

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

✉:shenenxian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

2018年美国大豆高产丰收为今年市场“大供给”格局奠定了基调，且去年美豆出口大幅度落后，导致库存高企，截至本月4日，美豆出口累计成交4381万吨，同比减幅17.1%。另外考虑到南美新豆陆续上市，贴水价格承压，后期美豆价格在出口市场上缺乏价格优势，商业需求预期并不乐观，继续改善空间有限。而目前，正在收割中的巴西、阿根廷等南美四国大豆预估产量为1.8亿吨，同比增长1150万吨。

在国内需求方面，去年我国大豆进口量回落到8803万吨，比上年减少7.85%。今年一季度，国内大豆压榨量同比减少9.8%，其中进口大豆同比减少10.4%。受此影响，一季度大豆进口量为1675万吨，同比减少了282万吨。从已经过去的2018/2019上半年度看，大豆压榨量同比已经减少380多万吨，如果下半年度压榨量同比持平，那么全年度的压榨量达不到USDA预计的8800万吨。

国内生猪存栏已连续四个月出现了大幅下滑，能繁母猪存栏也降到了历史低位。即使猪价迎来了上涨行情，生猪养殖利润大幅好转，但生猪存栏也不会很快恢复。除了生猪养殖以外，肉禽养殖行业产能将继续调整，祖代肉鸡引种下降影响逐渐显现，但良好的养殖利润能够促进国内自产产能增加，因此预计2019年肉鸡商品代供给仍相对充足；蛋禽养殖方面，在存栏恢复预期下，相对看好蛋禽料消费；水产养殖方面，存塘鱼比较多，影响投苗，需求增速或放缓。

美豆库存处于历史最高水平，巴西大豆丰产，阿根廷大豆产量恢复至正常水平。我国作为全球最大的大豆进口国，因猪瘟疫情导致豆粕需求多年来首次出现负增长，大豆进口量锐减，全球大豆的供给增幅高于需求增幅，大豆市场供给压力凸显，所以今年国内大豆市场基本仍将以弱势运行为主。

美国农业部公布，截至4月18日当周出口销售美国大豆61.9万吨(新旧作合计)，符合30-75万吨的预期。中国3月从美国进口的大豆较上月增加，原因是中美两国贸易战休战期间预定的更多大豆运抵中国。

圣保罗4月24日消息：巴西政府公布的数据显示，2019年4月份的第三周，巴西大豆出口量为168万吨，相当于26船，比前一周减少了34万吨。

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。由于近期天气原因美豆种植面积还存在不确定性，仍然可能高于美国农业部的预测。目前豆粕市场仍然处于低位震荡行情，同时也确实存在向下继续拓展空间的可能。操作上短线操作反弹逢高做空或观望。

期权策略：卖出宽跨式期权。

油脂

马来西亚棕榈油出口不振，棕榈油库存高企，也对价格利空。船运调查机构将于周四发面马来西亚4月份前25天棕榈油出口数据。船运调查公司AmSpec Agri马来西亚公司周初称，2019年4月1-20

日期间马来西亚棕榈油出口量为 892,477 吨,比 3 月份同期减少 1.8%。船运调查机构 ITS(Intertek Testing Services)发布的数据显示,2019 年 4 月 1-20 日期间马来西亚棕榈油出口量为 900,940 吨,比 3 月份同期的 881,924 吨增加 5.1%。

国际市场,斋月备货行情开启,预计 4 月马棕出口强劲,提振油脂价格,但棕油复产施压油脂市场。国内市场,上游供应,棕榈油、豆油库存小幅下降,但油脂整体供应压力仍存。下游消费,油脂消费处于淡季,棕油市场冷清,豆油成交相对较好。综上,国内油脂供应仍宽松,预计近期油脂价格维持弱势。

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近期大幅下跌,目前油脂市场供应并不紧张,而且进口菜籽未来仍存变数,近期油脂市场继续下探,豆油和棕榈油都突破了前期低点的支撑,操作上反弹逢高短线抛空油脂。

场外期权策略:观望。

棉花

4月19日国家粮食和物资储备局 中华人民共和国财政部公告(2019年第1号)为优化中央储备棉结构,确保质量良好,2019年将对部分中央储备棉进行轮换。现将有关事项公告如下:

一、储备棉轮出有关安排时间。2019年5月5日至2019年9月30日期间的国家法定工作日。数量:总量安排100万吨左右。实行均衡投放,原则上每工作日挂牌销售1万吨左右。价格:挂牌销售底价随行就市动态确定,原则上与国内外棉花现货价格挂钩联动,由国内市场棉花现货价格指数和国际市场棉花现货价格指数各按50%的权重计算确定,每周调整一次。方式:通过全国棉花交易市场公开竞价挂牌销售。公证检验:轮出的储备棉由中国纤维质量监测中心组织对质量和重量进行全面公证检验。

二、储备棉轮入有关安排:根据储备棉实际轮出情况和棉花市场供需情况,国家有关部门择机安排轮入。

近日郑棉在消化昨晚储备棉轮出的消息。棉花现货价格指数 CCindex3128B 价格 15703 (-3)。进口棉 SM 1-1/8" 级棉中,美国 C/A 棉的报价为 91 (美分/磅,下同),折人民币一般贸易港口提货价 15155 元/吨(按 1%关税计算,下同);美国 E/MOT 棉的报价为 87.1,折人民币一般贸易港口提货价 14514 元/吨;澳棉报价为 96.5,折人民币一般贸易港口提货价 16059 元/吨;巴西棉报价为 87,折人民币一般贸易港口提货价 14498 元/吨。新疆棉方面,近几日疆内外棉花监管库报价整体企稳,现货市场陷入观望状态。近期新疆 3128/3129 级手摘棉(断裂比强度 27-28CN/tex,杂质 1.5%以下)公重报价普遍在 5850-15950 元/吨,上市量少、轧花厂惜售的“双 28”手摘棉公重报价则 16000-16100 元/吨。北疆乌鲁木齐、奎屯监管库“双 28”机采棉(杂质 2.5%以下)毛重报价 16050-16150 元/吨,“双 29”机采棉(杂质 2.5%以下)毛重报价 16200-16300 元/吨。

截止 4 月 24 日郑棉仓单 18842 (+24) 张,有效预报仓单 4165 张,合计折棉花 92 万吨,增量仓单主要在内地库注册。昨晚储备棉轮出公告公布,由于轮出是在预期范围内,且本次日上市量仅 1 万吨,大幅低于之前的 3 万吨,因此向下压力并不大,棉花暂时仍然难以走出前期震荡行情。

从年度供需平衡表来看,全球及中国棉花库存下降,2019/20 年度中国棉花进入紧平衡,二三、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。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。但短期受抛储影响市场仍然难以走出震荡区间,操作上暂时观望。

期权策略:卖出看跌期权。

白糖

广西糖业市场化改革发出明确信号。4月15日，广西壮族自治区发改委发布通知：从2019/2020年榨季起，自治区糖料蔗收购价退出政府指导价管理，实行市场调节价。至此，国内桂滇粤琼四大甘蔗主产区的甘蔗收购全部回归市场化。这一举措将导致国内白糖市场未来波动空间比原先大幅增加。

巴西甘蔗行业协会 Unica 技术总监 Antonio de Padua Rodrigues 表示，预计巴西中南部 2019/20 榨季甘蔗制糖比例将与 2018/19 榨季基本持平，具体取决于甘蔗产量。如果甘蔗产量与去年 5.73 亿吨持平，那么 2019/20 榨季甘蔗制糖比例预计将在 35-37% 之间，且糖产量同比 2018/19 榨季增加约 150—200 万吨，2018/19 榨季甘蔗制糖比例为 35.2%。但如果甘蔗产量增加，这一比例预计将保持在 35%。甘蔗产量增加将有利于糖厂在不损及乙醇产量的情况下提高糖产量。虽然 Unica 没有对当前榨季巴西中南部的甘蔗产量作出官方预测，但是当地主要制糖公司 Copersucar 预计，2019/20 榨季甘蔗产量将增至 5.9 亿吨。最近柴油价格引发的争议：应该不会导致甘蔗制糖和乙醇比例发生变化。市场最初对政府干预汽油价格感到担忧，但这个问题已经得到纠正，汽油价格不会受到干预。然而这样的情况是否能在未来持续，仍需观望一段时间。

泰国 18/19 榨季截至 4 月 15 日累计压榨甘蔗 1.2972 亿吨，同比增加 3%，产糖 1442 万吨，同比增加 4.2%。本榨季的甘蔗产糖率为 11.12%，高于去年同期的 10.99%。

目前，产业仍偏悲观，仓单及预报仍在增加。郑糖近期的拉升，是对前期过度下跌的修复，目前已修复完成，后期预计产销情况仍要偏快，后期要关注进口及政策的变动，在政策未有太大偏离的情况下，郑糖后期预计难有深调。外盘方面，原糖或已见底，中期仍处于低位震荡偏强态势，目前配额外进口利润已经打开，持续近半年的内外倒挂情况结束；巴西方面，新榨季开始，产糖量预计有所增加；印度生产进度较快，产量或高于预期，但要关注印度出口情况；泰国产糖量同比仍增。

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 2019/2020 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。

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。国内甘蔗收购市场化定价的政策实施将对远月份白糖价格有重大影响，目前远月合约已经有所表现。估计郑州白糖期货近期仍然以震荡为主，短期可能仍然将要回调。而美国原糖长期周线图上仍然处于横盘震荡的较为强势的第二浪调整之中。操作上等待回调之后企稳做多机会。

期权策略：回调企稳之后买入远月看涨期权

螺纹钢

本周全国螺纹钢库存公布：本周螺纹钢社会库存较上周下降 35.82 万吨至 673.7 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年同期低 78.21 万，降幅略有收窄；钢厂库存本周下降 5.83 万吨至 198.32 万吨（历史最高 457 万吨），合计库存下降 41.65 万吨；本周产量环比上升 4.59 万吨至 359.97 万吨。本周厂库与社库环比继续下降，但整体降幅进一步收窄；产量连续第七周上升，单周产量再创历史新高。

进入 4 月末，下游工地陆续开工，终端对钢材市场的需求量大大提升。据市场反馈，市场成交较月初有明显好转，整体需求有所释放，总体来看，市场成交情况整体表现良好，对当前的现货价格有一定的支撑作用。采暖季结束之后，环保并未停止，环保督查铺天盖地，除河北、京津以外蔓延到山西、江苏等地区，钢厂挺价意愿比较浓厚，然下游对此多处于免疫状态，已然不能成为价格的炒作因素，且产量方面，据中钢协最新数据显示，4 月上旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量 195.50 万吨，较上一旬增 6.56%。4 月上旬末，重点钢铁企业钢材库存量 1234.62 万吨，较上一旬末增 6.2%，产量继续呈现上升状态。

总体来看，目前京津冀地区钢厂供应量较之前有所上升，但本地库存水平仍处于下降状态，且部分规格资源紧俏，缺货现象较为普遍，各大户心态较为坚挺，但市场价格处于高位，近日成交明显放缓，商家信心略显不足，现货市价缺乏继续上涨动力。

2019 年 1-3 月新开工面积累计同比增速为 11.9%，全国房地产开发投资完成额同比名义增长 11.8%，创 2015 年以来历史新高。开发投资的持续上行，一方面得益于一二线城市销售情况好转，房企加快新开工节奏，新开工面积、施工面积回升带动投资额上行；另一方面，18 年土地市场景气度较高，前期土地购置费计入房地产开发投资的金额存在分期滞后效应。由于土地成交价款这一领先指标的大幅回落，对开发投资额的影响将逐步显现 2019 年 1-3 月，商品房销售面积累计同比下降 0.9%，销售金额累计同比增长 5.6%，销售情况开始回暖。一方面受因城施策的政策影响，多个城市频繁出台人才政策、调整公积金及贷款利率，政策松动带动销售回暖；另一方面一二线与三四线城市分化加剧，销售回调压力依旧存在。房地产这一块总体对今年钢材需求仍然有足够支撑。

目前 5 月合约逐渐走向交割行情，主力合约转换为 10 月合约。对于 10 月合约未来变数还是比较大。在夏季钢材的消费淡季，钢价有一定的调整应该是大概率事件，但考虑到今年钢材消费很好，钢厂库存不高背景下，挺价意愿仍然较坚决，因此 10 月合约目前的价位已经比现货价格低了 400 元左右，而且 9、10 月份又是需求旺季，而且去年以来几个主力合约相继在高位摘牌，所以如果未来库存不能大幅积累则未来 10 月合约仍然有高位摘牌的较大可能。短期 10 月合约可能仍然处在区间震荡行情，3600-3900 之间震荡可能性较大，操作上在区间内逢低做多为主。

外期权策略：观望

铜

SMM4月17日讯:2019年铜矿端紧缩已被市场公认。在2019年中国(鹰潭)铜产业高峰论坛会上 Wood Mackenzie 高级顾问刘司方表示:“因铜矿供应端干扰频出,包括矿坑不稳定、罢工等诸多因素,预计2019年铜精矿供应增长平平,但明后年矿山产量会有回升,涨幅在大约3%左右,并在2022年达到峰值。

事实来看,近期也确实传来一系列矿企产量下降的消息,SMM汇总详细情况如下:

自由港旗下 El Abra 铜矿 2 月产量为 2016 年来新低。自由港(Freeport-McMoRan)最新的 2 月产量数据也显示,旗下 El Abra 铜矿产量为 4700 吨,是自 2016 年 1 月以来的最低月度产量。自由港公司首席执行官 Adkerson 近期表示,公司会进一步控制产量,除非全球经济前景重现明朗,中美贸易得到有效解决,否则公司不会再新建项目。

嘉能可 2019 年铜产量预期为 75-79 万吨,较 2018 年 145.4 万吨的年产量下降将近 50%。嘉能可(Glencore)旗下矿场今年也是不断受到干扰。其中位于赞比亚 Mopani 矿业的 Nkana 和 Mufulira 铜矿的复产计划,因 3 月 19 日事故被迫停止。合计影响铜精矿产量在 3.5 万吨以上。Mopani 矿业 2018 年产铜 12 万吨。嘉能可还将刚果 Mutanda 铜钴矿的 2019 年产量减半至 10 万吨。

中国五矿资源 2019 年铜产量预期为 9.5-10.5 万吨,远远低于 2018 年 38.68 万吨的年产量。五矿资源最近最大的事件无外乎是旗下 Las Bambas 铜矿由于道路许可纠纷,被当地土著社区 Fuerabamba 封锁两个月,造成 Las Bambas 铜矿出口中断,无法正常输送到市场。Las Bambas 每年铜产量大约为 40 万吨,约占全球总产量的 2%。目前矿场已恢复正常运行。此次封锁造成的产量损失预计将在 4 月 17 日公布的 3 月当季生产报告中揭晓。

必和必拓 2019 年铜产量预期为 164.5 万吨—174 万吨,2018 年铜年产量为 175.3 万吨。必和必拓(BHP)因集团取消出售 Cerro Colorado 铜矿,铜的生产目标增加到 164.5 万吨至 174 万吨之间,和 2018 年基本持平。但是旗下全球最大铜矿 Escondida 在经历了 6 周的工人罢工后公布了产量数据,是自 2017 年 4 月以来的最低月度产量。2 月份产量环比下降 10.6%,同比下降 20.3%至 82100 吨。

除了 2019 年各大矿企已经确定要减少的生产量,一些悬而未决的干扰事件也使市场的神经处于紧绷的状态。

英美资源集团(Anglo American)表示,若调研结果确实表明旗下 Los Bronces 铜矿的扩产会招致智利当地社区的激烈反对,公司会放弃该矿的扩产计划,而原本该矿产能扩张计划可以将其开采寿命延长至 150 年,年产量将从 2018 年的 36.95 万吨增加至 40 万吨。

力拓(Rio Tinto)2019 年的铜产量预期为 55 万—60 万吨,较 2018 年 63.4 万吨铜产量有所下降。其中位于蒙古的 Oyu Tolgoi 铜矿 2019 年预计铜产量为 12.5-15.5 万吨。

但是 Oyu Tolgoi 铜矿的产能扩张计划也陷入两难的境地。由于蒙古政府考虑到 Oyu Tolgoi 铜矿对国内铜矿行业的影响以及相关收益问题,蒙古政府正寻求取消 2015 年该国政府与力拓公司签订的 Oyu Tolgoi 铜矿产能扩张计划。原本按照开发计划,Oyu Tolgoi 铜矿将成为全球最大的五个铜矿之一,该巨型铜矿目前已经是蒙古历史上规模最大的铜矿,其规模将占到蒙古 GDP 的三分之一。

全球的铜矿端供给也还不至于到山穷水尽的地步。2019 年仍然有一些新增产量给了全球紧缩矿端打了一针强心剂。

铜陵有色旗下米拉多铜矿预期增产 9.6 万吨。该铜矿预计 2019 年一季度完工,二季度试生产。但同时伍德麦克肯齐(Wood Mackenzie)则认为,估计未来可能存在更多风险,需要到 2020 年一季度才可能生产。

南方铜业旗下的 Toquepala 铜矿预期增产 8.6 万吨,公司预计铜总产量为 98.67 万吨,高于 2018 年的

88.37 万吨，上涨 11.7%。截至 2018 年底，该矿场的产能约满负荷运行产能的 60%，并预计在 2019 年第二季度初将达到满负荷运行。该扩建项目将使 Toquepala 矿场在 2019 年的铜年产量增加到 25.8 万吨，比去年增加 52%。

智利国家矿业公司 Codelco 2019 年产量为 180 万吨，较 2018 年 167.8 万吨的产量小幅上升 6.8%。Codelco 今年二月份铜产量虽同比环比均有所下滑，但预计今年产量仍将维持在 180 万吨左右，较 2018 年有小幅上涨。随着矿场老化，矿石品位下降，公司需要继续扩建产能以维持产量。去年已经宣布将投资 55.5 亿美元，将该全球最大露天开采铜矿 Chuquibambilla 转为井下开采铜矿。公司董事长 Juan Benavides 在 4 月 8 日智利圣地亚哥举行的 CESCO 铜会议上表示，Chuquibambilla 铜矿项目只需一到两个月便可完工。今年还将会推行一系列的产能扩张计划，以维持现有产量不下降。其中包括 5.5 亿美元的 Teniente 铜矿，到 2025 年将增至逾 50 万吨/年。该矿在 2018 年的铜产量为 46.5 万吨。但是必须承认的是，Codelco 二月份的数据还是令人担忧，铜产量为 115100 吨，是自 2016 年 1 月以来的最低月度产量，环比下降 9.5%，同比下降 19.3%。

同样值得关注的是，由于全球铜矿仍有较大的潜在产能，各大矿企也在积极投产，致力于缓解目前的矿端紧缩。力拓(Rio Tinto)对 Resolution 铜矿的投资将增至 20 亿美元。力拓(Rio Tinto Group)进一步向位于美国亚利桑那州的 Resolution 铜矿增加 3.02 亿美元的投资。该项投资将使力拓(Rio Tinto)必和必拓(BHP)对这一项目的投资规模增至 20 亿美元。英美资源集团(Anglo American Plc)已经开始在秘鲁建设 Quellaveco 铜矿，将于 2022 年开始增产，耗资 50 亿美元。澳大利亚矿产商 SolGold 也称，公司旗下位于厄瓜多尔北部的 Cascabel 铜金矿发现了新的矿区。Cascabel 铜金矿本身已经是近些年发现的全球最大铜矿之一，这一新的发现扩大了该矿的规模。目前，Cascabel 铜矿拥有品位为 0.6% 的 840 万吨铜和 1940 万吨品位为 0.35% 的 250 万吨铜。乌干达政府寻求重启目前已经处于关闭状态的 Kilembe 铜矿，该铜矿的铜矿储量大约为 400 万吨。智利铜企 Antofagasta Plc 旗下 Los Pelambres 铜矿的耗资 13 亿美元的一期扩建计划已获批准并开工建设，预计在 2021 年年中左右投产。第一阶段扩建将使铜年产量将增加到每年 4 万吨，在头 15 年后达到每年 7 万吨。泰克资源(Teck Resources Ltd.)已宣布，将于 2021 年开始在智利扩建 squirebrada Blanca 矿。

宏观上 3 月份公布的中国数据尤其是房地产数据中短期还是利多的，但铜市场仍然没有向上突破，究其原因主要是目前铜市场处于短期有支撑长期需求预期悲观的矛盾之中。总体来看，目前铜市场受供给干扰和低库存的利多因素有一定支撑，但未来长期决定铜市场的主要还是需求因素。铜市场目前仍然处于震荡偏弱格局之中，操作上前期已经建议有库存企业需要做好卖空套期保值，目前可以空单继续持有。新单暂时观望。

期权策略： 观望，或卖出宽跨式期权组合。

橡胶

3 月份国家宣布 4 月 1 号开始下调增值税的政策，使得沪胶下游各个环节均有所备货，随着前一轮备货的结束，短期消费被提前透支，下游采购进度放缓，终端销售也一定程度放缓，拖累橡胶价格。同时，随着泰国南部等主产区的开割来临，在当前原料价格较高的情境下，市场对于后期产量释放存在良好预期。且随着产区雨水的降临，前期对于产区干旱的担忧亦有所缓解。

国内交易所总库存截止；4 月 25 日上期所天然橡胶库存期货 414860 吨，较前一交易日增加 250 吨。随着国内外新一季的开割，库存及仓单又重新增加。在前期受天气影响，全球产区阶段性减产阶段，交易所仓单及库存并没有下降，或说明实际消费一般；而随着新一季开割即将来临，在期货升水格局依旧保持的情境下，后期交易所库存将难以下降。据了解，截至上周，区外库存继续保持增长态势，区内库存有小幅下降，但总库存依然保持增加势头，国内库存拐点尚未到来。

下游轮胎开工率方面，截止 4 月 19 日，全钢胎企业开工率 74.84% (-0.60%)，半钢胎企业开工率 71.98%

(-0.04%)。同比来看，全钢胎开工率已经超过去年同期水平，半钢胎也与去年水平基本持平。3月重卡销售继续向好，反映各地基建启动以及市场对后期替换需求预期好转；3月汽车产量跌幅明显缩窄，或反映旺季需求尚可。据卓创了解，本月替换市场出货情况尚可，小部分厂家仍有路演活动促进下级经销商走货，半钢胎厂家库存多处于合理水平范围内，而全钢胎厂家整体库存水平出现提升，多是国内替换市场出货不佳导致库存量增多。

随着上周期价的大幅下行，上周基差进一步快速回归，最近基差的持续走强：对期价存在支撑。供应端来看，随着主产区的陆续开割，后期产量维持增加势头，但不确定性在于产区的天气以及目前泰国工厂加工持续亏损带来的短期产量难以释放的可能性。需求端来看，从下游的生产及采买来看，现实并没有亮点，而上周五国内相关高层会议表明的维持积极的财政刺激或会带来市场对于基建的预期增强。国内显示库存维持增加势头，且创历史新高，后期关注供需因素的变化，何时带来库存去化的拐点出现。价格低位下，短期或更多跟随宏观波动，预计下周沪胶维持低位震荡格局。

援引 ANRPC 报告：由于泰国最近的热带风暴以及成员国橡胶树早期越冬，导致天然橡胶产量下降，2019年前2月全球天然橡胶产量同比下降5.8%至213.8万吨。1月至2月，全球天然橡胶需求量同比微降-0.1%至217.3万吨。中国、印度、泰国、马来西亚保持弱势增长势头。越南、斯里兰卡降幅均超10%。上游新兴产胶国增产较多，越南和柬埔寨的同比增产均在+30%左右。

● 从基本面来看，国内海南产区新胶陆续释放，云南西双版纳产区由于天气原因产出有限，后期天气好转后国内产区产量将有提升；本周内受大气治理行动影响，部分轮胎企业主动下调开工负荷，周内终端市场表现放缓使得一些轮胎库存开始上升，也倒逼企业调整负荷以积极应对。从技术面看，主力合约RU1909成交量与持仓量均增加；MACD绿柱收敛；其在趋势通道内位置在通道中心线下方附近小幅波动，通道本身基本转平。最新数据显示，美国3月耐用品订单环比初值为2.7%，大幅超过此前预期的0.8%，2月前值由-1.6%上修为-1.1%；扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值为1.3%，同样大超预期，前值由-0.1%修正为0.1%。综合来看，在天气情况逐渐好转后，国内产区天胶产出将进一步提升，宋干节后泰国北部及越南产区将开启新一轮割胶，后期天然橡胶供给将增加；受大气污染治理以及库存压力增大的影响，部分轮胎企业已经开始主动下调生产负荷以积极应对，近期天然橡胶需求难有明显提升；昨日泰国合艾地区原料价格与前日持平，天然橡胶成本端支撑稳定。预计短期内天胶仍将维持震荡运行态势。

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。

橡胶市场虽然现货压力犹存，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。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。目前橡胶期货处于短期寻底过程之中，操作上等待企稳之后的做多信号出现之后再做多。

期权策略：卖出9月合约宽跨式期权。

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