

中美贸易战暂时结束对商品配置的影响

华泰期货研究院

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

王英武

黑色及建材组总监

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

潘翔

能源化工总监兼首席原油研究员

☎0755-82767160

✉panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

李苏横

有色金属研究员

☎ 0755-23614607

✉ lisuheng@htfc.com

从业资格号: F3027812

投资咨询号: Z0014051

黄玉萍 蛋白粕研究员

☎ 021-60827975

✉ huangyuping@htfc.com

从业资格号: F0284365

陈峤

FICC 研究员

☎0755-82537411

✉chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

中美贸易战暂时结束对商品的宏观影响:

- 2019年6月29日,中美元首于大阪G20峰会举行会晤,双方同意,在平等和互相尊重基础上重启经贸磋商,美方不再对中国产品加征新的关税,两国经贸团队将就具体问题进行讨论。从宏观层面来说,中美贸易摩擦将会造成全球贸易量的下滑以及对中美两国出口服务的拖累。对于加税国来说,上调关税将给本国带来成本的转嫁和价格的压力。而对于被加税国来说,出口成本上调将造成出口环境恶化并造成外部需求的下滑,对依赖于外部需求的商品品种来说将面临需求短缺层面的冲击,价格端也将面临回落风险。由于2000亿美元老关税已经落地,对于商品需求层面的冲击已经形成,本轮贸易摩擦缓和更多的是市场对3000亿美元暂缓加征关税预期层面的修正。

中美贸易战暂时结束对商品品种的影响:

- 黑色:成材:**美国关税战对国内钢材消费影响较低,真正左右钢材走势的是国内宏观、产业政策及供需关系。国内供需两旺,容易产生成材与原料的共振上涨,通常表现为原料推涨成材。910成材合约为旺季合约,无论是价格还是利润,均有进一步上升的潜力。考虑最新的频繁限产,需要给出成材对应的利润,建议成材正套。**原料:**因美国几乎无进口,关税战对铁矿石、双焦、动力煤影响极低,可忽略不计。
- 有色:**基本金属整体需求对外依存度大约15%,而对美出口比例较小,因此影响不大,但有色金属的金融属性或放大需求端下滑忧虑并对价格产生利空效应。而美方不在此前所说的3000亿美元中国产品加征关税,将会解除需求下滑担忧,有色金属的金融属性或使得下周一市场大幅上涨,而现货由于贴水则大幅扩大。
- 能化:原油:**1)宏观情绪上市场风险偏好回升,风险资产短期将受到提振;2)中美之间的原油贸易可能有所恢复;3)受贸易战带来的不确定性,前期全球石油消费的疲软预计还将延续,出现逆转的概率不高。**燃料油:**1)成本端对燃料油单边价格形成支撑;2)改善航运业,支撑裂解价差。**沥青:**贸易战缓释将从汇率、原油成本端两条路径影响沥青价格。**橡胶:**有利于扭转橡胶下游轮胎出口需求的悲观预期,利好于橡胶中长期需求;**TA、EG:**整体产业信心或较二季度显著改善,整体聚酯下游库存较可能贡献较明显的需求增量。**聚烯烃:**贸易战缓释主要从宏观面利好于聚烯烃。**甲醇:**贸易战缓释对甲醇的利好主要通过聚烯烃间接传递;**PVC:**出口至美国占比61%,关注出口订单和337调查。
- 农产品:玉米:**大概率增加美玉米进口,改善远期供需,抑制中下游补库积极性。远月-近月价差有望收窄、基差影响有限。**粕类:**达成贸易协议甚至取消此前互相加征的关税,将利多CBOT、利空国内豆菜粕。**油脂:**达成贸易协议甚至取消此前互相加征的关税,利空国内植物油,其中对豆菜油影响较大,棕榈油影响较小。**鸡蛋/生猪:**国内供需为主,影响有限。**棉花:**中美贸易战缓和同时利好美棉及国内棉花棉纱。

*华泰期货研究院各组研究员均对本文有所贡献。

事件——中美贸易战暂时结束

• 中美贸易摩擦最新进展

第一、中美重启经贸磋商，3000亿美元新关税不再追加。

2019年6月29日，中美元首于大阪G20峰会举行会晤，双方同意，在平等和互相尊重基础上重启经贸磋商，美方不再对中国产品加征新的关税，两国经贸团队将就具体问题进行讨论。另据路透社消息，特朗普表示，向华为出售零件的美国公司，应被允许继续（出售）。

第二、美方启动征税清单产品排除程序，2000亿美元老关税有望部分缩减。

2019年6月30日，美国贸易代表办公室2000亿美元征税清单产品排除程序正式启动，申请截止日期为2019年9月30日。产品排除申请应由美国实体提出，产品排除决定效力溯及既往，如被排除，在2018年9月24日起已缴纳的加征关税部分将被退还。

• 中美贸易战回顾

图 1：中美贸易战回顾

单位：无

1. 2016.6.28——特朗普竞选期间：要根据美国贸易法第201条和第301条的规定对中国征收关税；
2. 2017.3.31——特朗普签署了两项行政命令，一项是加强对现有反补贴和反倾销惩罚措施的执行，另一项是要求审查美国的贸易逆差及其原因；
3. 2017.4.7——海湖庄园首次会晤，双方就为期100天的贸易谈判计划达成共识；
4. 2017.7.19——经过100天的贸易谈判之后，中美双方未能就减少美国对华赤字的新举措达成共识；
5. 2017.8.14——特朗普下令依据《美国贸易法》“301条款”对中国是否侵犯美国知识产权展开调查；
6. 2018.1.17——特朗普威胁要针对所谓中国“侵犯美国企业知识产权行为”征收“巨额罚款”；
7. 2018.1.22——特朗普批准对所有进口洗衣机和太阳能电池板征收关税，不限于中国商品；
8. 2018.3.8——特朗普正式签署命令，对美国进口的所有钢铁和铝分别征收25%和10%的关税；
9. 2018.4.2——作为对美国关税的回应，中国决定对128种美国产品征收25%的关税；
10. 2018.4.3——特朗普公布了向总价值约500亿美元的中国进口商品征收25%关税的计划；
11. 2018.4.4——中国就针对美方加征关税是否计划采取报复性关税作出回应；
12. 2018.6.15——美国决定自7月6日起对中国进口的340亿美元商品征收25%关税，同时对另外160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。作为反击，中国宣布对340亿美元的美国商品征收关税；
13. 2018.7.10——美国公布了对2000亿美元中国进口商品征收10%关税的计划；
14. 2018.8.1——特朗普命令美国贸易代表办公室将对2000亿美元中国进口商品的关税从原先提议的10%提高到25%；
15. 2018.8.7——美国公布计划征收25%关税的160亿美元中国商品清单。对此，中国对160亿美元的美国商品征收25%的报复性关税；
16. 2018.8.23——中美双方于8月7日公布的清单上出现的商品关税正式生效；
17. 2018.9.7——特朗普威胁要对至少2670亿美元中国商品征收关税；
18. 2018.9.24——美国正式对2000亿美元的中国进口商品征收10%的关税。美国政府表示这一比例将在2019年1月1日上调至25%。作为回应，中国决定对600亿美元美国商品征收关税；
19. 2018.12.1——中美双方一致同意停止相互加征新的关税，并“休战”90天（2000亿25%推迟到3月1日）；
20. 2019.2.24——特朗普再度推迟了上调中国商品关税的日期；
21. 2019.5.5——特朗普发布推文表示，他计划在5月10日将2000亿美元中国商品的税率提高到25%；
22. 2019.5.8——美国政府正式宣布，从5月10日起，将对2000亿美元中国进口商品征收的关税从10%提高到25%；
23. 2019.5.10——美国对2000亿美元中国输美商品加征的关税正式从10%上调至25%；
24. 2019.5.13——中国6月起对600亿美元部份美国货提高关税；美国贸易办公室就3000亿美元征求意见并听证会；
25. 2019.5.16——美国商务部将华为纳入黑名单，禁止美企与其进行业务来往；
26. 2019.6.18——习近平同特朗普通电话，双方将在G20峰会期间再次会晤；
27. 2019.6.29——同意重启两国经贸磋商。

数据来源：华泰期货研究院

中美贸易战暂时结束对商品板块的影响

• 三轮加征关税对商品的影响

第一、美国第一轮 340 亿美元征税范围较为集中。

2018 年 7 月 6 日生效的 340 亿美元清单中，涉及品类较多或影响较大的领域包括 84 类核反应堆/锅炉/机械器具及零件、85 类电机/电气/音像设备及其零附件以及 90 类光学/照相/医疗等设备及其零件，分别涉及具体品类 417 种、186 种和 129 种，主要为机械设备、电气设备、电子。

第二、美国第二轮 160 亿美元征税为第一轮的延伸。

2018 年 8 月 23 日生效的 160 亿美元清单中，涉及品类较多或影响较大的领域主要为 39 类塑料及制品领域，涉及具体品类 147 种，主要为化工和轻工制造。

第三、美国第三轮 2000 亿美元征税范围明显扩大。

2019 年 5 月 10 日生效的 2000 亿清单中，新增涉及品类较多或影响较大的领域包括 29 类有机化学品、48 类纸及纸板等、44 类木及木制品、82 类贱金属器具等、42 类皮革制品旅行箱包等、94 类家具寝具等。此外，85 类和 84 类继续作为重点制裁对象，主要为机械设备、电气设备。

根据已执行的三轮征税清单及历年对美出口金额细分行业占比来看，机械、电气行业份额占比近半，虽然目前份额暂时稳定，但伴随 5 月份 2000 亿美元征税生效，后期或受到一定程度影响。

表 1：对美出口细分行业占比

单位：%

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	19(1-5)
机电、音像设备及其零件、附件	43.9%	44.5%	46.0%	46.5%	46.3%
杂项制品	11.5%	11.9%	12.0%	11.8%	11.4%
纺织原料及纺织制品	10.9%	10.9%	9.8%	9.6%	9.7%
贱金属及其制品	5.7%	5.2%	5.3%	5.2%	5.5%
塑料及其制品;橡胶及其制品	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%	4.8%
车辆、航空器、船舶及运输设备	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	4.7%
鞋帽伞;羽毛制品;人造花;人发制品	4.5%	4.1%	3.7%	3.5%	4.0%
化学工业及其相关工业的产品	3.1%	3.1%	3.2%	3.5%	3.8%
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	2.7%	2.8%	2.5%	2.4%	2.7%
矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.7%

革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%
木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
木及制品;木炭;软木;编结品	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

- **关税对商品的宏观影响**

从宏观层面来说,中美贸易摩擦将会造成全球贸易量的下滑以及对中美两国出口服务的拖累。对于加税国来说,上调关税将给本国带来成本的转嫁和价格的压力。而对于被加税国来说,出口成本上调将造成出口环境恶化并造成外部需求的下滑,对依赖于外部需求的商品品种来说将面临需求短缺层面的冲击,价格端也将面临回落风险。由于2000亿美元老关税已经落地,对于商品需求层面的冲击已经形成,本轮贸易摩擦缓和更多的是市场对3000亿美元暂缓加征关税预期层面的修正。

图 2: 美国关税成本

单位: 十亿美元

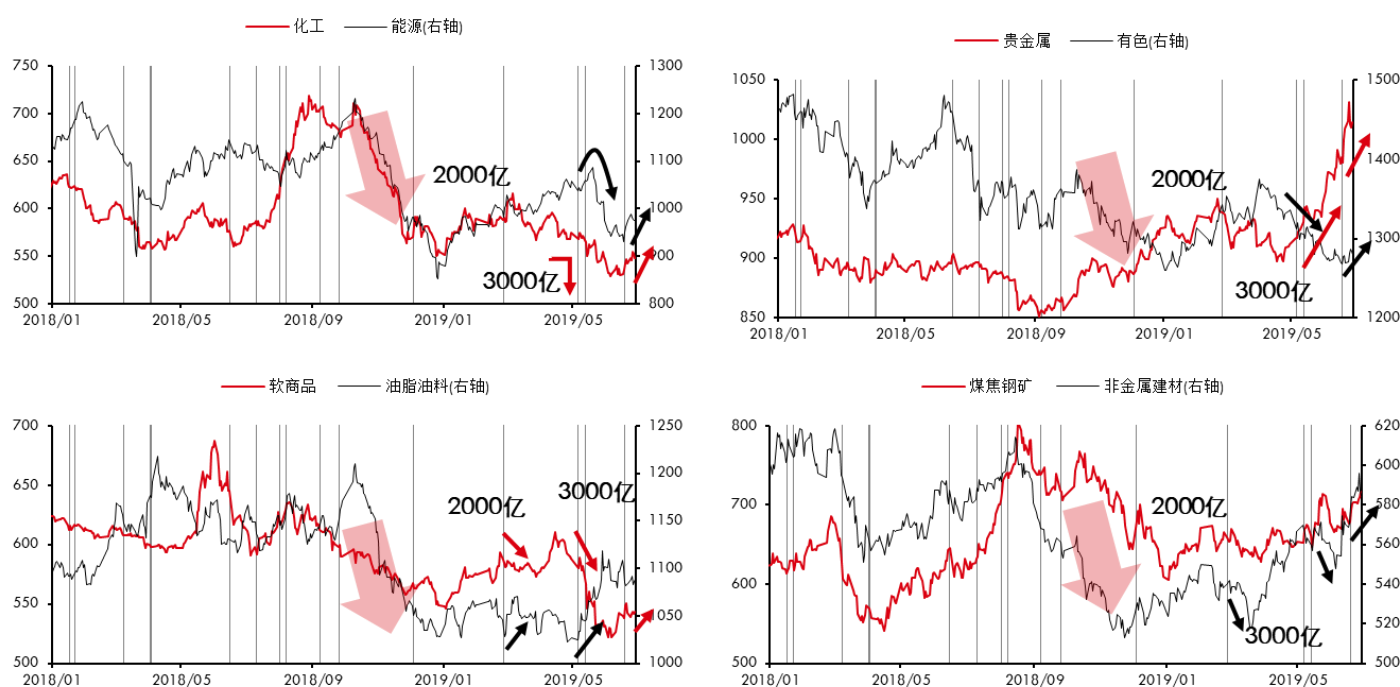
The U.S. Tariffs' Costs			
2018 Tariffs	Tax payments	Deadweight loss	Total cost to consumers
Monthly cost	\$3.0 billion	\$1.4 billion	\$4.4 billion
Annual cost	\$36.0 billion	\$16.8 billion	\$52.8 billion
Per household annual cost	\$282	\$132	\$414
Additional 15% Tariff on \$200 Billion			
Monthly cost	\$2.245 billion	\$6.594 billion	\$8.84 billion
Annual cost	\$26.942 billion	\$79.132 billion	\$106.074 billion
Per household annual cost	\$211	\$620	\$831

数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

从价格层面来说,从5月6日中美关系继续恶化开始,工业品类商品大多出现了一轮回调,而部分农产品则受益于关税价格上调出现了上涨。商品价格的短期变动一方面是对2000亿美元关税上调需求冲击层面的定价(农产品则是对成本转嫁的定价),另一方面则也包含了部分3000亿美元加征关税的预期。G20会议中中美重启贸易磋商,3000亿美元关税将不再追加,预计商品品种将会对此前的悲观预期做出修正,工业品反弹,豆类等农产品则面临回落风险。

图 3: 中美贸易事件下商品的影响

单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

中美贸易战暂时结束对商品品种的影响

• 黑色

关税战对钢铁需求影响专项评估

按钢铁直接需求测算,出口美国的钢材及制品占国内钢材总产量的比例很低,且该占比趋势仍在下降,即使美国禁运中国钢铁,对国内钢铁产业的影响可以忽略不计。

按钢铁间接需求测算,2018年,出口美国的机械及电气设备金额占机械工业总营业收入的比例为7.1%,且该占比趋势仍在下降。假设美国禁运中国机械及电气设备,7.1%的份额全部损失,由于国内机械产业对钢铁消费的拉动仅为19.2%,对国内钢铁消费影响幅度低于

1.4%；按今年份额较去年降低2%合理估算，对国内钢铁消费影响幅度低于0.4%。

即使剩余3000亿美元全部征税，因其主要是电子及生活消费品，对钢铁需求的影响更加微小，可忽略。综上所述，美国关税战对国内钢材消费影响较低。

表2 钢铁直接需求影响测算表

单位：万吨

	出口美国钢材及制品	钢材出口总量	钢材总产量	出口美国钢材及制品占总产量比例
2018年	625.0	6933.6	110552.0	0.57%
2019年1-5月	218.9	2909.6	48036.0	0.46%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

表3 钢铁间接需求影响测算表

单位：万元

	机械工业总营业收入	机械及电气设备出口美国总额	出口美国占机械工业营收比例
2018年	213781	15249	7.1%
2019年1-5月	85695	5086	5.9%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

对黑色板块的影响及交易建议

成材：美国关税战对国内钢材消费影响较低，真正左右钢材走势的是国内宏观、产业政策及供需关系。国内供需两旺，容易产生成材与原料的共振上涨，通常表现为原料推涨成材。910成材合约为旺季合约，无论是价格还是利润，均有进一步上升的潜力。考虑最新的频繁限产，需要给出成材对应的利润（多利润套利），建议成材正套。

原料：因美国几乎无进口，关税战对铁矿石、双焦、动力煤影响极低，可忽略不计。铁矿石方面，国内产业链最核心的问题是铁元素不足。所以，紧缺的商品，慎言顶。唐山限产仅仅是降低了铁元素转化效率，而成材价格和利润的改善，为铁矿提供了更大空间。

- **有色：金融属性或放大了有色金属反弹幅度**

按照总需求量比例，基本金属整体需求对外依存度大约15%，而对美出口比例较小，因此影响不大，但有色金属的金融属性或放大需求端下滑忧虑并对价格产生利空效应。而美方不对此前所说的3000亿美元中国产品加征关税，将会解除需求下滑担忧，有色金属的金融属性或使得下周一市场大幅上涨，而现货由于贴水则大幅扩大。与此同时，价格暴涨会导致下游订单减少，这种情绪带来的暴涨持续性存在疑问。

表 4 中国基本金属消费和出口量

	铜	铝	铅	锌	镍	基本金属
中国需求量	996	3179	350	650	105	5298.9
总出口量	194	400	35	147	17	798.5
出口占比	19.50%	12.58%	10%	22.62%	16%	15%

数据来源：海关总署 华泰期货研究院

表 5 中国基本金属对美出口占总出口量百分比

	铜	铝	铅	锌	镍
需求	0.59%	5.26%	2.20%	4.20%	0.10%

数据来源：海关总署 华泰期货研究院

- (1) 对于铜而言，美国对中国进口商品加征对铜原料端影响并不明显，因为中国并未向美国直接出口铜原料，更多是涉及铜终端产品。但由于出口美国的铜终端产品占消费比重的 2% 左右，因此对于国内铜终端产品出口消费有一定影响，本次关税暂停征收，对于铜出口消费构成小幅利多。铜微观供需层面的预期展望是好转的，因此贸易战氛围缓和，可能会缩短铜价筑底过程。
- (2) 对于铝而言，中美贸易战对铝出口的利空影响在上一轮博弈当中预计已经释放，对中国铝材向全球市场出口的影响不大。从产业角度看，6 月下旬开始随着氧化铝价格大幅回落，及下半年资金压力有所缓解后，我们预计下半年电解铝市场供应上升趋势不变，且供应增速将快于上半年，因此预计关税加征的取消对铝价提振较为有限。
- (3) 对于锌而言，锌供应端并不受此次美对华关税升级影响，但锌初级消费端及终端出口受影响在所难免，但直接出口美国产品相对较为分散且有限，实际影响较小。本轮关税减免或导致锌现货的贴水不断扩大，对国内逼空贸易商形成较大压力。预计由 6 月份开始锌锭产量将出现明显上升，三季度锌产量预计维持增长趋势，虽然 7 月份检修企业仍较多，但此前减产炼厂产能利用率逐渐饱和，预计 7 月全国产量可上升到 50 万吨以上，而现货库存上预计可能达到 20 万吨左右，三季度锌市场压力较大。因此情绪推动的大幅上涨或给锌提供了较好的做空机会。

- (4) 关于铅锭而言，国内铅锭基本是商品属性，因此美国对中国关税加征取消的利好对其提振不大。基本面角度看，再生铅与原生铅价差仍然维持较大，并且此前相对坚挺的废旧电瓶价格也出现松动，这些情况也再度印证了下游需求的疲弱，故建议逢高做空为主。
- (5) 对于镍而言，中国镍矿、电解镍、镍生铁基本无出口，不锈钢方面，四分之三左右的出口产品为不锈钢板卷，2018年出口至美国的量也只占总量的不到1%，因此美国关税上调对不锈钢出口的直接影响不大。海外可供进口镍板货源不多（LME镍板+保税区镍板库存不超过4万吨），市场担忧交割品不足，近期价格表现偏强。中线产能来看，虽然预期供应偏慢，但最终不会缺席，中线大格局依然偏空，不过最大压力在四季度后，当前暂未到最悲观时期。

- 能化

原油：关注中美原油贸易恢复进展

中美贸易战暂缓对原油的影响，我们认为有以下几个方面：1、宏观情绪上市场风险偏好回升，风险资产短期将受到提振；2、中美之间的原油贸易可能有所恢复；3、受贸易战带来的不确定性，前期全球石油消费的疲软预计还将延续，出现逆转的概率不高。具体来看，宏观情绪来看，G20召开的前两周已经有所缓和，因为之前中美领导人之间互通电话就已经向市场发出了积极信号，因此G20中美休战属于在市场预期范围之内，因此前期风险资产的反弹已经部分Price in了这一预期，目前预期兑现后预计短期油价会受到一定提振，但大幅上涨的空间不大，因为中美贸易谈判的不确定性依然较大。其次是中美原油贸易的恢复，G20期间中方表态要加大美国商品的进口力度，其中可能包括农产品与能源，因此中美原油贸易存在恢复的可能性，尤其是在伊朗与委内瑞拉受到制裁的背景下，中国从美国进口原油的需求就更加迫切，从这一角度来看，有利于美国原油出口增加，对WTI原油更加有力，考虑到近期美国进入库存下降拐点以及产区外输管道的开通，有助于WTI-Brent价差收窄。最后是石油消费，今年上半年石油消费增长疲弱，尤其是一季度增长幅度近30万桶/日，OECD国家石油消费萎缩，根据IEA数据，欧美的LPG、汽油、石脑油以及燃料油消费均受到经济增长放缓的拖累，负增长较为明显，中国的汽油消费也受到乘用车销量大幅下滑的拖累，全球石油消费进入到了弱增长的环境当中，目前来看主要是经济内生增长不足带来的，而非天气等外生性因素，因此短期不太可能由于贸易战暂缓而出现逆转。

图 4: 原油价格与标普指数 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 美国对中国原油出口量 单位: 千桶/天



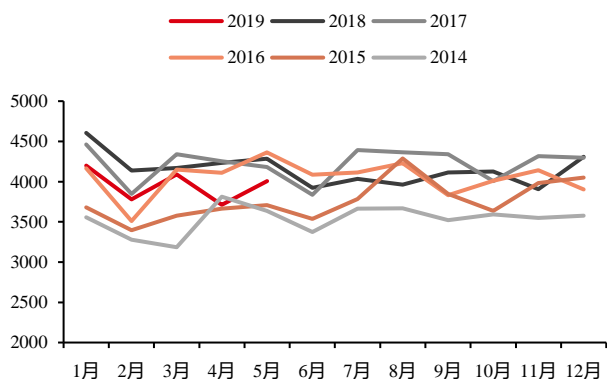
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

燃料油: 贸易战缓释有利于全球船燃需求的进一步恢复

首先, 中美贸易谈判的良好进展将利多原油等风险资产价格, 从成本端对燃料油单边价格形成支撑。而从贸易战暂缓对燃料油基本面的直接影响来看, 其利好将集中反映在航运业的需求上。今年以来, 由于中美贸易谈判进展的反复, 各国间的货物海运需求受到抑制, 再加上年初的巴西矿难, “天灾人祸” 导致航运业整体 (尤其是干散货版块) 表现低迷, BDI 指数曾在一季度徘徊于历史低位。航运业状态不佳, 船燃终端消费自然也受到严重拖累。根据 MPA (新加坡港务管理局) 数据, 全球最大船加油港新加坡的船燃销量在今年 1-5 月均出现同比下滑, 4 月份降幅甚至达到 12.3%。近一两个月在 BDI 指数回升的背景下, 船燃需求小幅恢复, 而此时中美贸易摩擦的缓释无疑将为航运业带来更大的希望。首先, 双方的停战将首先促进中美之间贸易量的回升, 另外考虑到前两大经济体对全球经济的影响, 以及两国在相关产业链上牵扯到的范围之广, 整体货运需求都将受到这一消息的提振。其中, BDI 指数 (干散货版块) 有望继续回升, 而中美间石油贸易量的增加也将利好于油运版块 (船用燃油消费的另一个大户)。

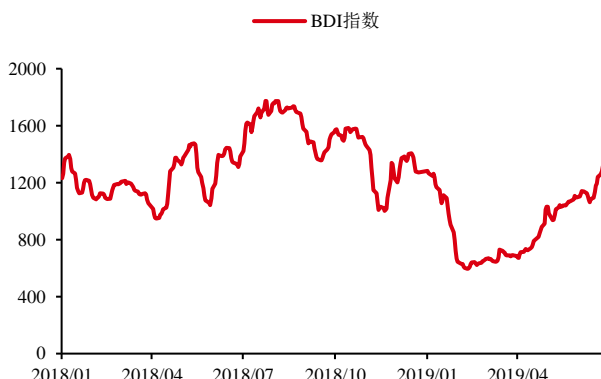
总的来说, 整体船燃需求有望在贸易前景向好的背景下进一步恢复, 燃料油裂解价差因此受到支撑。

图 6: 新加坡船燃销量 单位: 千吨



数据来源: MPA Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: BDI 指数 单位: 无

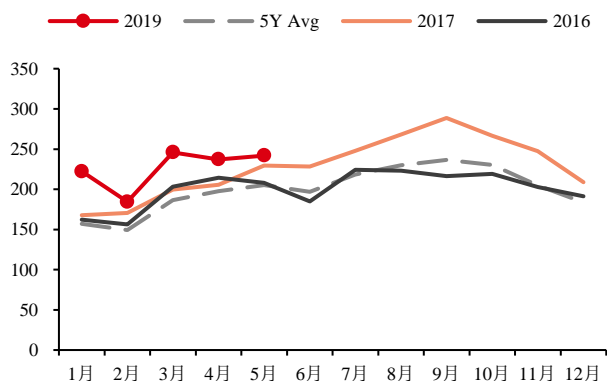


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

沥青: 贸易战缓释将从汇率、原油成本端两条路径影响沥青价格

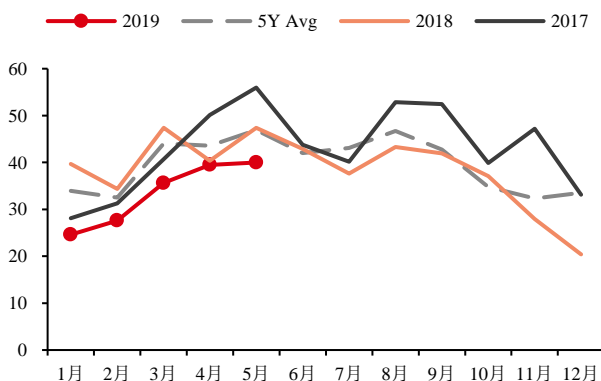
从进出口量上看, 2015 年至今中国从美国进口的沥青数量微乎其微, 基本可以忽略, 同时出口到美国的沥青数量也较有限, 仅 2018 年出口到美国 6.84 万吨。唯一的影响路径是, 中美贸易战缓和之后, 对国内人民币汇率的影响, 由此可能带来国内人民币汇率的升值, 或对国内沥青进口产生一定影响, 进口商的进口成本减少, 有利于提振进口商的进口积极性, 增加国内进口供应的预期, 但对沥青价格的传导, 最终还需看国外供应情况, 2019 年韩国沥青产量及出口大减年份, 因人民币汇率走强带来后期国内进口需求提升, 将会推升韩国进口沥青价格, 进抵消汇率优势带来的进口成本降低, 对于沥青价格总体影响甚微; 另外的影响路径则是原油价格波动导致的沥青成本端的变化。

图 8: 沥青产量 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 沥青进口量 单位: 百万吨

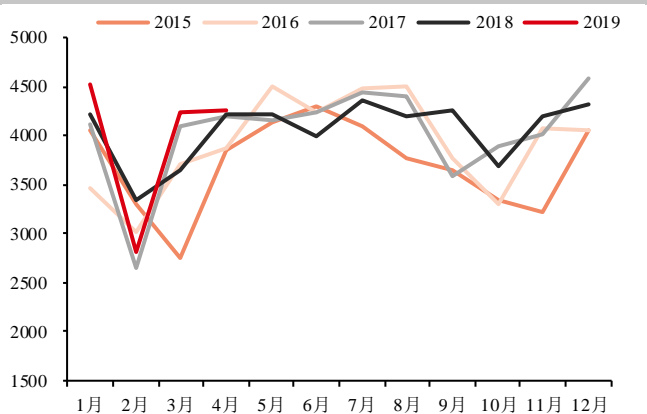


数据来源: Wind 华泰期货研究院

橡胶: 贸易战缓释或利好于橡胶中长期需求

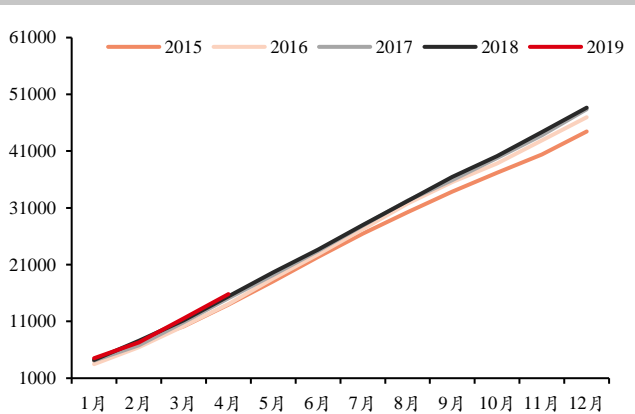
中美贸易战将主要影响国内橡胶下游对美轮胎出口的需求量，随着两国谈判的阶段性好转，将有利于扭转橡胶下游轮胎出口需求的悲观预期。但当前橡胶的矛盾主要集中在供应端，且目前的轮胎出口数据尚未表现出贸易战的影响，该消息对于橡胶短期供需影响有限，或有利于橡胶中长期需求的改善。另外，国内橡胶进口主要来自东南亚国家，人民币汇率因中美贸易战缓和事件导致的升值对橡胶进口成本的影响不大，对下游轮胎出口存在实质影响。因此，中美贸易战的缓和，对于当前的橡胶价格影响较小，情绪带动或大于实质影响。中长期来看，如果中美两国达成协议则对后期橡胶价格产生实质性提振。

图 10: 轮胎出口 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 轮胎出口年度累计 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

TA、EG 产业: 中美贸易战缓释利好聚酯下游需求

G20 峰会传递中美贸易战缓解信息，对 TA 与 EG 产业链影响积极，不过受制于目前两者供需所处周期差异很大，使得积极影响力度或差异显著。

首先，对聚酯下游影响较为积极。整体聚酯下游库存较可能贡献较明显的需求增量，二季度受中美贸易影响、市场预期及信心较为低迷、聚酯及下游产业各环节库存整体去化，随着 G20 峰会的结果来看，阶段性受此负面预期的冲击将阶段性显著改善，虽然后期谈判路径仍难一帆风顺，但演变路径阶段性或将表现得相对可控、路径演变潜在负面影响的边界未来几个月也变得相对明晰，整体产业信心或较二季度显著改善。另外，前期美方宣传的新增关税问题阶段性亦变得明确，将至少保障来自外围刚性需求的释放，这一点也将成为产业增加库存储备释放采购的激励因素，刚需及提升库存储备行为两者叠加影响阶段性或令需求端表现较强。节奏上聚酯及下游各环节总体库存对需求的增量贡献目前来看更可能集中体现在三季度附近，四季度库存增量贡献或相应减弱、整体需求则可能回归刚性实质性需求，整体经济总需求平淡的表现或在四季度体现的相对明显。

TA 方面，除了需求的积极影响外，对 TA 供应群体预期较可能产生明显的边际改善作用。在整体供需偏紧格局下，宏观氛围的边际改善和稳定利于提振产业信心，对近阶段价格及利润表现有着较为正面影响。

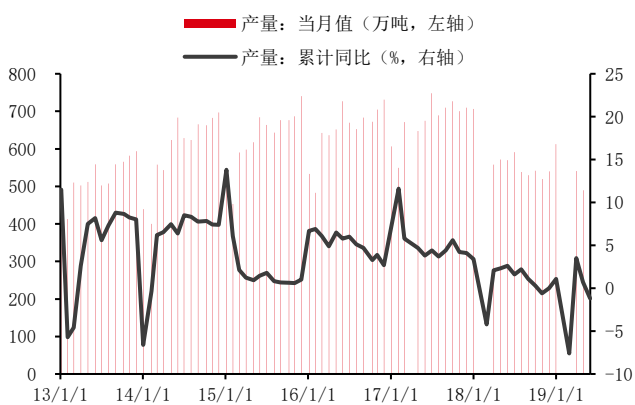
EG 方面，主要积极作用体现在需求端，供应面预期信心的提升积极意义有限，主要受制于供需过剩周期制约，未来 EG 价格及利润的改善修复依然高度依赖供应端的显著减产。

聚烯烃：贸易战缓释主要从宏观面利好于聚烯烃

北京时间 2019 年 5 月 13 日晚，美国 USTR 提出，对中国出口至美国此前关税清单中未涉及的 3250 亿美金商品额外征收 25% 的惩罚性关税，而中国出口的塑料制品中四分之一到三分之一会出口至美国，故业者对该事件对内盘聚烯烃价格走势影响表示关注。

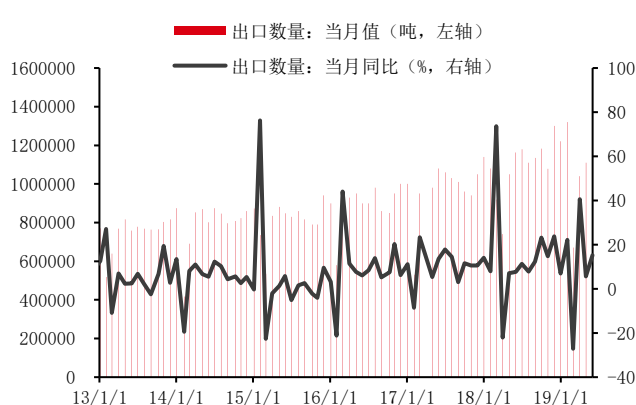
从公布清单中的 HTS39 系列来看，本次涉及的塑料制品主要为门窗框、洗浴用品、百叶窗等，这类塑料制品多为以聚烯烃为原料之一的专用料来制作，加上其本次涉及的 39 系塑料制品体量本身不大，从供需角度，这次 3250 亿美金延期的事件影响存在但有限。不过从宏观角度来说，重启贸易战谈判，暂缓新的加征关税，对国内外投资者的宏观情绪有所提振，而聚烯烃，尤其是 PP 和宏观关联度较大，况且这种宏观情绪或会延伸至原油等大宗商品，进而传导至聚烯烃，故总的来说本次事件可以理解为利好，两种传导模式中，供需路线的影响小，作用偏中长期；宏观路线的影响较大，且体现较为迅速短暂。

图 12：塑料制品产量 单位：万吨/%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：塑料制品出口 单位：吨/%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

甲醇：贸易战缓释对甲醇的利好主要通过聚烯烃间接传递

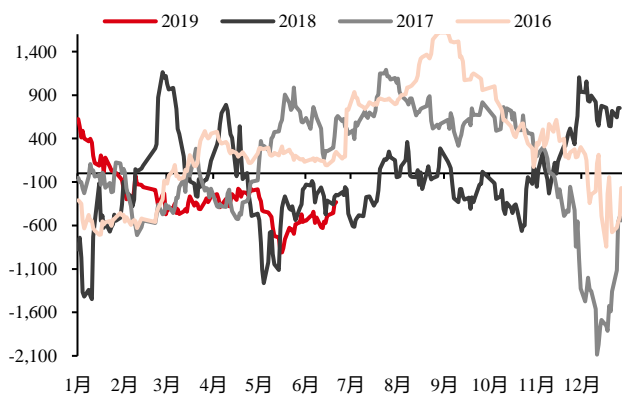
6 月 29 日大阪 G20 峰会上，中美领导人达成如下共识：重启经贸磋商谈判，不再对中国出口产品加征新的关税。不再对新一批 3250 亿美元加征关税，与此前市场预期的“暂缓对新

一批 3250 亿美元加征关税”相比存在超预期的短期利多，定义为超跌后的反弹修复，而整个商品市场已出现一波明显的反弹上升，因此基本已属于 price in。而中长期考虑仍是偏中性，因为对旧一批 2000 亿美元加征关税的政策并无减免或减量，密切关注重启经贸磋商谈判后能否对旧一批 2000 亿美元关税进行减免从而才能实打实地带来中长期利多。

贸易战缓和对整个化工板块来看，主要利多终端出口美国占比大的品种，即利多聚烯烃和 PTA：服装纺织出口占服装消费的 58%（其中出口美国服装纺织占总消费的 10%），塑料制品出口占塑料消费的 20%（其中出口美国塑料制品占总消费的 8%）。贸易战缓和对其他化工品的影响较为中性。

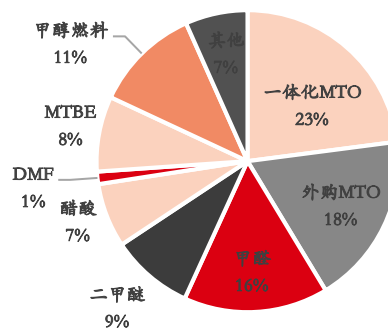
对甲醇而言，利好效应主要是通过对聚烯烃间接传递，不再加征新一批 3250 亿美元关税的背景下，市场亦有可能担忧经贸谈判后续失败后再度加征，因此可能存在塑料制品的新一轮赶出口美国订单，从而利多聚烯烃。而甲醇下游消费当中 40% 是甲醇制烯烃，因此从而间接推升甲醇制烯烃的利润，而目前甲醇制烯烃的生产利润处于历史偏低位，MTO 利润改善后或可能减轻由于 MTO 利润亏损导致的 MTO 降负担忧，从而利多甲醇。

图 14：兴兴外购 MTO 综合毛利 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 15：2018 年甲醇下游需求分布



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

PVC：影响中性偏多

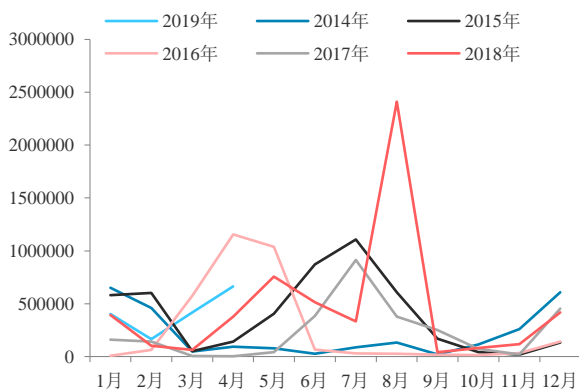
影响中性（略稍偏多），2018 年 PVC 铺地制品出口 354 万吨；其中出口至美国 215.7 万吨，占比 61%，按 40%PVC 含量算=215.7*40%=86.3 万吨，占 18 年表需的 4.4%，也实属不低（虽然不及服装纺织和塑料制品的出口美国占总需求 8%），18 年底确实出现过一轮对美国的地板胶赶出口高峰，而 19 年出口美国比例明显放缓，关注后续随着贸易战的缓和，出口美国订单占比能否重新上升。另外，19 年 3 月 25 日，美国 ITC 受理对华石木塑地板 337 调查，1 年内调查期，随着贸易战的缓和后续亦关注此 337 调查会否不成功（当然概率较低，

只是一个猜想)。

• 农产品

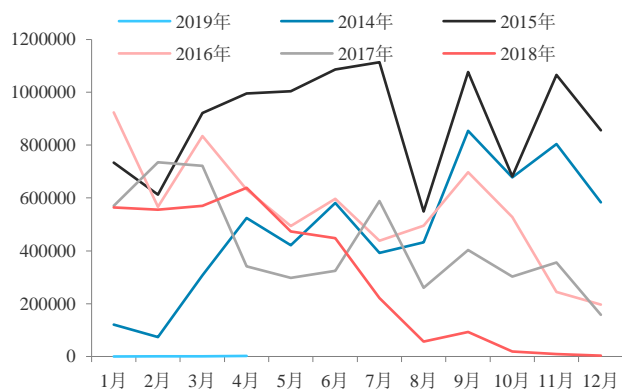
玉米：如果双方谈判进展顺利，中国大概率增加美玉米进口，这有望增加国内市场总体供应，改善远期供需格局，抑制中下游补库积极性。对于期现货价格而言，相对确定的是，远月-近月价差有望收窄。而对于近月和现货而言，我们倾向于影响相对受限，因今年美国中西部地区降雨过多，使得美玉米种植进度大幅落后于往年同期，USDA6月供需报告已经大幅下调美玉米产量和期末库存预估，带动美玉米期价大幅上涨，截至6月28日，美玉米近月进口成本为1850元左右，较两月之前已经上涨超过250元/吨。在这种情况下，即使中美贸易谈判达成协议，增加美玉米进口亦可能抬高美玉米期价，对应美玉米进口到港进口成本亦有望大幅上涨，接近甚至超过南方港口现货价格。

图 16. 玉米月度进口量 单位：吨



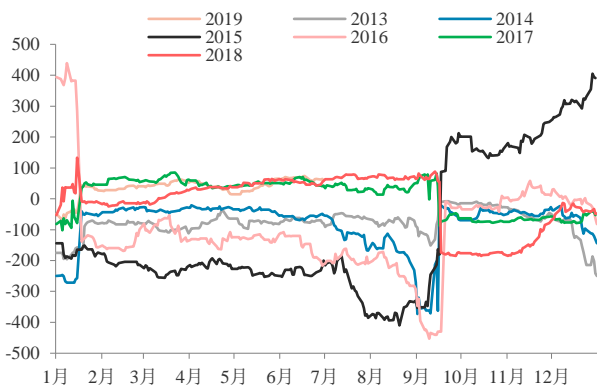
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 17. 高粱月度进口量 单位：吨



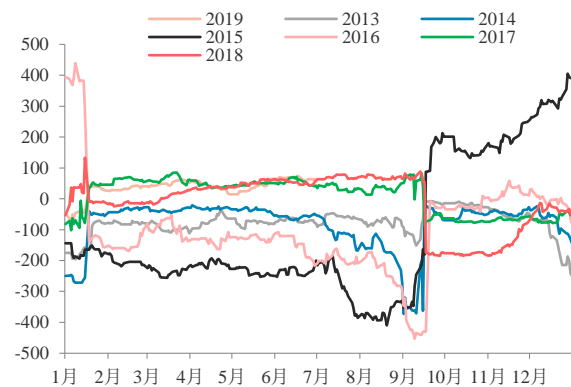
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 18. 玉米 1-9 价差 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 19. 玉米 5-1 价差 单位：元/吨



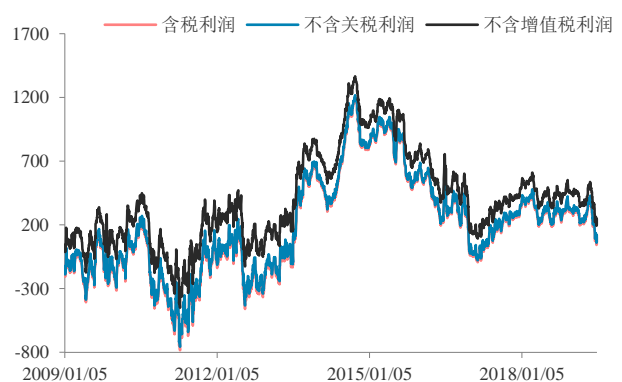
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 20. 美玉米近月进口成本 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 21. 美玉米近月进口利润 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

豆粕菜粕：如果中美两国继续经贸谈判，达成贸易协议甚至取消此前互相加征的关税，将利多 CBOT、利空国内豆粕。

2018 年两国贸易紧张并互相加征关税以来，中国从美国进口大豆大幅减少，截至 6 月 20 日美国 18/19 年累计出口大豆 4765.8 万吨，较去年同期落后 16.11%；对中国出口大豆累计订单 1371.6 万吨，较去年同期落后 51.9%。贸易战停战、中国增加采购美豆将改善美国平衡表中的出口项，期末库存和库存消费比也将相应明显下降。对中国而言，因 11 月以前中国主要从巴西进口大豆，中美贸易战缓和将导致 CBOT 上涨、南美大豆 CNF 升贴水下降、人民币可能升值，三者综合作用下国内近期进口大豆成本可能变化不大。但每年四季

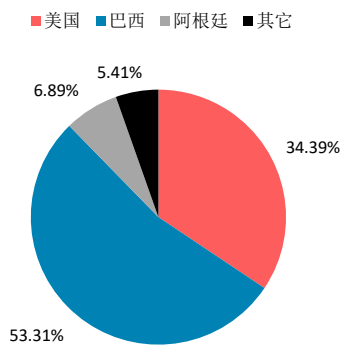
度美国是大豆出口主力，中美贸易战停战将保证国内原料供给，降低进口成本，从市场情绪角度也利空连豆粕价格。

如果把中加关系理解成为是中美关系的延伸，如果中加关系缓和，中国重启从加拿大进口菜籽及菜粕，那么国内菜粕价格也将大幅下跌，豆菜粕价差将从历史低位向均值回归。

豆油棕油菜油：如果中美两国继续经贸谈判，达成贸易协议甚至取消此前互相加征的关税，将利空国内植物油，其中对豆菜油影响较大，棕榈油影响较小。

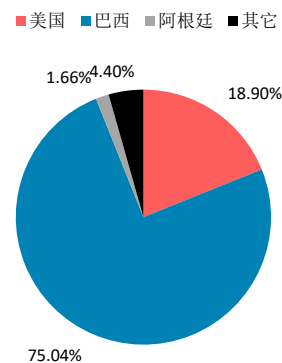
现阶段国内豆油库存 145 万吨，处于历史最高水平，按照天下粮仓后期预估，每月超过 900 万吨的到港压力巨大，豆油对利空反应更敏感，贸易缓和利空豆油明显。另外美国不制裁华为了，孟晚舟事件理应得到妥善解决，如果中加关系缓和，中国重启从加拿大进口菜籽及菜油，那么菜油价格将下跌。

图 22: 2017 年我国进口大豆来源国 单位: %



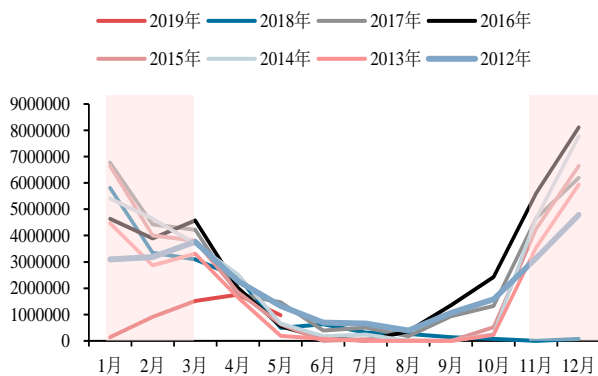
数据来源: 海关 华泰期货研究院

图 23: 2018 年我国进口大豆来源国 单位: %



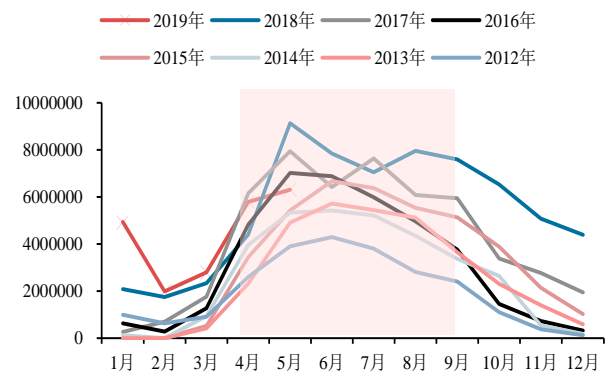
数据来源: 海关 华泰期货研究院

图 24: 中国自美国进口大豆量 单位: 吨



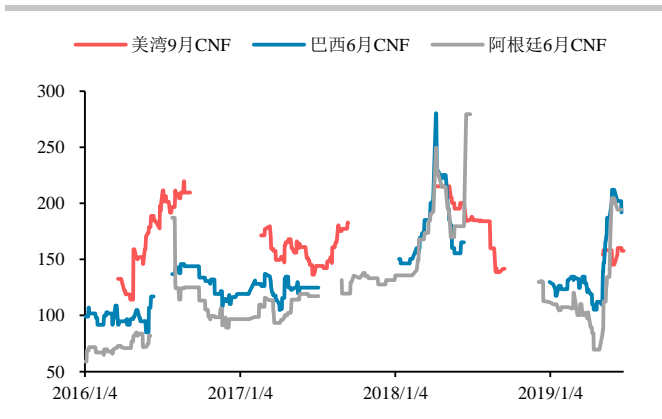
数据来源: 海关 华泰期货研究院

图 25: 中国自巴西进口大豆量 单位: 吨



数据来源: 海关 华泰期货研究院

图 26: 大豆 CNF 升贴水 单位: 美分/蒲



数据来源: 汇易 华泰期货研究院

图 27: 美元兑人民币汇率



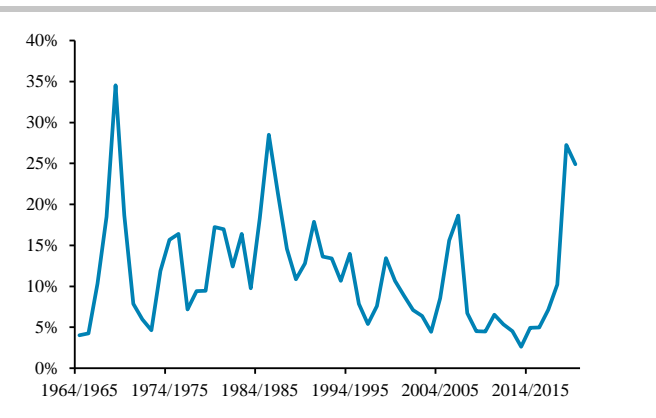
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 美国大豆平衡表

	2018/2019			2019/2020		
	5月	6月	变动	5月	6月	变动
收割面积(1000公顷)	35657	35657	0	33918	33918	0
期初库存(1000吨)	11923	11923	0	27086	29127	2041
产量(1000吨)	123664	123664	0	112945	112945	0
进口量(1000吨)	463	463	0	544	544	0
总供应(1000吨)	136050	136050	0	140575	142616	2041
出口量(1000吨)	48308	46266	-2042	53070	53070	0
压榨量(1000吨)	57153	57153	0	57561	57561	0
食用消费量(1000吨)	0	0	0	0	0	0
饲用消费量(1000吨)	3503	3504	1	3532	3532	0
总消费量(1000吨)	60656	60657	1	61093	61093	0
期末库存(1000吨)	27086	29127	2041	26412	28453	2041
单产(蒲式耳/英亩)	51.57	51.57	0.00	49.51	49.51	0.00
库存使用比	24.86%	27.24%	2.38%	23.14%	24.92%	1.79%

数据来源: USDA 华泰期货研究院

图 29: 美豆库存消费比 单位: %



数据来源: USDA 华泰期货研究院

鸡蛋&生猪: 我国鸡蛋和生猪以国内供需为主, 贸易战停战与否对其影响可忽略不计。就生猪而言, 我国进口猪肉最多的一年是 2016 年, 全年进口猪肉 162 万吨, 其中进口美国猪肉仅 10 余万吨。而我国全年猪肉产量约为 5400 多万吨, 进口量占比不超过 3%, 美国占比则不超过 0.3%, 因此对国内猪肉市场影响可忽略不计。

棉花: 中美贸易战缓和同时利好美棉及国内棉花棉纱。美国作为世界棉花的第一大出口国和纺织品进口国, 对中国的纺织影响非常巨大。以 2017/18 作物季为例, 美国预计出口棉花 322 万吨, 其中中国棉花签约量在 54.5 万吨, 相当于占美国出口量的 17%, 也相当于中国年度进口量的 49%。从下游的纺织服装业来说, 2016 年中国纺织服装出口总额在 2676 亿美元, 其中出口美国 450 亿美元, 占 17%。而 2016 年美国服装进口主要来自中国、越南、洪都拉斯和印度尼西亚, 进口量分别占美国服装进口总量的 34.93%、

12.46%、8.15%、4.74%。相对而言，2016 年中国进口美国纱线 3.9 万吨，仅占 197.2 万吨进口量的 2%，影响相对较小。总体而言，如果中美贸易战缓和，美棉出口和中国纺织品出口好转，市场情绪好转，同时利好美棉和郑棉。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2018 版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com