|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | | |
| **中投期货策略周报（第81期） 2018年09月16日** | | |
|  | |  |
| **中投期货研究所** | **周度投资视点**  **宏观策略：**贸易战有缓和迹象，除对豆类市场影响较大之外，对其他商品几无影响，反而是环保限产放松以及官方回应对盘面影响更大。考虑到黑色系近期连续下跌，但是现货价格变化不大，深贴水下前期空单可逐渐止盈，不排除黑色系震荡后回升的走势。  **股指期货：**美财长姆努钦邀请中国在2000亿关税落地前进行谈判，两市应声反弹。贸易战是压制市场走势的一个非常重要因素，如果出现缓和则对市场情绪有极大提振，目前两市进入到白马股杀估值的熊市尾期，虽然大幅反弹的条件并不齐备，但是下行空间应较为有限。预计短期内偏震荡概率较大。  **贵金属：**本周贵金属继续从低位反弹，伦金上涨0.76%，收于1205.7美元/盎司，伦银上涨0.72%，收于14.24美元/盎司。本周美元继续呈现调整态势。周初欧盟表示可能与英国在6-8周内达成脱欧协议，欧元受到提振，美元承压，随后加拿大称在美加贸易谈判上准备有条件让步，此外，美国再次向中国提出贸易谈判要求，避险资金再次从美元流出。中期看，贵金属仍受到美元走强压制，但近期美元的阶段性回调料给贵金属带来短期的喘息机会，贵金属短线有望继续反弹，此外，叙利亚及伊朗紧张局势有升级迹象，后续可能对贵金属形成提振，值得密切关注。  **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。自身基本面紧缺的预期被打破，国内精铜供给增长料将延续，产量再创阶段新高的可能性较大，铜市仍处于偏空环境，延续振荡偏弱走势，沪铜主力合约关注46000-49000元/吨。投资者还需持续关注贸易战后续进展。  **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，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。保持震荡思路为宜20000-22000元/吨。  **铅：**环保以及取暖季限产临近，原生铅供应难以快速恢复，当前低库存的局面仍将维持一段时间，这将会支撑沪铅维持偏强震荡运行，但铅价上涨，下游消费将会受到抑制，不排除铅价高位回落的可能，预计9 月沪铅主力合约主要运行区间为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，钢材低库存加上期货贴水，临近交割月基差走修复逻辑，钢材价格大概率维持反弹。短期看，原料端铁矿、焦煤维持强势，焦炭价格低位震荡。  **甲醇：**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。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）。  **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。大豆市场仍需关注近期东北产区天气对市场的影响，资金随时可能利用外部因素发动短期炒作行情，长期走势仍需关注国内需求及进口大豆成本变化。油脂市场短多长空的格局仍在持续，可继续保持区间震荡思路适量参与。  **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。 | |
| **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  **刘绅**  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 |

**周度策略：经济数据小幅下滑 工业品短期震荡**

本周市场延续了相对弱势，但是后半周走势逐渐缓和，有逐渐步入震荡行情的特点。本周跌幅最大的仍是焦炭，已经连续4周出现4%的下跌，螺纹热卷跌幅较缓，前期上涨的势头逐渐扭转为弱势。有色金属小幅震荡，化工类则随原油呈现幅度更大的宽幅震荡。

本周公布的经济和金融数据显示，经济仍有一定韧性，金融数据呈企稳态势，但没有显著的超预期之处，预示四季度经济可能也难以超预期。

先看经济数据，8月份经济数据小幅回落，显示出一定的韧性，房地产的贡献依然居功至伟，基建增速则低于预期。2018年1-8月份，全国固定资产投资同比增长5.3%，创历史新低，增速比1-7月份回落0.2个百分点，降幅比1-7月份的0.5个百分点收窄。从环比速度看，8月份固定资产投资增长0.44%，民间固定资产投资增速有所回升。

先看房地产数据，房地产数据在房地产调控如此严厉的情况下仍然稳步向上，着实显示出房地产市场异常火爆。今年1-8月，全国房地产开发投资增速较1-7月有轻微回落，幅度非常有限，仍保持两位数的较快增速。另外，房企购地面积同比增速进一步加快。2018年1至8月全国房地产开发投资76519亿元，同比增长10.1%，增速比1-7月份回落0.1个百分点。在房地产开发投资中，住宅投资54114亿元，增长14.1%，增速回落0.1个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为70.7%。销售方面，1-8月份，商品房销售面积102474万平方米，同比增长4.0%，增速比1-7月份回落0.2个百分点，但是仍处于近8个月的高位。库存方面，8月末，商品房待售面积53873万平方米，比7月末减少555万平方米。其中，住宅待售面积减少423万平方米，办公楼待售面积增加12万平方米，商业营业用房待售面积减少110万平方米。房企拿地方面，1-8月份，房地产开发企业土地购置面积16451万平方米，同比增长15.6%，增速比1-7月份提高4.3个百分点。仍呈现快速增长的态势。

总结房地产市场的状况，那就是房地产投资小幅下滑，但仍维持两位数的高位，其中销售较好，新开工维持高位，库存低，房地产融资顺畅，且拿地热情极高。

基建的状况则显然低于市场预期。基础设施投资同比增长4.2%，增速比1-7月份回落1.5个百分点，暂未呈现反弹。其中，水利管理业投资下降3.6%，降幅扩大2.9个百分点；公共设施管理业投资增长3.0%，增速回落1.3个百分点；道路运输业投资增长9.3%，增速回落1.2个百分点；铁路运输业投资下降10.6%，降幅扩大1.9个百分点。

8月份的金融数据比较能解释基建的弱势。财政支出的序时进度基本上符合正常节奏，基建类支出有所加快，但整体来看，在支出端并未显示出显著的扩张性，货币政策呈现同样的特征。8月人民币贷款增加1.28万亿元，同比增速13.2%，同比多增1834亿元，新增低于市场预期的1.4万亿。8月份社会融资规模增量为1.52万亿元，增速10.1%，重新回归单月新增大于信贷。社融数据呈现企稳特征。今年5-7月新增社融同比增速分别为-28.4%、-33.4%和-15.8%，8月-3.3%的同比增速指向新增社融同比下滑显著收敛。本月老口径社融存量增速约9.7%，基本与上月持平，属本轮下滑以来首次企稳。财政支出增速基本持平于上月低点，基建类财政支出略有回升。8月财政支出增速3.3%，持平上月。城乡社区事务、交通运输等基建类财政支出有所回升；农林水务略有下降。基建三项8月同比6.7%，前值-2.9%；环比17.2%。而且无论是财政还是社融，目前都属于企稳但未显示扩张性。

从宏观经济对商品市场影响的角度看，随着供应端的弹性变小，需求端的影响越来越大，经济数据对商品价格走势的影响加大，由于8月份数据非常平淡，因此前期下跌幅度明显的黑色系，所面临的宏观环境变化不大，如果环保政策趋于平稳，预计该类品种将逐渐步入震荡行情。而从长期的角度看，淡季下消费和库存对走势影响极大，一旦出现库存增加，则黑色系会有一波明显的下跌走势，类似于去年的行情。

贸易战有缓和迹象，除对豆类市场影响较大之外，对其他商品几无影响，反而是环保限产放松以及官方回应对盘面影响更大。考虑到黑色系近期连续下跌，但是现货价格变化不大，深贴水下前期空单可逐渐止盈，不排除黑色系震荡后回升的走势。

目 录

[周度策略：经济数据小幅下滑 工业品短期震荡 - 2 -](#_Toc524893368)

[期货市场概况 - 5 -](#_Toc524893369)

[宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 6 -](#_Toc524893370)

**[1 一周重大宏观政策、事件和数据解读](#_Toc524893371)** [- 6 -](#_Toc524893371)

**[2 8月份经济数据显示韧性十足](#_Toc524893372)** [- 6 -](#_Toc524893372)

**[3 流动性：央行重启逆回购 保障季末资金顺畅](#_Toc524893373)** [- 7 -](#_Toc524893373)

**[4 商品市场策略](#_Toc524893374)** [- 8 -](#_Toc524893374)

**[5 股指期货市场分析](#_Toc524893375)** [- 8 -](#_Toc524893375)

[贵金属 - 10 -](#_Toc524893376)

**[1 行情回顾与下周展望](#_Toc524893377)** [- 10 -](#_Toc524893377)

**[2 下周公布的重要数据](#_Toc524893378)** [- 10 -](#_Toc524893378)

**[3 持仓情况](#_Toc524893379)** [- 10 -](#_Toc524893379)

**[4 总结与建议](#_Toc524893380)** [- 11 -](#_Toc524893380)

[铜：维持震荡思路 - 12 -](#_Toc524893381)

**[1 基本面分析](#_Toc524893382)** [- 12 -](#_Toc524893382)

**[2 供应格局出现变化](#_Toc524893383)** [- 13 -](#_Toc524893383)

**[3 结论：区间震荡](#_Toc524893384)** [- 13 -](#_Toc524893384)

**[4 铜期货现货数据](#_Toc524893385)** [- 14 -](#_Toc524893385)

[锌：震荡思路为宜 - 16 -](#_Toc524893386)

**[1 锌：影响因素](#_Toc524893387)** [- 16 -](#_Toc524893387)

**[2 锌：保持震荡思路](#_Toc524893388)** [- 16 -](#_Toc524893388)

**[3 锌期货现货数据](#_Toc524893389)** [- 17 -](#_Toc524893389)

[铅：不宜追高，维持震荡思路 - 18 -](#_Toc524893390)

**[1 铅：基本面分析](#_Toc524893391)** [- 18 -](#_Toc524893391)

**[2 行情展望](#_Toc524893392)** [- 18 -](#_Toc524893392)

**[3 铅期货现货数据](#_Toc524893393)** [- 19 -](#_Toc524893393)

[黑色金属 - 20 -](#_Toc524893394)

**[1 行情分析及市场运行逻辑](#_Toc524893395)** [- 20 -](#_Toc524893395)

**[2 供需端：唐山限产继续，需求平稳，库存下降](#_Toc524893396)** [- 21 -](#_Toc524893396)

**[3 原料端：铁矿石反弹，焦炭大幅波动](#_Toc524893397)** [- 22 -](#_Toc524893397)

**[4 总结与建议](#_Toc524893398)** [- 23 -](#_Toc524893398)

[甲醇 - 24 -](#_Toc524893399)

**[1 甲醇市场供求分析](#_Toc524893400)** [- 24 -](#_Toc524893400)

**[2 综合分析](#_Toc524893401)** [- 25 -](#_Toc524893401)

**[3 甲醇主要数据](#_Toc524893402)** [- 25 -](#_Toc524893402)

[天然橡胶 - 27 -](#_Toc524893403)

**[1 行情回顾](#_Toc524893404)** [- 27 -](#_Toc524893404)

**[2 基本分析](#_Toc524893405)** [- 27 -](#_Toc524893405)

**[3 内在逻辑](#_Toc524893406)** [- 31 -](#_Toc524893406)

**[4 总结建议](#_Toc524893407)** [- 32 -](#_Toc524893407)

[PTA - 33 -](#_Toc524893408)

**[1 走势回顾](#_Toc524893409)** [- 33 -](#_Toc524893409)

**[2 基本面分析](#_Toc524893410)** [- 33 -](#_Toc524893410)

**[3 综合分析](#_Toc524893411)** [- 34 -](#_Toc524893411)

[油脂油料 ：美豆维持弱势，连粕剧烈震荡 - 35 -](#_Toc524893412)

**[1 外部豆类市场分析](#_Toc524893413)** [- 35 -](#_Toc524893413)

**[2 国内油脂油料市场分析](#_Toc524893414)** [- 35 -](#_Toc524893414)

**[3 油脂油料市场操作建议](#_Toc524893415)** [- 35 -](#_Toc524893415)

**[4 油脂油料市场主要数据](#_Toc524893416)** [- 36 -](#_Toc524893416)

[白糖 - 37 -](#_Toc524893417)

**[1 白糖市场供求分析](#_Toc524893418)** [- 37 -](#_Toc524893418)

**[2 综合分析](#_Toc524893419)** [- 37 -](#_Toc524893419)

**[3 白糖市场主要数据](#_Toc524893420)** [- 38 -](#_Toc524893420)

[免责条款 - 39 -](#_Toc524893421)

**期货市场概况**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场涨幅前十（单位：%） | | | | | | | | | |
| 胶合板 | 纤维板 | 橡胶 | 沥青 | 硅铁 | 豆一 | 铅 | 鸡蛋 | 原油 | 镍 |
| 27.98 | 5.12 | 3.09 | 2.52 | 2.23 | 2.15 | 2.12 | 1.80 | 1.66 | 1.57 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场跌幅前十（单位：%） | | | | | | | | | |
| 焦炭 | PTA | 热轧卷板 | 螺纹钢 | 玉米 | 甲醇 | PVC | 棕榈油 | 玉米淀粉 | 玻璃 |
| -5.97 | -5.93 | -4.41 | -2.85 | -1.78 | -1.72 | -1.17 | -1.06 | -1.06 | -0.96 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表1：商品板块周涨跌幅* |  | *图表2：商品板块周成交量（万手）* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | *图表3：国内期货品种周成交量（手）* | |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表4：国内商品持仓量排名前十* |  | *图表5：国际商品涨跌幅排名* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**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14日 | 央行重启逆回购 此前连续15天暂停 | 9月12日星期三，央行实施600亿元7天逆回购，净投放600亿元。此前，逆回购操作曾暂停了十五日。 | 货币政策依然处于较为宽松的状态 | | 9月14日 | 欧洲央行维持利率及购债规模不变 重申QE将在12月底结束 | 欧洲央行公布9月政策利率会议决议，维持三大利率和购债规模不变，重申将保持利率不变至少至2019年夏天，每月300亿欧元的资产购买规模将持续到本月底，将于12月底结束QE | 欧央行政策符合市场预期 | | 数据 | 9月13日 | 中国8月新增人民币贷款回落 社融1.52万亿大超预期 | 中国8月新增信贷和M2增速双双回落，社融1.52万亿高于预期。分析认为，受资金面持续宽松影响，债券融资有回暖迹象，社融增量大超预期。 | 金融数据逐渐企稳，但是增速并未显著超出预期 | | 9月11日 | 日本二季度GDP年化季环比3%，创9个季度以来新高 | 日本二季度实际GDP年化季环比终值 3%，创下自2016年第一季度经济增速3.4%以来，最快的增速 | 日本量化宽松政策逐渐显效 | | 事件 | 9月12日 | 美财长邀请中国进行贸易谈判 | 美国财长姆努钦已向中方代表团发出邀请、举行新一轮经贸问题磋商 | 预计此轮谈判达成的协议将显著超过前几届 | | | *资料来源：中投期货研究所* | |

**2 8月份经济数据显示韧性十足**

14日公布的一系列经济数据如下：

8月规模以上工业增加值同比6.1%，前值6.0%。

8月社会消费品零售总额同比9%，前值8.8%。

1-8月固定资产投资同比5.3%，前值5.5 %。

8月城镇调查失业率5%，前值 5.1%。

整体看，8 月经济活动数据显示，工业生产、消费增长等指标低位暂稳。房地产市场依然非常火爆。

生产方面：经济动能平稳。8月以来，经济动能基本平稳。工业增加值同比增速小幅回升，虽有17年同期低基数的作用。但也不能忽视需求的拉动。本月出口交货值增速大幅加快近4个点至12.5%，产销率(销售/生产)上升0.5个点至98.5%。在美国经济强劲、短期贸易摩擦进入缓冲期的阶段，外需短期内对我国整体生产继续形成拉力。消费方面：食品类、原油类消费增速改善，汽车消费再次走弱。本月，社零增速整体加快0.2个点至9%。分行业来看，以限额以上企业的数据为依据，本月，汽车消费增速放缓1.2个点至-3.2%。在价格上涨的支撑下，食品类消费增速改善，粮油食品类消费增速加快0.6个点至10.1%，饮料类加快1.3个点至8.1%，烟酒类加快0.7个点至7%。原油类消费增速加快1.2个点至19.6%。用品类消费也有一定改善，化妆品类大幅加快近7个点至14.1%，珠宝类大幅加快近7个点至15.2%。

投资：制造业投资持续回升，房地产投资保持平稳；基建继续下行，将成为后续稳增长的重要抓手。基建投资继续下行，是拖累固定投资增速的重要因素，后续将成为稳增长的重要抓手。1-8月份基建投资同比增长4.2%，增速比1-7月份回落1.5个百分点，回落显著。随着下半年财政支出的节奏将加快、地方政府专项债务将加快发行、地方债务清理整顿拉开帷幕，后续基建投资有望迎来较大幅度的回升，重点补短板领域包括交通运输、信息服务相关的基础设施、公共服务支出等。制造业投资增速连续五个月回升，持续呈现积极变化，是当前支撑经济的重要组成力量。 8月份制造业投资增长7.5%，增速提高0.2个百分点。从行业来看，计算机、通信和其他电子设备制造业（同比增长16.6%）、金属品制造业（同比增长14.0%）、专用设备制造业（同比增长12.1%），投资改善较为明显。另外，制造业结构继续优化，高端制造业持续保持较快增长。

房地产投资保持平稳、仍是一枝独秀。

1-8月全国房地产开发投资累计增速10.1%，增速比1-7月份回落0.1个百分点；商品房销售同比增长4.0%，较上月回落0.2%；土地购置增速累计同比增长11.3%，较上月提高4.1%。房地产开发企业到位资金同比增长6.9%，较上月提高0.5%。房地产开发景气指数为101.98，较上月提高0.10%。虽然政策表明不会对房地产市场大放水，但是房市依然有较强韧性。

8月的经济数据表明，经济韧性略超预期，短期内急速放缓的风险缓解。

后续看，四季度投资增速有望改善，房地产投资的领先指标—新开工和土地购置增速，依然强劲，因此房地产投资的强劲能持续到四季度；而基建方面，随着各项目审批等速度的加快、专项债发行的加快，四季度增速也有望改善；制造业投资在当前融资仍偏紧、外部贸易摩擦不确定性未消除的情况下，则有可能放缓。

**3 流动性：央行重启逆回购 保障季末资金顺畅**

继周三时隔15日重启逆回购后，央行周四进行1000亿元7天、200亿元14天逆回购操作，两日累计净投放1800亿元。央行在公告中表示，开展1200亿元逆回购，主要是“为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕”。

央行操作、公告讯息、市场利率的交叉验证表明，央行维持流动性合理充裕的目标未变。基于这一目标，央行对流动性进行双向调节的做法也没有大的变化。虽然9月流动性供求存在不少扰动因素，但流动性保持松紧有度是大概率事件。

作为季月，9月流动性面临较多因素影响，且主要影响9月中下旬的流动性供求形势。因此，月内货币市场流动性不可谓没有挑战。但基于上述分析，只要央行流动性调控目标没有变化，经过央行适时适量调控，预计流动性不会持续、大幅偏离合理充裕。

9月中下旬流动性供求主要面临四方面因素影响：

一是政府债券发行缴款。9月仍处于地方债发行高峰期，加上国债，政府债料保持集中供给，而政府债发行缴款，是资金从银行体系流向央行的过程，会造成流动性回笼。

二是9月中旬企业缴税。虽然9月是传统的财政净投放月份，但月中税素影响仍在，特别是9月中旬企业缴税高峰和政府债发行高峰可能形成“双峰”叠加，共同推高财政库款，放大流动性回笼效应。

三是季月监管考核。鉴于监管政策加强协调，季末金融监管考核的影响可能比2018年时有所减轻，但仍不容轻视。

四是长假前现金投放。今年“中秋”与“国庆”间隔较短，节前银行现金投放需求增多，对银行体系流动性也会造成一定影响。

总之，9月影响流动性供求的因素较多，且影响主要集中在中下旬。但反过来看，这段时间可能成为央行对流动性进行逆向调控的时期。

**4 商品市场策略**

美财长姆努钦邀请中国在2000亿关税落地前进行谈判，两市应声反弹。贸易战是压制市场走势的一个非常重要因素，如果出现缓和则对市场情绪有极大提振，目前两市进入到白马股杀估值的熊市尾期，虽然大幅反弹的条件并不齐备，但是下行空间应较为有限。预计短期内偏震荡概率较大。

**5 股指期货市场分析**

三大指数均创新低

创业板再创新低。本周三大指数维持弱势，沪指周跌幅0.76%，最大跌幅一度接近2%，中小板周跌幅3.17%，创业板周跌幅1.78%，三大指数均创四年多以来的新低。

两市交投低迷。近期成交量、换手率接连创下近年新低，破净股数量增加，上市公司净增持动作不少；另一方面，投资者情绪谨慎，市场估值已经低于熔断时水平，核心指标不约而同地指向市场已经来到底部的事实，但是市场反弹力度仍然较弱。

从投资者情绪来看，根据投资者行为大数据调查显示，目前投资者综合仓位已回升至历史均值，情绪有所解冻。当期综合仓位水平为68.5%，较上期提高4.3个百分点，主要是因为相较上期选择空仓的投资者占比下降5.3个百分点，而且选择加杠杆的投资者比例上升4.7个百分点。仓位变化上，选择减仓观望的投资者占比较上期下降3.1个百分点，投资者情绪有解冻的势头。而值得注意的是，昨日市场触底后的反弹也出现了放量。从某种意义上看，经过连续回调后，市场的信心正缓慢重建。

市场仍处于熊市末期阶段 贸易战是关键因素

自从今年3月份特朗普表示将对钢铝加征关税，拉开本轮中美贸易战序幕；期间美国停止中兴提供芯片等产品，中美贸易战进入白热化阶段。近期，9月6日美国对华加征关税的公众意见征询期即将结束，特朗普此前表示，带征询期一结束就将对中国另外2000亿美元的产品加征关税。9月12日中国表示将于下周向WTO申请对美国实施惩罚，贸易战进一步升级。中美贸易战对经济和市场产生显著影响的同时，也意味着其可能成为左右A股反弹时点的关键因素。

首先，特朗普执行单边贸易保护主义的意志较为坚决，中美贸易摩擦将不可避免的进入白热化阶段。从3月9日特朗普签署关税法令，“对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的关税”伊始，中美贸易战正式成为左右市场运行的关键变量。市场也从猜测中美贸易战究竟会不会进入实战，到特朗普一度态度较为积极，再到逐渐清晰特朗普对中国商品加征关税意图非常坚决，并确定两国大规模的贸易摩擦已经不可避免。如我们在此前报告中分析的那样，中美之间的贸易摩擦是中国加入WTO以来世界经济金融格局变化的必然产物，但同时其规模、进程和激烈程度又因为受特朗普较有个人特征执政思路的影响而超出市场预期。美国在国际贸易问题上的单边主义和双重标准将已经使得避险成为2018年资本市场的主旋律。伴随中美贸易战愈演愈烈，A股持续遭受打击，市场对于国内经济短期表现前景表现出严重担忧。深刻影响资本市场运行和中国经济发展的进程

其次，贸易战阴云下，A股将维持在底部区间徘徊，延宕筑底期限。中美贸易摩擦成为今年冲击A股运行最为显著的外生因素。这也使得A股即使在国务院表态稳增长，金融工作会议剔除六个稳之后仍然在当前估值底部区域徘徊不前，并具有进一步下探至前低风险。从目前信息来看，中美贸易摩擦将会使得A股上行有顶，削弱利好消息的影响，此轮筑底也演变成为持久战。第三，中美贸易战如果超预期出现缓和，那么将决定A股反弹时点所在。从目前来看，中美贸易战的持续进行将加重美国农产品和科技公司的负担，扩大其亏损面。因此美国存在一定的动机与中国达成新的协议。美国《华尔街日报》报道，9月12日美国财政部长姆努钦已向中。美方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在特朗普对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，地点将在北京或者华盛顿，时间是“未来几周”。未来中美贸易战存在出现超预期缓和的可能，这将有助于消除压制A股表现的最大不确定因素，成为A股反弹的时点。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表7：融资融券数据图* |  | *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* |  | *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* |  | *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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**贵金属**

**1 行情回顾与下周展望**

本周贵金属继续从低位反弹，伦金上涨0.76%，收于1205.7美元/盎司，伦银上涨0.72%，收于14.24美元/盎司。

本周美元继续呈现调整态势，贵金属获得喘息机会。欧盟脱欧谈判首席代表巴尼尔周一表示，在未来6-8周达成脱欧协议是现实的，我们有在外部边境管理货物的义务，英国与欧盟在安保问题上有很多共同立场，双方接近在此领域达成协议。欧元受到提振，美元再次下挫。

随后有消息称，加拿大准备好允许美国奶制品“有限进入”该国乳业市场。作为妥协的“回报”，加拿大希望美国可以让步，不要删除现有协议第19章的争端解决机制。市场乐观情绪有所上扬。

周中有报导称美国高级官员寻求同中国进行新一轮贸易谈判，而中方则对此给予了积极回应，预计这仍是特朗普采取的极限施压手段，双方不会取得实质性妥协，但该消息暂时缓解了市场的紧张情绪，避险资金继续从美元流出。

中东方面，在俄罗斯支持下叙利亚政府军已经对叛军盘踞的伊德利卜形成合围之势，“收官之战”即将展开，目前市场高度关注美欧是否会轰炸叙利亚政府军，一旦战事升级，贵金属有望获得较大提振，尤其是在当前贵金属价位较低的情况下。

**中期来看，贵金属仍受到美元走强压制，但近期美元的阶段性回调料给贵金属带来短期的喘息机会，贵金属短线有望继续反弹。**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | *图表11：伦金走势* | |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**2 下周公布的重要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | *图表12：下周公布的重要数据* | | |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | 时间 | 国家 | 指标名称 | 前值 | 预期值 | | 9.19-20:30 | 美国 | 美国第二季度经常帐(亿美元) | 1241 | -1033 | | 9.20-22:00 | 美国 | 美国8月成屋销售年化总数(万户 | 534 | 534 | | 9.21-21:45 | 美国 | 美国9月Markit制造业PMI初值 | 54.7 | 0.6 | | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**3 持仓情况**

从COMEX持仓情况来看，本周COMEX黄金非商业净多持仓为48597手，较上周减少9244手；COMEX白银非商业净多持仓3538手，较上周减少5344手。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表13：COMEX黄金持仓* |  | *图表14：COMEX白银持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

从ETF持仓情况看，本周末SPDR黄金持仓量为800.20吨，较上周增加2.07吨；本周末SLV白银持仓量10246.51吨，较上增加14.62吨。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表15：黄金ETF持仓* |  | *图表16：白银ETF持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**4 总结与建议**

本周贵金属继续从低位反弹，伦金上涨0.76%，收于1205.7美元/盎司，伦银上涨0.72%，收于14.24美元/盎司。本周美元继续呈现调整态势。周初欧盟表示可能与英国在6-8周内达成脱欧协议，欧元受到提振，美元承压，随后加拿大称在美加贸易谈判上准备有条件让步，此外，美国再次向中国提出贸易谈判要求，避险资金再次从美元流出。中期看，贵金属仍受到美元走强压制，但近期美元的阶段性回调料给贵金属带来短期的喘息机会，贵金属短线有望继续反弹，此外，叙利亚及伊朗紧张局势有升级迹象，后续可能对贵金属形成提振，值得密切关注。

**铜：维持震荡思路**

**1 基本面分析**

罢工风险解除

虽然ICSG预计 2018 年全球铜市将出现小幅过剩，但我们认为铜精矿供给仍然存在不确定性，主要的干扰因素在于劳工协议、生产国政局以及矿山贫化三个方面。2018年上半年智利Los Pelambres、 Radomiro Tomic、Chuquicamate等企业劳工谈判虽最终达成协议，但过程较为艰难，而下半年仍有16分薪资合同到期，其中涉及产量约占全年谈判矿山总量的60%，且包括主要矿山Escondida铜矿和Cerro Verde铜矿。Escondida作为全球最大铜矿，一旦其罢工将可能引发智利其他铜矿的效仿，则迎来新一轮的罢工潮，导致矿山供给减少。智利Escondida铜矿的管理层称已经与矿工工会就新的劳工合同达成一致，令期价失去炒作动能。

铜精矿产能集中释放

英美资源集团(Anglo American)已做出最终投资决定，将继续开发位于秘鲁的价值 53 亿美元的 Quellaveco 铜矿。另外，Pumplin Hallow,Oyu Tolgoi,Kamoa Phase1 和 Spence 项目投产都 已经确定投产。 近几年非洲矿山增长迅速，目前非洲铜矿产量已经占到全球铜矿产量的 10%，主要集中在刚果和赞 比亚等地区。目前来看，非洲地区仍然有很大的潜力，尤其是刚果地区，未来铜精矿的产量可能会高 达 200 万吨/吨。

国内投产的大型项目主要是紫金矿业的紫金山金铜矿扩建工程（新增年产铜3万吨）、中国黄金集团的铜矿二期工程（新增年产铜 5万吨），这两个矿山项目的投产时间都在四季度，对当年的产量影响不大。云南铜业普朗铜矿 2017年3月中旬举行投产仪式，项目进入试生产阶段；铜陵有色公司沙溪铜矿（年产铜1.5万吨）原计划2016年建成投产，推迟今年7月份，这是2017年投产的两个主要项目。预计1-2年新增31.5万吨铜矿山，2018年可能增加12.5万吨的产量。

进口突增，供应充足

1-7月份中国铜矿进口量同比增长18.5%至1141万吨，国内冶炼厂对铜矿的需求仍在高速增长。高增长的核心逻辑在于冶炼厂产能的持续扩张以及开工率整体的居高难下，国内冶炼厂或许已经预料到未来原料争夺的愈发激烈，在海外冶炼厂减停产的间隙，抓住机会补充库存。从汇率的角度看，人民币存在一定的贬值预期，也将助推冶炼厂增加当前的铜矿进口。

在现货铜精矿TC/RC持续上涨下，现货铜精矿TC在87-93美元/吨，处于近1年多以来的高位，考虑到国内冶炼厂对铜精矿进口的需求不减，加工费上行的空间也较为有效。

废铜供应偏紧

废铜市场供应偏紧，政策以及环保因素导致的限制。由于废七类含铜比例低，通过拆解成废六进口到国内，再进口到中国，进口实物吨的大幅下滑背后金属含量在提高，受到新政实施影响，限制类废铜进口批文大幅缩减，相较去年全年发放审批量减少75.87%。据海关数据显示，2018年1-7月中国累计废铜进口量为138.24万吨，同比下滑35.39%。据测算，7月废七类实物吨占比41.3%，废六类实物吨占比58.7%；平均含铜品位54.5%，废六类铜金属量占比约80%，废七类铜金属量占比约20%。今年1-7月累计进口废铜78.7万吨左右金属量，同比下降约3-4万吨左右金属量。国内废铜市场供给逐显紧张预期，精废价差回落。由于废铜成本优势已明显下降，令原料收紧预期增加且电解铜消费也将因此而提升。

精铜供应充足

铜矿供应趋紧传导至精炼铜市场，精铜供应相对充裕。 2018年8月SMM中国精铜产量为73.73万吨，环比增长1.58%，同比增长9.39%；1-8月累计产量为578.92万吨，累计增长12.64%。因部分炼厂产能利用率提升和新扩建产能的释放，年内预计投产的123万吨/年精炼产能，后期随着其他新扩建产能的陆续释放，供给压力偏大，预期后期随着富冶集团、五矿铜业(湖南)检修完成后产量恢复，且考虑到三、四季度国内冶炼厂产能利用率季节性走高，存量增长也将成为供给增长的压力之一。总体上看，我们预计9月份国内精铜产量将再创纪录新高，但短期由于库存的存在，对生产的限制不会很明显，更核心的影响在于新增产能的投放，以及前期冶炼厂检修产能的复产。铜进口也维持了较高增长，据海关总署数据，1-7月份中国未锻造铜及铜材累计同比增长16.3%至304.8万吨，这一水平为近五年来同期第二，仅略低于2016年。

国内精炼铜供应主要包括冶炼铜、进口铜和废铜三大块，供应依然充足。9、10月份国内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月空调产量增速再度出现大幅回落，为同比增长 3.8%，产量1718万台。按照规律，三四季度家用空调产销量必定是下滑的。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。

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：区间震荡**

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。自身基本面紧缺的预期被打破，国内精铜供给增长料将延续，产量再创阶段新高的可能性较大，铜市仍处于偏空环境，延续振荡偏弱走势，沪铜主力合约关注46000-49000元/吨。投资者还需持续关注贸易战后续进展。

**4 铜期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表17：长江有色铜价* |  | *图表18：洋山铜平均溢价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表19：LME铜库存* |  | *图表20：COMEX铜库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表21：上海有色铜库存* |  | *图表22：上海保税区铜库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表23：铜材产量* |  | *图表24：进口精炼铜* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表25：WBMS供需平衡* |  | *图表26：铜精炼费* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**锌：震荡思路为宜**

**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小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。国内外锌精矿加工费上涨趋势未变，预示着国内锌精矿供应相对充足；另一方面，仍有些许企业年内受环保、工艺等问题，生产持续减产检修状态，陆续恢复部分产量，产量增加。

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。预计1-8月累计同比预计增加0.89%附近。9月份是消费传统旺季，镀锌板维稳中略增的消费，下游表现并不太差。

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：保持震荡思路**

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，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。保持震荡思路为宜20000-22000元/吨。

**3 锌期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表27：锌产量* |  | *图表28：锌升贴水* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表29：锌产销变化* |  | *图表30：终端汽车产量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**铅：不宜追高，维持震荡思路**

**1 铅：基本面分析**

供需缺口收窄

国际铅锌研究小组（ILZSG）数据显示，2018 年 6 月全球铅市场供应短缺 4,000 吨，5 月为供应过剩 12,000 吨。报告亦显示，1-6 月全球铅市场供应短缺 39,000 吨，去年同期短缺 81,000 吨。今年形势比去年有所好转，供需缺口不断在缩窄。

铅矿产量供应偏紧

根据国家统计局数据显示，7 月国内铅精矿 10.68 万吨，1-7 月产量合计 69.67 万吨，累计同比降 10%。国内铅精矿依然处于偏紧格局，铅和锌是“姊妹金属”，通常在相同的矿山发现。进口方面，铅精矿累计进口量约为 27.5 万金属吨，降幅在 15%左右。虽然今年进口铅精矿收益较国内矿逐渐扩大，但受制于铅精矿主要出口国产量持续下降，加之禁止进口朝鲜铅精矿、德国货源被查等因素影响，进口矿依然较少。目前国内自产铅矿加工费平均为1750 元/金属吨金属吨，较 7 月上调 6.1%。主要由于原生铅厂生产意愿不强，铅精矿需求减弱；以及原生铅冶炼厂前期检修及增加铅膏使用等因素推动。

再生铅供应锐减

第二轮环保督查将于8月 20 日启动强化督查，涉及京津冀周边“2+26”城市、 汾渭平原及长三角地区。据 SMM 了解，河北、河南地区再生铅炼厂表示已收到消息称中央环保“回头看”将于 20 日开始开展督查，预计生产或再度受限。安徽华鑫、华铂第一轮环保复产后，又遇环保自查再生铅产线再度遭停，影响日产量 200 吨，目前再生铅日产 300 吨左右。2018年8月原生铅产量为24.8万吨，环比降2.93%，同比下降13.16%；1-8月份累计产量193.75万吨，累计同比下降9.49%。铅价接连下挫并触及炼厂成本线 ，河南地区大型冶炼企业自8月中下旬重启检修；供给端炼厂相对集中的检修后，复产情况并不理想，前期价格大幅回落严重打压企业生产积极性，近期价格有所恢复，但原生铅产量仍无法有效提升。虽然原生与再生价格差异再度拉大，但供给端的收缩或许将再度推动价差收敛利好铅价。

消费无明显复苏

国内铅下游表现略弱于预期。电动车电池消费处于旺季不旺的态势，其下游表现较弱。另一方面，京津冀及周边地区环保形势严峻，河北地区的蓄电池企业开工复产率受到一定的限制。对于汽车电池，夏季冬季为季节性消费旺季，汽车电池更换需求预期平淡。但从实际表现来看，国内汽车电池刚性消费有所回升，但由于经销商对后市持偏谨慎态度，补库节奏相对平稳缓慢。

**2 行情展望**

环保以及取暖季限产临近，原生铅供应难以快速恢复，当前低库存的局面仍将维持一段时间，这将会支撑沪铅维持偏强震荡运行，但铅价上涨，下游消费将会受到抑制，不排除铅价高位回落的可能，预计9 月沪铅主力合约主要运行区间为 18000-20000 元/吨。

**3 铅期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表31：铅价格指数* |  | *图表32：LME铅升贴水* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表33：交易所铅库存* |  | *图表34：铅供需平衡* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**黑色金属**

**1 行情分析及市场运行逻辑**

本周黑色系品种出现分化走势，钢材焦炭价格表现弱于原料端的焦煤和铁矿石，主要源于采暖季环保限产的松动。从逻辑上看，走势比较清晰，首先环保限产放松的消息，令整个市场预期发生变化，特别是钢材和原料端焦煤与铁矿石走势的分化，宏观看空派也再次成为大家期待的做空力量，然后市场在等待周五重点经济数据的公布，实际数据与市场预期的房地产投资下滑差别较大，对钢材价格其重要作用的地产投资及各分项指标表现都很好，加上库存低位以及期货贴水较大，钢材价格出现止跌反弹，原料端的焦煤及铁矿石表现更加强势。

宏观层面，本周是经济数据较多的一周。金融数据方面，8月新增人民币贷款1.28万亿元，预期1.40万亿元，前值1.45万亿元；M2同比增8.2%，预期8.6%，前值8.5%；社会融资规模增量为1.52万亿元，预期1.3万亿元，前值1.04万亿元。在近期央行多次要求维持稳健中性货币政策下，8月份数据并未明显好转，在整体需求下滑的情况下，社融增速也难有大的起色。

8月规模以上工业增加值同比增速6.1%，延续前期低迷态势，一定程度上反应需求端的下滑。1-8月份全国固定资产投资增长5.3%，增速比1-7月份回落0.2%。全国房地产开发投资同比增长10.1%，增速比1-7月份回落0.1%。分项指标方面，全国商品房销售面积同比增长4%，增速较1-7月份回落0.2%，8月增速2.4%，销售有所回落；房屋施工面积同比增长3.6%，增速比1-7月份提高0.6%；房屋新开工面积增长15.9%，增速提高1.5%。房地产开发企业到位资金同比增长6.9%，增速比1-7月份提高0.5%。整体看，地产投资韧性强，对钢材价格起到了显著的支撑作用。基建投资仍是主要拖累，1-8月份基础设施投资同比增长4.2%，增速比1-7月份回落1.5%。1-8月制造业投资增速继续小幅回升至7.5%，制造业投资缓慢回升。8月社会消费品零售总额名义增速9.0%，实际增速6.6%，限额以上零售增速6.0%，均较7月反弹，但受居民举债买房的“替代效应”影响，消费处于低位。

产业方面，本周产业信息较多，多市场产生较大的影响作用。首先是环保限产的放松消息，环保部的相关电话纪要提出环保部并未要求具体限产比例，最新《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（会签件）》，PM2.5与重污染天数“双降”目标由5%改为3%，错峰生产方面因地适宜，实行差别化管理，严禁“一刀切”方式，根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间，未明确“50%”、“30%”等限产比例，要求10月底前各省制定错峰生产方案并上报。

唐山最新出了《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（征求意见稿）》，关于错峰生产这块要求，将钢铁行业分了ABCD四个等级，各等级有不同限产比例，钢铁行业A类不予限产，B类30%，C类50%，D类70%；焦化行业A类不限产，B类延长结焦至24、28小时，C类延长36小时。目前环保达标情况的产能占比不好确定，根据Mysteel调研看，其长期对唐山地区34家样本钢企涉及125台烧结机进行了长期的跟踪调研，企业三个方面的差异化指标数据显示，截止目前，唐山仅有少数企业达到超低排放标准（完成改造且验收合格共6家企业7台烧结机，另有少数几台烧结机已经改造完成正在等待有关部门验收），多数企业仍在积极的改造中，且未完成改造企业表示争取在10月底之前完成超低排放标准。调研数据进一步显示，外部运输结构方面多以汽运为主，少数企业国五及以上标准汽车运输比例达到80%，多数企业仍存在国四汽车运输。鉴于产品结构问题，目前唐山地区C类企业偏多，后期若积极完成超低排放及进行运输结构调整，且向相关部门争取分类升级之后，达到B类企业的数量将逐渐增多，而目前达到且倾向申报A类企业不足10家。从调研结果来看，目前唐山地区钢铁企业的评价等级并不高，但考虑到企业仍在进一步改造中，差异化错峰生产仍需视最后的改造结果而定。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表35：螺纹钢主力合约价格及持仓* |  | *图表36：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* |  | *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**

我们前面提到近期政策较多，主题围绕的是环保限产放松，需求端地产投资韧性强，如果大致将供给利空与需求利好相抵消，那市场后期交易围绕低库存及基差修复走，价格反弹的概率更大。

供应方面，环保限产放松在高炉开工率方面有所体现，最新高炉开工率为68.23%，较上周回升0.69%。统计局最新数据显示，8月份我国粗钢、生铁和钢材日均产量分别为259.13万吨、215.03万吨和310.9万吨，日均环比分别下降1.1%、下降1.3%和增长0.7%，唐山地区7.20-8.31号的限产政策对供应产生了部分影响。

从主要品种的社会库存看，截止9月14日，国内主要钢材品种库存总量为1006.07万吨，较上周回升1.56万吨；国内螺纹钢社会库存量由上周434.59万吨回升0.9万吨至435.49万吨，环比回升0.21%，钢厂螺纹钢库存减5.73万吨；热卷社会库存降2.45万吨至211.58万吨，环比回落1.14%，钢厂热卷库存增1.87万吨；冷轧库存降0.35万吨至119.98万吨。整体库存处于低位。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表37：钢厂铁矿库存及高炉开工率* |  | *图表38：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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表39：重点企业钢材库存* |  | *图表40：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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

需求方面，从宏观角度，第一部分我们看到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，虽然整体需求没有预期那么好，但整体表现较为平稳，实际采购需求较好。

最新沪市线螺终端日均采购量维持高位，最新数据为35584吨，较上周下降1732吨.

整体看，供应略有回升，需求维持平稳，库存低位加上基差修复，钢价大概率反弹。

**3 原料端：焦炭期现背离，铁矿弱势震荡**

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上涨，截止9月14日，普氏62%进口矿指数报69.6美元/吨，较上周末涨0.75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25.1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，需求端的提振能起到多大作用暂时不好评估。此外，近期港口库存连续几周下降也对铁矿起到提振，最新全国要港口进口铁矿石库存为14761万吨，较上周减少19万吨。综合看，铁矿石短期价格仍有望继续上行。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表41：国内铁矿石港口库存* |  | *图表42：焦炭库存可用天数* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表43：铁矿石原矿产量* |  | *图表44：铁矿石进口数量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

焦炭方面，本周现货价格出现第一轮调降，河北、山东等地首轮提降100元/吨开启，全国基本落实，预计下周会开启第二轮调降。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，后期进一步深跌空间有限。钢企补库需求放缓，港口价格相对于场地价格没有利润，贸易商采购不积极。焦化端环保限产不及预期，整体开工率回升，库存方面焦化和钢厂库存增，港口库存减。整体看，现货端仍有下行压力，期货端预计价格低位震荡。

焦煤方面价格表现强势，主要源于澳大利亚港口检修，带动整体进口低硫主焦煤价格大幅上涨，低硫主焦煤供应偏紧，虽然蒙古进口车辆较多，但实际运量并没有增加。短期看，进口端因素仍对价格产生支撑。

**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，钢材低库存加上期货贴水，临近交割月基差走修复逻辑，钢材价格大概率维持反弹。短期看，原料端铁矿、焦煤维持强势，焦炭价格低位震荡。

**甲醇**

**1 甲醇市场供求分析**

现货运行偏弱

西北地区出货暂稳，盘整运行；环渤海地区需求一般，局部走弱；淮海、华中地区交投平平，区间整理。期货走弱，华东、华南港口震荡运行。当前国内甲醇企业库存压力较小，心态坚挺，但周初阶段性采货结束且近期盘面偏弱，下游对高位接货略显谨慎，多按需采购，成交放缓。港口方面，期货弱势震荡为主，沿海市场报价波动不大，商谈僵持，成交一般。传统需求仍然疲弱。期货盘面价格反复，原油偏向震荡，市场观望情绪较重。

开工率小幅下降

本周国内甲醇装置开机率小幅下滑至68.29%，其中西北地区甲醇装置开工率为75.01%，周内西北地区部分甲醇装置检修或降负，故西北和全国开工率下滑。

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，下游烯烃装置待定；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、LNG价格高于去年

我国港口库存持续增加，截至目前，我国港口总库存达到74万吨左右，处于历史中高位置，较今年5月最低点增加37万吨左右，其中华南（广东、福建）12万吨左右，华东（江苏、宁波）62万吨左右。

从后续到港来看，至8月底，华东地区仍有部分进口船货集中到港。2017年下半年国内进口LNG2226万吨，以1400的气化率折算为311.6437亿立方米，国内存在186.9563亿立方米的缺口，因此去年国内天然气的价格大幅上涨。今年，煤改气将会继续进行，因此下半年天然气供应偏紧的问题不会改变。不过，据业内人士反应，由于去年国内出现了严重的“气荒”现象，因此今年各地都加大了天然气进口的力度，库存储备较去年明显上升。因此，虽然供暖季的到来，煤改气的确会造成天然气供应紧张，但是不会复制去年的行情。目前天然气的价格在4000/吨附近，后期存在一定的上升空间，对于天然气制甲醇的成本将会形成一定的支撑。

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，但相比往常数量仍有所下降。考虑到目前国内区域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

下游烯烃装臵开工率68%，较上周下降，因神华CTO装臵停车检修。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。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）。

**3 甲醇主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表45：甲醇收盘价* |  | *图表46：甲醇出厂价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表47：甲醇产量* |  | *图表48：甲醇进口量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表49：甲醇库存* |  | *图表50：丙烯现货价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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本周企稳上冲但反弹乏力，收盘于12330元/吨。海南农垦与马来西亚政府签订备忘录，将在橡胶沥青公路等方面展开合作，该事件引发多头资金炒作，一度发酵成为市场热点题材。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。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，市场面临空前的交割压力。山东强降雨令东营众多轮胎厂暂停生产，轮胎开工率骤降；7月重卡销量拐点初现，后期大概率同比回落。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

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，其实则不然。极端天气同样影响到下游开工，年内橡胶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。泰国水资源局发出提醒，由于过去数日泰国北部持续降雨，外加老挝水坝加速向湄公河排水，预测湄公河水位仍将继续急速上涨，比原来上升50—100厘米。受此影响，泰国多个府部分河段将高于安全水位，或引发一定程度的洪灾。

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，自5月底以来，遇难人数已经升至324人。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。

客观来看，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，理想假设下还要更高，因而橡胶供应过剩非特大灾情无以逆转。

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荷。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查结果显示，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，夏季限电及强降水天气结束后，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。

期现库存

2018年1—7月，中国国内产区天然橡胶产量为27.56万吨，全国表观消费量为272.4万吨，进口天然橡胶总计333.4万吨。纸面数据来看，产量和消费量较去年均有所增长，产胶国出口限制造成进口量放缓，但青岛港口橡胶库存在三季度全面攀升。截至8月16日，青岛保税区橡胶总库存为20.46万吨，其中天然橡胶库存7.72万吨。虽然保税区内库存出现小幅下降，但区外库存仍有大量累积。关注橡胶基本面不难发现，库存变化是矛盾最直接的反映，可以说库存问题是多空反转的关键。除了2017年遗留的现货库存外，2018上半年国内橡胶期现库存依然继续高企。目前天然橡胶供应不降反升，下游需求进入淡季，高位库存重压令反弹非常无力。

目前上期所橡胶注册仓单总计49.9万吨，其中2017年生产的全乳老胶32.5万吨，新胶6.9万吨，烟片胶10.5万吨。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。

泰国海关公布的数据显示，7月泰国天然橡胶出口量达到28.82万吨，同比增加5.4%，环比增长6.9%；其中标胶在出口总量中占比为42%，乳胶占35%，烟片胶占15%。1—7月泰国出口天然橡胶总计205.7万吨，较去年同期增长2.4%；前7个月泰国共出口混合胶79.1万吨，同比增速高达40%；可见限制出口政策收效甚微。截至目前，中国从泰国进口橡胶总量合计达164.7万吨，同比增长9.2%。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。

泰国天然橡胶出口量进入旺季高增长的同时，下游中国轮胎出口量仅勉强保持微增。6月中国轮胎出口量为3994万条，同比下降5.8%，环比减少227万条；1—6月轮胎累计出口量达到2.36亿条，比去年同期增长0.8%。上半年中国轮胎出口金额464.92亿元，同比仅微幅增加0.5%；相比之下，2017年全年轮胎出口额增速基本维持在10%以上。无论数量还是金额，2018年中国轮胎出口形势都比去年明显恶化，不看好下半年出口前景。

产业政策

海南省农垦投资控股集团有限公司与马来西亚橡胶局在北京人民大会堂签署合作谅解备忘录，双方将在促进改性橡胶沥青道路技术商业化、加快研制和应用智能割胶设备两方面开展深入合作。根据该备忘录，双方将在科研领域进行人才交流合作，以满足橡胶行业的需求；在培训、科研创新和商业化方面分享相关信息；在改性橡胶沥青道路技术和智能割胶设备领域合作成果的商业化由海胶集团负责。马来西亚“原产业部”部长表示，本次合作将有利于两国橡胶产业的发展，特别是改性橡胶沥青道路技术的应用，马来西亚橡胶局将尽快与海南农垦展开实质性合作，把备忘录中的内容落到实处。该政策性利好无疑释放出非常强烈的看涨信号，盘面短期趋势转而走强；不过单一题材炒作是无法扭转熊市的，热度消退后橡胶仍将打回原形。

据悉，在沥青中添加5%—10%的天然橡胶可将公路寿命提升5—7年，参考一级公路15年的使用寿命，这一进步相当可观。橡胶改性沥青可以有效弥补温度敏感性的缺点，提高路面抗疲劳、抗衰老和胶合性。在实际应用中，橡胶沥青主要是以再生橡胶粉作为改性剂添加到基质沥青中，在高温下制成的胶结材料，其中20%的成分是由废旧卡车轮胎加工而成的橡胶粉。中国再生胶产量极大且价格低廉，使用天然橡胶需要考虑成本问题，市场上毫无竞争优势。国内的先例是隆百橡胶沥青高速公路，全长177.5公里，历时16个月建成，胶粉在路面结构中占比为18%，橡胶材料全部使用废弃货车轮胎加工而成，总共消耗轮胎20万个。橡胶沥青不易储存，需要即产即用，且施工难度高，大面积推广尚需时日。本次事件主要是在资金驱动下发酵成为市场热点，商品价值洼地引发吸金效应，随着多头获利离场，橡胶高位整理后将回归基本面。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表51：天然橡胶现货价格* |  | *图表52：合成橡胶价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表53：ANRPC产量出口* |  | *图表54：橡胶进口量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表55：青岛保税区库存* |  | *图表56：上期所注册仓单* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表57：轮胎开工率* |  | *图表58：汽车产销量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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。

气象研究

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和国内云南、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巩底。

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(11600,14200)。

**PTA**

**1 走势回顾**

本周，PTA期货主力1901合约震荡下行。最高价达到7796元/吨，周度跌幅达到-5.17%，区间振幅达到了6.18%。本周合约成交量为813万手，与上周相比有较大的萎缩，持仓量净增加171110手。

**2 基本面分析**

PX供需紧俏，整体走势仍偏强

9月份国内中石化旗下金陵石化60万吨/年PX装置及中海油95万吨/年PX装置检修进程相继推迟、福海创160万吨/年PX装置重启时间预计将在10月末，其他装置暂无变动情况并延续现负荷运行，进而国内整体负荷将维持在76.05%附近。

除大陆区域之外，9月份亚洲其他PX工厂除了沙特134万吨/年PX装置将进行为期25-30天的检修安排、韩华化学120万吨/年PX装置计划停车2周、埃克森美孚53万吨/年PX装置计划停车1个月，故亚洲PX装置整体开工率将维持在75%-80%附近。加以9月份亚洲PX供应偏弱，且8月有部分PX未来得及报关，因此预计9月PX进口量将延续在130万吨水平。

9月份来看，虽欧佩克应对增产预期及地缘政治冲突担忧增加油市不确定性，但因伊朗、委内瑞拉、利比亚等国在不同境况下供应量的变化，引起再平衡信心增强，致使国际油价重心偏强，并有望触及75美元/桶关口，PX成本端支撑良好。下游PTA主力期价因国内装置负荷较高且聚酯需求下滑预期影响而震荡回调，现货价格伴随性微跌，另外9月份国内PX工厂运行稳定，但亚洲其他国家PX装置尚存部分检修预期，加以年内两套新增产能，沙特例行停车、越南低产，而国内PX需求相对强势，故亚洲PX供应紧张仍将是PX上涨的主要动能，但目前PX-石脑油价差扩增至历史高位，增强参与者谨慎担忧情绪。因此综合衡量下，预计9月份PX价格将延续高位运行，或存在小幅回调整理预期，但在供需紧俏环境下，整体走势仍坚挺偏强，但上涨幅度将较7-8月出现明显放缓。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表59：PTA库存季节图表* |  | *图表60：涤纶库存季节图表* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

PTA供应紧张局面仍难缓解

2016年年底，PTA行业加工费好转促使企业装置全力生产，且老装置积极重启，但聚酯行业在该年春节期间按例检修期间，供应过剩格局再度显现，随后行业加工费再度回到盈亏线以下，现货价格甚至低于300元/吨。因此，2017年二季度期间PTA企业积极检修，导致PTA在2017年的月度产量不足300万吨。

去年3月底，PTA社会库存仅为190万吨，去年7月底降至74万吨。同时，有数据显示去年6月份至9月份的三个月时间，装置轮番检修期间，PTA减少产能共计829万吨。至此，PTA完成了主动去库存。2016年和2017年上半年聚酯行业意外的去库存令市场一度好转，PTA和聚酯行业利润回升，企业生产积极性有所提高，但PTA供应过剩的局面并未改变。

与此同时，PTA期现价格则维持在底部运行，期货指数价格徘徊在4250元/吨一线，现货价格则维持在4100元/吨以下震荡。2016年PTA市场依旧受产能过剩问题困扰，市场竞争激烈，生产企业全力生产挤压落后产能影响。去产能格局持续至今年三季度，需求好转与新产能释放迎来真空期，PTA供需格局有所扭转。今年三季度，PTA企业在暴利驱动下，生产装置积极，国内可能重启或投产的装置有500多万吨，超出之前市场的预期，但远水难解近渴。

进入9月份，行业内的“金九银十”，下游进入旺季，不得不加快生产的脚步，开工率难以大幅下滑，下游对PTA的消化将得以持续。另外PTA9月的检修计划有所扩大，虽恒力石化PTA-2号220万吨装置原计划于9月停车检修，现推迟至10月份进行；但宁波逸盛220万吨PTA装置计划9月9日停车检修15天；珠海BP 125万吨装置计划9月中旬停车检修1周；嘉兴石化其150万吨装置计划9月份中下旬检修。受以上装置影响，预计PTA开工跨度依旧能维持76%-82%水平，不排除存在意外检修停车的可能。虽然PTA在9-10月有1035万吨/年的装置检修，但主要集中在10月，因此供需缺口明显，短期受下游驱动，PTA库存也难以累积。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表61：石脑油价格与生产利润* |  | *图表62：PX价格与生产利润* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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 ：美豆维持弱势，连粕剧烈震荡**

**1 外部豆类市场分析**

中美贸易谈判曙光乍现，前景仍需观察

美国总统高级经济顾问周三(9月13日)说，美国政府提议与北京进行新一轮贸易谈判，以避免美国与中国的贸易战进一步升级。此消息一出，市场多解读为中美双边经贸紧张关系有望缓解，全球主要金融市场纷纷受到提振，而因出口受阻而维持二次探底的美豆也止跌回升，中国豆类市场则集体下挫，回吐因贸易战引发的涨幅。中国商务部随后对美方发出的谈判邀请表示欢迎，并称将就一些细节同美方进行沟通。正当市场对此感到鼓舞认为中美贸易关系改善出现曙光之际，美国总统公开表示，美国没有与中国达成协议的压力，并称即将对中国更多商品征收关税。此举无疑为中美贸易乐观派浇了一盆凉水，美方频繁释放的错乱信号已令各方失去耐心，甚至担忧中美贸易前景可能再度恶化。

美豆产量上调，供应压力有增无减

美国农业部9月12日公布的大豆最新月度供需报告中预计，2018年美国大豆单产为52.8蒲式耳/英亩，较上月预估值提高1.2蒲式耳/英亩。受单产提高影响，美豆总产量预计达到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%。美国农业部维持南美产量数据不变，将中国大豆产量调高50万吨至1500万吨。同时下调中国大豆进口量100万吨至9400万吨，而中国农业农村部基于中国需求下降的判断，预计的同期大豆进口量为8600万吨，两者差距十分悬殊，市场密切关注美国农业部在后续报告中如何评估中国需求变化。整体来看，本次报告基本符合市场预期，报告的偏空影响在此前已有所消化。因此报告公布后，美豆先抑后扬呈现探底回升走势。

本周美国农业部公布的作物生长报告显示，截至9月9日当周，美国大豆优良率为68%，去年同期为60%，当周美国大豆落叶率为31%，此前一周为16%，去年同期为20%，五年均值为19%。美豆生长接近尾声，即将进入收割阶段，且多项生长指标较常年偏快，尤其是此时优良率重回升势，产量前景将变得更加乐观。

**2 国内油脂油料市场分析**

非洲猪瘟疫情仍未有效控制，豆粕需求可能受波及

8月至今，我国已有6个省份共报告15起非洲猪瘟疫情，而且疫情地点较为分散，令疫情控制难度增加。目前尚不清楚疫情扩散途径，且国内没有非洲猪瘟疫情防治疫苗。农业农村部发布通知，关闭疫情发生省份生猪交易市场，暂停疫情发生省份及相邻省份生猪跨省调运。此举并不能有效控制猪瘟疫情，如果疫情持续时间过长，对消费者和养殖户均形成较大心理冲击，养殖户补栏积极性不高，不利于远期饲料消费，其累计效果仍不容忽视。

中国8月进口大豆量超预期，远期供应缺口延后

国家海关总署公布的数据显示，2018年8月中国进口大豆915万吨，较上月增幅为14.3%，较去年同期增加8.41%，1-8月累计进口6203万吨，较去年同期减少132万吨，同比下降2.08%。至此，2017/18年度（9月至次年8月）中国共进口大豆9414万吨，与美国农业部9月报告评估的中国进口数据基本一致。8月份实际到港大豆数量超过市场预期，主要是由于中国对美国大豆加征关税后中国进口商集中和扩大采购巴西大豆所致。中国进口商深挖巴西大豆出口潜力，并增加购买加拿大大豆及其他货源，一定程度上缓解了因美豆进口受阻对国内供应造成的影响。据业内估计，国内大型油厂的进口大豆采购规模可维持到11月中旬，国内大豆供应缺口暴露的时间有望进一步延后。

**3 油脂油料市场操作建议**

美豆单产和总产连续上调奠定市场弱势基调，而中美贸易战下美豆出口受阻更是加剧市场看空预期。美豆在双重压力下尚未摆脱弱势节奏。中美贸易谈判起起伏伏，投资者情绪时好时坏，豆类市场缺少持续指引导致行情扑朔迷离。中美贸易紧张状态短期内仍难彻底解决，美豆对华出口前景很难改观。随着巴西大豆可供出口量接近极值，巴西大豆离岸升贴水会继续保持坚挺，对国内豆粕现货即近月期货合约均有较强支撑。1901豆粕合约的运行主线仍是远期供应缺口，虽然国内需求降温可缩小缺口规模，并令缺口出现的时点后移，但不进口美豆几乎没有办法弥补国内大豆供应缺口。因此，在基于对中美贸易战持续的判断下，大豆供应缺口暴露只是时间问题。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。大豆市场仍需关注近期东北产区天气对市场的影响，资金随时可能利用外部因素发动短期炒作行情，长期走势仍需关注国内需求及进口大豆成本变化。油脂市场短多长空的格局仍在持续，可继续保持区间震荡思路适量参与。

**4 油脂油料市场主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表63：美国大豆种植收获面积* |  | *图表64：国内生猪存栏量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表65：大豆进口数量* |  | *图表66：国内豆粕库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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日时一度下挫至每镑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 Sawant表示，下一市场年度（10月1日开始）仍会继续种甘蔗，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。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67：白糖期货结算价格* |  | *图表68：白糖进口价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表69：白糖仓单预报* |  | *图表70：白糖销糖率* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表71：白糖月度进口量* |  | *图表72：原糖CFTC持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

# 免责条款

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

**中投天琪期货有限公司**

公司网站:http://www.tqfutures.com/

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900