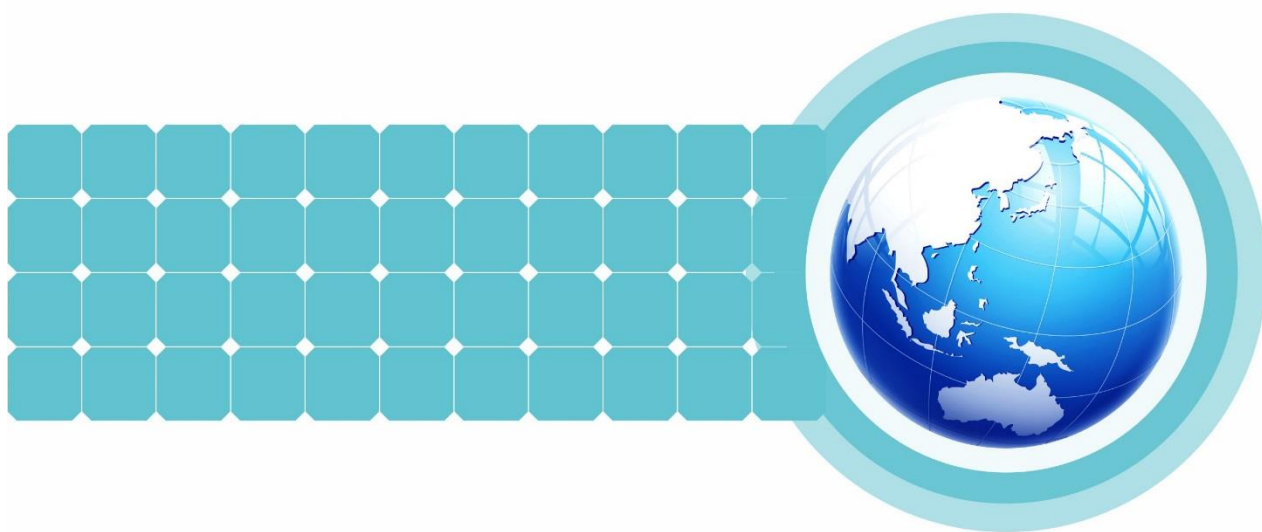


投资研究部

2021年 第 **3** 期 总第79期

西部期货 投资策略报告

INVESTMENT STRATEGY REPORT



W WESTERN
西 部 期 货

目 录

主 办:

西部期货投资研究部

投资咨询业务资格:

陕证监许可字[2014]38 号

总 编:

赵 耀

责任编辑:

周美莉

编 辑:

谢 栩

齐祥会

李鹏超

王昭璐

地 址:

西安市东新街 319 号 8 幢

9 层、10 层

网 址:

<http://www.westfutu.com/>

电 话:

029—87406631

传 真:

029—87406618

金融期货

宏观股指: 警惕美债利率走高 • 通胀预期与流动性拐点1

商品期货

螺矿: 宏观与基本面共振 螺纹偏强走势.....11

焦煤: 产业链利润调整 焦炭现货小幅回调.....18

动力煤: 库存告别低位 需求成为关键.....23

原油: 疫苗进展改善预期 原油重心不断修复.....29

聚烯烃: 聚烯烃受外盘带动 国内关注下游复工.....38

行业大事记

期货行业2月大事记42

投研团队

分析师团队简介.....43

免责声明44

宏观股指

警惕美债利率走高·通胀预期与流动性拐点

——2021年3月宏观股指

周美莉 投资咨询资格号：Z0001463

齐祥会 投资咨询资格号：Z0015726

要点：海外：随着防疫政策+疫苗接种的持续推进，海外疫情如预期继续好转【已经连续回落近1个月】叠加美联储货币政策将继续按兵不动以及美国财政援救方案将加速落地，全球资产价格表现整体呈风险偏好上升态势，呈现超出基本面的乐观情绪【宏观波动性将加大】。从大类资产来看，如果海外疫情持续好转，那么海外复工复产会持续推进，利好美元及全球定价的大宗商品【交易主线：复苏+通胀】。

春节至今大宗商品价格及美债收益率的快速上升，引发市场对美国通胀及美联储收紧流动性的担忧。但是，本轮美联储对通胀的容忍度更高。疫情后美国经济与市场的绑定更深，同时美国政府债务率创历史新高意味着美联储其实“易松难紧”。在这种情况下，本轮美国核心通胀上升到联储态度变化的时滞可能更长，考虑到2季度基数导致的美国通胀上升已在预期之内，3季度可能是市场与联储博弈的时间窗口。

国内：实体层面，“双错配”导致的供需矛盾的缓解尚需时日。不过，随着海外经济的持续复苏，海外出口替代国部分国家出口开始由负转正，但尚不足以造成我国出口快速下滑【1季度高点后逐步下降恐难以避免】。需要注意的是，随着海外生产端的逐步恢复以及中美利差逐步收窄，美元指数存在低位回升的可能，人民币升值进程或将进一步放缓。

金融层面，在货币市场短期利率围绕公开市场操作利率波动的不变格局下，国内货币政策操作也稳中有“变”——应对外汇流入导致的流动性被动投放所带来的房价和资产价格进一步上涨的压力以及随着永煤信用违约风波的淡去，前期的“宽货币紧信用”格局有可能被逆转为“紧货币宽信用”，国内长期债券收益率将持续面临上行压力，资产价格面临高低估值的切换。

股指：春节后，受美债收益率逐步走高、中美利差收窄以及香港提高印花税等多重因素影响，让市场对股指后续走势的分歧进一步拉大；此外，3月初即将召开两会，政策上同样存在不确定性。宏观实际上的变化也同样导致市场预期调整，建议短期使用衍生品工具降低风险敞口。但根据上述对宏观层面的分析，笔者认为A股中期上涨仍有支撑。结构上，当前上证50与中证500比值已达2010年以来峰值，在顺周期通胀预期的主导下，短期请关注中证500的补涨和比值调整机会。

风险点在于：一、警惕美债收益率逐步走高带来美联储政策上的边际变化【核心通胀是重点】；二、注意两会政策大幅不及预期的可能性以及央行货币政策方面的明显收紧。

回顾 节后以来，国内 A 股受假期海外市场提振跳空高开，但是上涨势头并未延续，而是展开调整，主要由三方面因素造成。首先，最直接的原因是通胀预期升温，海外美债长端利率超预期回升是导火索，市场产生货币政策收紧的担忧；其次，由于前期市场上涨过快、过急，部分投资者浮盈过高，在市场高波动背景下，部分投资者选择落袋为安，在一定程度上加速了市场波动和调整，阶段性形成了负反馈；最后，香港上调股票交易印花税的突发消息冲击了市场情绪，促使股指进一步跌破区间中值。

一、海外经济与金融现状

（一）国际疫情最新进展

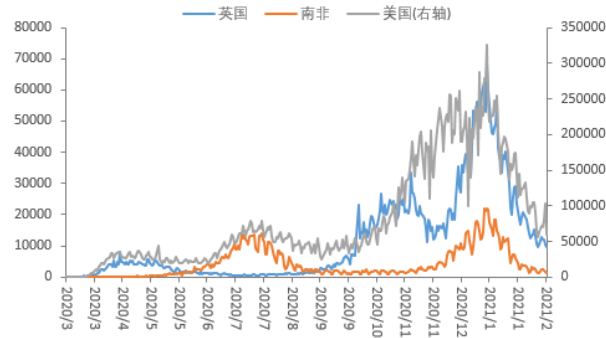
随着防疫政策+疫苗接种的持续推进，海外疫情如预期继续好转【已经连续回落近 1 个月】。笔者认为，后期随着疫苗产能进一步增大以及全球各国加快疫苗接种速度，疫情得到控制应该是大概率事情。

但我们仍然需要警惕新冠病毒明显变异导致疫苗失效或有效性大幅下降的可能。

图 1：全球疫情拐点确认



图 2：主要国家疫情得到明显控制



数据来源：Wind，西部期货

（二）国际经济数据

IHS Markit 公司 2 月 1 日公布数据显示，美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值上升至 59.2，创 2007 年 5 月份有数据记录以来的新高。与此同时，美国 1 月 ISM 制造业 PMI 录得 58.7，前值 60.5，预期 60，不及市场预期，显示美国经济受疫情影响放缓。ISM 制造业 PMI 和 Markit 制造业 PMI 出现了背离，表明以美国为中心的中小企业的表现要优于大型国际企业。

美国 2020 年 12 月季调后非农就业人数减少 14 万人，弱于预期的增加 5 万人；失业率为 6.7%，略好于预期值的 6.8%。第三波疫情肆虐是造成劳动力市场逆转的主要因素。随着防疫政策收紧+疫苗接种的推进，海外疫情新增数据曲线有拐头明显。如果海外疫情控制，那么海外复工复产也会加速推进，美国等海外主要经济体也会走向修复。各国也将在疫情得到控制后推动经济尽快恢复常态【欧美日 2021 年预算均创历史新高】，在全

球宏观政策短期难以退出的大背景下仍宜乐观看待2021年全球经济。

图 3: ISM 和 Markit 制造业 PMI 背离

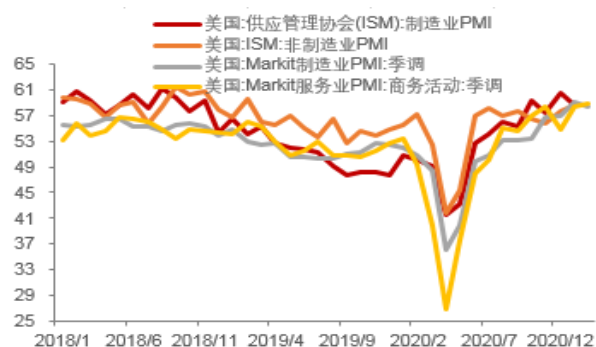


图 4: 新增非农就业由正转负



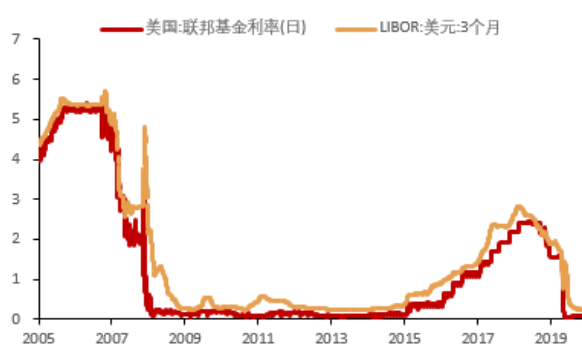
数据来源：Wind，西部期货

美国去年12月核心PCE物价指数环比增0.3%，预期增0.1%，前值持平；同比增1.5%，创去年9月以来新高，预期增1.3%，前值增1.4%。在去年8月份，美联储将物价目标调整为“在一段时间里达到平均通胀2%”，意味着当前物价回升并不会成为货币政策的制约。1月27日，美联储宣布维持0%-0.25%的利率不变，符合市场预期。

图 5: 通胀回升但远未触及目标值



图 6: 美联储利率保持不变



数据来源：Wind，西部期货

美联储还宣布将超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，将继续每月购买800亿美元的国债和400亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS），并且重申继续资产购买步伐，直到经济进一步大幅增长。美联储政策声明称，经济和就业复苏步伐温和，需求疲软以及低油价抑制了通货膨胀，委员们一致同意此次的利率决定（与上次会议一致），如果出现可能阻碍实现目标的风险，将准备适当调整政策立场；将致力于使用各种工具支持经济。

（三）美债收益率上升与美联储政策预期

春节至今大宗商品价格及美债收益率的快速上升，引发市场对美国通胀及美联储收紧流动性的担忧。

笔者认为，本轮美债收益率快速上行，对应的 Biden Trade 下复苏及通胀预期的抬

升。2021 年以来，美债收益率于 1 月初与 2 月初分别出现两波快速上行。具体来看，开年以来“Biden Trade”实际上经历了两波演绎：

第一波：民主党实现“Blue Sweep”：1 月 6 日民主党掌控参议院之后，拜登随即提出 1.9 万亿财政刺激，财政宽松的预期大幅提升，美国经济复苏和通胀预期强化，实际利率和通胀预期共同推动美债收益率快速上行。而在 1 月 14 日以来，共和党对拜登的第三轮 1.9 万亿财政刺激计划频出阻力，美债收益率上行短暂降温。

第二波：1.9 万亿刺激计划阻力骤减+疫情形势转好+油价供给冲击。2 月 6 日，民主党通过预算解决方案，这意味着在协调程序（Reconciliation）的作用下，拜登的 1.9 万亿美元财政刺激计划仅需要获得国会的简单多数（绕开共和党）即可通过；此外欧美疫苗顺利推进且疫情控制形势转好、美国寒冷天气短期冲击原油供给，三线叠加，使得美债收益率开启了 2021 年的第二波快速上行。值得注意的是，第二波美债收益率上行，从起始的通胀预期主导，已经切换成了复苏预期带动实际利率的上行。

图 7：美债收益率持续回升



图 8：弱美元下的大宗商品行情



数据来源：Wind，西部期货

我们通过回顾 2009-2011 年大宗价格及美国通胀上行的历史，以期对当前的形势能有更深的理解：“大宗涨价—美国通胀上升—联储转鹰”这一链条时滞约 8-11 个月。回顾 2009-2011 年两轮大宗上涨的历史来看，美联储决策的核心不在于大宗价格的上涨，而在于美国核心通胀的上升和经济的复苏。从大宗价格上涨到美国核心通胀上升约需 4-5 个月的时间，而从核心通胀触底回升到美联储态度转鹰约有 4-6 个月的时滞。这意味着，从历史经验来看，大宗价格上涨到美联储担心通胀从而态度转鹰约有 8-11 个月的时滞。

本轮周期与 2009-2011 年的大宗价格上升周期有 4 点区别：

1. 本轮宽松政策不间断，资产价格的波动更多来自金融市场本身。2009-2011 年，资产价格的扰动主要来自于政策“间歇性”退出，导致经济“一波三折”。但本轮宽松周期中，欧美放松的持续性以及预期引导显然更强。因此，来自政策实质退出的扰动会下降，而来自金融市场自身问题（如估值）的扰动会增加。

2. 本轮居民资产负债表未受到冲击，消费需求复苏更快。2008 年次贷危机对美国居民资产负债表造成巨大冲击，直至 2012 年底才完全恢复，这导致 2010 年出现大宗上涨，但核心通胀下行的情况。但本轮美国大幅“发钱”，2020 年 Q2 居民净资产已修复，消费需求的复苏更快。

3. 本轮从大宗价格上涨到美国核心通胀上行的时滞较短。由于本轮居民资产负债表未受损，一旦疫情缓解，需求的释放可能更快（从耐用品价格罕见上涨可见一斑），大宗上涨到美国核心通胀上涨的时滞可能会短于 2009-2011 年的通胀周期。此外，原油对核心通胀冲击的持续性可能也长于预期，根据 Fed 的研究或持续 2-5 个月。

4. 但是，本轮美联储对通胀的容忍度更高。疫情后美国经济与市场的绑定更深，同时美国政府债务率创历史新高意味着美联储其实“易松难紧”。在这种情况下，本轮美国核心通胀上升到联储态度变化的时滞可能更长，考虑到 2 季度基数导致的美国通胀上升已在预期之内，3 季度可能是市场与联储博弈的时间窗口。

（四）全球宏观长期展望

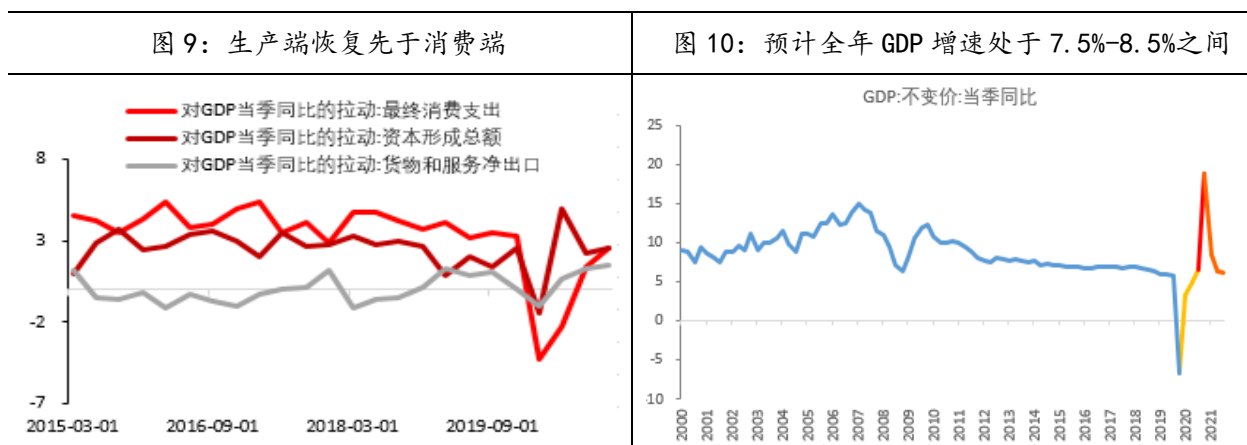
短期看，随着防疫政策+疫苗接种的持续推进，海外疫情如预期继续好转【已经连续回落近 1 个月】叠加美联储货币政策将继续按兵不动以及美国财政援救方案将加速落地，全球资产价格表现整体呈风险偏好上升态势，呈现超出基本面的乐观情绪【宏观波动性将加大】。从大类资产来看，如果海外疫情持续好转，那么海外复工复产会持续推进，利好美元及全球定价的大宗商品【交易主线：复苏+通胀】。

中期风险和脆弱性仍然不容忽视。经济快速回升背后的代价是全球经济“宏观杠杆率”进一步抬升（尤其是政府部门杠杆率）、逆全球化潮流暗流涌动、病毒变异加大了疫情防控的难度威胁疫苗开发的有效性以及宏观政策如何退出以及推出的时间节点等因素仍然制约着中期前景。

二、国内经济与金融现状

（一）经济基本面

2020 年四季度 GDP 实际增速大幅超过市场预期，其中服务业上行强势。12 月工业增加值同比连续保持高增长；制造业投资仍然偏强，固定资产投资回落；社会零售品消费数据小幅回升，结构向好。因为低基数，2021 年一季度 GDP 增速约为 18-20%左右，此后将逐季快速下降，预计全年 GDP 增速将处于 7.5%-8.5%之间。



数据来源：Wind，西部期货

实体层面，“双错配”导致的供需矛盾的缓解尚需时日。不过，随着海外经济的持续复苏，海外出口替代国部分国家出口开始由负转正，但尚不足以造成我国出口快速下滑【1 季度高点后逐步下降恐难以避免】。需要注意的是，随着海外生产端的逐步恢复，美元指数存在低位回升的可能，人民币升值进程或将进一步放缓。

总体来看，国内经济整体改善之路尚未结束，当前经济仍处于反弹冲顶阶段，该趋势或将延续至上半年，观测指标为大宗工业品供需变化、出口变化以及公开市场操作利率的变化。风险点在于国内流动性阶段性收紧再度超预期恶化带来的资产重估。

（二）信用状况与流动性

春节后市场中有关货币政策是否到了收紧拐点的讨论和担忧逐步加剧，尤其在美债收益率持续上升的背景下。

我们都知道，人民银行投放基础货币的途径主要有两条，分别是“主动投放工具”和“外汇占款”。贸易顺差国（经常账户顺差国）通常会有外汇占款带来的基础货币投放。新冠疫情爆发之后，全球总需求在宽松政策推动下走强，且其他国家生产活动受疫情负面影响，这使得我国出口明显扩张，令我国经常账户顺差从 2020 年 2 季度开始明显走高。香港作为中国大陆商品出口的一个重要通道，其经常账户顺差也在新冠疫情爆发之后明显扩大，并在 2020 年 3 季度创下了十多年来的新高。中国大陆和中国香港经常账户顺差的明显放大会对两地流动性带来了明显影响，使得房价和其他资产价格上涨压力进一步加大。但笔者认为，货币政策急转弯的可能小非常小，“稳”依然是主基调，但稳中也有“变”的政策导向需要重点去关注。

图 11：货币政策逐步回归常态化

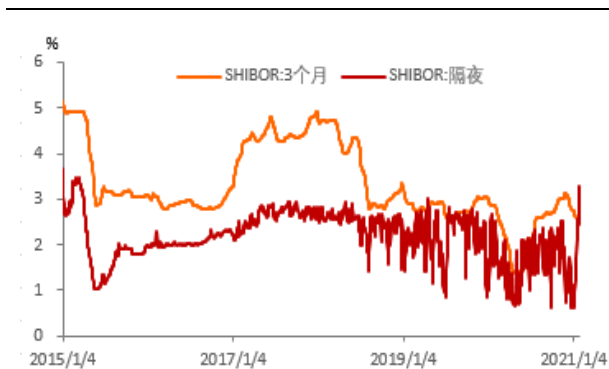


图 12：信贷周期大概率见顶



数据来源：Wind，西部期货

2020 年 11 月 10 日，河南永城煤电控股集团有限公司（简称“永煤”）发布公告，称无法足额偿付到期的 10.32 亿债券本息。“永煤”这样国企债券的违约大超预期，震动了市场。为了平息市场的紧张情绪，人民银行随后加大了流动性投放力度，让货币市场利率在“永煤事件”后的两个月里明显低于公开市场操作利率。但随着永煤事件余波淡去，人民银行继续维持低利率的必要性下降，提升利率的诉求上升。从这个角度来看，2021 年 1 月末市场利率的上升也属正常——市场利率既然是围绕公开市场操作利率波动，那就应该既有低于公开市场操作利率的时候，也有高于公开市场操作利率的时候——货币市场利率围绕公开市场操作利率波动的格局并未被打破。

此外，过去一年以来，美联储已经多次向市场发送了清晰信号，表明美国宽松货币政策会持续相当长时间，2021 年美联储上调联邦基金利率的可能性极低。在美联储不加息的时候，人民银行上调公开市场操作利率的概率也很低。这样一来，我国货币市场短期利率应该不会持续走高，而更可能会做水平震荡。

但在货币市场短期利率围绕公开市场操作利率波动的不变格局下，国内货币政策操作也有变化——应对外汇流入导致的流动性被动投放所带来的房价和资产价格进一步上涨的压力，前期的“宽货币紧信用”格局有可能被逆转为“紧货币宽信用”，国内长期债券收益率【10 年期国债收益率】将持续面临上行压力。

（四）2021 年减税降费政策前瞻

2020 社保降费是减税降费的主力。2020 年减税降费超 2.5 万亿元，其中社保降费（基本医疗、失业、工伤保险）1.54 万亿，是减税降费的主要贡献。2020 年四季度经济增速虽然已经回到了正常水平甚至还要强一些，但这是在稳经济政策推动下取得的成果。2020 年底中央多次强调政策不急转弯，也是担忧政策的过快收缩可能给经济带来新的调整压力。从当前疫情疫苗的情况来看，疫情完全结束可能要到下半年以后，上半年经济仍是会受到疫情的影响，政策仍有必要来稳经济。财政政策稳经济，也仍要部分通过减税降费的方式。

但2021年减税降费的空间可能有限。2018年以来的减税降费，给2021年进一步的减税留下的空间可能不多了。2020年底中央经济工作会议也强调了政策的可持续性。而社保降费，从可持续性的角度看，也难有2020年那样的规模了。

预计2021年减税降费可能1.5万亿。结合减税减费的必要性以及空间，预计2021年减税降费规模相对2020年可能明显减少，可能到1.5万亿。从当前已经公布的省级地方两会政府工作报告来看，2020年各地减税降费都取得了积极的成果，但对2021年减税降费的表述则偏少，可能也从侧面显示出2021年减税降费面临的压力。

三、股票市场分析与策略建议

（一）近期市场走势回顾

节后以来，国内A股受假期海外市场提振跳空高开，但是上涨势头并未延续，而是展开调整，主要由三方面因素造成。首先，最直接的原因是通胀预期升温，海外美债长端利率超预期回升是导火索，市场产生货币政策收紧的担忧；其次，由于前期市场上涨过快、过急，部分投资者浮盈过高，在市场高波动背景下，部分投资者选择落袋为安，在一定程度上加速了市场波动和调整，阶段性形成了负反馈；最后，香港上调股票交易印花税的突发消息冲击了市场情绪，促使股指进一步跌破区间中值。

（二）香港上调印花税的影响

2月24日，香港特区政府宣布上调股票印花税，A、H两市均单边下挫。早间传出消息称印花税将提升，恒生指数随即急跌，A股也一路走弱。午间香港特区政府财政司司长陈茂波在《财政预算案》中公布，香港政府计划提高股票印花税至0.13%。2月25日，香港财经事务及库务局局长许正宇表示，香港计划从8月1日起上调股票印花税，上调印花税目的只是为了增加财政收入。

本次确定上调印花税，对A股投资者来说较为突然，但是之前香港市场关于印花税的讨论已经有所展开。消息上看，在香港政府《财政预算案》发布前，香港本地主流媒体在过去一周进行了讨论并猜测印花税可能上调0.01%—0.1%不等。在今年2月3日，财经事务及库务局局长许正宇做出书面回应称，有意见认为应调高股票交易印花税率以增加库房收入，同时亦有持相反意见者要求调低甚至取消股票交易印花税。

根据财政预算案，香港财政赤字达到3000亿元为回归以来最高，退税上限由前两年的2万元下降到1万元。周三香港财政司司长陈茂波强调，受当前的经济环境及疫情影响，企业和市民普遍面对相当的财政压力，目前不适宜调整作为政府主要收入来源的利得税及薪俸税税率。同时当下也不具备条件引入新税项，由此可见本次调升印花税为港府权宜考量的结果。

本次印花税上调比例高达30%，买卖双方合计将缴纳0.26%的印花税，高于A股以及新加坡市场，但仍低于英国。

笔者认为，提高股票交易印花税税率将大幅提高港股的交易成本，尤其在美国、日本等国取消股票交易印花税的情况下，香港加收印花税在心理层面会对市场热钱有所冲击，或在一定程度降低港股对境外资金的吸引力；另外，目前境内市场股票交易印花税税率为 0.1%，未来调整后香港股票市场的印花税税率为 0.13%，相对来说境内市场交易成本更低，也会使得港股市场的吸引力打折扣。

不过，股市的运行受到诸多因素的综合影响。首先经济运行的基本面以及上市公司的盈利状况和增长前景是决定股市发展的根本因素，其次是宏观市场的资金宽裕程度以及无风险利率的高低决定了市场的估值水平，最后才是对交易环节的成本考虑。对于中长线投资者来讲，前两个因素的影响权重远远大于后者。

（二）3 月行情展望

全国两会召开在即【3 月 4 日-5 日】，预计国内宏观经济政策方面难有方向性的扭转，2 月经济数据也处于发布真空期。在投资者消化短期宏观预期调整的多重利空后，在没有新增外力驱动情况下，投资者偏多头情绪对行情仍有支撑。从往年惯例来看，投资者对于全国两会带来的主题投资预期较浓。

当下，中美关系在拜登政府上台后有缓和的预期，美国新政府推出新一轮刺激经济措施，美联储尚未对货币政策进行转向。全球疫苗接种速度以前所未有的速度推进。中国“十四五”规划开局之年，经济周期性复苏的预期十分强烈。国内基础设施建设和扩大内需政策推出，货币政策也继续保持连续性。国家层面大力推进资本市场的改革开放，多层次培养中长期投资者。上述宏观因素都对股市的发展提供了有力的保障。在人民币升值以及经济全面复苏的预期下，港股和 A 股市场作为全球市场的价值洼地还是值得期待的。相比于 1 月指数涨、个股跌的特点，我们预计后期市场走势风格将更为均衡，且行情整体上以振荡偏强为主。

从量价指标、情绪指标、宏观环境、制度红利以及 A 股牛市历史性规律看，市场还没有显著过热的现象；但总体看，美债利率上升趋势并未逆转，未来数月 A 股市场估值环境依然面临重心下移的挑战，总体基调是市场处于估值调整期。全年看，国内经济正在进入信用周期收缩（估值受压制）、盈利上行阶段，历史上此时期的指数难有大幅的向上或向下空间，A 股市场结构化、机构化趋势仍将延续，在信贷周期见顶、宏观政策逐步回归常态背景下需要降低 2021 年预期收益【预计低于 2020 年】。

策略方面，（1）资产配置策略，建议多配传媒、消费电子、金融等低估值行业，低配白酒、新能源等高估值行业，增持有色、能化、建材等顺周期板块；（2）低风险套利策略：跨品种套利建议关注多 IC 空 IH 策略，期现套利可关注 IC2109 合约，指数增强推荐基于 IC 的备兑策略。

后期需要关注的风险点在于：一、虽然货币政策出现急转弯的概率较低，但仍需要

警惕资金面阶段性持续超预期收紧的可能。二、需要关注今年两会减税降费力度以及财政赤字率是否会出现大幅不及预期的可能。三、需要防范海外资本市场大幅调整的外溢效应对 A 股的影响和冲击的可能。

商品期货

宏观与基本面共振 螺纹偏强走势

——2021年3月螺纹钢专题

谢栩 投资咨询资格号：Z0002095

电话：029-87406631 邮箱：xiexu@westfutu.com

要点：宏观因素将是今年大宗商品市场的主导因素，海外疫情明显受控，新增确诊已经出现拐点，全球经济复苏已经启动并将加速，美联储尚未表示要收缩宽松的货币政策，全球宽松的流动性将推升大宗商品价格。基本面来看，春节后即将迎来春季旺季，就地过年政策和气温回升助推了终端复工明显加快，需求走强叠加宏观向好和流动性泛滥，宏观和基本面形成共振，螺纹行情将维持偏强走势，但高供应依然是潜在压力，或限制上方空间。螺纹高位波动会加剧，谨防高波动风险，把握行情节奏。关注正套机会。铁矿石在高基差高需求提振下，依然延续偏强走势，核心矛盾在成材端，趋势上跟随螺纹走势，挤压钢厂利润是铁矿石的主导逻辑。单边行情谨慎偏多思路不变，关注跨期套利机会。

回顾 2 月份螺纹走势，虽然处于春节前后传统淡季时期，但受到宏观向好以及旺季强劲预期的提振，螺纹盘面价格表现强势，春节后开盘更是跳空上涨，截至 2 月 23 日收盘，螺纹主力 05 合约收盘 4552 点，月度上涨 279 点，涨幅 6.5%。现货市场来看，2 月上旬由于临近春节，钢材市场锁价，螺纹价格保持在 4300 元/吨，春节后现货价格快速调涨，截至 2 月 23 日，上海标的螺纹价格 4640 元/吨。

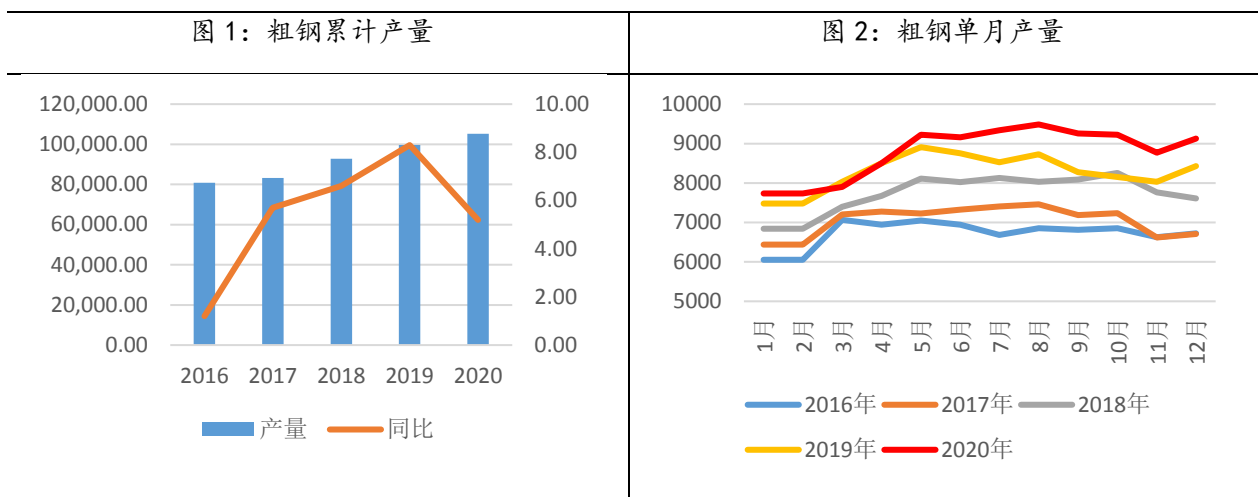
一、供给端

（一）粗钢产量

根据国家统计局数据，2020 年全年我国粗钢累计产量 10.53 亿吨，同比增加 5665.7 万吨，增幅 5.2%，12 月粗钢产量 9125.2 万吨，同比增幅 7.7%，环比增 4.1%；钢材累计产量 13.2 亿吨，同比增幅 7.7%，12 月钢材产量 1.2 亿吨，同比增幅 12.8%，环比增幅 2.5%。

2020 年我国粗钢产量突破 10 亿吨，2021 年工信部表示坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降，并将发布新版钢铁行业产能置换实施办法。截至目前来看，虽然 1-2 月份产量数据尚未公布，但是可以预计粗钢产量依然位于高位水平。目前尚未见到压缩

粗钢产量的具体政策出台，后续需要继续关注行业政策动向。



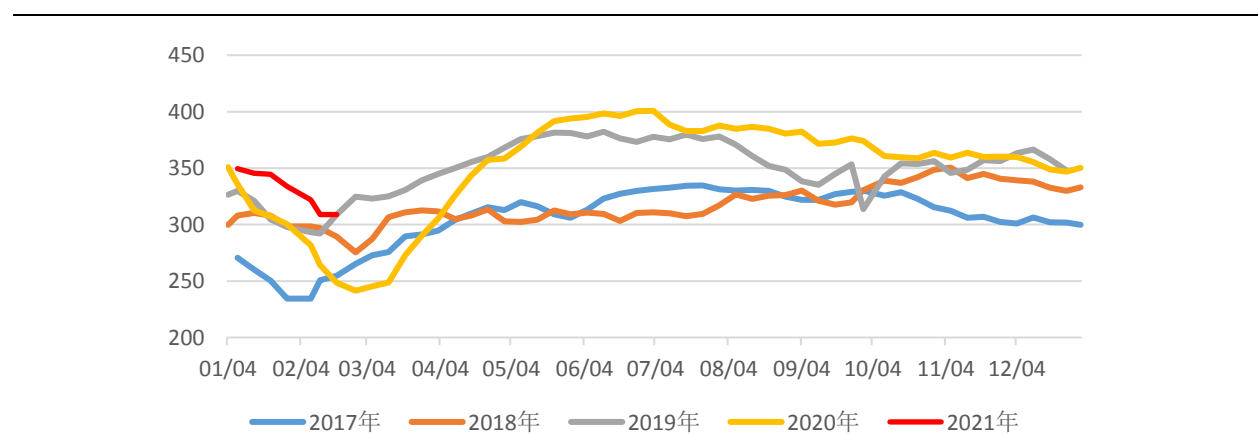
数据来源与整理：wind、西部期货（图 2 中 1、2 月份数据为处理后结果，仅作为同比参考）

（二）螺纹产量

从样本钢厂螺纹的产量来看，根据 mysteel 周度调研数据，2 月份螺纹产量延续小幅下降，截至 2 月 19 日当周，样本建材钢厂螺纹周产量 308.88 万吨，同比增 24.3%，环比降 4%。分生产工艺来看，2 月份螺纹产量环比下降的主要原因是短流程钢厂春节假期大面积停产，从长流程钢厂来看，今年春节假期钢厂产量不降反增，明显高于去年同期水平，截至 2 月 19 日当周，样本长流程钢厂周产量 305.35 万吨，同比增 25.6%，环比增 2.9%。由于就地过年的政策，春节后预计短流程钢厂将会快速复产，而长流程钢厂开工率也将快速回升，螺纹总产量将呈现快速增长趋势。

春节后即将迎来春季旺季，在终端需求回暖的支撑下，钢厂大概率将保有一定利润，螺纹产量将持续回升。

图 3：螺纹周产量



数据来源与整理：mysteel、西部期货

图 4：长流程产量

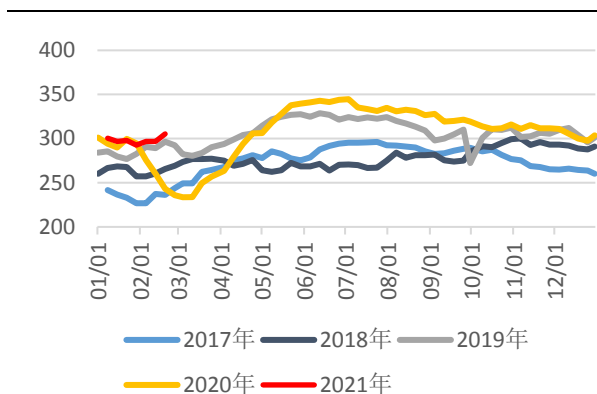
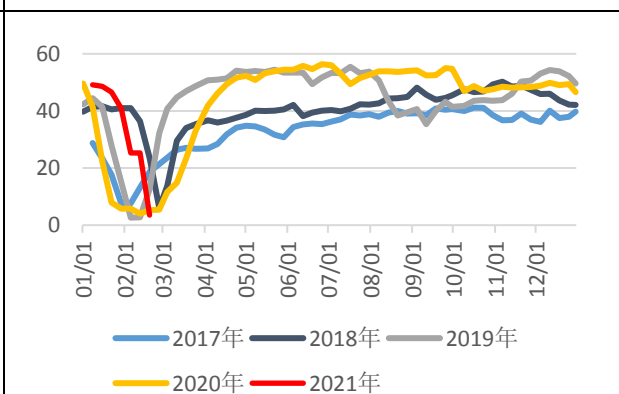


图 5：短流程产量



数据来源与整理：mysteel、西部期货

二、需求端

（一）春节后复工速度较快

春节传统淡季因素影响，建筑钢材成交量以及表观消费量均呈现季节性大幅下滑。值得关注的是春节后终端消费复工的速度，由于今年就地过年政策以及气温回升较快，预计春节后复工速度将明显快于往年。根据百年建筑网的调研，截至 2 月 21 日工程项目企业复工率为 62.79%，高于去年节后一个月后企业开工水平。

图 6：建筑钢材日均成交量

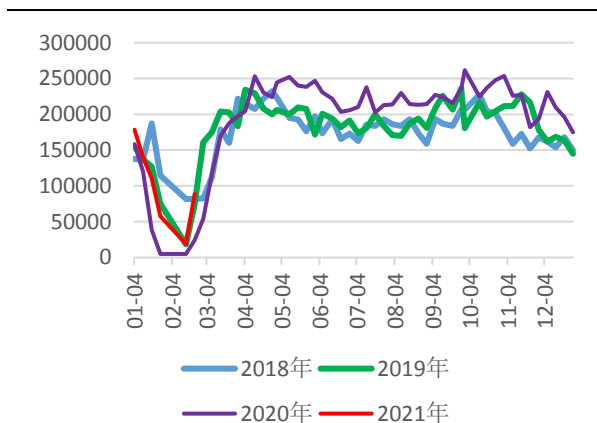
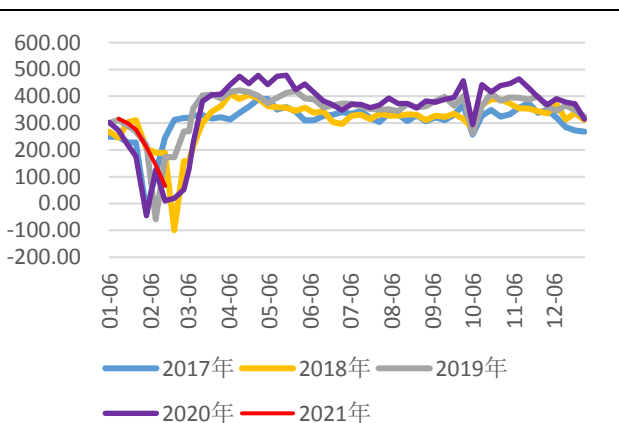


图 7：表观消费量



数据来源与整理：mysteel、西部期货

（二）房地产——短期有韧性，长期有压力

2020 年四季度我国经济增长非常强劲，其中房地产市场也贡献了重要力量。2020 年 1-12 月房地产开发投资完成额累计同比增速 7%，环比增 0.2 个百分点；新开工面积累计同比增速 -1.2%，环比增 0.8 个百分点；销售面积累计同比增速 2.6%，环比增 1.3 个百分点。从单月增速来看，12 月房地产开发投资完成额同比增速 9.35%，自 10 月创出新高

以来呈现季节性连续小幅回落。12 月单月新开工面积同比增速 6.3%，连续四个月增速扩大，12 月销售面积同比增速 11.5%，连续三个月增速维持在 10% 以上。

从房地产指标可以看出，2020 年国内疫情受控之后，经济快速复苏，房地产市场也呈现了强劲回暖。但我国对房地产市场严格调控的宗旨没有改变，预计房地产市场强劲的态势难以维持。2021 年我国货币政策虽然不急转弯但边际收紧的概率很大，并且房地产市场“三条红线”政策已经开始发力，预计房地产市场将会逐渐降温，今年上半年或仍将保持强劲的韧性，但长期来看下行压力依然较大。

图 8：房地产开发投资完成额累计同比

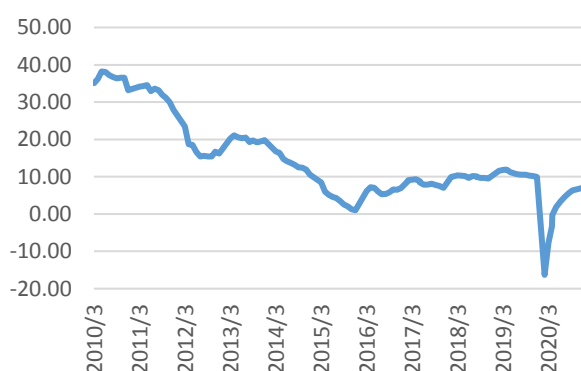
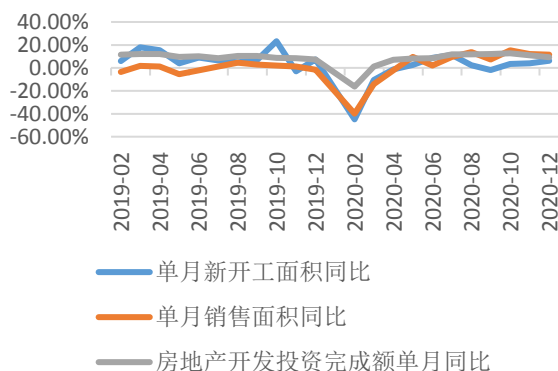


图 9：房地产指标

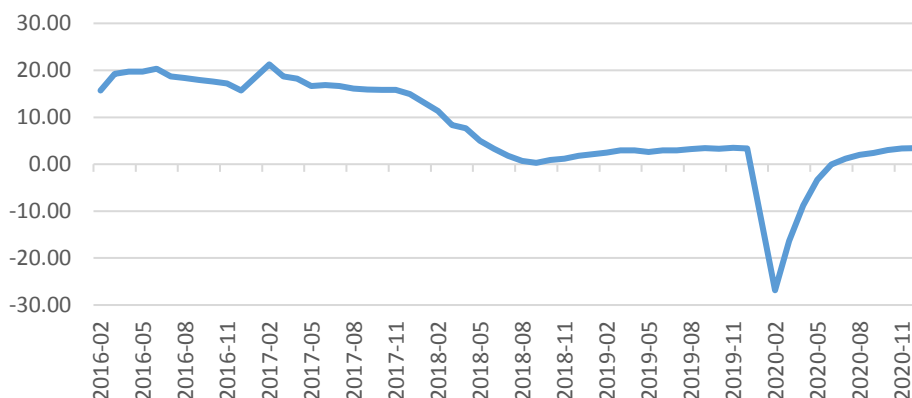


数据来源与整理：mysteel、西部期货

（三）基建——继续温和发力

2020 年 1-12 月基础设施建设投资累计同比增速 3.41%，温和回升。今年预计地方专项债发放力度将弱于去年，但基建仍然是托底我国经济的主力军，所以基建仍将继续发力，延续温和回升态势。

图 10：基建投资



数据来源与整理：mysteel、西部期货

需求小结：伴随新冠疫苗加速接种，海外疫情出现拐点，全球经济将面临复苏。美

联储尚无收紧货币政策的迹象，全球流动性宽松助推经济快速复苏。国内疫情压力明显缓解，经济增速有望保持强劲。春节后终端复工将加快速度，“金三银四”值得期待。

三、库存——关注库存拐点

今年春节期间，螺纹总库存延续季节性累库，截至 2 月 19 日当周，社会库存 1009 万吨，同比增幅 1.3%，环比节前增幅 38%；钢厂库存 512 万吨，同比降幅 28.3%，环比节前增幅 51.5%。后期螺纹库存仍将继续累积，不过根据今年下游复工速度较快来判断，库存拐点的出现或早于去年，库存量预计难以达到去年的峰值。

图 11：社会库存

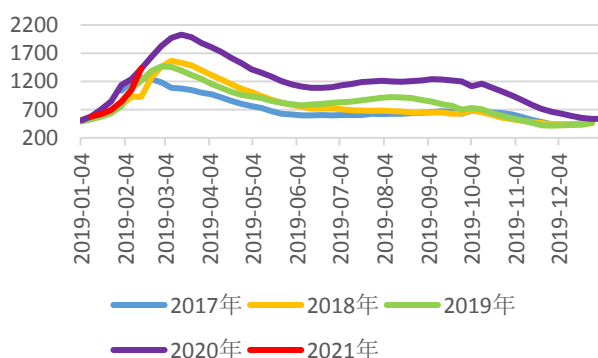
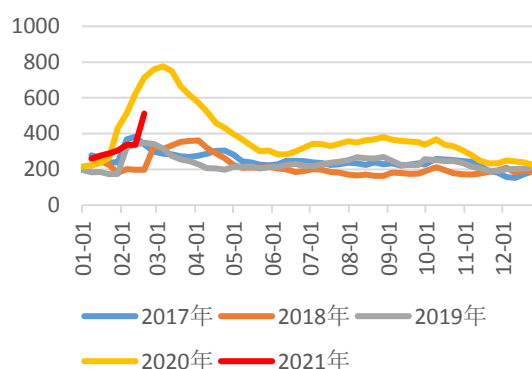


图 12：钢厂库存



数据来源与整理：mysteel、西部期货

四、成本支撑

近期来自炉料端的支撑依然偏强，焦炭、铁矿以及废钢供需基本面均呈现偏紧格局，炉料基本面偏紧会在成材下跌时限制向下跌幅，而在成材上涨时呈现出更强的涨势，从而侵占成材端利润。近期钢铁产业链主要逻辑在终端需求，价格核心驱动在成材端。焦炭的分析详见焦炭月报。这里对铁矿的基本面进行简要分析。

2 月份连铁 05 合约大幅冲高，创出上市以来新高 1180 点，截至 2 月 23 日，连铁 05 合约收盘 1107 点，较月初上涨 11.2%。铁矿石现货标的价格表现更为强劲，基差维持在 150 点-200 点的高位水平。

从高频数据跟踪来看，一季度是澳巴发运的淡季，发运量容易受到气候的影响而整体处于全年发运量的低位水平。2 月份以来澳巴发运量大幅波动，1-2 月 19 港累计发运量同比增加 2676 万吨，同比增幅 17%，出现较大增幅的主要原因是去年年初的基数太低。从需求来看，钢厂的日均铁水产量春节期间维持在高位水平，截至 2 月 19 日当周，样本钢厂铁水周产量 245.38 万吨，同比增幅 15.1%，1-2 月铁水累计产量增幅 8.2%，需

求非常强劲。库存方面压力依然不大，春节后港口库存小幅回升，截至 2 月 19 日当周，港口库存 1.27 亿吨，同比增 2.5%，环比增 1.5%。钢厂库存春节期间快速下降，后期将继续去库，伴随库存去化，钢厂将增加补库意愿。

供需格局来看，铁矿石目前仍处于紧平衡格局，需求非常强劲，成为行情主要推动因素，供应因气候原因难以快速放量，短期加剧了供需紧张。3 月份预计供需紧张格局难以改变，铁矿石仍以偏强走势为主，在宏观向好和流动性泛滥的共振之下，铁矿价格向上或仍有空间。二季度伴随澳巴发运量回升，供需矛盾或有望逐渐缓解。

图 13：澳洲、巴西发运量合计

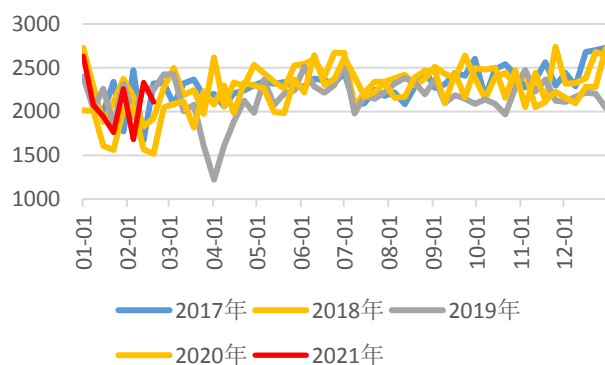


图 14：港口库存

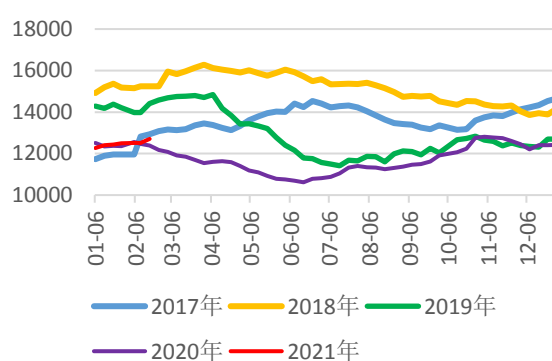


图 15：疏港量

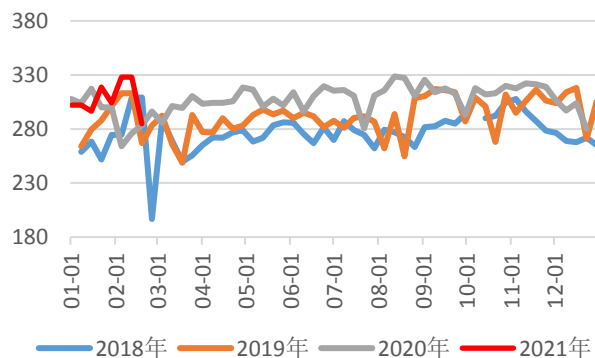


图 16：钢厂库存

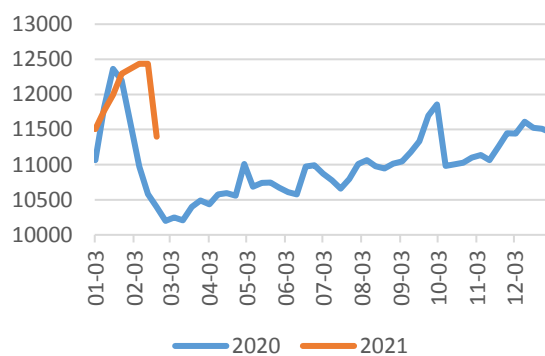
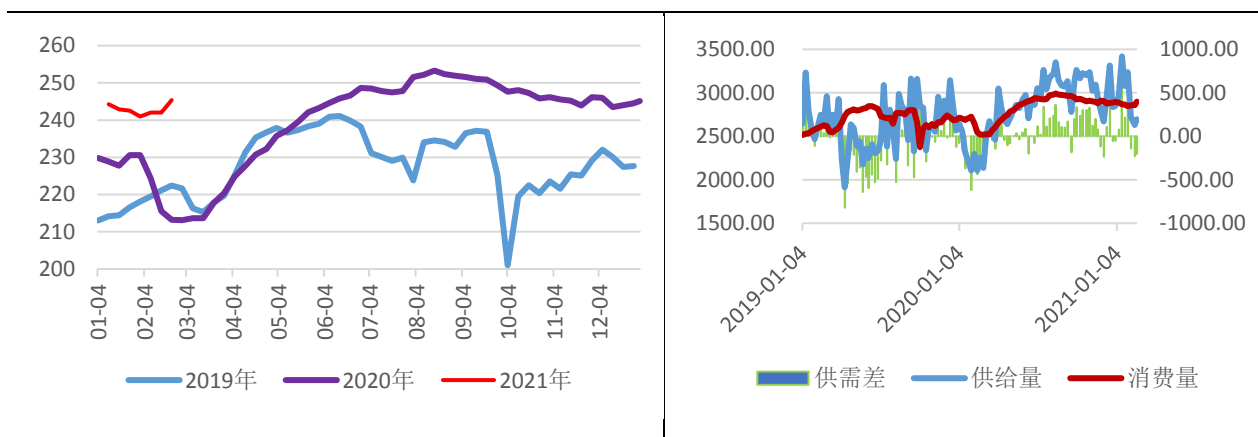


图 17：铁水产量

图 18：供需平衡



数据来源与整理：mysteel、西部期货

五、行情展望

宏观因素将是今年大宗商品市场的主导因素，海外疫情明显受控，新增确诊已经出现拐点，全球经济复苏已经启动并将加速，美联储尚未表示要收缩宽松的货币政策，全球宽松的流动性将推升大宗商品价格。基本面来看，春节后即将迎来春季旺季，就地过年政策和气温回升助推了终端复工明显加快，需求走强叠加宏观向好和流动性泛滥，宏观和基本面形成共振，螺纹行情将维持偏强走势，但高供应依然是潜在压力，或限制上方空间。螺纹高位波动会加剧，谨防高波动风险，把握行情节奏。关注正套机会。

铁矿石在高基差高需求提振下，依然延续偏强走势，核心矛盾在成材端，趋势上跟随螺纹走势，挤压钢厂利润是铁矿石的主导逻辑。单边行情谨慎偏多思路不变，关注跨期套利机会。

主要风险：国内货币政策收紧强于预期。

产业链利润调整 焦炭现货小幅回调

——2021年3月焦煤

谢栩 投资咨询资格号：Z0002095

李鹏超 期货从业资格号：F3051204

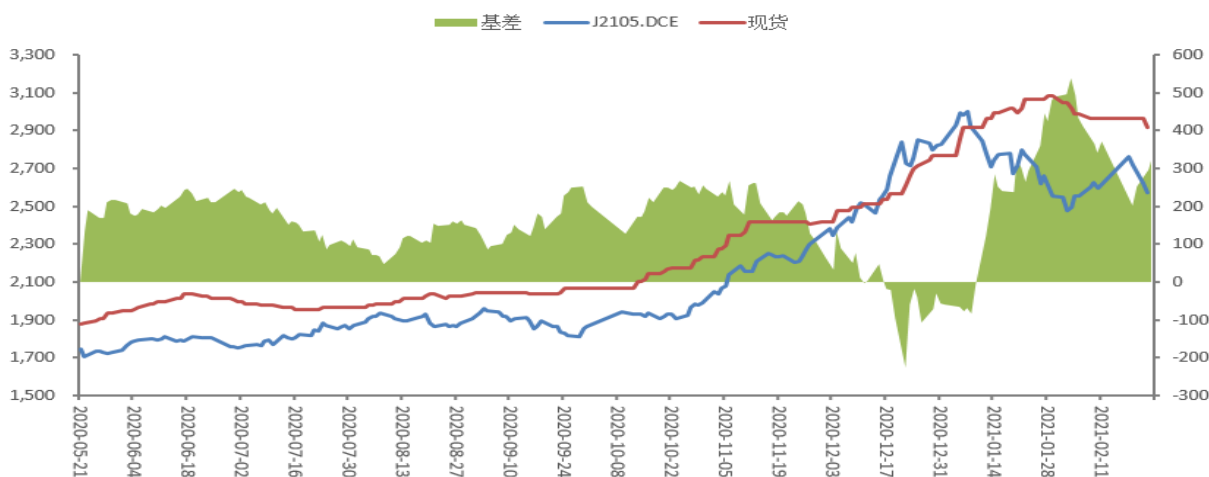
电话：029-87406631 邮箱：xiexu@westfutu.com

要点：3月供需略偏紧，以致库存或再次下降，市场可流通资源量少，焦炭基本面健康。但产业链利润失衡，钢厂打压焦化利润，现货价格面临回调，幅度有限。当前05合约贴水现货200-300左右，预示现货还要调整2-3轮，3月05合约窄幅波动，区间范围（2350，2750）。

风险点：粗钢产量压减风险（下行风险）

市场回顾：1-2 月，伴随着焦化新增产能投产，焦炭供应增加，同时需求相对稳定，因此前期偏紧局势稍缓解。春节期间，由于汽车运输不畅通，焦企库存被动增加，为加快厂内出货速度，出现暗降现象。在此背景下，钢厂基于打压原料价格减轻亏损的目的而发出提降函，2月24日焦炭价格下调100元/吨，后续仍有下降空间。

图 1： 焦炭价格走势



数据来源：西部期货

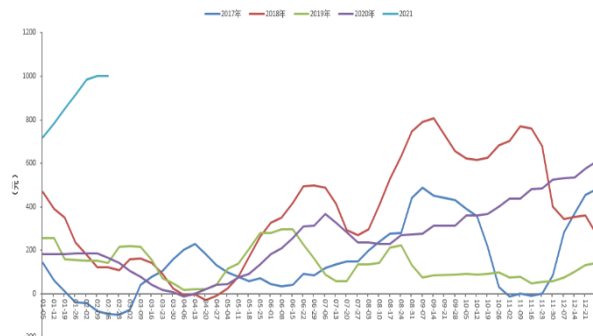
一、新增产能增多 3月产量小幅增加

1-2 月，国内新增焦化产能 1365 万吨，淘汰产能 396 万吨，净增产能 969 万吨。根据我们的测算，高利润状态下新增产能引起产量增加 91 万吨，而在产产能几乎满产，增量空间有限。3 月，新增产能产量约等于淘汰产能产量，但由于先前焦炉设备的提产，3 月产量预估增加 63 万吨。

图 2：全样本独立焦化企业焦炭日均产量



图 3：焦化利润



数据来源：Wind, Mysteel, 西部期货

表1 2021年焦化产能变化（万吨）

新增/淘汰	01 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰产能	396	0	994	50	55	566	42		212			460	2775
新增产能	916	449	972	518	478	865	254	518	195	194	175	931	6465
新增-淘汰	520	449	-22	468	423	299	212	518	-17	194	175	471	3690
新增产量	49	42	63	45	45	53	33	40	21	20	14	45	
淘汰产量	25	0	62	3	3	35	3	0	13	0	0	29	
净增产量	24	42	1	42	41	17	30	40	8	20	14	16	

数据来源：Wind, Mysteel, 西部期货

二、新增产能落地 3 月需求环比小幅增加

1 月，钢材市场处于需求淡季时期，以至库存被动累积，且现货价格偏弱，但高成本导致钢厂陷入亏损，从而检修小幅增加，同时产量小幅下降。2 月，尽管钢厂利润仍然不佳，但由于高炉新增产能大于淘汰产量，因此年后生铁产量小幅增加。3 月，新增产能将带来产量的增加，但部分在产产能面临检修，焦炭需求小幅增加。

图 4：247 家钢厂生铁日均产量

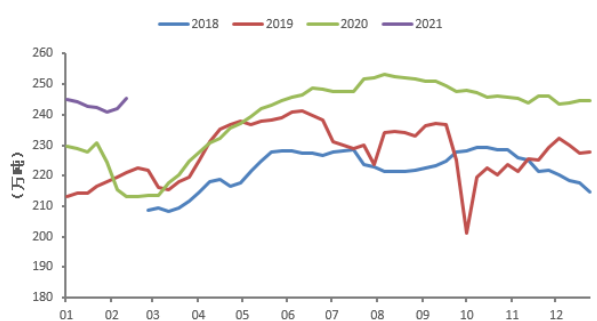


图 5：钢材利润



数据来源：Wind, Mysteel, 西部期货

表2 2021年高炉产能变化（万吨）

项目	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰产能	392	159	1052	240	214	247	0	0	312	0	0	2541.5	5157.5
新增产能	398	1452	1650	650	330	465.5	1170	0	1030	267	158	1048	8618.5
净增产能	6	1293	598	410	116	218.5	1170	0	718	267	158	-1493.5	3461

数据来源：Wind，Mysteel，西部期货

三、供需平衡表

1-2 月，焦炭产量小幅增加，且需求相对稳定，因此供需缺口数绝对值下降。从显性库存数据来看，总库存小幅下降，降幅有限，也说明焦炭偏紧格局较前期有所缓解。

3 月，由于焦化产能变动微小，产量环比持稳，但节后成材需求的回升引发生铁产量小幅增加，因而供需面略微转紧，且显性总库存小幅下降，焦炭基本面良好。

表3 焦炭供需平衡表（万吨）

	焦炭产量	日均产量	环比	出口	进口	生铁产量	日均产量	环比	消费量	供需缺口
2020 年 1-2 月	7,064	117.74	-6.14%	36	15	13,234	220.56	1.95%	7,443	-400
2020 年 3 月	3,803	122.69	4.21%	32	6	6,697	216.04	-2.05%	3,728	49
2020 年 4 月	3,855	128.51	4.74%	35	12	7,202	240.07	11.12%	3,992	-160
2020 年 5 月	3,979	126.05	-1.91%	42	19	7,732	249.40	3.89%	4,288	-333
2020 年 6 月	4,017	133.91	6.23%	31	22	7,664	255.45	2.42%	4,284	-276
2020 年 7 月	3,997	128.95	-3.71%	41	41	7,818	252.20	-1.27%	4,371	-375
2020 年 8 月	4,128	133.17	3.28%	14	39	7,855	253.37	0.46%	4,394	-240
2020 年 9 月	4,059	135.30	1.60%	31	48	7,578	252.61	-0.30%	4,243	-166
2020 年 10 月	4,000	129.03	-4.63%	20	42	7,617	245.71	-2.73%	4,268	-246
2020 年 11 月	4,046	134.87	4.52%	29	31	7,201	240.03	-2.31%	4,039	9
2020 年 12 月	3,972	128.13	-5.00%	39	22	7,422	239.42	-0.26%	4,162	-174
2021 年 1 月	4,021	129.71	1.23%	39	22	7,347	237.00	-1.01%	4,102	-98
2021 年 2 月	3,674	131.21	1.16%	39	22	6,670	238.21	0.51%	3,738	-81
2021 年 3 月	4,068	131.23	0.01%	39	22	7,471	241.00	1.17%	4,173	-121.15

数据来源：Wind，Mysteel，西部期货

四、总库存偏低 库存结构好

截止到 2 月 18 日，焦化厂库存 51.03 万吨，同比增加 56.84%，较 1 月底增加 132.48%；港口库存 185.5 万吨，同比下降 32.30%，较 1 月底下降 26.97%；钢厂库存 416.53 万吨，同比下降 8.69%，较 1 月底下降 0.12%；样本总库存 653.06 万吨，同比下降 20.35%，较 1 月底下降 5.76%。

从总库存来看，绝对值低，市场可流通资源量少，基本面好；从各环节库存看，春节期间，由于汽运运输不畅，焦化厂库存累积，而港口库存大幅下降，钢厂库存有所回升，但仍处于低位水平；动态的角度看，随着金三银四到来，成材需求回升而引发钢厂

高炉开工增加，届时钢厂也将提高对原料的补库需求。

图 6：焦化厂库存

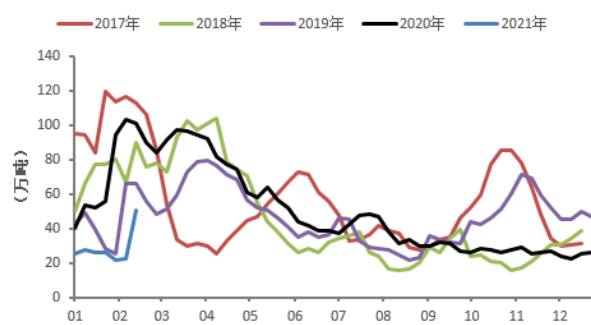
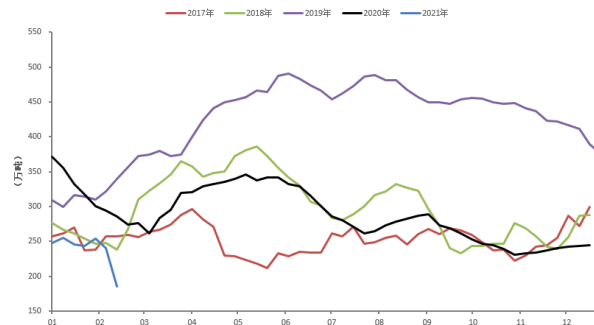


图 7：港口库存

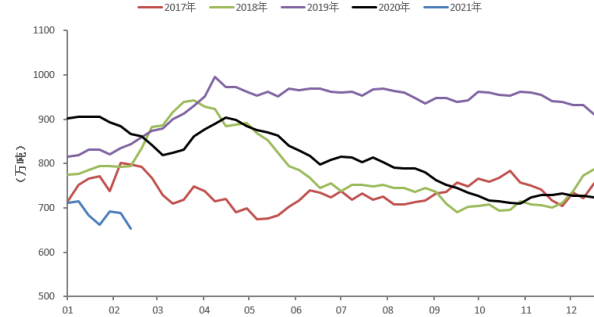


数据来源：Wind，Mysteel，西部期货

图 8：钢厂库存



图 9：样本总库存



数据来源：Wind，Mysteel，西部期货

五、钢厂挤压利润 焦化利润估值回落

从图 3 和图 5 可知，当前焦化利润高，而螺纹和卷板利润低。钢厂原料库存的边际回升，打压原料价格的欲望变强，3 月焦炭现货价格面临回调，但空间有限。

六、后市观点

1、供需：由于焦化产能变动微小，产量环比持稳，但节后成材需求的回升引发生铁产量小幅增加，因而供需略微转紧，且显性总库存也小幅下降，焦炭基本面良好。

2、库存：总库存绝对值低，各环节库存低，市场可流通资源量少。随着金三银四到来，成材需求回升而引发钢厂高炉开工增加，届时钢厂也将提高对原料的补库需求。

3、产业利润：3 月产业利润面临回调，但空间有限。

综上所述，3 月供需略偏紧，以致库存或再次下降，市场可流通资源量少，焦炭基本面健康。但产业链利润失衡，钢厂打压焦化利润，现货价格面临回调，幅度有限。当前 05 合约贴水现货 200-300 左右，预示现货还要调整 2-3 轮，3 月 05 合约窄幅波动，

区间范围（2350，2750）。

风险点：粗钢产量压减（下行风险）

西部期货投资研究部

2021 年 2 月 26 日

库存告别低位 需求成为关键

——2021年3月动力煤

投资研究部

王昭璐 投资咨询资格号: Z0014194

电话: 029-87406631 邮箱: wangzhaolu@westfutu.com

要点: 1 月下旬至今, 煤炭市场整体价格呈现持续下降走势, 煤价大幅下跌, 节后降幅趋缓。下跌的主要原因是需求不振, 各环节库存回升, 而国有大型煤矿大多都在春节期间缩减假期, 节后开工速度明显加快, 供应能力稳中有增, 供需格局逐渐宽松。3 月初在两会期间, 预计供给端短期将会受到限制, 煤价企稳, 而进入 3 月中旬后, 居民取暖需求减弱, 需求进入季节性淡季, 价格有进一步走弱的可能, 若工业发展强劲, 需求端仍将对动力煤价格形成支撑, 价格区间参考 [570, 630]。

一、行情回顾

1 月下旬至今, 煤炭市场整体价格呈现持续下降走势, 煤价大幅下跌, 节后降幅趋缓。下跌的主要原因在于需求不振, 各环节库存回升, 而国有大型煤矿大多都在春节期间缩减假期, 且节后开工速度明显加快, 供应能力稳中有增, 供需格局逐渐宽松。截至 2 月 24 日, 动力煤主力合约收盘价 610.2 元/吨, 环比下跌 6.2%; CCI5500 价格 578 元/吨, 环比下跌 338 元/吨, 降幅 36.9%; CCI5000 价格 508 元/吨, 环比下跌 310 元/吨, 跌幅 37.9%。

图 1: 动力煤期货主力日 k 线



数据来源: wind、西部期货

图 2：CCI



数据来源：wind、西部期货

二、基本面分析

1、供给端

（1）产量

今年 2 月份春节期间，为保供应，国有大矿假期缩减，生产煤矿数量高于往年春节期间，主产地产量保持在较高水平，动力煤市场供应较充足。据内蒙古能源局统计，2021 年 1 月，内蒙古自治区煤炭产量 9532 万吨，同比增长 25%，内蒙古延续去年四季度以来的高产势头，2 月 11 日-17 日，全区累计生产煤炭 1400 万吨，日均产量 200 万吨，在产煤矿数量和日均产量较去年春节期间分别增加 140 处和 70 万吨，有力保障了节日期间煤炭供应。统计局还未公布今年 1-2 月份的煤炭产量，预计产量较往年同期处于偏高水平。

进口方面，今年还尚未有新的进口政策传出，而煤炭需求最紧张的时期已经过去，且自 1 月下旬以来，随着国内煤价的快速下行以及煤炭需求即将进入淡季，进口政策或将回归常态化限制。

图 3：动力煤产量（万吨）

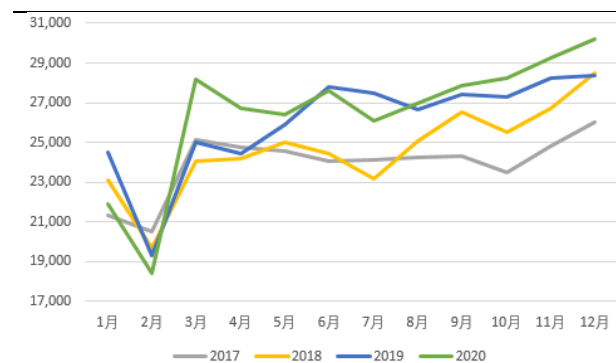
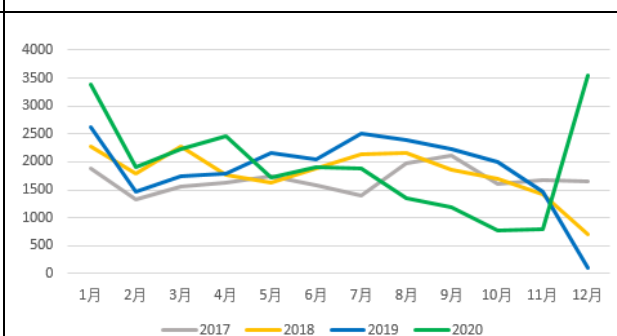


图 4：动力煤进口量（万吨）



数据来源：wind、西部期货

3 月份将召开两会，两会期间按照历年惯例产地都会限票和安全生产检查，煤矿多数检修保安全生产，供应能力存在被短期限制的可能。但在近年来安监高压常态化的背景下，供应减量或将较为有限。

2、需求端

据国家电力调度控制中心的数据显示，2021 年 2 月 11 日至 16 日，全国日均发电量 153.38 亿千瓦时，农历同比增长 1.73%，2 月 16 日发电量最高，为 160.22 亿千瓦时，较去年农历同期最高值（156.53 亿千瓦时，腊月三十）增长 2.35%。据 CCTD 中国煤炭市场网监测数据显示，2 月 11 至 17 日，沿海八省耗煤累计 804 万吨，同比增加 2.15%；截止 2 月 18 日，沿海八省煤炭日耗 115 万吨，较节前减少 23 万吨，降幅 16.7%，较 1 月上旬日耗最高点时减少了 40%以上。春节期间，假期效应叠加全国气温回升，电厂日耗下降至低位水平，春节过后，停产放假企业陆续开工，工业用电有所提升，在今年就地过年政策的影响下，节前市场对需求有较强的预期，而实际需求增量不及预期

图 5：发电量（亿千瓦时）

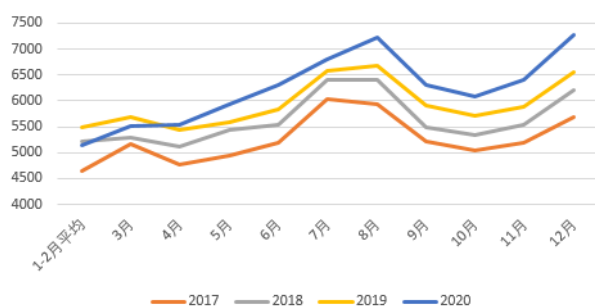


图 6：全社会用电量（亿千瓦时）

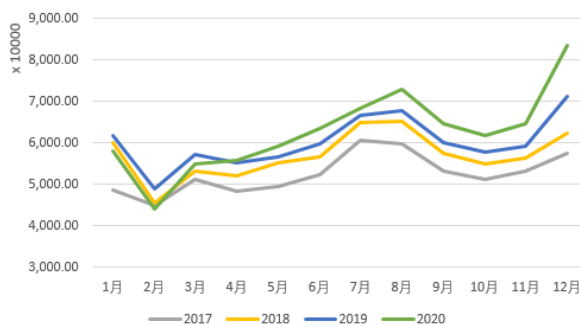


图 7：火电发电量（亿千瓦时）

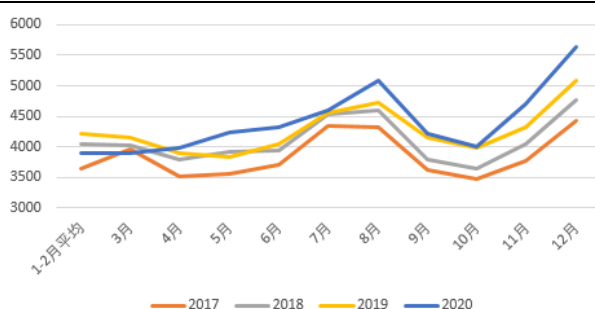


图 8：火电占比

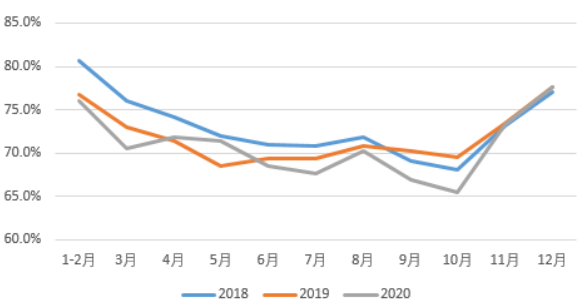
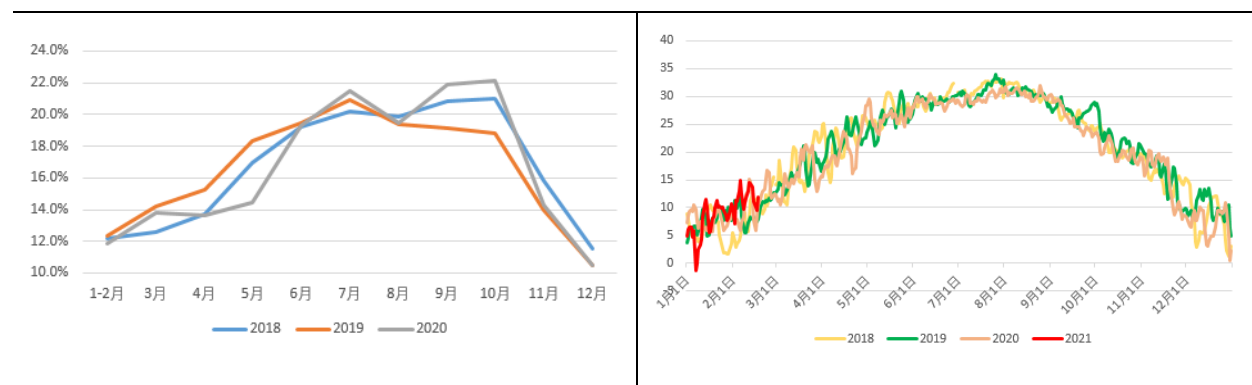


图 9：水电占比

图 10：全国主要城市平均最高气温



数据来源：wind、西部期货

根据季节性规律来看，3 月份进入煤炭需求淡季，用、发电量处于年内低位。但今年就地过年政策对需求的复苏起到一定程度的带动作用，节后开工速度会高于去年同期，去年节后出现缺人手开工的问题，今年将会有所改善，且水电还尚不能对火电起到较强的替代性，后期随着开工率的上升，日耗逐渐回升。我们认为需求仍然是影响后期煤炭市场价格的关键，若工业复苏强劲，后期下游补库需求陆续释放，需求端将对煤价形成支撑，若需求增量不明显，煤价将进一步走弱。

图 11：沿海八省重点电厂耗煤（万吨）

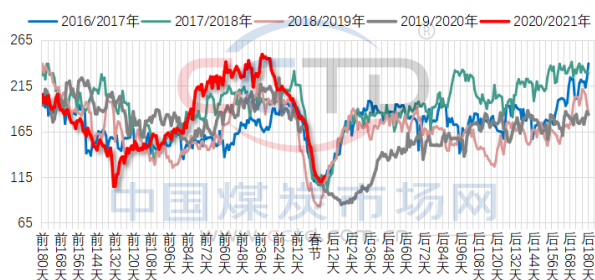
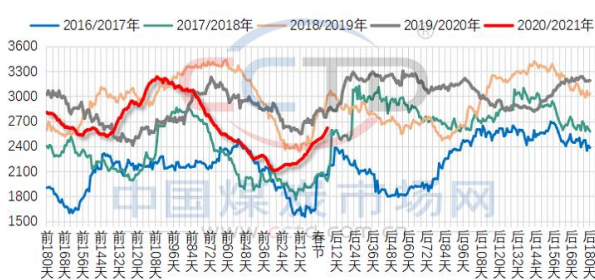


图 12：沿海八省重点电厂库存（万吨）



数据来源：CCTD、西部期货

3、库存

(1) 重点电厂库存

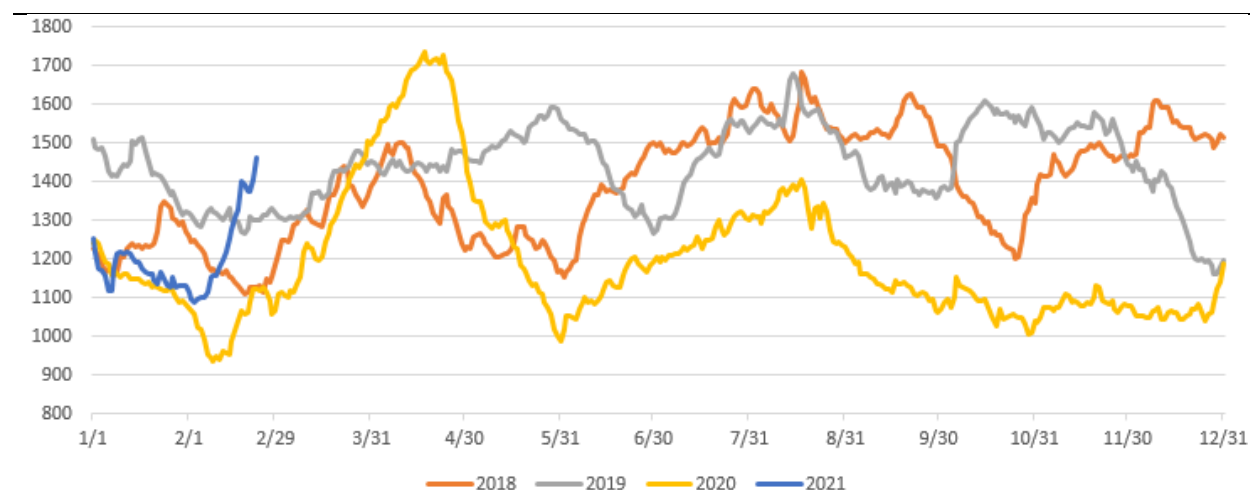
从去年 12 月份至 1 月中旬，沿海煤炭市场供应一直处于紧张状态，下游电厂库存持续下降。节日期间，日耗下降，调进数量高于消耗，电厂库存得到修补。沿海电厂日耗下降较多，可用天数提高。据 CCTD 中国煤炭市场网监测数据显示，截止 2 月 18 日，沿海八省煤炭库存 2618 万吨，较节前增加 165 万吨，降幅 6.7%，同比降幅 19.1%，可用天数由节前的 17.8 天增加至 2 月 18 日的 22.6 天。

(2) 环渤海港口库存

春节期间和节后，市场需求低迷，煤炭调进维持高位，促使北方港口告别维持了半年之久的低库存状态，开始进入累库阶段，累库效果明显。截至 2 月 23 日，北方四港库

存 1462.3 万吨，较年前增加 26.2%，同比增加 30.4%；其中，秦皇岛港库存 585.5 万吨，同比增加 10.1%，曹妃甸港库存 413.7 万吨，同比增加 72.7%，京唐港库存 235.4 万吨，同比增加 102.9%，黄骅港库存 228 万吨，同比下降 2.6%，四港库存分别较年前增加 15.7%、37.4%、62.3%、10.1%。

图 13：北方四港库存（万吨）



数据来源：wind、西部期货

进入 3 月后，供暖季结束，居民取暖用电负荷将持续回落，需求主要靠工业用电量拉动，元宵节后工业企业复工速度加快，电厂日耗继续回升，或有一定补库需求释放；但随需求进入传统需求淡季，长协煤保障下电厂补库节奏将更加从容。

三、动力煤供需平衡表

从动力煤的供需平衡表来看，由于 2020 年初的新冠肺炎疫情造成的低基数影响，2021 年 1-2 月的动力煤供需预计都有大幅增加，而 3 月之后动力煤供应预计将维持在正常水平，需求进入淡季但同比仍将具有较高的增速，整体表现供需逐渐宽松。

表1 动力煤供需平衡表

单位：万吨	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-2 月 E	2021 年 3 月 E
产量	295976	312466	317937	55150	28400
进口量（含褐煤）	21587	22517	23137	4956	2100
总供给	317563	334983	341074	60106	30500
同比	3.3%	5.5%	1.8%	31.8%	0.4%
消费量	321743	334291	341214	60000	28300
出口	385	461	232	17	40
总需求	322128	334751	341446	60017	28340
同比	2.5%	3.9%	2.0%	12.8%	6.6%
供需平衡	-4565	692	-140	89	2160

数据来源：wind、西部期货

四、行情展望

综合以上分析，2 月份动力煤上游受增产保供政策的影响，供应能力稳中有增，各环节库存逐渐回升，而需求不及预期，动力煤供需紧张局面缓解。后期市场重点关注以下几个方面：

供给方面，3 月初，全国两会将召开，根据往年情况来看，全国煤矿安全检查形势和产地煤管票政策将会趋严，煤矿出现减产，供应能力短期或将受到一定的限制，但在近年来安监高压常态化的背景下，供应减量或将较为有限。

需求方面，北方地区将在 3 月停止集中供暖，需求淡季来临，中下游库存已升至中位水平，需求最紧张的时期已经过去。我们认为需求端增量的程度仍然具有不确定性，正月十五之后下游工厂开工率将继续提升，若工业复苏强劲，后期下游补库需求陆续释放，需求端将对煤价形成支撑，若需求增量不明显，煤价将进一步走弱。

盘面来看，3 月初在两会期间，预计供给端短期或将会受到限制，煤价企稳，而进入 3 月中旬后，居民取暖需求减弱，需求进入季节性淡季，价格有进一步走弱的可能，若工业发展强劲，需求端仍将对动力煤价格形成支撑，价格区间参考 [570,630]。

疫苗进展改善预期 原油重心不断修复

——2021年3月原油

周美莉 投资咨询资格号：Z0001463

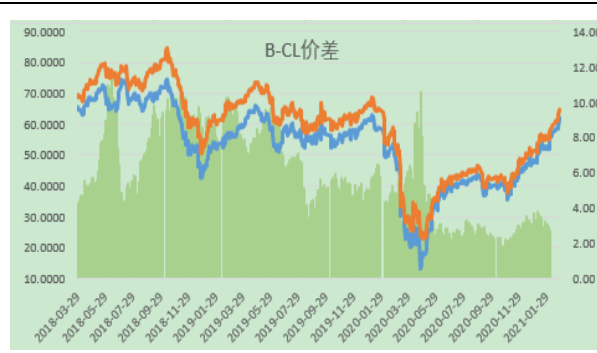
导言：美国寒潮天气侵袭过后原油产量恢复缓慢，高盛大幅上调价格预测提振市场心态，疫苗接种速度加快，国际油价走势偏强。近期天气因素引发的产量减少恢复速度较慢，叠加前期沙特额外减产、国际疫情缓和、刺激法案有了进展等利好因素，原油创新高，但高位调整风险加大，尤其3月初欧佩克会议或有变数。预期3月份市场仍将处于紧平衡格局，疫情缓和下需求端逐步恢复，供给增幅有限，供需紧平衡延续。中期关注疫情防控节奏以及欧佩克减产变化，3月初欧佩克将再度讨论减产政策，或适度增加产量，后期高位注意调整风险，易涨难跌，或呈波浪式推进。

一、行情回顾

图 1：国际国内原油期货对比图



图 2：国际原油走势图



资料来源：Wind，西部期货

2月份国际原油强势上行，不断创出新高。2月份沙特开始额外减产100万桶，美国刺激法案有了进展，疫苗接种速度加快提振油价一路上行，尤其是突发寒流天气进一步助力油价。截至2月25日，美原油主力月度涨幅20.88%，ICE布伦特原油月度涨幅19.37%，SC原油主力月度涨幅22.06%。3月初OPEC+会议即将召开，市场对4月份增加产量形成预期，油价持续拉升后，高位调整风险加大，关注会议决议及疫苗进展情况。

一、供给端：天气因素&沙特减产 供给端强支撑

（一）OPEC+减产执行力高 沙特额外减产

1、OPEC+产量分析

自去年5月份限产以来，OPEC整体减产力度较好，今年1月减产执行力继续超百。根据OPEC最新月报数据统计，1月份欧佩克13个成员国原油日产量2549.6万桶，环比增长18.1万桶。其中沙特原油日产量905.4万桶，环比小幅增加8.9万桶，目前处于产量低位区间；伊拉克产量383.9万桶，环比小幅下降1.9万桶；伊朗产量仍处于历史低位区间，1月产量208.4万桶，小增6.2万桶。而委内瑞拉产量小幅增加7.2万桶至48.7万桶，利比亚产量环比小幅下降5.1万桶至116.4万桶/天，去年12月份产量快速冲高至121.5万桶/天。前期利比亚增产的威胁边际减弱，目前该国产品接近产量上限，后期增长幅度有限。

俄罗斯整体产量变化不大，1月份产量1015.9万桶/天，环比小幅增加1.6万桶/天，较减产基准量下降84.1万桶/天。俄罗斯石油部长亦表态，如果后期疫情进一步蔓延，会考虑控制增产的速度。后期供给端变量最大的国家是沙特，在1月份OPEC+会议中，沙特承诺将在2、3月份额外减产100万桶/天，这为供给端提供强有力支撑，预计2、3月份沙特产量大幅下降。

整体看，OPEC+联合减产的信心坚定，执行力强，加之JMMC的强有力监督，在最近一次的会议中重申所有参与国必须做出承诺，以实现充分履行减产协议并提交因前期减产不足的补偿计划，补偿过程延长至2021年3月，鼓励减产协议所有参与国加大努力以补偿为了实现石油市场再平衡的目标，并避免在此过程中过量生产。

此外，3月初OPEC+会议召开，关注后期减产变数。比较中性的预估是将沙特将在4月份停止额外减产，OPEC国家增产50万桶/天。如果预期兑现，油价短期底部支撑有效，但上行空间有待观察。

图 11：OPEC 产量统计

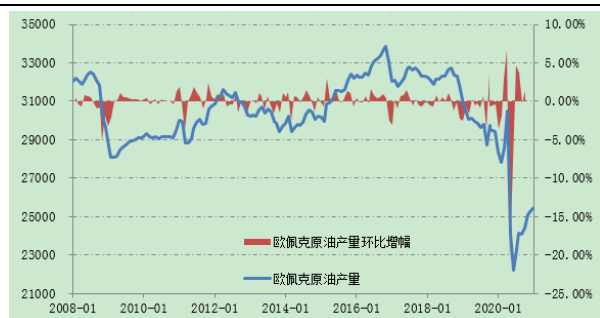


图 13：伊拉克原油产量

图 12：沙特原油产量



图 14：伊朗原油产量

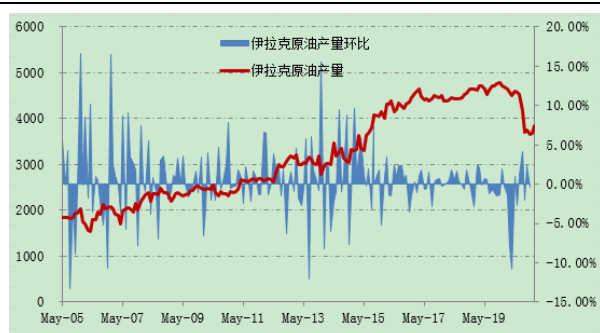


图 15: 委内瑞拉原油产量

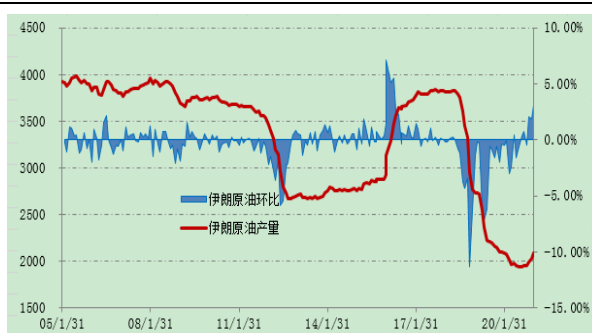


图 16: 利比亚原油产量

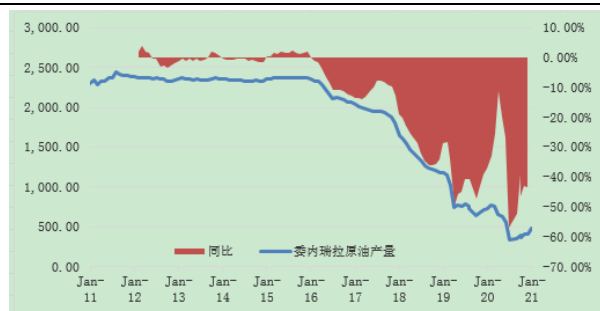


图 17: 俄罗斯原油产量

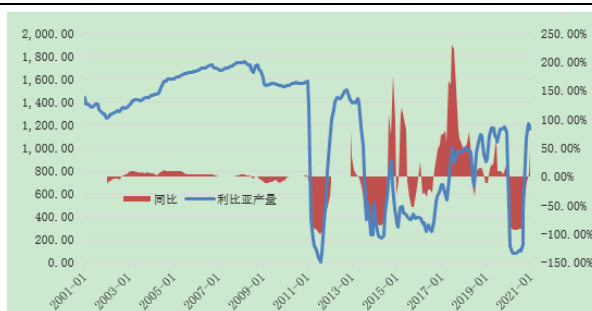


图 18: 美国原油周度产量

数据来源: Wind, 西部期货

2、非OPEC+原油产量分析

美国原油产量很长一段时间维持在1000-1100万桶/天的水平，而2月中旬的突发寒潮造成产量大幅下降，截至2月19日当周，美国原油周度产量为970万桶/天，环比下降110万桶/天。目前天气因素仍在发酵，整体产量恢复缓慢。从中期看，天气因素会逐步淡化，但美国产量增长空间有限，受制于钻井平台数量及开工率水平，预计年内产量在1100-1200万桶/天。

加拿大12月份产量小幅减少1.2万桶至345.8万桶/天，仍处于相对低位，增长动力不足。中国产量同样保持稳定，12月份产量1612.8万吨，环比小幅增长1.9%，增长潜力有限。

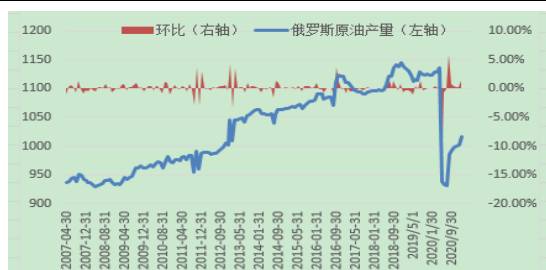


图 19: 加拿大原油产量

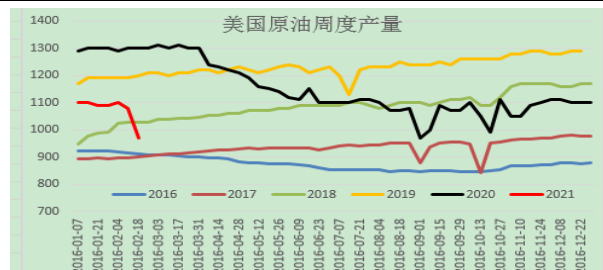
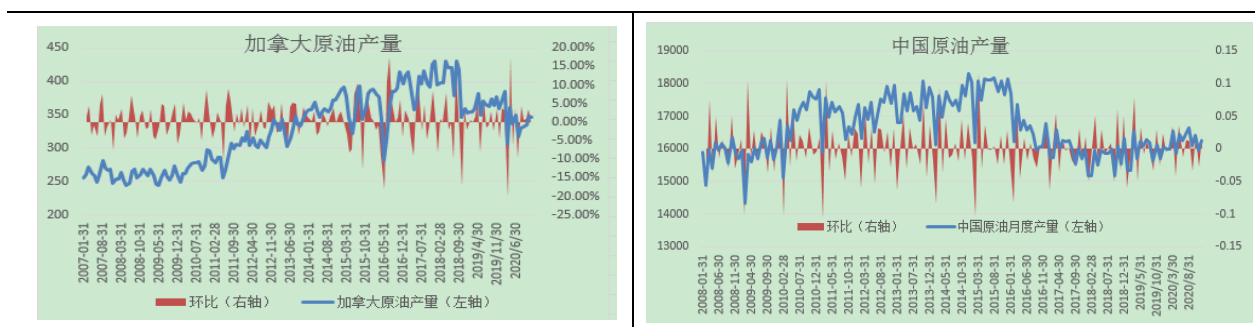
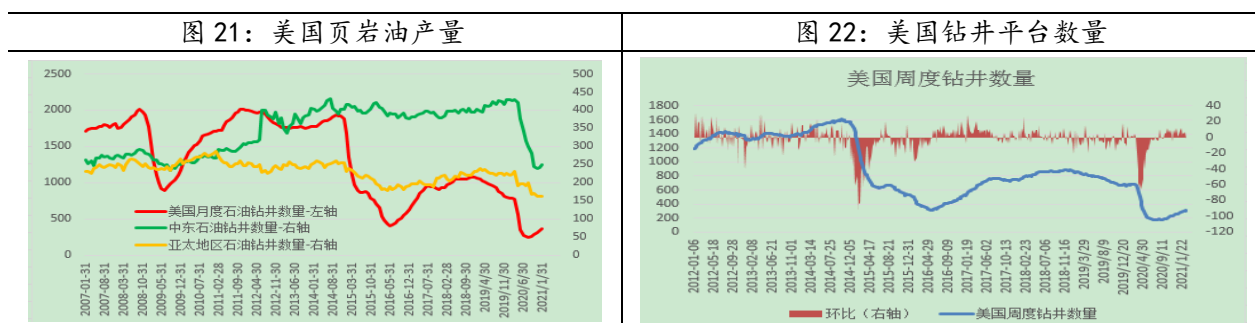


图 20: 中国原油产量



数据来源：WIND、西部期货

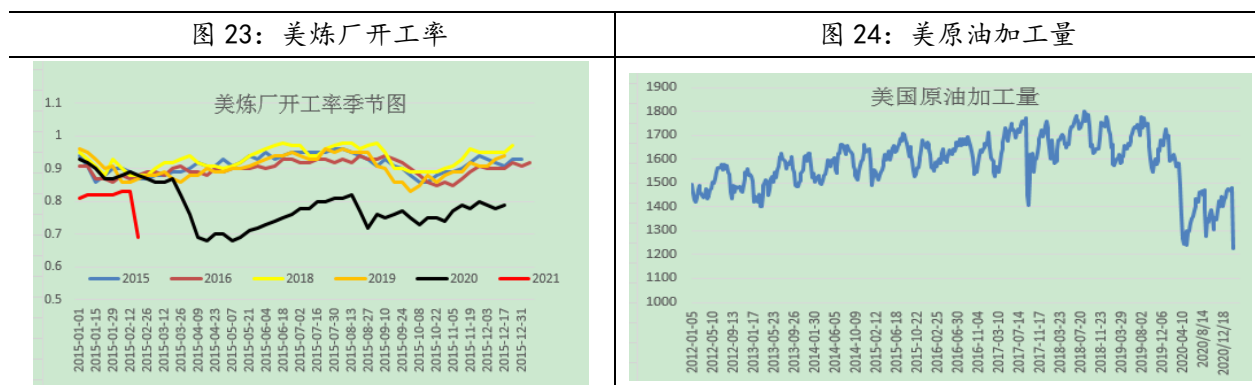
从钻井平台数量看，1月份美国钻井平台369座，环比增30座；中东钻井平台251座，环比增加9座；亚太地区162座，环比减少2座。全球范围内钻井平台处于低位水平，相比而言美国钻井平台数量相对恢复较快，但由于财务成本、开采效率等原因，后期大幅增长难度较大，尤其拜登上台后，支持新能源发展，对传统能源行业采取限制政策，钻井平台数量增长空间有限。



数据来源：WIND、西部期货

(二) 原油库存小幅去库 关注成品油恢复情况

近期国际疫情逐步受控，随着防控趋严，每日新增人数逐步下降，加之疫苗接种速度加快，需求恢复速度提升，但近期由于天气因素，开工率快速下降。原油加工量也出现快速下降。后期需求恢复速度将加快，原油仍处于缓慢去库中。



数据来源：WIND、西部期货

具体从库存数据看，截止2月19日当周，美国原油库存量4.63042亿桶；美国汽油库存总量2.57096亿桶；馏分油库存量为1.52715亿桶。原油库存比去年同期高4.4%；比过去五

年同期高0.3%；汽油库存比去年同期高0.28%；比过去五年同期高1%；馏份油库存比去年同期高10.29%，比过去五年同期高3%。美国商业石油库存总量下降1381万桶。美国炼厂加工总量平均每天1223万桶，比前一周减少258.9万桶；炼油厂开工率68.6%，比前一周下降14.5个百分点。

美国原油库存下降速度加快，汽油库存处于淡季有所累库，而取暖油库存增幅较大，交割地库欣库存处于低位。日本库存继续下降，已经低于去年同期水平。1月份OECD库存继续下降，目前已经接近五年均值水平。疫情防控已有成效，疫苗接种人数增加，后期需求恢复将加快。短期天气因素影响炼厂开工，但后期成品油需求可想象空间较大，尤其叠加进入消费旺季，所以后期去库进程将加快。

图25： EIA商业油品库存统计

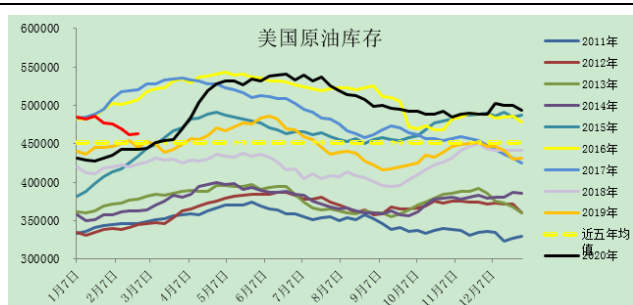


图26： 汽油库存走势图

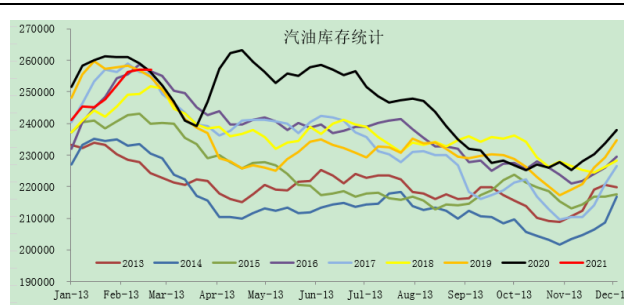


图 27： 取暖油库存统计

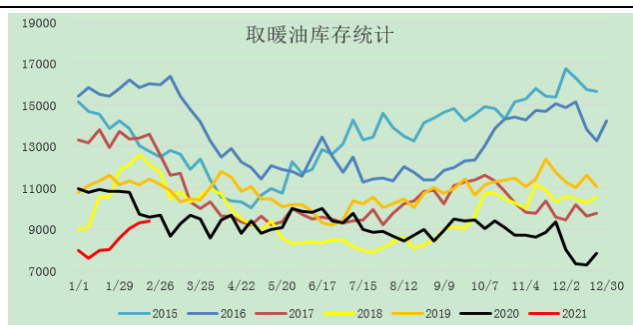


图 28： 库欣库存统计

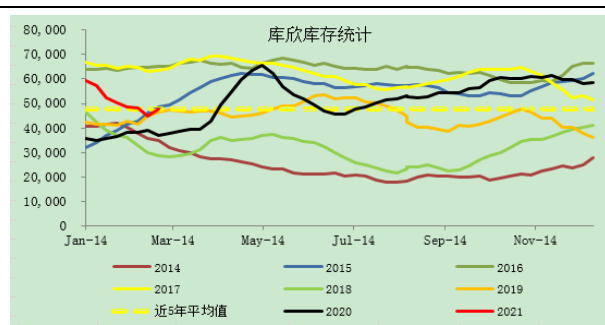


图 29： OECD 库存统计

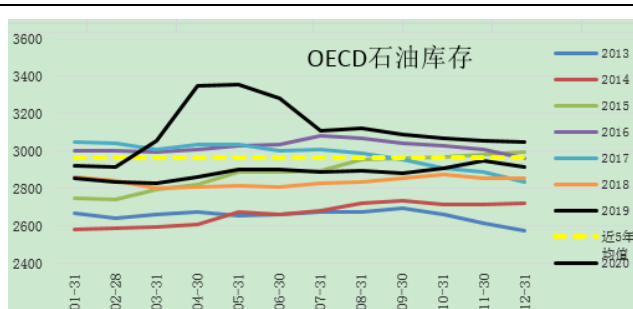


图 30： 中国原油库存统计

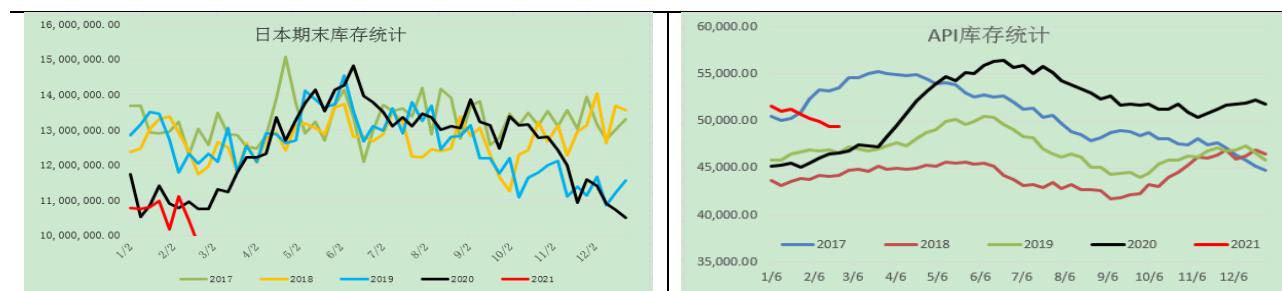


图 31： 日本库存统计



图 32： API 库存统计





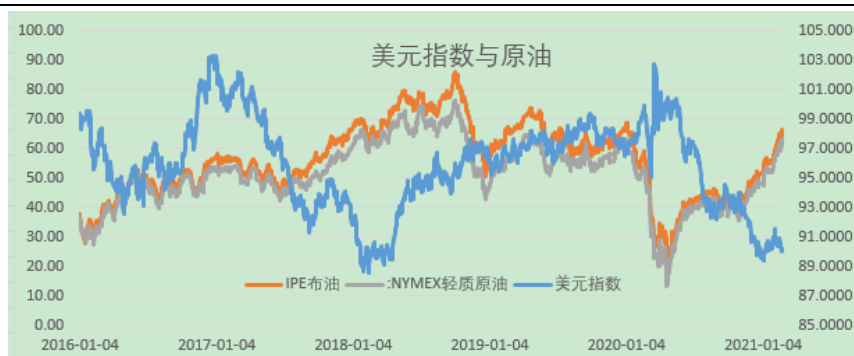
数据来源：WIND、卓创、西部期货

二、需求端：值得期待 后期恢复速度加快

（一）宽松政策延续 美元贬值预期强烈

面临新冠疫情，欧美多数国家维持宽松货币政策，尤其美国总统换届后以防疫及经济复苏为主基调。从政策角度看，拜登推行2.2万亿美元的财政刺激法案已经有了重大进展，同时增加财政赤字，上调富人个人所得税，支持新能源发展等，这些举措将在有效提振经济复苏，利多美股，利空美元，恰如近期美股走势强劲，美元贬值，原油等大宗商品上涨；从能源板块看，拜登将大力推行清洁能源计划，限制传统石油产业发展，从供给端对油价形成支撑，同时其对伊朗秉持宽松政策，伊朗释放的产能将使油价承压，所以对油价的影响具有结构性，应该动态评估。但短期来看，市场乐观情绪占据上风，宽松的财政政策与货币政策使得美元贬值概率增加，原油短期动能较足。

图 35：美元指数与原油



数据来源：EIA、西部期货

（二）成品油需求出现分化

2 月份美国成品油市场消费继续增加，品种消费有所分化，汽油需求受疫情影响明显，且处于消费淡季，需求没有明显增量，而馏分油表需增长明显，主要得益于近期取暖需求增加，而航空煤油最为疲软，出行航空市场整体较差。美国能源信息署数据显示，截止 2021 年 2 月 19 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 1951.6 万桶，比去年同期低 3.9%；车用汽油需求四周日均量 781 万桶，比去年同期低 12.3%；馏分油需求四周日均数 422.3 万桶，比去年同期高 6.4%；煤油型航空燃料需求四周日均数比去年同期低

32.2%。整体看，随着市场预期对疫情影响边际转弱，疫苗后期逐步量产，原油需求潜力较大。

图 5：成品油需求统计

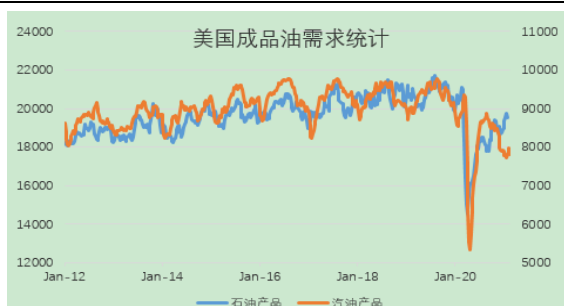


图 6：成品油季节性需求

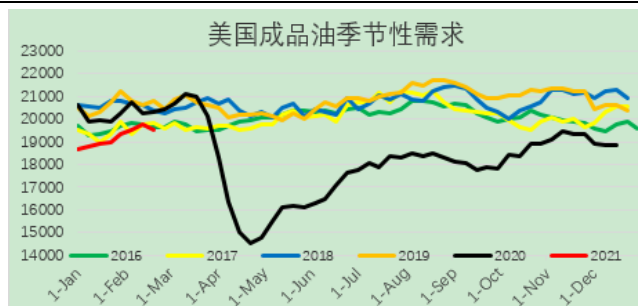


图 7：美国汽油需求统计

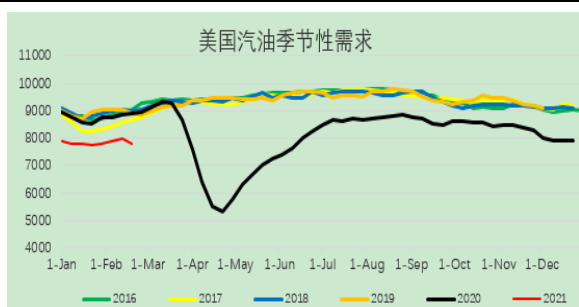
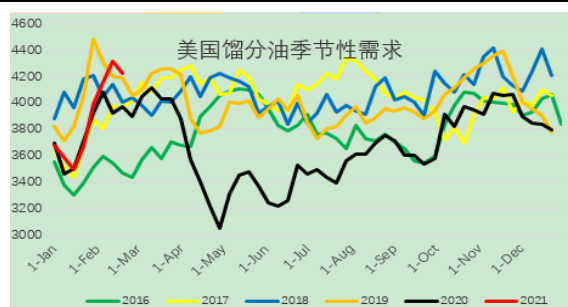


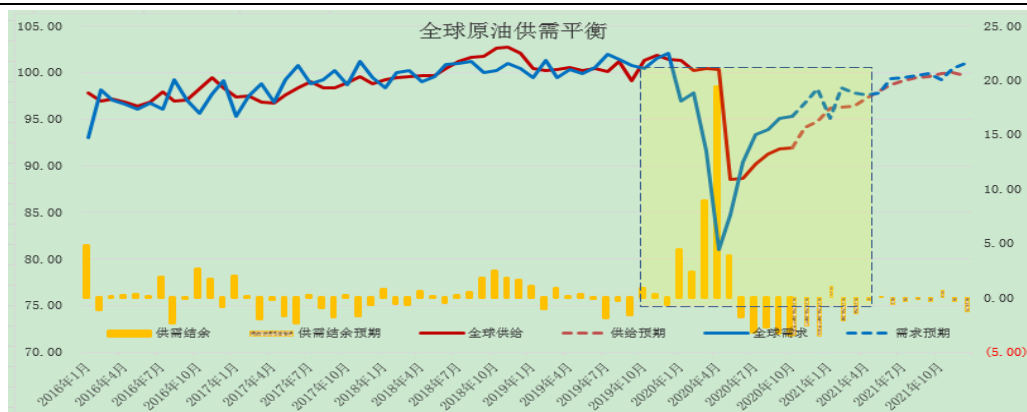
图 8：美国馏分油需求统计



数据来源：WIND、卓创、西部期货

四、供需平衡分析

图 33：供需平衡表



数据来源：EIA、西部期货

通过上文分析，目前原油需求端缓慢改善，供给端大幅减少，供需处于紧平衡状态，库存仍在去化。EIA最新报告数据显示，2021年市场供需状况进一步好转，预估原油供给增速在393万桶，而需求增速在589万桶，需求增速仍快于供给增速。

四、后期展望及策略探讨

（一）后期演绎路径推演

美国寒潮天气侵袭过后原油产量恢复缓慢，高盛大幅上调价格预测提振市场心态，疫苗接种速度加快，国际油价走势偏强。近期天气因素引发的产量减少恢复速度较慢，叠加前期沙特额外减产、国际疫情缓和、刺激法案有了进展等利好因素，原油创新高，但高位调整风险加大，尤其3月初欧佩克会议或有变数。预期3月份市场仍将处于紧平衡格局，疫情缓和下需求端逐步恢复，供给增幅有限，供需紧平衡延续。中期关注疫情防控节奏以及欧佩克减产变化，3月初欧佩克将再度讨论减产政策，或适度增加产量，后期高位注意调整风险，易涨难跌，或呈波浪式推进。

（二）价格表现

1、价差关系

图 34：美元指数与原油

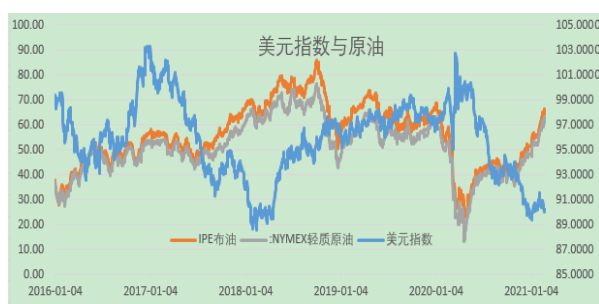


图 35：油价与恐慌指数



图 36：C0-C5 价差

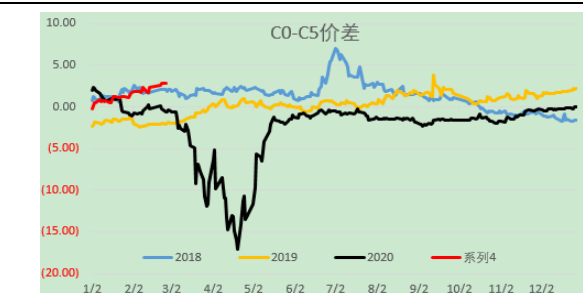


图 37：BL0-BL5 价差

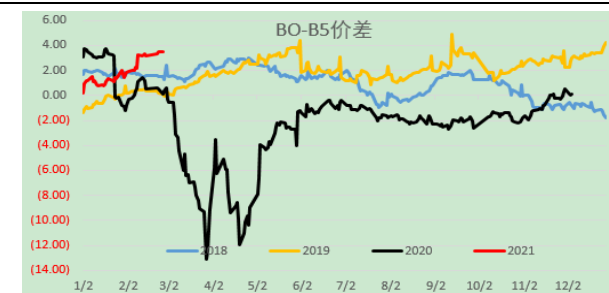
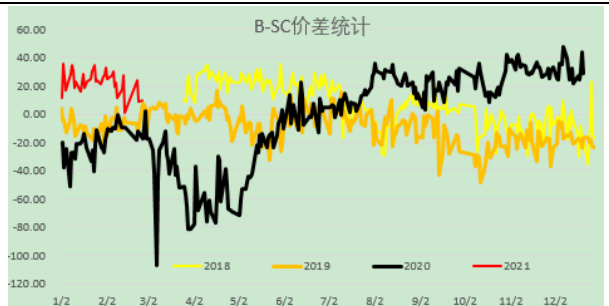


图 38：B-CL 价差



图 39：B-SC 价差



数据来源：WIND、西部期货

2、裂解价差

图 40: 汽油裂解价差

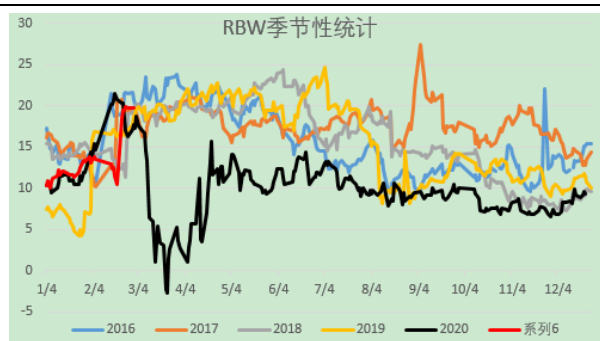


图 41: 柴油裂解价差 (ICE)

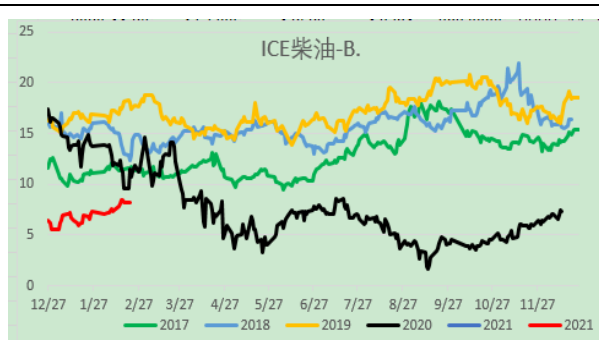


图 42: 柴油裂解价差 (NYMEX)

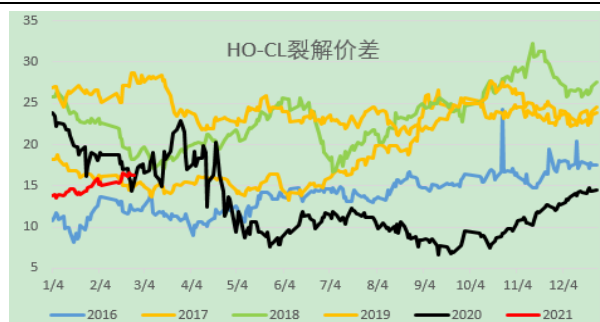


图 43: 汽油-柴油裂解价差



数据来源：WIND、西部期货

随着油价持续上行，远期结构近强远弱，处于back结构，且月差持续走强，进一步佐证短期强势格局，VIX指数持续走低，恐慌情绪大幅缓解，美元指数近期走弱，后期美国宽松政策支撑下仍将维持弱势，从定价层面对油价构成支撑。从期现结构看，各品种基差维持低水平，现货价格逐步企稳。价差方面，汽油裂解价差走强，柴油裂解小幅回升，消费有所回升，汽柴油价差进一步走强。从季节性规律看，随着经济恢复，汽油裂解价差有望进一步走强，汽柴油价差仍有走阔空间。整体看，back结构显示基本面供不应求，裂解价差走强反映强劲需求，后期市场易涨难跌。

操作层面，预期3月份原油价格震荡偏强，持续上涨后在预期与现实的反复证伪中价格或将反复，单边走势概率较小。套利对冲方面，近期远期结构修复，交割套利机会暂无。而汽油裂解价差、柴油裂解价差走阔建议关注。国内低硫燃油裂解价差走阔、低硫正套等持续关注。

重点关注因素：

- 1、全球疫情进展及疫苗注射跟进；
- 2、OPEC+会议决议；
- 3、货币政策进展。

聚烯烃受外盘带动 国内关注下游复工

——2021年3月聚烯烃

周美莉 投资咨询资格号：Z0001463

要点：整体来看，聚烯烃方面 3 月供应端正常，环比没有太大压力，需求端来看，3 月下游开工率会恢复到正常情况，所以供需两方来看，聚烯烃压力不大。但目前看有三个风险点，一是贸易商库存偏多，如果基差走强，货源可能会有一部分释放冲击市场；二是价格太高导致下游传导不顺畅；三是美国装置恢复正常。

第一部分 行情回顾

2021 年 2 月春节后聚烯烃大幅上涨，主要是因为美国极寒天气使得很多装置停车，导致外盘大幅上涨，从而拉动国内价格，其中一度我们看到 PP 出口利润较好，使得 PP 出口较正常情况偏多。美国约有 65% 的乙烯产能和 46% 的丙烯供应被中断，PE 装置停工产能占其总产能的 49.64% 左右，而 PP 产能损失 83%。

图 1：PP 现货走势

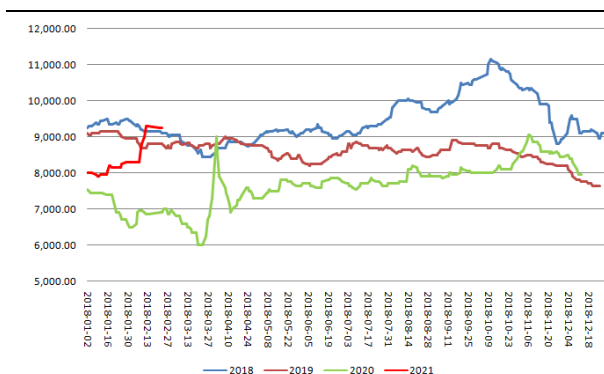
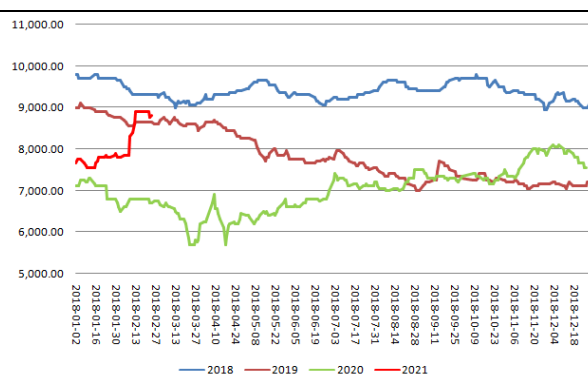


图 2：PE 现货走势



数据来源：Wind，西部期货

PP2 月平衡表看，我们预计 PP 总供应为 274 万吨，环比 1 月减少 41 万吨，其中 PP 产量为 219 万吨，环比减 20.45 万吨，主要是生产日减少。进口方面我们预计为 38 万吨，环比减少 12 万吨，主要是因为进口利润持续倒挂以及春节假期影响；需求方面，节后 PP 库存累积低于预期，一方面是出口增加，另外今年就地过年政策使得下游年前停工晚而年后开工早，所以需求较往年春节期间好。

图 3：PP 平衡表

	pp产量		粉料产量		进口		出口	供应		累计供应	累计供应同比
2019-12	209.98	14.9%	30.685	9.6%	55.3	31.4%	3.82	292.15	17.0%	3059.64	7.2%
2020-01	215.78	17.4%	26.56	-2.4%	38.69	-15.0%	3.83	277.20	9.5%	277.20	10.0%
2020-02	179.5	3.0%	24.43	-8.5%	39.73	25.7%	2.00	241.66	4.8%	518.86	7.3%
2020-03	204.82	6.5%	23.26	-18.4%	40.27	-6.6%	7.45	260.90	0.2%	779.76	4.8%
2020-04	200.33	8.5%	29.09	-1.4%	44.81	1.6%	4.55	269.68	5.5%	1049.44	5.0%
2020-05	211.89	21.5%	30.02	3.2%	63.39	57.3%	2.74	302.56	25.9%	1352.00	9.0%
2020-06	199.3	11.6%	28.95	5.3%	81.52	125.2%	3.21	306.56	28.7%	1658.56	12.2%
2020-07	206.55	8.6%	29.34	-3.0%	64.6	47.5%	3.44	297.05	16.0%	1955.61	12.8%
2020-08	222.09	24.0%	29.23	-3.5%	55.3	23.4%	3.00	303.62	21.1%	2259.23	13.8%
2020-09	222.64	25.6%	30.44	0.6%	59.65	35.3%	2.78	309.95	24.6%	2569.18	15.0%
2020-10	232.02	21.8%	30.45	10.7%	56.97	23.3%	2.63	316.81	21.5%	2885.99	15.7%
2020-11	224.84	12.7%	33.4	12.8%	57.64	21.6%	3.62	312.26	14.4%	3198.25	15.6%
2020-12	234.68	11.8%	29.57	-3.6%	52.93	-4.3%	3.25	313.93	7.5%	3512.18	14.8%
2021-01	239.45	11.0%	29.54	11.2%	50	29.2%	3.00	315.99	14.0%	315.99	14.0%
2021-02	219	22.0%	25	2.3%	38	-4.4%	8.00	274.00	13.4%	589.99	13.7%

数据来源：卓创资讯，西部期货

图 4：PP 产量

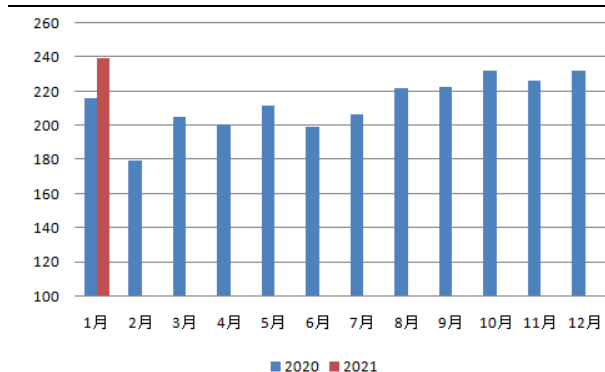
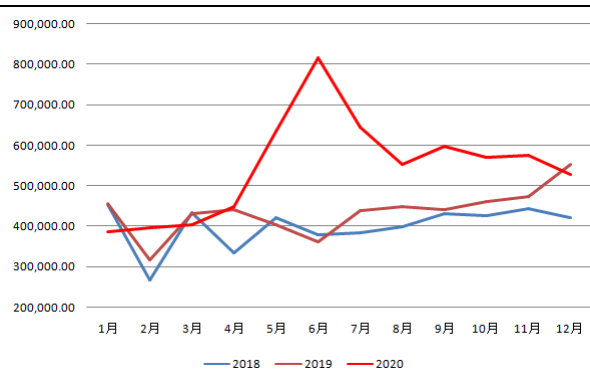


图 5：PP 进口



数据来源：卓创资讯，西部期货

图 6：PE 平衡表

	PE产量	同比	回料产量	同比	PE进口	同比	回料进口	PE出口	PE供应	同比	累计供应	累计同比
2020-01	165.54	11.8%	8.04	-66.1%	114.11	-18.2%	0.00	2.5	291.84	-6.2%	291.84	-6.2%
2020-02	152.92	12.7%	0.24	-96.8%	122.38	7.3%	0.00	1	271.4	5.5%	563.24	-0.9%
2020-03	175.16	17.6%	15.5	-34.0%	149.25	2.5%	0.00	3.22	339.91	6.9%	903.15	1.9%
2020-04	167.77	13.7%	16.47	-23.4%	136.39	-7.2%	0.00	2.24	320.63	1.5%	1,223.78	1.8%
2020-05	164.74	10.7%	14.1	-19.0%	164.65	16.0%	0.00	2.16	343.49	11.5%	1,567.27	3.8%
2020-06	152	3.7%	12.56	-19.5%	182.97	46.3%	0.00	1.83	347.53	21.0%	1,914.80	6.5%
2020-07	155.26	1.2%	12.69	-25.2%	166.64	19.7%	0.00	2.01	334.59	8.1%	2,249.39	6.7%
2020-08	172.76	19.5%	12.05	-12.6%	155.33	4.7%	0.00	2.22	340.14	10.9%	2,589.53	7.3%
2020-09	177.36	24.7%	13.61	4.5%	181.86	35.7%	0.00	1.91	372.83	28.9%	2,962.36	9.6%
2020-10	181.63	17.3%	17.45	7.5%	172.3	29.0%	0.00	1.59	371.38	21.9%	3,333.74	10.8%
2020-11	178.02	13.4%	18.63	-2.0%	162.53	11.6%	0.00	2.46	359.18	11.7%	3,692.92	10.9%
2020-12	188.92	13.7%	15.5	3.0%	144.95	-5.0%	0.00	2.08	349.37	4.6%	4,042.29	10.3%
2021-01	197.49	19.3%	9.96	23.9%	140	22.7%	0.00	2	347.45	19.1%	347.45	19.1%
2021-02	180	17.7%	7	2816.7%	130	6.2%	0.00	2	317	16.8%	664.45	18.0%

数据来源：卓创资讯，西部期货

PE2 月平衡表看，我们预计 PE 总供应为 317 万吨，环比 1 月减少 30 万吨，其中 PE 产量为 180 万吨，环比减 17 万吨，主要是生产日减少。进口方面我们预计为 130 万吨，环比减少，主要是因为进口利润持续倒挂以及春节假期影响；需求方面，节后 PE 库存累积低于预期，今年就地过年政策使得下游年前停工晚而年后开工早，所以需求较往年春节期间好。

图 7: PE 产量

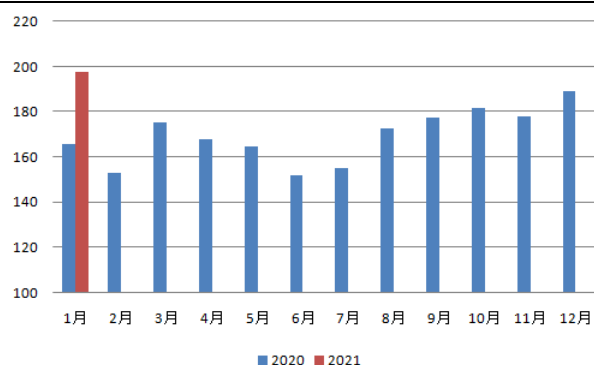
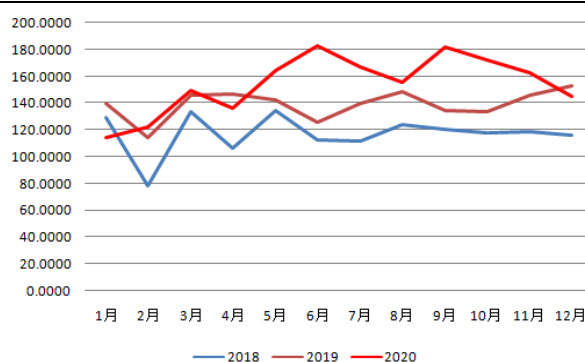


图 8: PE 进口



数据来源: 卓创资讯, 西部期货

图 9: 聚烯烃两油库存

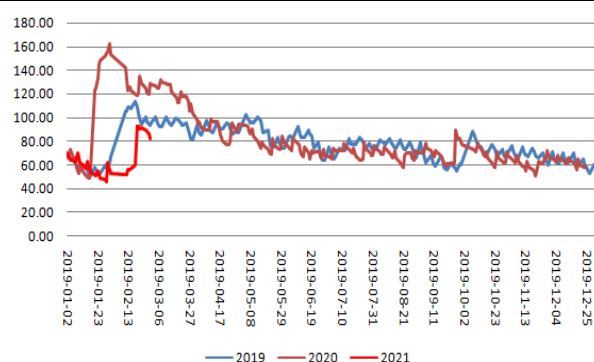
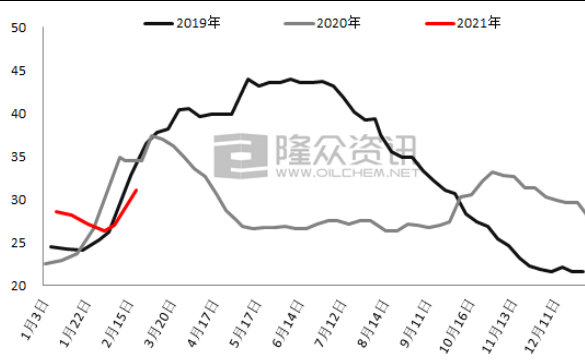


图 10: 聚烯烃港口库存



数据来源: 隆众资讯, Wind, 西部期货

第二部分 3 月展望

3 月 PP 新增投产方面, 海国龙油 20 万吨/年装置现满负荷运行, 35 万吨/年 PP 装置计已开启, 目前暂无合格品产出, 另东明石化 20 万吨也已出合格品, 另外关注福基 PDH 装置的投产, 三套装置 3 月会贡献一部分产量, 而检修损失预计环比变化不大, 然后根据天数国产量方面我们预估为 240 万吨; 根据进口利润倒挂的情况我们预估进口为 38 万吨。最终 2021 年 3 月 PP 总供应增速同比大概增 16.1%, 而日均供应环比 2 月略降, 从环比来看 3 月 PP 供应端的压力并不大。

图 11: 2021 年 PP 3 月平衡表

	pp产量		粉料产量		进口		出口	供应		累计供应	累计供应同比
2020-09	222.64	25.6%	30.44	0.6%	59.65	35.3%	2.78	309.95	24.6%	2569.18	15.0%
2020-10	232.02	21.8%	30.45	10.7%	56.97	23.3%	2.63	316.81	21.5%	2885.99	15.7%
2020-11	224.84	12.7%	33.4	12.8%	57.64	21.6%	3.62	312.26	14.4%	3198.25	15.6%
2020-12	234.68	11.8%	29.57	-3.6%	52.93	-4.3%	3.25	313.93	7.5%	3512.18	14.8%
2021-01	239.45	11.0%	29.54	11.2%	50	29.2%	3.00	315.99	14.0%	315.99	14.0%
2021-02	219	22.0%	25	2.3%	38	-4.4%	8.00	274.00	13.4%	589.99	13.7%
2021-03	240	17.2%	29	24.7%	38	-5.6%	4.00	303.00	16.1%	892.99	14.5%

数据来源: 卓创资讯, 西部期货

3 月 PE 新增投产方面，海国龙油 40 万吨/年装置计划开车，同时关注卫星石化、华泰盛富的开车情况，检修损失预计环比变化不大，然后根据天数国产量方面我们预估为 198 万吨；根据进口利润倒挂的情况我们预估进口为 135 万吨。最终 2021 年 3 月 PE 总供应增速同比大概增 2.5%，而日均供应环比 2 月略减，从环比来看 3 月 PE 供应端的压力并不大。

图 12：2021 年 PE 3 月平衡表

	PE 产量	同比	回料产量	同比	PE 进口	同比	回料进口	PE 出口	PE 供应	同比	累计供应	累计同比
2020-09	177.36	24.7%	13.61	4.5%	181.86	35.7%	0.00	1.91	372.83	28.9%	2,962.36	9.6%
2020-10	181.63	17.3%	17.45	7.5%	172.3	29.0%	0.00	1.59	371.38	21.9%	3,333.74	10.8%
2020-11	178.02	13.4%	18.63	-2.0%	162.53	11.6%	0.00	2.46	359.18	11.7%	3,692.92	10.9%
2020-12	188.92	13.7%	15.5	3.0%	144.95	-5.0%	0.00	2.08	349.37	4.6%	4,042.29	10.3%
2021-01	197.49	19.3%	9.96	23.9%	140	22.7%	0.00	2	347.45	19.1%	347.45	19.1%
2021-02	180	17.7%	7	2816.7%	130	6.2%	0.00	2	317	16.8%	664.45	18.0%
2021-03	198	13.0%	15.5	0.0%	135	-9.5%	0.00	2	348.5	2.5%	665.45	-26.3%

数据来源：卓创资讯，西部期货

整体来看，聚烯烃方面 3 月供应端正常，环比没有太大压力，需求端来看，3 月下旬开工率会恢复到正常情况，所以供需两方来看，聚烯烃压力不大。但目前看有三个风险点，一是贸易商库存偏多，如果基差走强，货源可能会有一部分释放冲击市场；二是价格太高导致下游传导不顺畅；三是美国装置恢复正常。

交易策略方面，可以关注 P-L09 扩大，主要是因为基差差异，PP09 基差相比 L09 基差更高。

2021 年 2 月期货市场大事记	
1 日	2 月 1 日，花生期货在郑商所挂牌交易。上市首日，花生期货市场成交活跃，共成交 54.01 万手，成交金额 279.43 亿元，持仓量 4.91 万手。由于上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±14%，花生期货主力 10 月份合约收盘价 10504 元/吨，涨幅 12.34%，距离涨停价格 10660 元/吨仅差 156 元/吨，几近涨停。郑商所农产品部高级专员姚祥认为，花生期货上市交易有利于形成中国花生的国际定价权。
1 日	为进一步完善场外会员规则体系，大商所修改了《大连商品交易所场外会员管理办法（试行）》、制定了黑色、化工、粮食、油脂油料、鸡蛋、生猪板块场外会员管理细则，现予以发布，自发布之日起实施。
4 日	大商所：自 2 月 9 日结算时起，铁矿石品种期货合约涨跌停板幅度调整为 11%，套期保值交易保证金水平调整为 11%，投机交易保证金水平维持 12%（I2105 维持 15%）不变；豆粕、豆油和玉米淀粉品种期货合约涨跌停板幅度调整为 8%，套期保值和投机交易保证金水平分别调整为 8%和 9%。
5 日	郑州商品交易所指定硅铁、锰硅交割厂库“中信寰球商贸（上海）有限公司”名称变更为“中证寰球商贸（上海）有限公司”。厂库简称由“中信寰球”变更为“中证寰球”，联系人和联系方式不变。
5 日	上期能源：自 2 月 9 日起第一个未出现单边市的交易日收盘结算时，国际铜期货合约的交易保证金比例调整为 10%，涨跌停板幅度调整为 8%；20 号胶期货合约的交易保证金比例调整为 12%，涨跌停板幅度调整为 10%；原油、低硫燃料油期货合约的交易保证金比例调整为 13%，涨跌停板幅度调整为 11%。
4 日	大商所：自 2 月 9 日结算时起，铁矿石品种期货合约涨跌停板幅度调整为 11%，套期保值交易保证金水平调整为 11%，投机交易保证金水平维持 12%（I2105 维持 15%）不变；豆粕、豆油和玉米淀粉品种期货合约涨跌停板幅度调整为 8%，套期保值和投机交易保证金水平分别调整为 8%和 9%。
9 日	央行发布《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》称，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险关系，保持好正常货币政策空间可持续性。要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动。判断短期利率走势要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。
18 日	美联储会议纪要：美国经济可能需要一段时间才能取得实质性进展；目前的货币政策将持续不变，直到经济复苏水平达到此前设定的相关指标；美联储官员们认为，恐怕“未来一段时间”都不会满足缩减资产购买（QE）力度的那些条件；与会者普遍认为随着时间推进，通胀将会上升；与会者指出，整体金融环境仍是高度宽松的；重要的是需要在调整资产购买前进行沟通。
22 日	1 世纪以来第 18 个指导“三农”工作的中央一号文件正式发布。这份文件题为《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，提出全面推进乡村振兴，加快推进农业现代化。力争 2021 年农业农村现代化规划启动实施，脱贫攻坚政策体系和工作机制同乡村振兴有效衔接、平稳过渡。文件要求，加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能；加大购置补贴力度，开展农机作业补贴；打好种业翻身仗，对育种基础性研究以及重点育种项目给予长期稳定支持；实施数字乡村建设发展工程，推动农村千兆光网、第五代移动通信（5G）、移动物联网与城市同步规划建设。
23 日	郑商所修订并发布《郑州商品交易所期货交易细则》，自发布之日起施行。
26 日	根据《郑州商品交易所期货结算细则》第二十七条规定，经研究决定，自 2021 年 3 月 1 日当晚夜盘交易时起，PTA 期货 2105 合约日内平今仓交易手续费标准调整为 3 元/手。

西部期货精英分析师团队介绍

	<p>周美莉 西安交通大学产业经济学硕士研究生，现任西部期货有限公司投资研究部总经理、中金所股指期货讲师、郑商所特邀商品期权讲师，中期协扶贫专项 TTT 培训讲师，中级经济师。负责能源化工板块研究，重点研究国际关系及原油趋势动态。曾任 CCTV 证券资讯频道“期货时间”、陕西电视台三套、陕西经济广播电台等媒体特约嘉宾。获大商所石化板块“优秀分析师”荣誉称号，并多次带领投研团队获大商所“最具潜力投研团队”、“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”、“期权单项奖”等荣誉称号。</p> <p>投资咨询号：Z0001463 电话：029-87406631 邮箱：zhoumeili@westfutu.com</p>
	<p>谢 栩 西部期货投资研究部首席研究员，中国金融期货交易所股指期货讲师，上海期货交易所期权讲师，国家中级经济师，同时担任公司内部讲师，培训经验丰富。对黑色金属现货产业链有充分了解。深入产业链，帮助企业客户制定投资套保方案，助力现货企业稳定生产经营。多次参与并协助投研团队获大商所“最具潜力投研团队”、“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”、“期权单项奖”等荣誉称号，在黑色金属研究及策略执行中做出重要贡献。</p> <p>投资咨询号：Z0002095 电话：029-87406631 邮箱：xiexu@westfutu.com</p>
	<p>齐祥会 西北大学金融学硕士研究生（优毕），FRM（金融风险管理师），CFA（特许金融分析师）Level III Candidate，现为西部期货有限公司投资研究部股指研究员，上期所衍生品（期权）讲师，第五届、第六届“中金所杯”二等奖，研究生期间曾先后 6 次获得省级及全国金融建模和模拟交易大赛奖项。宏观及金融基础扎实，演讲逻辑严谨，思路清晰，具有一定的 python 金融数据分析能力，曾在 CSSCI 等期刊发表过多篇文章，目前侧重于贝塔及阿尔法等相关策略研发。参与并协助投研团队获 2020 大商所“优秀期货投研团队”荣誉称号。</p> <p>投资咨询号：Z0015726 电话：029-87406631 邮箱：qixianghui@westfutu.com</p>



李鹏超 李鹏超西北大学金融硕士，FRM，现为西部期货有限公司投资研究部黑色团队煤焦研究员，郑商所“期权高级卓越人才”，第五届“中金所杯”二等奖、第六届“中金所杯”二等奖。对煤焦产业链认识深刻，善于从驱动和估值的角度把握双焦价格变动，侧重于对冲套利的研究。参与并协助投研团队获2020大商所“优秀期货投研团队”荣誉称号。

投资咨询号：Z0015758 电话：029-87406631 邮箱：lipengchao@westfutu.com



王昭璐 英国莱斯特大学精算专业硕士研究生，现为西部期货有限公司黑色系研究员，主要负责品种为动力煤，注重商品基本面研究，把握市场动向。获上交所、郑商所优秀期权学员，参与并协助投研团队获2020大商所“优秀期货投研团队”荣誉称号。

投资咨询号：Z0001465 电话：029-87406631 邮箱：wangzhaolu@westfutu.com

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本报告由西部期货有限公司提供，我公司具有投资咨询业务资格，本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

西部期货分支机构

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路555号中国钻石交易中心
B座5层、6层
咨询电话：021-60276066 传真：021-60276066-820

北京分公司

地址：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心B座2层202-1单元

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）商务外环路23号10层1008室

西安营业部

地址：西安市高新区科技路48号创业广场A201室
咨询电话：029-87998629、87998630 传真：029-87998630

西安东新街营业部

地址：西安市新城区东新街232号陕西信托大厦9层907室
咨询电话：029-87406640、87998915 传真：029-87406618

宁波营业部

地址：宁波市鄞州区首南街道日丽中路777号1801-1、1801-2室
咨询电话：0574-28915262

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦36层3604室

宝鸡营业部

地址：宝鸡市渭滨区经二路东段5号宝鸡日报社大楼2层
咨询电话：0917-3228585 传真：0917-3235908

风险提示

尊敬的投资者：由于期货市场的杠杆效应，您在获得较高盈利的同时也可能会出现较大亏损。因此，我们郑重提醒您理性看待市场，理解并始终牢记“买者自负、风险自担”的原则。



公司网站：www.westfutu.com
投资咨询电话：029 87406631
邮政编码：710004

公司地址：陕西省西安市
新城区东新街319号8幢
10000室9层、10层

