

沈时度势——期货市场投资策略周度分析

研究员：沈恩贤

期货从业证号：

F3025000

投资咨询从业证号：

Z0013972

☎:021-65789219

✉:shenexian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

在中美即将迎来第八轮经贸高级别磋商之际，美豆主力合约在本周三收跌 13.25 美分，报 887.5 美分/蒲式耳，跌至去年 11 月底以来最低，交易商表示因技术性卖盘和对全球供应充足的担忧打压市场，技术上显示美豆上方压力加大。

受出口下滑影响，美国大豆库存创下历史新高。与此同时，由于转型改种其它农作物需要大量的设备投入，别无选择的美国农民只好继续种植大豆。据官方预测，今年春天美国农民将播种 8500 万英亩的油籽，仅比去年下降 4.6%。美国农业部谷物库存报告显示，2018 年 12 月，也就是美国 2018~2019 谷物年度（2018 年 9 月~2019 年 8 月）的第一季度末，美国大豆库存创下历史新高，达到 37.36 亿蒲式耳。在大量的初始供应和第一季度 40% 的出口下降的背景下，12 月的库存量远高于去年同期的 31.61 亿蒲式耳，同比增加 18%。

美国农业部 2 月发布的农作物供需报告显示，预计 2018-2019 谷物年度全球大豆库存量将达 1.0672 亿吨，创历史最高水平。全球第二大大豆生产国美国的库存预计将明显增加，将比上年度翻一倍，达 2476 万吨。据路透报道，由于高粱出口也承压，转型种植玉米或大麻类植物需要投资一套新的设备，别无选择的农民只好继续种植大豆，寄希望于贸易前景改善，或政府的救助补偿能够弥补损失。

美国农业部首席经济学家 Robert Johansson 预计，美国创纪录的库存将需要数年时间才能被消化，这将对未来的价格构成压力。

继上周市场对南美大豆产量及库存充足的预期之后，北美方面也释放出大豆种植面积将增加的消息。由于美国玉米带西部创记录的洪水可能会推迟或阻止种植者播种玉米，美国本季度的大豆种植面积可能比以前预计的要大。对于本周六凌晨即将公布的种植意向报告，此前机构的预测区间主要在 8420-8550 万英亩，近期 FOCSTONE 预估美豆新作种植面积 8770 万英亩，远高于市场平均预期。

自 2018 年 9 月开始，赤道中东太平洋海温持续偏暖，已形成新的一次厄尔尼诺事件。据国家气候中心预测，预计本次厄尔尼诺事件仍将持续，强度为中等至偏强，今年一季度厄尔尼诺现象已经给北美洲的哥斯达黎加北部地区的豆类作物种植业造成重创，将造成哥斯达黎加北部地区的豆类作物减产约 50%。豆类的生长过程很复杂，厄尔尼诺现象造成的干旱时会造成豆类不发芽，即便发了芽也会发育不良，而生长周期中的前 45 天对于豆荚形成至关重要。虽然厄尔尼诺目前并未给美国地区带来干旱少雨，但如果其继续演变，可能又将成为炒作焦点。

农业农村部公布 2 月份 400 个监测县生猪和能繁母猪存栏数据，2 月 400 个监测县能繁母猪存栏量环比下降 5%，同比下降 19.1%；生猪存栏量环比下降 5.4%，同比下降 16.6%。2 月份能繁母猪存栏和生猪存栏环比均创下有数据统计以来最大跌幅。而现阶段国内猪瘟影响较高，令市场整体对豆粕需求依旧低迷，致使豆粕现货后市看涨信心不足。

基本面来看，豆粕市场利空压力犹存。但豆粕价格前期大幅下跌已经体现了这种利空影响。南美大豆基本丰收也已经尘埃落定。下一步逐渐炒作题材会过度到新年度美国种植面积和天气炒作上来。美国农业

作物论坛显示本年度美豆种植面积存在下降趋势，但下降幅度并不大。目前豆粕市场仍然处于低位震荡行情，大规模反弹难以展开，但持续大幅下跌也比较困难。操作上短线操作或观望。

期权策略：卖出9月豆粕看跌期权。或卖出宽跨式期权。

油脂

美国豆油和原油期货走低，马来西亚棕榈油库存可能依然高企，将继续压制马来西亚棕榈油市场表现。马来西亚棕榈油产量增加，而出口增幅不大，意味着库存将继续提高。船运调查公司 AmSpec Agri 马来西亚公司称，2019年3月1-25日期间马来西亚棕榈油出口量为1,158,178吨，比2月份同期的1,138,802吨增加1.7%。船运调查机构 ITS(Intertek Testing Services)发布的数据显示，2019年3月1-25日期间马来西亚棕榈油出口量为1,152,379吨，比2月份同期的1,137,838吨增加1.3%。

2月末，马来西亚棕榈油产量环比下滑11.1%，至154万吨；出口量环比下降21.4%，至132万吨；库存环比增加1.3%，至305万吨。与历年数据相比，产量、库存明显大于往年同期，为10年来的最高点，出口并不理想。马来西亚棕榈油季节性减产周期为11月一次年2月，3月开始进入增产周期。春节前市场炒作的厄尔尼诺现象未有明显表现，主产区降雨并无异常，意味着后续棕榈油产量增幅按正常年度运行，出现减产的概率较小。船运调查机构 ITS 公布的数据显示，3月1-20日马棕出口881924吨，环比减少4.1%；其中中国进口100495吨，环比增长2%。由于种植油棕树导致森林过度砍伐，欧盟计划在2030年前将逐步废除棕榈油在运输燃料中的使用，预计后期马来西亚出口至欧盟的量将减少。目前马棕期货在经过连续7个交易日下跌后暂时止跌，但国际市场对高库存且需求不佳棕榈油后市仍持估空心理，未来棕榈油或继续承压。

巴西新豆开始集中到港令国内前期断豆停机油厂恢复开机，3月15日当周国内主要油厂开机率回升至54%，豆油库存增至138万吨，且春节及开学季过后终端油脂消费能力及提货速度放缓，巴西新豆价格稍低使得油厂榨利亏损情况得到改善，但受猪瘟影响，粕类需求下滑明显，支撑厂商挺油信心。

当前国内油脂市场购销放缓，供应宽松，但受国内对加拿大进口菜籽的政策影响前期郑油大幅上涨后回落，目前油脂市场供应并不紧张，而且进口菜籽未来仍存变数，目前不建议做多，操作上反弹逢高抛空油脂。

场外期权策略：观望。

棉花

郑棉有效预报大幅增加。3月22日，郑棉仓单17137(+135)张，有效预报3717(+1016)张。棉花现货价格指数走高，纱线价格坚挺；郑棉新仓单持续流入，有效预报大幅增加。综合分析，长期看，印度MSP构筑全球棉价阶段性底部，棉市或呈现慢牛行情；短期内，中美经贸前景仍存不确定性，美棉主力在70美分附近获得支撑，郑棉整体延续区间震荡，关注上方套保压力，关注下游订单状况。

根据中国棉花协会物流分会调查，2月份全国棉花商业库存量为456.52万吨，较上月减少28.34万吨。目前市场维持在区间震荡，轧花厂和贸易商根据自己企业的成本在期货市场上套保，当价格跌至15000附近企业在期货市场上销售仓单的积极性就降低了，且有部分套保企业获利离场，向下的空间有限，而向上假如价格高于15500则会有大量仓单销售到期货市场上来打压价格。

国际市场，近日，巴西商品供应公司(CONAB)将2019年新棉产量上调1万吨至257.54万吨，巴伊亚州产量54.78万吨，单产1650公斤/公顷，同比下降12.7%，马托格罗索州产量172.59万吨，单

产 1640 公斤/公顷。2018 年, 巴伊亚州棉花单产最高, 76%马值在 3.8-4.6, 73.56%绒长在 1-1/8 以上, 31% 达到 1-5/32, 7.8%达到 1-3/16 及以上, 超过 40%强力达到 30GPT 以上, 35.7%叶屑级在 3 级以下。巴西棉花质量已经有了大幅提升, 高等级棉数量越来越多, 出口优势也越来越大。2019 年 2 月, 巴西出口棉花 87305 吨, 对中国出口 16878 吨, 对孟加拉国出口 14265 吨, 其他买主是印尼、越南、土耳其、马来西亚和韩国。目前, 巴西棉的高等级报价基差很高, SM 1-3/16 的基差是 1400 点 (5 月合约), 1-5/32 是 1100-1300 点, SM 1-1/8 是 1150 点, M 1-1/8 是 950-1000 点。10-12 月装运的 M 1-1/8 级 2019 年新棉花基差是 900 点 (12 月合约)。

美国, 美国农业部日前发布通知, 减少包括棉花在内的诸多农作物的单产实地调查的范围, 取消了执行多年的 8 月份棉花实地测产, 仅保留得州南部的单产调查。此外, 美国农业部取消了所有路易斯安那州和北卡罗来纳州的调查。至此, 美国棉花的单产调查只剩下阿肯色州、佐治亚州、密西西比州和得克萨斯州。此次调整将导致 8 月份供需月报的重要性大打折扣。美国农业部没有专门说明, 但业界普遍猜测是政府为了降低成本。

美国农业部展望论坛显示: 预计 2019/20 年度美国棉花播种面积 8650 万亩, 增幅 1.1%; 其中, 收获面积增加 22.8%至 7849 万亩。预计产量 22.5 百万包 (折合 489.9 万吨), 增幅 22.35%。产量增幅超市场预期。

从年度供需平衡表来看, 全球及中国棉花库存下降, 下年度国储棉将抛储完毕, 2019/20 年度中国棉花进入紧平衡, 棉花将出现长期上涨趋势。二季度棉花库存季节性下降, 供应压力逐渐减弱, 对于棉花价格的压力在减弱。下方空间有限, 期货前低位置将成为较强支撑。如果没有天气或其他问题, 较差的情况是棉花继续震荡, 如若发生天气或运输等问题, 棉花将出现供应短缺, 价格更容易上涨。

2019/20 年度美棉产量增幅超市场预期, 影响利空, 抵消之前中美磋商的利好预期。预计在中国进口增加及全球棉花整体增产的大背景下, 棉价整体震荡运行。国内储备棉减少及社会库存增加是当前市场面临的主要矛盾。但后期随着棉花存量逐步减少, 市场仍然有再次反弹的机会。操作上逢低少量做多或观望。

期权策略: 卖出看跌期权。

白糖

本年度全球食糖供应过剩幅度缩小, 国内外糖价处于低位, 糖厂利润亏损, 拖欠蔗农资金, 各国采取不同措施以保护蔗农利益与糖厂的正常运转, 对糖价形成支撑。我国加强走私打击提高配额外进口关税, 减少外糖流入冲击国内市场。多机构预计在 2019/2020 年度全球食糖将出现 100-200 万吨的供应缺口, 2019 年将是国内外食糖由供过于需向供不应求的转折点, 是糖价从熊市向牛市转变的关键节点。

根据 USDA 的供需报告数据, 2018/2019 年度全球食糖产量为 1.86 亿吨, 比上年度的 1.95 亿吨减少 4.47%。全球食糖消费量为 1.78 亿吨, 比上年度的 1.75 亿吨增加 1.55%。2018/2019 年度全球食糖依旧处于过剩, 不过产量与消费的差额在缩小, 本年度的产量与消费差额为 822 万吨, 较上年度的 1962 万吨减少 58%。这也导致了 2018/2019 年度的期末库存降低增幅, 2018/2019 年度全球食糖期末库存增加 132 万吨, 远低于上年度的 955 万吨。本年度全球食糖依旧处于过剩, 不过供过于需的局面要好于上年度。

对于 2019/2020 年度的食糖供需, 不同机构也进行了预测, ADM 公司认为在 2019/2020 年度全球食糖由过剩转为供应不足, 存在约 200 万吨左右的供应缺口。分析机构 Green Pool 在 2019/2020 年度的首份报告中预估, 全球食糖市将出现供应短缺 136 万吨。该机构认为 2019/2020 年度供应短缺主要由泰国、巴基斯坦和印度产量减少导致。同时, Green Pool 将 2018/2019 年度全球供应过剩量从此前预估的 360 万吨下调至 264 万吨。

国际食糖业组织 (ISO) 认为, 2019/2020 榨季全球食糖供给宽松将转入供应偏紧状态, 供需缺口预计

为 200 万吨左右。同时,ISO 将 2018/2019 全球食糖供给过剩量下调至 217 万吨。多机构预估的 019/2020 年度全球食糖供需缺口的数量不同,但是存在缺口确是共识,这就奠定了未来糖价将从熊市转向牛市。全球食糖产量主要集中在印度、巴西、欧盟、泰国和中国,这五个国家的产量总和占全球食糖产量的 60%。在历史上,巴西一直为全球第一大食糖主产国,不过在 2018/2019 年度,巴西产量大幅下降,创 12 年来新低,而印度产量增加,使得印度产量首次超过巴西,成为全球第一大主产国。印度食糖 2019/2020 年度产量减少。从 2010/2011 年度以来,除了 2016/2017 年度由于厄尔尼诺导致印度食糖产量减少之外,印度食糖产量均高于消费量。2018/2019 年度印度食糖产量为 3587 万吨,比上年度的 3411 万吨增加 5.16%,食糖消费量为 2750 万吨,比上年度的 2650 万吨增加 3.77%。产量增加 176 万吨而消费增加 100 万吨。

巴西食糖本年度减产,下年度增产。巴西食糖 2018/2019 年度的产量大幅下降,根据 USDA 的预估为 3060 万吨,比上年度的 3887 万吨减少 827 万吨或 21.28%,出口量亦减少 860 万吨。由于出口量减少量大于产量变化,最终期末库存小幅增加至 125 万吨,比上年度的 92 万吨增加 33 万吨。由于 2018/2019 年度巴西甘蔗产量减少,同时甘蔗制乙醇产量增加,导致食糖产量减少,并创下从 2006/2007 年度以来最低产量。由于巴西中南部地区的甘蔗种植占巴西的 90%,因此该地区的甘蔗压榨与食糖产量大致可以反映巴西全国的情况。从去年的 4 月 1 日到今年的 2 月 1 日,巴西的中南部地区糖厂共压榨 5.6 亿吨甘蔗,比上年度同期减少 3.5%,其中糖产量为 2640 万吨,同比减少 26%,乙醇产量为 303 亿公升,同比增加 20%。目前甘蔗用于压榨食糖的比例为 35.4%,而用于生产乙醇的比例为 64.6%,上年度的食糖与乙醇的比例分别为 46.9%和 53.1%。

本年度泰国食糖下降。泰国食糖在 2018/2019 年度的产量为 1380 万吨,比上年度的 1471 万吨减少 91 万吨或 6.19%,消费量为 258 万吨,相比较上年度的 263 万吨变动幅度不大。不过由于巴西食糖产量与出口减少,全球增加了从泰国进口食糖。由于甘蔗价格较低,泰国蔗农转向种植木薯等其他作物,种植面积减小,2018/2019 年度食糖产量下降。2018/2019 年度泰国食糖出口量为 1150 万吨,比上年度的 1050 万吨增加 100 万吨或 9.52%。产量减少出口增加,最终导致泰国食糖期末库存由上年度的 720 万吨下降到本年度的 692 万吨,降幅为 3.89%。

2. 二季度我国食糖库存逐步下降,供需紧平衡

根据我国农业部的数据,2018/2019 年度我国糖料种植面积为 147.7 万公顷,其中甘蔗种植面积为 124.3 万公顷,占比为 84%;甜菜种植面积为 23.4 万公顷,占比为 16%。相比较与上年度的 137.6 万公顷,糖料种植面积增加 7.34%,其中,甘蔗种植面积比上年度的 120.1 万公顷增加 3.5%;甜菜种植面积比上年度的 17.5 万公顷增加 33.7%。糖料种植面积增加,但是不利天气导致单产有所下降。2018/2019 年度我国甘蔗单产为 63 吨/公顷,比上年度的 66.75 吨/公顷减少 5.62%;甜菜单产为 52.5 吨/公顷,比上年度的 55.2 吨/公顷减少 4.89%;最终糖料单产为 57.75 吨/公顷,较上年度的 60.98 吨/公顷减少 5.3%。由于糖料种植面积增加幅度大于单产下调幅度,最终食糖产量增加,主要体现在甜菜糖产量的增加上。

2018/2019 年度我国食糖产量为 1068 万吨,比上年度的 1031 万吨增加 3.59%或 37 万吨,其中甘蔗糖产量为 925 万吨,比上年度的 916 万吨增加 0.98%或 9 万吨;甜菜糖产量为 143 万吨,比上年度的 115 万吨增加 24.35%或 28 万吨。甜菜糖的产量增幅占我国食糖产量增幅的 76%,贡献了大部分的增量。

在 2018/2019 年度,我国食糖产量与进口量分别为 1068 万吨和 290 万吨,合计供应量为 1358 万吨,比上年度的 1274 万吨增加 6.59%或 84 万吨;消费量与出口量分别为 1520 万吨和 15 万吨,合计需求量为 1535 万吨,与上年度的 1528 万吨相差不大,同比增加 0.46%或 7 万吨。无论是本年度,还是上年度,我国白糖供需均存在缺口,其中 2018/2019 年度供需缺口为 177 万吨,2017/2018 年度缺口为 254 万吨。除了通过消耗部分库存弥补缺口之外,国内外食糖价差导致难以完全杜绝的走私糖,也是弥补供需缺口的一种途径。

我国对配额外食糖额外增加关税以保护国内蔗农利益。商务部对进口食糖实施保障措施，自 2017 年 5 月 22 日在 50%配额外关税的基础上，加征关税，并逐年递减，实施期限为 3 年。具体加征关税为 2017 年 5 月 22 日到 2018 年 5 月 21 日，加征 45%的关税；2018 年 5 月 22 日到 2019 年 5 月 21 日，加征 40%的关税；2019 年 5 月 22 日到 2020 年 5 月 21 日，加征 35%的关税。目前我国食糖进口关税为 90%，配额外无进口利润；即使到今年 5 月 21 日之后，关税下调到 85%，仍无进口利润。在政府加强走私打击与加征配额外关税的背景下，有效减少外糖流入，国内食糖供需处于偏紧格局。

基本上，国内工业库存低于去年同期水平，销糖率提高，供求形势趋于好转，减少了下半年的供应量，有利于糖价上涨，目前 5000 附近的价格相对中长期来说，处于偏低水平。目前分析机构大部分还是认为 2019/2020 榨季全球糖市或出现供应 200 多万短缺，苏克敦金融预计下一年度全球供应缺口达 400 万吨，全球糖市基本面趋好。短期国内处于蔗糖压榨高峰期，但销糖率快于去年同期，叠加广西政府收储政策的支持，郑糖下方支撑较强。长期看国际食糖市场处于低位，未来种植面积可能有所减少，全球糖市场可能向供需平衡方向转换，郑州白糖期货可能步入低位宽幅震荡时期。长线操作逢下探回调企稳之后做多。短期看市场可能需要充分调整之后才能出现比较好的做多机会。

期权策略：买入远月看涨期权

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周下降 44.66 万吨至 872.28 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年同期低 109.39 万；钢厂库存本周下降 8.79 万吨至 246.55 万吨（历史最高 457 万吨），合计库存下降 53.45 万吨；本周产量环比上升 8.14 万吨至 338.83 万吨。本周厂库与社库环比继续下降，但降幅连续第二周收窄；与此同时，产量连续第四周上升。

三月整体市场需求得到释放，钢价迎来了年后的一波大涨，终端备货积极性持续回升，但月末受高炉和电炉钢厂的开工率均出现持续攀升，使得钢厂产量增加，而需求端从时间来看，今年需求释放较去年有所提前，透支情况较为明显，月末钢价出现了滑铁卢现象，从全国重要城市的钢价以及成交状况可以窥见目前的窘境。月末钢价整体走势弱稳，现货实际成交多可在报价基础上继续让利 10-20。

表观消费量维持高位，螺纹周度表观需求增加 3.73 至 407 万吨，再度维持在 400 万吨/周以上，同时接近 2018 年春节后的历史高位。在需求较早回归的带动下，表观需求提前 3 周升至 400 万吨以上。不过，上周增幅已经明显放缓，从 2018 年同期来看，在 2018 年 4 月，被抑制的需求集中释放，地产新开工增速快速提升的背景下，表观需求的峰值区间也仅维持了 4 周，随后就明显回落。今年需求只是释放节奏提前，地产新开工仍面临增速下降压力，预计需求峰值也难以持续超过 4 周，四月整体需求恐不及三月。

基建方面，上半年制造业、房地产项目投资有望保持平稳增长，但国家对房地产的政策方向也不算十分清晰，上半年房地产行业还是存在一定压力，产量方面，限产采暖季节过后，钢厂陆续恢复正常生产，产量持续上升；且临近南方梅雨天气，影响需求启动，后期来看，钢厂挺价情绪明显，月初资金方面压力有所缓解，且临近清明小长假，备货需求或有所释放，中间商心态较为坚挺，对后市仍多报乐观心态，但基本面不甚乐观，市价上行仍存在较大的风险。

2018 年房地产土地购置增加 14.3%，2019 年基建有所回升这决定了 2019 年春天钢材需求仍然较好。但 2019 年 1-2 月房地产销售及土地购置数据利空，土地购置面积大幅回落，长期对市场预期有所转变，土地购置面积的大幅下降直接影响今年下半年的钢材需求。而且钢材价格处于高位导致电弧炉产量增加。总之今年情况不同以往，供应继续增加，需求预期变弱，远月合约大幅贴水可见一斑，市场继续震荡走弱可能性较大。操作上库存较大的企业做好卖空套期保值。

外期权策略：观望

铜

1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 7080.1 亿元，同比下降 14.0%。统计局：前两月规模以上工业企业利润总额 7080.1 亿，部分重点行业利润下降与春节假期因素是影响主因。剔除春节因素后上年同期持平略降。

中国国家统计局公布 1-2 月全国经济运行情况，整体数据如预期，表现较差。其中规模以上工业增加值明显下滑，全国失业率较 18 年同比小幅上升。全国消费品零售数据基本平稳，固定资产投资继续小幅回升。但需要关注的是，房地产相关数据明显下滑，虽然房地产开发投资完成额小幅上升，但房地产销售和新开工面积同比大幅下滑，其中，房地产销售面积自 16 年至今持续下滑。房地产行业明显降温，后市压力较大。

国际方面，3 月 20 日，美联储宣布不加息，且预计年内不加息、明年加息一次，9 月末停止缩表。3 月 26 日，10 年期美国国债收益率与 3 个月期收益率继续倒挂，这是近期出现第二次美债收益率曲线倒挂。分析认为，这是债市在美联储暂停加息之后，为下次降息快速定价。

商务部昨天举行例行新闻发布会，在回答中美经贸磋商问题时，新闻发言人高峰介绍，近期刘鹤副总理就中美经贸问题和美方举行了多轮电话磋商，取得一些进展，有大量工作有待完成，今天下午晚些时候美方代表团抵达北京，今晚双方将举行工作晚餐，明天双方将全天进行磋商。下周刘鹤副总理将访问华盛顿与美方举行第九轮中美经贸高级别磋商，目前双方团队正在全力以赴进行认真谈判，朝着落实两国元首重要共识的方向努力。

【SMM：铜矿的紧缩之路】在“2019 年中国（鹰潭）铜产业高峰论坛暨第十四届铜产业链峰会”上，上海有色网表示 2019 年海外新投产大型矿山屈指可数。预计 2019 年铜矿供应增速 2.2%左右，矿产铜增量 45 万吨左右，同比增速放缓。全球主要矿企 2019 年新增产量有限，甚至有所下降。

宏观上 3 月份公布的中国数据不乐观，而且美国欧盟日本的 PMI 数据都处于下行态势。铜市场需求确实不能乐观。目前唯一支持铜价格的是国外的低显性库存，但国内保税区库存和上期所库存及广东地区库存存在持续增加。如果 4 月份公布的数据不如预期好转，那么铜市场进一步承压。前期公布的房地产数据和固定资产投资数据并不乐观，尤其是房地产销售和土地购置面积大幅下降导致未来长远需求预期悲观。总体来看，目前铜市场受供给干扰和低库存的利多因素虽然短期仍然占主导，但未来长期决定铜市场的主要还是需求因素。目前铜市场上方压力逐渐加大。在目前的价位上不可过于乐观。操作上谨慎为好，有库存企业需要做好卖空套期保值，未来方向我们认为市场上方空间有限，后期仍然有下探风险。

期权策略：买入看跌期权熊市价差策略

橡胶

NOAA 研究显示预计 2019 年热带太平洋的厄尔尼诺现象较弱，可能会持续至 2019 年春季。由于预期发生强度较弱，因此预计不会产生大范围或重大的全球影响。然而，在接下来的几个月里，一些局部地区可能会受到微弱影响。

从基本面来看，目前国内产区新一轮割胶尚未开启，东南亚产区仍处于停割期，天然橡胶产出处于低位；近期国内轮胎企业开工水平尚可，市场运行同样维持相对平稳，终端需求表现一般，厂家出货较前期有所放缓。乘联会最新周度分析显示，3 月首周国内乘用车市场零售日均达到 3.4 万台，同比下降 25%，

与前几个月第一周起步零售下降 40%以上的表现来看，3 月首周表现已经是逐步改善的趋势。美联储年内第二次会议释放了更强烈的鸽派信号，不但明确计划今年 9 月停止缩表，而且多数联储官员预计今年全年不加息，明年加息一次，而三个月前的主流预期为今年将加息两次。综合来看，当前天然橡胶产出继续处于低位，需求端则无明显增长点，天然橡胶市场供需格局无明显改善；上期所天然橡胶仓单库存持续增加，库存压力暂无缓解，对胶价压制作用明显。

全球天然橡胶市场供应仍处于高速增长期。从天然橡胶生产国协会（ANRPC）公布的数据来看，2018 年东南亚五大天然橡胶主产国泰国、印尼、越南、马来西亚和印度的天然橡胶产量有增有减，总体呈现大幅增长趋势。2018 年泰国天然橡胶产量为 485 万吨，同比增 42 万吨；印尼天然橡胶产量为 377 万吨，同比增 14 万吨；越南天然橡胶产量为 110 万吨，同比基本持平；马来西亚天然橡胶产量为 60 万吨，同比减 14 万吨；印度天然橡胶产量为 65 万吨，同比减 6 万吨。东南亚天然橡胶五大主产国在 2018 年合计增产天然橡胶近 36 万吨，全球天然橡胶产量在 2017 年大幅增产 100 万吨之后，2018 年继续增产 40 万吨以上。若无特殊的自然灾害，预计东南亚天然橡胶主产国在 2019 年依然有 50 万吨以上的增产潜力。

天然橡胶的下游需求正面临增长挑战。根据中国汽车工业协会发布的数据，2019 年 2 月份，中国汽车产销分别完成 141 万辆和 148.2 万辆，较上月分别下降 40.4%和 37.4%，较上年同期分别下降 17.4%和 13.8%。考虑到春节假期因素，以 1—2 月累计数据作为口径来看，2019 年 1—2 月份中国汽车产销分别完成 377.6 万辆和 385.2 万辆，产销量相比 2018 年同期分别下降了 14.1%和 14.9%。而在 2018 年 1—2 月，中国汽车的生产和销售同比数据分别为下降 2.8%和增长 1.7%。由此不难看出，中国汽车市场在经历十数年高速扩张之后，需求形势在 2019 年将迎来相当严峻的挑战。

目前天然橡胶市场供应压力仍然较大。而且下游需求也不太乐观。目前市场仍然在向下寻求支撑。但从技术上看国内橡胶虽然弱于日本橡胶和新加坡橡胶，但三者都表现出一定的低位支撑，而且国外橡胶已经出现较大的涨幅。国内和日本橡胶及新加坡盘都表现出一定的共振，技术上似乎表现出一定的反转征兆。但国内库存压力犹存，而下一年度天然橡胶市场仍然是供应充足。所以未来仍然需要底部反复震荡磨底之后才能有更大的上升动力。目前处于回调过程之中，估计在现货压力之下回调仍然具有空间，操作上耐心等待回调之后的做多机会。

期权策略：待调整之后买入看涨期权或者牛市价差策略。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799