

中投期货策略周报（第 82 期）

2018 年 09 月 24 日

中投期货研究所

周度投资视点

研究员：

王万超

从业资格号：F0290005
投资咨询证书：Z0011089
0755 - 82918032
wangwanchao@tqfutures.com

张磊

从业资格号：F3000083
投资咨询证书：Z0012064
0755 - 82890261
zhanglei2@tqfutures.com

李小薇

从业资格号：F0270867
投资咨询证书：Z0012784
021 - 61601516
lixiaowei@tqfutures.com

于瑞光

从业资格号：F0231832
投资咨询证书：Z0000756
0451 - 86489905
yuruiguang@tqfutures.com

联系人：

张伟

从业资格号：F0251993
0755 - 82912597
zhangwei@tqfutures.com

卢时强

从业资格号：F0282412
0755 - 83558316
lushiqiang@tqfutures.com

刘坤

从业资格号：F3041660
0755 - 83558169
liushen@tqfutures.com

姜云超

从业资格号：F3043160
0755 - 82918648
jiangyunchao@tqfutures.com

宏观策略：需求的影响逐渐增加，需求和库存是关注的焦点，从有色的走势看，价格连续调整刺激消费增加，有色金属铜和锌基本面显著改善，出现明显的反弹行情，为超跌板块提供明显支撑。黑色系和化工类仍在走环保路线，但是供应弹性缩小，需求对价格的影响明显增加，因消费下降而持续弱势的热卷比较有代表性。建议投资者密切注意工业品库存数据和消费数据，操作上可依据该核心指标的变化而变化。

股指期货：贸易战进入第二阶段，国内政策应对得当，投资者对贸易战的态度也逐渐统一，市场开始消化贸易战这一利空因素的影响。但是市场人气恢复仍需要一个过程，这意味着市场震荡难免，虽然指数连续反弹且成交量放大，但是操作上仍要避免追高，等待回落后再参与波段行情。

铜：目前主导铜价的仍然是宏观方面的因素，目前主导铜价的仍然是宏观因素。下半年地产投资面临下滑，基建投资托底作用显现，传统“三驾马车”贡献趋弱，经济下行压力大。库存下降，现货升水，进口增加的逻辑链条得到验证。而 9、10 月传统消费旺季的到来，叠加中秋、国庆两个长假，市场对下游备货具有一定期待，且 9 月国内冶炼厂还有部分检修影响产量，种种因素支撑。沪铜保持震荡思路为宜。

锌：锌市近强远弱，冶炼利润将增加，开工率也将回升，后期锌矿供给的增加将逐渐传导至锭端。这个逻辑是不变的，需求端旺季或持续至 10 月中下旬，供需基本面整体偏强的趋势或延续到 10 月份。国内三地库存和交易所库存处于历史低位，基建投资增加刺激下，叠加“金九银十”旺季预期，锌价有望延续反弹势头，短期保持在 20000-22000 元/吨区间震荡。锌锭后期供应增多，需求暂未跟上，很难支撑锌价持续走高，不宜一味追高锌价。

铅：环保检查亦会对铅市，特别是再生铅的生产造成影响。目前虽然再生铅企业利润水平有所提升，对原生铅的需求或有一定的替代效用，但是目前境内外库存依然偏低，依然对铅价形成支撑。在“金九银十”旺季需求带动下，预计沪铅走势有望维持震荡偏强，主要运行区间为 18000-20000 元/吨。

黑色金属：环保限产放松带来供应增加，需求端维持平稳，产量回升及库存地位，钢材价格维持震荡走势，原料端仍可采取逢高抛空的策略。

甲醇：甲醇短期受成本支撑处于强势，但需求低迷，下游 mto 利润较差。操作上，MA901 受成本支撑，但需求逐步走弱，整体供应充裕，需求略差，维持区间震荡操作思路，范围在（3100，3350），反弹抛空操作。

橡胶：天然橡胶供需矛盾突出，是基本面最差的品种之一。2017 年以来，橡胶期货盘面呈现难涨易跌，慢涨急跌的特点。在通胀预期炒作的市场氛围中，资金或流向橡胶这一价值洼地，但橡胶缺乏基本面支撑，难以构成趋势性上涨，极易被打回原形。预计后市橡胶仍以低位运行为主，短期或有供需改善及消息利好，不乏久跌必涨的阶段性反弹。橡胶价格已经处于历史性底部，但不排除向更低位置下探的可能，利好消息对市场的提振亦难免边际弱化。橡胶左侧交易难度较大，操作上宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点。

PTA：整体来看，PTA 依然以震荡偏弱的走势为主。目前中美贸易摩擦的现状难以对 PTA 市场产生实质性冲击。虽然价格下方受到供需紧张和库存偏低的影响，支撑较强，但是目前产业链的整体运行已经不允许利润过多的停留于上游，只有利润再次分配，才能使得产业链保持顺畅的运行。盘面操作上依然以逢高抛空操作为主。

油脂油料：豆粕 1901 期货仍以逢低做多的思路为主，饲料企业和贸易商可适量增加 1901 豆粕基差采购量，提前锁定货权，防止市场突变而处于被动。国产大豆进入收割季，新豆上市压力以及临储低价拍卖仍会制约价格反弹，可保持观望等待市场明朗。油脂市场供应充足而需求平稳，尤其是棕榈油乐观的产量前景将会对国内豆油及菜油供应形成巨大替代效应，整个油脂板块反弹潜力不足，有望继续保持区间震荡特征。

白糖：广西现货价格窄幅波动，未来销售压力较大，预期糖价承压。后期 sr901 有望跌破 4500，前期空单继续持有，关注 5200 压力位置，反弹沽空。

周度策略：需求对商品价格的影響逐漸加大

本周市场出现了明显的反弹行情，首先是一直弱势下行的有色金属强劲反弹，沪锌周涨幅接近 5%，铜的反弹幅度也超过 3%。而经历近三周下跌的黑色系明显反弹，焦炭周反弹幅度超过 4%，前期跌幅较小的焦煤和铁矿石也整体维持强势。

在市场的连续反弹行情中，有一个品种显得较为独立，那就是热卷。热卷的弱势与其基本面对关联度较大，那就是汽车消费的弱势。而本周持续回升的品种基本上都面临需求好转或者阶段性好转，如低价下需求旺盛的铜和锌，节前备货需求的 PP 等品种。因此，从供需关系的角度看，当前的商品受需求的影响越来越大。

简单谈一下贸易战对市场的影响。事实上贸易战对商品市场影响很小，主要原因是即使对中国出口美国所有的商品征收 20% 关税，对出口的影响也小于 1000 亿美元，目前市场从贸易战对中国的影响观察，当前人民币贬值幅度叠加此前出口退税提升，大致将中国出口相对价格竞争力抬升 9.7 个百分点。由此，由于此前人民币贬值与出口退税，中国对美出口价格相对竞争力并未明显下降，因此贸易战对市场的影响还是停留在情绪方面。由于因贸易战影响的供需关系变化不大，商品市场对第二轮关税的落地仍然没有明显反应。

从总需求的角度看，8 月固定资产投资再度小幅下行，但仍好于预期。有一点需要强调的是，虽然下滑幅度小于预期，但是下行的趋势可能短期内难以扭转。从分项上看，基建投资增速再度回落依旧是当前主要拖累因素。房地产虽然强势，但是未来预期并不好，数据上看地产投资累计同比增速较 7 月仅小幅回落。新开工、施工增速再度提升是主要贡献，而去年下半年以来支撑地产投资的土地购置费滞后作用继续下行，后继支撑作用将逐步减弱。销售面积增速小幅回落，管理层调控政策持续影响，需求仍将长期承压，土地拍卖依旧低迷。综合来看，当前地产投资缓慢回落受益于前期土地购置和开发商加快库存周转双重支撑，短期仍将缓慢下行。制造业投资累计同比增速延续小幅回升，依然是维稳投资增速的重要力量。从结构来看，8 月制造业投资内部分化，回升动力已有所放缓，未来持续提升仍存压力，还需进一步跟踪。基建投资增速再度大幅回落，仍是投资持续下行的主要拖累所在，政策实行传导时滞是本期基建投资再度下滑的主要原因。统计局已明确表示基建项目开工建设已逐步落实，预计基建投资有望企稳并在四季度有所加快，全年基建增速适时回升应可将经济维持在政策认可的稳定区间以内。消费方面，8 月社零增速较上月略有回升。必选消费稳定器作用依然显著；可选消费内部依然分化。综合来看，居民高杠杆买房对汽车等消费的挤出效应犹在，但影响边际趋弱。考虑到个税的潜在提振以及去年基数下行的综合影响，预计未来消费增速或将略有回升，全年累计同比将稳定在 9.4% 左右。总体而言，8 月经济供需偏弱格局并未改观，中美贸易摩擦再度升级压力不减，未来经济走势还需紧密跟踪积极财政政策的施行效果。

从政策的角度看，除了基建对冲宏观经济下行之外，预计难以出现全面宽松刺激经济的政策，去杠杆仍是政策的重心。上周发布的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》。过去两年去产能令国企盈利状况持续改善、资产负债表也有所修复，但国企杠杆率偏高的局面却并未有所改善。企业部门去杠杆的核心是国企去杠杆，去产能带来的盈利改善为国企去杠杆创造了有利条件。推动国企降低负债水平将既助于实体部门降低杠杆率，也有助于资金流向效率更高的民企、从而提升经济效率。而这也意味着未来不会重蹈举债刺激经济的覆辙。

对于工业品而言，需求的影响逐渐增加，需求和库存是关注的焦点，从有色的走势看，价格连续调整刺激消费增加，有色金属铜和锌基本面显著改善，出现明显的反弹行情，为超跌板块提供明显支撑。黑色系和化工类仍在走环保路线，但是供应弹性缩小，需求对价格的影响明显增加，因消费下降而持续弱势的热卷比较有代表性。建议投资者密切注意工业品库存数据和消费数据，操作上可依据该核心指标的变化而变化。

目 录

周度策略：需求对商品价格的影响逐渐加大.....	- 2 -
期货市场概况	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读.....	- 6 -
2 中国扩大内需应对中美贸易战.....	- 6 -
3 流动性：三周来首现净回笼.....	- 7 -
4 商品市场策略.....	- 7 -
5 股指期货市场分析.....	- 7 -
铜：震荡思路对待	- 9 -
1 基本面分析.....	- 9 -
2 供应格局出现变化.....	- 10 -
3 结论：短多长空.....	- 10 -
4 铜期货现货数据.....	- 11 -
锌：逻辑未变，反弹思路对待	- 13 -
1 锌：影响因素.....	- 13 -
2 锌：短期看反弹.....	- 13 -
3 锌期货现货数据.....	- 14 -
铅：维持震荡思路	- 15 -
1 铅：基本面分析.....	- 15 -
2 行情展望.....	- 15 -
3 铅期货现货数据.....	- 16 -
黑色金属.....	- 17 -
1 行情分析及市场运行逻辑.....	- 17 -
2 供需端：限产放松，需求平稳，库存低位.....	- 17 -
3 原料端：铁矿高位回落，焦炭维持震荡.....	- 18 -
4 总结与建议.....	- 19 -
甲醇	- 20 -
1 甲醇市场供求分析.....	- 20 -
2 综合分析.....	- 21 -

3 甲醇主要数据.....	- 21 -
天然橡胶.....	- 23 -
1 行情回顾.....	- 23 -
2 基本分析.....	- 23 -
3 内在逻辑.....	- 27 -
4 总结建议.....	- 28 -
PTA.....	- 29 -
1 走势回顾.....	- 29 -
2 基本面分析.....	- 29 -
3 综合分析.....	- 30 -
油脂油料：美豆触底回升，大连市场粕强油弱.....	- 31 -
1 外部豆类市场分析.....	- 31 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 31 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 31 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 32 -
白糖.....	- 33 -
1 白糖市场供求分析.....	- 33 -
2 综合分析.....	- 34 -
3 白糖市场主要数据.....	- 34 -
免责条款.....	- 36 -

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 6：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	9 月 21 日	李克强：个税专项附加扣除要体现公平简便	李克强说，中国下一步将实施更大规模减税和更明显降费，包括增值税，也包括个税专项附加扣除。	减税政策将持续深化
	9 月 20 日	李克强：中国决不会走靠人民币贬值刺激出口的路	李克强总理表示，中国经济基本面稳健、国际收支平衡、外汇储备充裕，人民币汇率完全能够在合理均衡水平上保持基本稳定。	美元走弱，加之政策因素，人民币或将维持宽幅震荡走势
	9 月 20 日	人社部等四部委：改革社会保险费征收体制总体上不增加企业负担	人社部等四部委在答记者问中提到，已负责征收社会保险费的各级税务机关，在社保征收机构改革到位前，要一律保持现有征收政策不变，不得自行组织开展以前年度的欠费清查，确保征管有序，工作平稳。	市场担忧的企业负担增加压力将减轻
数据	9 月 20 日	中国连续两月减持美债	7 月中国所持美债环比减少 77 亿美元，持仓为仅次于今年 1 月的年内次低，仍是美国最大海外债主	美债收益率明显回升
	9 月 18 日	美国针对中国启动第二批产品关税	对中国出口美国的 2000 亿美元商品征收 10% 关税	中国针对美国出口中国的 600 亿美元商品征税，应对得当

资料来源：中投期货研究所

2 中国扩大内需应对中美贸易战

2018 年 9 月 17 日，美国白宫宣布将对中国进口的 2000 亿美元商品征收 10% 的关税，从 2018 年 9 月 24 日生效。自 2019 年 1 月 1 日开始将关税进一步提高至 25%。特朗普表示，如果中国采取“针对美国农业或其他行业的报复性行动”，美国将立即采取“第三阶段”措施，并对中国进口的额外 2670 亿美元商品征收关税。中方很快进行了反制，宣布自 2018 年 9 月 24 日根据商务部 2018 年 63 号公告和国务院税委会公告 6 号公告对美国向中国出口的 600 亿美元商品加征 10% 和 5% 的关税，其中 10% 关税涉及公告中附件 1 和附件 2 中 2493 和 1078 个税目商品，5% 关税涉及附件 3 和附件 4 所列 974 个和 662 个税目商品。根据我们估算，中国对美加征 10% 比例的关税涉及美国对中国年出口 338 亿美元的商品，5% 比例的关税涉及 262 亿美元的商品。

中国征税清单并未发生调整，而美国征税清单较 7 月公布版本有所变化。最终的征税商品清单包括 5745 个税目，较 7 月 10 日公布的清单在数量上减少了 297 项。按照 HTS-8 分类的 98 个商品大类中有 34 项均有不同程度的删除，其中删减数量较多的项

目主要是有机化学品类；无机化学品与贵金属；其他贱金属、金属陶瓷及其制品；盐、硫磺、土及石料、石灰及水泥等；矿砂、矿渣及矿灰。对于这些工业原材料，在短时间内难以找到替代，因此删减的项目偏多。消费产品方面家具寝具灯具类削减的最多，此外一些消费电子产品也被排除在外，如智能手表和蓝牙设备。

为了应对贸易战的不利影响，国内出台了对冲政策。具体为国内宏观政策将逐步向稳定内需方向转变。而从短期政策可以发力方向来看，基建是唯一的选择。房地产受制于房价上涨压力而政策难以有实质性放松，制造业在终端需求没有改善的环境下难以持续回升，消费则是慢变量，短期难以成为经济企稳主动力。因而基建将成为政府稳定经济的主要抓手。周二发改委召开新闻发布会，介绍“加大基础设施领域补短板力度，稳定有效投资”有关工作情况并回答记者提问，明确稳投资是保持经济平稳健康发展的必然要求。因而，基建投资将成为未来一段时期宏观政策发力的主要方向。

基建投资从中央层面政策发布到地方政策落地之间尚存在较大不确定性，虽然目前发改委要求加快基建补短板，但对地方政府债务管控并未明显放松，因而基建投资资金来源并未解决。同时，地方政府投资积极性可能也较为有限，需要政策调动投资积极性。因而，政府政策转变到基建投资出现实质性的回升，中间还需要很多关口需要打通。

3 流动性：三周来首现净回笼

央行 20 日以利率招标方式开展了 700 亿元逆回购操作，具体包括 400 亿元 7 天逆回购和 300 亿元 14 天逆回购。由于当日有 1000 亿元逆回购到期，全天实现 300 亿元净回笼。这也是近三周来，公开市场首次实现净回笼。

而在 21 日，央行考虑到月末财政支出、中央国库现金管理操作可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理充裕，2018 年 9 月 21 日人民银行不开展逆回购操作。今日有 1100 亿元 7 天逆回购到期，实现净回笼 1100 亿元。

流动性宽裕，表外转表内延续。8 月央行资产负债表收缩 666.1 亿元，对比此前三个月央行扩表维稳流动性，资金面或将保持紧平衡。从资产端来看，主因是对其他存款性公司债权下降，央行通过回笼逆回购投放 MLF，延长期限促进放贷；从负债端看，主因是降准之后其他存款性公司存款减少，基础货币收缩但货币乘数回升。

8 月商业银行资产负债表继续扩张 16835.14 亿元，环比多增 4259.6 亿元，融资回表。从资产端来看，对企业和居民债权增加而对金融机构债权减少体现了金融去杠杆颇具成效，对非金融机构债权增加高于居民部门体现了消费不振和金融支持实体的双重影响。从负债端来看，地产受限引起单位活期存款增速下滑进而拖累 M1 增速，逆剪刀差扩大，需谨防流动性陷阱。

总体来看，降准取得一定成果，货币乘数进一步上升，但降准的边际效益降低，货币乘数增加额减少。在面临国内外双重压力的情况下，货币政策应当适当宽松托底经济，关键还在于疏通货币政策传导机制。表外转表内，目前银行对企业债权有所增加，但是居民个人存款增加额不及贷款增加额，警惕居民杠杆率进一步攀升

4 商品市场策略

需求的影响逐渐增加，需求和库存是关注的焦点，从有色的走势看，价格连续调整刺激消费增加，有色金属铜和锌基本面显著改善，出现明显的反弹行情，为超跌板块提供明显支撑。黑色系和化工类仍在走环保路线，但是供应弹性缩小，需求对价格的影响明显增加，因消费下降而持续弱势的热卷比较有代表性。建议投资者密切注意工业品库存数据和消费数据，操作上可依据该核心指标的变化而变化。

5 股指期货市场分析

三大指数均创新低

周五汽车、大金融、食品、家电等板块集体拉升，沪指大涨超 2%。两市近 30 股涨停，两市仅 400 股飘绿。本周沪指涨幅创两年半最大周涨幅，市场人气火热。

近期市场连创新低与弱反弹交替出现，量能不齐，市场冲高后可能还有反复。本周大盘触底反弹，鉴于市场量能依旧维持在 3000 亿元下方，市场仍有一个反复确认底部的过程。今日石油、房地产、银行、钢铁、煤炭等全线启动，指数收复 2700 点，冲击 2800 点，市场底部逐步明朗。

维持阶段性反弹行情的判断

近期，我们在早评中一直强调市场会出现一波像样反弹行情，目前走势印证了我们的判断。

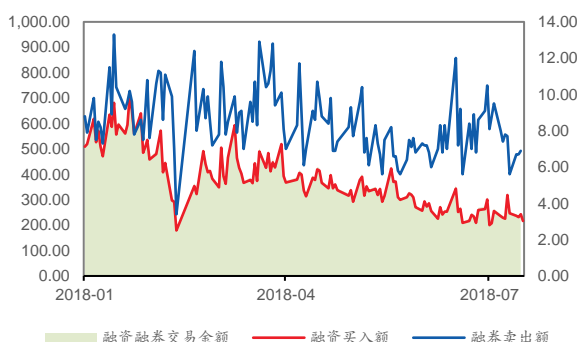
对行情起主要压制作用的外部因素的心理影响在减弱。今年以来，上证指数最大跌幅约 20%，白马股、题材股全线回调。随着外部因素不断演化，A 股市场的反应有望逐渐钝化。

各类机构的悲观预期已达阶段性峰值，机构仓位极低，主动性抛压不重。外围资金一旦开始入场，很容易激活一波反弹行情。私募排排网的统计数据显示，私募 9 月初的平均仓位为 52.61%，有 34.23% 的私募产品仓位还不到一半，私募的平均仓位处于近 3 年的最低水平。

估值已经处于低位，贸易战落地引爆上涨行情。A 股市场目前的估值无论从风险溢价还是从股债资产的性价比角度来看，都明显占优。现在的市盈率和市净率与历史上几次历史大底时的水平相当，有些指标甚至更低，风险溢价已经持续穿越两倍标准差的上限。同时，部分高股息股票的估值也低于历史估值波动区间的下限。

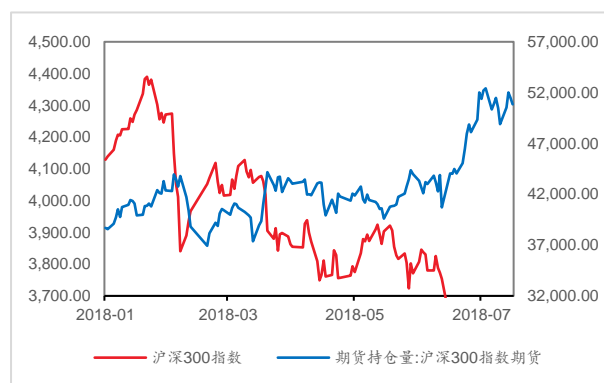
A 股市场估值在全球主要市场中还是偏低的，主要是因为投资者对一些经济结构问题有所担忧。但我们相信，近年来中国政府推行的一系列结构性改革能够逐步改善经济结构，从而带动股市估值提升。另外，A 股市场在全球投资者的股票投资组合里，还是一个明显被低配的市场，有着较大的重估潜力

图表 7：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



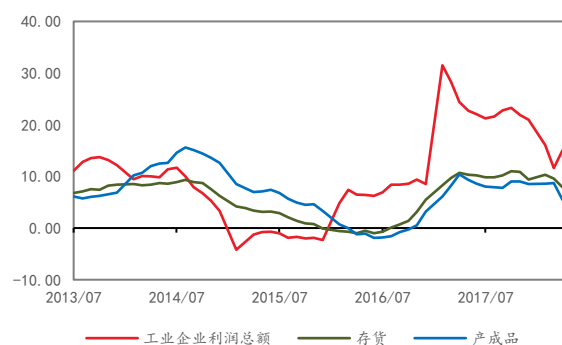
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

銅：震蕩思路對待

1 基本面分析

銅礦供應增加

英美資源集團(Anglo American)已做出最終投資決定，將繼續開發位於秘魯的價值 53 億美元的 Quellaveco 銅礦。另外，Pumplin Hallow,Oyu Tolgoi,Kamoa Phase1 和 Spence 項目投產都已經確定投產。近几年非洲礦山增長迅速，目前非洲銅礦產量已經占到全球銅礦產量的 10%，主要集中在剛果和贊比亞等地區。目前來看，非洲地區仍然有很大的潛力，尤其是剛果地區，未來銅精礦的產量可能會高達 200 萬噸/噸。ICSG 預計 2018 年全球銅市將出現小幅過剩。

國內投產的大型項目主要是紫金礦業的紫金山金銅礦擴建工程（新增年產銅 3 萬噸）、中國黃金集團的銅礦二期工程（新增年產銅 5 萬噸），這兩個礦山項目的投產時間都在四季度，對當年的產量影響不大。雲南銅業普朗銅礦 2017 年 3 月中旬舉行投產儀式，項目進入試生產階段；銅陵有色公司沙溪銅礦（年產銅 1.5 萬噸）原計劃 2016 年建成投產，推遲今年 7 月份，這是 2017 年投產的兩個主要項目。預計 1-2 年新增 31.5 萬噸銅礦山，2018 年可能增加 12.5 萬噸的產量。

進口突增，供應充足

1-7 月份中國銅礦進口量同比增長 18.5%至 1141 萬噸，國內冶煉廠對銅礦的需求仍在高速增長。高增長的核心邏輯在於冶煉廠產能的持續擴張以及開工率整體的居高難下，國內冶煉廠或許已經預料到未來原料爭奪的愈發激烈，在海外冶煉廠減停產的間隙，抓住機會補充庫存。從匯率的角度看，人民幣存在一定的貶值預期，也將助推冶煉廠增加當前的銅礦進口。

在現貨銅精礦 TC/RC 持續上漲，現貨銅精礦 TC 在 87-93 美元/噸，處於近 1 年多以來的高位，考慮到國內冶煉廠對銅精礦進口的需求不減，加工費上行的空間也較為有效。

廢銅供應偏緊

廢銅市場供應偏緊，政策以及環保因素導致的限制。由於廢七類含銅比例低，通過拆解成廢六進口到國內，再進口到中國，進口實物噸的大幅下滑背後金屬含量在提高，受到新政實施影響，限制類廢銅進口批文大幅縮減，相較去年全年發放審批量減少 75.87%。據海關數據顯示，2018 年 1-7 月中國累計廢銅進口量為 138.24 萬噸，同比下滑 35.39%。據測算，7 月廢七類實物噸占比 41.3%，廢六類實物噸占比 58.7%；平均含銅品位 54.5%，廢六類銅金屬量占比約 80%，廢七類銅金屬量占比約 20%。今年 1-7 月累計進口廢銅 78.7 萬噸左右金屬量，同比下降約 3-4 萬噸左右金屬量。國內廢銅市場供給逐顯緊張預期，精廢價差回落。由於廢銅成本優勢已明顯下降，令原料收緊預期增加且電解銅消費也將因此而提升。

精銅供應充足

銅礦供應趨緊傳導至精煉銅市場，精銅供應相對充裕。2018 年 8 月 SMM 中國精銅產量為 73.73 萬噸，环比增長 1.58%，同比增長 9.39%；1-8 月累計產量為 578.92 萬噸，累計增長 12.64%。因部分煉廠產能利用率提升和新擴建產能的釋放，年內預計投產的 123 萬噸/年精煉產能，後期隨著其他新擴建產能的陸續釋放，供給壓力偏大，預期後期隨著富冶集團、五礦銅業(湖南)檢修完成後產量恢復，且考慮到三、四季度國內冶煉廠產能利用率季節性走高，存量增長也將成為供給增長的壓力之一。總體上看，我們預計 9 月份國內精銅產量將再創紀錄新高，但短期由於庫存的存在，對生產的限制不會很明顯，更核心的影響在於新增產能的投放，以及前期冶煉廠檢修產能的復產。銅進口也維持了較高增長，據海關總署數據，1-7 月份中國未鍛造銅及銅材累計同比增長 16.3%至 304.8 萬噸，這一水平為近五年來同期第二，僅略低於 2016 年。

精铜产量恐将继续攀升，原料供应瓶颈初露端倪，但短期由于库存等因素，对增产的限制不会立竿见影，短期供给的核心驱动仍在于新增产能投放，以及冶炼厂检修的复产。按照不搞“一刀切”思路，国内冶炼厂接下来直接受扰的可能性不大。

下半年受益电网投资加速

7 月空调销量增速转负。7 月份空调销量同比下降 2.6%，时隔两年再次在非春节月份出现了负增长，此前空调行业的 4 次销量下滑分别发生在 05、08、11 和 15 年。目前空调行业已经步入生产淡季，前期渠道库存的偏高、高温天气的结束等等，9、10 月份季节性需求不太可能超越去年。在政策引导下，房地产市场逐步走向稳定。8 月工业数据不振的情况下，房地产数据全线向好，房地产新开工面积、房屋销售面积创近期新高，房地产投资完成额基本稳定。房价而言，70 大中城市房价 67 个上涨，房地产明显回暖。目前房地产市场转入基本稳定的阶段，对有色金属需求产生一定支撑。

7 月电线电缆企业开工率为 84.35%，同比下降 5.3%，环比增加 0.91%。7 月份电线电缆企业开工率环比小幅回升，一方面因部分线缆企业年中结算后资金压力得以缓解。另一方面，7 月中下旬铜价大幅下泄，提振了下游企业的备货积极性，从而使线缆企业开工水平提高。预计 8 月电线电缆企业开工率为 83.51%，环比下降 0.84%，同比下降 8.67%。

电力行业占据铜消费的 45%左右。上半年电网基本建设投资和电源基本建设投资累计分别减少 15.1%和 7.3%。电网实际投资额接近或超过计划额度，因此下半年大概率将追加投资，拉动铜消费。预计中国铜消费未来将进入平缓低速增长区间。

8 月份铜消费没有太大的亮点。公布宏观经济数据，固投、工业增加值、社会消费品零售等均不及预期，经济面临较大下行压力，且目前中美贸易摩擦及全球经济环境存在较大不确定性，如果中美贸易关系进一步恶化，对铜价仍有较大冲击。

2 供应格局出现变化

根据 Wood Mackenzie 数据，2018 年全球消费增速有望维持 2%上方，远超铜矿供给增速和精炼铜供应增速。2018 年全球铜供应缺口 16.7 万吨，去年过剩 8.5 万吨。

3 结论：短多长空

目前主导铜价的仍然是宏观方面的因素，目前主导铜价的仍然是宏观因素。下半年地产投资面临下滑，基建投资托底作用显现，传统“三驾马车”贡献趋弱，经济下行压力大。库存下降，现货升水，进口增加的逻辑链条得到验证。而 9、10 月传统消费旺季的到来，叠加中秋、国庆两个大假，市场对下游备货具有一定期待，且 9 月国内冶炼厂还有部分检修影响产量，种种因素支撑。沪铜保持震荡思路为宜。

4 銅期貨現貨數據

图表 11: 长江有色銅价



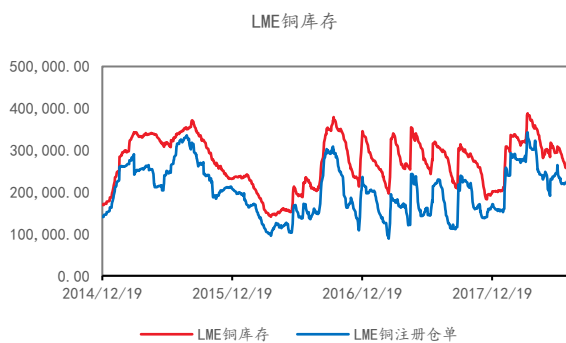
资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 12: 洋山銅平均溢价



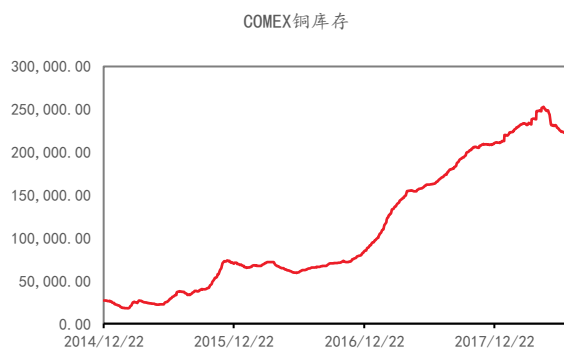
资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 13: LME 銅庫存



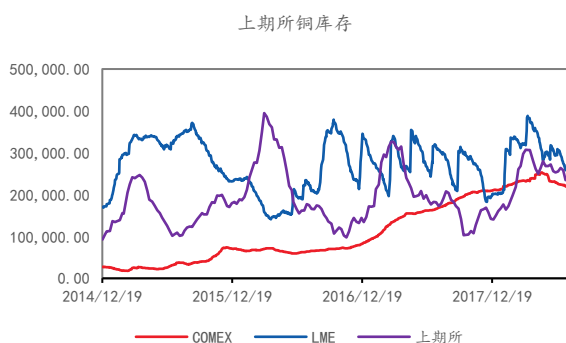
资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 14: COMEX 銅庫存



资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 15: 上海有色銅庫存



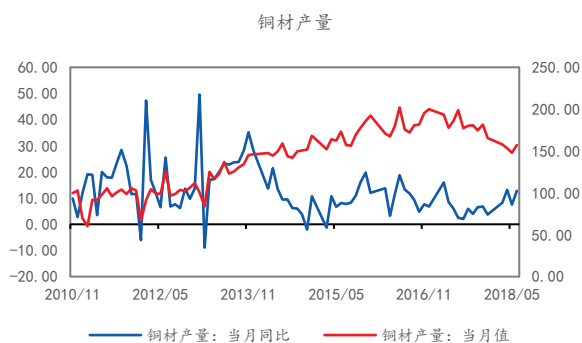
资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 16: 上海保稅區銅庫存



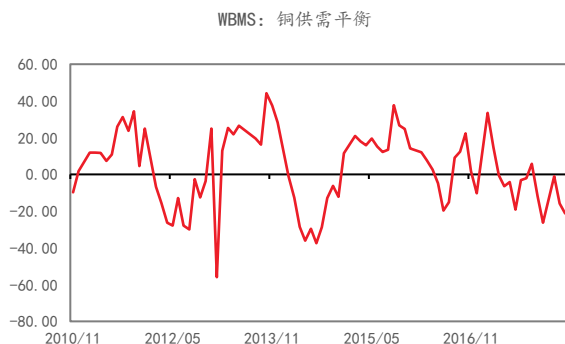
资料来源: 万得资讯, 中投期貨研究所

图表 17: 铜材产量



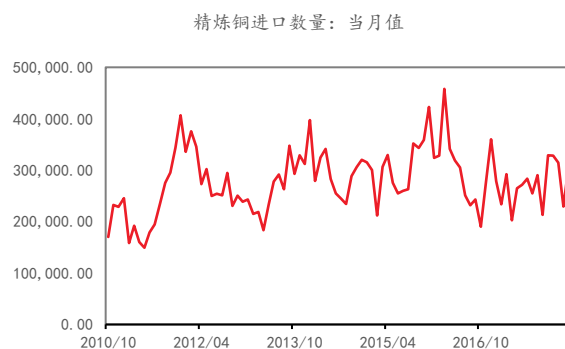
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 19: WBMS 供需平衡



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 18: 进口精炼铜



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 20: 铜精炼费



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

锌：逻辑未变，反弹思路对待

1 锌：影响因素

全球锌矿产量扩大

2018 年全球锌精矿产量显著增长，美国率先掀起的逆全球化浪潮令全球的生产和贸易商集体陷入恐慌，矿产资源所处国政府和矿企的矛盾激增，嘉能可、泰克资源等知名矿企都陷入了与当地政府长期谈判的泥沼中，尽早将手里的矿产进行变现提高资金周转速度或是全球主流锌企对抗全球系统性风险的最有效举措。澳大利亚 Centuries 尾矿的仓促复产和 Dugald River 的产能极速提升，预计 Centuries 尾矿将在 9 月份正式商业投产，2019 年一季度产能达到峰值，Dugald River 将在 2018 年四季度达到峰值，并将大量的锌精矿运抵国内及全球其余地区，两大巨型锌矿的加速复产将迫使众多大中型矿山跟风提高生产速度增长至 1362 万吨，增速为 5.1%。

1-7 月份全国锌精矿产量为 214.8 万吨，同比下降 9.3%；国内环保持续制约、新产能释放缓慢、叠加矿山品位下滑等原因，全年精矿产量难以提升。国内存在部分新建项目，但多数集中下半年，并且原计划上半年投产的项目中，大多未能顺利贡献产量，预计年内全国精矿产量难有增加。

进口方面，进口窗口持续打开，进口锌大量流入，预计后续仍会有进口锌陆续流入。1-7 月全国锌精矿约为 170 万吨实物量，同比增长 16.4%。

检修结束，产量突增

2018 年 8 月 SMM 中国精炼锌产量 41.87 万吨，环比增加 2.52%，同比减少 6.11%。1-8 月份累计产量 352 万吨，累计同比增加 0.66%。继 7 月份炼厂集中减产检修后，8 月份整体上来看环比产量有所增加。8 月份加工费录得上调，进口锌精矿 TC/RC 费用从年初的 25 美元/吨，已经上涨到目前的 80 美元/吨，涨幅十分可观。但考虑到随着加工费的小幅上升，冶炼厂利润有所修复，加之四季度生产高峰期，冶炼厂开工率将提高。此外锌锭进口盈利窗口持续打开，预计未来仍有锌锭进口以缓解国内供应短缺。

锌需求暂无亮点

消费方面，从锌消费结构来看，锌消费量中的 51% 左右用于钢铁镀锌，其表观消费量呈现下滑趋势。目前锌需求表现较为疲软，部分地区仍面临环保强压，加之淡季阴霾暂未消退，企业订单不佳，其中镀锌板块因黑色物料上涨，企业利润受挤压主观生产积极性不佳，维持刚需采购，镀锌企业生产积极性仍不高。今年环保政策趋严，下半年采暖季即将来临，环保不达标的镀锌工厂停工或限产是大概率事件，锌锭的需求将受到抑制。预计 1-8 月累计同比预计增加 0.89% 附近。环保政策趋严，下半年采暖季即将来临，环保不达标的镀锌工厂停工或限产是大概率事件，锌锭的需求将受到抑制。

从汽车市场来看，1-8 月我国汽车产销量分别为 1813.47 万辆和 1809.61 万辆，继续保持小幅增长，增速与 1 至 7 月比呈现一定回落。其中，1 至 8 月，我国新能源汽车产销分别完成 60.72 万辆和 60.06 万辆，同比分别增长 75.38% 和 87.96%。汽车销量明显低于去年同期水平，但介于 9 月份是传统消费旺季，终端消费趋弱影响或将延后。

库存降速放缓

LME 锌锭库存持续减少，为 22.7 万吨，但不排除市场上存在大量的锌锭隐性库存。而国内锌锭库存自 8 月份以来一路走低，下降至目前的 3.4 万吨，降幅达到 37%。总的来看，库存降幅放缓，支撑锌价走势。

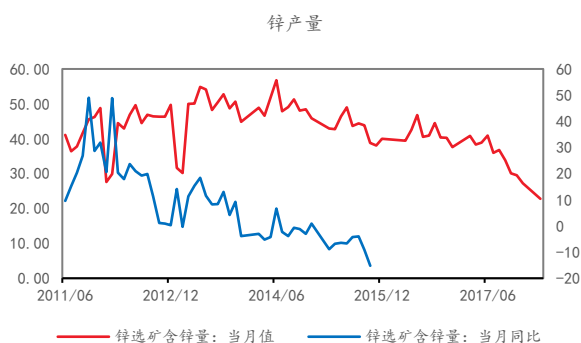
2 锌：短期看反弹

www.baogao8.com 獨家收錄 百萬報告 实时更新 日更千萬
锌价近期走弱，冶炼利润将增加，开工率也将回升，后期锌锭供给的增加将逐渐传导至锭

端。这个逻辑是不变的，需求端旺季或持续至10月中下旬，供需基本面整体偏强的趋势或延续到10月份。国内三地库存和交易所库存处于历史低位，基建投资增加刺激下，叠加“金九银十”旺季预期，锌价有望延续反弹势头，短期保持在20000-22000元/吨区间震荡。锌锭后期供应增多，需求暂未跟上，很难支撑锌价持续走高，不宜一味追高锌价。

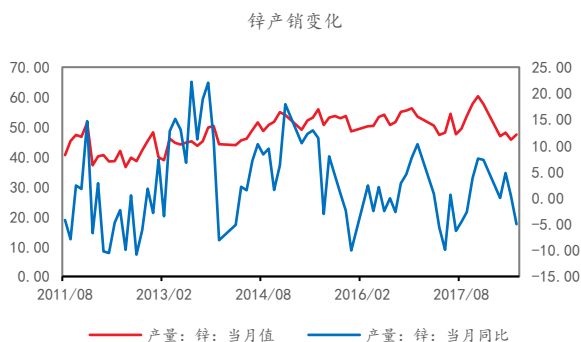
3 锌期货现货数据

图表 21: 锌产量



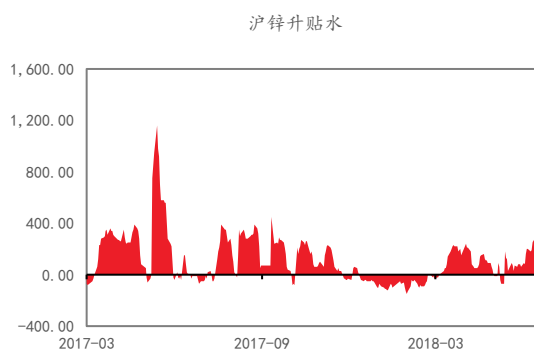
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 23: 锌产销变化



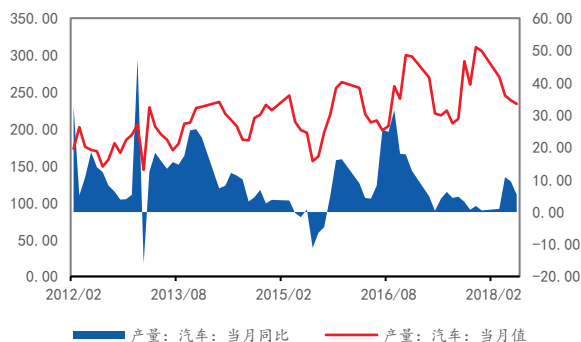
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 22: 锌升贴水



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 24: 终端汽车产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

鉛：維持震盪思路

1 鉛：基本面分析

供需缺口收窄

國際鉛鋅研究小組 (ILZSG) 數據顯示，2018 年 6 月全球鉛市場供應短缺 4,000 噸，5 月為供應過剩 12,000 噸。報告亦顯示，1-6 月全球鉛市場供應短缺 39,000 噸，去年同期短缺 81,000 噸。今年形勢比去年有所好轉，供需缺口不斷在縮窄。

鉛礦產量供應偏緊

根據統計局數據顯示，7 月國內鉛精礦 10.68 萬噸，1-7 月產量合計 69.67 萬噸，累計同比降 10%。國內鉛精礦依然處於偏緊格局，主要由於鉛鋅多為伴生礦源，鋅價相對較高，礦企著重開發鋅富含區，導致鉛精礦相對緊俏。進口方面，1-7 月鉛精礦累計進口量為 620000 萬噸，同比下降 16.4%。鉛精礦進口量的下降或許和中美貿易摩擦有關，但是這也導致我國鉛精礦供應的緊張難以通過進口境外礦來緩解。

再生鉛供應受抑

2018 年 8 月原生鉛產量為 24.8 萬噸，環比降 2.93%，同比下降 13.16%；1-8 月份累計產量 193.75 萬噸，累計同比下降 9.49%。鉛價接連下挫並觸及煉廠成本線，河南地區大型冶煉企業自 8 月中下旬重啟檢修；供給端煉廠相對集中的檢修後，復產情況並不理想，前期價格大幅回落嚴重打壓企業生產積極性，近期價格有所恢復，但原生鉛產量仍無法有效提升。雖然原生與再生價格差異再度拉大，但供給端的收縮或許將再度推動價差收斂利好鉛價。國家環保政策趨嚴，在藍天保衛戰大背景下，無證、不合规的再生鉛企業的生計將受到影響。而且進入十月，北方將在采暖季再度進行限產活動，雖然目前有消息称由於采暖季不再搞“一刀切”，但是限產還是在一定程度上抑制了鉛市供應端產能和產量的釋放。

消費無明顯復蘇

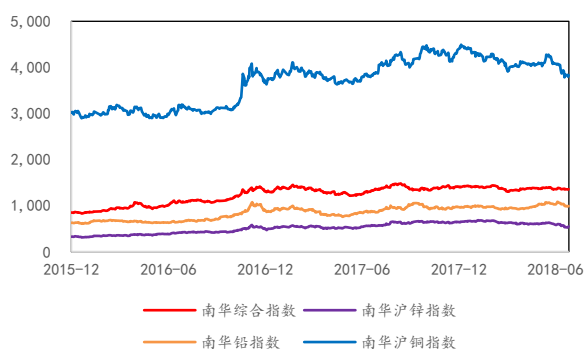
國內鉛下游表現消費雖難有亮點體現，但整體鉛消費表現將較為平穩。江蘇地區經銷商反映電動蓄電池市場消費尚可，加之鉛價走強，電池銷量好轉，同時電池批發市場漲價預期加濃，現主型號 48v20Ah 維持在 530 元/組。浙江地區廠家反映電動蓄電池市場更換需求好轉，成品訂單上升，但因鉛價波動頻繁，為控制成品庫存，電池生產基本以銷定產，工廠開工率在 70% 左右。山東地區廠家反映電動蓄電池市場終端消費平穩向好，經銷商採購積極，現工廠開工率上調至 70%。對於汽車電池，夏季冬季為季節性消費旺季，汽車電池更換需求預期平淡。但從實際表現來看，國內汽車電池剛性消費有所回升，但由於經銷商對后市持偏謹慎態度，補庫節奏相對平穩緩慢。

2 行情展望

環保檢查亦會對鉛市，特別是再生鉛的生產造成影響。目前雖然再生鉛企業利潤水平有所提升，對原生鉛的需求或有一定的替代效用，但是目前境內外庫存依然偏低，依然對鉛價形成支撐。在“金九銀十”旺季需求帶動下，預計滬鉛走勢有望維持震盪偏強，主要運行區間為 18000-20000 元/噸。

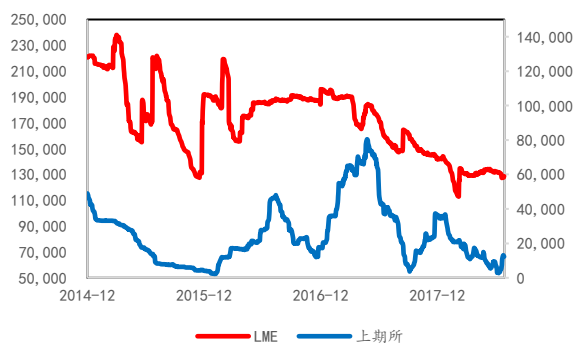
3 铅期货现货数据

图表 25: 铅价格指数



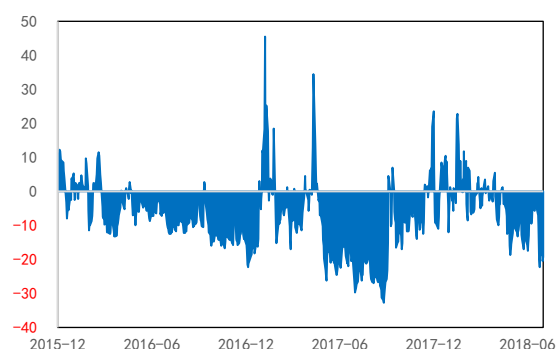
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 27: 交易所铅库存



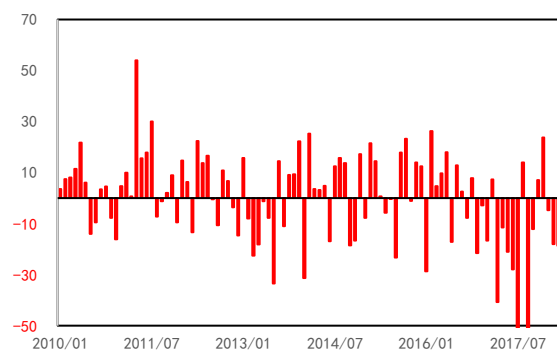
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 26: LME 铅升贴水



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 28: 铅供需平衡



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

黑色金屬

1 行情分析及市場運行邏輯

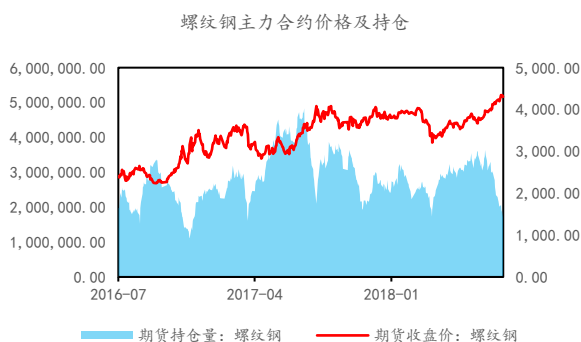
本周整个黑色系品种走势较为平淡，无论成材还是原料都表现为小幅震荡，在限产放松，需求也是在旺季下相对平稳，周度产量回升加上库存低位，市场缺乏明显驱动行情的逻辑存在，后期市场更加关注的点在于需求端变化。

宏观层面本周 2000 亿商品加征 10% 关税落地，从股票市场反应看，表现出利空出尽的市场走势，而贸易战对商品市场的影响较小，特别是黑色系商品，走的更多是自身产业链逻辑。

产业层面，唐山市正式下发《关于印发唐山市重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见的通知》，与上周印发的征求意见稿内容大体一致，分类评级标准及限产比例并无变化，根据 Mysteel 预估的企业等级分类看，B、C 两个标准等级的企业占比最大。其统计的唐山地区 34 家样本钢厂 137 座高炉合计月度贴水产量为 1239.42 万吨，预估从 10 月 1 日开始执行错峰生产后，合计影响贴水月度产量月 393.91 万吨，影响占比 31%。从当前看，限产力度或强于去年，但考虑到部分钢厂存在供暖任务，并且很多企业仍在进行超低排放方面改造，实际影响或低于预期。

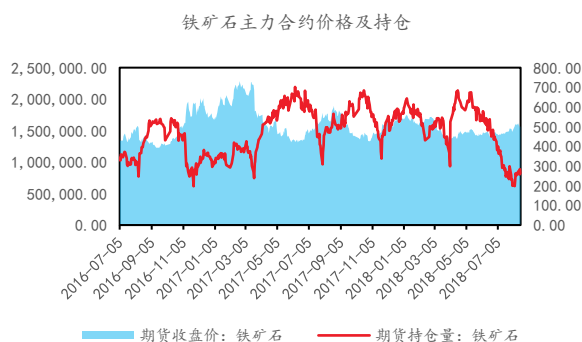
《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级的实施方案（征求意见稿）》近日发布，主要目标严格控制焦化运行产能总量，力争全省焦炭年总产量较上年度只减不增。2019 年 10 月 1 日起，全省焦化企业全部达到环保特别排放限值标准，主要污染物排放指标大幅度下降。到 2020 年，炭化室高度 5.5 米以上焦炉占比达到 50% 以上，焦化装备水平明显提升。从重点任务上看，主要还是 4.3 米焦炉淘汰问题，鼓励炉龄较长、炉况较差、规模较小的 4.3 米焦炉提前淘汰，置换焦化产能建设现代化大焦炉。2018 年底前完成焦炉淘汰的，其焦化产能按现有 100% 置换；2019 年底前完成淘汰的，按现有 90% 置换；2020 年底前完成淘汰的，按现有 80% 置换；2020 年后完成淘汰的，按现有 50% 置换；支持焦化企业“上大关小”。

图表 29：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：铁矿石主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：限产放松，需求平稳，库存低位

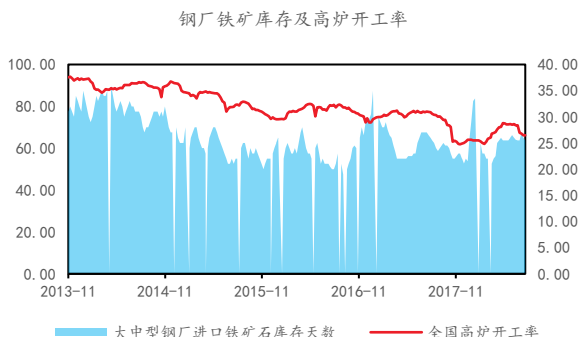
短期市场在限产放松，需求相对平稳的状态下，钢材市场位置窄幅震荡走势。

供应方面，山西地区进入第二轮停产，涉及立恒、华强、建邦等几家相对较高企，我们看到本周高炉开工率也是略有下滑，最新开工率为 67.96%，较上周小幅下滑 0.27%。据中钢协统计数据，9 月上旬中钢协会会员企业粗钢日均产量为 197.2 万吨，旬比增长 3.69%，钢厂还是通过提高矿石品位以及废钢添加等方式来增加产量。从 Mysteel 周度建材产量看，螺纹钢周度产量 319.56 万吨，较上周增加 1.79 万吨，热卷周度产量 239.04 万吨，较上周增加 2.53 万吨。

www.baoqao.com 中投期貨研究部 2018年09月24日 螺纹钢周度产量 319.56 万吨，较上周增加 1.79 万吨，热卷周度产量 239.04 万吨，较上周增加 2.53 万吨。

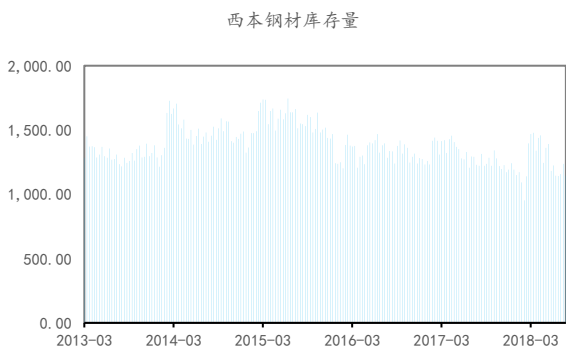
较上周回落 17 万吨；国内螺纹钢社会库存量由上周 435.49 万吨下滑至 417.07 万吨，钢厂螺纹钢库存增加 1.21 万吨；热卷社会库存增 1.32 万吨至 208.44 万吨，钢厂热卷库存增 2.53 万吨；冷轧库存降 0.96 万吨至 118.72 万吨。整体库存处于低位。

图表 31：钢厂铁矿库存及高炉开工率



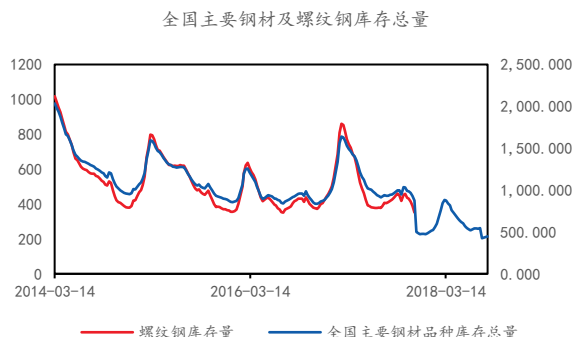
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

需求方面，从宏观角度，地产数据投资韧性很强，增速维持高位，并且各分项指标表现都较好，成为支撑钢价的重要因素。短端需求看，市场处于金九银十的旺季下，虽然整体需求旺季特征不明显，但整体表现较为平稳。最新沪市线螺终端日均采购量维持高位，最新数据为 25637 吨，较上周下降 9947 吨。

整体看，基本面并无大变化，价格维持震荡走势。

3 原料端：铁矿高位回落，焦炭维持震荡

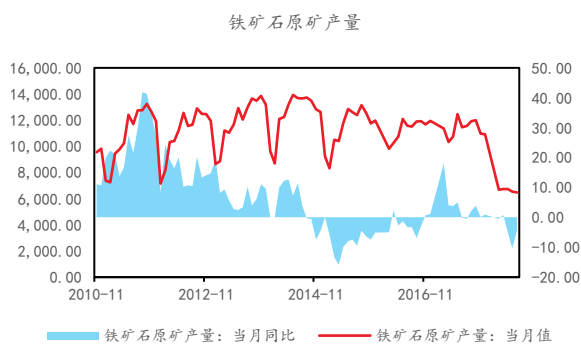
铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上涨，截止 9 月 21 日，普氏 62%进口矿指数报 69.2 美元/吨，较上周末跌 0.4 美元/吨。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新铁矿石可用库存 25.4 天，保持平稳。环保限产放松成为支撑铁矿石价格反弹的重要因素，需求端的利好直接体现在价格上面，加上贸易商活跃度的提升，铁矿石价格近期维持反弹节奏。从中长期看，环保限产放松并不是不限产，需求端的提振起到作用有限。此外，近期港口库存连续几周下降也对铁矿起到提振。综合看，铁矿石高位上行空间有限，510 以上仍采取逢高抛空策略。

图表 35: 国内铁矿石港口库存



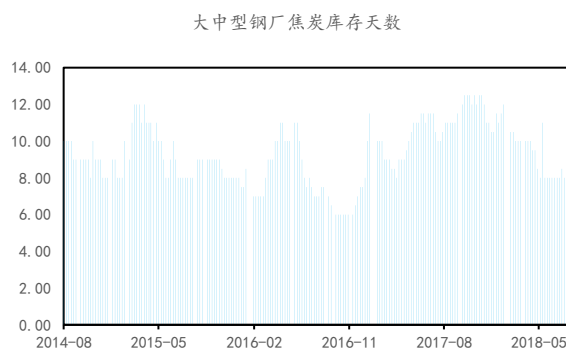
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 37: 铁矿石原矿产量



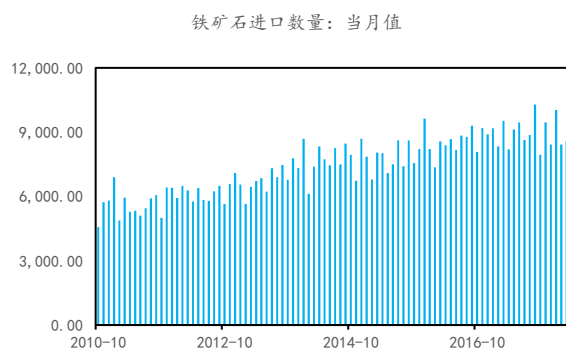
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 36: 焦炭库存可用天数



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 38: 铁矿石进口数量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

焦炭方面, 本周现货价格开启第二轮调降, 并且全国范围内基本落地。而从期货端价格表现, 最低点 2200 元/吨附近实际相当于跌了 4 轮多的价格, 期货端倒挂现货价格, 且贴水较大, 近期盘面价格也出现了近 160 点反弹。在地方秋冬季环保限产方案出台之前, 焦企生产负荷产能利用率基本维持平稳。港口贸易看, 最近董家口和日照两港焦炭库存仍在回落, 虽然可贸易的资源不多, 但价格也在走低, 港口现汇场地价在 2400-2450 元/吨, 倒挂在 50-100 元/吨。因为倒挂, 短期贸易商采购需求难以释放, 只能等现货出厂价格继续下跌。后期市场需要关注焦化厂及下游钢厂秋冬季错峰生产限产情况, 此外关注港口库存及价格变化能否引发贸易商新一轮补库。焦炭短期尚难以走出趋势性行情, 市场仍以震荡为主, 2400 元/吨以上可逢高抛空。

4 总结与建议

环保限产放松带来供应增加, 需求端维持平稳, 产量回升及库存地位, 钢材价格维持震荡走势, 原料端仍可采取逢高抛空的策略。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货连续提价，库存压力较小

西北地区出货不一，盘整运行；环渤海地区成交平稳，稳中有升；淮海、华中地区需求一般，局部走高；期货走势上扬，华东、华南港口窄幅走高。西北整体高位盘整，库存压力不大，部分出货一般；内地其他地区整理为主，下游按需采购，鲁南、华中等区域内供应压力不大，部分出货转好成交重心上移。港口方面，甲醇期货延续上扬趋势，午后稍有下调，港口市场窄幅走高后窄幅下调，市场成交偏淡，观望气氛浓厚。短期国内甲醇市场或整理运行为主。西北地区出货不一，盘整运行；环渤海地区成交平稳，稳中有升；淮海、华中地区需求一般，局部走高；期货走势上扬，华东、华南港口窄幅走高。西北整体高位盘整，库存压力不大，部分出货一般；内地其他地区整理为主，下游按需采购，鲁南、华中等区域内供应压力不大，部分出货转好成交重心上移。港口方面，甲醇期货延续上扬趋势，午后稍有下调，港口市场窄幅走高后窄幅下调，市场成交偏淡，观望气氛浓厚。短期国内甲醇市场或整理运行为主。期货盘面价格反复，原油走强，但甲醇需求弱势，下游利润下降。

开工率为 69%，小涨 2.2%

国内甲醇整体装置开工负荷为 69.81%，环比上涨 2.22%；西北地区的开工负荷为 80.76%，环比上涨 7.67%。本周期内，西北地区部分煤制烯烃配套甲醇恢复运行，导致西北地区甲醇开工率上涨。国内煤(甲醇)制烯烃装置平均开工率在 76.93%，较上周略下降 0.88 个百分点。沿海地区(江苏、浙江和华南地区)甲醇库存大幅下降至 77.38 万吨，整体沿海地区甲醇整体可流通货源预估在 22.9 万吨附近。

新增产能投放较多

从国内甲醇新增供应方面来看，2018 年下半年仍有部分甲醇新装置投产，但大多配套下游一体化装置。如山西晋煤华昱 100 万吨/年甲醇装置已投产，下游烯烃装置待建；鲁西化工 80 万吨/年甲醇装置计划于 10 月投产；久泰能源和中安联合均为甲醇制烯烃(CTO)装置计划年底投产，其装置稳定运行后需要分别外采甲醇 80 万吨/年和 40 万吨/年。预计随着上述装置的陆续投产，今年甲醇的新增产能在 580 万吨左右，年度产能增速在 6%，继续创下近几年的新低(2017 年为 7.3%，2016 年为 8%)。因此，至 2018 年年底国内甲醇供应将继续增长，但供应增量不大。

库存继续攀升至于 74 万吨

2018 年 9 月 7-13 日，甲醇进口利润震荡走高，目前处于历史中低位，本周期平均为 34.48 元/吨，环比增加 33.63 元/吨。本周期内港口到港量为 16.855 万吨，港口库存增加，截止 2018 年 9 月 13 日，港口库存量为 77.38 万吨，环比降低 11.47%，处于历史中高位。

人民币贬值导致进口成本增加

今年 1 月逆周期因子启动期间人民币从 6.86 升值至 6.41。人民币升值进口利润重新打开，到港增量最少要到下月中旬才能显现。受此影响，进口甲醇的成本大幅上升，国内企业更倾向于使用国内货源。

进口量预期下降

近期甲醇进口量一直未有起色，预估 7 月份甲醇进口量在 56.55 万吨，虽然比 6 月上升 10.65 万吨，但相比 4 月 65 万吨的峰值量仍低。据海关统计，8 月份甲醇进口量为 56.55 万吨，环比增加 10.65 万吨，同比增长 10.65 万吨。目前甲醇进口量仍处于低位，预计未来一段时间内进口量仍将维持低位。国内甲醇价格相对全球市场仍处于

低位，8月份出口量仍将会继续增加，甲醇现货价格仍有很多不确定性。汇率波动也抬升了进口成本。6月初人民币兑美元中间价为6.4，现在则为6.85，相当于每吨增加80元成本，且国内主港到岸价相比其他地区没有优势，中国主港价为402美元/吨。相比去年780万吨的进口，估计今年会略微下降。

传统需求疲软，MTO 利润-50

下游烯烃装置开工率68%，较上周下降，因神华CTO装置停车检修。二甲醚开工率继续小幅下降，价格先涨后跌，需求减弱；甲醛开工率小幅回升，价格偏弱运行，主要受原料下跌带动。醋酸开工率下降，现货价格平稳，华北略涨，因河北建滔因电力问题短停导致供应紧张。目前传统下游需求弱，下游降负停产抵制高价。同时，MTO利润已经转为负。后期pp烯烃价格难有大涨。

2 综合分析

供应端3季度投产，压力较大。MTO利润为负，甲醇压力陡增。原油价格处于震荡区间，化工品震荡为主。而西北现货价格陆续提价，目前西北价格达到3000元/吨，因库存下降。

需求端，传统需求疲软，pp价格回落较快，MTO需求受阻。供应略微大于需求。价格目前处于高位，部分现货商期限套利略有利润，上涨压力较大。

总体上，甲醇短期受成本支撑处于强势，但需求低迷，下游mto利润较差。操作上，MA901受成本支撑，但需求逐步走弱，整体供应充裕，需求略差，维持区间震荡操作思路，范围在（3100，3350），反弹抛空操作。

3 甲醇主要数据

图表 39: 甲醇收盘价



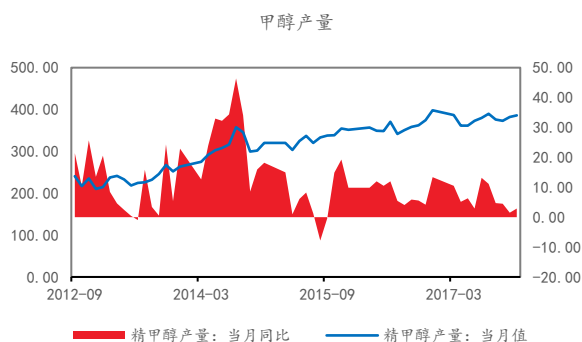
资料来源：万得资讯，中投期货研究部

图表 40: 甲醇出厂价



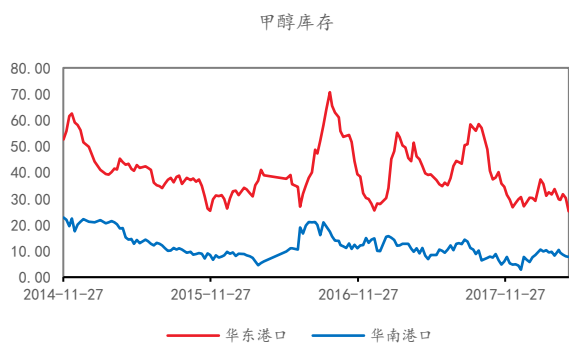
资料来源：万得资讯，中投期货研究部

图表 41: 甲醇产量



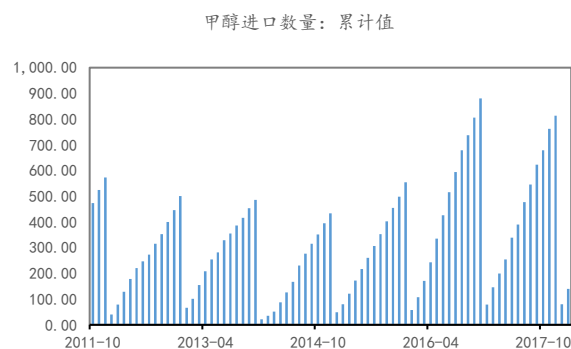
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 43: 甲醇库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 42: 甲醇进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 44: 丙烯现货价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

天然橡胶

1 行情回顾

沪胶主力合约 1901 本周震荡反弹，收盘于 12465 元/吨。东南亚主产区正在进入旺产季，天然橡胶产量稳步回升，在不发生严重自然灾害的前提下，东南亚橡胶产量直到明年 1 月都不会减少。印度南部洪水造成喀拉拉邦橡胶减产，但全球天然橡胶供应过剩格局难以改变，关注厄尔尼诺现象在未来的影响。国内胶水收购价格接近弃割水平，割胶利润微薄，迫使国营胶企部分替代种植，民营胶园多选择停割养树。青岛保税区橡胶库存整体处于累库周期，上期所注册仓单不断刷新历史记录，市场面临空前的库存压力。8 月重卡市场处于淡季，销量开始加速下滑，汽车产销增速趋于放缓。20 号胶计划上市的消息对沪胶情绪造成冲击，将彻底改变国内天然橡胶市场交易规则。

2 基本分析

供给侧

橡胶树种植 7 年可以产出胶水，树龄 10—35 年处于高产的青壮年时期。2000 年第一轮种植热潮开始，2009—2012 年间为第二轮种植高峰期，相应地，在供应压力下，橡胶价格自 2011 年开启长达 7 年的下跌。目前产胶国还有大量树龄在 10 年以下的高产树种，具有较大的供应释放潜力，理论上本轮产能释放在 2018—2019 年达到峰值，并将延续至 2021 年左右。季节性规律来看，4—5 月是割胶过度期，6 月新胶上市至今供应逐步增加，在不发生严重自然灾害的前提下，东南亚橡胶产量直到明年 1 月都不会减少。

三季度东南亚主产区天然橡胶产量继续稳步回升。ANRPC 最新数据显示，7 月成员国产量达到 104.3 万吨，同比增加 1.94%，环比大增 9.3%。虽然同比增幅较二季度有所收窄，但绝对值创年内新高，连续 4 个月保持在 94 万吨以上。1—7 月 ANRPC 成员国橡胶产量增长 4.7%，去年同期增速为 8.8%，但泰国增速高达 14%。ANRPC 预计，2018 年全球天然橡胶产量为 1378.4 万吨，同比增长 4.5%，总需求增长 2.8%。进入旺产季橡胶产量料将有增无减，供应压力下短期难以走出熊市。泰国杯胶原料价格维持在 36 泰铢/公斤的较低水平，最低价格是在 30 泰铢/公斤以下，目前泰国橡胶加工厂利润在 40 美元/吨左右，进一步下跌或引发减产。

ANRPC 最新公布的报告显示，2018 年 1-7 月，全球天然橡胶产量同比增加 3.7%至 737.2 万吨；同期消费量同比增加 5.2%至 815.8 万吨；前 7 个月市场供应缺口达到 78.6 万吨。7-8 月 ANRPC 部分成员国遭受了不同程度的恶劣天气影响，比如洪水和台风等，导致前 7 个月越南天然橡胶产量同比减少 17.6%，马来西亚产量同比减少 16.5%，印度产量减少 8.5%，斯里兰卡减少 10.3%。单就统计数据而言，似乎橡胶处于供不应求的卖方市场，然而橡胶整体仍然面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面。买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。

橡胶供应过剩的大背景下，自然灾害引发的减产预期顺应久跌必涨的市场心态，成为一个经典的炒作题材。鉴于橡胶公路事件冷却后，期货盘面再度打回原形，资金的驱动下新一轮天气炒作或应运而生。近期东南亚橡胶产区强降雨天气有发酵迹象，据新华社报道，印度南部喀拉拉邦正在遭受近百年来最严重的洪水。喀拉拉邦是印度传统的天然橡胶主产区，橡胶产量占全国总产量的 85%以上，当地农民多从事橡胶种植业为主。由于降雨连绵不绝，割胶作业难以正常开展，据悉 8 月原料几乎绝收，市场实际到货量可以忽略不计。印度 40%以上的天然橡胶需求要通过进口来满足，洪水已经对橡胶产量造成严重打击，印度国内橡胶市场出现供需缺口，进而增加从其他产胶国的进口需求。

客观看，局部地区的洪涝灾害对全球天然橡胶产量影响有限。橡胶树是原产于亚马逊热带雨林的落叶乔木，后经人工引种至东南亚。原产地高温多雨的气候环境下，植被经常处于河水浸泡中，对洪涝的耐受能力很强。干旱和低温才是对橡胶树最大的威胁，然而洪水给人的视觉冲击直观强烈，更易引发炒作情绪。事实上，各种导致减产的自然灾害每年都会发生，这是正常普遍的现象。尽管泰国遭受 2016 年的干旱和 2017 年的洪水，天然橡胶产量仍然有增无减。今年东南亚橡胶主产区物候条件良好，泰国南部降水和雨日分布较为适宜，有利于橡胶树生长和胶农割胶活动。橡胶供应高速增长已经包含病害偶发的因素，但假设极端天气更甚，泰国橡胶供应更趋紧张，则橡胶供应过剩的局面难以逆转。

关注国内天然橡胶供应情况。目前海南产区橡胶树种植面积总计 810 万亩，海胶集团拥有橡胶林 353 万亩，橡胶加工厂 15 座，产品以全乳胶和浓缩乳胶为主。橡胶年产量总计 25 万吨，其中全乳胶 13—15 万吨，浓缩乳胶 10 万吨左右。生产的全乳胶大部分制作成标准仓单，15%—18%直接流向下游工厂，每年销往普利司通、韩泰等轮胎企业 4—5 万吨。由于 8 月降雨较往年异常增多，加工厂胶水收购量普遍偏低，为争夺原料来源，国营民营胶厂竞相抬高胶水收购价格。环保检查主要影响民营橡胶工厂开工，但有利于胶水流入配套设施完备的国营胶厂。在环保政策高压下，海胶集团去年投入 3 亿元处理污水，今年又追加 1.5 亿实现零排放，但合规的同时增加了成本负担。据了解，海南天然橡胶价格在 13500 元/吨以上可覆盖直接生产成本，15000 元/吨以上才能覆盖投入成本。目前胶水收购价格接近弃割水平，胶市低迷迫使海胶集团将 100 万亩橡胶林改种植其他作物，成本端具有较强支撑。

根据相关调研结果，由于胶价低迷叠加 8 月降雨过多，海南国营胶厂产量整体偏低，处于近年来效益最差的时期。某国营胶厂降雨期间每天仅能收购胶水 100 吨左右，对比正常天气可收 400 吨，乳胶产量收缩明显。今年浓缩乳胶价格和利润相对较高，该厂正在建造产能 3 万吨的浓缩乳胶生产线，产品利润高于全乳胶，质量优于民营乳胶。相对而言，海南民营胶厂乳胶生产成本偏低，低于国营胶厂成本 300 元/吨，销售价格亦低于国营 200 元/吨，但在原料收购方面不具有竞争优势。乳胶加工成本来看，国营加工费 900 元/吨，民营加工费 600 元/吨，完全成本在此基础上再加 300 元。目前国营胶厂胶水收购价为 10.7—10.9 元/公斤，干含量在 32%，二盘商收胶价 10 元/公斤左右，据悉当价格低于 9 元/公斤将很难收到胶水。三季度民营胶林弃割率约为 1/3，割胶利润微薄而人工费用较高，民营橡胶园主多会选择停割养树。

需求端

ANRPC 在报告中公布，2018 上半年，全球天然橡胶供应量为 621.4 万吨，同比增长 4.5%；全球天然橡胶需求量为 696 万吨，同比增长 5%；天然橡胶供需缺口达到 74.6 万吨。ANRPC 预计，2018 全年世界天然橡胶产量将增加 5.2%至 1404 万吨，需求将增加 5.7%至 1413.6 万吨，需求整体超过了供应水平。ANRPC 作为全球最权威的天然橡胶研究机构，我们没有理由质疑其数据的真实性。2017—2018 年度橡胶产量激增是上一轮种植热潮的结果，到 2019 年后开割面积增长率将趋于放缓，然而供应量的绝对值和供需关系的相对过剩需要相当长的时间去调整。考虑到目前胶价低迷，很多适龄橡胶树处于弃割状态，一旦价格开始回暖，还将有更多产能释放出来，因此橡胶的趋势性反转将是一个长期反复的过程。

山东地区强降雨天气结束后，轮胎工厂逐渐恢复正常生产，轮胎开工率出现回升，截至 9 月 14 日，国内全钢胎开工率为 70.05%，半钢胎开工率为 63.26%。虽然夏季天气炎热，但新规使得轮胎寿命较往年同期有效延长，替换胎市场表现偏弱。据了解，近期轮胎库存有所上升，后期经销商或推出优惠促销手段以去化库存。6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 7738 万条，同比增长 1.6%；1—6 月国内轮胎产量为 43547.2 万条，同比仅微增 0.3%。国家统计局数据显示，2018 年以来，中国轮胎产量累计增长率在 0.1%—0.3%左右，部分月份产量同比出现下滑。目前国内轮胎行业处于整合升级阶段，存在结构性的产能过剩，预计下半年轮胎需求整体疲软。

卓创对国内全钢胎经销商的调研结果显示，8 月全钢胎销量较上月基本持平占比为 43%，环比上升占 40%，仅有 17%出现下滑。销量持稳的主要原因有三：8 月是全钢胎需求的小高潮，夏季高温天气加速轮胎损耗，替换胎市场活跃度有所回升；中下旬山东地区持续暴雨，众多轮胎工厂停产十数日，对货源供应的连续性和稳定性影响极大；7 月全钢胎销量基数较小。但恶劣天气同样抑制需求，受灾地区道路积水严重，物流运输车辆无法通行。此外，环保督查力度未见衰减，山西等矿区尤为明显，运力受阻令轮胎销量难有增长。关于 9 月全钢胎市场，夏季限电及强降雨天气结束后，轮胎厂开工率能够得到保证，基本可实现连贯生产。鉴于目前轮胎开工处于非正常低位，预计全钢胎开工率将有超过 10%的提升空间。市场销量来看，全钢胎销量进一步下滑的态势正在收窄，刚性需求存在季节性向好的支撑，但较往年同期力度有限。

2018 年随着重卡进入销售淡季，没能重现去年淡季不淡的现象，持续火爆的重卡市场在 7 月戛然而止，8 月开始加速下滑。8 月全国重卡市场累计销售各类车型 7.2 万辆，同比跌幅达 23%，环比下降 4%；1—8 月国内重卡销量总计 81.84 万辆，较去年同期增长 7%。上半年重卡市场多次刷新月度销量纪录，3 月创下 13.89 万辆的历史最高水平，但 8 月为年初迄今销量下滑最大的月份；重卡销量的累计增长率正在逐月递减，前 6 个月同比增幅为 15.11%，前 7 个月降至 10.56%，前 8 个月继续缩窄到 7%。8 月重卡销量加速下滑的原因有三：随着高温和雨季到来，重卡需求步入传统淡季，物流车和工程车需求均位于低谷；前期重卡市场订单过度透支，公路运力过剩导致运价低迷，抑制新车的购买需求；重

卡行业库存偏高，下半年对经销商造成一定去库存压力，重卡厂商等待金九银十旺季销量冲刺。

中国汽车工业协会统计显示，8 月全国汽车产销量同比均有所下降，今年以来汽车产销量保持小幅增长，但增速较前期有一定回落。8 月中国汽车产量为 199.99 万辆，同比减少 4.38%，环比下降 2.10%；汽车销量为 210.34 万辆，同比下降 3.75%，环比大幅增长 11.34%。1—8 月，中国汽车产销量分别为 1813.47 万辆和 1809.61 万辆，同比分别增长 2.77% 和 3.53%，增速较前期回落约 0.8 个百分点。具体来看，商用车产销情况整体好于乘用车。8 月乘用车生产 170.52 万辆，同比减少 4.71%，环比下降 1.16%；销售 178.99 万辆，同比下降 4.55%，环比增长 12.60%；1—8 月乘用车产销量分别为 1531.88 万辆和 1519.26 万辆，同比分别增长 1.92% 和 2.60%。8 月商用车生产 29.47 万辆，同比下降 2.43%，环比减少 7.17%；销售 31.35 万辆，同比增加 1.11%，环比增长 4.65%；1—8 月商用车产销量分别为 281.58 万辆和 290.35 万辆，同比分别增长 7.69% 和 8.71%。作为橡胶轮胎的消费终端，汽车产销增速趋于放缓，长期拖累橡胶下游需求。

期现库存

6—7 月进口到港货源回升后，8 月青岛保税区橡胶库存整体保持稳定增长态势。尽管月内一度出现小幅回落，但截至 8 月 31 日，青岛保税区橡胶总库存增至 21.79 万吨，其中天然橡胶库存 9.23 万吨，较上期大幅增长 19.56%。期货库存方面压力更甚，截至 9 月 18 日，上期所天然橡胶注册仓单总计 51.51 万吨。橡胶仓单数量自 2017 年 11 月强制注销后呈直线上升走势，不断刷新历史最高纪录且从未回调。粗略统计下，目前交易所库存约 50 万吨，青岛保税区约 20 万吨，再加上区外库存以及社会库存，全国橡胶总库存估计在 100 万吨以上。在现有橡胶期货的交割规则下，远月合约高升水吸引套利盘资金，2017 年套利现货规模一度扩大至 150 万吨，市场流通库存长期维持在 100 万吨左右。每年 11 月老胶强行出库转为现货，而新胶继续套在盘面上，只有交易所库存屡创新高。橡胶天量库存对市场造成巨大压力，在库存没有得到有效去化之前，始终对橡胶价格构成压制。

11 月合约交割结束后，将有 30 余万吨老胶仓单被强制注销转为现货，市场面临空前的交割压力。究其原因，在于终端对全乳胶的需求微乎其微。橡胶下游最主要的轮胎制造业极少采用全乳胶，即便行业巨头全乳胶年消耗量亦不足 2000 吨。原本橡胶轮胎内胎生产对全乳胶有一定需求，然而近年来随着无内胎全钢胎和丁基胶内胎的推广，这部分需求也日渐式微。其他橡胶制品厂商多选择越南 3L 等胶种，或直接在产区获得原料来源，较少从市场购买全乳胶。此外，主要现货品种混合胶增值税税率为 16%，而全乳胶为 10%，存在 6 个点的税差，因此全乳胶需要深度贴水混合胶才有可能吸引下游厂商接盘。技术角度上，全乳胶加工性能较差，无论如何都很难出货，期望市场自然去化几乎是个伪命题。

进出口

中国海关统计数据显示，7 月中国进口天然及合成橡胶共计 57.1 万吨，同比激增达 21.5%，环比降低 5.46%；1—7 月橡胶进口总量为 390.5 万吨，较去年同期基本持平。根据卓创估算，7 月中国天然橡胶（含乳胶及混合胶）进口量约在 47—48 万吨，同比大增 26.5%，环比下降 6%。橡胶进口量连续两个月同比高速增长，创同期历史新高，环比走低则是季节性特征的体现。

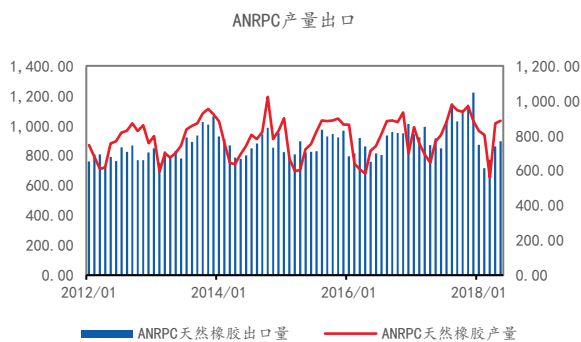
7 月 ANRPC 产胶国出口橡胶总计 85.3 万吨，同比下降 3.51%，环比增长 8.6%，整体处于上升阶段。泰国海关公布的数据显示，7 月泰国天然橡胶出口量为 30.33 万吨，同比增长 6.29%，环比增加 5.98%。分品种看，其中标胶占出口总量的 42%，乳胶出口量占 35%，烟片胶出口量占 15%。其他胶种占比相对较少。6—7 月，泰国天然橡胶船货价格下行走跌，市场出现顺挂的情况，刺激贸易商及下游橡胶制品企业主动补货，导致泰国橡胶出口量同环比双升。8 月东南亚主产区产量稳定，中国消费需求将逐渐恢复，中间商仍有足够的补库动机。在市场惯性作用下，预计 8 月泰国天然橡胶出口量环比将延续上涨但增幅收窄，考虑到美元升值带来的汇率风险，利润空间并不稳定，厂商采购心态保持谨慎。其他主要产胶国方面，7 月印尼橡胶出口量达到 29.9 万吨，环比增幅高达 37.2%；马来西亚出口量稳定在 10 万吨左右，较前期基本持平；越南出口橡胶 12 万吨，环比小幅下滑。

图表 45: 天然橡胶现货价格



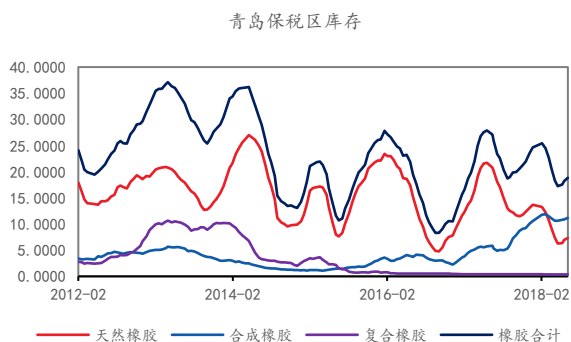
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 47: ANRPC 产量出口



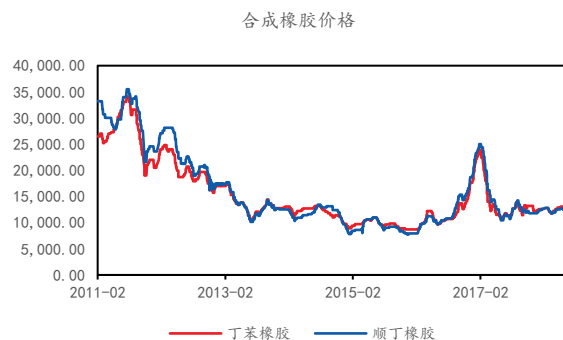
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 49: 青岛保税区库存



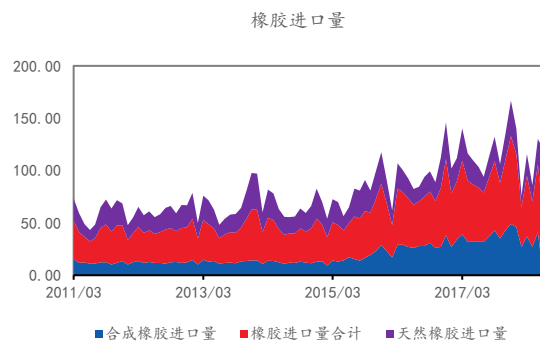
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 46: 合成橡胶价格



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 48: 橡胶进口量



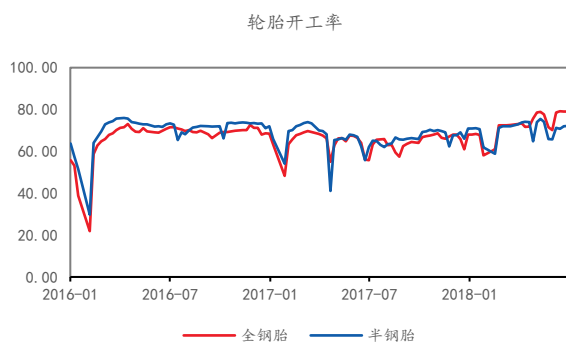
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 50: 上期所注册仓单



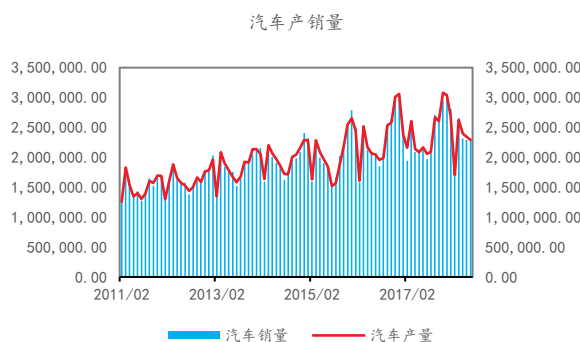
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 51: 轮胎开工率



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 52: 汽车产销量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

3 内在逻辑

价格周期

橡胶价格正处于并将长期处于历史性底部, 即使 2017 年初达到阶段性高点, 随即又开启大幅下跌、持续探底的行情, 2018 年延续弱势下行至今。胶价萎靡不振的本质是由其内生和外生周期波谷的叠加决定的, 而非简单的市场做空力量的打压。其中, 基本面的供应周期, 资金面的套利周期和消息面的政策周期是最具影响力的主导因素。

2018—2019 年度是全球天然橡胶供应的调整期, 产量和进口量承接前期的高基数和高增长。基于橡胶树生长 7 年割胶的特性, 本轮割胶面积的扩张可追溯至 2010—2011 年度橡胶历史顶点时发生的种树热潮。今年主产区物候条件整体良好, 开割时间普遍提前, 尽管胶价低迷挫伤胶农割胶积极性, 大方向仍然是产量的激增。今年天然橡胶进口规模也将有增无减, 产胶国调控和汇率贬值只能造成进口波动性增加, 而无法阻挡进口总量的攀升。由于上半年进口的反季节性特征, 青岛保税区库存周期加速转换, 下半年进入到补库存阶段。

近年来, 天然橡胶呈现明显的远月合约高升水结构, 催生了非标套利贸易模式的盛行。对现货贸易商而言, 橡胶近远月价差已经足够覆盖仓储成本, 因而选择买入混合胶现货, 并在期货市场建立空头, 同时带来了天量库存。日前橡胶近远月价差尚未拉大, 即传出 20 号标胶立项的消息, 造成远月升水去化和套利活动降温。2018 上半年橡胶升贴水结构出现微妙调整, 基差走强的趋势收窄, 9—1 价差未能延续大幅扩张。基于橡胶供应充足而需求疲软的预期, 市场对于远期仍以看空为主。

产业政策方面, 2017 年初橡胶开启暴跌行情至今, ANRPC 主产国先后推出各种政策来提振胶价, 然而并不能有效阻挡橡胶一路下行。无论减产、限制出口还是替代性种植, 历次政策颁布之初, 多会引发市场阶段性反弹。但此类举措无法从根本上解决供应过剩的问题, 且反复出台形成边际效益递减, 以至于产胶国政策被视为反弹抛空的信号。

供给红利

在需求端较为平稳的情况下, 供应端变化对橡胶行情的影响较大。全球天然橡胶供需关系正处于并将长期处于产能过剩阶段, 一般来说, 橡胶产量的增加有四大红利。一是价格红利: 传统经济理论中, 供给量与价格成正相关, 几乎适用于所有商品。二是规模红利: 高胶价时大量种植橡胶树, 导致后期割胶面积扩大。三是青年红利: 橡胶树的经济寿命平均为 30 年左右, 7—15 龄树产胶量增速最高, 目前东南亚产区青年橡胶树占比较大。四是困境红利: 对泰国的 600 万胶农而言, 大部分以割胶作为唯一职业, 售卖原料几乎是全部的经济来源。尽管胶价低迷, 但仍要维持生计, 只能提高割胶频率以换取生活必需品, 结果是产量更大而价格更低。不同于西方经济学, 生产者困境有悖于理性人的假设, 但却是现实存在的。橡胶价格跌破主流生产现金成本不一定等于触底信号, 由于供给红利的存在, 底部是复杂和难以把握的。

近期全球气候表现较为不稳定，日前气象机构表示，未来大概率发生厄尔尼诺现象。受此影响，今年东南亚橡胶主产区多地出现台风、强降水等极端天气。进入 6 月以来，印度东北部、越南北部持续暴雨引发洪水、山体滑坡和泥石流等自然灾害；7—8 月降雨更为频繁，泰国北部及东北部、越南北部、老挝、缅甸和印度各国不同程度地遭受洪涝灾害。在 2017 年刚刚经历了拉尼娜现象之后，紧接着发生厄尔尼诺现象，有可能令局部地区气候剧变。具体来讲，易导致太平洋中东部及南美太平洋沿岸国家发生洪涝灾害，而印度、印尼、澳大利亚将严重干旱，对这一带的天然橡胶、棕榈、咖啡等热带经济作物种植产生较大影响。关于厄尔尼诺现象发生的时间节点，根据中国国家气候中心和美国气象局的预测，2018 年秋季基本确定进入厄尔尼诺状态，秋季出现厄尔尼诺的概率为 65%，冬季则接近 70%。

厄尔尼诺现象的发生时间，与泰国天然橡胶旺产季基本重合，并有可能延续影响到明年开割初期。从主要产胶国的生产周期可以看出，泰国、马来西亚、越南和中国的旺产期都集中在北半球的秋冬季节，主要原因是进入 9 月后降水减少，天气条件有利于割胶。今年雨季降水较多，割胶天数不足影响产量释放，进入旺产季后产量大量释放的预期相对较强。当厄尔尼诺现象发生时，上述橡胶主产区降水将有所减少，对割胶条件较为有利，在初期有利于产量的释放。然而，如果厄尔尼诺现象的强度较高，那么干旱的严重性将在明年春季集中体现，造成新一轮开割出现推迟的情况。异常干旱会导致橡胶树加速落叶，以及影响抽新芽，热带地区还会伴随出现低温天气。目前来看，厄尔尼诺发生概率较高，年内对产区的作用有限，但预期对明年开割有较大影响。历史经验来看，2015 年全球发生较强的厄尔尼诺现象，对当期旺产季影响较小，但 2016 年初的干旱直接导致泰国产区 and 国内云南、海南产区均向后推迟开割 15 天到一个月的时间。

4 总结建议

现阶段天然橡胶的核心矛盾是：供应、套利和政策周期波谷的叠加重合，价格周期底部遭遇产业结构调整。供需关系上看，全球天然橡胶的消费增速低于产量增速，供大于求的主要矛盾仍未改变。最新统计数据无疑证实了全球天然橡胶供应红利理论，橡胶严重的供应过剩沿产量—进口—库存环节在产业链传递累积，这一现象在未来相当长的时间内都将成为常态。目前盘面运行于成本线附近，价格回归后在底部的韧性较强，形态上表现为反复震荡筑底。

下半年橡胶前景依然不容乐观，在自身基本面疲弱缺乏支撑的前提下，市场对宏观经济的预期将成为主导因素。橡胶本身金融属性较强，叠加系统性风险形成的利空，易引发盘面回撤。然而在历史相对低位和价值绝对低点上，市场对趋势性下跌的抵抗能力亦有所增强。在橡胶漫长的熊市中，多头炒作题材不断涌现，价值洼地、气象灾害、政策利好、工业品轮动、板块效应、人民币贬值等论调层出不穷。每一次底部上的反弹都是良机，炒作氛围浓厚时静观其变，话题热度冷却后出手抛空。

橡胶价格已经处于历史性底部，但不排除向更低位置下探的可能，利好消息对市场的提振亦难免边际弱化。橡胶左侧交易难度较大，操作上宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点，运行区间(11600,13000)。

PTA

1 走勢回顧

本周，PTA 期貨主力 1901 合約震盪下行後小幅回調。最高價達到 7420 元/噸，周度跌幅達到 -1.69%，區間振幅達到了 4.58%。本周合約成交量為 696 萬手，與上周相比有較大的萎縮，持倉量淨減少 91044 手。

2 基本面分析

PX 即將迎來投產高峰，利潤或將快速向產業鏈下游轉移

近年來，受多種因素影響，PX 產能增長緩慢，遠遠不能滿足下游的需求，造成巨大供給缺口，且逐年擴大，PTA 工廠只能依賴於向周邊國家進口，PX 對外依存度逐年攀高。2017 四季度以來，國內 PX 供需緊張，PX 社會庫存持續走低。2018 年下半年，受 PX 供需緊張、下游 PTA 大漲影響，PX 價格快速攀升，PX-nap 價差最高擴大到 691.7 美元/噸，創 2013 年 3 月以來的新高。恒力石化、恒逸石化、盛虹石化和榮盛集團等民營 PTA/聚酯企業先後建設以芳烴聯合裝置為核心的煉化一體化項目，預計 2018 年下半年到 2021 年中國 PX 新增產能呈現井噴式增長，亞洲 PX 供需將迎來新格局，PTA 產業鏈利潤將從上游向中下游轉移。

隨著自主知識產權技術突破及項目審批權的下放，企業投資 PX 項目建設的熱情高漲。恒力石化、恒逸石化、盛虹石化和榮盛集團等民營 PTA/聚酯企業先後建設以芳烴聯合裝置為核心的煉化一體化項目，預計 2018 年下半年到 2021 年中國 PX 新增產能呈現井噴式增長，亞洲 PX 供需將迎來新格局，PTA 產業鏈利潤將從上游向中下游轉移。國內有幾套大型煉化一體項目正在建設中，其中有 3 個煉化基地涉及到 PX 裝置，合計產能為 1530 萬噸，2017 年 4 月 14 日大連恒力 2000 萬噸/年煉化一體化項目熱電廠鍋爐第一根鋼結構吊裝成功，標誌著大連恒力煉化一體化項目正式進入安裝階段，公司最早預計 2018 年 10 月份全部建設完成，但受不確定因素影響預計 2019 年初投產。另外浙江石化一期 400 萬噸/年 PX 裝置也將在 2019 年初投產，江蘇盛虹進度略慢，預計 2019 年下半年投產。

而國內非煉化一體項目的 PX 新產能同樣較多，特別是二期項目，例如中金石化、海南煉化等，隨著大連恒力石化順利施工，其他 PX 項目也是緊鑼密鼓的建設，企業間的競爭開始白熱化。2019 年統計在內的亞洲 PX 新裝置有 8 套，排除推遲等不確定性因素，保守預計新投產 5-6 套，其中浙江石化、恒逸文萊、大連恒力石化 1 季度即可投產，此外福海創 160 萬噸/年 PX 裝置 2018 年底之前重啟可能性較大，該公司正在組織重啟工作，明年 PX 整體供應量將大幅增加，進口量或將明顯減少，而日韓等 PX 出口大國極大可能讓利銷售，與國內企業形成競爭，今年 7 月下旬開始 PX 出現一波急速拉漲行情，PX 利潤已經創出近年來新高，與原料價差繼續拉寬可能性不大。因此預計 2019 年隨著國內 PX 自給率逐步提升，PX 價格及利潤將會遭到打壓，日韓炒作能力亦將減弱，定價權逐步轉移至中國國內市場。

減產繼續影響聚酯價格，短期內下行壓力依然較大

8 月份開始，聚酯瓶片行業在成本大幅上漲的狀態下，價格迅速暴漲，然而在暴漲之後必有大跌，現如今，在聚酯行業減產力度加強之下，聚酯瓶片呈現大跌走勢。

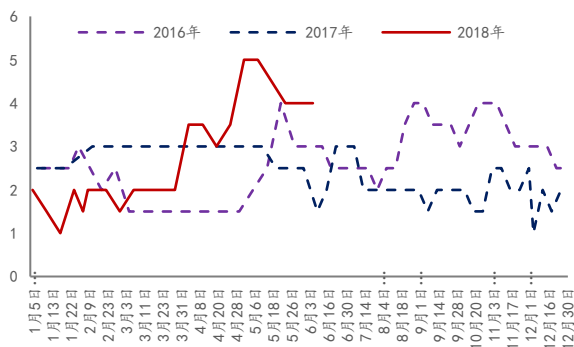
上周 PTA 在市場利空打壓下，期貨面大幅回落，現貨市場價格重心也是跌勢難止，跌幅較大；截至上周五，內盤市場報價大幅下行至 7800-7880 元/噸左右，成交商談則走跌至 7700-7750 元/噸附近，市場交投氣氛普遍偏淡。乙二醇在聚酯大盤壓制下，市場行情低迷前行，價格重心多有回落；截至周五，內盤價格大幅下降至 7100-7150 元/噸。

上周 PET 市場價格快速回落。9 月 14 日—20 日，僅四個工作日的時間，PTA 現貨價格便下跌 1510 元/噸，同時乙二醇也跌勢運行，成本端的快速塌陷，加之下游對聚酯瓶片高價的抵觸情緒，導致上周聚酯瓶片價格迅速回落。

加之双节临近，下游大厂及中间商均有一定的备货需求，周内大单不断刷新低价，高价货源迅速退市。下跌行情中，中间商心态尤为偏空，部分抛货退市，加重市场看空氛围令市场跌势加速。截至上周四，华东地区聚酯瓶片水瓶料重心 10200-10300 元/吨，部分价格更低。

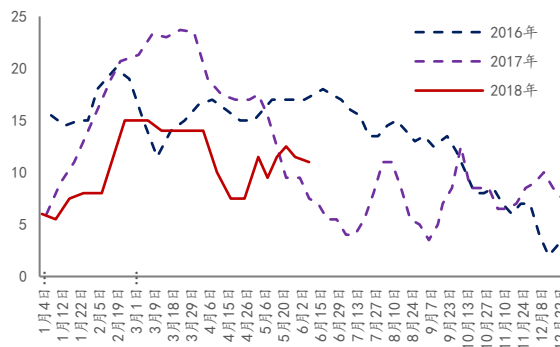
聚酯行业减产力度加强，PTA 现货紧张局面将缓解，有一定的偏空预期，乙二醇需求端转弱，但 9 月交割期内现货回补对价格有一定支撑。聚酯瓶片工厂近期接单数量有限，下游大厂更倾向于中间商的低价货源，而部分工厂有一定的接单心态，故在成本端走势偏弱及下游需求转弱的状态下，市场重心存有一定的让利可能，成本端下跌空间有限。重心参考 10000-10200 元/吨。

图表 53: PTA 库存季节图表



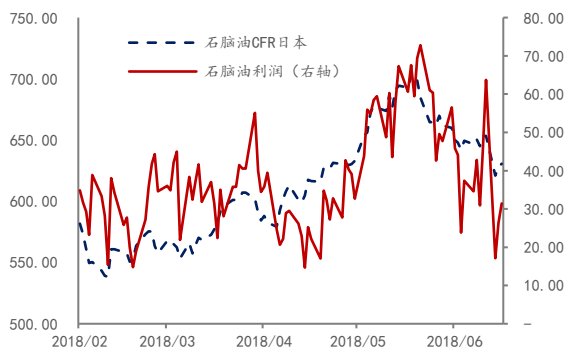
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 涤纶库存季节图表



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55: 石脑油价格与生产利润



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: PX 价格与生产利润



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

整体来看，PTA 依然以震荡偏弱的走势为主。目前中美贸易摩擦的现状难以对 PTA 市场产生实质性冲击。虽然价格下方受到供需紧张和库存偏低的影响，支撑较强，但是目前产业链的整体运行已经不允许利润过多的停留于上游，只有利润再次分配，才能使得产业链保持顺畅的运行。盘面操作上依然以逢高抛空操作为主。

油脂油料：美豆触底回升，大连市场粕强油弱

1 外部豆类市场分析

美豆开启收割大幕，保持丰产预期

美国农业部在 9 月大豆供需报告中预计，2018 年美国大豆单产为 52.8 蒲式耳/英亩，总产量预计达到 1.2773 亿吨的新纪录，较上月预测值提高近 300 万吨，并直接导致 2018/19 年度美豆期末库存升至创纪录的 2300 万吨高位，同比增幅高达 114%。本周美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 9 月 16 日当周，美国大豆优良率为 67%，去年同期为 59%，当周美国大豆落叶率为 53%，此前一周为 31%，去年同期为 38%，五年均值为 36%。本周首次公布了美豆收割数据，收割率为 6%，高于市场预估的 5%，去年同期为 4%，五年均值为 3%。美豆收割大幕已经开启，天气炒作窗口即将关闭，实现预期产量的前景保持乐观。

中美贸易战再度升级，美豆出口前景难言乐观

本周初，美国白宫宣布将从 9 月 24 日起，对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征税率 10% 关税，并将于 2019 年 1 月 1 日将税率标准提升至 25%。中国国务院关税税则委员会于 9 月 18 日晚间宣布，决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 10% 或 5% 的关税，同样自 9 月 24 日起实施，并表示如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应。中美贸易战呈现升级扩大之势，美国大豆对华出口前景仍看不改善的迹象。此外，美国农业部公布的出口销售报告显示，截止 9 月 13 日当周，美国大豆出口净销售量为 99.76 万吨，当周大豆出口装船量为 80.09 万吨。虽然美豆出口数据超出市场预估，但中国方面并未有新增订单，且中国进口商还在取消美豆订单。数据显示，自 6 月份以来中国基本停止采购美国大豆。

2 国内油脂油料市场分析

生猪存栏量降幅加快，非洲猪瘟疫情影响仍未消除

农业农村部发布的数据显示，根据监测数据显示，今年 8 月我国生猪存栏量环比下降 0.3%，同比降幅 2.4%；能繁母猪存栏量环比下降 1.1%，同比降幅 4.8%。8 月份生猪存栏量同比降速加快，除了环保限产和局地灾害天气外，非洲猪瘟在多地爆发也是重要原因。本周，国内仍有非洲猪瘟疫情报告案例，疫情防控工作仍然艰巨，不利于中小养殖户补栏。9 月受疫情增多和双节集中出栏影响，预计国内生猪存栏量将有大概率继续下降。生猪存栏量降幅加快，对国内豆粕消费形成不利影响。

远期大豆供应缺口担忧减弱，豆粕涨势趋缓

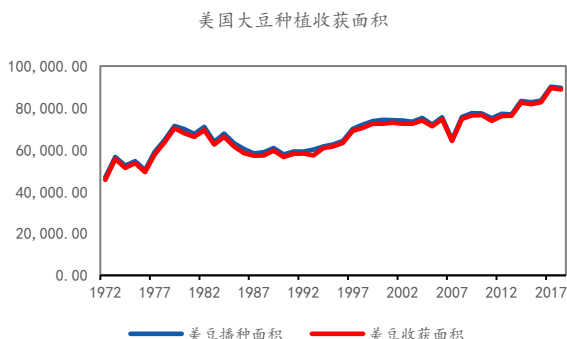
受中美贸易战持续影响，中国进口商超常规采购巴西大豆，并扩大加拿大等国大豆进口以增加国内大豆供应。与此同时，国内饲料企业为应对远期豆粕供应不足，积极探讨调整饲料配方，降低豆粕在饲料中的添加比例。据业内一家大型企业测算，如果我国生猪饲料中现行 20% 的豆粕添加比例能调整至国际平均水平 12% 的话，一年可因此减少超过 2500 万吨的大豆消费，再加上其他措施增加蛋白供应，基本上可以使我国饲料企业摆脱对美国大豆的依赖。虽然这项调整饲料配方的举措需要时间推广，但对于克服当前中美贸易战对中国大豆供应造成的被动局面以及减少饲料中的蛋白浪费均具有积极作用。另外，根据船期推测，9 月份进口大豆到港量预计为 762 万吨，10 月份初步预计为 700 万吨，11 月份可能降至 590 万吨，如果后期仍缺少美豆供应，国内明年 1 月进口大豆可能不足 300 万吨。整体来看，当前及未来数月国内大豆供应仍较为充足，市场对冬季大豆供应缺口的担忧情绪下降，豆粕市场看涨预期减弱，涨势趋缓。

3 油脂油料市场操作建议

中美贸易战和美豆丰产仍是当前主导市场的两大核心要素，美豆虽在触及10年低点位置获得技术买盘止跌回升，但反弹能否深化仍取决于需求层面的配合，尤其是中国进口商能否在美豆进口成本与巴西大豆进口成本基本持平时采购美豆。当前巴西大豆可供出口资源所剩无几，可以从近期巴西大豆离岸升贴水再度明显反弹看出端倪，并将继续支撑国内大豆到港成本价保持坚挺，进而提升豆粕现货市场的抗跌性。在国内豆粕需求下降等因素作用下，市场对四季度国内大豆供应缺口的担忧情绪下降，大豆供应缺口可能延至明年年初显现。受此影响，1901豆粕合约反弹节奏放缓，有望视国内供应情况保持缓慢抬升状态。从操作上看，豆粕1901期货仍以逢低做多的思路为主，饲料企业和贸易商可适量增加1901豆粕基差采购量，提前锁定货权，防止市场突变而处于被动。国产大豆进入收割季，新豆上市压力以及临储低价拍卖仍会制约价格反弹，可保持观望等待市场明朗。油脂市场供应充足而需求平稳，尤其是棕榈油乐观的产量前景将会对国内豆油及菜油供应形成巨大替代效应，整个油脂板块反弹潜力不足，有望继续保持区间震荡特征。

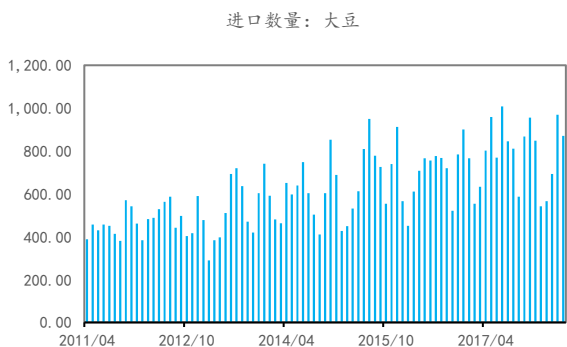
4 油脂油料市场主要数据

图表 57: 美国大豆种植收获面积



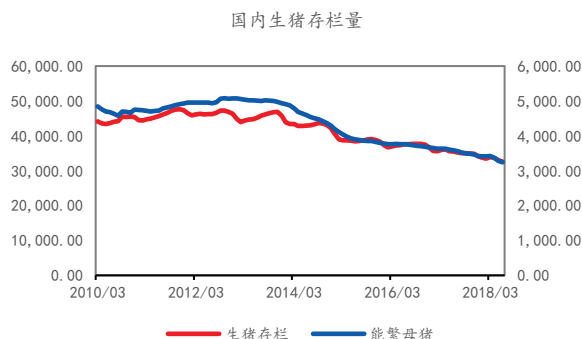
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 59: 大豆进口数量



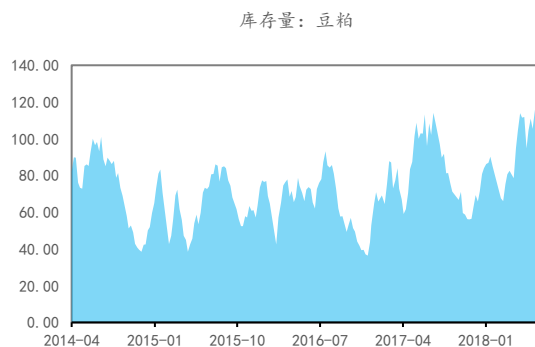
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 58: 国内生猪存栏量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 60: 国内豆粕库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

白糖

1 白糖市场供求分析

下调 2018/19 年度全球糖供应过剩预估至 424 万吨

分析机构 Green Pool 周四下调其对 2018/19 年度全球糖供应过剩量的预估至 424 万吨(原糖值), 此前预估为 662 万吨。该总部位于澳洲的分析机构在报告中称:“导致 2018/19 年度过剩量预估减少的主要原因是欧盟和巴西中南部产量下降。” Green Pool 预估欧盟 2018/19 年度糖产量为 1,770 万吨(白糖值), 低于上一年度的 1,980 万吨。“持续炎热干旱的天气目前对欧盟甜菜及糖产量前景构成压力。” 巴西中南部

山竹影响有限, 造成一定的倒伏, 但增加了降水

最强台风“山竹”在广东登陆后将横穿广西, 给当地带来持续的大风和大面积的降水。据悉, 当前广西与湛江的甘蔗株高已经超过 2 米, 台风带来的大量降雨和大风或使得台风经过的蔗区甘蔗出现头重脚轻的情况, 甘蔗容易出现倒伏, 甚至折茎, 这会影响后期甘蔗产量及出糖率。2018/19 年度糖产量预估为 2,830 万吨, 低于上一年度的 3,610 万吨。

19/20 年度巴西中南部糖产量小幅回升

咨询机构 Agroconsult 周二表示, 巴西中南部地区 2019/20 年度甘蔗压榨量预计将达到 5.82 亿吨, 高于上一年度的 5.62 亿吨。预计中南部地区 2019/20 年度糖产量为 2,940 万吨, 高于 2018/19 年度的 2,880 万吨; 2019/20 年度乙醇产量预计为 281 亿公升, 高于上一年度的 277 公升。

印度出口补贴政策导致糖延续过剩局面

澳大利亚贸易部长 Simon Birmingham 称, 印度和巴基斯坦的相关政策已推动了全球糖市场的供应过剩。Birmingham 称:“很明显, 印度和巴基斯坦政府最近推出的出口补贴政策已导致了全球市场供应过剩量增加。” 纽约原糖期货在 8 月 22 日时一度下挫至每磅 9.91 的 10 年低位, 因印度和巴基斯坦均推出价格补贴来提振当地产量。

泰国蔗农寻求额外补贴

泰国 4 家甘蔗种植者协会已致函工业部, 要求获得额外支持, 以弥补全球糖价低迷的不利影响。然而, 目前的问题是 2017-18 榨季的补贴基金已经用尽。去年制定的初始甘蔗价为 880 泰铢/吨 (1 美元=33.32 泰铢), 随着全球市场价格下跌, 最终甘蔗价不到 772 泰铢/吨。这也意味着甘蔗与糖基金需要向糖厂补贴至少 150 亿泰铢来弥补价格差。据悉, 此次补贴导致甘蔗与糖基金亏损 50 亿泰铢。18-19 榨季的情况将更糟。初步计算显示, 甘蔗价格可能会跌至每吨 730 泰铢。因此, 蔗农要求政府建立 440 亿泰铢的基金, 以帮助弥补未来几年的价格缺口。

印度库存增加 5-10% 政府或激励出口 500 万吨糖

据悉, 因印度糖库存增加 5-10%, 有报导称印度政府可能考虑通过鼓励海外销售的方式使糖厂在 2018/19 年度出口 500 万吨糖。消息人士称, 政府可能上调 2018/19 年度糖的最低售价至每吨 32,000 卢比, 高于当前年度的 29,000 卢比。

印度下季度种植面积仍然增加 8%

印度下一市场年度糖产量有望创纪录高位, 尽管糖厂本年度积欠的蔗款高达 2,000 亿卢比 (29.6 亿美元), 且糖价低迷, 农民仍愿意种植甘蔗。今年种植了两亩甘蔗的蔗农 Mohan 表示, 下年度种植面积百亩, 因为收益高于小麦等其

他作物品种。Sawant 说，甘蔗的收益更高，我愿意等待（糖厂支付）蔗款，而不是种植其他收益较低的作物。”行业官员及贸易商称，农户坚持种植甘蔗或令下一市场年度糖产量创新高。尽管目前预测产量还为时过早，但产量有望超过本年度的纪录高位 3,200 万吨。业内官员称，为降低糖库存并提振国内价格，印度政府强制糖厂 3 月份出口 200 万吨糖，但由于海外价格更低，目前尚未大量发运。孟买糖商协会（BSMA）主席 Ashok Jain 表示，下一年度库存将继续攀升，需要在政府帮助下加速出口。其并称，下一年度之初的结转库存可能高达 1100 万吨。

2 综合分析

现货价格销售压力非常大，需求平淡。各大产糖国产量剧增，消费疲软，目前依然处于高库存的状态。国际糖市供应过剩，近期 ISO 调整了过剩预期。供应端，全球主要产糖国都维持高产。泰国和印度产量增长较快，后市非常悲观。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。

全球无法快速消耗过剩的原糖，尽管巴西使用甘蔗生产乙醇的比率达到 65%，但依然无法拉动糖价格上涨。预期全球消耗库存需要 2 年时间。

操作上，广西现货价格窄幅波动，未来销售压力较大，预期糖价承压。9 月下旬现货预计难有起色，缺乏上涨动力。后期 sr901 有望跌破 4500，前期空单继续持有，关注 5200 压力位置，反弹沽空。

3 白糖市场主要数据

图表 61：白糖期货结算价格



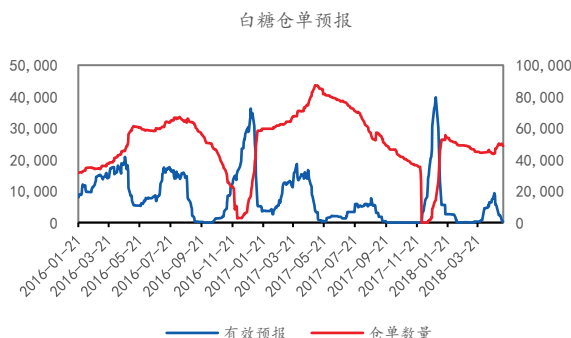
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：白糖进口价格



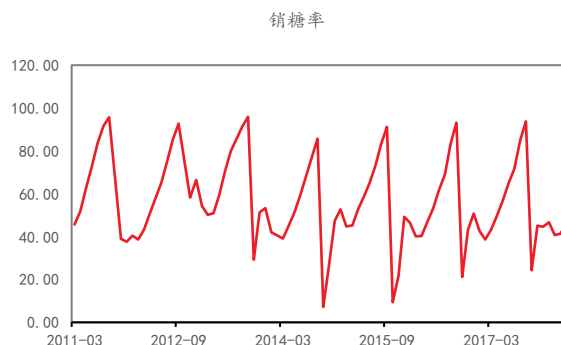
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：白糖仓单预报



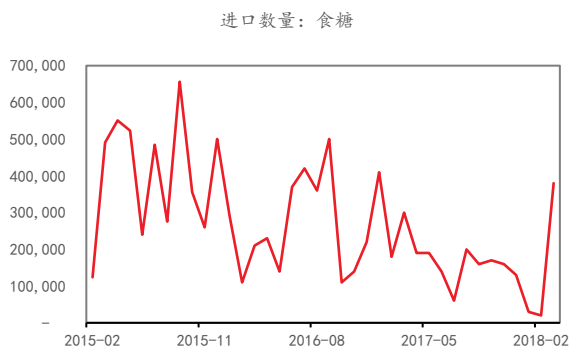
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：白糖销糖率



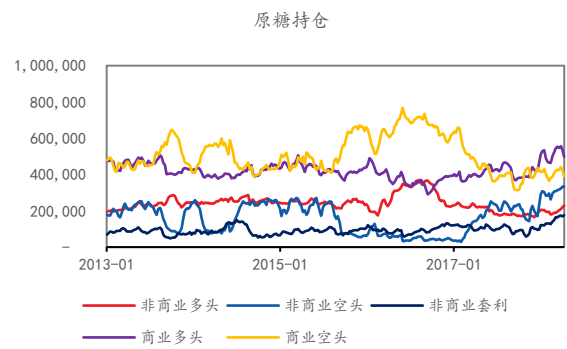
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65: 白糖月度进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 66: 原糖 CFTC 持仓



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

免責條款

本報告由中投天琪期貨有限公司（以下簡稱“中投期貨”）提供，旨在派發給本公司客戶及特定對象使用。未經中投期貨事先書面同意，不得以任何方式復印、傳送、轉發或出版作任何用途。合法取得本報告的途徑為本公司網站及本公司授權的渠道，由公司授權機構承擔相關刊載或轉發責任，非通過以上渠道獲得的報告均為非法，我公司不承擔任何法律責任。

本報告基於中投期貨認為可靠的公開信息和資料，但我們對這些信息的準確性和完整性均不作任何保證。中投期貨可隨時更改報告中的內容、意見和預測，且並不承諾提供任何有關變更的通知。

本報告中的內容和意見僅供參考，並不構成對所述證券、期貨的買賣出價。投資者應根據個人投資目標、財務狀況和需求來判斷是否使用報告所載之內容，獨立做出投資決策並自行承擔相應風險。我公司及其僱員不對使用本報告而引致的任何直接或間接損失負任何責任。

中投天琪期貨有限公司

公司網站:<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田區深南大道4009號投資大廈三樓

郵編：518048

傳真：0755-82912900

總機：0755-82912900

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 實時更新 日更千篇