

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

李小微

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：美国中期选举和美国制裁伊朗即将临近，虽然两大重磅时间爆发风险的概率都不大，但是等待尘埃落定仍是较稳定的策略。黑色系在消费和库存数据较好的情况下表现抢眼，预计修复贴水的行情仍将延续，大部分化工品跟随原油开始补跌行情。整体看前期影响价格波动的主要因素继续主导盘面，如国内环保限产和美国制裁伊朗对油价的影响。操作上继续关注上述政策的变化，需要关注黑色系贴水收窄之后可能面临的压力，以及美国对伊朗政策可能造成的盘面大幅波动。

股指期货：短期内外围市场波动是市场最大的压力，而国内政策以及维稳力量是市场最大的支撑。考虑到政策以稳为主而非抬高指数，预计“托而不举”成为短期常态。操作上建议逢低吸纳的投资者注意指数触及关键压力位需要减仓或者清仓，以波段思路为宜。

铜：地产投资持续强劲和基建投资逐渐发力，年内经济失速风险下降，这将有利于市场悲观情绪的修复。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，在基建以及货币政策的刺激下，料下行幅度有限。金九银十到来，三地库存持续下降以及消费端的强劲表现给了铜价强有力支撑，铜价保持震荡偏多思路。

锌：中国锌精矿供应进一步增加，精炼锌产能逐步释放，基本面上锌供需矛盾逐步缓解，加之下游消费受宏观经济与环保等多重压力下拖累，基建资金的主要来源持续受限，锌消费依然存在下滑空间。锌价或难言乐观，但短期内无深跌预期，或保持高位运行。

铅：由于缺乏预期上的契合叠加宏观避险情绪的打压，铅价冲高回落。由于再生铅比重较高，矿端矛盾向铅锭传导不突出，需求是否强成为市场主要矛盾，而且原生铅、再生铅供应持续受环保影响，使 2018 年沪粤两地库存维持低位，为当前铅价上涨创造的条件，但目前京津冀及周边地区秋冬季大气污染防治方案下发，精铅消费转弱，将对铅价高点形成抑制，预计铅价继续高位震荡。

黑色金属：限产放松产量回升，需求良好，短期钢材供需两旺，库存低位及深贴水下，价格短期预计维持震荡偏强节奏。煤焦市场供应偏紧，价格易涨难跌。铁矿石在诸多利好兑现后，11 月份限产对需求影响将主导价格，540 元/吨以上可逢高抛空。

甲醇：操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇依然是震荡波动，但是原油依然处于高位，人民币贬值也推升了进口成本，因此甲醇将维持震荡区间。建议 3200-3500 区间操作。

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。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。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。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。左侧交易难度较大，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：进入 11 月份后，上游检修的设备逐渐增加，成本端的托举将大概率使得现货的调降空间缩窄。此外，淡季的到来也会使得需求方面对于价格的提振能力有限。整体操作上建议以逢高抛空为主，仓位不宜过重。

油脂油料：操作上建议投资者顺应市场节奏，可继续持有油脂期货空单或做空豆粕比。大豆期货处于季节性弱，暂不宜做多，可继续保持观望。

白糖：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。供求没有太大变化，印度减产，巴西汇率升值，但国内糖供应依然充足，长期依然偏空。保持区间震荡思路。

周度策略：谨防美股波动的风险

本周市场维持分化格局，黑色系延续反弹走势，焦炭周涨幅一度接近 5%，但是周五有所回落，螺纹钢涨幅在 4% 以上。化工类维持弱势，原油自高位调整幅度达到 13%，化工类纷纷跟跌，前期明星品种 PP 再度下跌 2%，甲醇跌幅超过 3%，弱势品种 PVC 高点已经下跌超过 15%。有色金属继续维持震荡行情，这个既不受环保限产，也不受油价影响的大品种走势非常规矩，与宏观面的波动基本一致。

已经快到年底，纵横全年的两大主要因素仍在主导盘面，环保限产主导下的黑色，以及美国制裁伊朗主导下的石油化工品，他们的走势仍不是宏观经济形势所决定的。本周宏观面较大的变化是欧洲疲弱的经济数据和美股的波动，虽然两者对商品市场的影响都不大，但是其背后的驱动因素，却值得关注。

首先是美股的波动。我们之前的报告介绍过，2018 年以来开始美股的上涨是典型的融涨行情，随后特朗普的减税政策继续推升企业盈利和股价上涨，但是作为经济萧条的法宝减税手段，在经济繁荣阶段却可能存在副作用，由于税改实际上减少了联邦政府在 2018 年的收入，而近年美国经济已经充分就业，美国经济增长主要是由美国政府在飓风后的经济刺激计划助推，而非由税改引发。美国财政部发布的报告显示，2018 财年个人所得税共缴得 1.7 万亿美元，比 2017 财年高出 140 亿美元。140 亿美元的增长与 1.7 万亿美元总收入相比，增长仅为 0.8%。从历史数据来看，这是美国史上第 8 低的税收增长幅度，Roberts 认为这个增长更多的是来源于人口的增长，而非由税改带来额外的税收收入。数据显示，美国联邦政府二季度末的收入同比下滑超过 4%。更为重要的是，从美国经济史看，联邦收入下滑通常伴随着经济衰退，而非经济扩张。从效果上看，实际上减税使财政赤字恶化，目前赤字已经接近一万亿，预计美国财政赤字将在 2019 年突破一万亿。没有约束的财政支出使赤字越来越大，虽然这使经济增长暂时有繁荣的错觉，但是这最终将导致长期经济衰退，而届时财政政策和货币政策工具都已在经济扩张期用完，到真正衰退来临时，相关部门将无计可施。

另外一个重要方面是欧洲经济数据，10 月 24 日，欧元区主要国家陆续公布了 10 月 PMI 的初值，主要数据延续上个月继续下滑的趋势。数据显示，欧元区 10 月制造业 PMI 初值 52.1，不及市场预期，创 26 个月新低。在德国方面。德国 10 月制造业 PMI 初值 52.3，同样不及预期，创 29 个月新低。法国亦不及预期，创 25 个月新低。以此预计，四季度欧元区国内生产总值增速将放缓至 0.3%，未来几个月，预期和新企业流入等前瞻性指标可能进一步丧失增长动力。出口下降是导致经济放缓的主要原因，从调查问卷对象反馈来看，欧洲衰退与贸易战和关税有关。贸易战和关税似乎让全球经济环境变得黯淡，并导致风险厌恶情绪加剧。因此，经济放缓波及到整个经济领域、冲击到服务业，也是顺理成章了。

在持续面临贸易争端与中东乱局等风险冲击下，欧元区中期的经济前景不容乐观。一方面，中东局势升温与贸易争端蔓延将制约欧元区经济的扩张，新兴市场国家受到冲击也将制约欧元区外需的增长。另一方面，欧盟改革计划在马克龙周旋下进展并不显著，也没有看到欧盟国家有取得进一步共识的迹象；同时，意大利在财政计划问题上与欧盟分歧较大，欧盟与英国在英国脱欧谈判中的北爱尔兰边境问题上仍存分歧，即使英国最终让步并达成脱欧协议，意大利债务问题也将成为持续制约欧元区经济的重要因素。考虑到英国脱欧谈判截止日期为 2019 年 3 月 29 日，年内意大利财政计划与债务问题也将持续发酵，料四季度这两大事件仍将给欧盟带来反复冲击，欧盟经济复苏前景不容乐观。

作为全球风险资产风向标的美股，其走势对市场影响很大，虽然对商品市场直接影响不大，潜在的影响却不能忽略。历史经验显示，美股见顶均发生在美国经济周期末端、高利率环境中。其中，在美国经济周期末端，企业盈利增速见顶回落、加速下滑；同时，美联储加息周期启动一段时间后，利率水平明显上行，如 2000 年和 2007 年美股见顶前美联储分别加息了 175bp 和 425bp。伴随盈利和估值双双承压，美股见顶回落。因此，综合美元上行，新兴市场货币和债务风险，以及美国债务问题，美股如果大跌将对市场信心造成严重影响。

从策略的角度看，美国中期选举和美国制裁伊朗即将临近，虽然两大重磅时间爆发风险的概率都不大，但是等待尘埃落定仍是较稳定的策略。黑色系在消费和库存数据较好的情况下表现抢眼，预计修复贴水的行情仍将延续，大部分化工品跟随原油开始补跌行情。整体看前期影响价格波动的主要因素继续主导盘面，如国内环保限产和美国制裁伊朗对油价的影响。操作上继续关注上述政策的变化，需要关注黑色系贴水收窄之后可能面临的压力，以及美国对伊朗政策可能造成的盘面大幅波动。

目 录

周度策略：谨防美股波动的风险.....	- 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 企业减税将接棒个税减免 继续发力稳定经济	- 6 -
3 流动性：本周央行实现净投放 4600 亿.....	- 7 -
4 商品市场策略.....	- 7 -
5 股指期货市场分析.....	- 8 -
铜：维持震荡思路	- 10 -
1 基本面分析.....	- 10 -
2 结论：震荡思路对待.....	- 11 -
3 铜期货现货数据.....	- 12 -
锌：逢高沽空，把握节奏	- 13 -
1 锌：影响因素.....	- 13 -
2 锌：高位运行.....	- 14 -
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：环保空档期产量回升，需求平稳，库存下降	- 18 -
3 原料端：铁矿石震荡上行，焦炭供需平衡.....	- 19 -
4 总结与建议.....	- 20 -
甲醇	- 21 -
1 甲醇市场供求分析.....	- 21 -
2 综合分析.....	- 22 -
3 甲醇主要数据.....	- 22 -

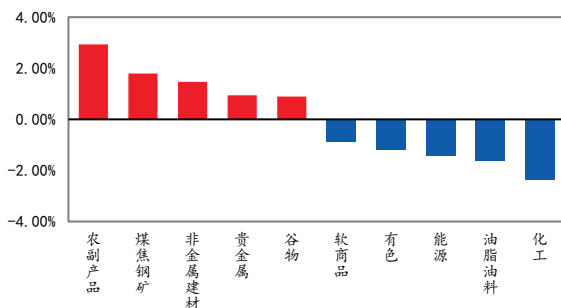
天然橡胶.....	- 24 -
1 行情回顾.....	- 24 -
2 基本分析.....	- 24 -
3 内在逻辑.....	- 27 -
4 总结建议.....	- 28 -
PTA	- 30 -
1 走势回顾.....	- 30 -
2 基本面分析.....	- 30 -
3 综合分析.....	- 31 -
油脂油料：美豆市场连续下跌，连豆市场承压走弱	- 32 -
1 外部豆类市场分析.....	- 32 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 32 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 32 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 33 -
白糖	- 34 -
1 白糖市场供求分析.....	- 34 -
2 综合分析.....	- 35 -
3 白糖市场主要数据.....	- 35 -
免责条款.....	- 37 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
铁矿石	苹果	螺纹钢	焦煤	鸡蛋	焦炭	热轧卷板	玉米淀粉	玻璃	锰硅
4.36	3.81	3.30	2.55	2.26	2.09	1.58	1.47	1.45	1.38

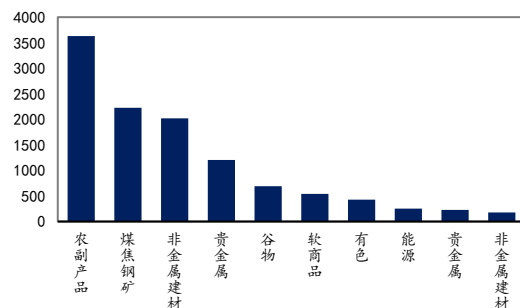
国内市场跌幅前十（单位：%）									
早籼稻	沥青	甲醇	PTA	镍	动力煤	INE 原油	聚丙烯	菜油	豆一
-5.02	-4.57	-4.45	-3.26	-2.88	-2.80	-2.69	-2.59	-2.05	-2.00

图表 1：商品板块周涨跌幅



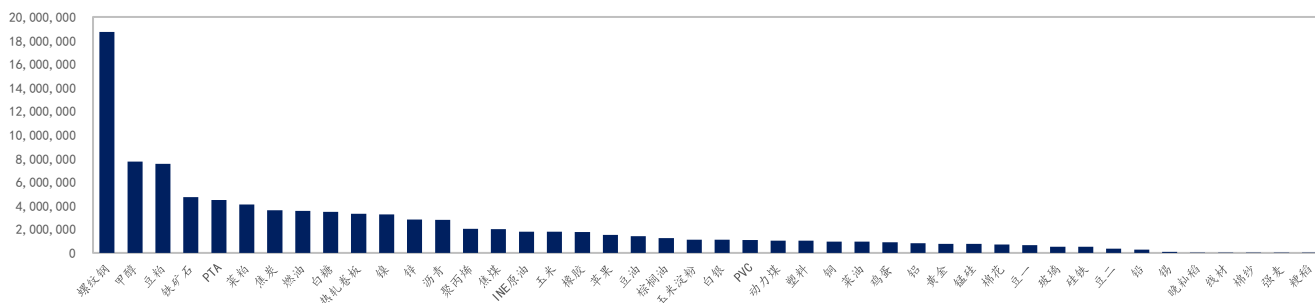
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：商品板块周成交量（万手）



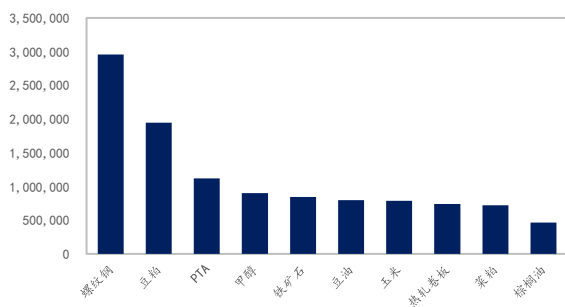
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：国内期货品种周成交量（手）



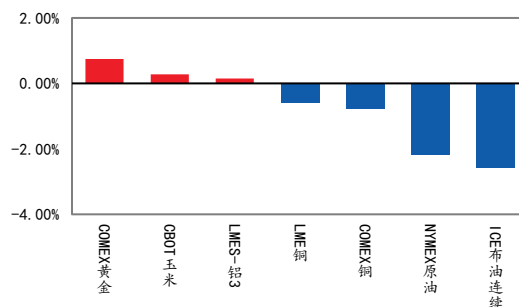
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：国内商品持仓量排名前十



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

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	10 月 26 日	欧洲央行维持利率不变 重申“QE 或于 12 月底结束”	德拉吉表示没有讨论过延长 QE，仍有信心欧盟和意大利能达成协议，到年末欧洲通胀会回升	至少在 2019 年夏天结束前将保持利率不变
	10 月 25 日	沙特原油部长表示全力产油	沙特原油部长表示，OPEC 进入火力全开模式，全力生产石油	油价大幅短缺的概率不大
数据	10 月 26 日	美国 9 月贸易逆差 760 亿美元，创历史新高	9 月美国商品贸易顺差连续四个月增扩，并刷新自 2008 年 7 月以来的纪录高位	虽然特朗普希望用关税来缩小美国贸易逆差，但效果却适得其反
	10 月 25 日	欧元区 10 月制造业 PMI 初值回落至 52.1，创 26 个月新低	主要欧元区制造业 PMI 初值延续下个月下滑的趋势	欧元区 PMI 显示全球经济回落趋势明显
事件	10 月 22 日	中国发布个人所得税专项附加扣除暂行办法	新规提出，纳税人本人或配偶发生的首套住房贷款利息支出，可按每月 1000 元标准定额扣除；根据纳税人承租住房所在城市的不同，住房租金按每月 800 元到 1200 元定额扣除；	减税政策进一步加码

资料来源：中投期货研究所

2 企业减税将接棒个税减免 继续发力稳定经济

10 月 20 日，《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》发布并开始为期两周的向全社会公开征求意见。

个人所得税专项附加扣除征求意见稿发布，明确了子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、租房支出和赡养老人六大关乎居民实际消费支出负担的重大扣除项目。评估认为目前市场大部分测算高估了实际减税规模。尽管从专项附加扣除额*适用税率的方法估算减税额是共同的实现路径，但目前市场主要的估算过程中，要么直接以满足某几项扣除的代表纳税人（例如房租+赡养老人+子女教育）作为全部 6400 万纳税人的标准扣除额，进而高估实际扣除额；要么“一刀切”以某一固定税率代表全部 6400 万纳税人的适用税率，而忽略了占大多数的月均收入在 1 万元以下的纳税人在采用专项附加扣除后不纳税或适用 3% 的最低税率。两种方法均将高估实际减税规模。

约 0.64 亿纳税人受益于专项附加扣除措施，预计整体减税规模不超过 1000 亿。在个税起

征点上调至 5000 元/月后，个税纳税人大幅减少至 6400 万人，意味着专项附加扣除的落地将有 6400 万城镇职工显著受益。不考虑大病医疗的情况下，估算结果显示专项附加扣除减税规模约为 467.2-637.6 亿元；考虑到大病医疗扣除人数并不多，预计专项附加扣除减税规模不超过 1000 亿。但其另一重大意义在于完善税制并更大程度体现个税的税收公平原则。

结构上，中等收入阶层减税效应最明显。哪怕适用不同的专项附加扣除项目，测算结果均显示月均收入介于 1 万至 5 万左右的中等收入阶层减税效应最明显。

后续积极财政政策的重心仍然是减税降费，增值税减税将是释放减税空间的重头戏。三季度 GDP 超预期下滑至 6.5%，经济下行斜率边际扩大得以确认，防风险与积极财政政策面临巧妙平衡，意味着后续积极财政政策的主要体现将是减税降费、扩赤字、扩地方政府专项债，减税降费仍是重心。而个税方案调整后纳税人大概率将降至 5000 万人以下，短期内个税已无大规模减税空间。后续企业相关减税降费，尤其是增值税将是释放减税空间的重头戏。增值税税率三档并两档、下调标准税率值得期待；预计企业所得税税率亦有 2-3 个百分点的下调空间。

3 流动性：本周央行实现净投放 4600 亿

1 临近月末财政支出增加，可对冲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 10 月 26 日不开展逆回购操作。

据央行此前公告，央行本周累计开展 4900 亿元逆回购操作，因本周有 300 亿元逆回购到期，本周实现净投放 4600 亿元。

上周央行降准正式落地，在置换 MLF 后释放增量资金约 7500 亿。考虑逆回购投放和国库现金定存到期后，上周央行合计净投放约 6285 亿

本周资金面将延续合理充裕。在股票市场低迷的背景下，为提振市场信心，流动性将维持合理充裕的水平。受节假日因素影响，本月缴税截止日延迟至 24 日，缴税时点前后资金利率有上升的风险。

央行操作方面，本周缴税因素将扰动流动性，但考虑到月末财政支出力度加大，央行将适度对冲缴税因素的影响，使银行间流动性维持在合理水平。

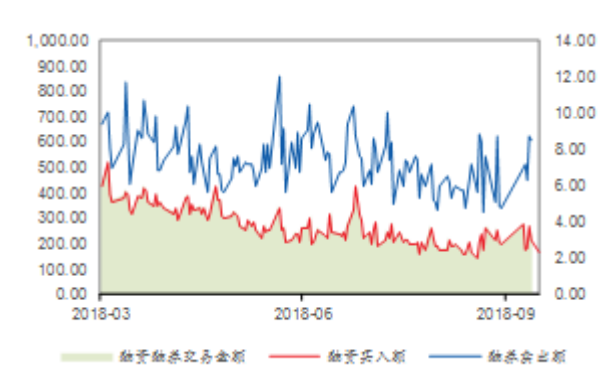
资金利率曲线方面，14 天和 7 天资金先后开始跨月，有一定的上行动力。

货币市场投资工具方面，由于 3 个月资金已可以跨年，3 个月 NCD 发行利率或将波动上行。9 月贷款数据显示融资需求仍然疲弱，票据利率上行动力不足。

4 商品市场策略

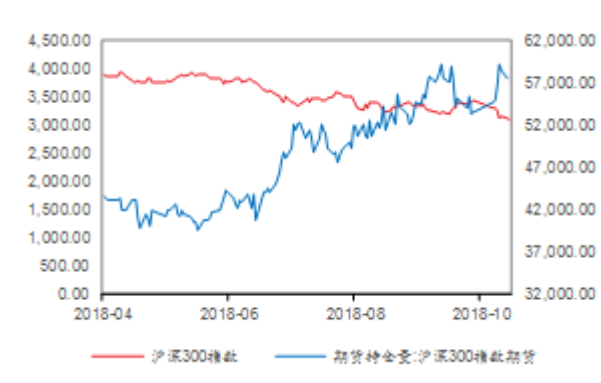
美国中期选举和美国制裁伊朗即将临近，虽然两大重磅时间爆发风险的概率都不大，但是等待尘埃落定仍是较稳定的策略。黑色系在消费和库存数据较好的情况下表现抢眼，预计修复贴水的行情仍将延续，大部分化工品跟随原油开始补跌行情。整体看前期影响价格波动的主要因素继续主导盘面，如国内环保限产和美国制裁伊朗对油价的影响。操作上继续关注上述政策的变化，需要关注黑色系贴水收窄之后可能面临的压力，以及美国对伊朗政策可能造成的盘面大幅波动。

图表 7：融资融券数据图



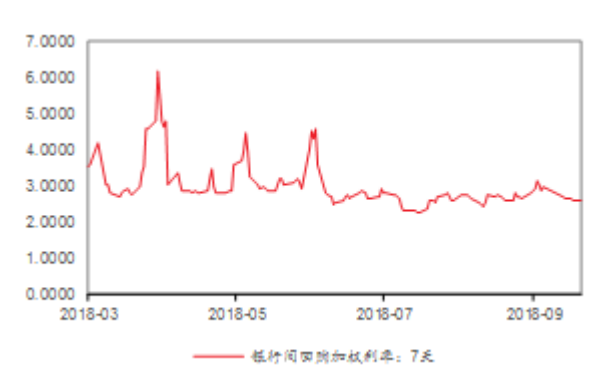
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



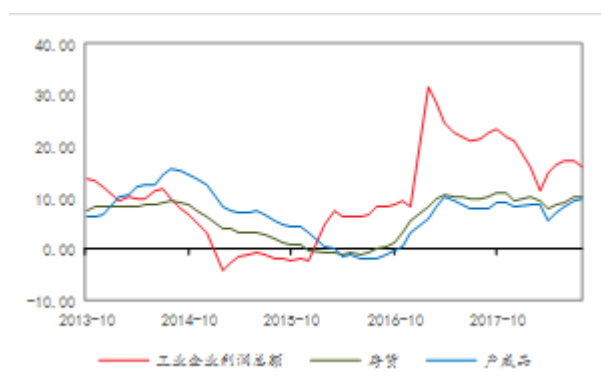
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：银行间回购加权利率（7 天）



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

5 股指期货市场分析

指数连续回落后反弹

受国外股市大幅反弹的影响，周五沪深两市双双高开，由于成交量没有及时跟上，大盘略有上攻后便逐级回落，金融股集体回调，沪指失守 2600 点，最终三大股指均以小阴线报收。截止收盘，沪指报 2598.85 点，跌 0.19%，深成指报 7504.72 点，跌 0.33%；创指报 1263.19 点，跌 0.82%。

从盘面上看，房地产板块涨幅居首，周期股轮番表现。卧龙地产、国创高新、大龙地产、华业资本、中粮地产、荣丰控股涨停；5G 概念股午后异动拉升，润建通信涨停，天邑股份、意华股份、广和通、纵横通信、邦讯技术、剑桥科技、通宇通讯等个股集体拉升；石墨烯板块活跃，东旭光电涨停，德尔未来、宝泰隆涨幅超过 3%。消费、保险、食品饮料、商务服务、农副食品、券商、白酒、酒及饮料等板块跌幅居前。

从技术上看，沪指在本周快速反弹到 20 日均线之后开始了震荡调整的走势，本周在受到国外大跌的影响下也曾大幅低开，之后顽强抵抗并最终收复失地，目前沪指 5 日和 10 日均线加速上扬并形成金叉，今日沪市收盘价跌破 5 日均线，短期对 5 日均线还要继续争夺，从目前的技术指标来看短期大盘还将继续震荡，或以箱体的方式上下波动。从中线来看，股市估值已低，政策面呵护，叠加股市位置较低，后市已经没有大的下跌空间，大盘或将时间换空间，反复筑底，逐步止跌企稳，进而迎来一波修复性行情。

短期维持震荡思路 中期仍须寻底

目前市场依然存在两大忧虑，第一，外围市场依旧偏空，美股下行压力日渐显现，欧洲多个股指或再创本轮调整新低，这对 A 股具有负面的传导作用。从历史行情来看，美股倘

若大幅下挫，A 股很难独善其身。第二，9 月经济层面数据反馈给市场的是经济层面并未看到边际改善的情况出现，所以上周五以及本周一 A 股市场的大幅上涨基本是由投资者风险偏好驱动；所以在经过两天集中的情绪宣泄之后，投资者已经慢慢恢复理性，在非基本面主导的行情下，连续大幅上涨的逻辑显然有些牵强。最后，从技术角度看，本周三上证综指收于 2603 点，不仅未能对周二阴线形成反包，反而收出一根上影线遇阻 K 线，这或意味着对上方阻力位的确认，那么短期指数运行或将再次陷入僵局。

短期看，政策底已经出现，从 A 股自身运行情况看，市场做多动能正逐步聚集，两市反弹契机依然存在。基于对节后市场的乐观预期，长假前资金积极入市推动沪深两市连续向上反弹，沪指一度站上 2800 点整数关口，尽管节后的杀跌阻断了市场的反弹进程，但节前的上涨仍较为明显地体现了资金做多动能在逐步集聚。同时从本周盘面的表现情况看，在隔夜美股继续大幅下挫的背景下，沪深两市率先企稳反弹，其同样表明 A 股韧性较有所增强，伴随指数的持续回落，资金参与意愿逐步增加。从这个角度看，短期内市场维持震荡概率较大，但是中长期看，市场仍需要寻找市场底，中期看市场仍有探底的要求。

铜：维持震荡思路

1 基本面分析

铜矿供应增加

2018 年铜矿供应增速的回暖主要同大矿的产出恢复（罢工问题减少）及新矿的产出释放有关。其中 Escondida 在今年的薪资谈判达成大幅减弱了市场对铜矿供给的担忧（Escondida 作为年产近 130 万吨的全球第一大铜矿，劳工谈判的顺利具有标志性意义——2018 年智利有 32 份到期合同，当前仅剩 Ei Teniente 及 Centinela 等部分矿山仍需谈判，矿端因罢工所导致的产量干扰预期已大幅下降），而 Grasberg 及 Cerro Verde 的产出恢复亦提振了 18 年矿产量的同比增速（17 年罢工的基数效应）。新增产量方面，Kamoto(13.5 万吨)、Cobre Pananma(32 万吨)与 Toquepala (11.5 万吨)等铜矿均有产出释放，此外，18Q2 的数据显示力拓铜矿总产量+25.6%，Escondida 产量+35%，Oyu Tolgoi 产量+6，Vale 产量+5%，因此我们预计 2018 年全球的铜矿产量增速或增 4.85%至 2100 万吨。

中国铜矿供应方面，产出增速的趋势与全球铜矿产出增速一致，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。预计 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。高速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，近期精废价差有所修复，有废铜货源流入市场替代精铜。另一方面，在现货铜精矿 TC/RC 持续上涨，由年初 TC 在 74 美元/吨上涨至 89 美元/吨，涨幅 20.3%，显示年内全球铜矿相对冶炼产能供应充足的现状。

废铜供应偏紧

由于我国环保政策的趋严以及对进口废铜诸多政策导致废铜市场供应偏紧。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%。海关总署本周公布的数据显示，中国 9 月废金属进口量降至年内最低水平，下降 44.6%至 36 万吨。其中，9 月废铜进口量骤降 38.9%至 20 万吨。今年来我国废铜获批量已开始呈大幅下降趋势，此前我国也正式发布废铜进口禁令文件，意味着 2018 年 12 月 31 日之后，以回收铜为主的废电机等（包括废电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。废铜进口受限，在一定程度上提升精铜进口需求，给铜价带来部分支撑。另一方面，中国禁止废七类进口和对美国废铜加征 25%的关税措施使得国内废铜供给趋紧。

线缆成为需求亮点

步入消费淡季，空调产销增速趋缓。8 月空调产量为 1475.3 万台，同比下滑 0.4%；1—8 月空调累计产量为 14178.2 万台，同比增长 11.1%。而前期终端市场连续爆出“空调卖不动了，即将进入寒冬”的声音，我们认为社会消费品零售总额持续下滑叠加库存水平高，因此四季度空调市场会有所降温，但空调行业仍然具备较大的增长空间，尤其是现在本身基数较大，对铜消费的拉动依然明显。

电力行业占据铜消费的 45%左右。1—8 月电网基本建设投资完成额累计为 2803 亿元，同比下降 13.7%，降幅进一步缩窄。电网投资同比继续回落，但是，今年国网的计划投资额达到约 5000 亿，而前 8 个月仅完成了 2800 亿左右，因此四季度电网投资力度仍有望继续增强，电力用铜需求也将有所提升。

今年上半年整体线缆行业表现亮眼，企业开工率一直保持增长态势。随着“金九银十”传

统消费旺季，线缆需求会有所改善，加上 9 月份铜价整体呈现上行的走势，一些因铜价前期低位而观望的商家，也开始逐步恢复开工生产，市场氛围随之回暖。另一方面主要是来自基建及国家电网工程的大力投资，扩大线缆需求，以此促进企业订单的增加。四季度的基建加码，对于铜价均会形成有力支撑。

2018 年 1-9 月全国商品房销售面积累计同比上涨 2.9%，增速比 1-8 月回落 1.1 个百分点；销售金额累计同比上涨 13.3%，增速回落 1.2 个百分点。从当月值的角度看，9 月销售面积同比下滑 3.6%，自 4 月以来再次出现负增长。房地产调控仍将继续，预计 2018 年全国房地产将延续成交量增速回落的走势，未来房地产形势依然严峻。

2 结论：震荡思路对待

地产投资持续强劲和基建投资逐渐发力，年内经济失速风险下降，这将有利于市场悲观情绪的修复。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，在基建以及货币政策的刺激下，料下行幅度有限。金九银十到来，三地库存持续下降以及消费端的强劲表现给了铜价强有力支撑，铜价保持震荡偏多思路。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



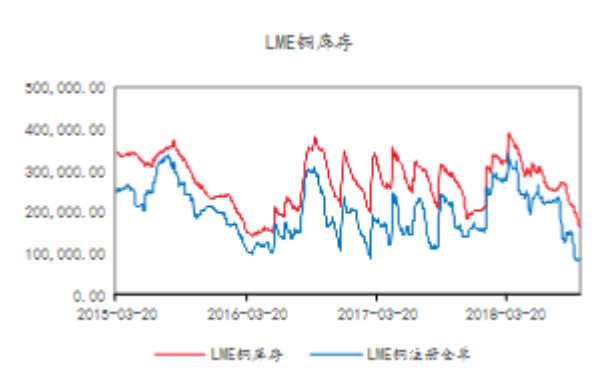
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：洋山铜平均溢价



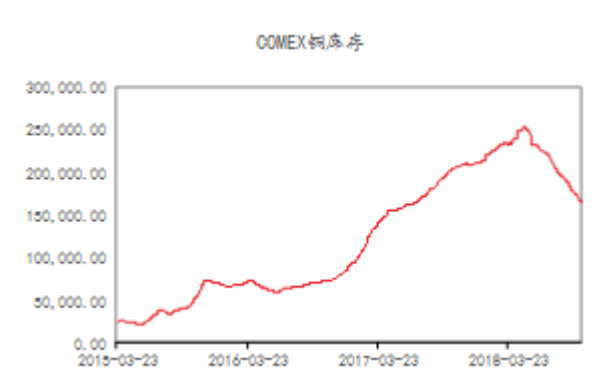
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



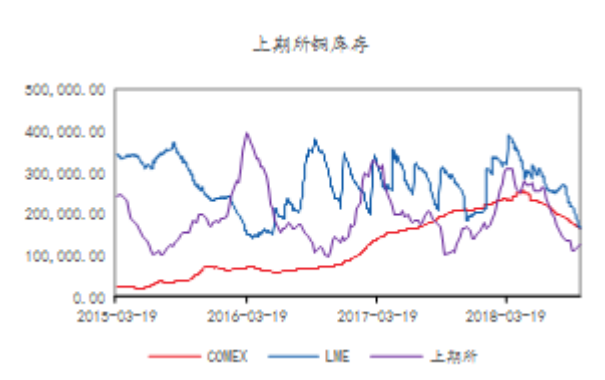
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：COMEX 铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：上海有色铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：上海保税区铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌：逢高沽空，把握节奏

1 锌：影响因素

锌矿充足成为后期风险点

2018 年全球锌精矿产量显著增长，但是环保、安全检查依旧对国产矿尤其是小矿山复产影响较大，三季度受季节性因素影响，国产矿生产受限较多，产量增幅有限。8 月全国锌精矿产量为 38.8 万金属吨，环比增加 0.8%，同比增加 7.2%。累计同比微增 0.6%。四季度湖南湘西花垣地区仍处整改阶段，预计今年难以恢复生产，此部分减量预计近 10 万金属吨附近，且今年内蒙等北方地区受矿山品味下滑等因素影响，产量低于预期。四季度海外矿企新增产能释放压力较国内市场开始好转，一定程度上缓解了国内原料的瓶颈。2018 年没有自有矿的冶炼厂将继续加大进口矿比例，目前锌精矿港口库存较去年同期相比均有所回升，主要也是受阶段性锌矿进口盈利窗口打开驱动。中长期来看锌精矿供需矛盾逐步缓解。冶炼厂反馈锌精矿库存充足，后期价格一旦起来将对整体产量上的供给产生提升，对价格将会产生一定的压制，这也将是后期的风险点。

加工费继续维持高位

随着锌冶炼厂率先进入减产检修状态，矿的整体需求减少明显，叠加国内外矿山供应小幅增加共同作用下，自今年 7 月份开始，国内外锌精矿加工费自低位呈现明显回升。国内锌精矿加工费主流成交于 4300-4700 元/吨，进口锌精矿加工费依旧高位于 100 美元/千吨上方。随着进口矿的补充，矿端原料相对充裕，矿山适度让利带来加工费上扬，而未来随着锌矿产量的释放，预计国内外加工费或将进一步上行。

精炼锌产量保持增长态势

而供给端，矿松紧局面仍持续，锌矿复产向冶炼企业生产的传导通道暂未疏通。一方面、国内锌锭供应。虽然冶炼厂检修减产多已结束，但仍有部分冶炼厂因多重因素影响，后期产量难以恢复正常水平，总体国内冶炼产量年内或难恢复鼎盛时期。2018 年 9 月中国精炼锌产量 44.67 万吨，环比增加 6.7%，同比减少 5.46%。1-9 月份累计产量 396.6 万吨，累计同比减少 0.07%。前期炼厂检修较多，近期伴随进口矿的流入及国内矿山稳定生产下，国内原料供应较为充裕，国内外锌精矿加工费录得较为快速明显提高。叠加 9 月价格走高带来炼厂二八分享亦有提升，整体来看，炼厂生产利润得到明显改善。冶炼厂常规检修多数已在前期结束，当前炼厂生产利润尚可下，部分考虑年底冲量，生产多保持稳定或小幅增长。进入 10 月份，西部矿业检修恢复，白银有色、罗平锌电产量进一步增加，但汉中锌业减产，豫光锌业计划检修，影响部分 10 月增量，预计 10 月国内精炼锌产量将继续保持增加态势。

第二，进口锌增加明显，2018 年大部分时间精锌进口利润窗口是打开的，国外货源大量进入中国，这可以从持续上涨的锌进口升水中得到验证。虽然进口锌无法满足期货交割需求，但可挤出可交割货源。

锌需求暂无亮点

镀锌消费结构中，镀锌的消费占比为 60%左右，最具有集中性和代表性，因此可以从镀锌的消费来分析镀锌的消费情况。9 月镀锌开工率维持相对高位，因企业结构件订单于中下旬有所好转，部分地区存在高铁、地铁等基础设施建设，贡献部分消费需求，而南网订单投放，部分铁塔企业获益，亦贡献部分增量。按照镀锌板生产逻辑：10、11 月份为终端下游开工旺季，也就是镀锌卷板的销售旺季，一般来说镀锌厂会提前生产以备销售，故 9、10 月份是镀锌的理论消费旺季。由于镀锌上游钢价的上涨，镀锌厂目前成本较高，但由于其依然有利可图（减停产短期带来的损失将大于继续生产的损失），因此他们选择尽量压缩加工利润而高负荷开工，所以镀锌的需求短期较为坚挺。

2018 年 1-9 月氧化锌企业平均开工率 52.3%，同比去年同期减少 5.5 个百分点。今年河北、山东、江浙等一带环保局势严峻，影响氧化锌企业开工率，同时，今年整体终端需求较弱，且中美贸易战等加剧订单偏弱，整体生产受限。而压铸锌平均开工率也下降了，

同比下降 6.8 个百分点，主因前期广东、江浙一带环保加之贸易战影响压铸订单出口等问题。

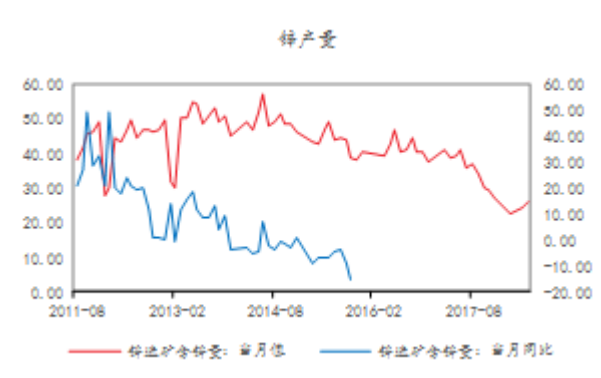
汽车方面，1-9 月汽车产销 2409.13 万辆和 2049.06 万辆，同比增长 0.87% 和 1.49%，比增长 0.87% 和 1.49%，与 1-8 月相比，增速分别回落 1.90 个百分点和 2.04 个百分点。汽车销量明显低于去年同期水平，2018 年由于 1.6L 以下汽车购置税优惠政策退出，这将对汽车产销形成一定压力，预计全年国内汽车产销或仍难有明显改观。

2 锌：高位运行

中国锌精矿供应进一步增加，精炼锌产能缓步释放，基本上锌供需矛盾逐步缓解，加之下游消费受宏观经济与环保等多重压力下拖累，基建资金的主要来源持续受限，锌消费依然存在下滑空间。锌价或难言乐观，但短期内无深跌预期，或保持高位运行。

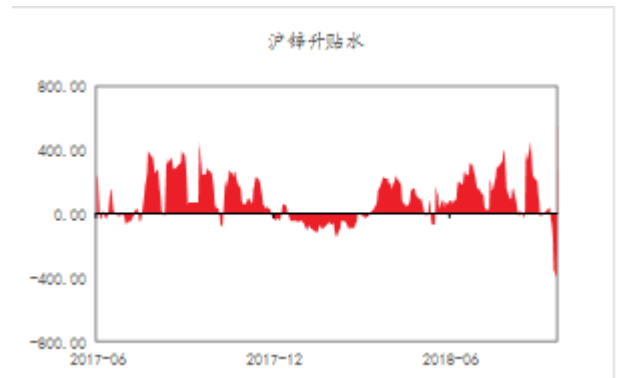
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



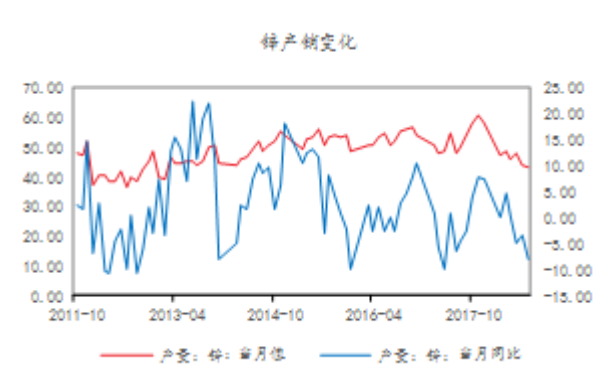
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



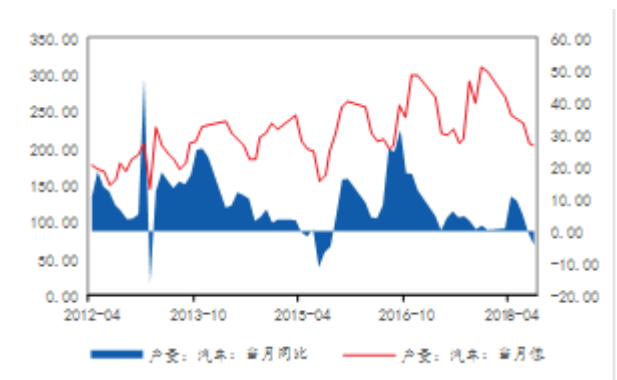
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铅：维持震荡思路

1 铅：基本面分析

供需转为紧平衡

ILZSG 全球精炼铅 7 月份过剩 2.06 万吨，1-7 月全球短缺 3.45 万吨。国内 6 月铅数据修正后短缺 2.45 万吨，1-6 月国内铅短缺 10.41 万吨。进入 10 月以来，由于铅产量的提升叠加备库疲弱，短期铅维持供需弱平衡。未来环保和利润恶化对供给端仍有一定扰动隐忧，可能会向紧平衡过渡。

铅矿产量供应宽松

根据国家统计局数据显示，2018 年 1-8 月，全国铅精累计生产 799.1 万金属吨，同比下降 9.57%。但境外精矿增产预期较高，预计 2018 年新增产能 8.4 万吨，2019 年为 13.6 万吨。自三季度开始精矿逐步增加，根据 CRU 预估四季度精矿供应提速或达到 4.8%，与之相应的全年精矿供应增量约 7 万多吨。这主要由于趋严的环保造成冶炼厂产量减少，部分企业检修增加，从而冶炼对矿需求缩减，矿的供应相对宽松。

精炼铅产量受制

9 月原生铅产量为 25.34 万吨，环比增 2.16%，同比下降 15.78%；1-9 月份累计产量 219.08 万吨，累计同比下降 10.26%。9 月中国原生铅冶炼厂开工率为 60.33%，环比 8 月上升 1.28%，同比下降 7.91%。进入十月安徽地区面临新一轮环保检查回头看，太和地区再生铅受影响较大。环保促使再生铅行业优化升级，但行业仍处于阵痛期。大型增小型降成为行业趋势，行业集中化程度进一步加强，大型持证再生铅企业生产价格导向较明显。今年开年以来，环保风暴不断，中央及各省本身的环保督查，年初 3 月两会供暖季延长。太和工业区整改以及 5 月的长江经济带的固废排查；6 月的环保中央环保组巡查；10 月的京津冀及周边地区秋冬采暖季提早于 10 月启动，在这再生铅行业环保督查的一年，对行业新增产能释放受限。

需求旺盛

多数企业成品库存较低，整体开工率保持平稳略增的态势。气候转凉后，铅蓄电池市场更换需求有逐步转淡的可能。但短期在较低成品库存的背景下，铅酸蓄电池产量仍有望维持平稳。

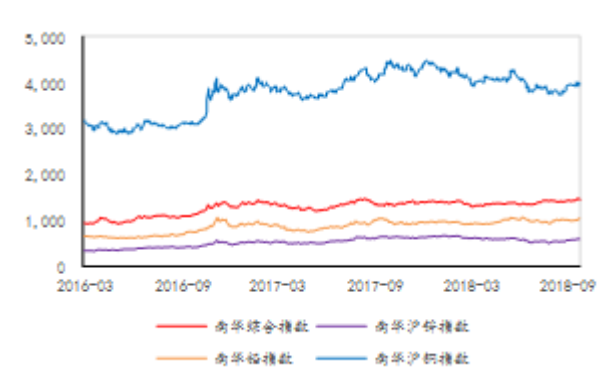
电池企业利润回升有助消费持稳，电动自行车新国标对消费不利影响随着临时牌照的发放将拉长，分行业来看，四季度电动车电池旺季退出，汽车电池接力，汽车电池用铅量不及电动车电池，消费大幅好转的可能性较低。新能源汽车高速增长趋势未改，8 月新能源汽车产销分别完成 9.9 万辆和 10.1 万辆，比上年同期分别增长 39%和 49.5%。1-8 月，新能源汽车产销分别为 60.7 万辆和 60.1 万辆，比上年同期分别增长 75.4%和 88%。

2 行情展望

由于缺乏预期上的契合叠加宏观避险情绪的打压，铅价冲高回落。由于再生铅比重较高，矿端矛盾向铅锭传导不突出，需求是否强成为市场主要矛盾，而且原生铅、再生铅供应持续受环保影响，使 2018 年沪粤两地库存维持低位，为当前铅价上涨创造的条件，但目前京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理方案下发，精铅消费转弱，将对铅价高点形成抑制，预计铅价继续高位震荡。

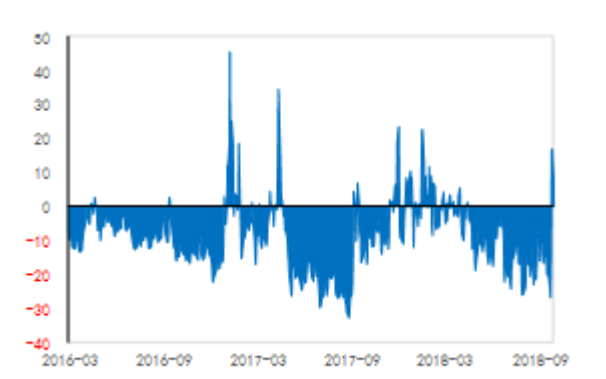
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



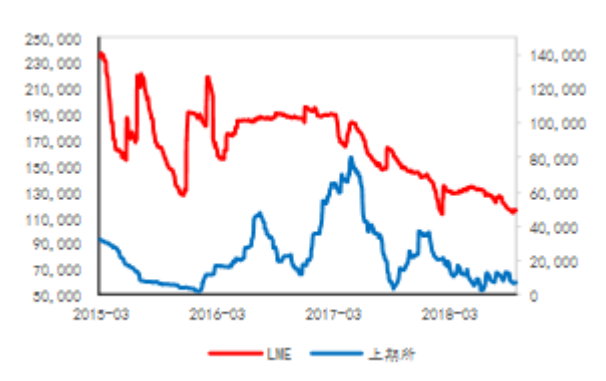
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：LME 铅升贴水



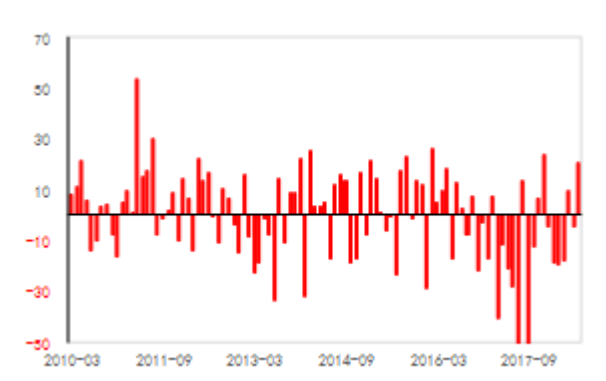
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：交易所铅库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：铅供需平衡



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

本周黑色系市场整体走势为震荡反弹，跟我们上周调研后预判的市场走势较为一致，但需要注意的是，宏观的悲观预期仍在影响市场情绪，美股近期的大幅下跌，令全球风险资产价格担忧增强，一旦流动性衰竭，势必引起市场恐慌，对整个商品市场也产生一个负反馈作用。

钢材方面，主产区采暖季限产政策还没落实，目前处于环保空档期，调研发现唐山地区 10 月份以来基本处于满产状态，产量有所增加。需求端看，目前市场需求较好，钢厂销售情况良好，从钢联日成交数据维持 20 万吨以上也有所反应。在产量增加，库存却继续减少，反应下游拿货情况不错，下游有加快赶工的迹象，对钢材价格影响较大地产投资数据下行缓慢，分项指标新开工还在上行。期货盘面依然处于深度贴水状态，价格短期难以深跌。价格上方又受制于宏观下行预期的压制，短期看螺纹仍维持【3900, 4300】区间震荡。卷螺差虽然达到历史极值，但从二者需求端分歧看，没有回归的迹象。

焦炭市场供需基本平衡，今年采暖季钢企环保限产放松后，焦炭需求预计会有所增加，原料端焦煤成本支撑也较明显。第二轮价格上调大多数已落实，但日钢本月并未接受，对价格产生压力。贸易角度看，目前贸易没有利润可做，短期贸易商处于观望状态。焦煤方面，在进口受限制的影响，澳洲进口主焦煤价格上涨，山西焦煤集团也上调焦煤价格，近期山西又核查煤炭超产情况，山东鄒城龙辉煤业发生冲击地压事故引起山东 41 处矿安全检查，焦煤价格震荡偏强。

铁矿石方面，一方面今年环保的边际放松，矿石需求边际有所改善，另一方面人民币持续贬值对以美元标价的矿石起到提振。但 1901 合约看，钢铁行业采暖季限产仍是影响矿石价格的关键因素，在供应没有问题的状态下，矿上价格上方空间有限，11 月采暖季限产即将开始，短期可择机抛空。

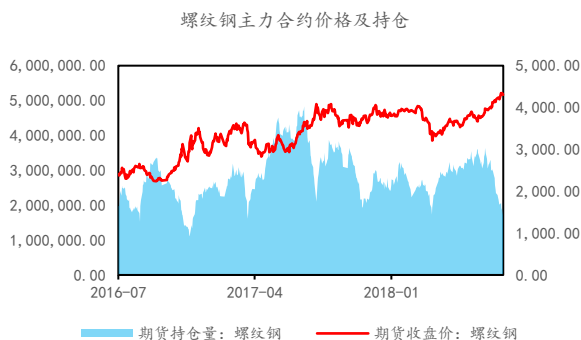
宏观方面，1-9 月份规模以上工业企业利润同比增长 14.7%，较 1-8 月下降 1.5 个百分点。其中，9 月份利润同比增长 4.1%，比 8 月份回落 5.1 个百分点。环保限产对中游小企业产生的影响明显，原材料行业仍是工业利润的主要来源。经济下行来源于总需求的下降，关键在于内需疲弱，贸易战的影响尚未体现。

采暖季限产方面，江苏省 2018-2019 秋冬季错峰生产方案出炉，文件要求 2018 年 11 月至 2019 年 2 月，各地应对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等重点行业实行错峰生产。其中，2017 年冬季 PM2.5 浓度超过 60 微克/立方米的城镇（徐州、常州、淮安、扬州、镇江、台州、宿迁市）减排 50% 以上；其余城市减排 30% 以上。另有知情人士透露，11 月将有 200 个环保组入驻江苏省，届时各重点企业都将有专门小组监督，限产力度或将从严。

生态环境部推进禁止环保“一刀切”工作，10 月 26-27 日生态环境部在京召开 2018 年全国生态环境系统改革工作座谈会。生态环境部部长李干杰指出，当前环境与经济形势更趋复杂，生态环境质量改善面临经济发展不确定因素增多、经济结构调整缓慢、区域流域分化趋势加大、气象条件不利等多重挑战。生态环境部下一步将采取三方面措施深入扎实推进禁止环保“一刀切”工作。一是出台一个更加详尽的坚决禁止环保“一刀切”的文件，二是组织两个环保“一刀切”专项检查，三是查处通报一些典型案例。严格禁止“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法，坚决避免以生态环境保护为借口紧急停工停业停产等简单粗暴行为。采暖季错峰时间由 11 月 1 日至 3 月 31 日，调整为 11 月 15 日至 3 月 15 日，并根据采暖期月度环境空气质量预测结果，适当缩短或延长错峰生产时间，预计比去年缩短一个月左右。

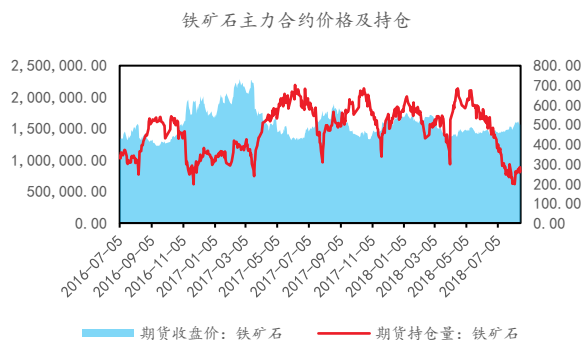
从环保部态度看，采暖季环保限产将比去年放松。

图表 25：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 26：铁矿石主力合约价格及持仓

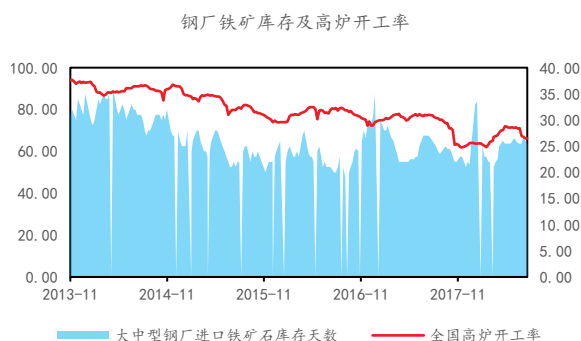


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：环保空档期产量回升，需求平稳，库存下降

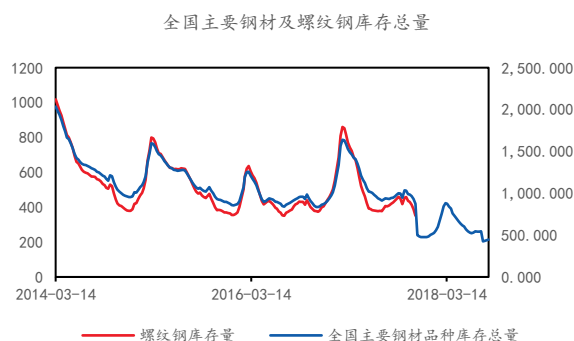
限产处于空档期，以前期限产较严厉的唐山地区看，10月份钢企基本处于满产状态。高炉开工率稳定，本周开工率为68.23%，较上周略降0.14%。据中钢协统计数据显示，2018年10月上旬会员钢企粗钢日均产量198.74万吨，旬环比增加0.26万吨，上涨0.13%；全国预估日均产量252.14万吨，旬环比升0.21万吨，涨幅0.08%。整体看，高利润以及环保限产的边际放松下，钢企生产积极性高，并且通过转炉废钢的添加，维持了产量的增加。

图表 27：钢厂铁矿库存及高炉开工率



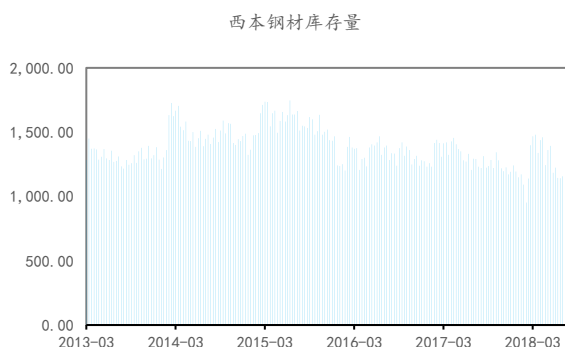
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：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 29：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 30：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

本周库存数据方面整体表现为下降态势，并且降幅较大。从主要品种的社会库存看，截止

10 月 26 日，国内主要钢材品种库存总量为 987.89 万吨，较 10 月 19 日下降 46.96 万吨，环比下降 4.54%；国内螺纹钢社会库存量由 412.91 万吨下降 32 万吨至 380.91 万吨，环比下降 7.75%，钢厂螺纹钢库存下降 5.99 万吨；热卷社会库存增 1.51 万吨至 246.83 万吨，环比回升 0.62%，钢厂热卷库存减少 4.17 万吨。从螺纹钢和热卷社会库存变化也可以看出，螺纹钢需求好于热卷，也有部分钢企在螺纹利润及需求较好情况下，将热卷生产线转产螺纹。

需求端看，如果说 9 月份需求旺季不旺，那么 10 月份旺季特征较为明显。无论是实地调研还是每日成交数据看，10 月份需求要好于 9 月份。从上海线螺采购量看，近期采购量都维持在 3.7-4 万/吨水平，钢联全国建材贸易商每日成交量平均维持在 20 万吨以上水平，可见近期螺纹钢需求表现较为亮眼。

中长期看，四季度地产下行压力是比较担忧的点。近期各地房地产降价的消息较多，在销售受阻的情况下，后期新开工必然受到影响。从货币化棚改的角度看，1-9 月份全国棚改已开工 534 万套，完成全年 580 万套的 92%，所以四季度棚改力度也将减弱。市场预期地产下行压力在 11 月底或者 12 月份，届时钢材又面临季节性累库阶段，价格大概率将承压下行。

3 原料端：铁矿石震荡上行，焦炭供需平衡

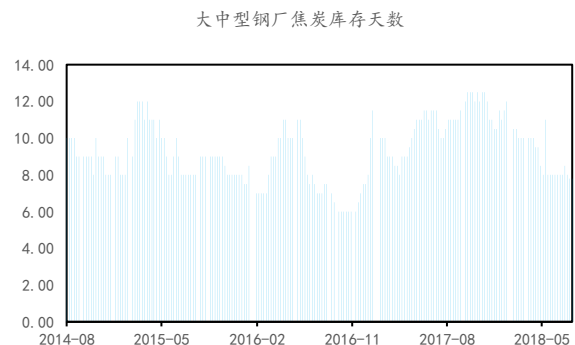
铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上行，截止 10 月 12 日，普氏 62% 进口矿指数报 77 美元/吨，较上周上涨 3.55 美元/吨。近期价格的大幅上行，主要与唐山地区环保空档期钢企满负荷生产有关，需求的短期爆发对价格起到刺激作用，特别是 PB 粉价格持续上行。在钢企高利润的情况下，保生产是第一位的，短期对原料端价格变化并不敏感。此外，人民币持续贬值临近 7 附近，对以美元标价的矿石起到提振作用。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新铁矿石可用库存 25.5 天。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14520 万吨，周环比降 9 万吨，澳洲港口检修结束，并陆续恢复正常发货，本周到港量相应增加，以及多数钢厂节后补库结束，恢复按需采购状态。考虑到当前钢厂在高位采购谨慎，且年底国外矿山资源到货量将集中增加，矿石上方高度有限，11 月进入采暖季钢企限产仍将影响矿石需求，540 元/吨以上价格可逢高沽空。

图表 31：国内铁矿石港口库存



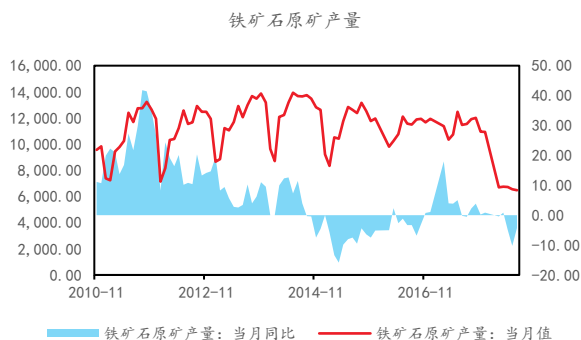
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：焦炭库存可用天数



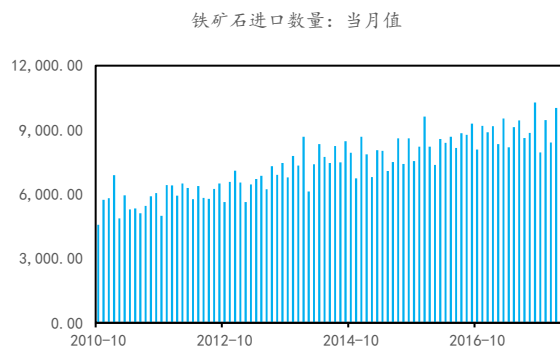
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：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，焦炭现货价格第二轮提涨 100 元/吨基本已经落地。从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.33%，上升 0.31%，日均产量 68.60 万吨增 0.27 万吨，焦炭库存 52.1 万吨，减 7.46 万吨；炼焦煤总库存 1457.07 吨，增 7.89 万吨，平均可用天数 16.17 天，增 0.02 天。利润刺激下焦企开工继续提升，关于供暖季限产目前仍未收到通知，山西除临汾地区限产 30% 外，其他地区基本没限。全国 110 家钢厂焦炭库存 426.90 万吨，减 12.70 万吨，平均可用天数 13.59 天，减 0.27 天。港口焦炭库存总库存 246.2 万吨，增 2.6 万吨。

目前焦炭销售状况良好，且价格处于贴水状态，供需紧平衡状态下价格易涨难跌，回调仍可逢低做多。

焦煤方面，在进口受限制的影响，澳洲进口主焦煤价格上涨，山西焦煤集团也上调焦煤价格，近期山西核查煤炭超产情况，山东郓城龙辉煤业发生冲击地压事故引发 41 处煤矿停产检查，省内炼焦煤资源较为紧张，近期有焦化企业开始前往山西采购。在多重利多因素下，焦煤价格震荡偏强。

4 总结与建议

限产放松产量回升，需求良好，短期钢材供需两旺，库存低位及深贴水下，价格短期预计维持震荡偏强节奏。煤焦市场供应偏紧，价格易涨难跌。铁矿石在诸多利好兑现后，11 月份限产对需求影响将主导价格，540 元/吨以上可逢高抛空。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格降价，港口价格降价

西北出货顺利，整理运行；环渤海地区成交一般，区间整理；淮海地区交投暂可，窄幅推涨；华中地区供应紧缩，市场坚挺；期货震荡走跌，港口市场弱势下滑。昨日内地市场大稳小动，西北地区维持稳定，华中地区检修较为集中，区域内供应偏紧，带动周边企业窄幅推涨；华北局部地区受外地低价货源冲击，高端价格有所松动。下游仍显抵触，按需采购为主。港口方面，甲醇期货震荡走低，港口价格随之下滑，市场买气不足，气氛清淡。

周内现货价格小幅波动，但郑州期货甲醇大跌，因下游烯烃 80 万吨产能计划停工，目前利润太低。甲醇每吨的毛利润大于 1000 元，因而下游多有抵触，需求疲软。MTP 和 MTO 不甚乐观。需求低迷。

开工处于偏高水平，港口库存回落

国内甲醇企业开工集中在 68.91%-70.45%，周均开工在 69.61%，较上周同期上涨 1.74 个百分点。下游企业开工变化不大，MTO 下滑 3 个百分点至 71%。目前甲醇吨利润超过 1000 元，因而开工上升，供应增加。截止 2018 年 10 月 22 日，港口库存量为 60.3 万吨，库存由前期的 74 万吨下降至目前的 60 万吨。

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。如山西晋煤华显 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。

烯烃装置主动停车，因无利可图

中原乙烯外采甲醇制烯烃装置称计划 11.5 日起停车至年底，斯尔邦 80 万吨甲醇制烯烃装置计划降负运行，MTO 装置的主动停车和降负来对冲四季度的供给减量

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，MTP/MTO 利润较差

甲醇下游主要有 MTO/MTP、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸等，特别是 MTO/MTP 需求占甲醇总需求的 40%以上。2018 年 10 月 11 日，MTO/MTP 开工率达到 79.81%，较上一周期增加 4.27 个百分点，处于历史中高位。本周期内下游除 MTBE 开工环比下滑、甲缩醛 DMF 开工持平外，其他下游开工均环比增加。

2018 年 9 月 28 日-10 月 11 日，国内华东市场外采甲醇制烯烃的装置利润环比回升。甲醇的传统下游主要有甲醛、二甲醚、MTBE 及醋酸等，本周期传统下游利润有升有降，醋

酸、二甲醚利润处于历史中高位，甲醛、MTBE 利润处于历史中低位。

近期聚丙烯价格快速回落，伴随原油跌破 70 美元，化工市场压力陡增。四季度淡季，聚丙烯长期下跌。因此甲醇的需求预计较弱。

2 综合分析

供应端 3 季度新增产能依然投放，压力较大。原油价格下行，化工品大幅下跌。

需求端，传统需求疲软，pp 价格回落较快，MTO 需求受阻。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。甲醇终端消费改善不明显。沿海地区甲醇市场窄幅松动，部分贸易商降价让利出货。后期消费预期下降。

总体上，操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇依然是震荡波动，但是原油依然处于高位，人民币贬值也推升了进口成本，因此甲醇将维持震荡区间。建议 3200-3500 区间操作。

3 甲醇主要数据

图表 35：甲醇收盘价



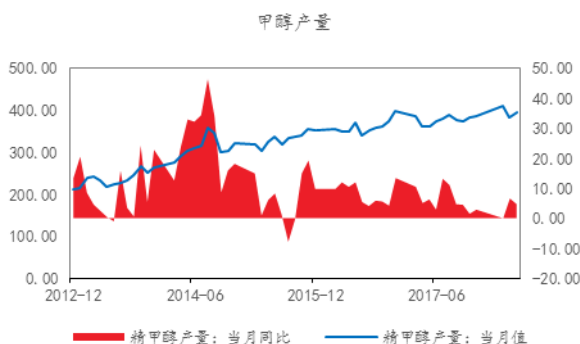
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：甲醇产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39: 甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: 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 本周深度下跌，收盘于 11835 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。泰国出台补贴胶农政策，收效甚微无法构成实质性利好，难以激发市场炒作意愿。青岛保税区橡胶库存受仓储政策影响大幅回落，但上期所仓单不断刷新历史记录，橡胶社会总库存压力空前。9 月重卡市场表现不佳，销量持续加速下滑，汽车产销增速趋于放缓。中国计划实施“公转铁、公转水”的运输结构调整，令卡车轮胎销售更为艰难。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

天然橡胶生产国协会（ANRPC）数据显示，2018 年 1—9 月，全球天然橡胶产量同比增长 1.5% 至 977.9 万吨，全球天然橡胶消费量同比增长 6.6% 至 1065.3 万吨，推算全球天胶供应缺口为 87.4 万吨。印度和越南天然橡胶产量分别大幅下降 14.1% 和 9.8%，主要为天气原因所致。中国、印度和泰国天然橡胶消费量分别增长 3.4%、14.2% 和 40.2%，泰国内需市场在政策鼓励下极速扩张，而中国橡胶需求跟随宏观经济放缓。出口方面，1—9 月 ANRPC 成员国出口天然橡胶总计 729.4 万吨，比去年同期下降 2.2%。四大产胶国出口分别来看，泰国下降 0.6%，印尼降低 4.7%，马来西亚减少 5.1%，越南增长 5.9%。ANRPC 预测，2018 全年，全球天然橡胶产量将增长 3.7% 至 1385.1 万吨，天然橡胶消费量将增长 5.3% 至 1403.3 万吨。橡胶整体处于熊市，供应增速将在 2019—2020 年出现回落，市场主要趋势的逆转尚待时日。

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。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。

需求端

第一商用车网数据显示，9 月全国重卡市场共计销售各类车型 7.6 万辆，同比大幅下滑 25%，环比上升 6%；1—9 月国内重卡累计销量为 89.42 万辆，比去年同期仅增长 2%。正如我们此前的预计，2018 年中国重卡市场明显呈现出前高后低的特征。今年上半年，重卡销量有五个月刷新同期最高纪录，尤其在 3 月创造了月度销量 13.89 万辆的历史新高。然而，连续火爆 21 月之久的重卡市场，销量增长态势在下半年戛然而止。7 月进入传统需求淡季，重卡销量同比下降 17%；8 月进一步回落至 7.18 万辆的年内低谷，同比加速下滑 23%；9 月成为今年以来连续第三个月同比走低的月份，降幅进一步扩大至 25%。三季度重卡市场月平均销量只有 7.42 万辆，比上年同期的 9.5 万辆大幅缩减 21.89%。重卡销量的累计增幅也在不断缩窄，上半年同比增长 15.11%，1—7 月增幅减少到 10.56%，1—8 月继续压缩至 6.51%，前三季度仅有 2%，离同比持平只有一步之遥。

9 月重卡市场表现欠佳在意料之中。国内重卡传统需求淡季为 7—8 月，虽然进入三季度但仍处在低谷期，无论相比上半年还是去年同期水平，工程类和物流车重卡的终端需求均未有明显回暖，市场形势不容乐观。过去在政策利好刺激下，前期重卡订单大量透支，导致重卡行业库存偏高，给经销商和新车市场带来沉重压力。公路运力过剩导致运价持续走低，物流运输的饱和抑制牵引车细分市场，对新车的购买意愿不足。考虑到去年四季度重卡销量的基数不算低，不出意外年内余下时间里将继续同比下降，预计全年重卡行业销量达到 110 万辆左右。从重卡生产企业 10 月的订单来看，市场氛围从乐观转向悲观，2018 年的“金九银十”大概率成为“铜九铁十”。

根据对 57 个国家的汽车市场的调研结果，汽车行业咨询机构 JATO 表示，由于最大经济体之间贸易摩擦不确定性的威胁，全球汽车市场形势正在受到影响。从今年 7—8 月开始，全球车市出现放缓迹象，尤其是美国和日本等主要汽车市场销量下滑，严重拖累全球汽车销量增速。MarkLines 数据显示，8 月美国新车销量仅为 148.23 万辆，同比基本持平；1—8 月美国车市累计销量为 1146.34 万辆，同比微幅增长 1.0%。日本汽车市场更为惨淡，自 2018 年开始，日本汽车销量一直处于下滑状态。日本汽车销售协会数据显示，1—9 月日本新车市场累计销量为 402.37 万辆，同比下降 0.9%。相比之下，进入微幅增长状态的中国汽车市场反而差强人意。IHS Markit 预测，2023 年以后，全球新车需求每年将减少 200 万辆左右，从而将汽车销量拉低约 2%。到 2025 年，全球新车销量预计为 1.1 亿辆左右，比 2017 年增加约 1600 万辆。2018—2025 年，全球新车销量平均增长率仅为 2.0%，相比 2011—2017 年 3.7% 的水平几乎将下降一半左右。

全球汽车销量表现不佳，主要原因是中美两大汽车市场发展的迟滞。根据 IHS Markit 研究统计，预计 2018—2025 年中国新车市场平均增长率为 2.6%，相比 2011—2017 年 8% 的增速大幅下滑。2018 年“金九银十”传统销售旺季，市场热度明显不及往年，消费者持币观望情绪浓厚。美国汽车市场增速也在进一步放缓，IHS Markit 数据显示，预计北美新车销量年均增长率将从 5.3% 放缓至 0。尽管上半年市场对美国经济的信心助推消费，但目前由于利率上升，汽油价格上涨，以及中美贸易战等不利因素，车市需求有所下降。此外随着共享经济的兴起，普华永道分析认为，到 2030 年全世界 37% 的出行将依赖汽车共享和自动驾驶汽车。共享汽车逐渐走进生活，包括汽车制造商、互联网公司科技公司等正加速布局，未来将形成对传统私家车市场的挤出效应。

期现库存

在天然橡胶供应过剩和需求疲软的背景下，青岛保税区库存却意外出现明显回落。截至 10 月 16 日，青岛保税区橡胶总库存为 11.2 万吨，较上期大幅下滑 31.12%；其中天然橡胶库存 5.21 万吨，较上期减少 28.73%。通常来说，橡胶库存与价格走势呈负相关性。尽管保税区天然橡胶库存环比大幅减少，泰国 20 号标胶到港价格仍保持在 1360 美元/吨，环比 8 月底基本持平。由于外盘市场相对坚挺抗跌，叠加汇率贬值的因素，国内贸易商利润空间受到挤压。但考虑到东南亚进入产胶旺季，新胶供应有增无减，青岛港橡胶进口量窄幅波动。青岛保税区橡胶库存的异常回落，本质原因是仓储政策的影响。保税区内部分混合胶有移库要求，向下游厂商转移或转为保税区外隐性库存。即使统计数据大幅下降，实际上进口天然橡胶货源供应依旧充裕，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

泰国海关最新公布的数据显示，8 月泰国天然橡胶出口量约 31.08 万吨，同比下降 4.85%，环比增加 2.45%。分品种看，其中标胶占出口总量的 39%，乳胶占 37%，烟片胶占 16%，其他胶种相对较少。8 月泰国标胶出口量为 12.01 万吨，同比下滑 1.6%，环比减少 5.5%。混合胶对标胶具有出口避税的竞争优势，令后者市场空间受到挤压，泰国标胶出口表现平淡。考虑到国内现货库存充裕，在内外盘倒挂的情况下，贸易商对标胶的采购积极性不高。8 月泰国乳胶出口量为 11.46 万吨，同比大幅增长 8.9%，环比增加 8.1%。按照季节性规律，7—8 月传统淡季过后，乳胶需求逐渐复苏。下游橡胶制品企业提前补库，且乳胶内外盘顺挂，9 月船货到港数量将明显增加。8 月泰国烟片胶出口量为 5.08 万吨，同比大跌 26.7%，环比增加 12.0%。烟片胶尚不具有套利空间，刚需采购为主，出口数量较为稳定。预计 9 月泰国天然橡胶出口量将维持在 31—33 万吨左右，环比或出现小幅增长。随着泰国逐渐步入割胶旺季，天然橡胶产出相对顺畅，未来泰国橡胶供应将较为可观。目前市场需求虽有所恢复，但套利空间不足，厂商采购情绪欠佳，预期橡胶进出口表现一般。

市场预期 9 月下游需求有所好转，国内贸易商提前采购，造成 8 月天然橡胶进口量同环

比大幅上涨。海关统计数据显示,8月中国天然橡胶进口量为23.76万吨,同比增加20.29%,环比上涨14.74%;1—8月累计进口天然橡胶共163.63万吨,比去年同期减少8.60%。其中,技术分类的天然橡胶(即标胶)是进口的主要胶种,进口量约占总量的59%,乳胶进口占比约为22%,烟片胶进口量约占9%。8月轮胎工厂多维持刚需补货,对原料橡胶的需求表现平稳。国内市场流通仍以泰国标胶为主,印尼货源量少价高,贸易商采购意愿欠佳。部分7月的乳胶船期推迟,令8月船货到港相对集中。烟片胶目前暂无套利空间,厂商多为按需拿货,但近年来进口量逐年递增。金九银十需求逐步恢复,轮胎工厂开工率回升,预计9月中国天然橡胶进口量或延续增长态势。然而利空因素不容忽视:中美贸易战伤害轮胎出口市场,轮胎行业原料及成品库存累积,重卡销量后劲乏力加速下滑,需求整体改善有限。

产业政策

中国运输结构调整

日前,国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)》,将公路运输作为改革的重点之一。文件指出,大宗货物运输“公转铁、公转水”是本次行动的主攻方向。根据国务院规划,三年内中国铁路货运量较2017年增加11亿吨,水路货运量增加5亿吨,同时沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。京津冀、长三角和汾渭平原等地成为运输结构调整的主要区域,涉及的行政区划包括北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、内蒙古。根据规划,部分改革措施或将马上开始实施,政策调整可能对卡车轮胎销量造成深远影响。公路运输量的减少意味着车队运输里程缩短,中长距离运输大宗货物的卡车将遭受巨大冲击,导致全钢轮胎的用量大幅下降。业内人士表示,从全球大趋势上看,全钢载重轮胎需求的日益萎缩,是不少发达国家曾经走过的道路。据了解,2018年底前,山东省、环渤海地区、长三角沿海主要港口,以及唐山港、黄骅港的煤炭集港运输,改由铁路或水路。以往严重依赖重型卡车的集疏港运输,今年就会迎来较大变化,从而令卡车轮胎的销售更加艰难。

泰国橡胶供给侧改革

泰国橡胶管理局称,正在向政府申请一项预算90亿泰铢的产业补贴方案。具体补贴对象是,胶林面积不超过10莱的胶农,且为登记备案的胶林土地所有者。就目前的统计来看,泰国登记备案的胶农共计170万户,符合此次补贴要求的约有30万户。补贴标准为每月1000泰铢/莱,为期三个月,即每户最高可获得30000泰铢。泰国副总理颂奇日前指出,农业部应在未来五年内,每年减少橡胶种植面积20万莱(约合3.2万公顷),五年共缩减种植面积100万莱(16万公顷)。泰国橡胶局表示,随着缩减种植面积计划的启动,每年可减少天然橡胶供应量4—5万吨。据悉,自愿参与该计划并改种其他作物的胶农可从政府获得2万泰铢/莱的经济补偿。泰国出台的一系列橡胶政策素来收效甚微,无法构成实质性利好,已经难以激发市场炒作意愿。然而大风起于青萍之末,2019年泰国新开割面积增长即将见顶,配合橡胶供给侧改革方案,或许供需边际上的变化正在发生。

图表 41: 天然橡胶现货价格



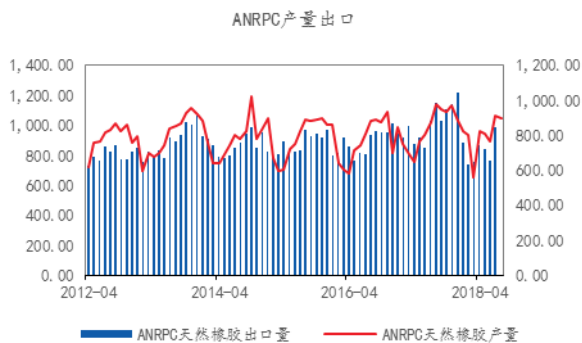
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 42: 合成橡胶价格



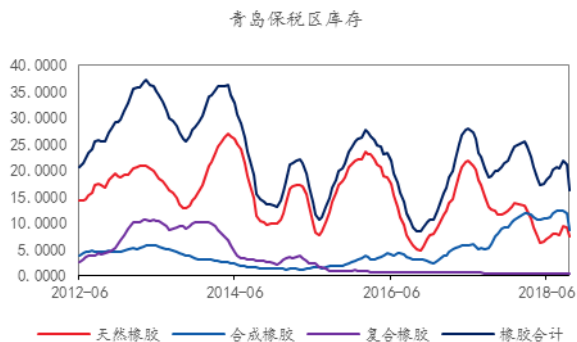
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 43: ANRPC 产量出口



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45: 青岛保税区库存



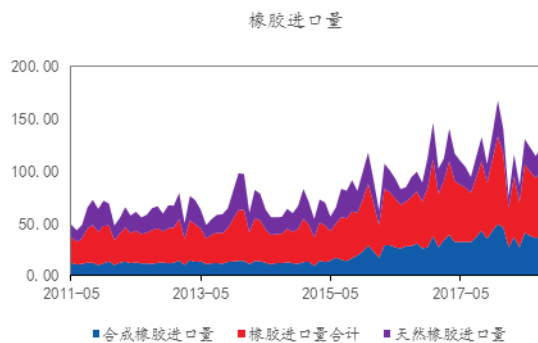
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44: 橡胶进口量



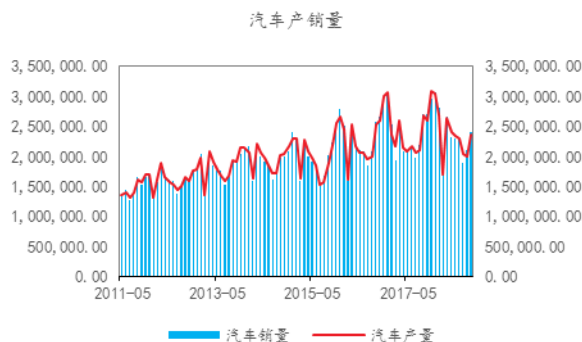
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46: 上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 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。

反弹基础

2018 年以来，橡胶主力合约阶段性反弹现象时有发生，每次反弹都是做空的机会。前期连续大幅下跌的过程中，天然橡胶供应过剩和需求疲弱的基本面已经充分反映在价格上。市场对成本线一带形成的底部较为认可，年中 1809 合约在 10000 点附近震荡长达两个月的时间，未曾进一步向下突破。当前胶价挣扎在成本线上方，远月合约升水尚有利润，不至于出现自发性的产大规模减产。如果在此基础上继续跌破成本价，将导致供应端减产预期，因此目前整体虽为弱势格局却难有下跌空间。随着 9 月合约交割完毕，老胶仓单压力不会延续至明年，同时 1 月合约交割时间较早，估计新胶注册仓单压力不会太大。今年以来，期现价差大幅收敛，9-1 价差持续回落，无论非标套利还是跨期套利，利润空间都较以往江河日下，1 月合约套利盘抛压应有所减轻。从交易的角度看，长期底部横盘的低波动率状态下，多空双方均无利可图，市场参与者希望行情发生改变。基于久跌必涨的心态，受消息题材炒作，板块效应带动等利多因素诱导，市场往往会做出超过基本面实质变化的激烈反应。综上所述，1 月合约的阶段性反弹可谓天时地利人和，这一情形将有望不断重演。

橡胶固然存在阶段性反弹的理由，但维持时间必不长久，且空间较为有限。长周期来看，橡胶熊市为基调，供需关系短时间内难有实质性改善。供应方面，当前橡胶价格虽处低位但未到绝地，胶农自发性减产尚不普遍，今年新胶开割顺畅，四季度产胶旺季即将来临，泰国主产区未发生严重自然灾害，预计后期供应保持充足稳定。需求方面，虽然轮胎开工率稳中有升，但受宏观经济下行预期影响，汽车行业产销量增速放缓，终端消费支撑不足。考虑到供应正常将会持续增加，预计明年仓单交割压力仍然十分沉重，期货远月合约升水有利于套利盘抛空。反弹高度除了受基本面制约外，一旦价差扩大套利窗口打开，资金势必会入场打压价格。橡胶信息透明度较高，投机者多有着清醒的认识，空头伺机打压，多头见好就收，不具备单边上涨的市场基础。

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并未改变。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。

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。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。左侧交易难度较大，宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。操作建议：反弹不追涨，回调不做空，运行区间(11600,13000)。

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 7058 元/吨，周度跌幅达到-2.98%，区间振幅达到了 4.64%。本周合约成交量为 447 万手，与上周相比略有下降，持仓量净减少 37578 手。

2 基本面分析

纺织服装业出口总份额增长，东南亚成衣制造商从美国接受订单增多

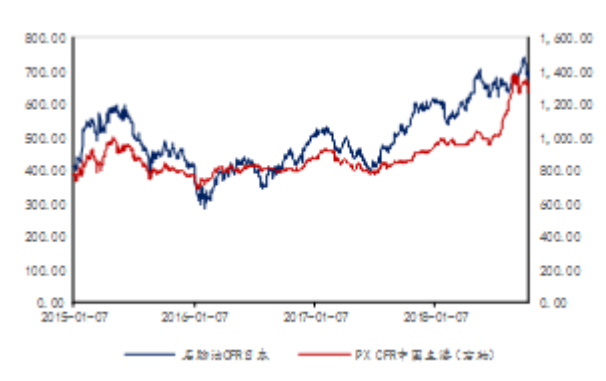
今年以来，我国服装行业依然面对着复杂的发展环境，国际市场需求持续低迷，内销市场消费变革提速。在这样的环境下，服装企业积极转型调整，创新升级，行业在压力和挑战中实现了良性发展。据国家统计局数据，2018 年 1-7 月服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入 10462.67 亿元，同比增长 3.60%；利润总额 575.28 亿元，同比增长 5.51%；销售利润率为 5.50%，比 2017 年同期提升 0.10 个百分点；销售毛利率 14.31%，比上年同期下降 0.26 个百分点；三费比例为 9.00%，比上年同期上升 0.04 个百分点。

随着中美贸易摩擦不断升级，部分纺织服装品已经被贸易战的战火波及，且随着汇率波动在新时期也将成为常态，对企业出口订单的成本核算和利润实现无不构成挑战。但即便如此，仍有诸多出口纺织服装供应商及跨境电商卖家认为该品类也存在很多机遇。

中美贸易摩擦不断，多方濒临阵亡。然而，在这场枪林弹雨之下，随着美国零售商发出更多的订单，孟加拉国服装业正成为这场贸易战的“渔翁得利者”，但黄麻和皮革制品等行业的情况尚未出现好转。英国金融时报最近的一份报告称，尽管迄今为止，中国仍是全球最大的制造商品出口国，但在过去十年里，一些工厂业主开始将生产转移至孟加拉国、柬埔寨和越南等其他发展中国家。此举是为了寻求更低的工价，并对冲依赖一个国家所带来的政治和经济风险。孟加拉国当地服装制造商承认，他们从美国接到了更多的工作订单。事实证明，这种看法是正确的。

我国服装行业将继续坚持深化供给侧结构性改革，着力推动“三品”战略的有效实施，预计 2018 年服装行业总体将继续保持较为平稳的发展态势。纺织服装行业在当前新形势下，应加快交易速度，调整好市场分布，特别是涉美的客户(包括其他国外客户对美)的业务比例，或价格溢价能力，加大自主研发力度，提高产品及自身竞争力，以应对新的形势变化。当然在欧美市场不景气的同时，我们也应该加大对于“一带一路”地区的市场关注。这些国家及地区已享受到“一带一路”倡议的收益，对中国产品有着很好的印象和需求。相信中国纺织贸易第一大国的地位无人能及。

图表 49：石脑油与 PX 价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：PTA 与乙二醇价格走势



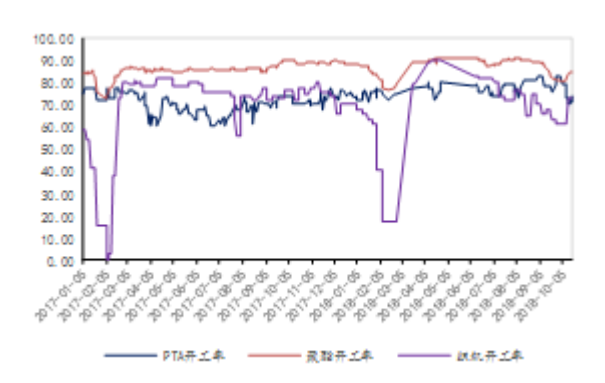
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

11 月上游检修密集，成本托举或导致下行空间变窄

本周国内 PX 市场价格走势维持高位震荡，国内 PX 开工率不足 7 成，腾龙芳烃装置仍处于停车状态，彭州石化装置停车检修，扬子石化 PX 装置运行正常，金陵石化装置运行平稳，青岛丽东装置满负荷运行，齐鲁石化装置正常运行，乌鲁木齐石化装置开工在 5 成左右，国内 PX 供应正常，本周 PX 市场价格走势维持 11000 元/吨，国内 PX 产品产销稳定，国内市场价格处于高位。亚洲地区 PX 装置开工率在 7 成上下，亚洲地区 PX 货源供应正常，加之近期 PX 外盘价格持续走低，截止 25 日收盘价格下滑 12 美元/吨，收盘价格为 1219-1221 美元/吨 FOB 韩国和 1239-1241 美元/吨 CFR 中国，国内超过 5 成的产品需要进口，PX 外盘收盘价格走低无疑是国内市场的一大利空影响，国内 PX 价格走势暂稳。现阶段来看，原油价格下滑，纺织行业开工率变化不大，预计 11 月 PX 市场价格或将下滑。

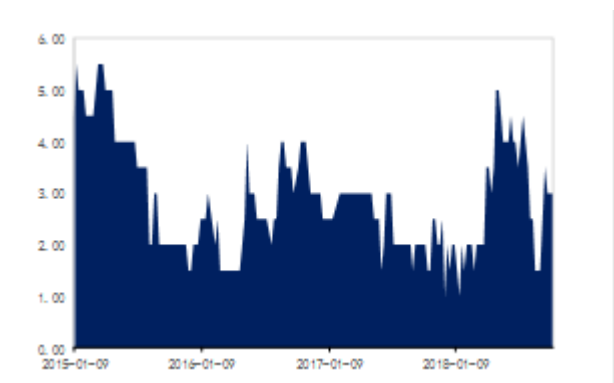
根据 CCFEI 统计，上周聚酯平均负荷进一步小升 1.7% 至 82.8% (目前聚酯产能升至 5196 万吨)，实时开工率升至 82.8%，实时有效开工率小升至 84.9%。需求端负荷利润得到恢复，但库存压力明显。需求终端上，下游织机和加弹负荷恢复到高位，但是订单情况依旧不佳，库存增加，终端压力依然存在。截至本周五，下游市场反应一般，市场整体产销集中在 6 成上下。目前原料价格持续回落，在买涨不买跌心态影响下，下游采购积极性不佳。涤丝厂家库存继续增长，从统计数据来看，现如今涤丝市场整体库存围绕在 14-22 天；具体产品方面，其中 POY 库存在 13-17 天，FDY 库存至 14-19 天附近，而 DTY 库存则至 21-27 天左右。PTA 虽然结束 10 月份集中检修，看似基本面偏多的格局已经结束。但现金流制约下，11 月份供给量难有大幅度提升空间。再者，成本端面临 11 月份检修，支撑逐步明显。因此预计 PTA 在供给及成本端支撑下进一步下行空间有所收窄，但需求依旧是制约 PTA 市场反弹的最大阻力。

图表 51：产业链开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：PTA 库存变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

PTA 虽然结束 10 月份集中检修，看似基本面偏多的格局已经结束。但现金流制约下，11 月份供给量难有大幅度提升空间。再者，成本端面临 11 月份检修，支撑逐步明显。因此预计 PTA 在供给及成本端支撑下进一步下行空间有所收窄，但需求依旧是制约 PTA 市场反弹的最大阻力。

油脂油料：美豆市场连续下跌，连豆市场承压走弱

1 外部豆类市场分析

美豆出口数据持续低迷，库存压力之大前所未有

美国农业部本周四公布的出口销售报告显示，截止 10 月 18 日当周，美国 2018/19 年度大豆出口销售净增 21.27 万吨，低于市场预估的 30-70 万吨区间。报告同时显示，取消的美国大豆出口数量超过预期，其中最大的降幅来自未知目的地和中国。新市场年度未有中国买家购买美国大豆，美豆出口数据已经连续数周低于预期，显然中美贸易战已经对美豆出口产生实质性影响。美豆最大海外买家停止购买美豆，为产量创纪录的美豆带来前所未有的供应及库存压力。每年 11、12 月通常是美豆对华出口高峰期，今年受中美贸易战影响，预计后期美豆出口数据降幅将更加明显，增加了美国农业部在未来的供需报告中调降美豆出口，调高美豆期末库存的可能。因此，美豆在消化完创纪录产量带来的供应压力后，接下来将不得不面临悲观出口形势的严峻考验。

巴西大豆播种提速，出口量超过市场预期

中美贸易战为巴西大豆出口带来丰厚利润，当地豆农除了降低库存增加出口外，也在抢抓有利农时播种大豆，争取新季大豆能继续分享中美贸易战的“红利”。据分析机构 Agrural 公司称，截至 10 月 18 日，巴西 2018/19 年度大豆播种工作达到创纪录的 34%，相比之下，上年同期为 20%，五年平均进度为 18%。巴西大豆头号生产州马托格罗索州大豆播种工作完成 62%，而上年同期为 27%。如果大豆生长期能得到正常天气支持，按目前的播种进度计算，早熟品种的巴西新豆最快可以在 12 月底开始发运，预计 3 月份的装运能力可达到 800 万吨，可以很大程度上改善以往陈豆和新豆青黄不接的状况，使巴西大豆月度出口规模更加平稳连续，同时也会进一步降低国内市场对冬季大豆供应不足的担忧。

2 国内油脂油料市场分析

调控措施接连出台，缓解豆粕供应紧张

为应对中美贸易战下中国大豆进口偏紧的新形势，本周四，国家财政部宣布取消豆粕出口退税，削弱国内豆粕的出口竞争力，减少豆粕出口需求。2017/18 年度中国豆粕出口量约为 200 万吨，相当于消耗 255 万吨大豆。此项调控举措有助于稳定国内豆粕供应，缓解市场对豆粕供应紧张的担忧情绪。本周一，国家海关总署宣布允许进口符合要求的印度菜粕，标志着持续数年的印度菜粕进口禁令正式解除。印度方面对中方取消进口禁令表示欢迎，该国炼油协会相关负责人表示印度每年可向中国出口 50 万吨菜粕。此外，饲料行业相关部门正在倡导低蛋白日粮配方，降低饲料中蛋白粕的添加比例，从需求端主动减少蛋白粕需求。整体来看，各部门都在积极谋划，采取多种手段缓解未来豆粕供应紧张预期。

3 油脂油料市场操作建议

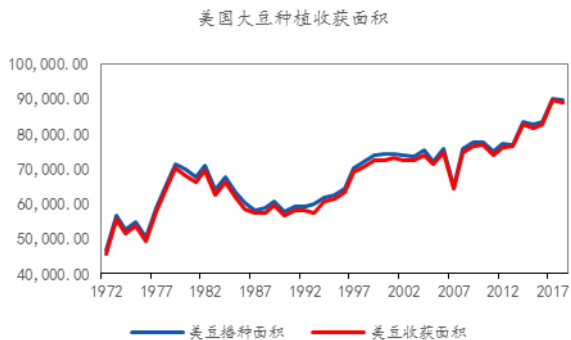
美豆收割提速以及连续数周低迷的出口数据将导致库存压力大幅上升，美豆 11 月合约在 900 美分附近遭遇阻力后重回跌势。在当前中美经贸关系紧张氛围下，到 11、12 月美豆以往对华出口高峰期时，美豆出口数据将更加难看。因此，中美经贸关系走向仍是主导美豆价格的关键，贸易战不缓解，美豆价格可能长期保持低迷状态。南美大豆出口数量和周期超过市场预期，大豆播种面积小幅增加，播种进度明显快于常年，对缓解中国市场大豆供应起到重要作用。

目前评估，如果中国在 10-3 月美豆供应期内不进口美豆，中国市场的大豆供应缺口约降至 900 万吨左右。国内各方群策群力，多措并举对豆粕市场进行积极调控，降低市场对冬季大豆供应短缺的担忧。国内非洲猪瘟疫情仍未有效控制，未来生猪补栏和豆粕需求很大程度上会受到削弱。豆粕市场看涨情绪降温，进入震荡盘整状态等待进一步明朗。此外，由于四季度到港的南美大豆进口成本保持在 3600 元/吨之上，油厂压榨利润回落，成

本因素会压缩国内豆粕价格的回调空间，未来豆粕现货和 1901 豆粕期货合约下跌空间有限，饲企可以逢低扩大豆粕库存，贸易商和期货市场参与者可以采取低买高平的思路滚动参与豆粕期货和现货交易。国内油脂市场延续下跌态势，供大于需是压制市场反弹的重要原因，油粕比值保持弱势，粕强油弱是市场的长期趋势。操作上建议投资者顺应市场节奏，可继续持有油脂期货空单或做空油粕比。大豆期货处于季节性弱，暂不宜做多，可继续保持观望。

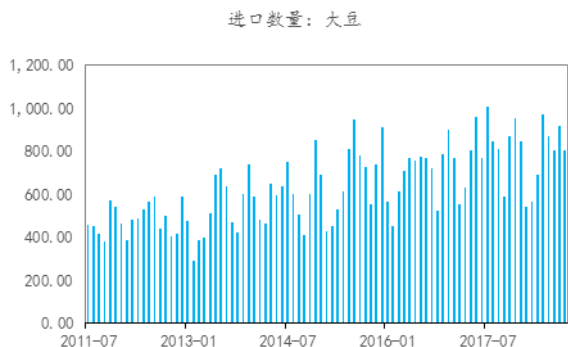
4 油脂油料市场主要数据

图表 53: 美国大豆种植收获面积



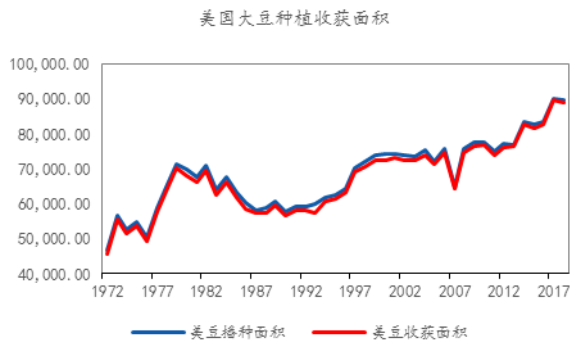
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55: 大豆进口数量



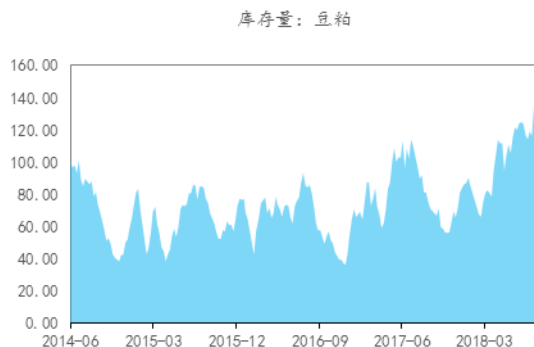
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 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

ISO：2018/19 年度全球糖市料供应过剩 675 万吨

国际糖业组织(ISO)预计，2018/19 年度(10 月-次年 9 月)全球糖市料供应过剩 675 万吨。

ISO 在季报中同样缩减了 2017/18 年度糖市供应过剩预估至 860 万吨，上次预估为 1,051 万吨。

巴西中南部糖产量预估下调至 2640 万吨

巴西本土咨询公司 Canaplan 表示，巴西中南部 2019/20 甘蔗产量预计将与本榨季相近，近期的降雨有助于弥补甘蔗老化的问题。该公司补充称，糖厂倾向于将更大份额的甘蔗用于乙醇生产，因为亚洲的食糖供应预计给国际糖价带来压力。今年巴西糖厂已经提高了生物燃料的产量，巴西国内的生物燃料消费量也创历史新高。Canaplan 在一份新的预估中称，中南部糖厂和酿酒厂预计在当前的 2018 - 19 年度生产 290 亿升乙醇，高于 4 月预估的 266 亿升。糖产量预计将从先前预测的 2990 万吨减少到 2640 万吨。Canaplan 估计，2018 - 19 年度的甘蔗压榨量为 5.57 亿吨，其中 36% 用于制糖，其余的用于乙醇生产。

2018/19 榨季糖产量料从 3550 万吨降至 3240 万吨

由于爆发严重虫灾，印度全国联营糖厂联盟(NFCSF)将印度 2018/19 作物年度糖产量预估下修至 3,240 万吨，其中马哈拉施特拉为 970 万吨。

印度西部糖厂协会 (Western India Sugar Mills Association) 主席 B. B. Thombare 表示："过去，时有小规模零星虫害的消息传出，但此次如此大规模的爆发还是第一次，将影响整体糖产量。"

Thombare 表示："蔗农曾经相信甘蔗是非常耐实的作物，可以抵御病虫害袭击。但现在这个想法已经被彻底击碎。"

印度政府批准 450 亿糖业援助计划，将刺激出口

印度政府周三批准了糖业 450 亿卢比的援助计划，其中包括向甘蔗种植者提供两倍以上生产援助，以及向糖厂提供运输补贴，以便在 2018-19 年度出口多达 500 万吨糖。

印度内阁经济事务委员会(CCEA)批准了食品部的提议，该提议旨在解决国内过剩的食糖库存，并帮助制糖厂解决大约 1300 亿卢比的巨额甘蔗欠款。随着一些州即将举行议会选举，以及 2019 年年中即将举行的普选，政府希望解决蔗款兑付问题。

这是政府继去年 6 月宣布 850 亿卢比的财政支援后，第二轮为制糖业纾困的金融计划。由于 2017-18 年度(10-9 月)糖产量达到创纪录的 3200 万吨，糖业正面临过剩局面，导致本月末的结转库存达到 1000 万吨。

泰国 2019 年糖出口量或大幅下降 40-50% 政府倾力打造生化产业计划

由于甘蔗被承诺用于政府的新生化产业计划，泰国蔗糖协会办公室(OCSB)预计 2019 年泰国糖出口将大幅下降 40-50%。自 7 月以来，泰国政府一直在推动一项生化发展计划以支持甘蔗业，有意将泰国打造成东盟地区的生化枢纽。据 OCSB 报道，泰国 2017 年生产了 1075 万吨糖。去年国内食糖消费量为 293 万吨，同比下降 0.4%；出口同比增长 7%，至 694 万吨。

美元兑雷亚尔处于 3 个月来的低位

巴西民调机构 CNI/Ibope 近日公布的调查结果表明，随着巴西选举的进行以及美联储对美

元货币政策的调整，美元兑雷亚尔的比率已经降到近 5 个星期以来的最低值。

9 月 27 日报道，巴西民调机构 CNI/Ibope 指出，受到社会自由党(PSL)候选人贾伊尔·波尔索纳罗在选举中的强势表现以及美联储提出的新的货币政策影响，美元兑换雷亚尔的汇率跌幅已经超过了 1%，达到 1: 4.0262，是近 1 个月以来的最低水平。巴西政治局势可能有利于雷亚尔持续升值。

泰国：2017/18 榨季糖出口量同比大增近 40%

9 月泰国共计出口糖约 79.5 万吨，同比增加 33.6%。其中出口原糖 49.4 万吨，同比增加 127.6%，逾 30 万吨出口至印尼；出口低质量白糖 4.7 万吨；出口精制糖 25.4 万吨，同比减少 7.1 万吨，较 18 年 8 月大幅减少约 16.6 万吨，主要因缅甸进口量从上月的 19 万吨大幅降至 6.2 万吨。2017/18 榨季 10 月-9 月泰国共计出口糖约 940.5 万吨，同比增加 39%。

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。注意原油上涨可能持续拉动乙醇价格。

印度发生虫灾，预期食糖产量下降 300 万吨，刺激原糖上涨。同时巴西汇率升值，也带动糖上涨。泰国可能降低食糖出口量，因此中长期一些利好因素逐步显现。

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。供求没有太大变化，印度减产，巴西汇率升值，但国内糖供应依然充足，长期依然偏空。保持区间震荡思路

3 白糖市场主要数据

图表 57：白糖期货结算价格



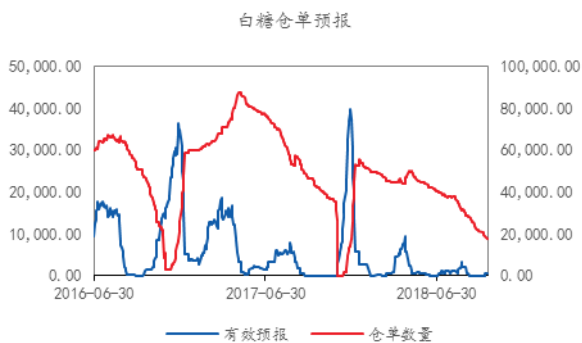
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：白糖进口价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：白糖仓单预报



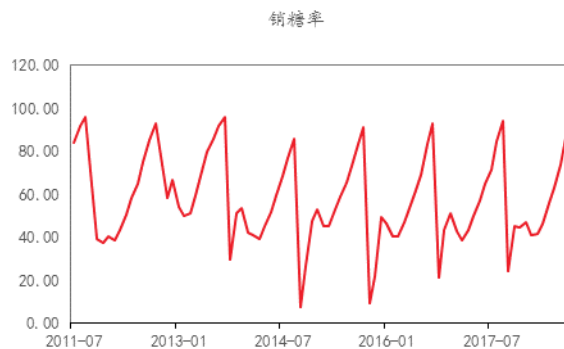
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：白糖月度进口量



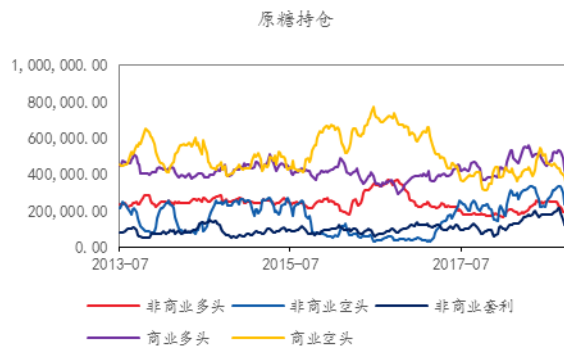
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：原糖 CFTC 持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在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