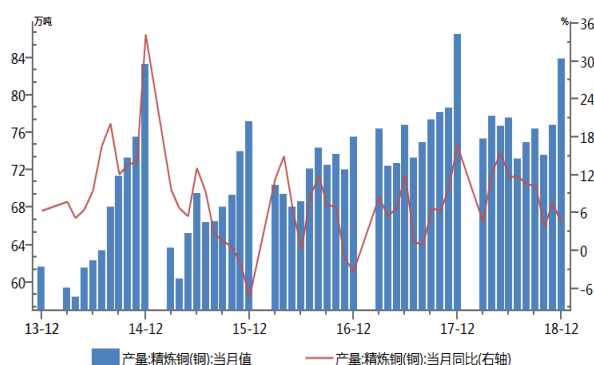
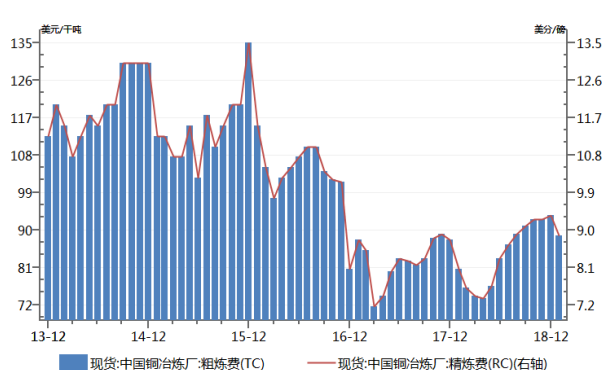


图 10：国内铜加工费（TC/RC）



资料来源：新世纪期货、Wind

3、下游需求温和

根据中商产业研究数据显示，2018 年 2 季度全国铜材产量增长幅度最大，增长 14.6%。2018 年 3 季度全国铜材产量有小幅下降，2018 年 12 月全国铜材产量为 161.3 万吨，同比增长 15.5%。2018 年 1-12 月全国铜材产量为 1715.5 万吨，同比增长 14.5%。

据 SMM 调研数据显示，1 月份铜管企业开工率为 77.9%，环比增加 3.19 个百分点，同比下降 6.94 个百分点。1 月铜杆企业开工率为 66.30%，上月开工率为 74.81%，去年同期开工率为 71.23%。1 月废铜制杆企业开工率为 50.31%，环比减少 4.52 个百分点。2019 年开始，“七类”废铜已全面禁止进口，废铜供给形势更加严峻，预计 1 月份废铜进口量相应会有大幅下降。

表 3：近 12 个月全国铜材产量具体月份

月份	当期值(万吨)	累计值(万吨)	同比增长(%)	累计增长(%)
2018 年 1-2 月	242.1	242.1	20	20

2018 年 3 月	157.9	367	8.2	10.5
2018 年 4 月	153.2	515.0	13.1	11.6
2018 年 5 月	148.0	645.7	7.5	9.7
2018 年 6 月	157.2	795.8	12.8	11.4
2018 年 7 月	148.6	940.5	14.9	11.8
2018 年 8 月	148.3	1091.6	13.4	12.7
2018 年 9 月	151.8	1243.4	4.6	12
2018 年 10 月	138.8	1391.2	1.7	11.2
2018 年 11 月	156.3	1561.1	9.4	14.6
2018 年 12 月	161.3	1715.5	15.5	14.5

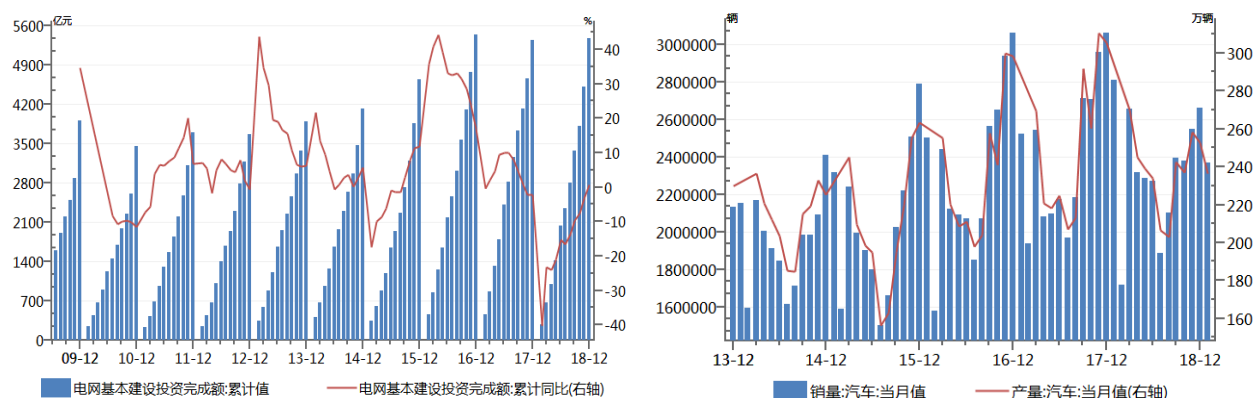
资料来源：新世纪期货、Wind

电网投资方面，中电联报告显示，2018 年全国电网投资 5373 亿元，同比增长 0.6%，增速较上年提高 2.3 个百分点。2018 年我国电源工程建设完成投资 2721 亿元，同比下降 6.2%。这也是“十二五”以来电网建设投入连续第六年超过电源建设投入。截至 2018 年底，新增 220 千伏及以上输电线长度 3.77 万千米，总长度达到了 71.6 万千米；2017 年这一数据是 67.8 万千米，新增长度 3.77 万千米，同比增长 14.0%。与线路投入相比，2018 年，电网建设变电设备容量方面有所放缓。2018 年全国基建新增 220 千伏及以上变电设备容量 2.2 亿千伏安、同比下降 8.9%；新增直流换流容量 3200 万千瓦、同比下降 59.5%。

汽车方面，2019 年 1 月，汽车产销比上月均呈下降，商用车降幅更为明显。与上年同期相比，汽车产销呈较快下降，1 月产销量同比呈现下降，降幅均超 10%，大多数车型产销水平均低于上年同期。1 月，汽车产销分别完成 236.5 万辆和 236.7 万辆，产销量比上月分别下降 4.7%和 11.1%，比上年同期分别下降 12.1%和 15.8%。1 月新能源汽车产销分别完成 9.1 万辆和 9.6 万辆，比上年同期分别增长 113%和 138%。

图 11：国内电网投资额

图 12：汽车月度产销量

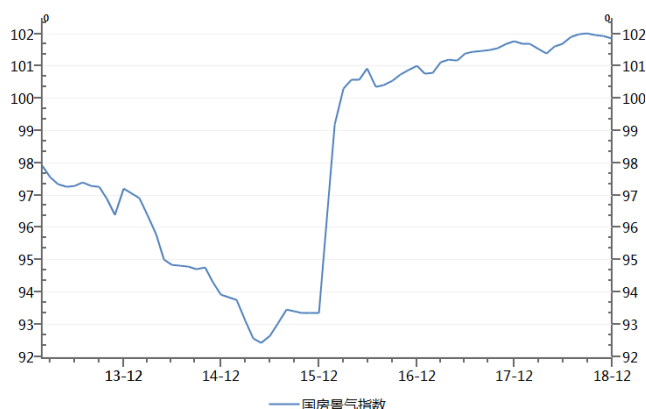


资料来源：新世纪期货、Wind

白色家电方面，2018年1-12月我国房间空气调节器产量累计20486万台，较去年同期增长10%。其中，12月我国房间空气调节器产量为1832万台，同比增长10.6%，较上月增加312.2万台。2018年12月全国家用电冰箱产量为618.8万台，同比增长5.8%。2018年1-12月全国家用电冰箱产量为7876.7万台，同比增长2.5%。2018年12月全国家用洗衣机产量为696.3万台，同比下降2.9%。2018年1-12月全国家用洗衣机产量为7150.7万台，同比下降0.4%。年度来看白色家电需求总体呈现增长。

房地产方面，12月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为101.85，比11月份回落0.09点。2018年1-12月，全国房地产开发投资120264亿元，比上年增长9.5%，增速比1-11月份回落0.2个百分点，比上年同期提高2.5个百分点。2018年房地产开发企业房屋施工面积822300万平方米，比上年增长5.2%，增速比1-11月份提高0.5个百分点，比上年提高2.2个百分点。房屋新开工面积209342万平方米，增长17.2%，比1-11月份提高0.4个百分点，比上年提高10.2个百分点。2018年，房地产开发企业土地购置面积29142万平方米，比上年增长14.2%，增速比1-11月份回落0.1个百分点，比上年回落1.6个百分点。房地产多项数据维持稳增长，总体水平稳定，部分数据预示后续地产行情驱动力下滑。

图 13：国房景气指数



资料来源：新世纪期货、Wind

二、技术分析

2019 年 2 月，沪铜主力合约 1904 震荡走高，月线上涨 4.12%，冲破 50500 一线。技术面看，均线系统上行，短期行情陷入小幅盘整。全球显性库存在 2 月呈现周期性增加的趋势，从商品期限曲线中远期升水幅度下降和现货市场升水幅度上升的情况看，市场行为支撑近期铜价。同时，年初国内基建项目纷纷审批，利于沪铜行情上涨预期。

图 14：沪铜连续合约走势图

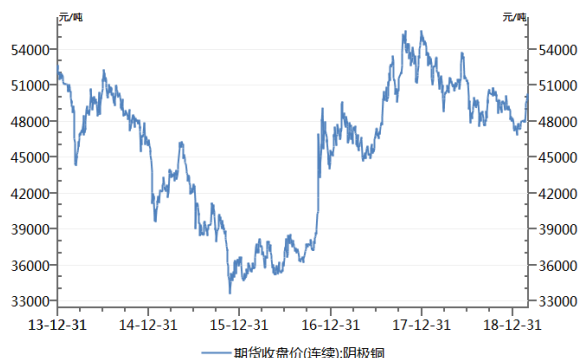


图 15：沪铜 1812 合约走势图



资料来源：新世纪期货

截至 2 月底，沪铜连三与伦铜连三价差（考虑汇率）为 6711，位于 2014 至今价差的 52%分位数，接近中位数显示价差位于合理区间。沪铜连三与伦铜连三比价为 7.72，位于 2014 至今比价的 54.89%分位数，比价正常。

图 16：沪铜伦铜价差比价图

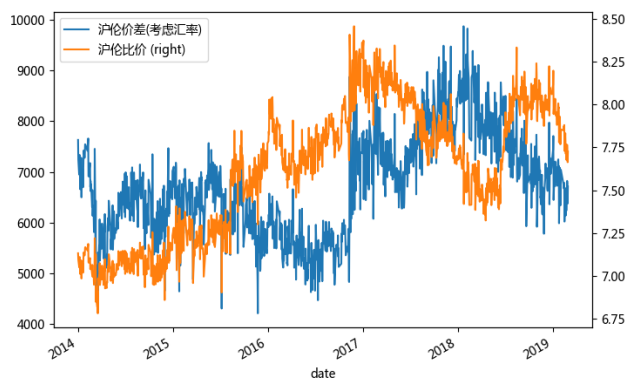
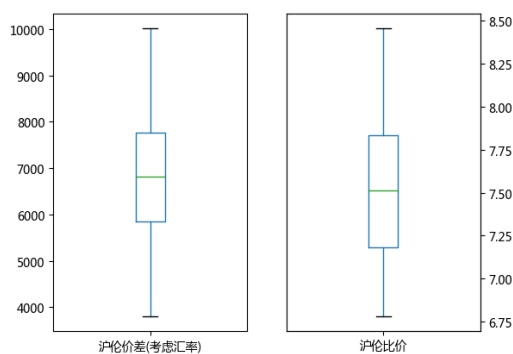


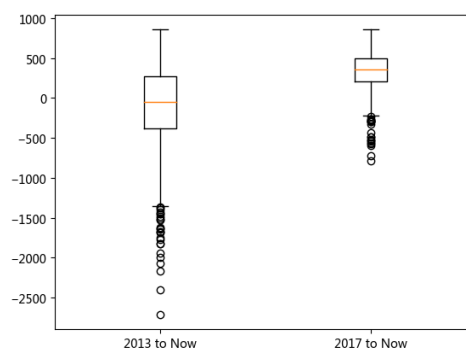
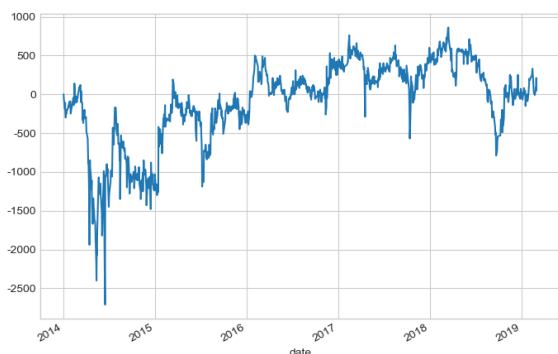
图 17：沪铜伦铜价差比价箱图



期限价差角度观察，沪铜连三合约减连续合约之间的价差水平处于 50，接近自 2014 年 1 月至今价差数据的 54.1%分位数，位于 2017 年至今的 21%分位数。因当前价差处于分位数正常区间，从价差角度分析，建议目前观望。

图 18：沪铜连三-连续合约价差走势图

图 19：沪铜连三-连续合约价差箱图

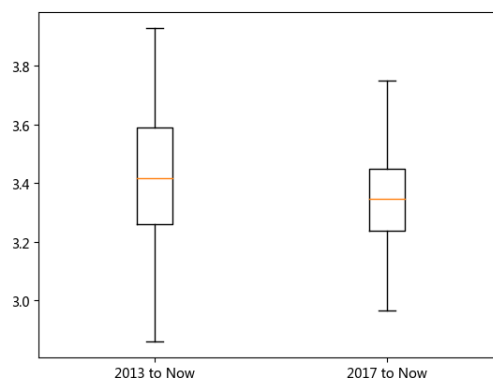
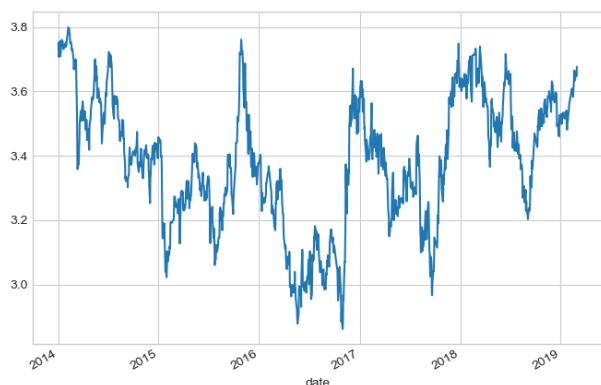


资料来源：新世纪期货

跨品种比价角度观察，沪铜连三/沪铝连三比价最新数据为 3.678，处于自 2014 年 1 月至今比价数据的 93.64%分位数，处于 2017 年至今的 96.38%分位数。比价当前处于高位，建议可以适当做空比价，可在比价接近 3.7 重要关口后入场做空。

图 20：沪铜连三/沪铝连三比价走势图

图 21：沪铜连三/沪铝连三比价箱图

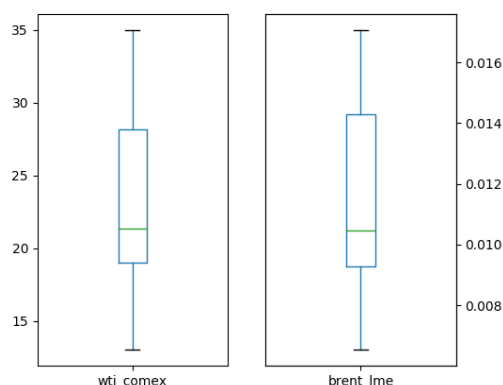


资料来源：新世纪期货

油铜比分析，wti/comex 和 brent/lme 趋势总体一直位于上行之中。目前出现小幅回调，wti/comex 录得 27.21，位于 2014 年至今的 37%分位数。brent/lme 录得 0.01456，位于 55%分位数。总体看，建议等待油铜比价进一步回落。

图 22：油铜比

图 23：油铜比箱图



根据 CFTC 公布的基金持仓分析：非商业多头持仓从 1 月中旬的 75666 手增加至 2 月中旬的 82926 手，增加 7260 手；非商业空头持仓从 1 月中旬的 103258 手减少至 2 月中旬的 81723 手，减少 21535 手；净多头持仓从 1 月中旬的 -27592 手上升至 1203 手，增加 28795 手，主要因为空头的大幅减仓，多头小幅加仓。

基金非商业多头数量自 1 月中旬的 120 家下降至 2 月中旬的 118 家，非商业空头数量维持 98 家，非商业净多头数量下降 2 家。

图 24：基金非商业持仓

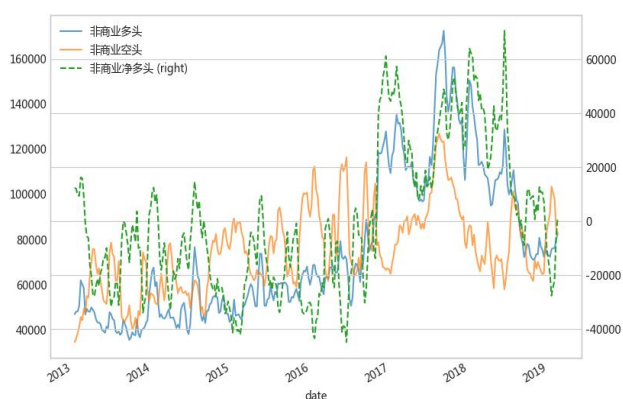


图 26：基金非商业数量

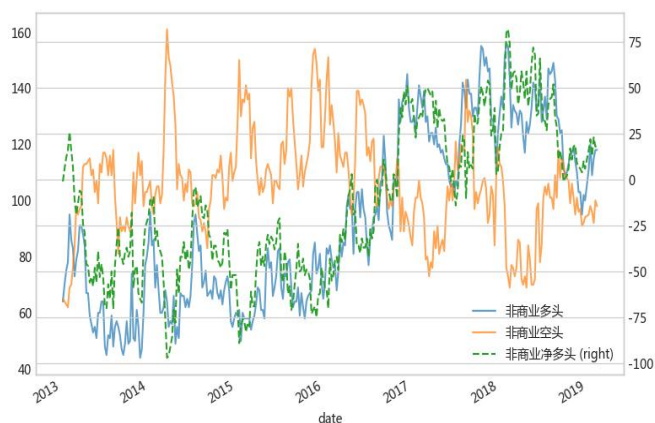


图 25：基金非商业净多头持仓箱图

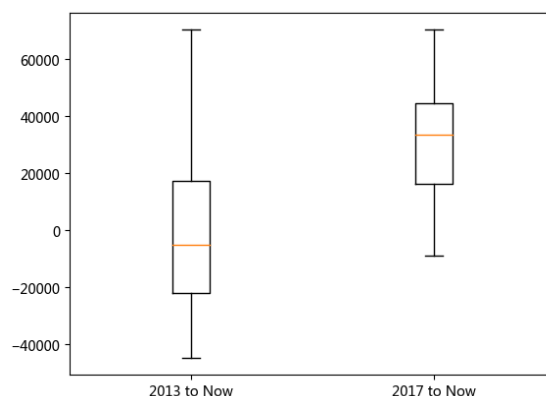
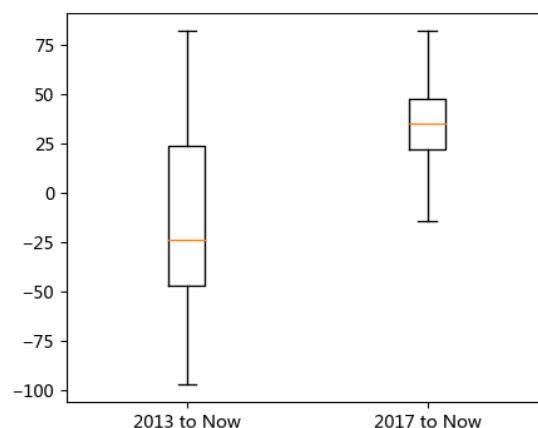


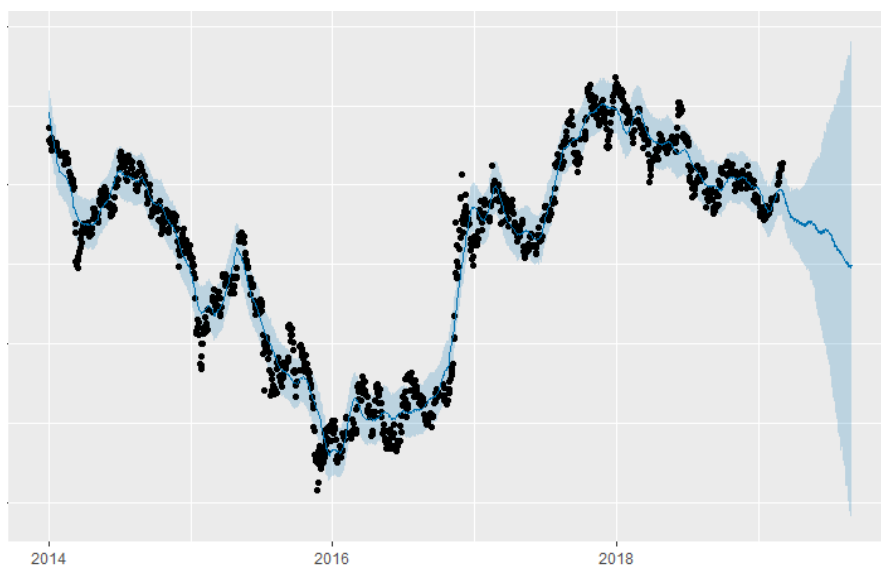
图 27：基金非商业净多头数量箱图



根据机器学习分析连续合约走势，今年铜价走势较为悲观。由于数据拟合周期为 6 个月，只考虑往年周期

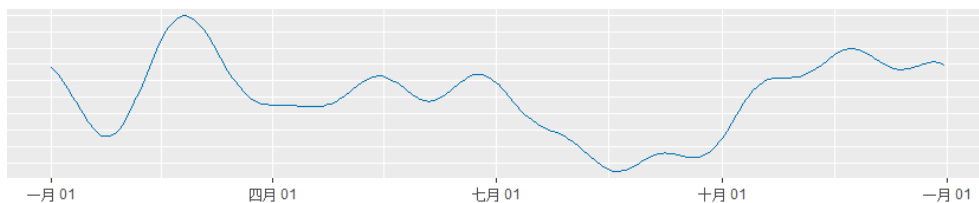
性因素和今年内走势，仅供投资者参考。

图 28：机器学习预测走势图



资料来源：新世纪期货

图 29：铜季节性走势统计图

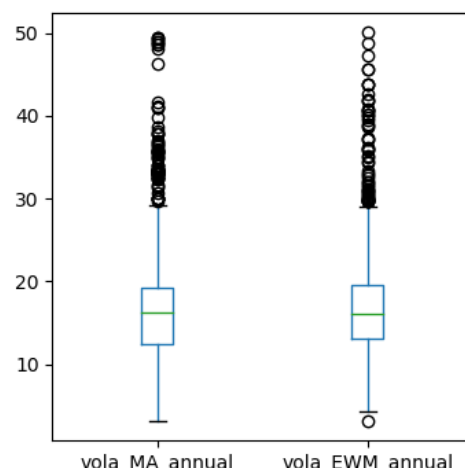
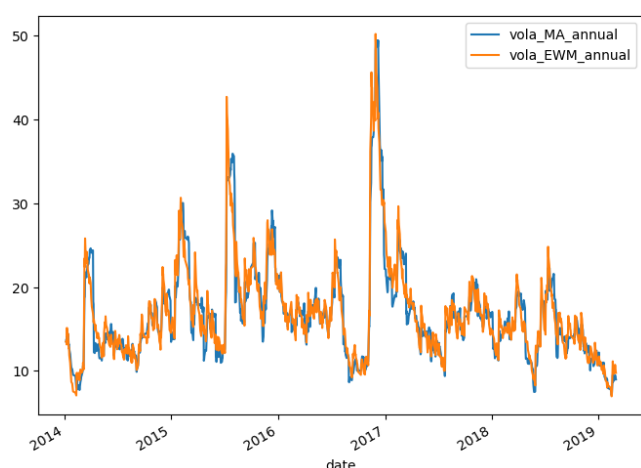


资料来源：新世纪期货

沪铜连三的波动率为 8.98，位于 2014 年至今的 2.54%分位数。指数波动率为 9.76，位于 2014 年至今 3.58%分位数，波动率明显偏低。沪铜期权主要成交于 CU1904 和 CU1905 合约两个近月期权合约，CU1904 期权合约平值期权隐含波动率位于 12.49，CU1905 期权合约平值期权隐含波动率位于 12.45，两者都较沪铜连三的历史波动率高。

图 30：沪铜连三历史波动率

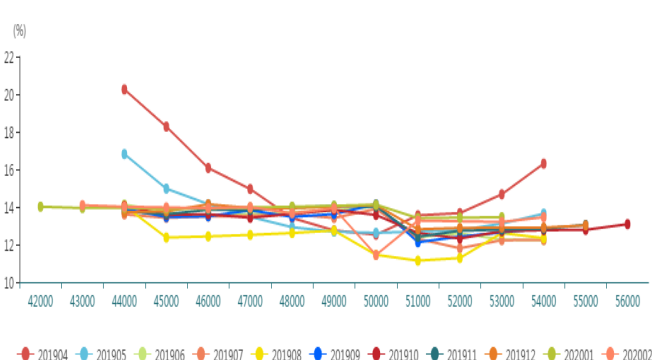
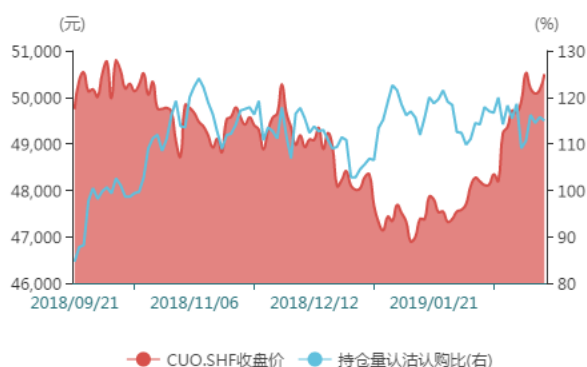
图 31：沪铜连三波动率箱图



从期权持仓量角度分析，CU1904 期权看涨 CU1904C51000 持仓量最大，CU1904 看跌期权 CU1904P47000 持仓量最大，市场对于沪铜 1904 合约下方 47000 一线支撑较强，上方 51000 至 52000 阻力较强。认沽认购比近期盘整，显示短期内行情仍然将维持目前的趋势。

图 32：持仓量认沽认购比

图 33：沪铜期权波动率图



三、小结与展望

综合以上基本面及技术面的分析，我们主要持以下观点：

- 1、主要矛盾：需求方面，年初基建项目纷纷审批利好预期，PMI 连续低于枯荣线。供给方面，两大铜研究机构对铜供给观点相左，国内铜 TC/RC 下行利好近端铜价，全球显性库存周期性增加。
- 2、助推因素：铜加工费下行，中美谈判目前气氛缓和。
- 3、风险因素：全球总需求下滑，中美谈判生变。
- 4、技术上：预期未来震荡加剧，震荡中枢小幅上移。

操作策略：

宏观方面，国内 PMI 继续回落，连续三个月处枯荣线下方，经济继续探底。国家政策对冲经济颓势，货币

和信用继续宽松。同时，从投资者结构和期权结构判断，3月沪铜1904合约有望考验51500压力位，可继续持有多单，临近压力位暂时减仓。

2019 年 3 月

金三银四需求启动

螺纹价格震荡攀升

——2019 年 3 月黑色报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
黑色组

Tel: 0571-85106702

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

行情回顾：

2 月初，由于巴西淡水河谷发生矿坝决堤事故，刺激原料矿价大涨，年后由于需求还在冰点，累库速度又较快，快速高位回调。伴随着元宵节后需求有所回暖，环保检查趋严，螺纹开启振荡上涨走势。总体呈现 N 型走势。

钢材供给：

环保趋严短期影响供给，但电弧炉开工导致周产量继续增加；取消“一刀切”之后，各地钢厂依然维持在一个较高的开工水平，供应量压力不减。

下游需求：

金三银四传统旺季预期，需求恢复速度已经开始加快，且好于去年同期。

未来展望：

金三银四传统旺季预期，以及两会期间和 3 月份天气因素环保加码，供需短期紧平衡对钢价形成一定支撑，3 月震荡攀升概率较大。风险点及关注点：环保限产低于预期、需求落空等风险点。



一、行情回顾：宽幅震荡，呈现N型走势

2月初，由于巴西淡水河谷发生矿坝决堤事故，刺激原料矿价大涨，进而带动整个黑色板块走高。年后由于需求还在冰点，累库速度又较快，基差收平引发做空盘介入，螺纹快速高位回调。2月中下旬，伴随着元宵节后需求有所回暖，恢复速度已经开始加快且好于去年同期，环保检查趋严，对螺纹有一定程度的提振，螺纹开启振荡上涨走势。厂家库存明显下降，社会库存大幅增加但增速明显收窄。目前市场比较担心是钢厂产量同比增幅较大，大部分增量来自电弧炉开工，对价格上涨形成压制，短期在金三银四传统旺季预期下，螺纹价格震荡偏强运行。

图1：螺纹价格走势分析



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

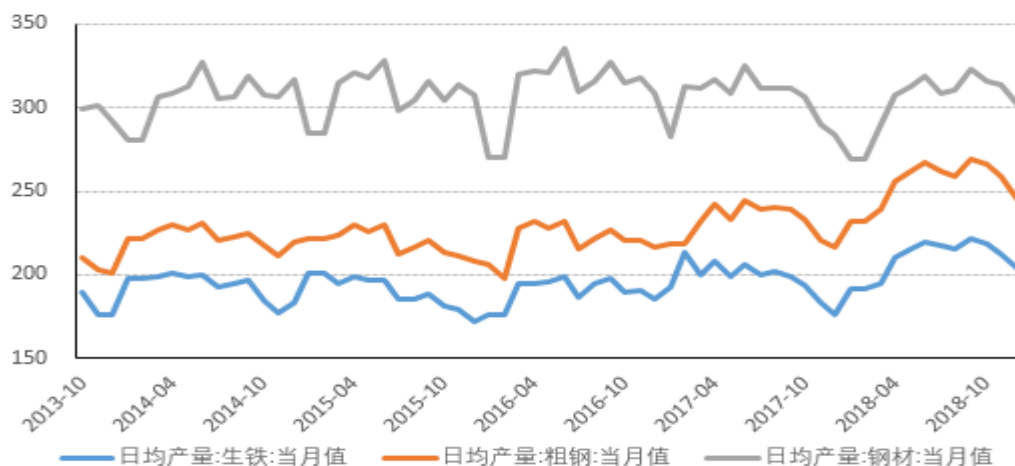
二、螺纹钢市场分析

2.1 供应方面：环保来袭，供应同比高位

对于供给端来说，新一轮环保风暴即将来袭，多地启动三大保卫战。春节长假结束后，京津冀及周边地区、汾渭平原出现了不同程度的大气重污染过程，29个城市发布了重污染天气预警，启动相应应急管控措施，参见下方环保因素行业动态。北方环保检查趋严，对螺纹有一定程度的提振。

国家统计局数据显示，2018年12月全国粗钢产量7612.1万吨，同比增长8.2%；生铁产量6320.1万吨，同比增长9.4%；钢材产量9365万吨，同比增长9.1%。2018年1-12月，全国粗钢产量9.28亿吨，同比增长6.6%；生铁产量7.71亿吨，同比增长3.0%；钢材产量11.06亿吨，同比增长8.5%，供应易增难减。

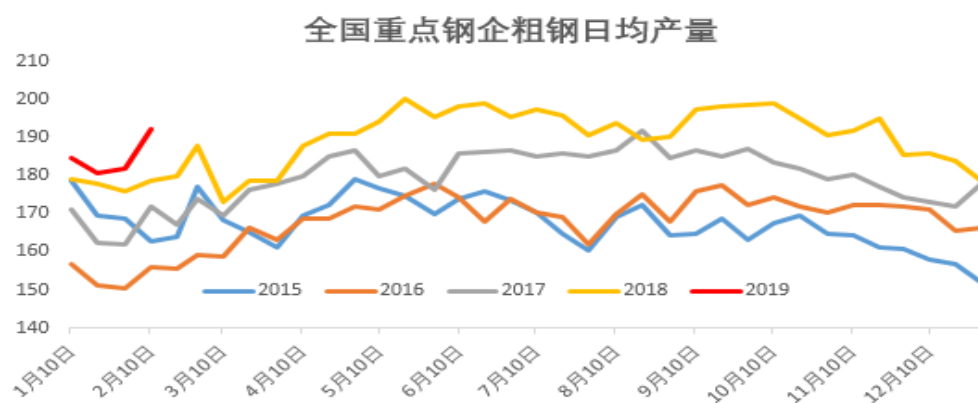
图 2：全国粗钢、生铁、钢材日均产量当月值



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

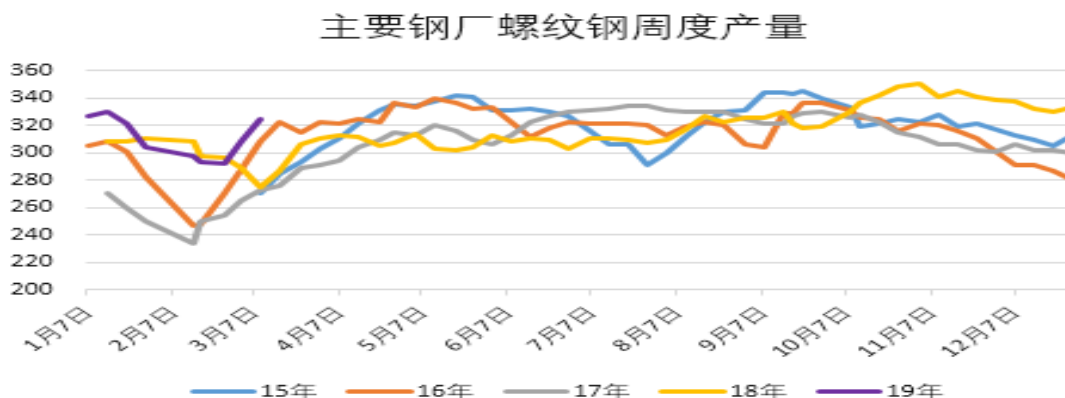
据中钢协统计最新统计数据显示，2019 年 2 月上旬重点钢企粗钢日均产量 192.19 万吨，旬环比增加 10.47 万吨，增幅为 5.76%。截至 2019 年 2 月上旬末，重点钢铁企业钢材库存量为 1420.03 万吨，旬环比增加 334.47 万吨，增幅为 30.81%。截止 3 月 1 日，主要钢厂周度产量创新年内最高点 324.65 万吨，环比上周增加 15.66 万吨。五大品种产量较上周明显增加，其中大部分增量为螺纹钢，螺纹钢 60% 以上增量来自于短流程钢厂的复产，从独立电炉产能利用率来看，本周为 19.62%，较上周增 16.28%，虽然电炉在逐渐复产，但是短期电炉产能利用率很难继续回升，以当前市场价格，很多电炉钢厂是没有什么利润的甚至亏损；高炉端来看，Mysteel 调研 163 家钢厂高炉产能利用率 65.75%，环比微增 0.14%，北方环保有加严迹象，但目前对高炉未产生实质影响，主要影响烧结。重点钢企粗钢日均产量和周产量都出现快速增加，钢材市场价格高度受到一定限制。

图 3：全国重点钢企粗钢日均产量走势



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

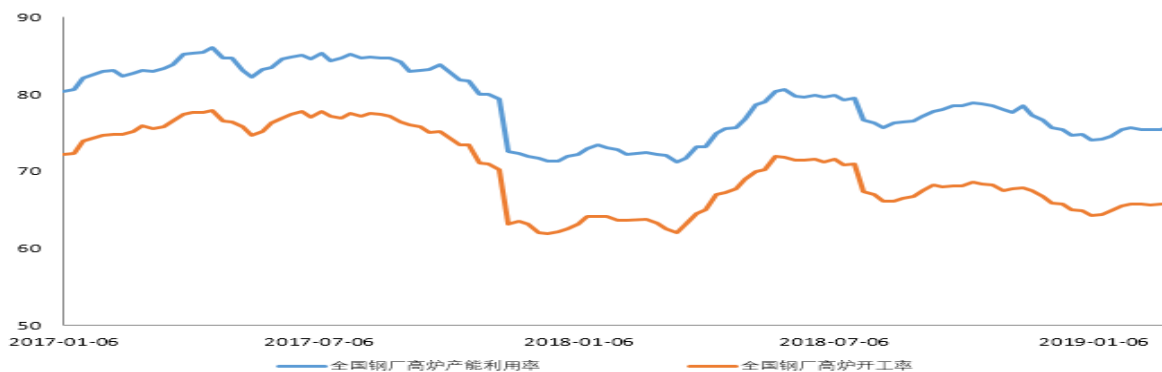
图 4：主要钢厂周度产量走势



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

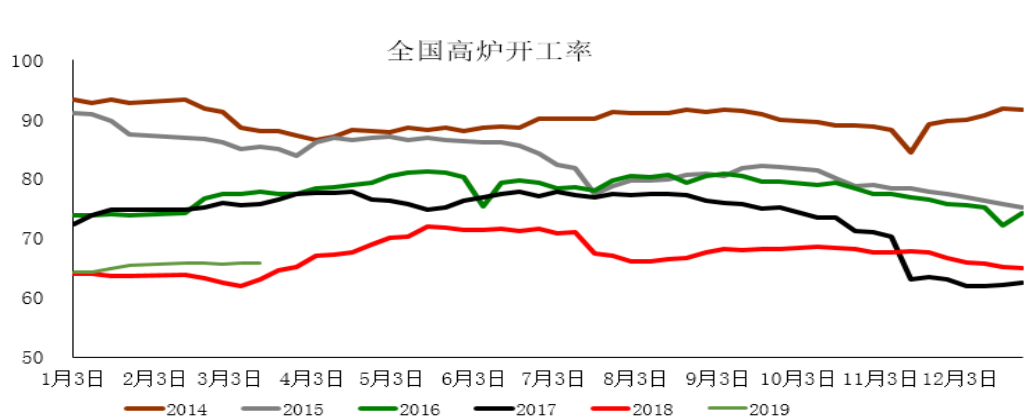
截止 3 月 1 日，全国高炉开工率为 65.75%，高于去年同期水平 3.93 个百分点；全国钢厂高炉平均产能利用率 75.94%，高于去年同期 3.75% 的水平。

图 5：全国钢厂开工率和产能利用率



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

图 6：全国钢厂高炉开工率季节性对比图



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

表 1: 钢厂检修情况

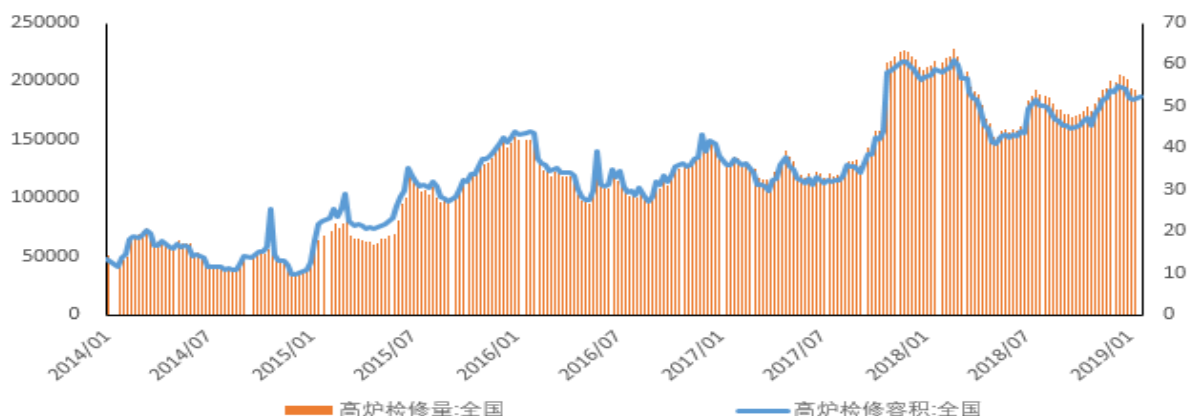
	钢厂	检修时间	检修类型	影响产量
高炉	马钢	2018/10/18-2019/2/28	2500m ³ 高炉	0.62万吨/日
	安钢	2018/11/15-2019/3/15	2200m ³ 高炉	0.5万吨/日
	济源	2018/11/15-2019/3/15	600m ³ 高炉	0.19万吨/日
	莱钢永锋	2018/12/1, 为期80天	1080m ³ 高炉	0.3万吨/日
	汉中钢铁	2019/2/13-2019/4/5	1280m ³ 高炉	0.4万吨/日
	长江钢铁	2019/2/20-2019/5/19	1250m ³ 高炉	0.35万吨/日
电炉	鞍山源鑫	2018/12/3, 复产时间待定	2*40T电炉	螺纹钢0.13万吨/日
转炉	湘钢	2019/2/20-2019/3/2	转炉	0.23万吨/日
中厚板	柳钢	2018/10/28, 复产时间未定	中厚板	0.4万吨/日
	安钢	2018年11月下半月, 复产时间未定	中厚板	0.2-0.3万吨/日
	元宝山	2019/2/18-2019/2/22	中厚板	0.3万吨/日
	普阳钢厂	2019/2/18-2019/2/27	中厚板	0.6万吨/日
正在检修	河北国丰	停产+不饱和生产	热轧	1.51万吨/日
	迁安轧一	铁水不足	热轧	0.25万吨/日
	邯钢	环保限产, 产量下降	热轧	0.15万吨/日
	昆钢	长期检修 (2015年11月10日至今)	热轧	0.22万吨/日
	济钢	停产搬迁	热轧	0.55万吨/日
	安钢	2019/2/16-2019/3/9	热轧	1万吨/日
	汉中钢铁	2019/2/18-2019/3/25	1#棒线	0.33万吨/日
	成钢钒钛	2019年2月下旬-3月底	2条棒材轮流检修 4座高炉轮流检修	棒材20万吨
螺纹钢	安钢	2018/11/20, 复产时间待定	1#高炉	
	山东闽源	2018/11/29, 复产时间待定	螺纹钢	0.25万吨/日
	安钢	2018/12/1, 复产时间待定	螺纹、盘螺	0.4万吨/日
	安钢	2019年2月全月停产	螺纹钢	0.25万吨/日
	安钢	2019/2/11-2019/2/25	螺纹钢	0.25万吨/日
	长江钢铁	2019/2/20-2019/5/19	螺纹钢	0.25-0.3万吨/日
	河钢宣钢	2019/2/20-2019/2/27	螺纹钢	0.38万吨/日
	河钢宣钢	2019/2/20-2019/2/27	螺纹钢	0.275万吨/日
线材	汉中钢铁	2019/2/13-2019/3/5	1#高线	0.35万吨/日
	山西美锦	2019/2/17-2019/3/13	线材	0.2万吨/日

资料来源: 新世纪期货、mysteel

截至 2 月 15 日, 全国高炉检修容积为 186377m³, 周环比增加 2330m³, 检修面积较去年同期减少接近 21700 m³, 今年需求启动较快, 钢厂检修意愿不强, 供给依然有压力。今年全年来看, 预计产量依然会有小幅上升。一方面是因为供给侧改革边际效用在递减, 环保限产政策与去年非采暖季继续限产相比较宽松, 开工率或高于近几年; 另一方面, 新增产能可观, 尤其是废钢短流程的增加, 促进产量持续增长。假设宏观产业政策保持平稳, 则 2019 年钢铁总产量有望继续小幅增长。值得一提的是, 同今年冬季限产放宽一样, 在经济增速承压的背景下, 保 GDP 和环保的较量下, 明年夏季减产政策同样有望松绑, 支撑产量走强。

图 7: 全国样本钢厂高炉检修容积

高炉检修



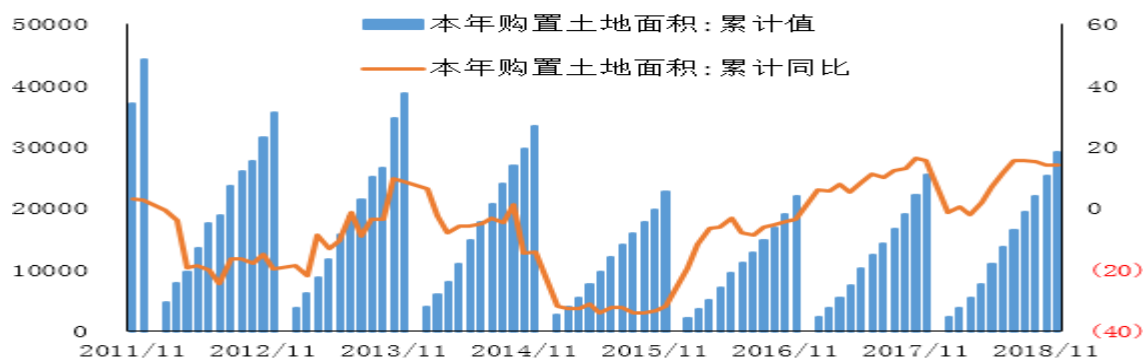
资料来源：新世纪期货、wind 咨询

2.2 需求方面：短期金三银四支撑，长期看基建难以有效对冲房地产下行

2018 年是房地产周期回归的一年，伴随着棚改货币化进程的放缓，总体市场景气逐步见顶回落。从中央到地方一再强调房地产市场调控政策不放松。2018 年 4 月末，资管新规的出台规范房地产企业的融资渠道与方式，影响主要体现在资金端，以信托，保险资管等非标融资为主，限制资金流入房地产市场。2018 年 6 月底，取消棚改货币化安置政策，拆二代成为历史，刺激三四线以下城市房价居高不下的棚改资金消失。7 月 31 日中共中央政治局会议提出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。这也是中央首次明确提出“坚决遏制房价上涨”，确定了下半年的政策基调。

2018 年全年土地购置面积为 29142 万平米，同比增加 14.2%，较 1-11 月下滑 0.1 个百分点。2018 年全国土地流拍率创历史新高。全国范围年共流拍土地 1808 块，相比去年的 936 块增长 93.16%。一线城市流拍土地 21 宗，二线城市流拍 519 宗，三四线城市流拍 1268 宗，三四线城市流拍数量远超一二线城市。

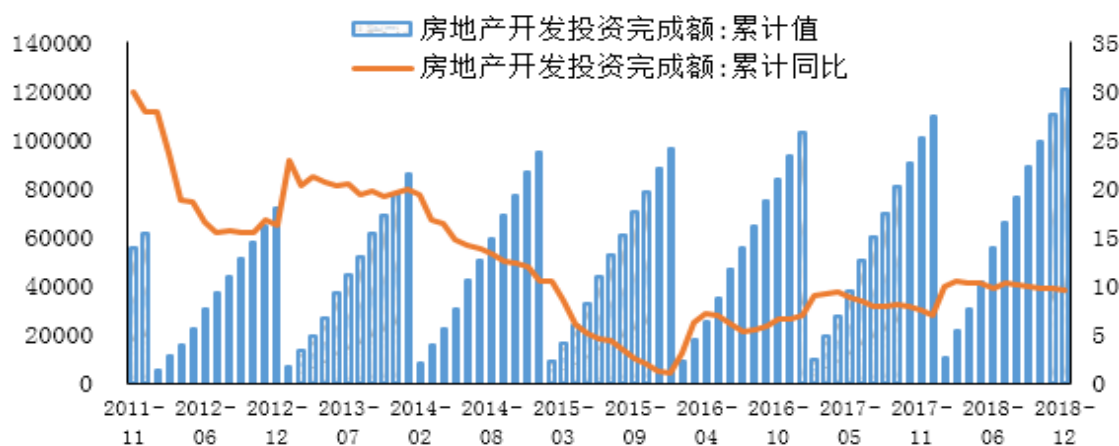
图 8：房地产土地购置面积



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

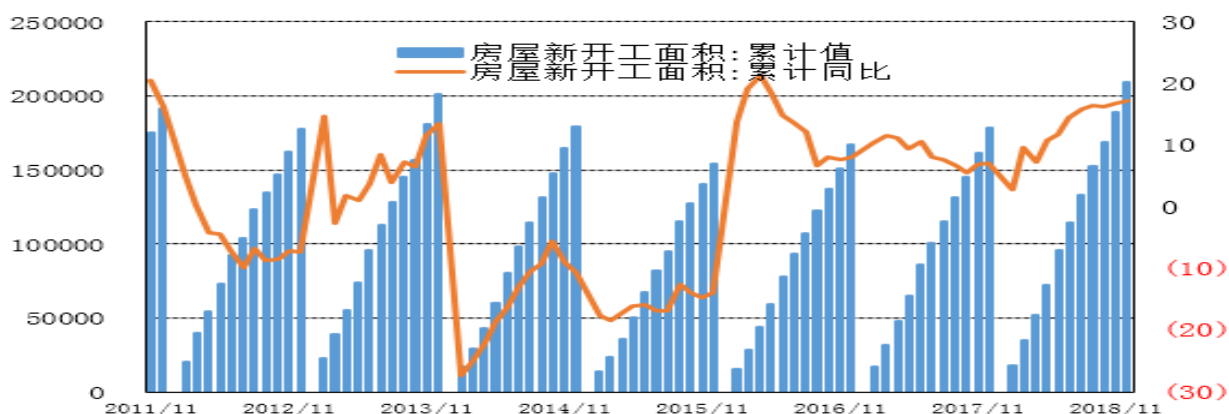
2018 年全年房地产开发投资完成额为 120264 亿元，同比增加 9.5%，较 1-11 月回落了 0.2 个百分点，开发投资额累计增速高位回落，开发投资额增速连续四个月下降，新开工面积增速维持高位，房地产补库存周期稳步推进。2018 年全年房屋累计新开工面积 209342 万平方米，同比增长 17.2%。新开工增速持续大幅走高，反映了企业推盘意愿强烈。随着房地产去库存周期基本结束，推盘需求加上库存的短缺，使得新开工面积增速在房地产开发投资完成额增速下滑的背景下维持高位。从竣工面积来看，从季节性规律来看，四季度是竣工加速的季节，12 月房屋竣工面积环比有所增长，但依然持续下降。2018 年房地产竣工面积同比下降 7.8%，新开工维持高位。两者长期存在较大的剪刀差，反应了当下房企减少了对已售楼盘建安费用的投入，通过加速开建期房，加大预售数量，来改善现金流吃紧现状。我们认为 2019 年商品房新开工面积将较 2018 年会有小幅回落。

图 9：房地产开发投资情况



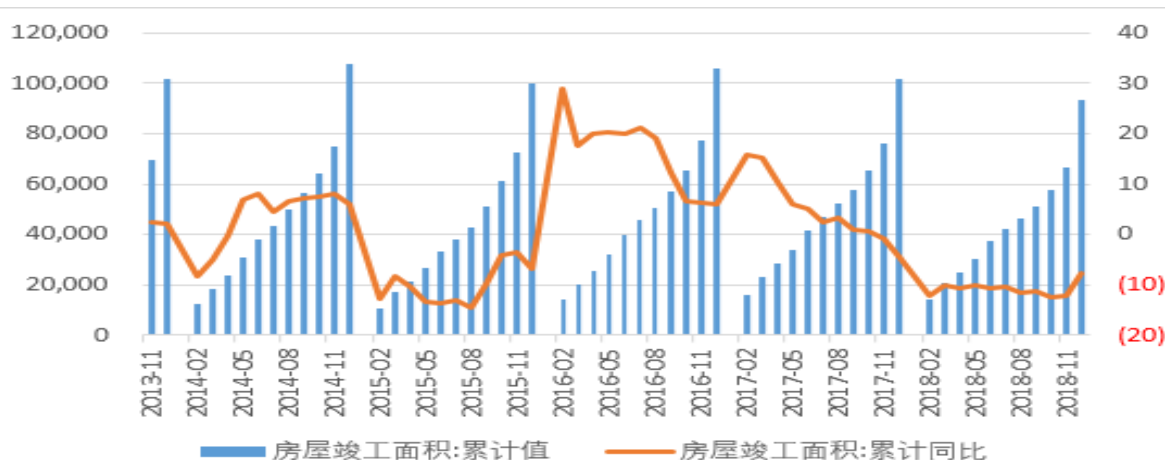
资料来源：新世纪期货、wind 咨询

图 10：房屋新开工面积



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

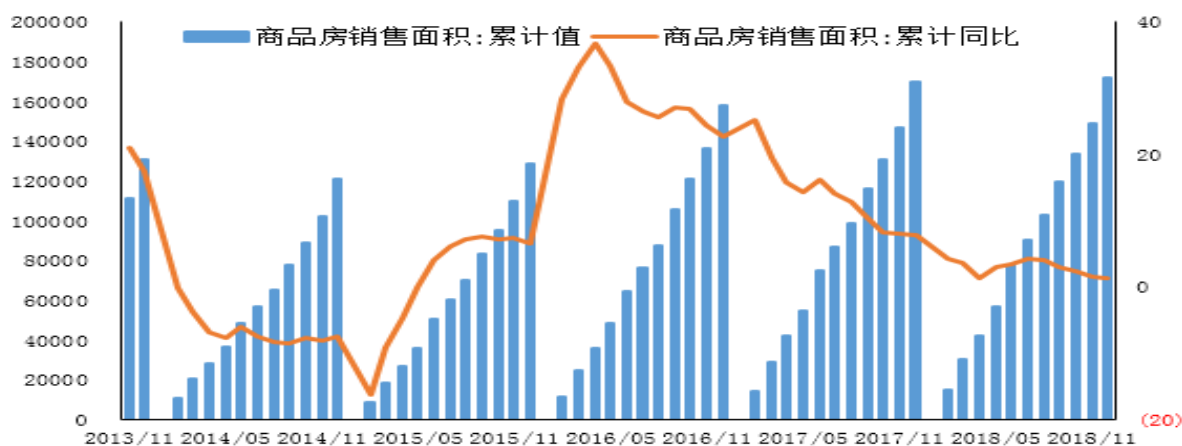
图 11：房地产竣工面积



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

2018 年全年房地产销售面积为 171654 万平米，同比增加 1.3%，较 1-11 月下滑 0.1 个百分点。销售金额 149973 亿元，同比增加 12.2%，较 1-11 月增长了 0.1 个百分点。销售面积增速连续 4 个月下降，符合政策发展趋势，增速下滑，但仍处于正增长，后期出现负增长概率较大；中金报告预计，1-2 月全国商品房销售面积同比下跌 10%，比去年第四季度的下跌 2% 显著扩大；3 月跌幅料进一步扩大至 10% 以上。

图 12：房地产销售面积

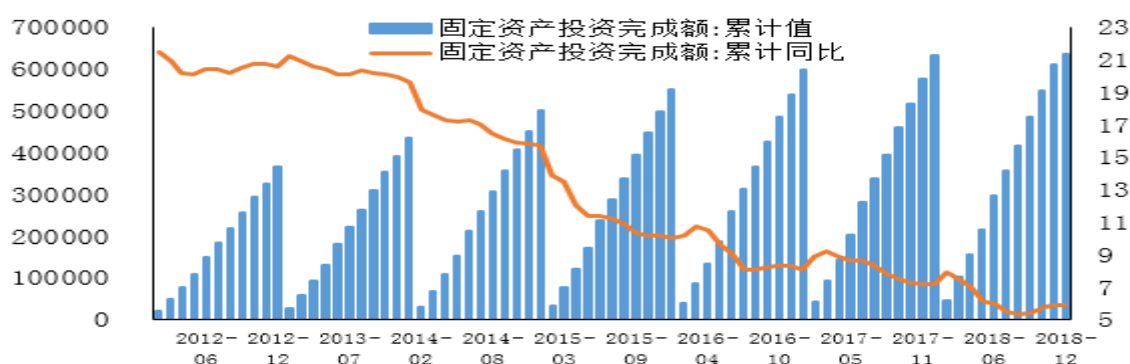


资料来源：新世纪期货、wind 咨询

此外，受政府逆周期调节影响，国内固定资产投资增速出现回升。统计局数据显示，2018 年 1-12 月，固定资产投资完成额累计同比增速为 5.9%，在近期持续的政策托底之下，连续四个月回升，一定程

度对冲未来地产下行带来的钢材需求下滑。2018年下半年国家陆续出台促进基础设施投资稳定发展的政策措施，补短板、保在建，2019年上半年基建补短板效应会逐步显现，从而为经济增长托底。根据各地政府工作报告，2019年固定资产投资或重点项目投资计划也纷纷揭晓。仅福建、天津、陕西、四川、河南、河北、安徽、湖北、江西等9省市发布的重点项目投资总规模已接近25万亿元。北京也将推进300个市政府重点项目，预计完成投资约2354亿元、建安投资约1243亿元。“铁公机”、“电气水”等传统基建、重大产业项目、生态环保项目等依然是各地投资主要领域。若干省份还布局投资人工智能、工业互联网、物联网等领域，投资规模可观。这些重点项目将有力支撑钢铁行业发展。

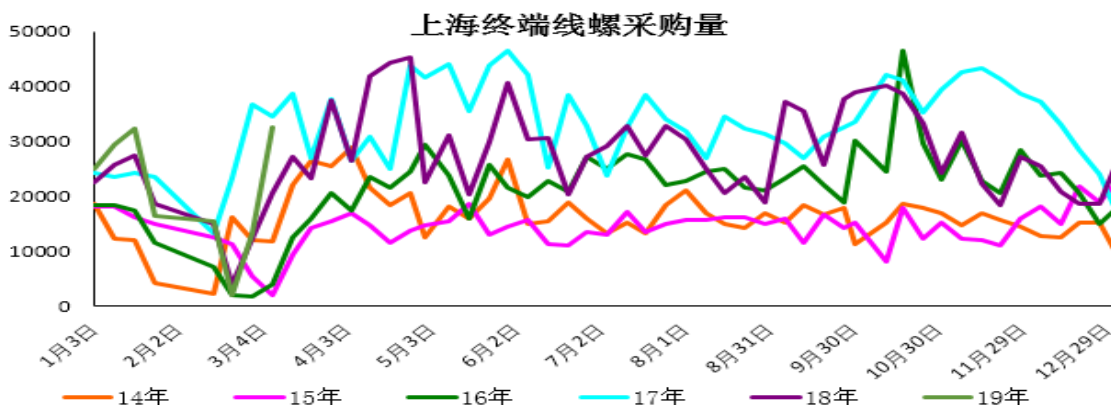
图 13：固定资产投资情况



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

2月，受春节假期影响，国内钢市需求下滑，从监测的沪市终端线螺采购数据来看，2月份沪市线螺终端日均采购量下降60.76%，较上月大幅下滑。从节前几周情况对比来看，今年的需求下降整体周期要略短于去年，随着元宵过后，返工潮来临，需求在元宵后如期启动，截止3月1日当周，上海终端线螺周度采购量为24987吨，环比回升19292吨。从mysteel建材成交数据看，全国237家贸易商建材日均成交量具有短线指引，截止2月28日，日需求量13.89万吨，金三银四的需求还是值得期待。

图 14：上海终端线螺采购量



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

图 15：全国建筑钢材成交量



资料来源：新世纪期货、wind 咨询

2.3 环保因素

全国各地环保限产政策此起彼伏，行业动态主要有以下：

1、邯郸发布重污染天气橙色预警 启动Ⅱ级应急响应，全国多地出现雾霾等重污染天气，各地出台应急预案，钢铁行业针对各地文件采取应急减排措施，环保加严；邯郸启动重污染天气红色应急响应，解除时间另行通知。这也是该市 2019 年首次启动重污染天气红色应急响应。唐山市生态环保督查组已分别进驻古冶区、丰南区、高新区。

2、2 月 23—25 日我省（江苏省）受北方污染物输送和不利气象条件共同影响，大气污染将进一步加重并持续，预计 13 个设区市自 2 月 22 日夜间起空气质量可达中度—重度污染，达到《江苏省重污染天气应急预案》橙色预警启动条件，自 22 日 18 时，将苏北 5 市重污染天气黄色预警升级为全省重污染天气橙色预警。

3、根据环境监测与气象部门会商研判，按照《乐山市重污染天气预防和应急预案（2017 年第二次修订）》，决定于 2 月 22 日 12 时起，启动乐山市重污染天气蓝色预警。请各地、各部门严格按照预案要求，启动并落实Ⅳ级响应措施。

4、根据 2019 年 2 月 21 日焦作市大气研判会意见及最新数值模式预报结果，预计未来一周，我市（焦作市，下同）将持续出现重度污染过程，个别时段将达到严重污染程度，符合《焦作市重污染天气应急预案（2018 年修订）》（焦政办〔2018〕93 号）（以下简称《预案》）规定的红色（Ⅰ级）预警

启动条件，市污染防治攻坚战决定，自 2019 年 2 月 22 日 0 时起，将我市目前执行的重污染天气橙色（II 级）预警上调至红色（I 级）预警，预警解除时间另行通知。

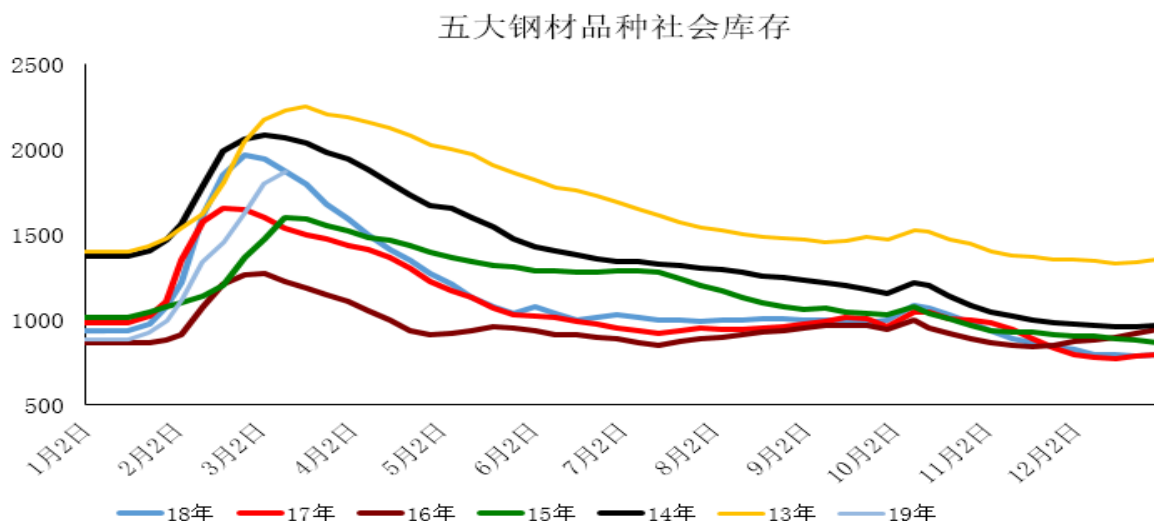
5、根据中国环境监测总站与京津冀及周边地区省级环境监测中心会商结果，山东省内陆地区将出现一次大范围的中至重度污染过程。其中，预计济南、淄博、枣庄、东营、潍坊、济宁、泰安、临沂、德州、聊城、滨州、菏泽 12 市于 19 日至 22 日将出现连续三天以上中至重度污染天气。截止目前济南、淄博、枣庄、济宁、泰安、德州、聊城、菏泽市已相继发布重污染天气橙色预警；东营、潍坊、临沂、滨州市已相继发布重污染天气黄色预警。且各地区已发布重污染天气应急响应。据悉，各市重污染天气预警期间，将开展工业企业减排、扬尘污染减排等一系列措施减少污染排放。

6、据生态环境部官方微博消息，近期中国气象局国家气候中心与生态环境部中国环境监测总站联合开展了 2019 年 3 月大气污染扩散气象条件预测会商。预计 3 月，京津冀和汾渭平原气温均较常年同期偏高、湿度较大，大气污染扩散条件差，中下旬发生持续重污染天气概率较高。

2.4 库存方面

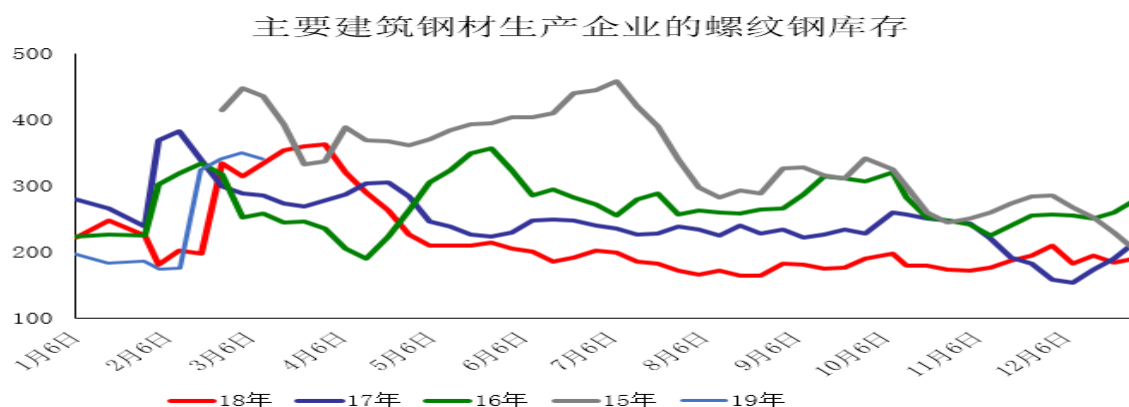
库存方面，螺纹钢钢厂库存节后首降，但总库已接近去年峰值。社会库存方面，据统计，3 月 1 日，全国 35 个主要城市的钢材社会库存 1867 万吨，较上周增加 750.6 万吨，其中螺纹钢社会库存量 1018.66 万吨，较上周增加 64.56 万吨。厂库库存出现首次下降，螺纹钢厂库库存量 340.59 万吨，较上周减少 8.69 万吨。

图 16：五大钢厂社会库存走势图(万吨)



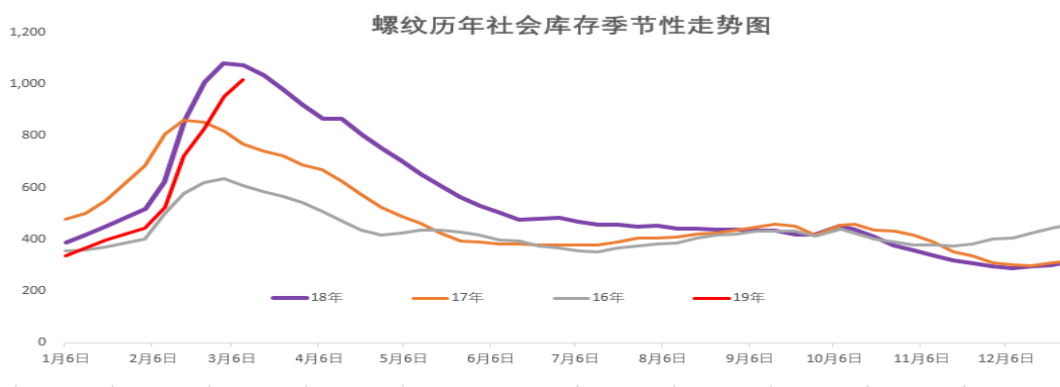
资料来源：新世纪期货、wind

图 17：钢厂厂库库存走势图(万吨)



资料来源：新世纪期货、wind

图 18：螺纹钢社会库存走势图

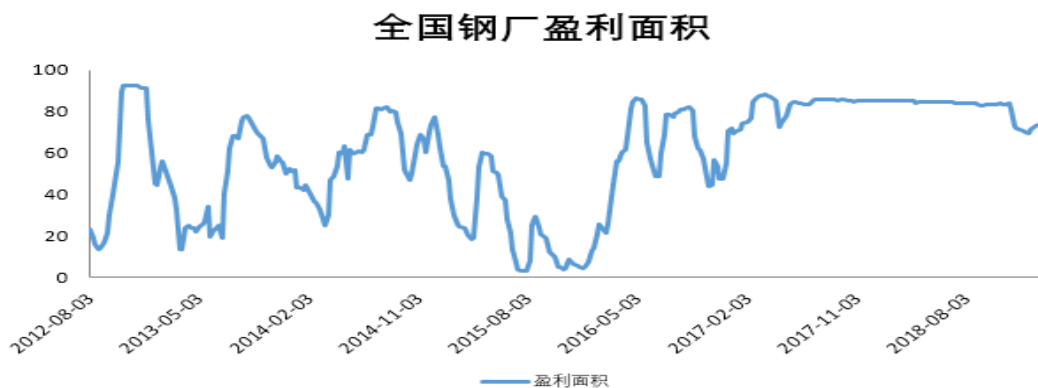


资料来源：新世纪期货、wind

2.5 钢厂盈利方面

盈利方面，钢厂盈利面积重心下移后小幅回升，截止 3 月 1 日盈利面积 73.62%，环比回升 0.61%。随着环保加码，期现货小幅回升，螺纹钢盘面利润为 530 元/吨，现货利润 570 元/吨，电弧炉利润-160。后续供应端呈现持续增加的态势，环保不一刀切，现货利润和盘面利润以及电弧炉利润还是有压缩空间。

图 19：全国钢厂盈利面积图



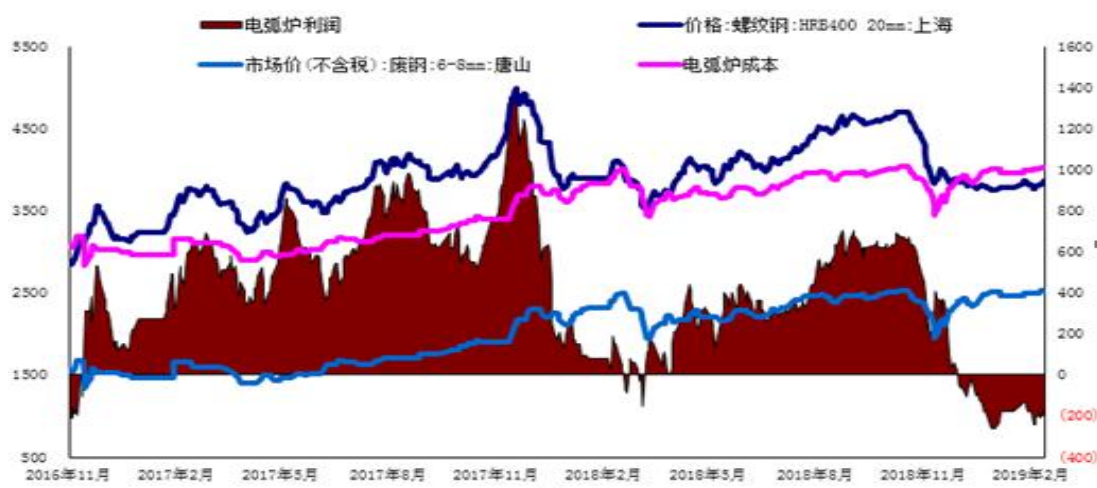
资料来源：新世纪期货、wind

图 20：螺纹钢现货利润走势图



资料来源：新世纪期货、wind

图 21：短流程电弧炉利润走势图



资料来源：新世纪期货、wind

三、后市展望

总体来看，环保趋严短期影响供给，但钢厂产量同比增幅较大，供应量压力不减，大部分增量来自电弧炉开工，对价格上涨形成压制；金三银四传统旺季预期，需求恢复速度已经开始加快，且好于去年同期，对螺纹有一定程度的提振。厂家库存明显下降，社会库存大幅增加但增速明显收窄。两会期间和3月份天气因素环保加码，供需短期紧平衡对钢价形成一定支撑，3月震荡攀升概率较大。风险点及关注点：环保限产低于预期、需求落空等风险点。

新世纪期货研究机构

投资咨询部

地址：浙江省杭州市下城区万寿亭街 13 号
电话：0571-85165192

研究院

地址：浙江省杭州市下城区万寿亭街 13 号
电话：0571- 85153988

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。

2019 年 3 月

检修风徐徐吹，库存慢慢去

——2019 年 3 月聚烯烃报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
化工组

Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

已经过去 2 个月的 2019 年，塑料 PP 的行情波动率在减小，大概将节点划分下春节，春节前的一个月宏观预期偏弱，产业低库存运行策略不更，但是外盘低价货源进来较多，也使得年后的进口量大增，港口库存大累。春节后两油库存超预期累超过去年同水平，但已经低于去年水平，产业和盘面投机客共振，买货积极和盘面上涨相互反馈，但基差不跟，短期宏观利好，终端消费情况有待落实，并不是那么好的，当然关注产业去库节奏，去库加快，还能涨点儿，速度降下来，跌价去库。

塑料的情况有些类似，但是 3 月会出现不同，主要是地膜有个旺季启动备货的差异，而 PP 没有更明显的需求旺季支撑。宏观预期小好，产业相对偏弱，上游库存压力仍较大，下游接货积极性下降，基差也并不走强，3 月底的地膜启动有待跟进，需求支撑预期明显，两油库存回落较快，但是贸易商库存问题变严重，检修季和需求旺季，废塑料问题逐渐清出边际。风险在于此和原油。



1、行情回顾：整个一震荡平台，塑料 8650 VS PP8750

由于整个聚烯烃的整体供需矛盾并不强烈，PP 方面国内粒料供应相对高位，而进口量也预计会增加，需求在缓慢地恢复，但影响力度并不大，而关注要点在于临检装置的利好支撑，库存暂时的维持在中上游累积，下游的原料库存不会过多，但是情绪变好，采购补库增加。价差体系来看，非标处弱势的情况已经转好，丙烯单体现货估值稍有偏高，而反映到盘面上，带动了现货向上的节奏，但是由于库存的压力还在，短期仍看震荡这样一个格局。

塑料来说，国内供应相对没那么大压力，港口的压力是前面进口货源冲击还在，但是前面已经说过了的地膜旺季还是对盘面有较强的支撑，从石化库存也能发现两油库存下降的主要是 PE 的，PP 只是小幅减少。中长期 LLDPE 仍适合逢高空配这样一个操作，但是原油这个风险波动近期太大了，所以和 PP 一样哪怕是 3 月塑料唯一炒作就在地膜了，实际上行情预期反馈消化得往往不及预期。

图 1. LLDPE 收盘价

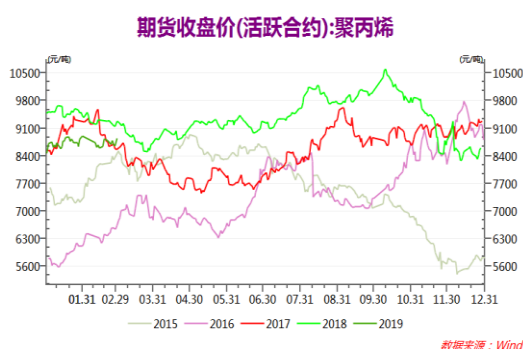
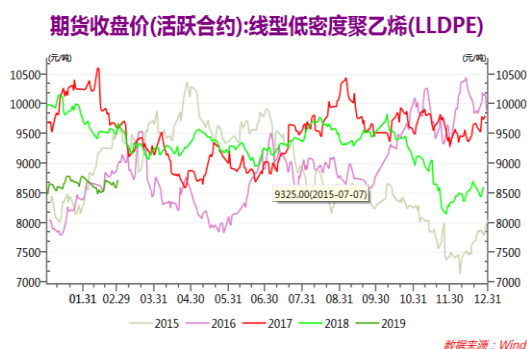


图 2. PP 收盘价



资料来源：wind 资讯

2、基本面情况：新投产压力在下半年，上半年将是年高点

聚烯烃 2019 年面临高投产压力，具体是 PE 的国产+海外的高供应，PP 以国内为主多元化发展，国外近几年少有的投产力度，详情可见表。

根据以往经验，投产项目延后可能性非常高，尤其国外装置，大概率一拖再拖，所以产能压力很可能集中在下半年，季节性有国外春季检修和国内夏季检修高峰支撑，整体长期利空强于利多，对于 19 年是检修小年这个预判似乎被临检打乱。

表 1. PE 国内投产 2019

2019年PE国内投产			
宝丰二期	30	HD	2019.4
中安煤化	35	全密度	2019.4
青海大美	30	全密度	2019.4
浙江石化	75	HD/全密度	2019.5
宝来石化	75	HD/全密度	2019.9
恒力石化	40	HD	2019.10月
大庆联谊	40	HD	2019.10月
	325		

表 2. PP 国内投产 2019

2019年PP国内投产		
卫星石化	15	2019.2
宝丰二期	30	2019.3
巨正源	60	2019.3
中安煤化	35	2019.4
浙江石化	90	2019.5
青海大美	40	2019.5
宁波福基二期	80	2019.8
宝来石化	60	2019.9
恒力石化	40	2019.10月
甘肃华亭	20	2019.10月
大庆联谊	50	2019.10月
	520	

资料来源：卓创资讯、隆众资讯

表 3. PE 国外投产 2019

2019年PE国外投产				
美国	台塑	80	40LD/40HD	2019.3
美国	Sasol	87	47HD/LL/40LD	2019.1
伊朗	INDIMESHK P	30	30LD	2019.7
美国	巴塞尔	40	50HD	2019.7
马来西亚	马油	75	40HD/35LL	2019.7
俄罗斯	西布尔	150	70LD/80LL	2019.9
韩国	韩华-道达尔	40	40HD/LL	2019.10月
		502		

表 4. PP 国外投产 2019

2019年PP国外投产			
阿塞拜疆	Socar	18	2019.1
韩国	晓星	35	2019.1
俄罗斯	西布尔	50	2019.5
马来西亚	马油	90	2019.7
日本	JPP	15	2019Q4
伊朗	Okran	45	2019Q4
印度	印度石油	70	2019.1
		323	

资料来源：卓创资讯、安迅思

2.1 供应：国内供应增加有限，进口货源冲击较大，检修风来了

供应方面的看法如题总结，因为检修淡季过去，2月过后逐渐停车检修的装置增加，刚刚过去的2月份PP检修损失量约为13.83万吨，3月份检修损失大概率增加，基于二季度是装置检修高峰期，上游供应将会减少，同时天气转暖，下游需求有所提升，截至2月底下游开工率基本提高了5个百分点，管材和塑编行业迎来相对的需求旺季，后续随着需求量回升以及检修损失量的增加，库存去化速度有望保持，供需矛盾会得到一定缓解，这个推导情况也适合PE。

长期看标品的排产比例会越来越少，塑料制品在走向高端化和专业品牌化，检修的力量还是不容忽视。

图 3. LP 价差走势

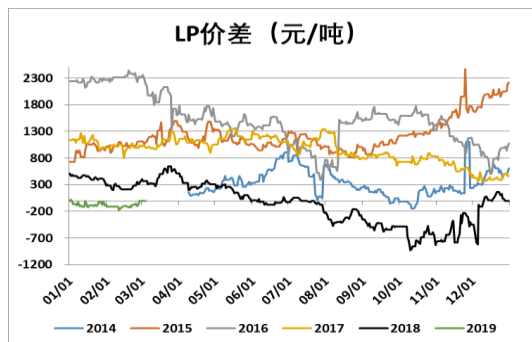
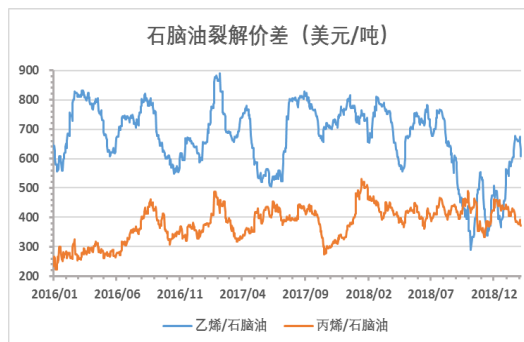


图 4. 乙丙烯与石脑油的裂解价差



数据来源：wind 资讯，新世纪期货

图 5. PP 装置检修月损失量

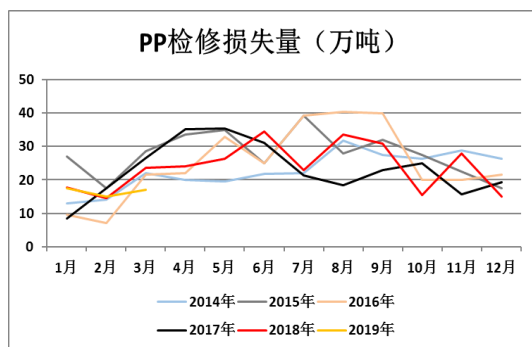
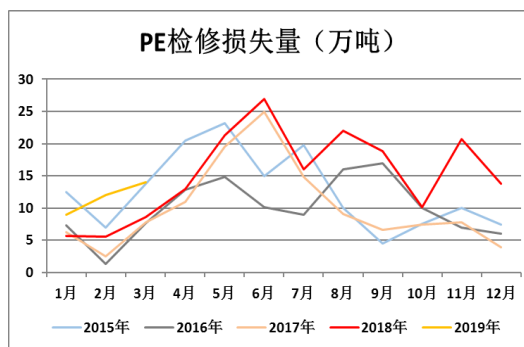


图 6. PE 装置检修月损失量



数据来源：wind 资讯，新世纪期货

图 7. PP 标品产量

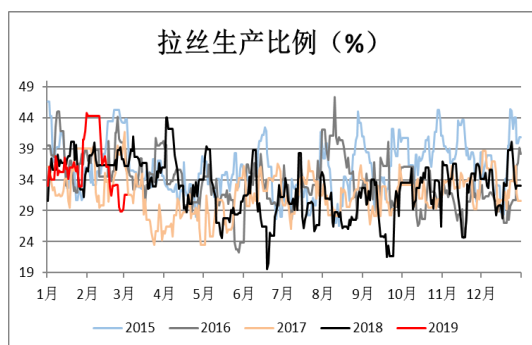
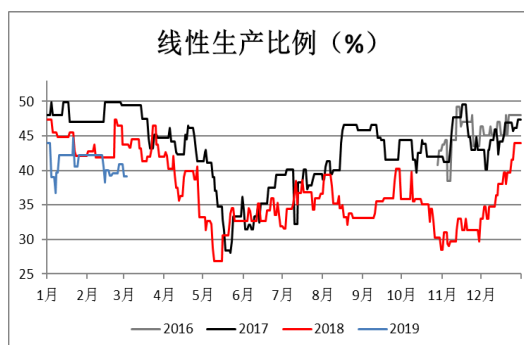
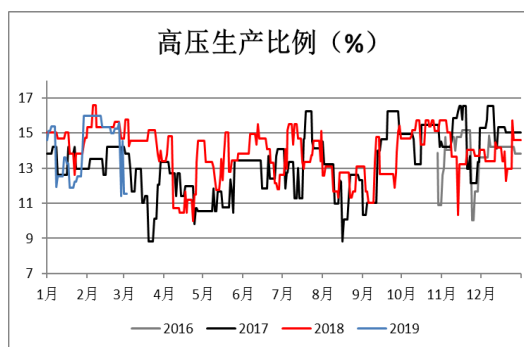
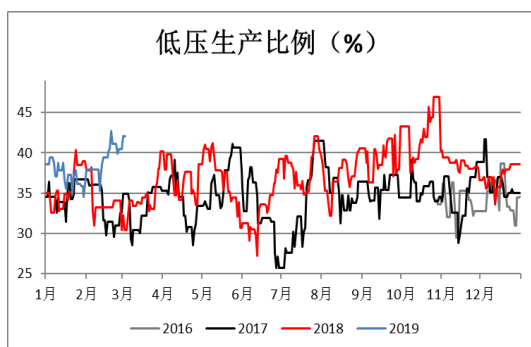


图 8. PE 各品种产量





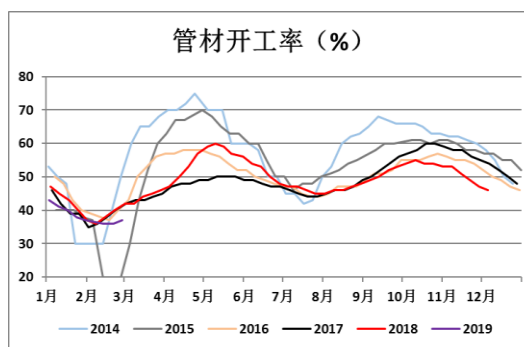
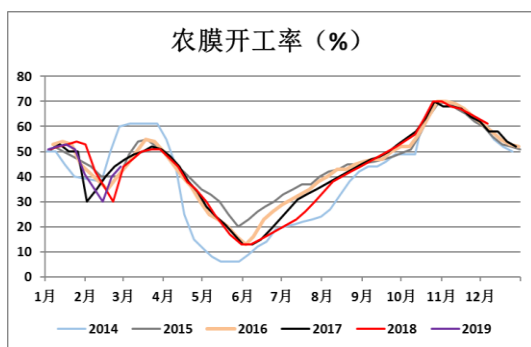
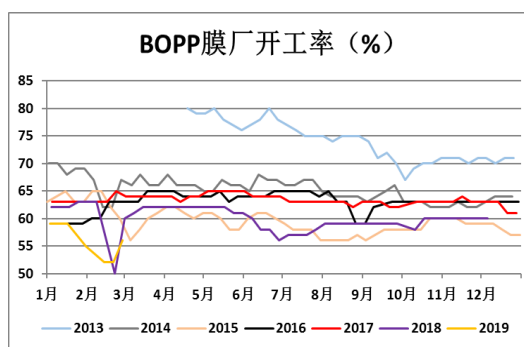
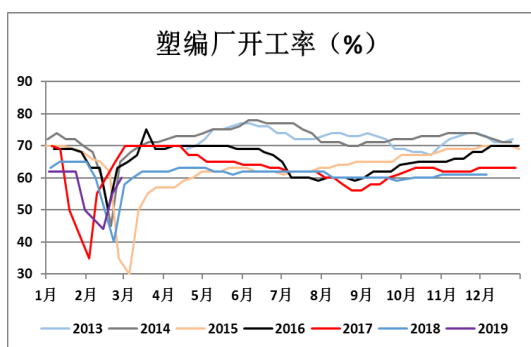
数据来源：wind 资讯，新世纪期货

2.2 需求：塑料制品出口不好，国内刚需的节奏

汽车产销数据在3季度后表现非常弱的状态，包括家电因为终端消费不好迹象，出口贸易等方面整个在下行，PP的主流下游塑编出口情况今年整体较差，PE的出口需求由于中美贸易战问题影响较大，这种影响力在未来可持续。

图9. PP 下游开工率

图10. PE 下游开工率



数据来源：wind 资讯，新世纪期货

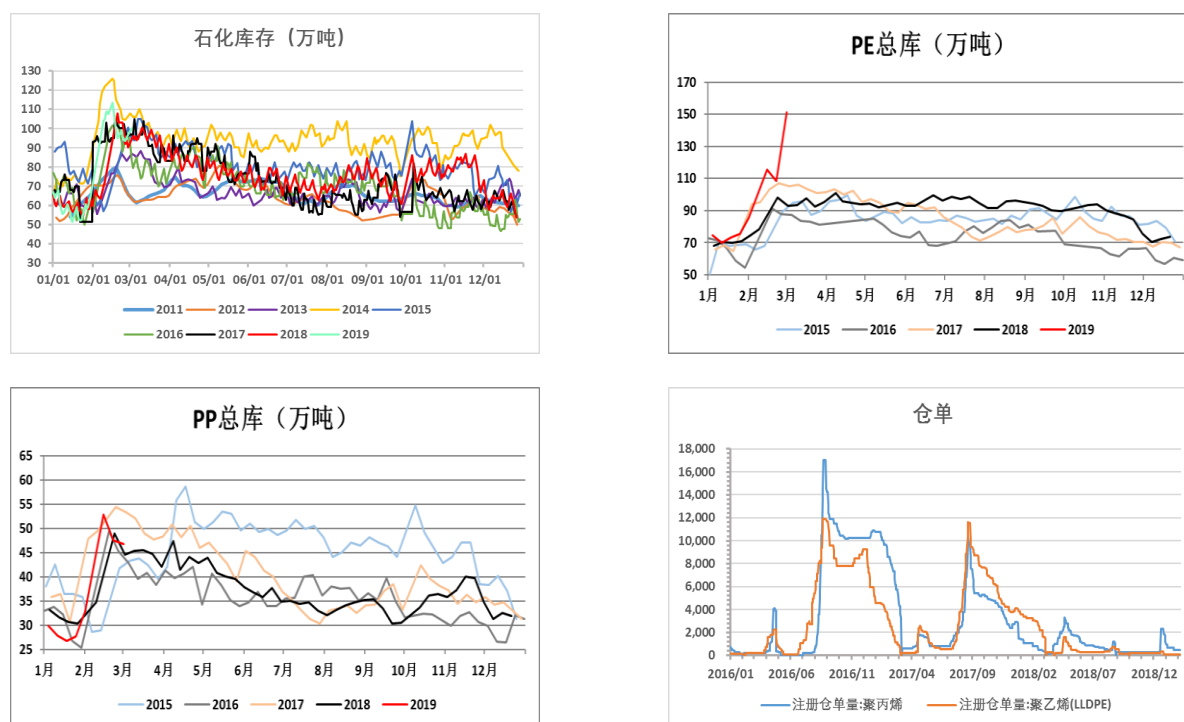
2.3 库存：中上游累库问题亟待解决，隐性压力被市场逐渐认识到的投机度减少

库存作为供需后置变量，18年PP产业链整体今年围绕低库存作为多头配置，相应LLDPE因高库存长期作为空头配置，直接导致PL价差节节攀升。到了19年截至目前，PP仍然是相对低库、PE相对高

库，但这一格局很快会转变。另外聚烯烃的隐性库存越来越成为市场透明地段，和以前的不透明两油库存数据类似，似乎市场交易的逻辑越来越敏锐化，散户收益率要降低的。

截至3月4日石化库存100万吨，PP广义总库存（石化+贸易+港口）46.76万吨，居于同期偏高位置，尽管PE更甚，3月矛盾还是库存如何去掉。

图 11. 塑料、PP 产业链库存走势



数据来源：wind 资讯，卓创资讯，新世纪期货

2.4 价差与利润：压缩生产利润正当时，比价结构健康

现在这个时候其实很适合压缩生产端利润，但是原油经常打乱这个节奏，而供需的矛盾在变好，也不于这一改变，好像利润还要在后面慢慢回调。比价方面主要是非标譬如 HD、LD 及共聚的弱势情况持续了较长时间，而出现好转的迹象已经表明这方面矛盾，抑制 PP 粒料和线性 PE 价格的影响在减弱，总之是一种改善。从往年看，正套的行情还要继续，尽管去年下半年正套走得很利索，但 59 的近强远弱大概率是要延续的，因为 5、9 合约所处供需关系还是有较明显差距，显然 9 月压力会大于 5 月的矛盾。

图 12. LLDPE 基差

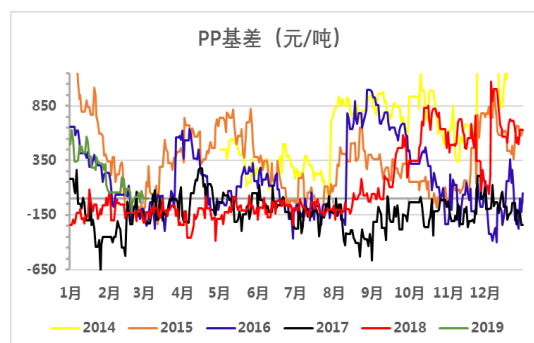
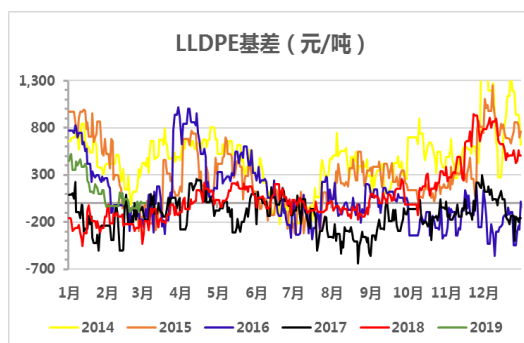


图 13. PP 基差



数据来源: wind 资讯, 新世纪期货

图 14. PP 主力和次主力价差

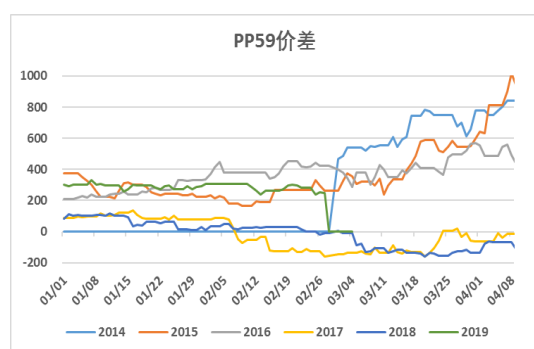
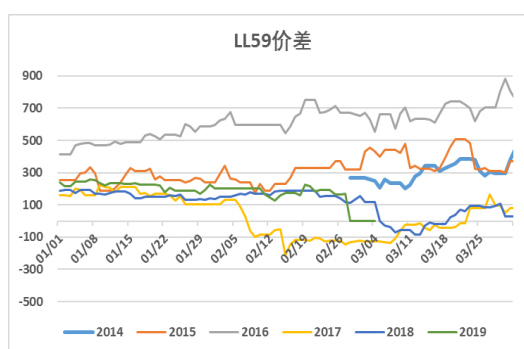


图 15. LLDPE 主力和次主力价差



数据来源: wind 资讯, 新世纪期货

图 16. HDPE/LLDPE 价差季节性走势

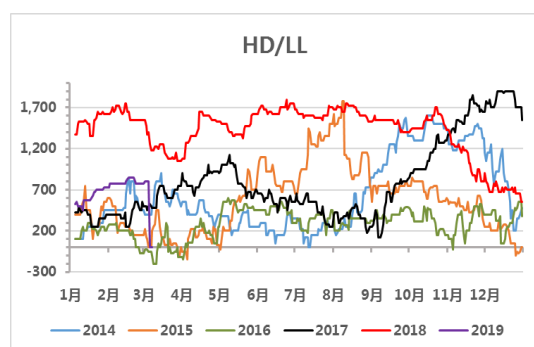
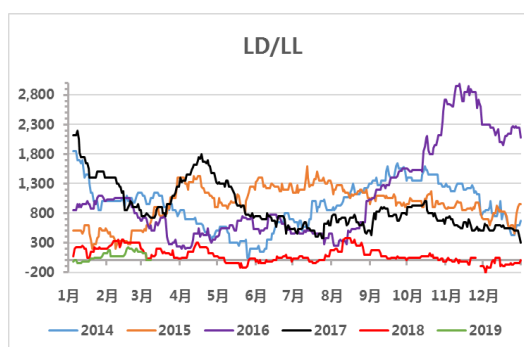


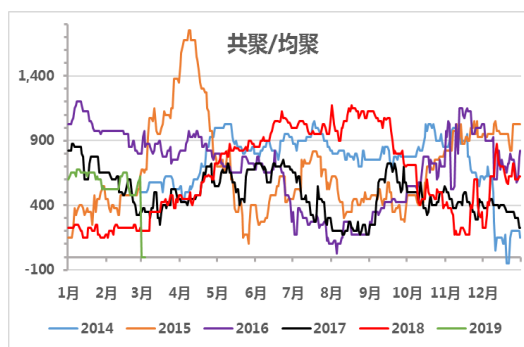
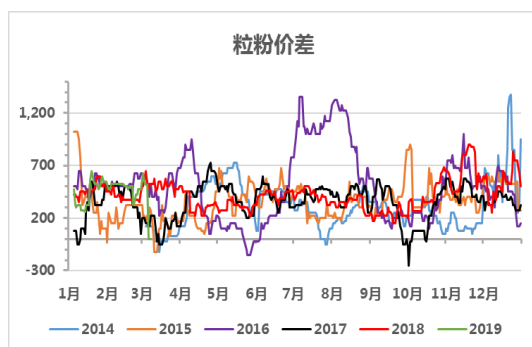
图 17. LDPE/LLDPE 价差季节性走势



数据来源: wind 资讯, 新世纪期货

图 18. PP 新料和粉料价差季节图

图 19. PP 均共聚价差

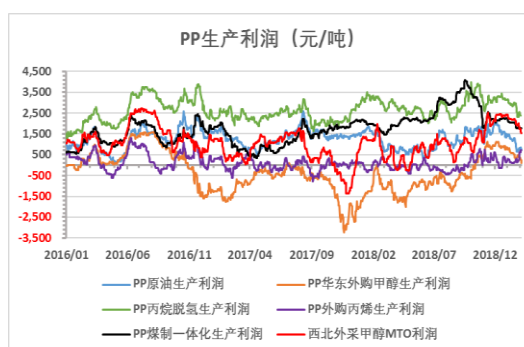
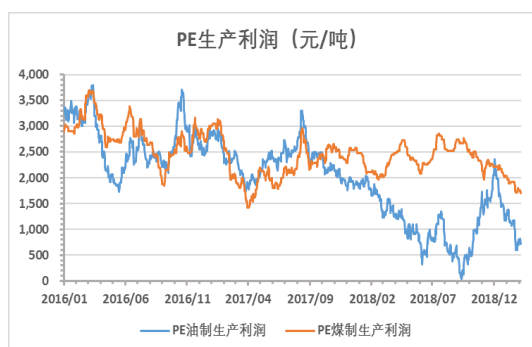


数据来源：wind 资讯，新世纪期货

生产利润就靠慢慢去调节了，毕竟聚烯烃还是供需不宽松的行业，至少 2020 年前还能保持 90% 上的开工率。上游丙烯和粉料支撑较强，MTO 和油制利润较好，关注下游买货情况，否则短期在宏观利好支撑不多情况下买点并不好，但是 05 合约面临新投产压力较小，季节性考虑 59 正套较合适。

图 20. PE 生产利润

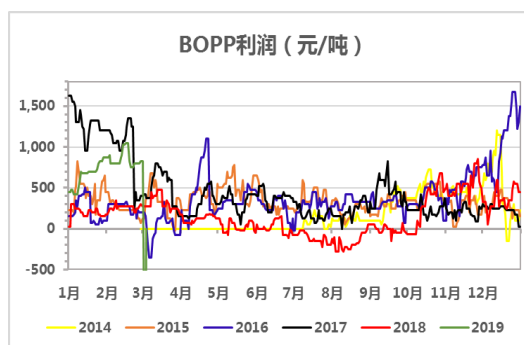
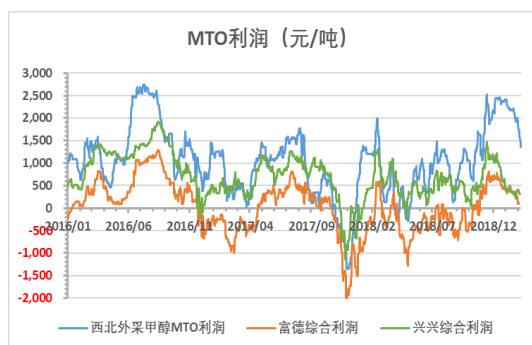
图 21. PP 不同来源生产利润



数据来源：wind 资讯，新世纪期货

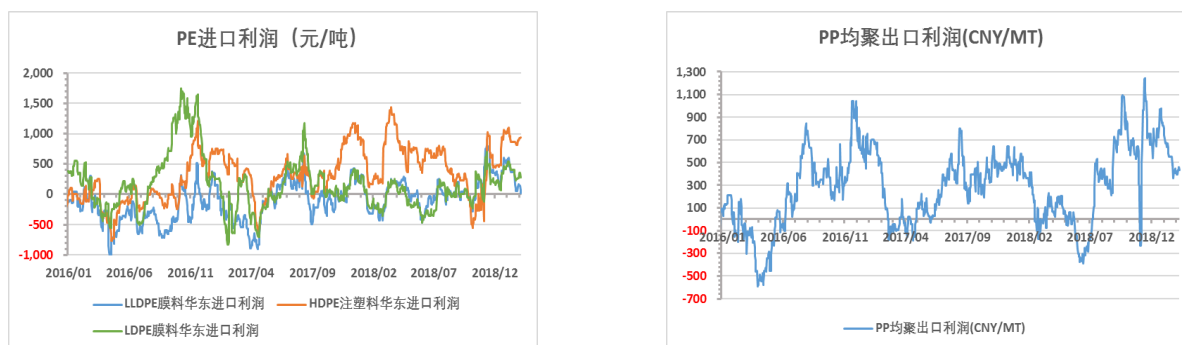
图 22. PP 外采甲醇典型工厂利润

图 23. PP 下游 BOPP 膜厂利润



数据来源：wind 资讯，新世纪期货

图 24. PE 进口利润和 PP 出口利润



数据来源: wind 资讯, 新世纪期货

3、三月行情展望: 震荡格局, 月底有望开涨

3.1 塑料 PP 的上下沿: 产业利润是顶也是底

价格锚定: 可量化的数据分析、平衡表的推论、短期消息面的冲击、宏观的不可控性、产业链细节推理和中观影响。从历史价格极值里判定价差体系是否健康, 价差体系包括基差、月差、内外盘价差、区域价差、非标品价差、跨品种价差、产业链利润、以及其他基本面可观测指标 (检修损失量、下游开工率、季节性等)。从行情驱动来说, 要么供需要么生产利润, 今年无疑是油制利润成为塑料行情最大推手。

塑料的顶: 高油价时候, 进口利润是上沿边际考虑关键因素, 即进口利润维持的时长直接影响进口量多少, 进而改变国内供需结构。盘面上涨, 基差不跟、非标偏弱以及进口窗口打开。

塑料的底: 生产利润低点的话底部支撑较强, 油价是风向标。不考虑煤制利润是因其太高了。

PP 的顶: 进口利润持续放开、非标共聚长弱, 现随随盘面上涨乏力, 价格下跌势能形成。

PP 的底: 华东外采甲醇的 MTO 装置利润盈亏是供应边际值, 长期亏损价格反弹动能较足。高油价是风险点。短期跌太多, 底部不一定形成。

3.2 三月确定性和不确定性: 检修和地膜旺季是利好确定性, 宏观和中美协议结果不确定

聚烯烃高供应在上半年仍然是 18 年的产能基数并且在新投产出来前增量都有限, 因为检修会越来越多, 无论是计划好的还是临时的都将是对盘面产生振奋, 而宏观和股市是否继续保持小牛路径? 目前来看似乎短期的市场情绪偏好, 中美贸易谈判则越来越淡化这种对市场消息的冲击作用, 目前看到的美国要求中国减税, 而对中国的 10% 税值保持不变, 对宏观作用向下趋势增加。

3.3 策略及风险提示

3 月行情建议做正套入场, 未来是季节性正套区间打开。

LP 套利机会今年大概率平平，供应端上半年 PP 新增投产落实较少，PE 有地膜旺季，但产业链仍是 PP 低 PE 高。

PP-3*MA 套利做缩小，从历史区间看波动较大。

LLDPE/PVC 套利短强长弱，主要是二者新投产能这块压力区别，能够产生较大波动还是要靠供应端驱动。

风险提示：原油和宏观变动超预期，检修不及预期和地膜偏离市场。

2019 年 3 月

需求回暖，成本支撑，价格驱动偏强

——PTA、MEG3 月月报

新世纪期货研究院（投资咨询）

化工组

Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

传统需求旺季来临，聚酯上下游产销数据回升中，面料市场复苏中。

中美贸易关系缓和，对需求也有提振，整个商品市场的风险偏好都有所恢复。面对经济下行压力，央行持续通过各种措施来增加市场流动性，均对商品市场有一定正向积极影响。

2 月份 PTA 供应较为稳定，库存回升超预期。后市供应压力不大，且需求回暖，供需格局存改善预期。

MEG 阶段性供应压力缓解。国产装置开工降低且部分新产能投产不及预期，且随着需求旺季临近，下游备货也积极升温，近期 MEG 库存增速放缓，后市有转升为降的趋势。

PX 走势对 PTA 形成有力的支撑。目前 PTA 加工费已经在底部区间运行，继续回落的空间几无。而亚洲 PX 整体供需格局维持偏紧，PX 价格将延续高位运行，这将支撑 PTA 价格企稳回升。



一、聚酯产业链下游需求有望升温

春节前市场对 PTA 预期较为乐观，下游聚酯企业也多积极备货，节后聚酯产成品和原料库存均处于较高水平，导致 PTA 需求一度较为冷清，价格表现低迷。不过，3-5 月是传统的需求旺季，今年聚酯端复工有所延后，但已经在逐步重启恢复阶段，目前江浙织机开机率已经回升至 75% 附近。

近期 MEG 反弹力度较强，此前在高库存、高供应的悲观预期下，下游备货量较低。目前看，国产装置开工降低且部分新产能投产不及预期，供应压力略有缓解，且随着需求旺季临近，下游备货也积极升温，MEG 库存有转升为降的趋势。

传统需求旺季来临，产销数据回升中。从开工率数据看，3 月 1 日聚酯开工率回升至 83%，3 月份聚酯存在 224.5 万吨重启计划，预计 3 月份聚酯工厂开工将恢复至 86%-87% 附近。聚酯新增产能方面，立新二期计划 3 月初投产，新增产能 10 万吨。当前加弹和织机基本已经开到 8-9 成，其中，江浙织机开工率 75%，部分机器开满，下游旺季的原料补货需求仍然较大。当前下游加弹和织造均有利润，长丝产品利润一般，短纤利润较为良好。后市重点跟踪涤丝产销和下游订单情况。

图 1：聚酯产品价格（元/吨）

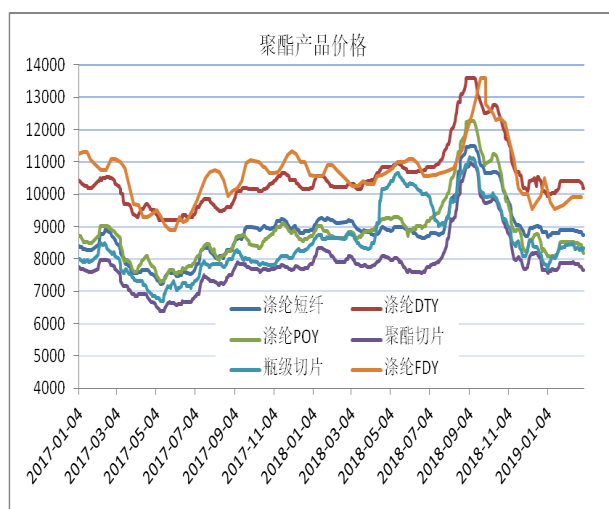
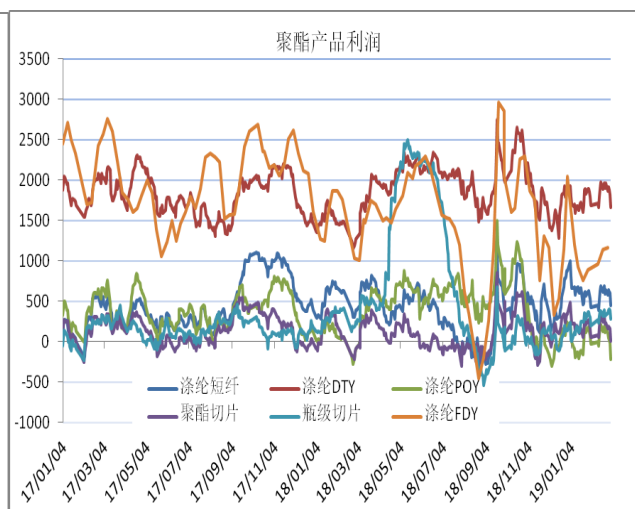


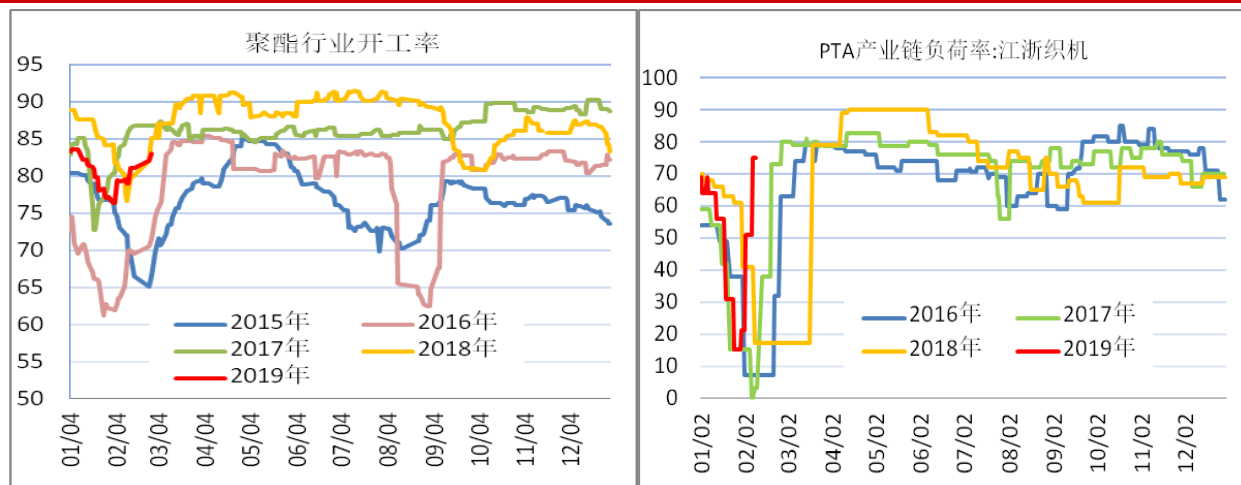
图 2：聚酯产品利润（元/吨）



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

图 3：聚酯行业开工率（%）

图 4：江浙织机开工率（%）



数据来源:卓创资讯、新世纪期货

涤纶库存水平不高。3月份涤纶库存处于季节性回升中,目前涤纶长丝库存水平与2018年同期库存较为接近,比2017年同期库存则明显较低。涤纶短纤企业库存水平目前来说不高,由于前期检修较多,检修工厂库存偏低,拉低涤纶短纤共产库存平均值,检修多在本月集中重启,行业开工率逐步上升。

面料市场复苏中:盛泽地区多数织造厂家陆续恢复生产,市场交投气氛仍在恢复中,实际接单情况表现一般。开工率方面,2月下旬大多数生产厂家员工陆续返岗,开工率回升,其中盛泽地区喷水、喷气织机开机率在8成左右。库存方面,截止2月底盛泽坯布库存天数在36.5天左右,将往年同期水平略低。2018年3月份坯布库存出现了大幅下降,显示需求较为旺盛,今年表现如何仍有待验证。

图5:涤纶长丝库存天数

图6:涤纶短纤库存天数

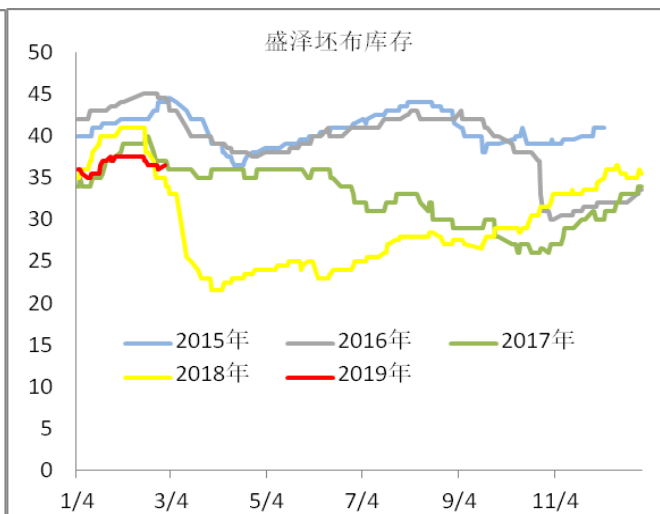


数据来源:wind 资讯、新世纪期货

图 7：盛泽喷水、喷气织机开工率（%）



图 8：盛泽坯布库存（万吨）



数据来源：wind 资讯、新世纪期货

中美贸易关系缓和，对需求也有提振。2月末，第七轮中美贸易磋商在多方面取得实质性进展，美国对华进口商品不提高加征关税税率，继续保持10%，不仅对我国纺织服装出口来说存在利好，整个商品市场的风险偏好都有所恢复。2月份新订单指数为50.6%，比上月上升1.0个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求回升。2月份原材料库存指数为46.3%，比上月下降1.8个百分点，仍低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅扩大。面对经济下行压力，央行持续通过各种措施来增加市场流动性，均对商品市场有一定正向积极影响。

二、中期 PTA 供需存改善预期

2月份供应较为稳定，库存回升超预期。据卓创资讯统计，2月份国内PTA的产量为344.6万吨，较1月下月下滑1.82%。2月国内PTA平均开工负荷在80.62%，环比下滑1.5%。装置方面，福化工贸225万吨PTA装置在2月中旬如期增产，一度导致市场对PTA供应端担忧情绪升温。2019年1月底PTA社会库存约95.16万吨，卓创资讯预估2019年2月末PTA社会库存累库146.25万吨附近，工厂库存天数增加至4-5天，累库速度超出市场预期，2月份价格受到拖累。

后市装置检修预期，供需格局将好转。2月下旬，国内PTA供应商陆续公布其检修计划，缓和了市场对未来供应端的担忧情绪。其中，恒力石化220万吨装置计划3月份停车检修；汉邦石化220万吨装置计划3月底停车检修一周；珠海BP125万吨装置或于3-4月份停车检修。装置重启计划：华彬石化140万吨装置计划3月5日附近重启；佳龙石化60万吨装置计划3月2日重启。据目前公布检修计划预计3月份检修产能565万吨。预计3月份PTA开工将在76%-84%附近，累库格局将改善。

图 9: PTA 开工负荷 (%)

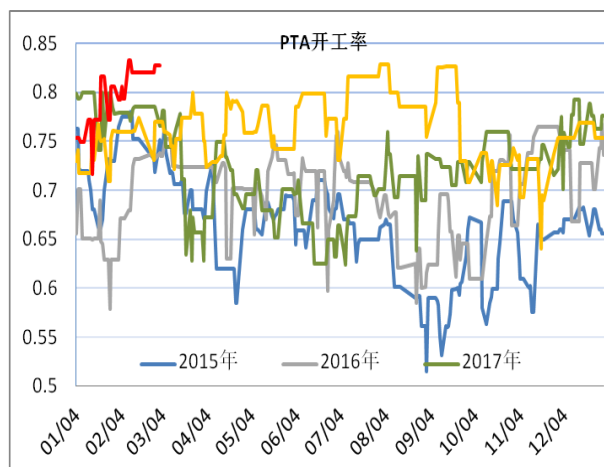
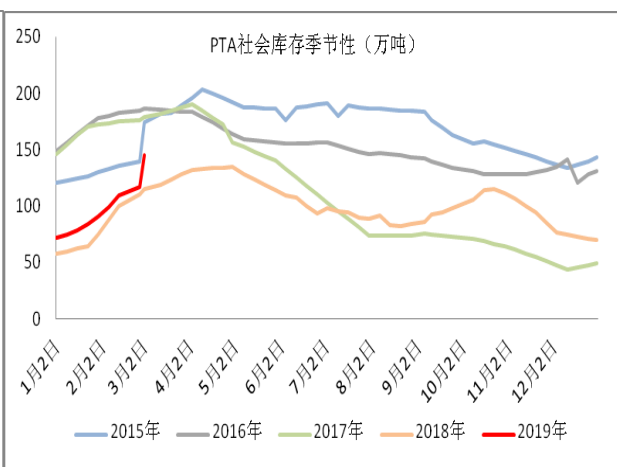


图 10: PTA 社会库存 (万吨)



数据来源: 卓创资讯、新世纪期货

图 11: PTA 交易所仓单

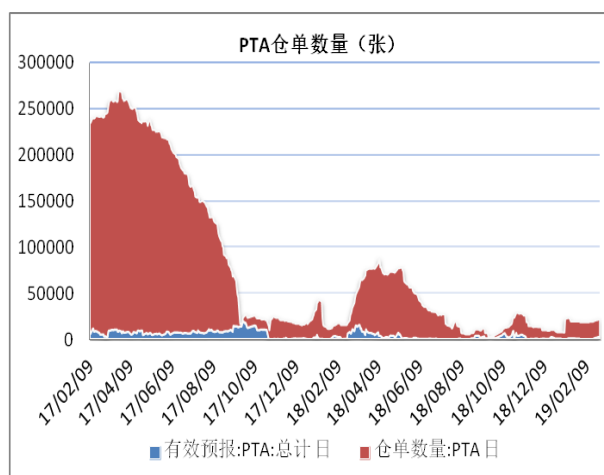
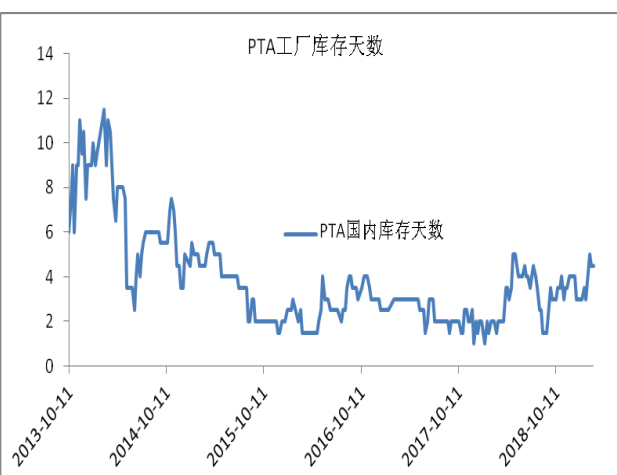
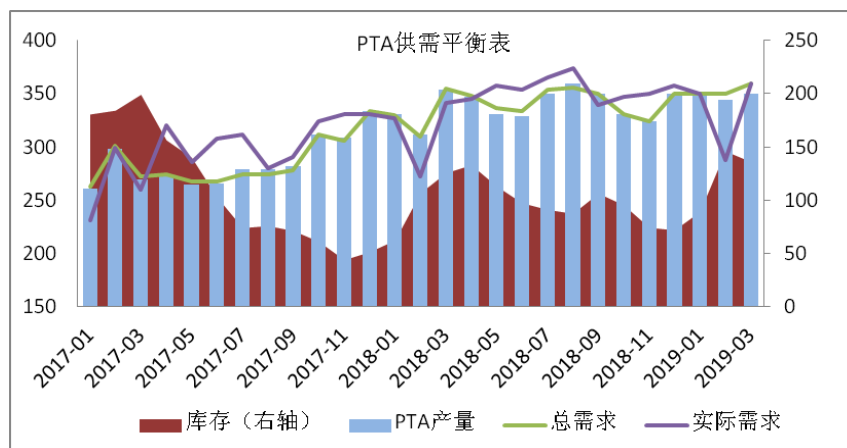


图 12: PTA 工厂库存天数



数据来源: wind 资讯、新世纪期货

图 13: PTA 供需平衡表



数据来源：卓创资讯、新世纪期货（注：后两组数据为预估。）

三、MEG 阶段性供应压力缓解

1-2 月份 MEG 国内产量变动不大，但进口量大幅增加，预计供应较去年同期增幅在 20% 左右，远超过下游需求增速，导致社会库存大幅累积。2 月末华东港口库存攀升至 113.5 万吨，创近五年新高。尽管 MEG 港口累库压力较大，但随着 MEG 现货价格跌破 5000 一线支撑，内陆煤制 MEG 企业的出厂价格多下降至边际成本线以下，华东沿海油制 MEG 利润也十分微薄，各地装置多有降负荷操作。2 月末，国内 MEG 装置开工率已经由月初的 84% 下降至 74%。

3 月份国内乙二醇装置暂无例行检修计划。一体化装置整体开工较为稳定；合成气装置方面河南、安徽、新航装置有检修，其余工厂整体运行计划稳定，预计 3 月份国内产量不会出现明显的缩减。本月聚酯以及终端织造需求逐步启动，MEG 阶段性供需好转，有望小幅去库化。后市重点关注港口到货情况，进口量是主要的供应变动因素。

图 14：乙二醇月度进口量（2 月份为预估）

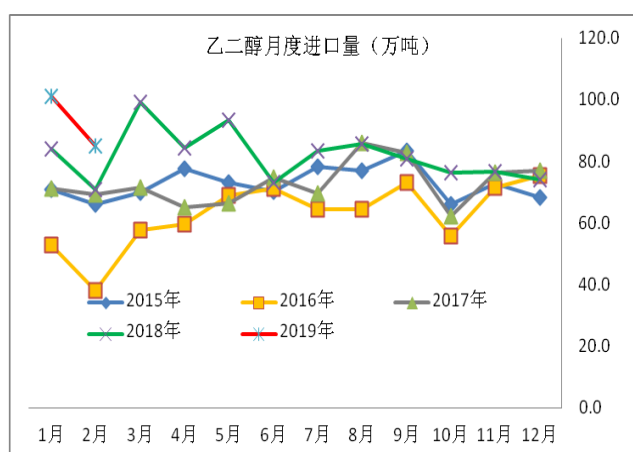


图 15：国内乙二醇开工率

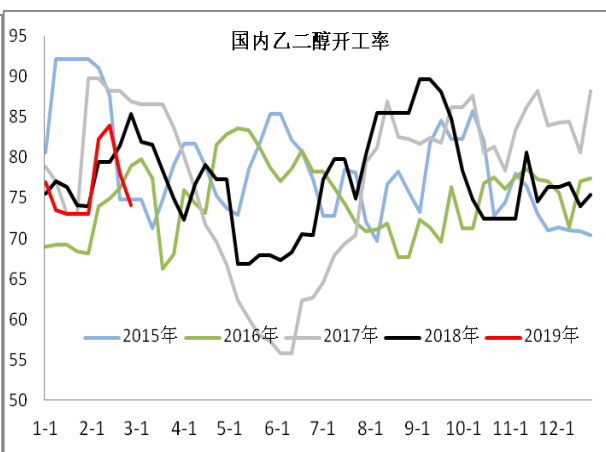


图 16：乙二醇华东港口库存

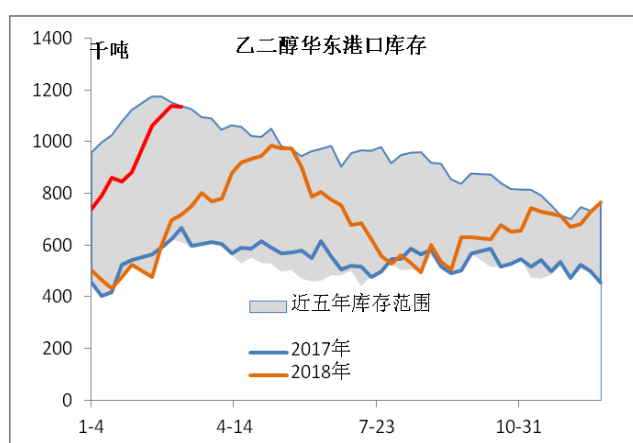


图 17：乙二醇主要港口周度库存

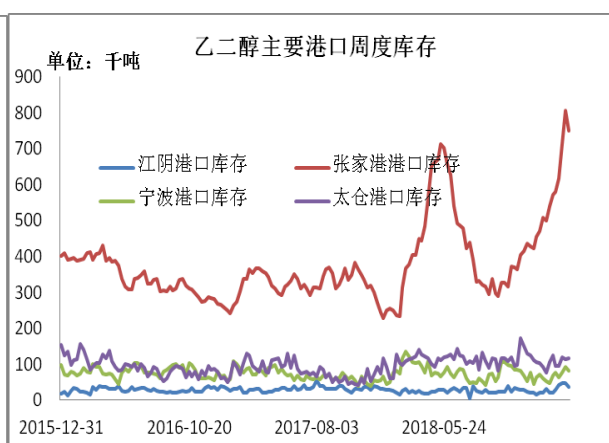


图 18: 乙二醇生产利润率

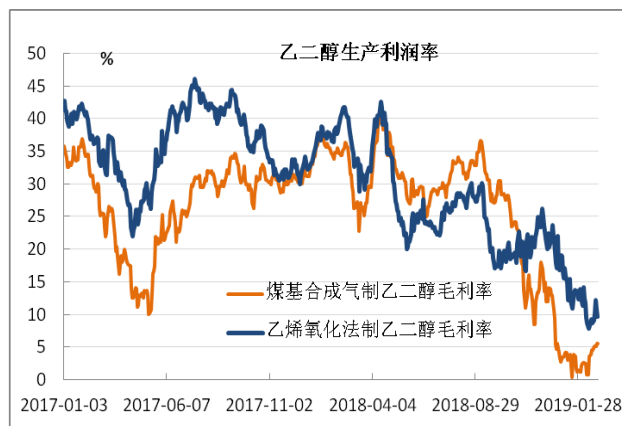


图 19: 石脑油一体化装置乙二醇现金流

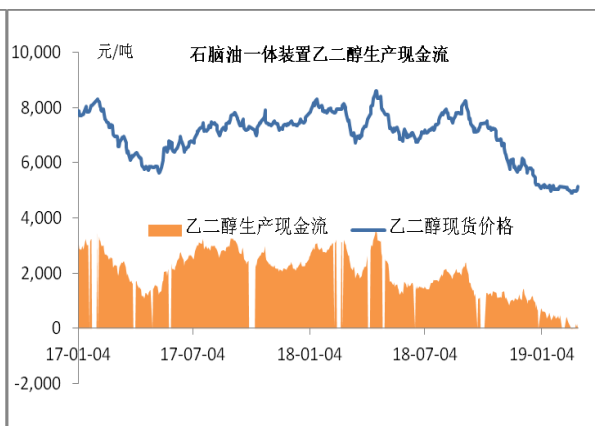


图 20: 乙二醇供需平衡表

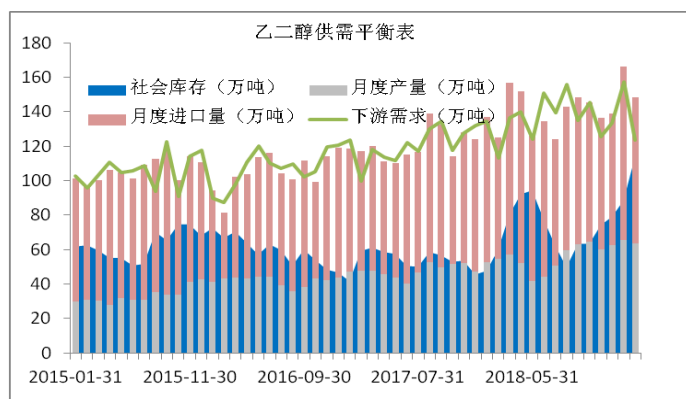


图 14-20 数据来源: wind 资讯、卓创资讯、新世纪期货

四、原油走势偏震荡

原油供需进入再平衡期，中期走势仍偏窄幅震荡，后市关注是否有事件性因素导致行情大幅波动。

供应层面看，OPEC+减产计划落实到位，并未受到美国总统特朗普的指责干扰。OPEC 月报告显示，从去年 12 月到今年 1 月，OPEC 已连续两月创两年最大减产规模，沙特减产幅度领先并承诺加大减产力度，且委内瑞拉因国内政治因素减产超预期。据悉 OPEC 及其盟友将在 4 月举行会议，届时将决定下一步的产量政策。这为油价带来较为坚挺的底部支撑。

制约原油上涨的主要因素在于美国持续上升的产量。最新的 EIA 报告中不乏利空，截至 2 月 22 日当周，俄克拉荷马州库欣原油库存增加 162.8 万桶，升至 2017 年 12 月以来最高库存水平，美国国内原油产量增加 10 万桶至 1210 万桶/日，连续两周录得增长并续刷历史新高，这在一定程度上也限制了油价上行的空间。

需求层面看，前期市场主要忧虑中美贸易关系恶化以及全球经济增速下滑，不过，近期中美贸易谈判的结果逐渐带来较为乐观的预期。随着中美股市走强，对全球经济预期也由悲观转向中性偏乐观。

五、PX 供需偏紧，价格坚挺

2 月份 PX 走势仍颇为坚挺，聚酯产业链利润依旧集中在 PX 这一上游环节上。2 月份 PX 行业利润率在 25% 附近，而 PTA 行业利润率在盈亏平衡线附近。2 月中下旬 PTA 加工费在 500-700 元/吨区间波动，高成本的装置出现小幅亏损。

图 21：原油与 PX 走势

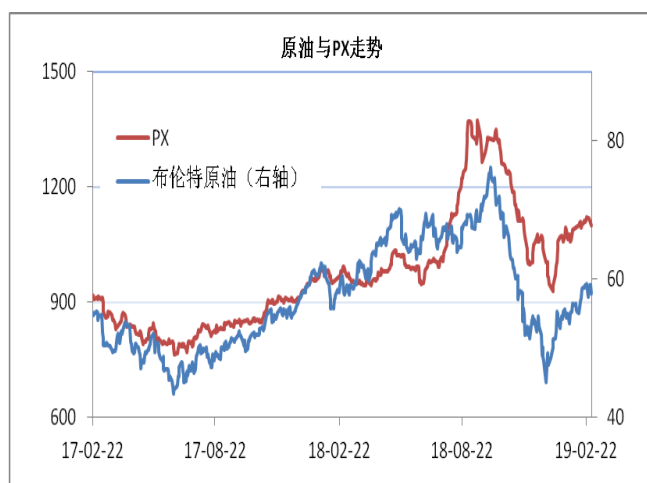


图 22：PX 裂解利润率

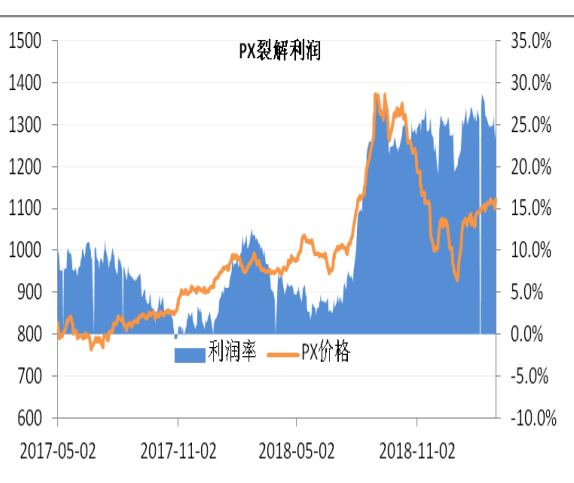


图 23：PTA 加工费走势

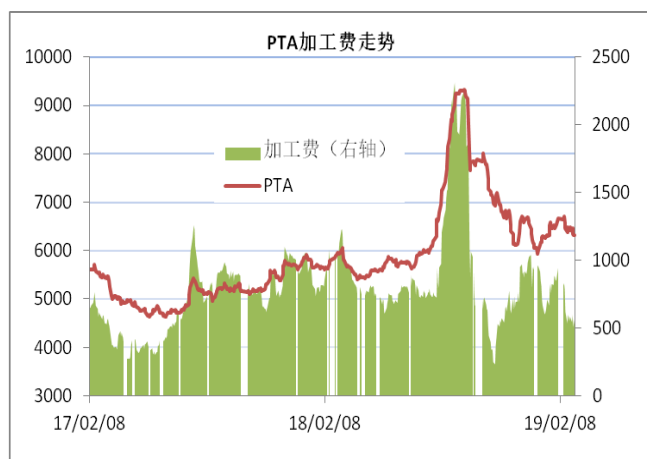


图 24：PTA 行业利润率

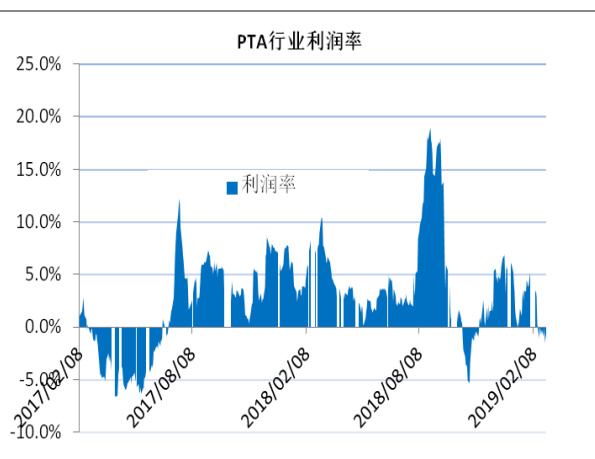


图 21-24 数据来源：wind 资讯、新世纪期货

3-4 月份 PX 供需仍有望保持偏紧态势。一方面，亚洲 PX 装置在二季度存集中检修预期；另一方面，新增产能释放较为缓慢。据卓创资讯统计，二季度总计将有涉及 790.2 万吨的 PX 装置进入例行检修，其中中国、韩国及印度涉及停车产能较大，亚洲 PX 供应能力届时将出现明显下滑。新增产能投放来看，

预期第一套投产装置将为恒力石化 225 万吨生产线，其计划于 3 月 20 日实现全流程打通，4 月份实现 PX 量产，目前该企业油品已进入销售阶段，并且已采购了足量 MX 用于后期 PX 试车工作的开展；中化弘润 80 万吨/年 PX 装置现已建造完毕，但针对其生产规划及下游客户洽谈等相关工作仍处于缓慢开展阶段，故其投放时间延迟可能性较大；其余新增项目则需在下半年或许至第四季度方才能释放。

预计 3-4 月份 PX 走势对 PTA 形成有力的支撑。目前 PTA 加工费已经在底部区间运行，继续回落的空间几无，若亚洲 PX 整体供需格局维持偏紧，PX 价格将延续高位运行，这将支撑 PTA 价格企稳回升。

六、综合观点及操作建议

PTA：供需转好，利润有回升空间，价格驱动向上概率大。供应端，无新增压力且存装置检修预期，预计供应小幅缩量；需求端，聚酯及终端织造行业开工率回升至旺季水平，需求存积极释放预期，有待进一步验证；库存方面，淡季库存增量较大，后市关注去库存进度；成本端，PX 供需维持偏紧，价格坚挺对 PTA 有支撑，且 PTA 加工利润过低有回升空间。主要不确定性因素在于宏观氛围及原油走势，我们倾向于外部环境中性偏乐观。整体来看，我们认为 3-4 月份 PTA 价格驱动向上概率较大。

MEG：短期无忧，但存远虑。因生产利润不佳，国产装置开工降低且部分新产能投产不及预期，供应压力略有缓解；随着需求旺季临近，下游备货也积极升温，近期 MEG 库存增速放缓，后市有转升为降的趋势；不过，乙二醇华东港口存处于历史高位，且后市新增产能仍有投放计划，一旦利润好转，供应量势必增加，中长期供应端压力仍不可小觑。预计 3-4 月份乙二醇先扬后抑概率较大，短期谨慎参与反弹。

2019 年 3 月

天量成交额牛市再起

切莫高位加仓空流泪

——2019 年 3 月月度报告

新世纪期货研究院（投资咨询）

金融组

Tel: 0571-85155132

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

从目前的行情特征看，金融供给侧改革叠加牛市的预期推动了本轮行情的快速发展，场内资金沿着 2015 年牛市的轨迹，先炒券商，再炒互联网金融，打出指数空间，随后发动科技股猛攻，消灭低价股。所有人都带着牛市的预期去买卖股票，目前行情已经发展到了第二阶段，第一阶段轻松赚钱的行情已经过去。去伪存真将是未来行情的主线，必须对金融供给侧深入解读挖掘核心标的，同时守好科技股中的真成长，另外留意低估的医药板块。切莫只看股价看位置，几块钱又涨不动的股票自然有其内在的原因，短炒可以切莫当真。

从强势股占指数比例看，三大指数强势股比例呈现横盘状态，沪深 300 目前为 0.99，中证 500 目前为 0.99、创业板综为 0.99。从指数的强势股占比看，各大指数均处于强势超买状态。

月度看，上证 50、沪深 300 均获得港资加仓资金较大，其余指数港资均选择加仓。融资盘，上证 50、沪深 300、创业板 50 流入最多，其余指数均呈现流入状态。

从月度解禁统计可以看出，2、3 月为全年解禁的低点。2019 年 1 月基金发行 82.4 亿份，2 月新股发行 54.68 亿。从本月的央行操作看，央行净回笼 8235 亿元。从供需上看，12 月份整体供需较为宽松。

从绝对估值上看，上证 50、沪深 300、恒生指数仍然低估。从相对估值看，中证 500 于 25 分位数以下，相对低估，创业板综、创业板 50PE 达到 109.6、52.1，严重高估。



正文

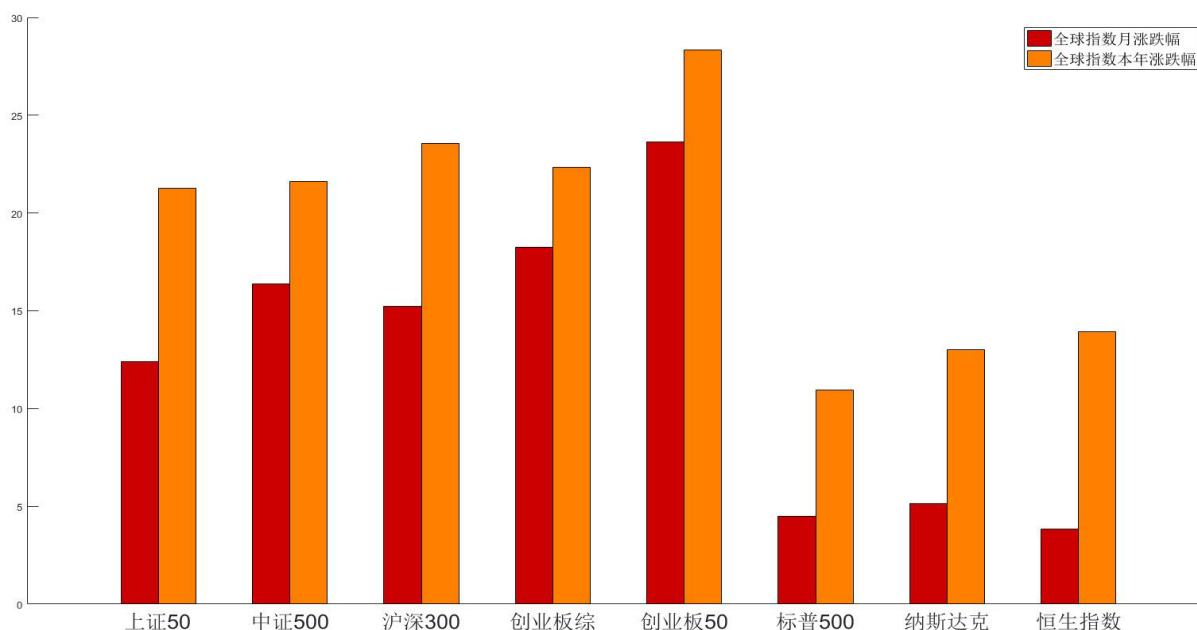
一、本月市场表现

上月上证 50、中证 500、沪深 300、创业板综、创业板 50、标普 500、纳斯达克、恒生指数月涨跌幅分别为 12.38%、16.37%、15.22%、18.25%、23.63%、4.49%、5.13%、3.86%。从月度涨幅看，国内指数创业板 50 涨幅最大，主要是本月风格转向小盘股，各方面利好因素均指向小盘，尤其是股权质押风险的化解与科创板的预期，使得小盘股持续走出牛市行情。从年度涨跌看，A 股指数明显强于外盘，目前 A 股所有指数涨幅均超过 20%，标普 500、纳斯达克分别上涨 10.93%、13%。

行业表现方面，月度表现看，电子、非银金融、计算机、农林牧渔领涨，全部指数均上涨。年度跌幅看，非银金融、电子、计算机领涨，全部指数均上涨。从目前的行情特征看，金融供给侧改革叠加牛市的预期推动了本轮行情的快速发展，场内资金沿着 2015 年牛市的轨迹，先炒券商，再炒互联网金融，打出指数空间，随后发动科技股猛攻，消灭低价股。所有人都带着牛市的预期去买卖股票，目前行情已经发展到了第二阶段，第一阶段轻松赚钱的行情已经过去。去伪存真将是未来行情的主线，必须对金融供给侧深入解读挖掘核心标的，同时守好科技股中的真成长，另外留意低估的医药板块。切莫只看股价看位置，几块钱又涨不动的股票自然有其内在的原因，短炒可以切莫当真。

1.1 主要指数表现

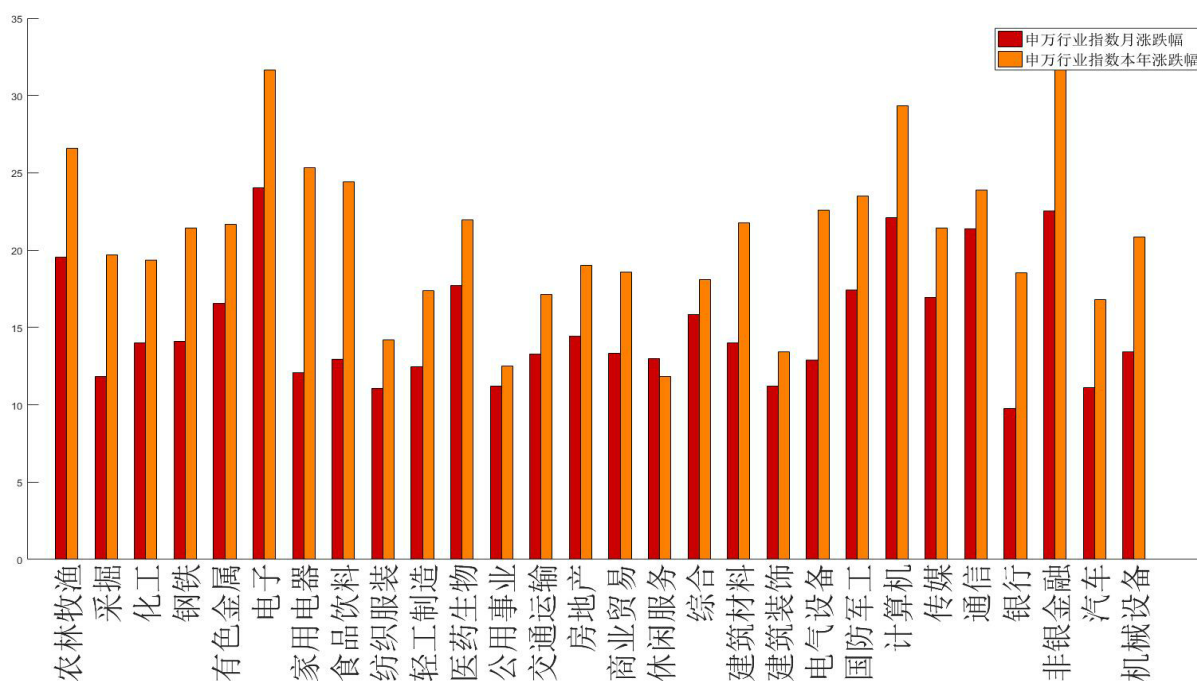
图 1：不同指数表现比较



资料来源：wind、新世纪期货研究院

1.2 主要行业表现

图 2：不同行业表现比较

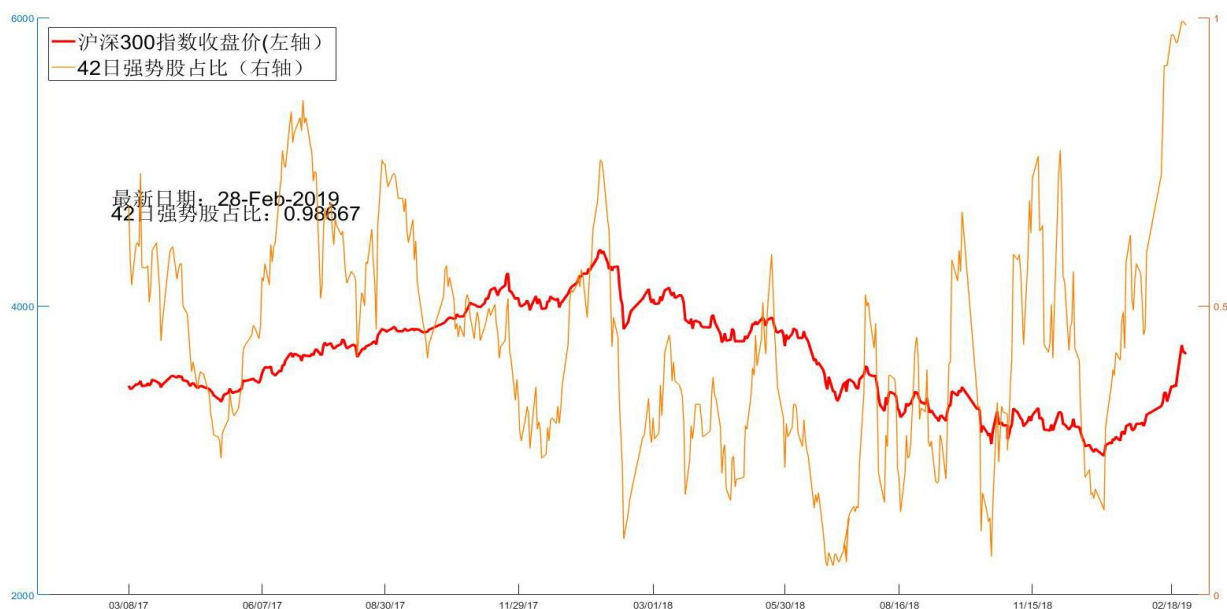


资料来源：wind、新世纪期货研究院

二、技术指标看风格

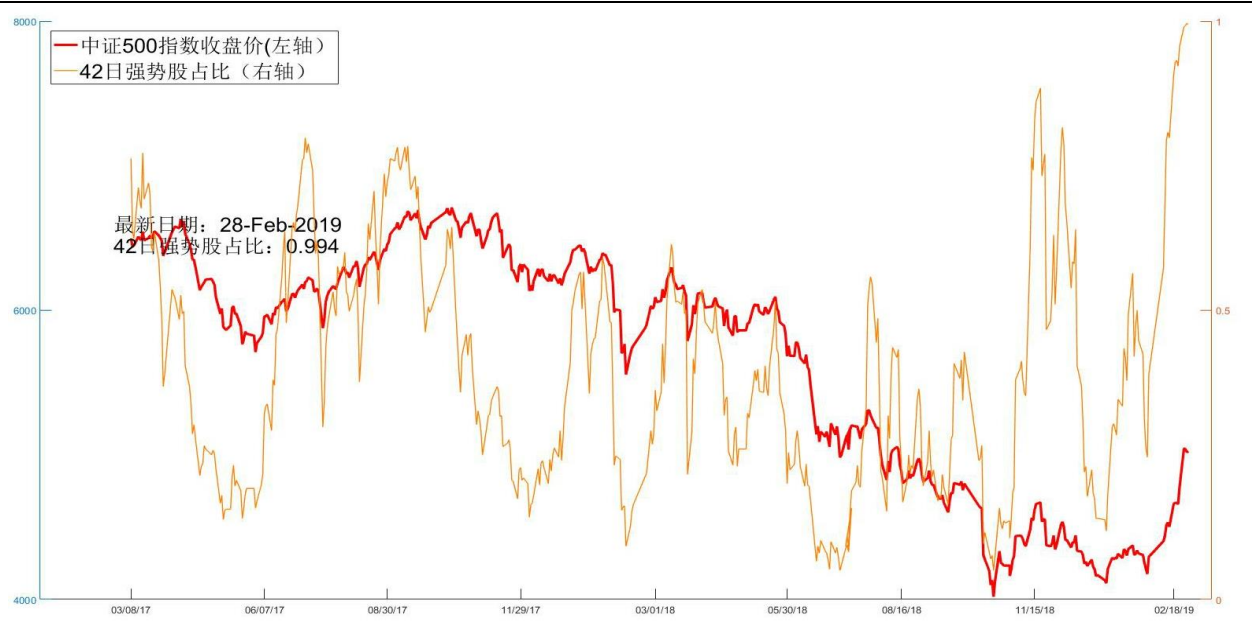
从强势股占指数比例看，三大指数强势股比例呈现横盘状态，沪深 300 目前为 0.99，中证 500 目前为 0.99、创业板综为 0.99。从指数的强势股占比看，各大指数均处于强势超买状态。

图 3：沪深 300 强势股占比



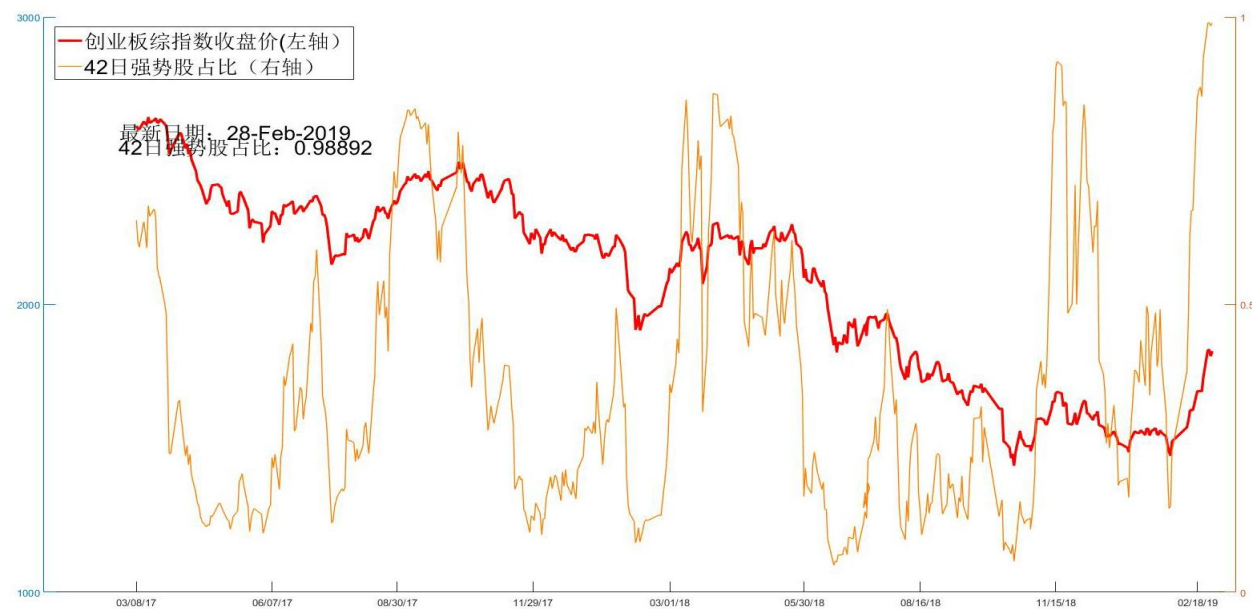
资料来源: wind

图 4：中证 500 强势股占比



资料来源：wind

图 5：创业板综强势股占比



资料来源：wind

三、资金流向监控

从北上资金看，沪股通月初累计净流入为 4134.5 亿，月末累计净流入为 4401.6 亿；深股通月初累计净流入为 2945.2 亿，月末累计净流入为 3226.5 亿。沪股通月净流入为 267.1 亿，深股通累计净流入为 281.3 亿。从绝对增量上看，港资本月大比例加仓。

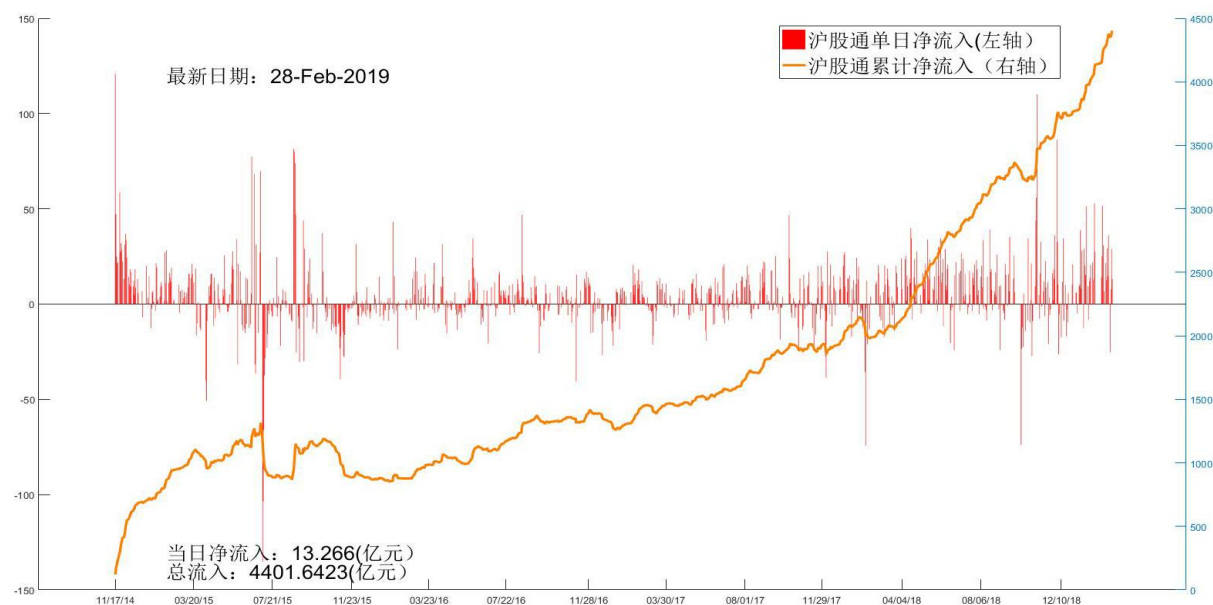
从南下资金看，沪港通月初累计净流入为 6159.2 亿，月末累计净流入为 6023.9 亿；深港通月初累计净流入为 1896.9 亿，月末累计净流入为 1944.5 亿。沪港通月净流入为 -135 亿，深港通月净流入为 47.6 亿。从绝对增量上看，内地资金本月减仓港股大盘，加仓港股小盘。

月度看，上证 50、沪深 300 均获得港资加仓资金较大，其余指数港资均选择加仓。

融资盘，上证 50、沪深 300、创业板 50 流入最多，其余指数均呈现流入状态。

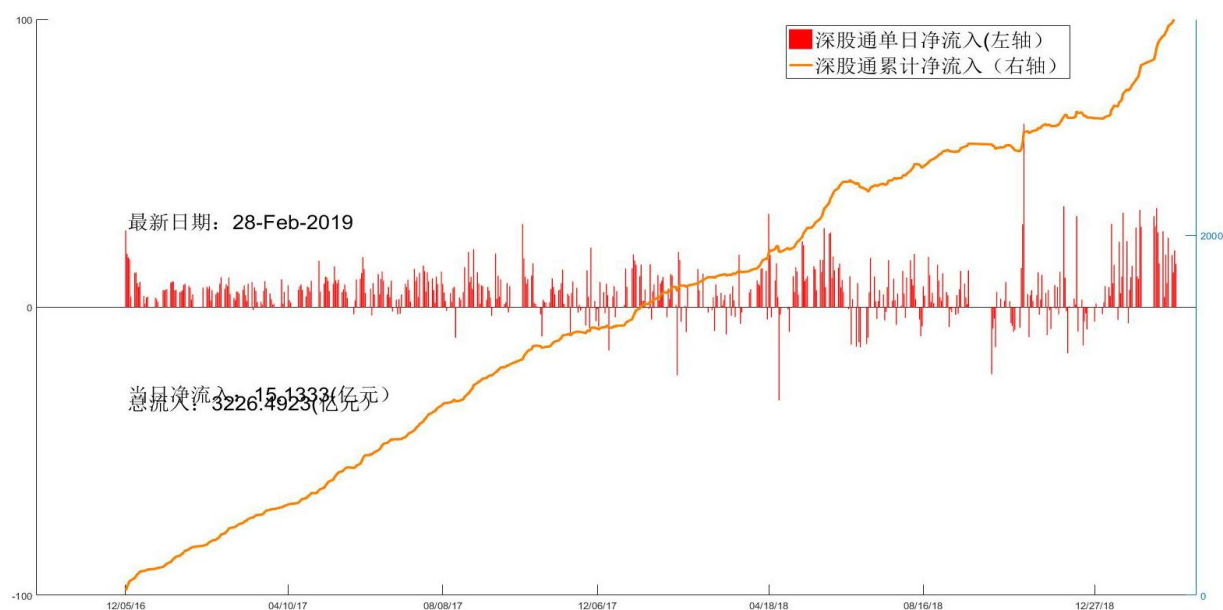
3.1 沪深通监控

图 6：沪股通监控



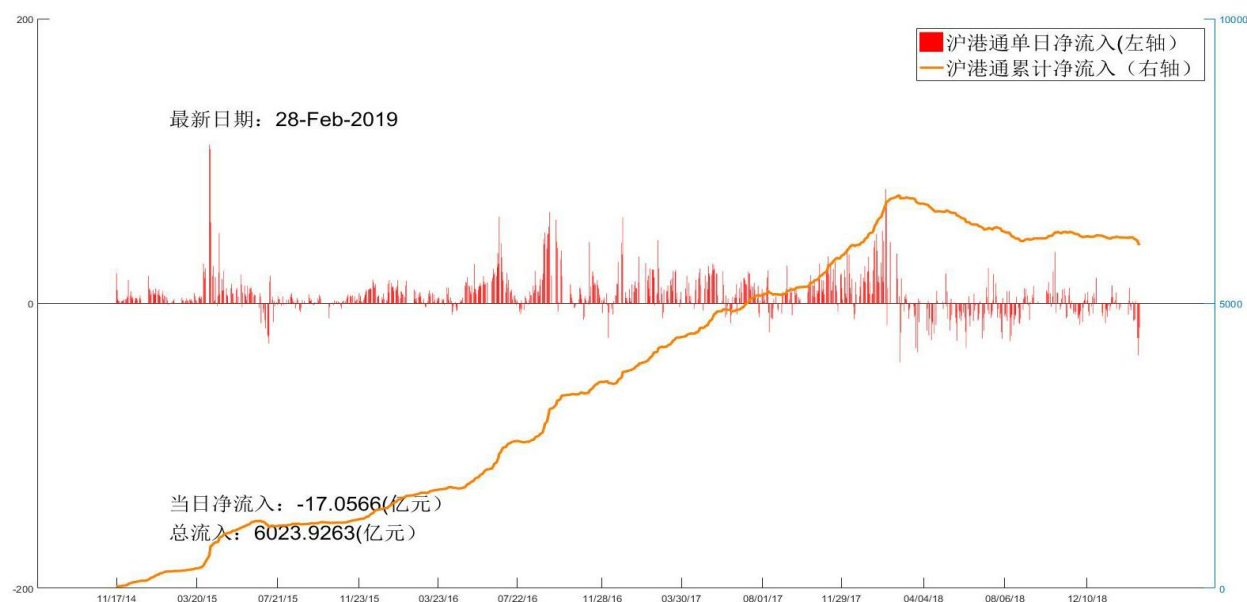
资料来源: wind、新世纪期货研究院

图 7：深股通监控



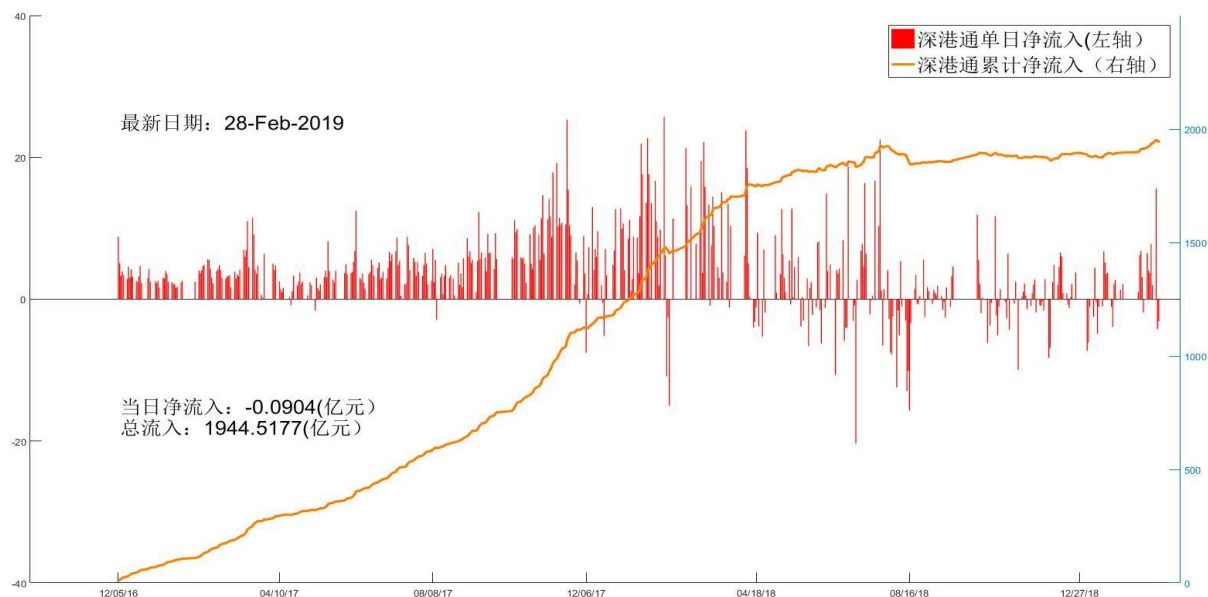
资料来源: wind、新世纪期货研究院

图 8：沪股通监控



资料来源: wind、新世纪期货研究院

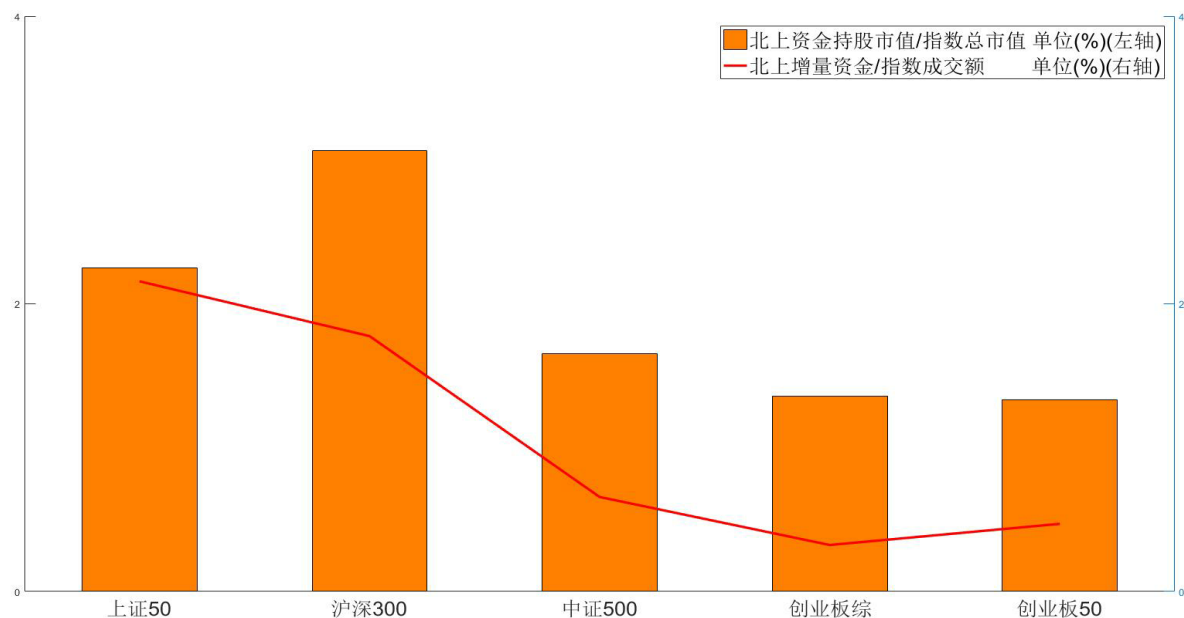
图 9：深港通监控



资料来源: wind、新世纪期货研究院

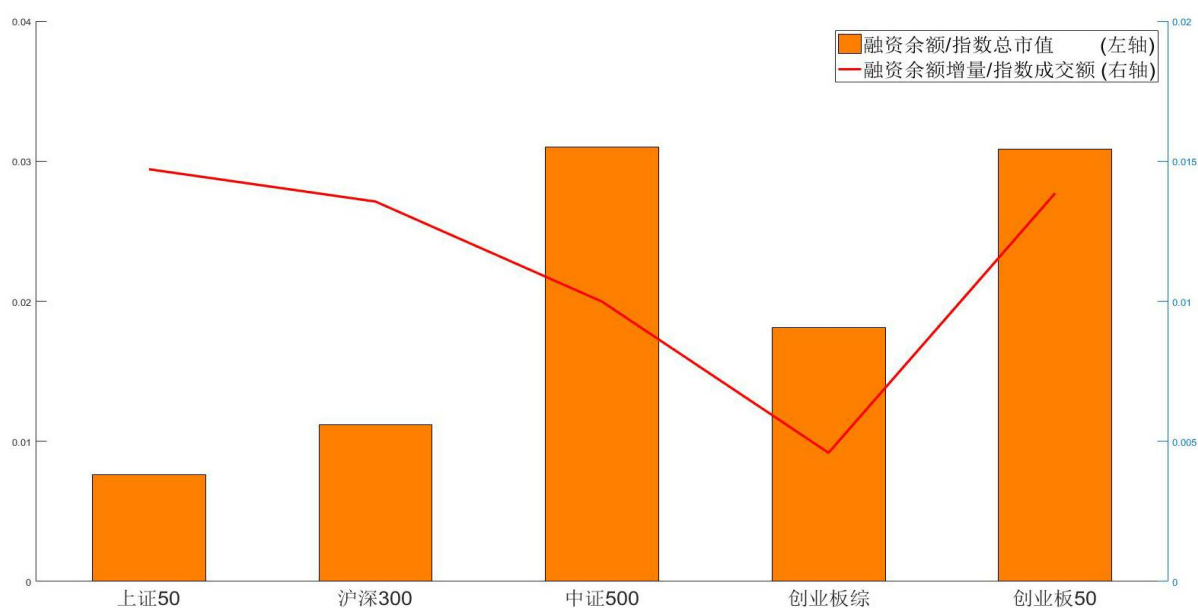
3.2 指数资金偏好监控

图 10：北上资金指数分布与增量



资料来源: wind、新世纪期货研究院

图 11：融资余额指数分布与增量



资料来源：wind、新世纪期货研究院

四、场内资金供需

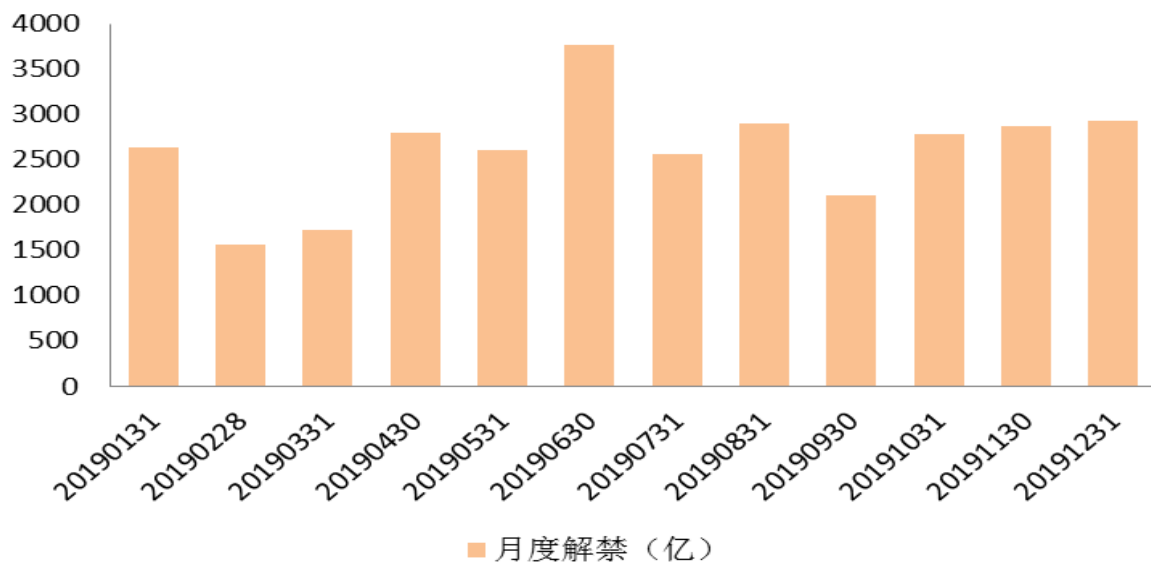
资金需求：从月度解禁统计可以看出，2、3月为全年解禁的低点。

资金供给：2019年1月基金发行82.4亿份，2月新股发行54.68亿。从本月的央行操作看，央行净回笼8235亿元。

从供需上看，12月份整体供需较为宽松。

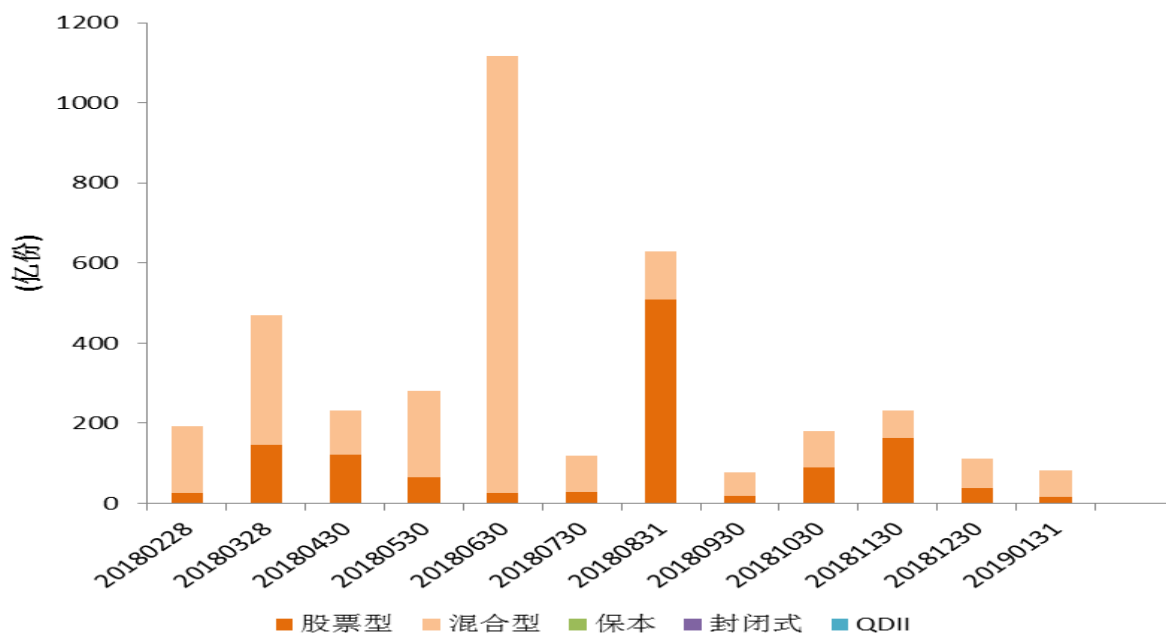
4.1 解禁与发行

图 12: 解禁规模统计



资料来源: wind、新世纪期货研究院

图 13: 基金发行统计



资料来源: wind、新世纪期货研究院

图 14：新股发行统计



资料来源：wind、新世纪期货研究院

4.2 央行本月操作

图 19：央行本月操作-1

发行/到期	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
逆回购到期	2019-02-13	2,200.00	2.8500	0.00	28
逆回购到期	2019-02-13	500.00	2.7000	0.00	14
逆回购到期	2019-02-27	200.00	2.5500	0.00	7
逆回购到期	2019-02-12	1,000.00	2.8500	0.00	28
逆回购到期	2019-02-14	500.00	2.7000	0.00	14
逆回购到期	2019-02-11	200.00	2.8500	0.00	28
逆回购到期	2019-02-14	1,500.00	2.8500	0.00	28
逆回购到期	2019-02-15	800.00	2.7000	0.00	14
逆回购到期	2019-02-15	100.00	2.8500	0.00	28
逆回购	2019-02-25	400.00	2.5500	0.00	7
逆回购	2019-02-20	200.00	2.5500	0.00	7
逆回购	2019-02-26	1,200.00	2.5500	0.00	7
逆回购	2019-02-01	800.00	2.7000	0.00	14
逆回购	2019-02-27	600.00	2.5500	0.00	7
逆回购	2019-02-22	400.00	2.5500	0.00	7
国库现金定存到期	2019-02-21	1,000.00	3.3000	-72.00	28
MLF(降准置换回笼)	2019-02-13	95.00	3.2500		
MLF(回笼)	2019-02-13	3,930.00	3.2500	0.00	365
净投放		-7,235.00			
净投放(含国库现金)		-8,235.00			

资料来源：wind、新世纪期货研究院

五、指数估值监控

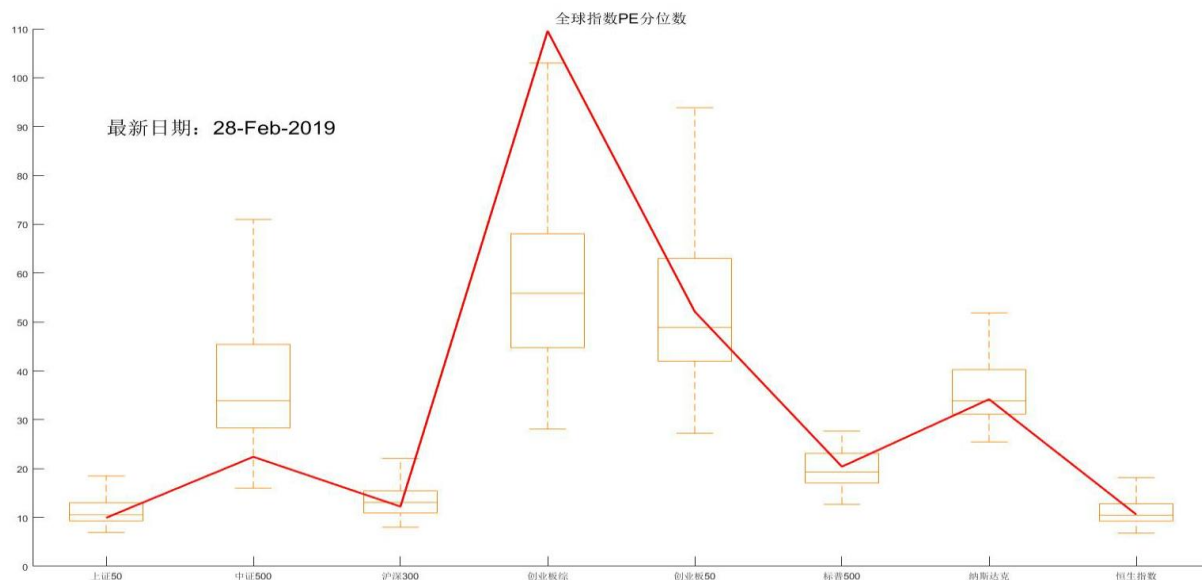
上证 50、中证 500、沪深 300、创业板综、创业板 50、标普 500、纳斯达克、恒生指数目前的 PE 估值为 9.9、22.4、12.2、109.6、52.1、20.4、34.2、10.6，从绝对估值上看，上证 50、沪深 300、恒生指数仍然低估。从相对估值看，中证 500 于 25 分位数以下，相对低估，创业板综、创业板 50PE 达到 109.6、52.1，严重高估。

从国债利率与主要指数 PE 倒数比例看，上证指数目前位于 2.42，相对投资价值高，国债利率下降至 3.17%的水平。

从盈利预期上看，本月创业板综、创业板 50 盈利预期分别下调 5.59%、2.08%。

5.1 全球指数估值

图 15: 指数 PE 分位数统计



资料来源: wind、新世纪期货研究院

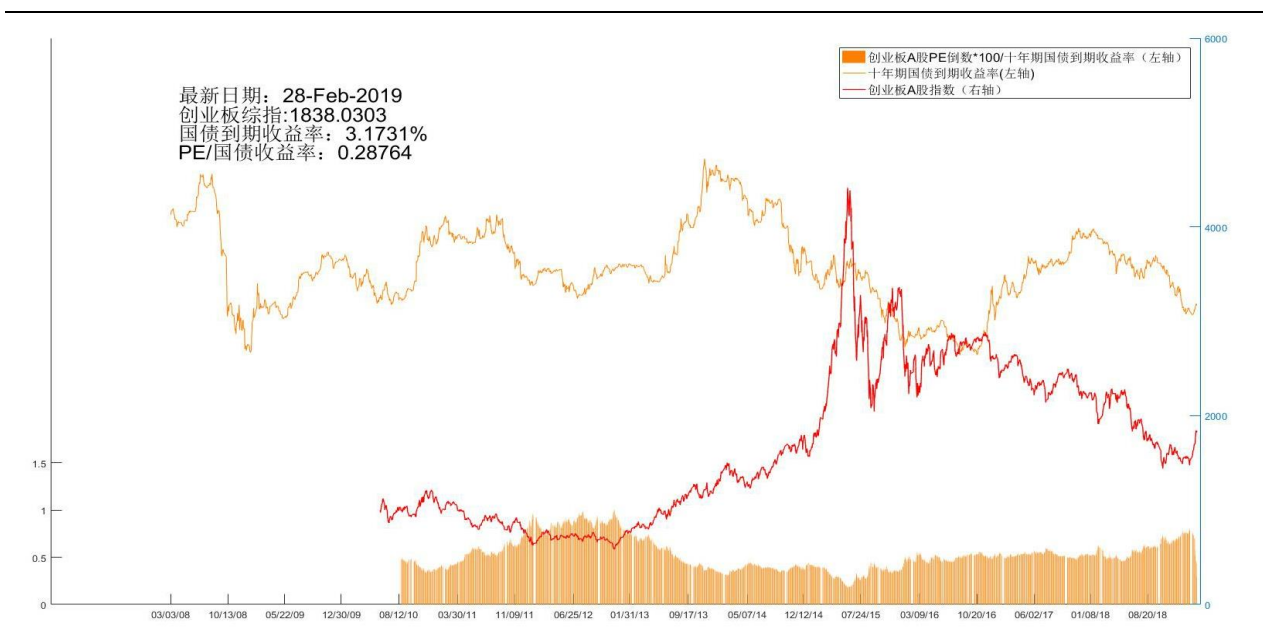
5.2 国债利率与指数价值

图 16: 上证指数 PE 倒数与国债利率



资料来源: wind、新世纪期货研究院

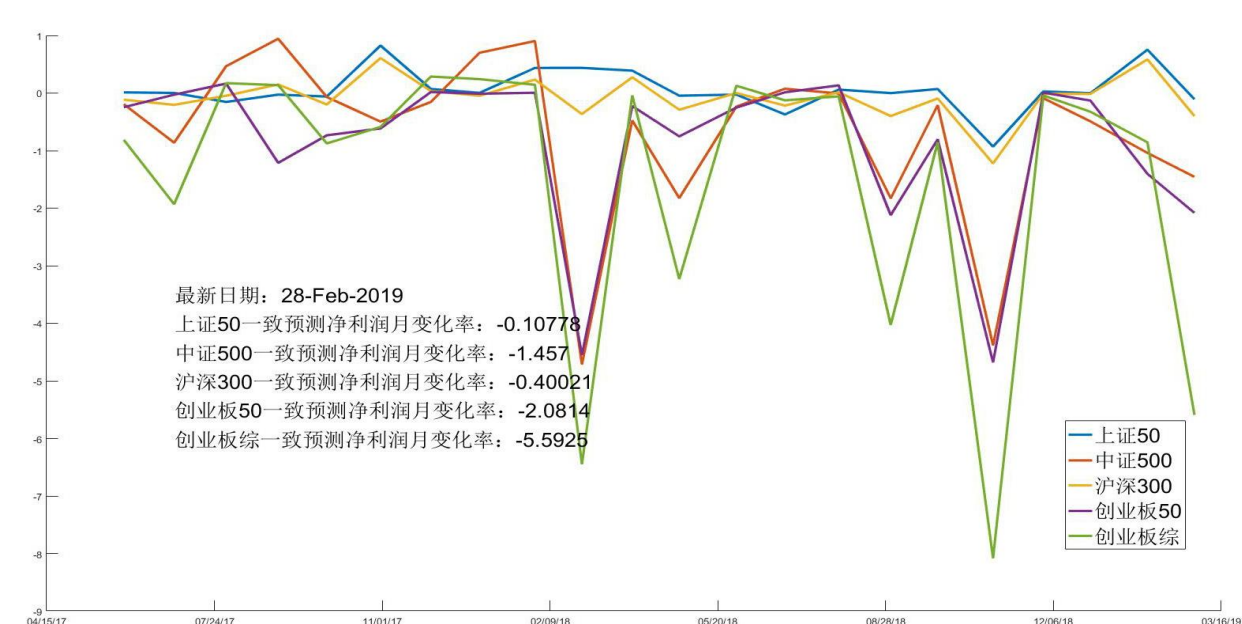
图 17：创业板综指 PE 倒数与国债利率



资料来源: wind、新世纪期货研究院

5.3 主要指数盈利预测

图 18：主要指数净利润月变化率

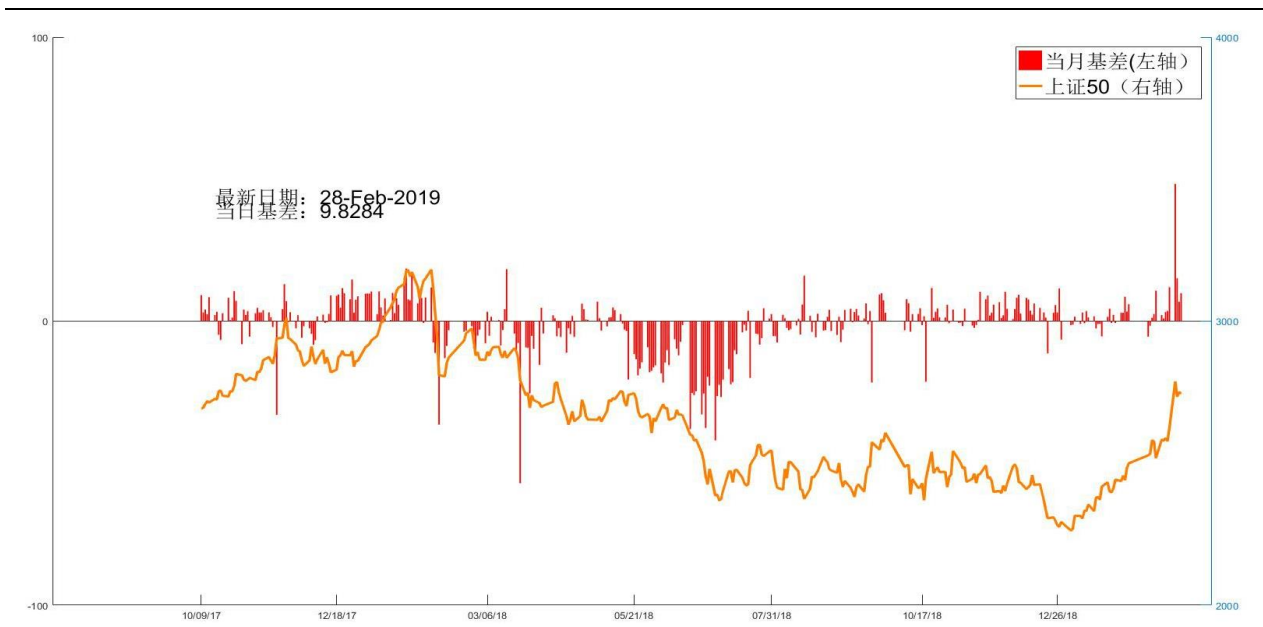


资料来源: wind、新世纪期货研究院

六. 基差与套利统计

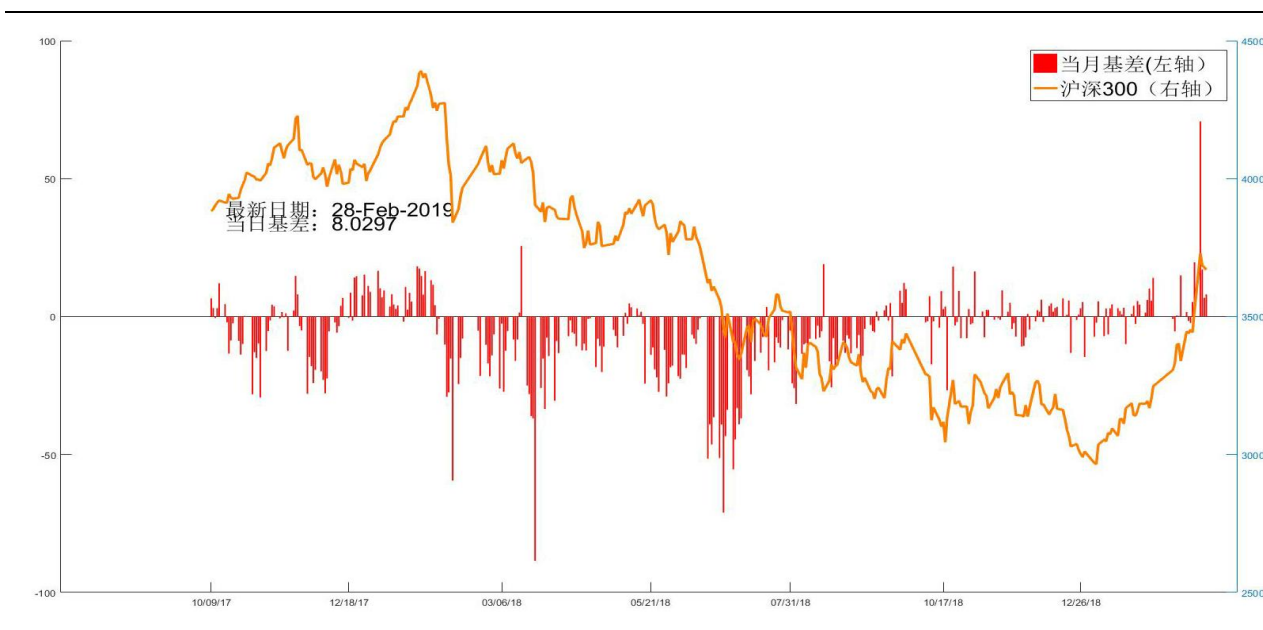
6.1 现货与基差

图 19: IH 现货与基差



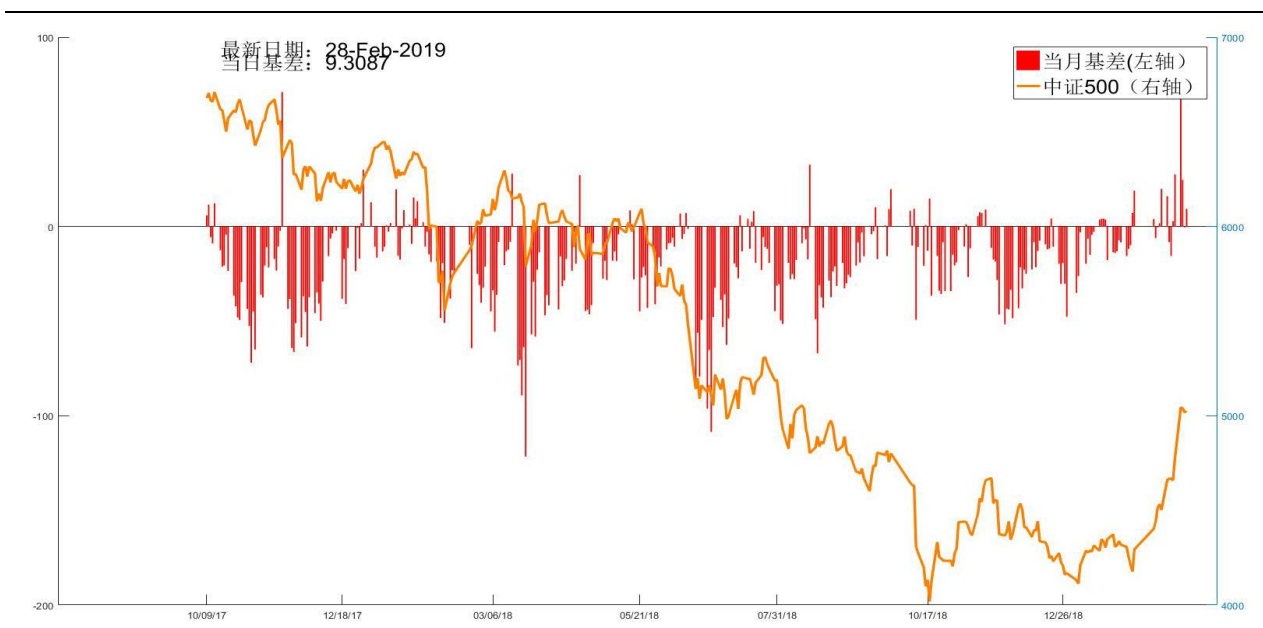
资料来源: wind

图 20: IF 现货与基差



资料来源: wind

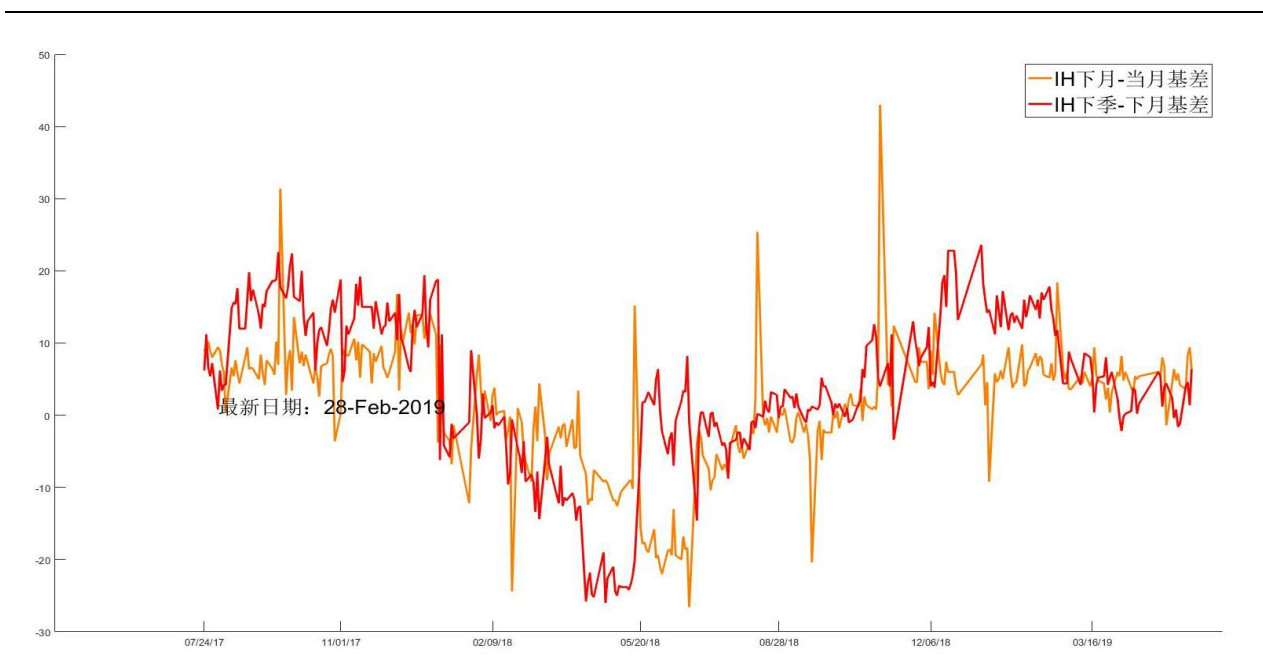
图 21: IC 现货与基差



资料来源: wind

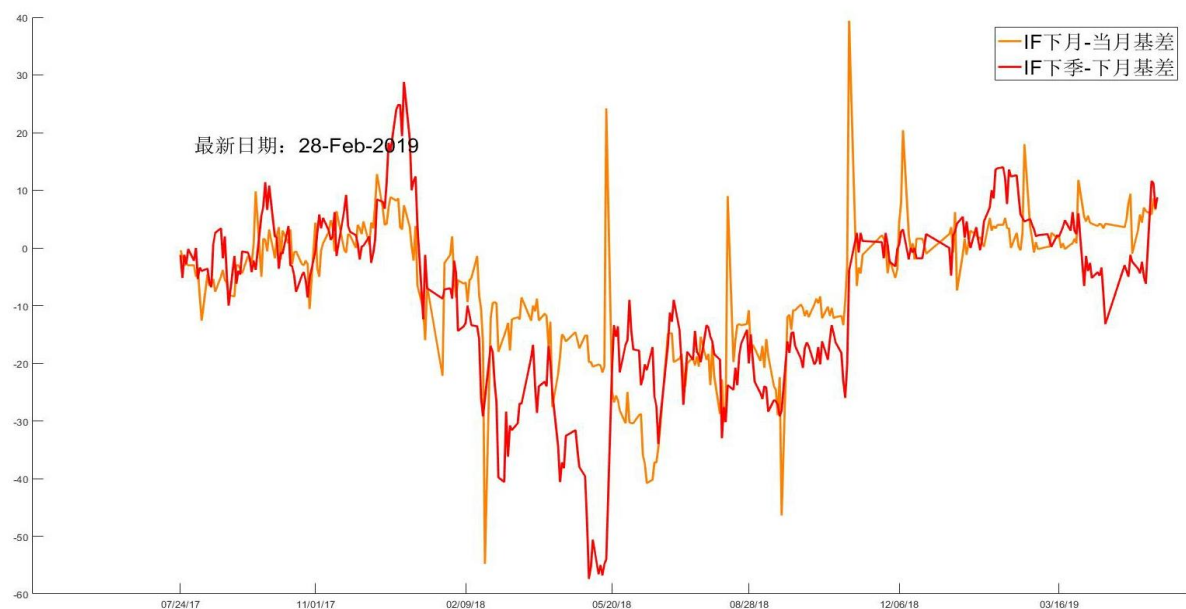
6.2 跨期套利

图 22: IH 跨期套利



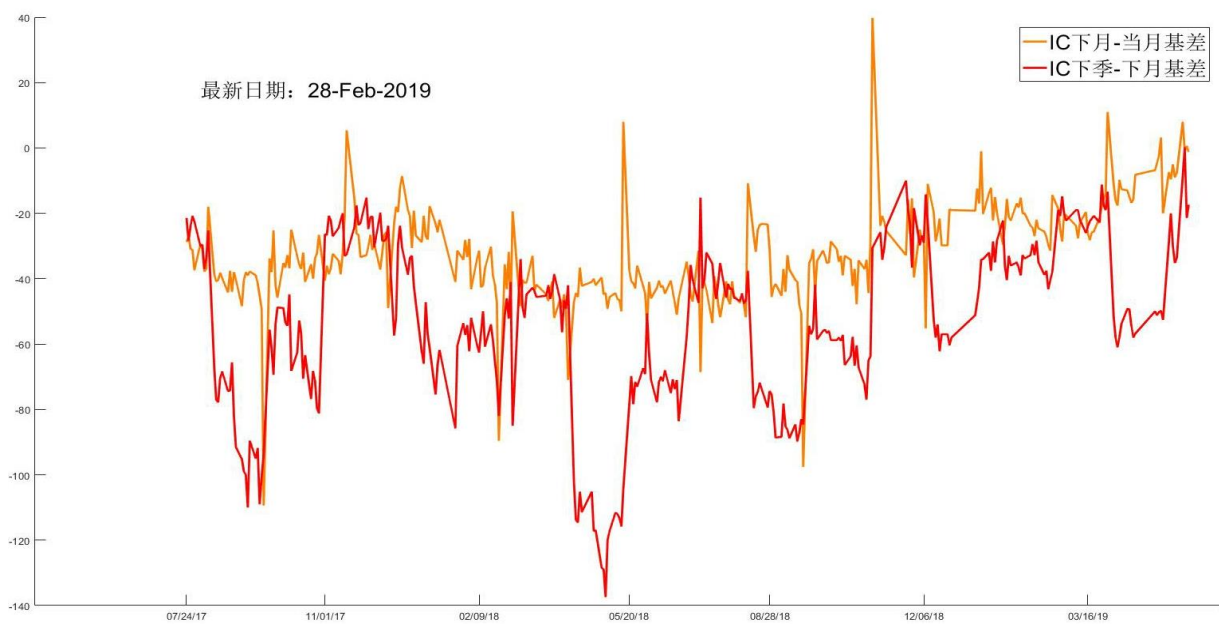
资料来源: wind

图 23: IF 跨期套利



资料来源: wind

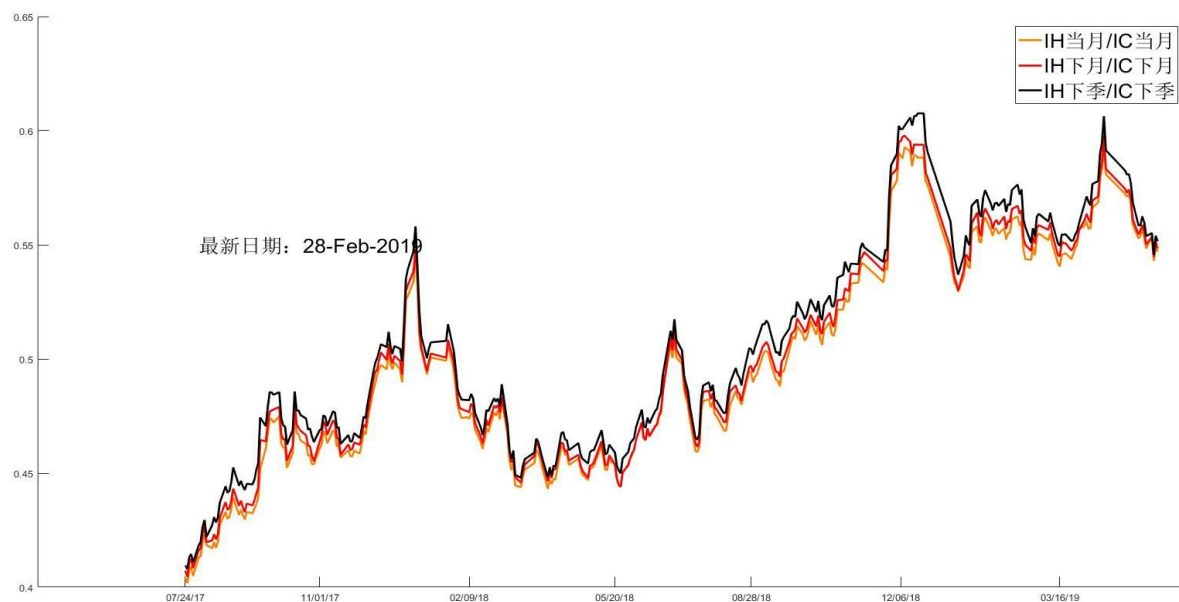
图 24: IC 跨期套利



资料来源: wind

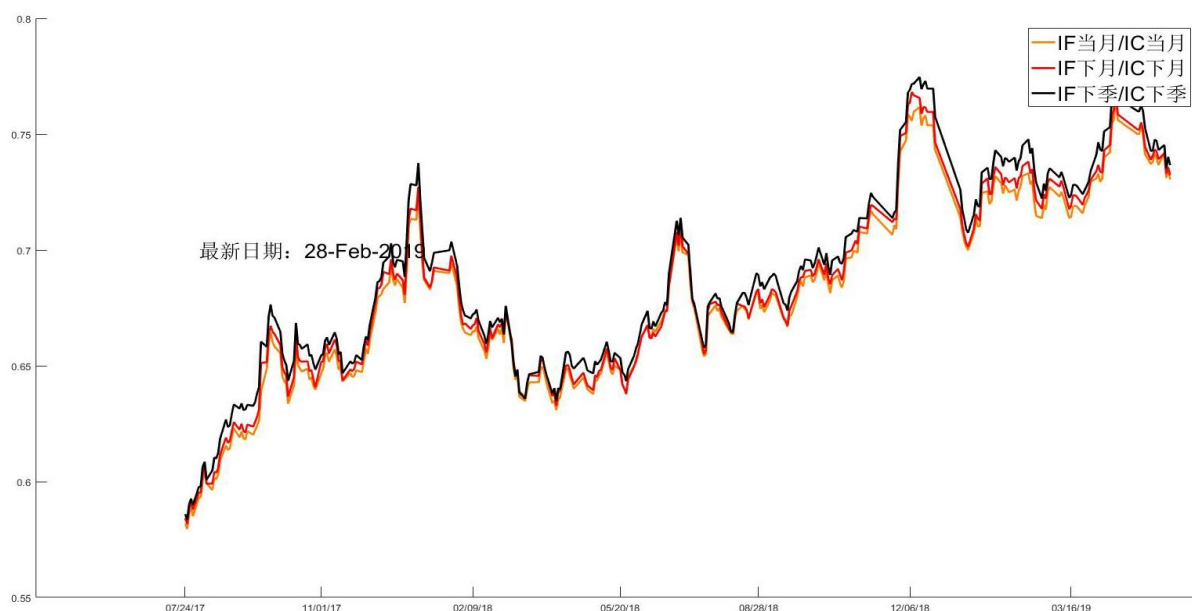
6.3 跨品种套利

图 25: IH-IC 跨品种套利



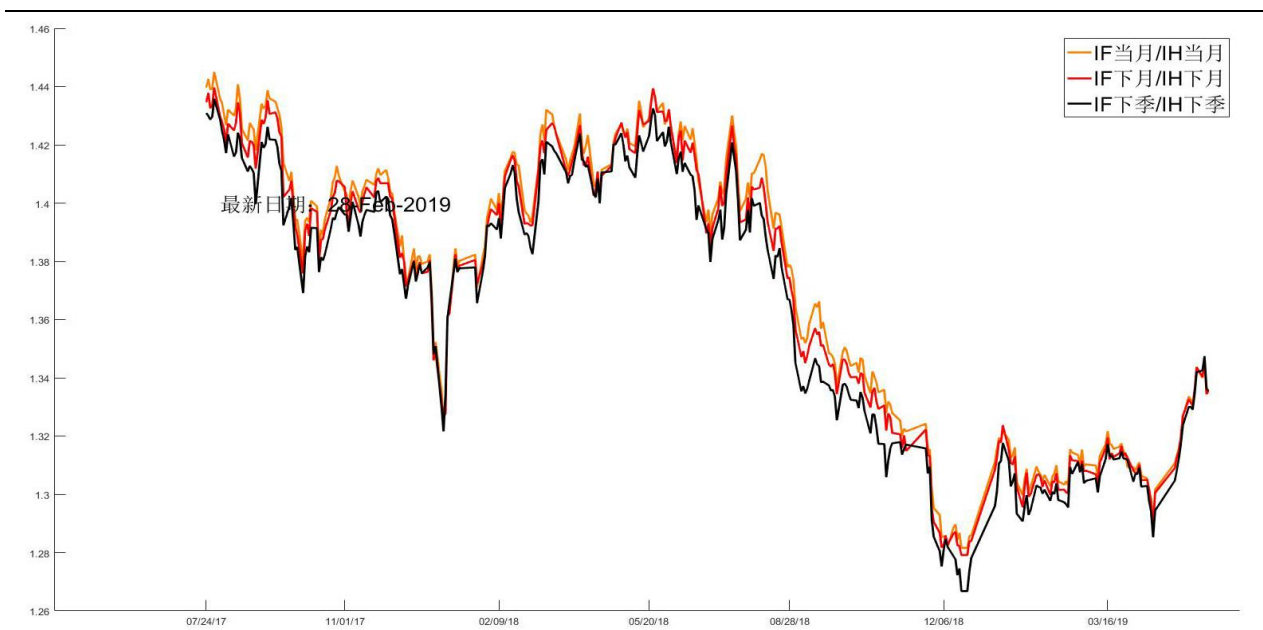
资料来源: wind

图 26: IF-IC 跨品种套利



资料来源: wind

图 27: IF-IH 跨品种套利



资料来源: wind

新世纪期货研究机构

投资咨询部

地址：浙江省杭州市下城区万寿亭街 13 号
电话：0571-85165192

研究院

地址：浙江省杭州市下城区万寿亭街 13 号
电话：0571- 85153988

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。

2019 年 3 月

油脂油料弱势依旧

——2019 年 3 月油脂油料报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
农产品组

Tel: 0571-85165192

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

国外市场：

南美大豆逐步进入收获上市期，本年度南美大豆收获进度显著快于往年同期。巴西大豆处于历史第二高位，丰产基调不变，阿根廷产量恢复，美豆库存高位，全球大豆供应仍然充裕。马棕油减产不及预期，出口疲软且库存高企。

中美双方谈判结果再次取得一些重要进展，对国内油脂油料有一定的利空影响。

油：

春节后油脂需求处于淡季，油厂开机率则持续回升，国内豆油库存早于市场预期开始止降回升，港口食用棕榈油库存也进一步增加，油脂供应压力重新增加。

粕：

国内豆粕库存在产出增加情况下也重新回升，非洲猪瘟疫情持续，生猪及母猪存栏仍持续减少，不利于后期豆粕需求。



一、 国外市场供需

1、虽然产量下调，但全球大豆供需仍显宽松

美国农业部 2 月份报告显示，受制于干旱天气的影响，巴西大豆产量预测值较 2018 年 12 月下调 500 万吨，2018/2019 年度产量预计为 1.17 亿吨，虽然今年巴西产量低于 2017/18 年度创纪录的 1.208 亿吨，仍有望是历史次高纪录。阿根廷产量预测值亦下调 50 万吨，2018/2019 年度产量预计为 5500 万吨；2017/2018 年度阿根廷大豆因严重干旱仅实现产量 3780 万吨，2018/2019 年度基本恢复正常，即同比增产 1720 万吨，完全可以弥补巴西及美国产量下调的影响。2018/19 年度美国大豆产量为 1.24 亿吨，比早先预测值低 151.5 万吨。总体而言，三大主产国产量下调约 700 万吨，虽然大豆丰产不及此前市场预期，但本次产量下调不会改变国际大豆供给总体偏宽松的格局。

2、巴西收割进度高于去年同期，阿根廷大豆生长良好

巴西大豆收获工作进展顺利，速度远快于往年，南美大豆丰收。农业咨询机构 AgRural 公司表示，迄今为止巴西 2018/19 年度大豆收获进度达到 45%，远高于去年同期水平，原因在于主要产区马托格罗索州的大豆收获进展迅猛。作为对比，去年同期巴西大豆收获进度为 25%，过去五年同期平均进度为 27%。福四通（INTL FCSTONE）近期上调巴西 2018/2019 年度大豆产量预估至 1.13027 亿吨，且巴西大豆价格低廉，分析师称，如果南美农作物丰产得到证实，那么未来六个月内出口市场的竞争将非常激烈，对大豆期货市场构成压力。阿根廷大豆作物生长状况大体上良好，近来炎热干燥的天气帮助稳定发生洪灾地区的状况，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）在 2 月 28 日的周报里维持阿根廷大豆产量预测值不变，仍为 5300 万吨。

3、传言中国进口菜籽类 GMO 证书审批收紧，但对油脂油料市场影响不大

加拿大正式批准继续推进孟晚舟引渡听证会，此举将影响中加关系，同时市场传言，国内进口菜籽 GMO 证书（转基因证书）审批收紧，这令市场担忧后续菜籽菜油菜粕进口是否受阻，以及已经到港的菜籽船卸货是否受影响，这会给油脂市场带来短期支撑，但孟晚舟有在不同阶段上诉的权力，整个过程或将耗时数月甚至一年以上。其间只要中美贸易战和解，中加关系也将迎刃而解。因此，该消息对油脂油料行情的提振作用预计不会太大，也不会持续太长时间。另外，此次农业部虽拒绝了所有菜油转基因证书申请，但仍批准了部分菜籽及菜粕的证书申请。此前转基因证书申请被拒也有发生，但是企业仍可在买船到港前继续申请，所以仅凭一次拒绝就断定国内将限制进口加拿大菜籽产品未免有些武断。

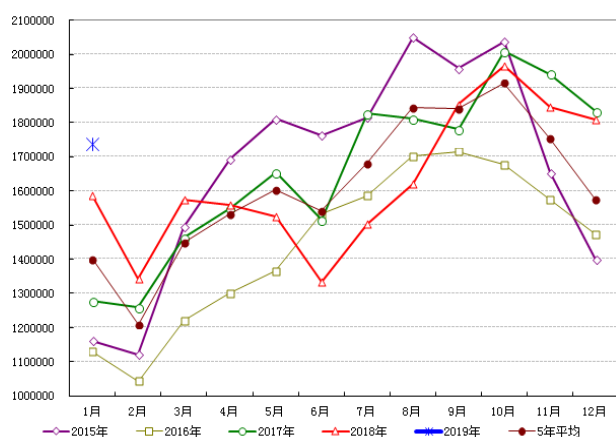
4、马棕油减产不及预期，出口疲软且库存高企

MPOB 最终报告则显示,马来西亚 1 月毛棕油产量 174 万吨月比降 3.9%,出口 168 万吨月比增 21.19%,库存 300 万吨月比降 6.69%,但仍接近近二十年来最高位。报告发布前,路透、彭博及 CIMB 对产量的预估分别为环比下降 10.9%、10%和 8.3%,实际数据环比降幅 3.9%,且产量值明显高于去前同期,不过出口大增,明显高于预期,使得库存降幅也高于预期,报告中性略偏多,但马盘期货并不买账,在高库存以及减产低于预期的压力下一路下跌。

一季度是东南亚棕榈油产地国的季节性减产周期,春节后马棕市场反复炒作减产幅度低于预期。再加上,马来西亚棕榈油出口疲软以及库存高企拖累,马棕油市场也并不乐观。在前期降雨量良好的情况下,预计马棕 2 月产量下滑幅度仍将大概率偏低,难以有效缓解产地库存压力,进入 3 月增产季后,预计产地产量及库存压力将继续增长。主流机构数据显示本月马棕油出口数据不佳:马来西亚棕榈油协会 MPOA 数据显示,2 月 1-20 日棕榈油产量环比增加 3.5%,通常在每年一季度,棕榈油月度产量都会出现季节性下滑,而现在是不减反增,因此,交易商也猜测 2 月份的棕榈油产量可能高于上年同期。库存疲软,船运调查机构 AmSpec Malaysia 称,马来西亚 2 月棕榈油产品出口量较前月下滑 14.5%,至 1,257,777 吨。ITS 称,马来西亚 2 月棕榈油产品出口量较前月下滑 15.2%,至 1,243,308 吨。虽然两国的生物柴油政策也在持续推进中,只是这些政策对棕榈油需求短期效益有限,需要时间累积。

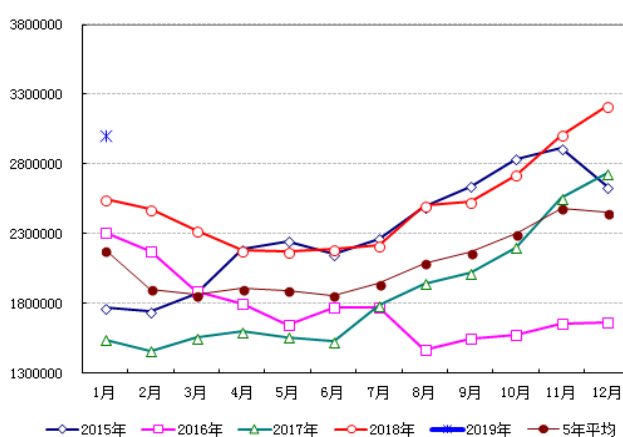
印尼去库趋势类似于马来。根据路透社及 GAPKI 相关数据,印尼棕榈油库存自 18 年四季度以来持续下降。供应方面毛棕油产量较去年同期增幅有限,而需求端印尼生物柴油产量及消费明显提升其国内消费,从而导致印尼棕榈油库存的见顶。

图 1 马棕油月度产量



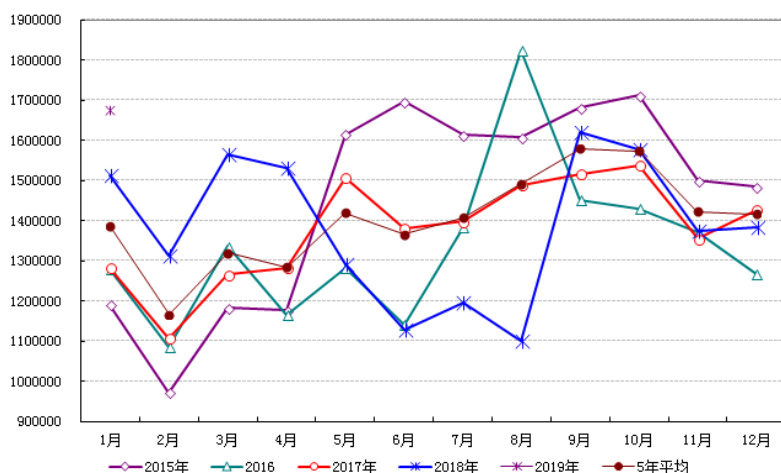
数据来源: MPOB

图 2 马棕油月度库存



数据来源: MPOB

图 3 马棕油月度出口



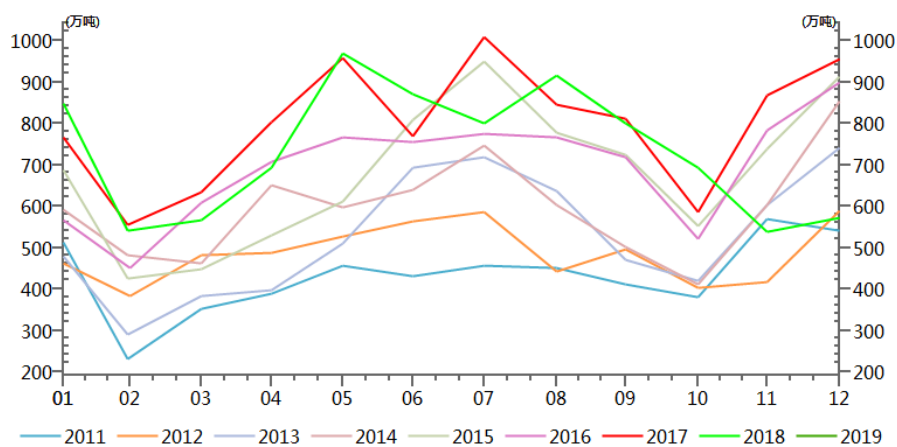
数据来源: MPOB

二、油脂供给充裕，需求进入淡季

1、巴西新豆收获上市，未来几个月大豆进口量可能增加，大豆供应不足担忧会缓解

中国海关总署发布的统计数据显示，2019年1月份中国大豆进口量比上年同期减少13%，因为中国对美国大豆征收高额关税。1月份中国进口大豆738万吨，低于上年同期的848万吨，比2018年12月份的进口量572万吨增加29%。1月份大豆进口量高于预期，主要是因为12月份的一些船货推迟到1月份清关，这些主要是巴西大豆。分析师预计未来几个月大豆进口量可能增加，因为巴西新豆收获上市，更多的美国大豆船货清关。截止3月1日当周，国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量491.54万吨，较去年同期517.8万吨减少5.07%，由于3月份大豆到港量高于预期，达到670万吨，预计会缓解3月末至4月上旬供应不足的担忧。

图4 中国月度进口大豆

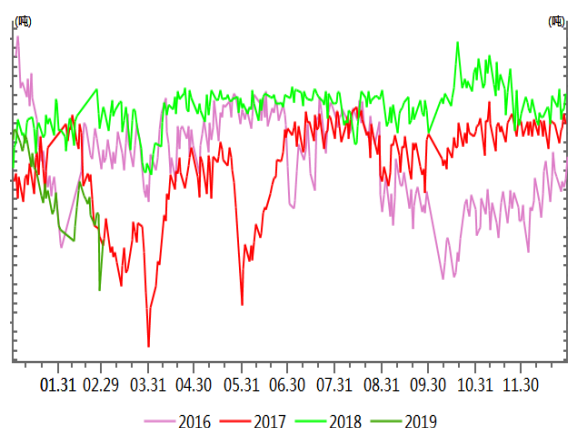


数据来源: wind

据 Cofeed 调查统计, 2019 年 2 月份国内各港口进口大豆预报到港 63 船 399.4 万吨, 3 月份预报到港 106 船 671.1 万吨, 明显高于预估的 600 万吨, 主要因部分储备到港美豆未获得预报。4 月份预估维持 870 万吨, 5 月份初步预估 975 万吨, 6 月份初步预估 980 万吨。因恰逢春节, 本月油厂开机率大幅下降, 按当前开机速度来算, 预期 2 月份全国大豆压榨总量在 470 万吨(出粕 3713000 吨, 出油 893000 吨), 较 1 月份的压榨量 712 万吨减少 242 万吨, 降幅 33.98%, 但较去年同期的 425 万吨增加 10.58%。

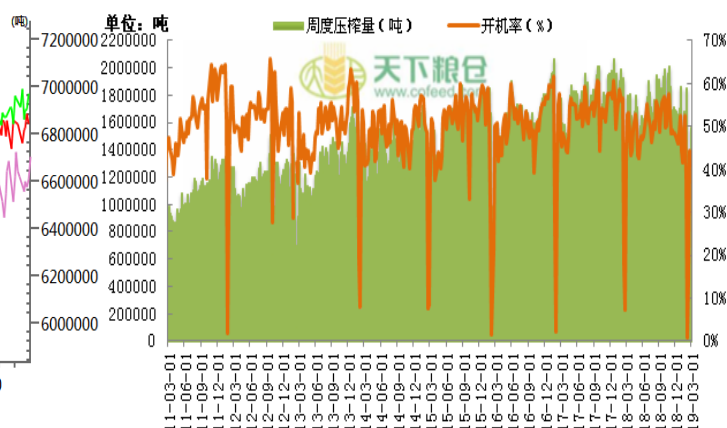
《华尔街日报》引述消息人士说法指出, 中美两国上月在华府谈判逐渐形成共识, 川普 3 月底与习近平见面时, 双方有望签署一项正式协议。报导称中美贸易谈判即将达成协议, 中方同意调降关税, 以及放宽对于美国农产品、化学制品、汽车等产品的限制; 而美国则考虑取消去年对中国产品加征的全部或者绝大部分关税。若贸易协议达成, 将会有大量美豆进入国内, 国内大豆供给将十分充裕。

图 5 国内进口大豆港口库存



数据来源: wind

图 6 全国大豆压榨量周度图



数据来源: 天下粮仓

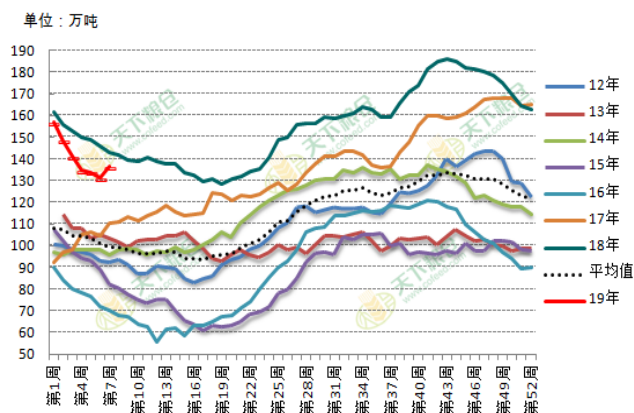
2、豆油库存止跌回升且在高位，棕榈油库存持续上升，而油脂需求进入淡季

春节后食用油需求毕竟进入阶段性淡季, 继港口食用棕榈油库存不断升高的同时, 豆油库存也早于市场预期止降逐步回升, 这也是连续第二周回升, 油脂供应量持续回升。据 Cofeed 统计, 截止 3 月 1 日当周, 国内豆油商业库存总量 135.2 万吨, 较上周同期 133.75 万吨增 1.45 万吨, 增幅为 1.08%, 较上个月同期的 133.81 万吨增 1.39 万吨, 增幅为 1.04%, 较去年同期的 140 万吨降 4.8 万吨降幅 3.43%, 五年同期均值 104.67 万吨。

年后国内低度棕榈油库存快速增长, 目前基本为 16 年以来的最高值, 截止 3 月 1 日, 国内港口食用棕榈油库存总量 77.29 万, 较上月同期的 67.07 万吨增 10.22 万吨, 增幅 15.2%, 较去年同期 67.58 万吨增 9.71 万吨, 增幅 14.4%, 国内主要港口工棕库存 11.92 万吨。19 年 1-2 月国内月均到港达到约 43 万吨, 去年同期为 30 万吨, 同比增长 43%。因 1-2 月为低度棕榈油的传统消费淡季, 到港量的激增导致

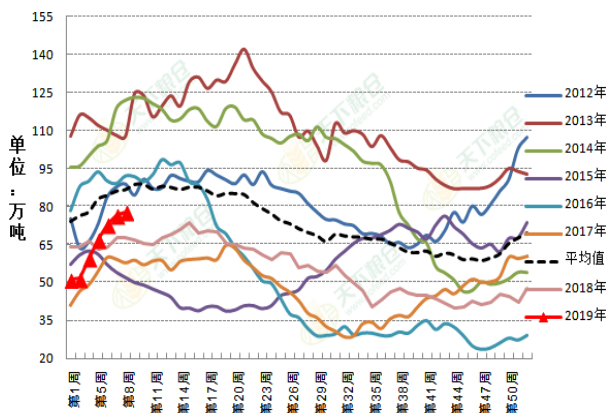
库存快速积累。

图7 国内豆油商业库存



数据来源：天下粮仓

图8 国内棕榈油港口库存



数据来源：天下粮仓

3、小结与交易策略

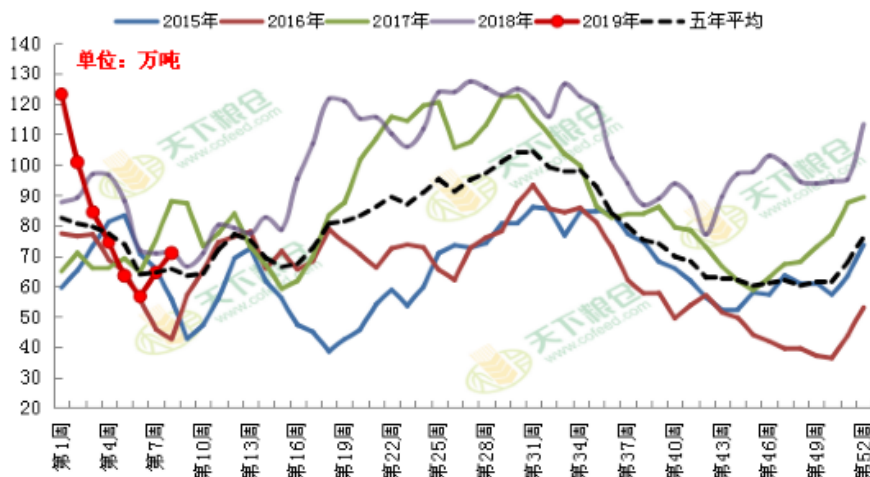
阿根廷产量上调，巴西丰产基调不变，全球大豆供给充裕。中美双方谈判结果再次取得一些重要进展，对国内油脂有一定的利空影响。因加拿大引渡事件令市场担忧后续菜籽菜油菜粕进口是否受阻，油脂市场带来短期支撑，但提振作用不会太大，也不会持续太长时间。国内春节后油脂需求处于淡季，油厂开机率则持续回升，国内豆油库存早于市场预期开始止降回升，港口食用棕榈油库存也进一步增加，油脂供应压力重新增加，或将限制油脂行情反弹空间，油脂仍将偏弱运行。

三、非洲猪瘟持续导致生猪存栏持续下降，豆粕需求疲软而供给充裕

1、豆粕库存止跌回升

本月大豆压榨量继续下降，豆粕供应量也随之减少，但受中美贸易战影响，豆粕成交量也明显减少，且春节氛围下，中下游提货速度放缓，导致豆粕库存仍有所下降，但节后由于油厂开机率持续回升，豆粕库存止跌回升且继续增加。据 Cofeed 调查统计，截止 3 月 1 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量 70.82 万吨，较上周的 64.47 万吨增加 6.35 万吨，增幅在 9.85%，较去年同期 71.02 万吨减少 0.28%。未来两周油厂将下降至 155 万吨、163 万吨，油厂豆粕库存增速也将放缓。油厂豆粕未执行合同量仍有所增加，截止 3 月 1 日当周，国内沿海主要地区油厂豆粕未执行合同量 210.7 万吨，较上周的 197.19 万吨增加 13.51 万吨，增幅 6.85%，较去年同期的 475.83 万吨大幅减少 55.71%。

图9 近几年国内沿海豆粕结转库存变化图



数据来源：天下粮仓

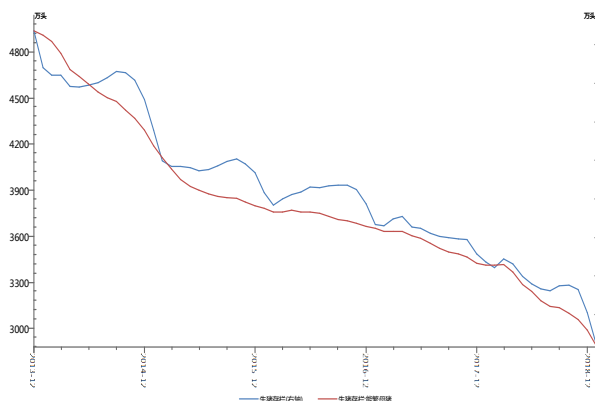
2、生猪存栏因非洲猪瘟会持续下滑，豆粕需求十分疲软

自去年8月初以来，中国已经出现约100例非洲猪瘟疫情。一些生产商已经放弃养猪，因为担心疾病传播，政府禁止生猪运输，遏制价格。国内由于非洲猪瘟持续蔓延，生猪养殖户补栏积极性遭遇重创，节前集中出栏，节后生猪存栏降幅较大。市场预计猪瘟将会导致节后生猪出栏量下滑10%-20%左右，2月份多地再爆发猪瘟疫情，且疫点生猪存栏规模较大，全国各主产区生猪养殖均陷入亏损，仔猪亏损持续，生猪及母猪存栏仍持续减少。非洲猪瘟疫苗研发难度比较大，非洲猪瘟从上世纪到现在几乎上百年，也只有美国去年研制出了非洲猪瘟疫苗，且美国的疫苗不一定能治中国的猪，因为病毒在不断变异中。还有，有过猪瘟的地方会被隔离半年左右，所以如果去年年底和今年年初有猪瘟的养猪场在半年内无法养猪，也就是说最快在五月份才能养猪，因此三月生猪存栏量会大幅降低。

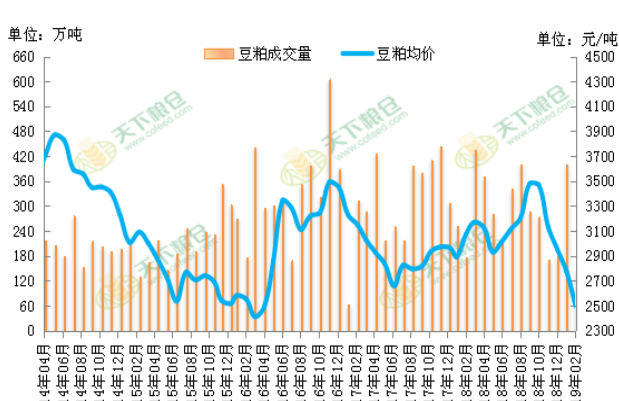
据农业农村部最新数据显示，2019年1月生猪存栏比2018年12月减少5.7%，比去年同期减少12.62%，能繁母猪比2018年12月减少3.56%，比去年同期减少14.75%。尽管官宣非瘟可控，而针对区域生猪存栏状况的行业机构和草根调研结果，反馈较为悲观。非洲猪瘟会严重影响豆粕需求，且非洲猪瘟导致的豆粕消费量下降缺口很难由其他养殖产品予以填补，主要因为生猪养殖是最重要的豆粕需求下游，因此国内豆粕需求或将继续下降。

图10 生猪及能繁母猪存栏

图11 国内豆粕月均价及月度成交量



数据来源: wind



数据来源: 天下粮仓

3、小结与交易策略

南美大豆逐步进入收获上市期，本年度南美大豆收获进度显著快于往年同期。巴西大豆处于历史第二高位，丰产基调不变，阿根廷产量恢复，美豆库存高位，全球大豆供应仍然充裕。国内大豆压榨量近周来因油厂开机率提高而增加，豆粕库存在国内产出增加情况下也重新回升。非洲猪瘟疫情持续，2月份多地再爆发猪瘟疫情，且疫点生猪存栏规模较大，全国各主产区生猪养殖均陷入亏损，仔猪亏损持续，生猪及母猪存栏仍持续减少，不利于后期豆粕需求。中美谈判偏乐观，后期重点关注协议会不会签订，25%的关税会不会取消，若大量进口美豆，豆粕还将震荡下跌。