

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

宏观策略：整体看市场风险偏好有所缓解，贴水幅度较大的黑色系预计以期货反弹修复基差的概率更大，目前位置不可追空。建议继续关注包括美国制裁伊朗，中美贸易争端等重大事件的后续进展。但是中国经济四季度以及明年初走弱概率较大，工业品回归到前期高位仍具备较高的做空机会。

股指期货：中美首脑通电话并对在 G20 峰会上进一步商谈达成一致；习近平主持召开民营企业座谈会强调做大做强民营企业，并着力解决因股权质押而造成的风险。由于贸易战和股权质押是压制市场走势的两座大山，两者的陆续好转预计对市场情绪给予跟大提振，短期市场偏强运行概率较大，可考虑指数冲高回落或者逢调整介入，追高仍有一定风险。中期看市场仍需要时日需求估值底。

铜：美元上涨，PMI 创两年多来新低，中国经济增速放缓，全球股市下跌，全球经济有放缓的担忧加剧，尤其是国内经济。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，需求端更加疲软，电网投资和房地产投资引起下滑担忧，同时消费能力不足导致家电汽车消费出现下滑，但同时也有全球三大交易所库存偏低，铜价存在下行空间，铜价保持震荡偏空思路。展望 11 月份，基本面由强转弱的预期是否能得到更多验证，宏观利空情绪是否会进一步发酵，将成为铜价走势的关键。

锌：锌精矿供应进一步增加，精炼锌产能缓步释放，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，保持偏空思路。

铅：宏观避险情绪的打压，对工业品有所打压。目前环保督察趋严，再生铅企业利润偏低，再生铅短期的供应有限，加工企业增加原生铅消费，以及消费旺季预期增强等因素影响，境内外库存均处于极低水平，铅市基本面向好。预计沪铅短期有望走强，上看 1.88 万元/吨一线。

黑色金属：黑色市场的锚仍在螺纹，宏观的悲观预期与产业基本面偏好的博弈，市场重点关注后期需求下滑的时间节点，目前看尚未到来，在基差近 800 元/吨的深度贴水下，螺纹钢价格下跌空间有限，11 月上海进口博览会会引起沙钢等钢企限产，下周预计钢材价格以反弹修复为主。矿石价格围绕【490，550】区间震荡，可高抛低吸。煤焦基本面仍向好，逢低做多为主。

甲醇：操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇近期下跌比预期来得更快，同时甲醇投机资金涌入，如果原油走弱，未来依然空头思路对待。密切关注库存情况，已有空单可以持有。

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。但是现货端供给的压缩会对价格重心有向上的推动作用。预计短期内盘面价格依然以震荡为主，方向偏多。操作上建议逢低短线试多。

油脂油料：投资者油脂期货空单可以适量持有，继续追空需谨慎。国产大豆市场虽有种植成本支撑，但内外大豆价差因素也令大豆市场难以走出独立行情，短期仍可能继续受到周边品种拖累而保持弱势，因此不宜过早抄底做多。

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，但印度减产，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，sr901 关注 5200-5300 的压力。

周度策略：工业品急跌 短期追空风险较大

本周工业品市场大幅下跌。原油自高位已经下跌超过 15%，本周美原油跌幅接近 6%，呈现逐渐扩大的趋势；螺纹钢本周一度跌幅超过 4%，导致贴水再度接近 800 点的历史高位，相应的黑色系大幅下跌，焦炭最大跌幅超过 5%。化工类如沥青、PVC、甲醇等品种表现极为弱势，周跌幅都在 5% 以上。

如果对比现货市场和期货市场，会发现现货市场稳定的多，尤其是黑色系的钢材和焦炭本周都在提价，但是期货价格却持续下跌，两者背离的状况一度接近历史峰值。

宏观向下，但是行业景气度尚可，必然出现期货深度贴水的状况，这是期货市场的一大特色，也是期现交易的一大难题。那么到底是期货上涨向现货靠近，还是现货下跌逐渐接近期货价格呢？最终的决定因素还是供需关系。

先看宏观方面，当前宏观面较为弱势，且预期较为悲观的态势较为明显。9 月制造业 PMI 为 50.2%，环比下降 0.6 个百分点，大幅低于市场预期，已经逼近荣枯分界线，换句话说，如果这种趋势短期难以缓解，则经济可能短期陷入衰退。本月制造业 PMI 不及预期的主要原因在于生产和需求扩张速度的放缓。其中，生产指数为 52%，环比下降 1 个百分点，新订单指数为 50.8%，环比下降 1.2 个百分点。并且，外贸形势加速恶化。10 月新出口订单跌至 46.9%，环比下降 1.1 个百分点，进口订单为 47.6%，环比下降 0.9 个百分点。总之，总需求水平走弱引起生产放缓对 10 月制造业 PMI 造成较大影响。就业指数继续回落，本月读数为 48.1%，环比下降 0.2 个百分点。8 月以来制造业就业需求明显萎缩，对稳就业政策目标造成冲击。若情况继续恶化，将会引发更有力的政策调整。考虑到当前私营企业是解决就业问题的主要力量，国有企业竞争中性目标可能会加快实施。价格指数重新回落。10 月购进价格指数为 58%，出厂价格指数为 52%，环比分别下降 1.8 个百分点和 2.3 个百分点。价格指数回落将推动 PPI 同比增速的进一步下滑。同时，购进价格指数和出厂价格指数差值扩大到 6.0 个百分点，表明制造业原材料采购价格涨幅继续超过产品出厂价格，对中下游企业利润的稳定增长形成不利冲击。尽管制造业生产经营活动预期 10 月与 9 月持平，仍为 56.4%，但领先指标新订单和原材料库存指数双双回落，预示未来制造业下行压力较大。特别是北方冬季供暖后，制造业生产活动所面临的环保压力将进一步增加，4 季度国内经济形势可能将更加严峻。尽管 10 月建筑业 PMI 指数进一步回升，但仍不足以阻止综合 PMI 指数的明显回落。由此可见，仅靠稳投资无法稳定国内经济走势，还需要刺激消费、激发民营经济活力的政策配合。

但是从行业的角度看，以黑色系为代表的行业还处在“供需两旺”的格局中。据钢铁网统计，截至 11 月 1 日，螺纹钢社会库存 355.92 万吨，环比下降 21.76 万吨，钢厂库存 170.79 万吨，环比下降 1.35 万吨；线材社会库存 108.95 万吨，环比下降 12.24 万吨，钢厂库存 52.18 万吨，环比下降 1.55 万吨；热轧卷板社会库存 240.97 万吨，环比下降 1.99 万吨，钢厂库存 84.28 万吨，环比下降 1.09 万吨；冷轧卷板社会库存 120.26 万吨，环比下降 3.01 万吨，钢厂库存 33.05 万吨，环比下降 0.29 万吨；中板社会库存 112.88 万吨，环比下降 2.98 万吨，钢厂库存 70.57 万吨，环比下降 0.48 万吨。11 月 1 日，螺纹（HRB400,20mm）全国现货价格基本维持平稳，部分地区有 10 元/吨的波动幅度；热卷（Q235B, 4.75mm）全国现货价格继续回落，大部分地区有 20-60 元/吨跌幅；方坯 Q235 唐山、江苏地区价格分别下跌 30 元/吨和 20 元/吨；废钢 6-8mm 全国整体价格基本维持稳定。

10 月份建筑钢材需求较好主要仍是地产商基于明年行业前景较为悲观、加速赶工所致；数据上看，前 9 月房地产企业新开工面积增速提高 0.5 个百分点，考虑到房屋建设开工后前 2-3 个月为密集用钢阶段，判断地产用钢需求有望维持至 12 月中旬。供给端，截止目前全国主要钢铁产区采暖季限产方案已基本出炉，整体来看限产幅度在 30%-40% 左右，限产比例低于去年但限产范围扩大，但考虑到目前钢厂通过添加废钢等手段增产的工艺较为成熟，短期内钢价维持高位假设下采暖季限产或对钢材产量影响有限，四季度钢价走势应更关注需求端的可持续性。

因此，需求成为决定基差修复的模式决定因素，需求的好坏，决定到底是期货上涨靠近现货，还是现货下跌回归期货。

从这个角度看，包括中美贸易战，当前的国内政策等因素的变化值得重点关注，因为这是影响预期的重要因素。另外一个方面，四季度末乃至明年年初的宏观弱势预计难以改变，在需求集中释放之后，基差修复模式可能从期货涨现货过渡到期货稳现货跌，这点务需要注意。短期看工业品急跌，追空风险较大。预计四季度原油仍然高位震荡，目前原油处在震荡区间下沿，而黑色系很可能是先涨后跌的走势。

目 录

周度策略：工业品急跌 短期追空风险较大.....	- 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 经济下行压力仍大 政策将持续调整	- 6 -
3 流动性：资金面继续维持宽松.....	- 7 -
4 商品市场策略.....	- 7 -
5 股指期货市场分析.....	- 8 -
铜：宏观偏空 价格走弱.....	- 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：逢高沽空，把握市场节奏.....	- 14 -
3 锌期货现货数据.....	- 14 -
铅：铅价走势将有所走强	- 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：供需两旺，库存下降.....	- 18 -
3 原料端：铁矿石大幅下跌，焦炭弱势调整.....	- 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 -

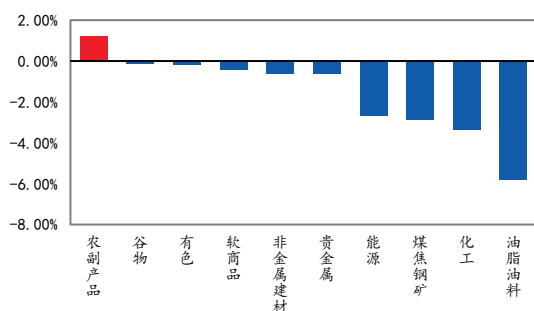
PTA	- 24 -
1 走势回顾.....	- 24 -
2 基本面分析.....	- 24 -
3 综合分析.....	- 26 -
油脂油料：贸易战惊现转机，连豆市场集体下挫	- 27 -
1 外部豆类市场分析.....	- 27 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 27 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 27 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 28 -
白糖	- 29 -
1 白糖市场供求分析.....	- 29 -
2 综合分析.....	- 30 -
3 白糖市场主要数据.....	- 30 -
免责条款.....	- 32 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
纤维板	苹果	铅	强麦	晚籼稻	鸡蛋	玻璃	白银	棉花	胶合板
3.57	2.18	1.71	1.41	1.01	0.75	0.53	0.17	0.10	0.00

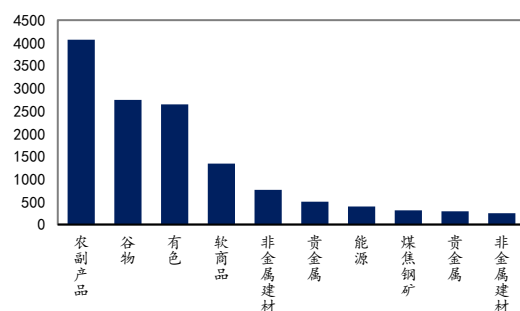
国内市场跌幅前十（单位：%）									
甲醇	豆粕	菜粕	豆一	原油	热轧卷板	沥青	铁矿石	豆二	焦煤
-8.78	-8.22	-6.90	-6.57	-5.34	-5.07	-4.94	-4.86	-4.34	-4.02

图表 1: 商品板块周涨跌幅



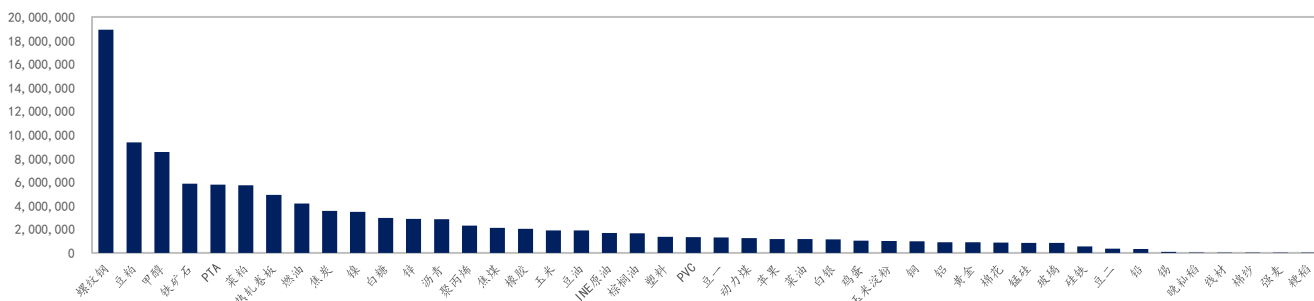
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



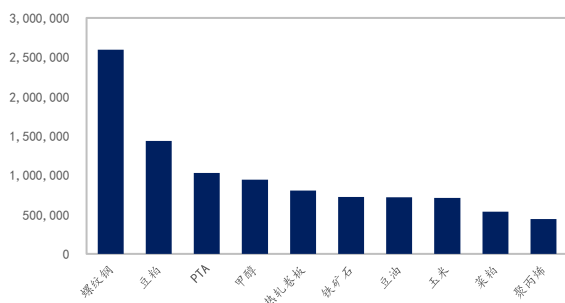
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



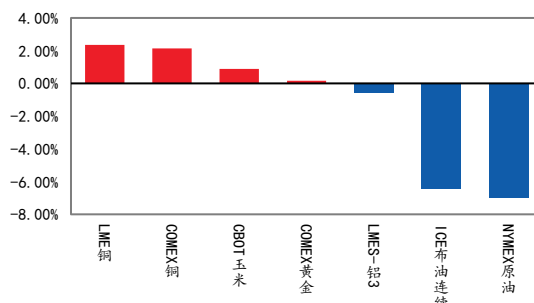
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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	11 月 2 日	习近平表示民营经济只能壮大不能弱化	习近平指出，当前要抓好 6 个方面政策举措落实。一是减轻企业税费负担。二是解决民营企业融资难融资贵问题。三是营造公平竞争环境。四是完善政策执行方式。五是构建亲清新型政商关系。六是保护企业家人身和财产安全	支持民营企业发展是活跃经济的重要手段
	11 月 1 日	日本央行按兵不动 下调今年经济预期	日本央行按兵不动，维持政策利率-0.1%和 10 年期国债收益率 0%的目标不变	日本经济将继续温和扩张。
数据	11 月 2 日	中国 10 月财新制造业 PMI50.1	中国 10 月财新制造业 PMI 50.1，预期 50，前值 50	总体延续扩张态势，但创 2016 年 7 月以来新低。
	11 月 1 日	欧元区通胀率升至 2012 年以来最高	在能源价格飙升的推动下，欧元区 10 月通胀数据升至 2.2%	欧元区 10 月份通胀加速，令决策者的选择变得更加复杂，此前欧元区经济增速降至 2014 年以来的最低水平
事件	11 月 2 日	习近平同美国总统特朗普普通电话	国家主席习近平 1 日应约同美国总统特朗普普通电话。	中美经济团队要加强接触，就双方关切问题开展磋商，推动中美经贸问题达成一个双方都能接受的方案。

资料来源：中投期货研究所

2 经济下行压力仍大 政策将持续调整

三季度经济增速较二季度明显放缓至 6.5%。从三大需求的拉动来看，经初步核算，前三季度消费累计拉动为 5.2%，较上半年下滑 0.1 个百分点，投资和净出口的拉动与上半年持平，分别为 2.1%和-0.7%。

四季度固定资产投资或小幅下降，其中房地产投资和制造业投资缓慢下降，基建投资小幅修复；减税等政策效果或逐渐体现，部分对冲消费增速下滑幅度；受基数和中美贸易摩擦等因素的影响，出口将承压。预计四季度经济增速为 6.4%。未来货币政策将维持现有宽裕状态，更加明显的减税降费政策将持续出台。

工业增加值增速下滑：9 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%，下降 0.3 个百分点，1-9 月累计增长 6.4%。（1）9 月采矿业增速为 2.2%，加快 0.2 个百分点。（2）9 月制造业增速 5.7%，回落 0.4 个百分点。（3）9 月电力业增速 11%，加快 1.1 个百分点。

基建投资无起色，制造业创新高：1-9 月全国固定资产投资增速 5.4%，前值 5.3%。(1) 1-9 月房地产投资累计增速为 9.9%，下降 0.2 个百分点，主要由土地购置费支撑，建安投资增速依旧低迷（今年统计原则调整，导致建安增速偏低）；新开工面积累计增速上升至 16.4%，上升 0.5 个百分点，施工面积累计增速 3.9%，提高 0.3 个百分点，报告撰写人：孙付然而竣工面积增速-11.4%，施工进度仍然缓慢。销售面积累计增速 2.9%，下降数据支持人：胡娟 1.1 个百分点，销售额由 14.5%下滑至 13.3%，传统的销售旺季不再。

1-9 月基建投资（不含电力）增速由 4.2%继续回落至 3.3%，全口径基建投资增速已经降至 0 附近。三季度地方政府专项债券发行加速，中央财政支出力度加大，四季度基建投资增速或低位企稳，但大幅反弹概率较低。

1-9 月制造业投资增速 8.7%，大幅上升 1.2 个百分点。然而根据前期专题报告，认为制造业投资增速已经接近此轮投资扩张周期的高点，四季度将逐渐拐头向下，主要受到今年上半年基建和房地产建安增速下滑的拖累 9 月社会消费品零售总额同比名义增长 9.2%，（实际增长 6.4%），较 8 月上升 0.2 个百分点。日用品消费增速持续上升；房地产后端消费增速小幅上升，但不该全年下降趋势；汽车零售额增速延续今年以来颓势，9 月增速为-7.1%。9 月 20 日中央提出要进一步激发居民消费潜力，目前已经提高个人所得税起征点、调整所得税税率，降低部分商品进口关税，未来或有更多政策组合出台，以支撑消费增速。

3 流动性：资金面继续维持宽松

11 月 2 日，央行逆回购操作续停，实现零投放零回笼；本周则有 4900 亿元央行逆回购到期，全部实现净回笼。央行表示，目前流动性处于合理充裕水平。下周到期 MLF 被续作可能性大，除此以外，月初流动性扰动因素少，资金面宽松无忧，年底财政支出增多，或进一步改善流动性状况。

央行公告表示目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。今日无央行流动性工具到期，故实现零投放零回笼，之前连续净回笼自然终结。自 10 月 26 日以来，央行再度暂停了逆回购操作，并通过存量逆回购到期实施净回笼。据统计，10 月 26 日至 11 月 1 日，共有 5200 亿元逆回购到期，全部实现净回笼。

10 月末，资金面突然大幅收紧；11 月 1 日，随着月末因素等影响消退，资金面紧张有所缓解，基本呈现均衡偏紧的态势。目前市场对这一次货币市场波动的原因存在不同看法，也有一些关于央行货币政策操作的猜测，但未来流动性将保持合理充裕、资金面不存在大幅收紧风险仍是市场的共识。

月初流动性扰动因素较少，下周初 MLF 到期可能是其中具有较大影响的一项。央行数据显示，11 月共有 4035 亿元 MLF 到期，到期日为 11 月 3 日，因遇节假日顺延至 11 月 5 日（下周一）到期。

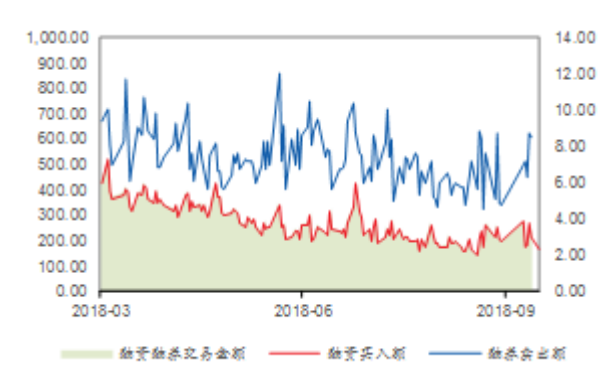
由于月初资金面通常都较为宽松，央行通过会通过流动性工具到期来实施净回笼，如何处理这笔到期 MLF 便成了一个问题，但随着月末资金面突然收紧，央行续作 MLF 将变得顺理成章。

下周央行将对到期 MLF 进行续作，从而解除月初流动性的一大不确定性因素，市场资金面将逐渐恢复宽松。而年底是财政集中支出时段，财政库款的投放或进一步改善流动性状况。年内资金面基本无忧。

4 商品市场策略

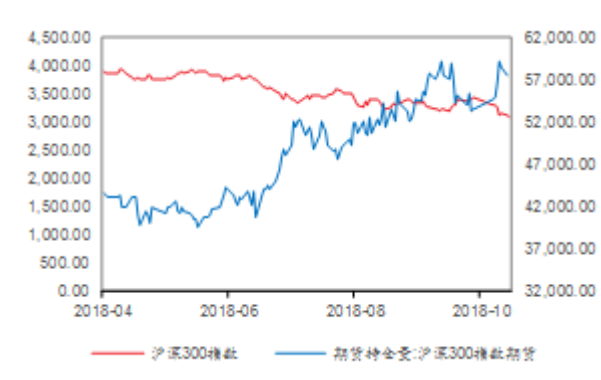
美国中期选举和美国制裁伊朗即将临近，虽然两大重磅时间爆发风险的概率都不大，但是等待尘埃落定仍是较稳定的策略。黑色系在消费和库存数据较好的情况下表现抢眼，预计修复贴水的行情仍将延续，大部分化工品跟随原油开始补跌行情。整体看前期影响价格波动的主要因素继续主导盘面，如国内环保限产和美国制裁伊朗对油价的影响。操作上继续关注上述政策的变化，需要关注黑色系贴水收窄之后可能面临的压力，以及美国对伊朗政策可能造成的盘面大幅波动。

图表 7：融资融券数据图



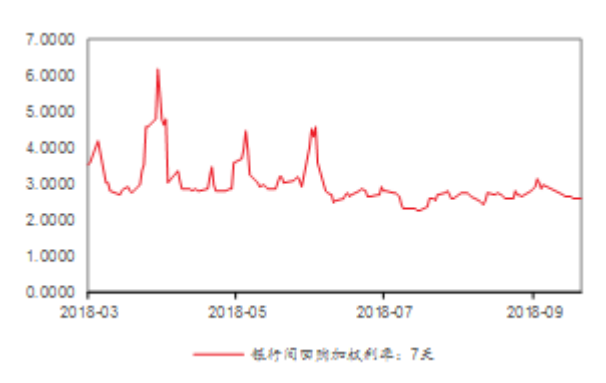
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



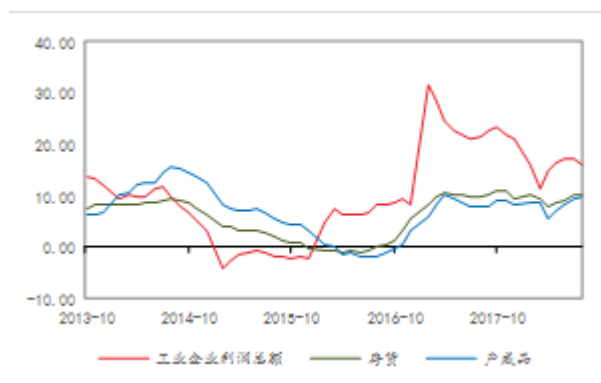
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

指数大幅反弹

周五沪指走高涨 2.70%，本周累计涨 2.99%。创业板指数周涨幅 6.74%，中小板指数周涨幅为 5.78%。

一个月内逾 10 次暖风频吹 A 股，市场在强大的政策支撑下放量上行。

多部门出手“拆雷”股权质押，A 股迎来第五次救市近期多部门联合出手，解决股权质押风险问题，意图稳定持续超预期下跌的 A 股。继 2005 年、2008 年、2012 年和 2015 年后 A 股迎来第五次救市，政策底逐步显现。

五次救市比较分析来看，本轮救市针对性更强，施政空间较大；但由于当前经济周期和金融周期双双下行，对救市政策的效果不必寄望过高比较前四次救市，本轮救市表现出货币政策工具使用更为成熟，包括制度改革、资金入市等方面的施政空间更大。但由于当前经济周期和金融周期双双下行，会影响救市政策作用效果。从经验来看，救市期间中小盘以及金融和 TMT 板块表现相对较好，本轮救市时中小板和创业板估值修复较前四次更为充分，看好相关板块后市表现。

救市后市场运行展望回顾历次政策救市历史可以发现，此次救市政策在政策内容上有所变化，短期刺激工具减少，长期制度改革措施令人期待，有助于稳定 A 股中长期表现预期；此次救市主要从企业资质和股票供需角度解决压制股指表现得股权质押风险，政策具有明确的针对性。但此轮“拆雷式”救市后，看好大小盘齐涨行情，并认为创业板涨幅可能会超过大盘股；比较历史经验来看，本轮救市后政策底与市场底之间间隔有望缩短，但持续性可能不及预期，要警惕反弹途中出现调整。

短期政策底对市场形成支撑 中期市场仍将寻求市场底

估值底部到盈利底部的反馈核心包括三条机制：财富效应、企业决策和金融杠杆。第一，财富效应。当估值底显现，股票价格开始上升，财富效应明显刺激消费和居民支出，促进全社会盈利修复。第二，企业决策，市值上升，企业再投资意愿加强，社会总支出-总收入提升。第三，金融杠杆。包括消费、投资等形式资产价格上升，金融机构放贷意愿加强，杠杆加速盈利修复。

放在当前市场上看，政策底部已经出现，估值顺周期性较强，估值底将在 2019Q1 出现。从当前市场的财富效应、企业决策（再投资）和金融杠杆来看，还未到逆转时期，这意味着当前阶段我们应当先去考虑“政策底-估值底”的传导，暂不需考虑“估值底-盈利底”的传导。假设：情形一，政策底成立，那么估值底部大概率将在 2019Q1 出现，盈利底部在 2019Q2；情形二，如果政策底部未出现，那么盈利和估值底仍需等待。根据外部冲击下财政和货币的放松、去杠杆的阶段成效，政策底出现的概率极大，因此传导到企业盈利和估值，仍需要近 3-6 个月的时滞。

铜：宏观偏空 价格走弱

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指标性意义——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）。智利国家铜业公司达成的劳工协议来看，薪资上调和一次奖金分享的额度均在成本上调的范围内，因此，2018 年平均成本的增加幅度依然维持在 200 美元/吨，当前价格下，矿山依然获利丰厚，矿山产量增速。

回顾历史可以发现，每一次铜价在经过熊市企稳反弹后，铜价的上涨往往会带来矿山企业罢工风险的提升。主要原因在于铜价下跌周期内，企业纷纷缩减开支，降低成本，工人薪资长期没有明显提升。而当铜价上涨企业利润上升后，工人开始迫切希望能分享铜价上涨带来的收益，导致铜价上涨阶段矿山端的劳资纷争会快速积累并爆发。从我们跟踪的情况来看，上半年并没有出现之前市场普遍预期的罢工潮，也使得铜精矿供应超预期，之前紧张的局面明显有所缓解。虽然 Escondida 矿山从 6 月份开始就对全球铜精矿市场造成极大不确定性，但是经过两个月的漫长谈判，最终得以和解。四季度虽有几家矿山劳工合同到期，但预期不会形成显著影响，铜精矿供应平稳。我们预计 2018 年全球的铜矿产量增速或增 4.85%。

进口突增，供应充足

中国铜矿进口的增长依然很强劲。今年 1-9 月份铜矿进口增长 19.7%至 1500.2 万实吨，9 月进口量更是创下单月进口量新高。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，2017 年废铜进口平均铜品位在 37%，21 批建议批准进口废七类 91.48 万吨，较 2017 年下降 68.02%。从具体进口量上看，剔除价格上涨因素，自 5 月开始废铜进口价格已经开始回落，6—7 月废铜进口量都没有明显增长，说明废六类进口量已经开始减少，暗示了废六类去库已经结束。环保要求越来越远，各种环保督查一波又一波，也对废铜行业的生产和消费产生较大影响。

精铜供应充足

1-9 个月中国铜产量增幅为 11.4%，高于去年的 6.2%。安泰科统计的数据也不断上调，目前安泰科将 2018 年产量从年初的 820 万吨调高到 854 万吨，与 2017 年 800 万吨的产量比，增幅会在 6%，超过去年 4.7%的增幅。年内新扩建及复产的产能，除中原黄金冶炼厂、新金昌、豫光金铅基本达产外，余下的国投金城冶金、中铝东南、西矿青海、梧州金升目前精铜产量仍偏低或者无产出。再生铜因环保及原料紧张抑制依旧未见有恢复的迹象。根据 10 月各炼厂排产来看，预计产量为 73.16 万吨，同比增长 1.26%，环比增量主要来自于新扩建产能的释放和前期检修炼厂恢复，但总体增量仍将受制于中条山有色、大冶有色的检修；部分炼厂表示目前现货铜精矿 TC 保持在高位，加之年底有完成年度产量需求，将保持高开工率状态，预计 2018 年中国月均精铜产量或会突破 80 万吨（年产约 980 万吨）。新增产能逐步投产，加上精矿供应充裕，产量并没有因废铜限制进口而减少，相

反增长明显。

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。

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。1-9 月电网基本建设投资完成额累计为 3373 亿元，同比下降 9.6%，环比降速缩窄 4.1 个百分点。近几个月，地方政府发债速度明显加快，各地基建项目争相上马，基建托底经济意图明显，四季度基建发力有望对宏观经济下行压力形成一定支撑。

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。

在政策高压和经济下行等诸多因素下，房地产销售再度走弱，不过，投资和新屋开工依旧保持两位数较高增速，且房屋施工面积也维持稳定略有增长。虽说房地产下行周期是基本确定，但是从销售再传导的投资、建设还有一段时滞，年内来看，房地产对精铜消

低库存反应消费超预期

库存是需求的一面镜子。今年以来，上期所库存、保税区库存、LME 库存和 COMEX 库存均处于下降的格局。从全球交易所的库存变化来看，SHFE 铜库存，COMEX 库存与 LME 库存均处于下降态势，自 6 月以来降幅 50.4%。从三地交易所的角度来看，库存消费天数下降了很多，显示出下游需求并未失速。

2 结论：震荡思路对待

美元上涨，PMI 创两年多来新低，中国经济增速放缓，全球股市下跌，全球经济有放缓的担忧加剧，尤其是国内经济。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，需求端更加疲软，电网投资和房地产投资引起下滑担忧，同时消费能力不足导致家电汽车消费出现下滑，但同时也有全球三大交易所库存偏低，铜价存在下行空间，铜价保持震荡偏空思路。展望 11 月份，基本面由强转弱的预期是否能得到更多验证，宏观利空情绪是否会进一步发酵，将成为铜价走势的关键。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



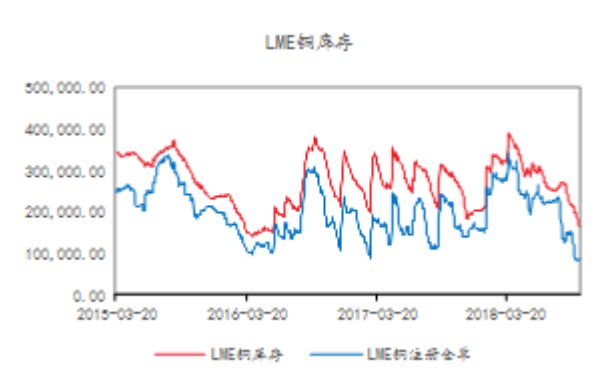
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：洋山铜平均溢价



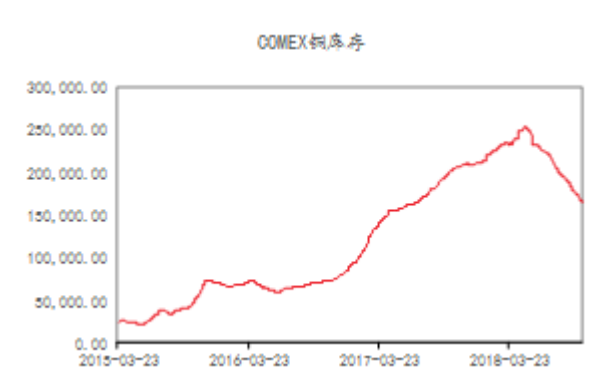
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



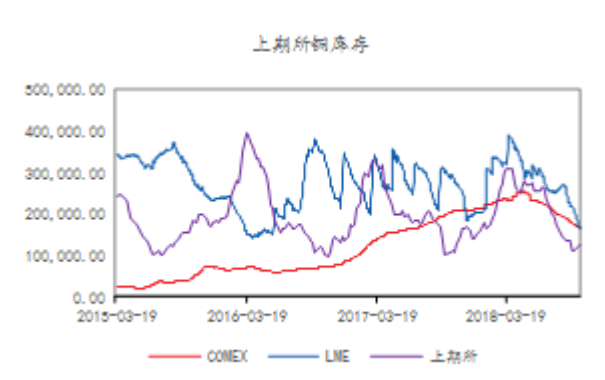
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，2018 年国内锌精矿增量预计 12.1 万吨附近。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。

锌精矿方面，国内环保政策的愈加严格，中小矿山复产困难；境外矿山进入增产周期，有助于对国产矿形成一定替代效应。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

加工费高位，供应充裕

锌精矿供应相对充裕，加工费维持相对高位。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 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。尽管据安泰科调研，四季度仍有驰宏、豫光等企业计划检修，汉中和株冶按照计划环比也会有部分减量，湘西三家冶炼厂和云锡大幅度减产已成定局。

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

锌锭消费结构中，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锌锭的消费情况。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 月份是锌锭的理论消费旺季。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，所以锌锭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。

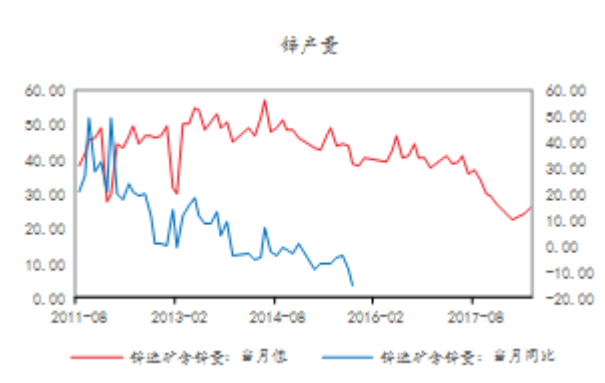
汽车方面，1-8 月，全国汽车累计产销分别完成 1809.6 万辆和 1805.5 万辆，比上年同期分别累计增长 2.4%和 3.1%。汽车销量明显低于去年同期水平，2018 年由于 1.6L 以下汽车购置税优惠政策退出，这将对汽车产销形成一定压力，预计全年国内汽车产销或仍难有明显改观。

2 锌：逢高沽空，把握市场节奏

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，保持偏空思路。

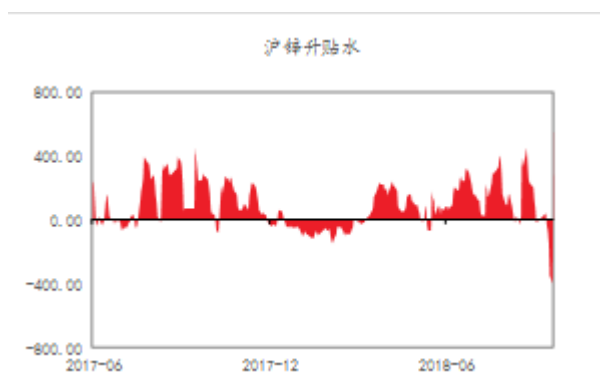
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



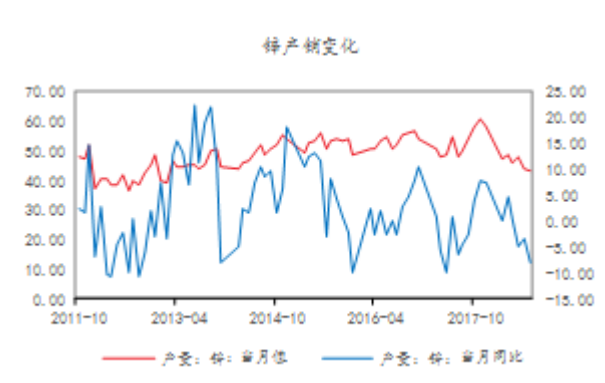
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



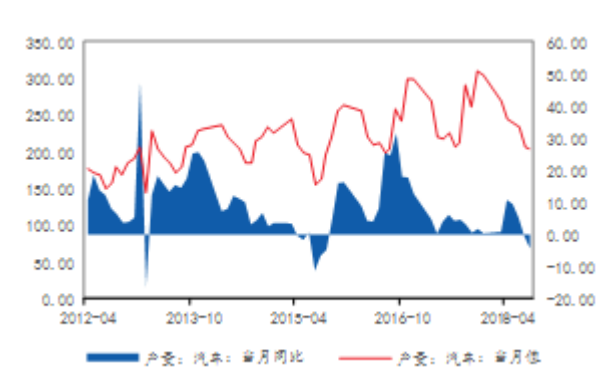
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：铅价走势将有所走强

1 铅：基本面分析

供需过剩

2018 年 1-7 月全球铅市供应过剩 4500 吨，2017 年全年为供应短缺 39.3 万吨。7 月底总库存较 2017 年底减少 3.9 万吨。2018 年 1-7 月全球精炼铅产量为 666.24 万吨，较 2017 年同期增加 2.1%。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。

铅矿整体供应宽松

2018 原生铅新扩建计划较少，部分企业因自身产品结构调整剔除铅生产，2018 年 1-8 月产量 194 万吨，同比降 9.5%，去年是 214 万吨，2018 年原生铅产量预计呈降势。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。

进口方面，根据海关统计的数据，8 月份，我国铅精矿进口量为 14 万吨，同比下降 6.5%。1~8 月份，我国铅精矿累计进口量为 76 万吨，同比下降 14.8%，去年同期累计同比下降 1.6%。数据表明铅精矿进口量低于去年，铅精矿供应并未增加。

精炼铅产能受限

10 月份，我国铅产量为 44.7 万吨，同比增长 4.68%，但是，1~10 月，我国铅累计产量为 354.2 万吨，同比下降 5.8%，这表明今年我国铅的供应低于去年，铅市的供应也出现减少。9 月末环保组进驻湖南、安徽等地，两地多家再生铅冶炼厂关停，影响再生铅产量约 6500 吨，推动铅价自 10 月初开始上涨。据了解，此次环保督察太和地区再生铅炼厂受影响较大（由于该地区正处于技术改革阶段），部份冶炼厂白天暂停生产，夜晚限量生产。某大型炼厂反映，本次环保督察对其产量影响不大，而另一冶炼厂因自身设备检修，预计停产时间为 1 个月左右。而再生铅冶炼利润下降至盈亏平衡点甚至转为亏损，是再生铅冶炼厂主动停产的原因。短期来看，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

铅最主要的初级消费为铅蓄电池，占比达到 80%，铅蓄电池主要应用于电动自行车、汽车、摩托车等交通工具以及工业电池等。电动车发展高峰期过去，新国标减重、摩托车替代产品增多、限摩禁摩等因素影响下，未来耗铅量将出现下滑趋势。此外蓄电池进出口贸易受到贸易战的影响，经销商避险情绪增强。近期，浙江、福建、广西、江西等地严查无资质的电池回收厂，并查封大批废铅酸蓄电池，废电池供应偏紧，价格保持坚挺。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。

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%。

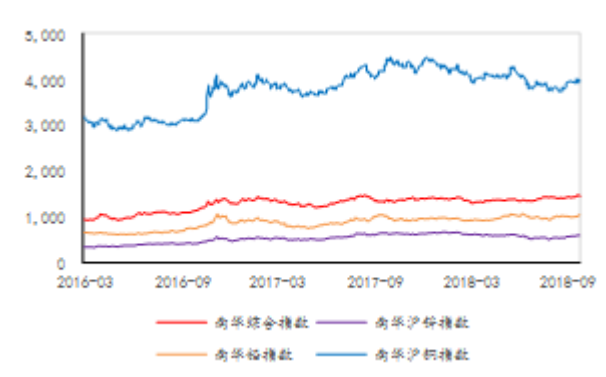
2 行情展望

宏观避险情绪的打压，对工业品有所打压。目前环保督察趋严，再生铅企业利润偏低，再生铅短期的供应有限，加工企业增加原生铅消费，以及消费旺季预期增强等因素影响，境内外库存均处于极低水平，铅市基本面向好。预计沪铅短期有望走强，上看 1.88 万元/吨

一线。

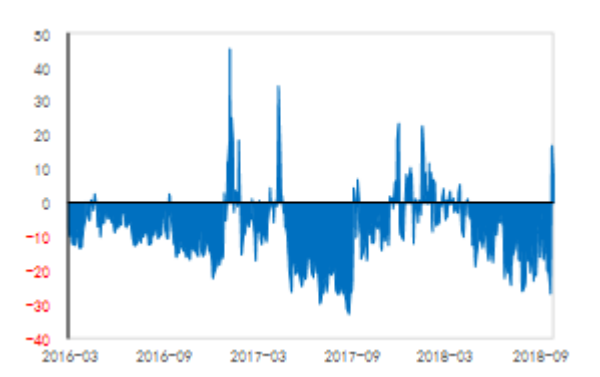
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



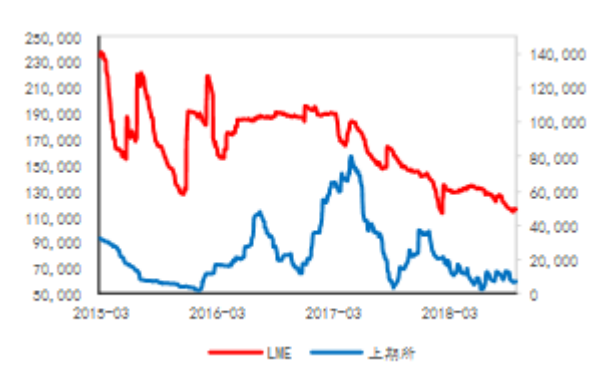
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：LME 铅升贴水



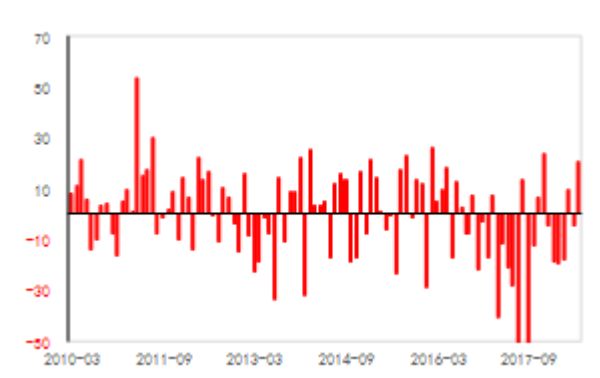
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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下行，在宏观悲观与产业乐观之间，宏观看空派更胜一筹，黑色系绝大多数品种打出深度贴水结构。品种上面，表现最弱的两个品种为热卷和铁矿石，螺纹钢、焦煤、焦炭相对抗跌。热卷弱主要是由于需求端表现较差，特别是汽车消费出现下滑，对板材需求产生较大的利空影响，造成盘面热卷贴水螺纹钢 300 元/吨附近，而现货更是大幅度贴水 600 元/吨以上的幅度；铁矿石方面主要走两方面逻辑，前期上涨的助推主因是 10 月份环保空档期需求的增加叠加人民币贬值，而进入 11 月采暖季进入限产，并且人民币贬值到 7 附近后央行喊话，人民币快速升破 6.9，预期发生变化令铁矿石价格大幅下跌。

宏观方面，10 月份中国官方 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.6 个百分点，景气指数反应经济下行走势。从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.6%，比上月回落 0.5 个百分点，继续保持扩张态势，中、小型企业 PMI 为 47.7% 和 49.8%，分别比上月回落 1.0 和 0.6 个百分点，低于临界点。分项指标看，重点的生产指数、新订单指数和新出口订单指数均出现下滑。

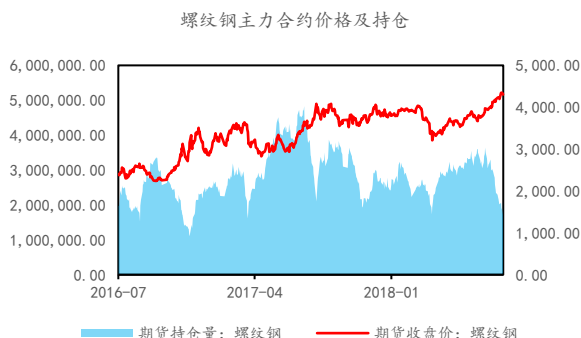
近期政治局会议指出经济下行压力加大，强调要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，要坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展。继续积极有效利用外资，维护在华外资企业合法权益。要改进作风，狠抓落实，使已出台的各项政策措施尽快发挥作用。

宏观经济的悲观预期，成为本周下跌的重要原因。

产业方面，10 月钢铁行业 PMI 为 52.1%，环比上升 0.1 个百分点。主要分项指数中，生产指数、新订单指数、积压订单指数和采购量指数均有所上升，产成品库存指数有明显下降。分项指标显示当前供需两旺的状态，基本面仍维持较好的状态。

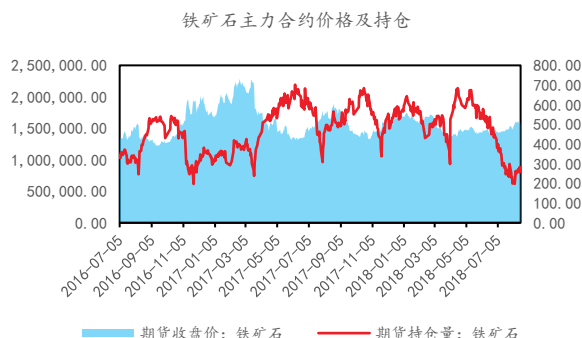
近日，第二批中央生态环境保护督察“回头看”将全面启动，负责对山西、辽宁、吉林、安徽、山东、湖北、湖南、四川、贵州、陕西等省份开展“回头看”督察进驻工作。《汾渭平原 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》印发，方案要求，目标 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，汾渭平原细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降 4% 左右，重度及以上污染天数同比减少 4% 左右。2018 年 10 月底前，各城市重点针对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业，制定错峰生产方案，并细化到企业生产线、工序和设备，明确具体安全生产措施。11 月上海进口博览会，沙钢等钢企开启限产，并且限产力度较大，在当前螺纹钢需求较好且缺规格的情况下，会令螺纹供应偏紧，也是螺纹钢现货强势的原因。

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



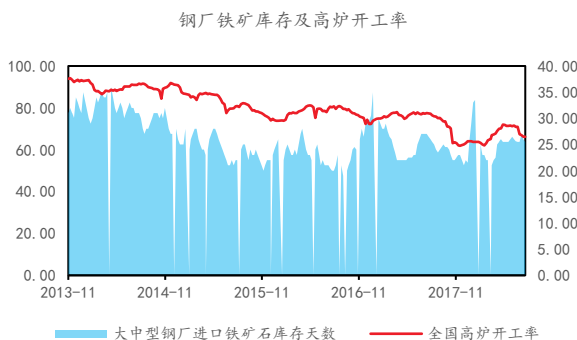
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：供需两旺，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，其他地区在采暖季限产前也基本都是抓紧生产，钢铁 PMI 中生产指数反应了这点，10 月为 55.7%，环比上升 2.1 个百分点。高炉开工率有所下滑，本周开工率为 67.54%，较上周降 0.69%。据中钢协统计数据显示，2018 年 10 月中旬会员钢企粗钢日均产量 195.11 万吨，旬环比减少 3.63 万吨，环比下降 1.83%

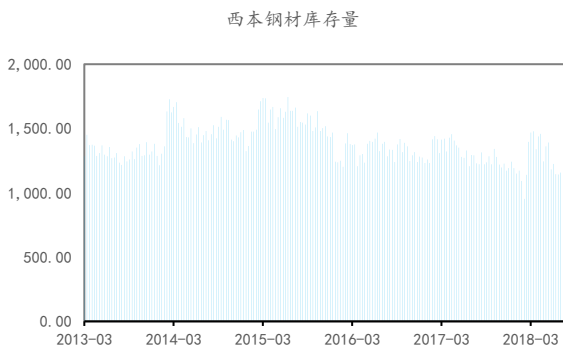
整体看，高利润以及环保限产的边际放松下，钢企生产积极性高，并且通过转炉废钢的添加，维持了产量的增加，近期开工率下降主要是长三角地区钢企限产所致。

图表 27：钢厂铁矿库存及高炉开工率



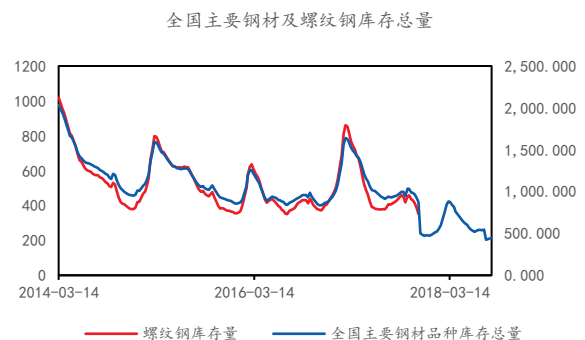
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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 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

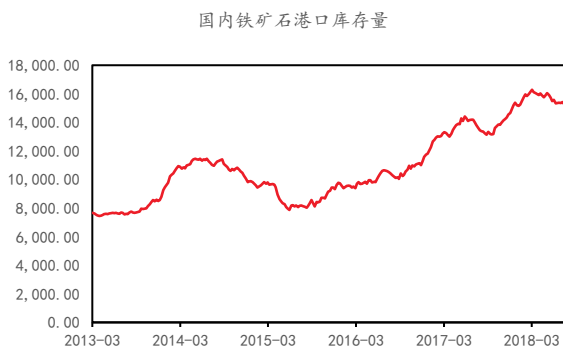
本周库存数据方面仍延续下降趋势。从主要品种的社会库存看，截止 11 月 2 日，国内主要钢材品种库存总量为 946.78 万吨，较 10 月 26 日下降 41.11 万吨，环比下降 4.16%；国内螺纹钢社会库存量由 380.91 万吨下降 20.65 万吨至 360.26 万吨，环比下降 5.42%，钢厂螺纹钢库存下降 1.35 万吨；热卷社会库存降 2.10 万吨至 244.73 万吨，环比下降 0.85%，钢厂热卷库存减少 1.09 万吨。整体看，10 月份库存延续下降态势，反应短期需求仍维持高位。

需求端看，10 月份旺季特征较为明显。10 月钢铁 PMI 新订单指数为 52.3%，环比上升 3.4 个百分点，新出口订单指数为 47.3%，环比上升 0.8 个百分点，反应当前需求较好。从上海线螺采购量看，近期采购量都维持 3 万/吨以上水平，螺纹钢短期出现断规格情况。从一些钢贸商了解的情况看，目前房地产处于赶工状态，往年 10 月底东北地区基本已停工，而近期赶工现象明显，目前仍在施工，需求较旺。地产商对预售制度取消比较担忧，在拿了地的情况下基本都在抓紧开工，所以短期看需求端没有问题。

3 原料端：铁矿石大幅下跌，焦炭弱勢调整

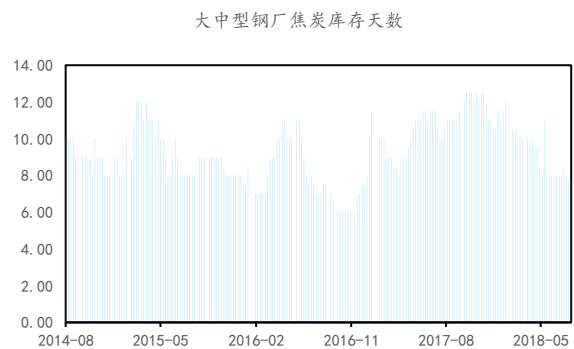
铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡下行，截止 11 月 2 日，普氏 62% 进口矿指数报 74.1 美元/吨，较上周上跌 2.9 美元/吨。前面我们多次提到，铁矿前期上涨的主要逻辑是与唐山地区环保空档期钢企满负荷生产，需求的短期爆发对价格起到刺激作用，特别是 PB 粉价格持续上行。在钢企高利润的情况下，保生产是第一位的，短期对原料端价格变化并不敏感。此外，前期人民币持续贬值临近 7 附近，对以美元标价的矿石起到提振作用。而进入 11 月这两个逻辑发生变化，11 月进入采暖季限产，需求不如 10 月份强，人民币贬值临近 7 之后央行迅速干预，短期升破 6.9。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新铁矿石可用库存 29 天。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14360 万吨，周环比降 160 万吨。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，而钢企今年限产力度边际放松，矿石底部中枢也有所抬升，整体维持【490，550】区间震荡，可采取高抛低吸策略。

图表 31：国内铁矿石港口库存



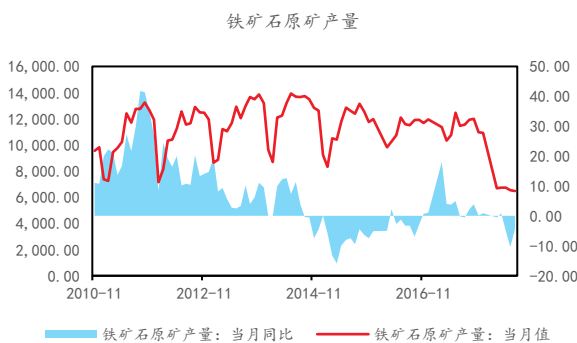
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：焦炭库存可用天数



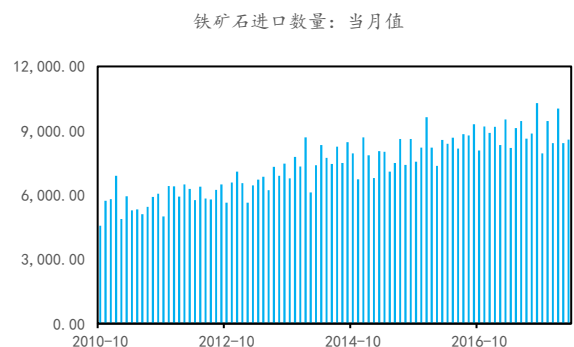
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，现货市场价格继续走强，河北、山西等部分焦企提出第三轮涨价，我们看到下游钢企也陆续接受，前期第二轮没接受的主流钢企日照钢铁也在 11 月 1 号和 3 号连续上调两轮价格，累计上调 200 元/吨。

环保方面，江苏徐州地区部分焦企收到通知开始逐步限产 30%-50%，现徐州地区准一级出厂含税报 2700-2750 元/吨。山西吕梁地区接到错峰生产文件，多数焦企延长结焦时间到 48 小时，部分国企已经从 11 月 1 日起开始执行，现该地区准一级焦成交现汇价在 2400 元/吨左右，且下游钢企采购相对积极，焦化企业厂内库存偏低。港口方面焦炭价格处于倒挂，贸易商采购节奏相对放缓。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 75.85%，下降 0.48%，日均产量 68.17 万吨减少 0.43 万吨，焦炭库存 48.33 万吨，减少 3.77 万吨；炼焦煤总库存 1486.54 万吨，增加 11.47 万吨，平均可用天数 16.4 天，增加 0.23 天。近期限产令焦企开工率出现下行，焦企库存也处于下降态势，原料焦煤紧张下焦企备货增加。全国 110 家钢

厂焦炭库存 428.3 万吨，增加 1.4 万吨，平均可用天数 13.89 天，增加 0.29 天。港口焦炭库存总库存 246.6 万吨，增 0.4 万吨。

目前焦炭销售状况良好，且价格贴水 300 元/吨以上水平，供需紧平衡状态下价格易涨难跌，仍然以逢低做多为主。

焦煤方面，11 月各地主流煤企纷纷提涨精煤价格，本次提涨幅度整体在 50-100 元/吨，其中优质焦煤资源提涨幅度多在 80-100 元/吨，在各地进行安全检查、环保检查、查超的影响下，煤企整体供应能力有限，同时下游拉运客户数量增加较多，再加上汽运治超、火运车皮紧张，造成近期下游钢焦企业补库吃力，补库周期延长，短期看焦煤现货市场在供需两面利好的情况下，继续偏强运行。

4 总结与建议

黑色市场的锚仍在螺纹，宏观的悲观预期与产业基本面偏好的博弈，市场重点关注后期需求下滑的时间节点，目前看尚未到来，在基差近 800 元/吨的深度贴水下，螺纹钢价格下跌空间有限，11 月上海进口博览会引起沙钢等钢企限产，下周预计钢材价格以反弹修复为主。矿石价格围绕【490，550】区间震荡，可高抛低吸。煤焦基本面仍向好，逢低做多为主。

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

西北地区出货一般，弱势整理；环渤海地区交投偏弱，局部走跌；淮海、华中地区按需接货，重心下移。期货延续弱势，港口市场偏弱运行。西北主产区出货暂显一般，弱势整理。内地市场重心下移，厂家降价出货，成交一般，利空情绪影响下，观望较多。港口方面，甲醇期货震荡波动，买盘适量逢低补货，商谈尚可，港口市场弱势整理。国内甲醇市场或偏弱整理为主。

周内现货价格跟随期货下调，因下游烯烃 80 万吨产能计划停工，目前利润太低。下游利空传导至甲醇，甲醇持续大跌。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。另外，原油价格受库存影响，近期回落幅度超过 10%，给化工品带来巨大压力。

开工处于偏高水平，港口库存偏高位置

截至 10 月 18 日，国内甲醇整体开工率为 69.52%，较前期小幅下降。港口库存方面，江苏甲醇港口库存为 39.6 万吨，较前一周上涨 0.85 万吨；浙江地区甲醇库存 21.19 万吨，较前一周上涨 3.39 万吨；华南地区甲醇库存 9.8 万吨，较前一周上涨 1 万吨。国内港口甲醇库存 72.74 万吨，可流通货源 22.15 万吨。

但开工依然偏高，吨利润高于 1000 元，导致供给压力增加。10 月底 11 月初沿海到港量的突然增加，华东地区与期货市场价格开始猛降，市场看跌预期较足，内地为了防止累库，开始跟随华东价格下行以便排库出货，但是内地目前跌幅相对期货盘面和华东地区而言较小，据了解内地库存经历近 2 个月的产销，部分企业库存回至中位水平。

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。甲醇盘面一路大跌，市场对需求悲观到了极点，四季度烯烃需求恐怕难有起色。

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。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 65 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

供应端新增产能持续投放，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。沿海地区甲醇市场跟随期货下调，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，甲醇近期下跌比预期来得更快，同时甲醇投机资金涌入，如果原油走弱，未来依然空头思路对待。密切关注库存情况，已有空单可以持有。

3 甲醇主要数据

图表 35：甲醇收盘价



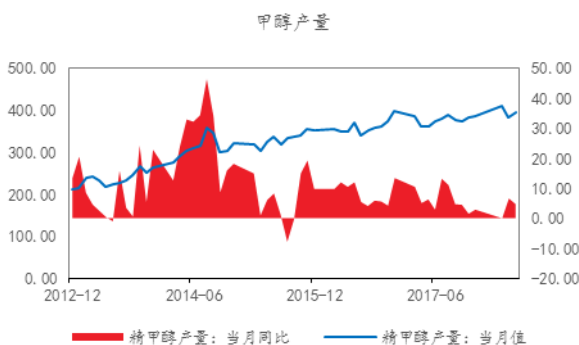
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

PTA

1 走势回顾

本周，PTA 期货主力 1901 合约冲高回落。最高价达到 7038 元/吨，周度跌幅达到-2.09%，区间振幅达到了 5.77%。本周合约成交量为 579 万手，与上周相比有大幅上升，持仓量净增加 34,488 手。

2 基本面分析

PX 价格高位承压，中长期大概率回落

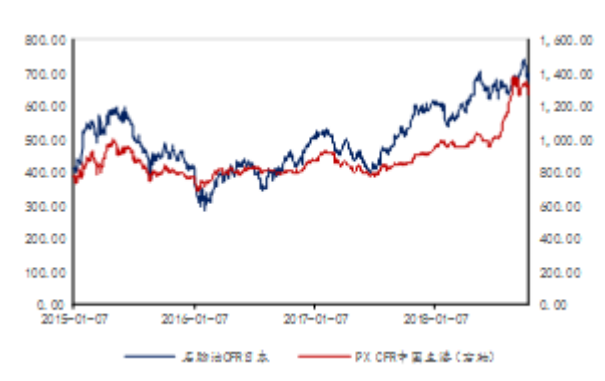
10 月，PX(FOB)与原油价差高位回落、但幅度并不显著，从 700 美元/吨偏上收窄至 650 美元/吨附近，PX 价格较 9 月底下跌 90 美元/吨附近，相对产业链上下游而言，PX 价格及利润表现仍相对抗跌。10 月亚洲 PX 受下游集中检修影响供需缺口大幅收窄、整体评估在平衡到小幅累库状态，下游主要是国内 PTA 工厂负荷出现一轮密集检修、较 8-9 月的极高负荷下降约 8-8.5 个点。

接下来，PX 装置方面新增印尼 TPPI55 万吨长停装置在 10 月逐步复产、11 月开始供应，沙特和越南今年上半年投放的 174 万吨新装置稳定性已明显上升，检修来看亚洲 11 月检修损失量环比有所增加、主要是国内 PX 检修贡献，12 月以后检修损失量则趋于减少；而福建长停 PX 装置虽目前已经有试车，但稳产预计还需一段时间、乐观的情况下预计要到明年初附近，总体而言 11 月-明年初 PX 供应处于稳中趋增状态。而需求端此阶段因 TA 检修减少而有所回升，整体 PX 供需呈两端双增局面、中期供需偏紧局面已有明显缓解、但后期库存的累库修复速度可能缓慢，在今年新投复装置逐步提升负荷情况下整体 PX 供需仍以平衡状态为主，真正宽平衡的出现或需要有新的 PX 有效装置进入市场才能实现，阶段性调节更多的只能依靠 TA 工厂的负荷调整。

有消息称，恒力石化 450 万吨/年 PX 装置计划在年底试车，浙江石化一期 400 万吨/年 PX 装置也将在年底建成。这两套装置顺利投产后，市场将新增 850 万吨/年产能，超过去年行业产能的一半。紧接着，进入 2019 年以后，盛虹石化 280 万吨/年装置、海南炼化二期 100 万吨/年装置、恒逸文莱石化 150 万吨/年装置，以及宁波大榭石化、惠州炼化、茂名石化等企业的 PX 装置都将陆续建成投产。业内人士预计，2018 年下半年到 2021 年我国 PX 新增产能将呈现井喷式增长，新增产能或将达到 1870 万吨，我国 PX 高进口依存度将得到根本扭转。随之而来的行业供应紧张局面也将完全改观。

短期来看，未来亚洲区域 PX 供需或由前期的偏紧格局逐步进入平衡为主的局面，PX-原油价差或在当前高位上趋于收窄。同时，我们倾向于认为原油中期内供需以平衡状态为主，阶段性地缘政治影响较大，总体对原油价格走势持中性观点、以高位震荡为主。中期来看，PX 价格或震荡调整为主，价格重心或逐步下移至 1200 美元/吨偏下、主要运动区域预估在 1150-1250 美元/吨附近。长期来看，随着国内产能的集中爆发，随之而来的行业供应紧张局面也将完全改观，PX 产业链疯涨的情况或将终结。

图表 41：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 42：PTA 与乙二醇价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

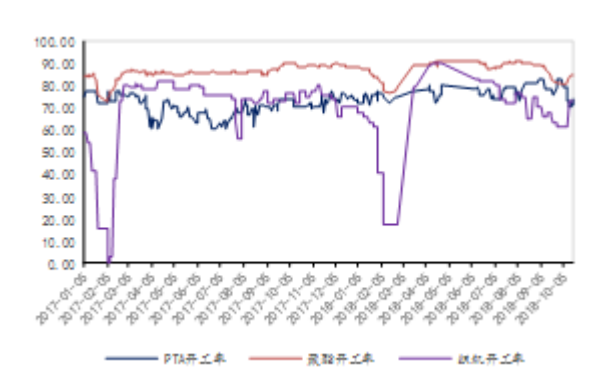
11 月上游检修密集，成本托举或导致下行空间变窄

近段时间，聚酯的行情都不是很好，其中涤纶短纤行情走势延续下行，整体市场需求减弱，涤纶短纤工厂报盘低位。涤纶短纤厂家目前装置尚未完全复产，下游织造开工率维持正常，贸易商报盘随行就市，出货积极性虽高，但下游纱厂采购情绪不高，多采取随采随用节奏，市场交投氛围清淡。近日，国内 PTA 现货价格止跌重回 7000 元/吨上方，从成本端来看，亚洲 PX 和石脑油价格有所回升支撑 PTA 价格；装置方面，临近月末厂家复产较多，PTA 开工率上升至 77.42% 附近，供应面继续增加，厂家库存出现累库现象；终端聚酯厂家新增产能不及预期，厂家大多消耗自身库存为主，避免继续增加库存，市场看空情绪浓厚。

而乙二醇市场现阶段以窄幅震荡为主，基本面尚未发生实质性改变，行情交投僵持，华东大单现货商谈至 6860 元/吨附近，目前乙二醇供需偏弱格局维持，市场难寻有效利好提振，窄幅企稳可期，但整体思路仍偏空。下游纯涤纱的行情最近疲态平淡明显为主，纺纱厂和经营商对后市观望看淡为主。十月，涤纶短纤价格基本下挫，尤其是近日，价格下跌多明显，时至今日已经下跌到万元以下。为此涤纱市场气氛也不佳，价格下滑，销售平淡，纱厂价格下走为主，江浙地区 32s 涤纱市场中心价为 14800 元/吨左右。而这几日原料涤纶短纤价格下跌加快，但市场短期依旧看弱为主。主要是上游聚酯原料继续疲态整理，涤短市场气氛较淡，目前对于市场人士和涤纱厂家而言，均是多谨慎出货为主，信心难振。虽然纯涤纱在上半年表现不错，但进入 9 月后，总的出货量不容乐观，下游多小批零星拿货主导，大单要货较少，而市场商家也好，下游织布厂也好，以销定进，以产定进是主导方式，为此，纯涤纱厂家基本出货心里继续上升中。

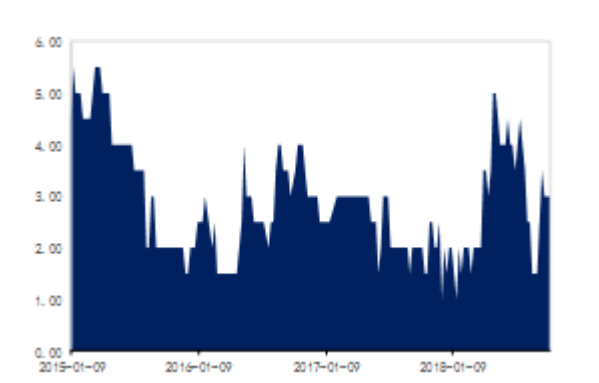
现阶段原料价格虽小幅反弹，但涤纶短纤工厂报价却继续走低，目前原料价格前期跌幅较大，涤纶短纤现金流多在千元上下，厂家目前多积极出货，锁定利润为上。预计涤纶短纤价格将继续下跌，厂家积极出货为主，目前价格普遍跌破万元大关，工厂或继续锁定现金流为主。

图表 43: 产业链开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44: 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：贸易战惊现转机，连豆市场集体下挫

1 外部豆类市场分析

中美元首通话，贸易战迎来重大转机

本周四，中美元首进行了电话沟通，对中美贸易磋商前景释放利好信息。美国总统特朗普随即表示与中国的贸易谈判“进展顺利”，并确认中美元首将在月底举行的 G20 领导人峰会期间进行会晤。此消息一出，可谓是给国际金融市场尤其是国内外豆类市场投下“重磅炸弹”，持续低迷的 CBOT 大豆市场全线暴涨，而中国豆类市场则整体大幅下挫。中美最高层为贸易战解决前景定下基调，经过近期双方贸易团队磋商，市场有理由期待双方在会晤期间握手言和。自中美贸易战开打以来，美豆对华出口急剧下降。一旦中美双方达成贸易协议，套在美豆出口头上的“紧箍咒”将马上解除，中方必然会加大对包括大豆在内的美国农产品进口力度，美国对华大豆出口及当前的库存压力将获得极大改善。

2 国内油脂油料市场分析

供应紧张预期改善，国内豆类市场重回弱勢

中美经贸关系出现转机，美豆对华出口有望恢复，原本因贸易战造成的国内大豆供应短缺将获得改善，各方对冬季国内大豆供应缺口的担忧情绪迅速降温，国内豆类市场集体遭遇抛压，在豆粕期货跌停的刺激下纷纷大幅下挫。此前受中美贸易战影响，中国进口商纷纷拓展除美国市场之外的其他国际大豆供应源，巴西大豆超常规对华出口为缓解国内供应紧张做出重要贡献。但随着目前形势突变，一旦中美达成协议使贸易战获得圆满解决，美豆必然会大量对华出口，国内大豆供应很可能由供应不足变成供应过剩，国内豆类市场则迅速对此作出下跌反应。

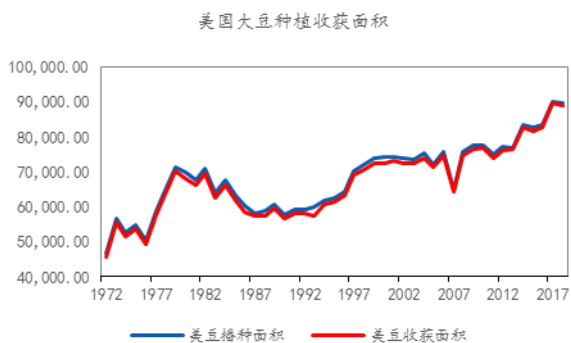
3 油脂油料市场操作建议

中美经贸关系展现曙光，为美豆出口带来利好，CBOT 豆类市场急涨，修正前期因贸易战导致的疲弱态势。豆类市场的运行逻辑发生显著变化，中美贸易谈判进展及最终达成的成果将是近期各方关注的重点。无论是中美高层表态还是全球金融市场表现，都开始对中美贸易战的理性解决充满期待。

“行情因何而涨因何而落”这个期货市场的定律再度完美呈现。此前推动国内豆粕市场对美豆保持高升水的供应缺口很可能因扩大美豆进口而变成需求缺口。国内远期大豆供应格局趋向宽松，国内豆类市场集体补跌，并开始重新构建与美豆相适应的价格平衡关系。当前美西 12 月船期的进口大豆，按 28% 进口关税核算的到中国港口成本价为 3762 元/吨，如果恢复到原来的 3% 进口关税水平，则到中国港口成本价将跌至 3052 元/吨。因此，在贸易战改善的预期影响下，成本的传导效应将继续推动国内豆类商品价格走弱。豆粕现货虽有高成本支撑，但在市场预期转变后将令油厂回吐前期的超额利润；1901 豆粕期货合约持仓持续大减，随着交割期不断逼近，多头资金已难重聚共识，甚至可能在止损盘及新的空头资金打压下一蹶不振并黯然收场。1905 豆粕期货则可能因一直与南美新季大豆价格挂钩而跌幅受限，在成为主力合约后将与 CBOT 大豆市场保持一致。原本就有供应压力的油脂市场再遭一击，大豆供应量增加将推动豆油供应宽松局面继续深化，为整个油脂板块带来下跌压力。投资者油脂期货空单可以适量持有，继续追空需谨慎。国产大豆市场虽有种植成本支撑，但内外大豆价差因素也令大豆市场难以走出独立行情，短期仍可能继续受到周边品种拖累而保持弱势，因此不宜过早抄底做多。

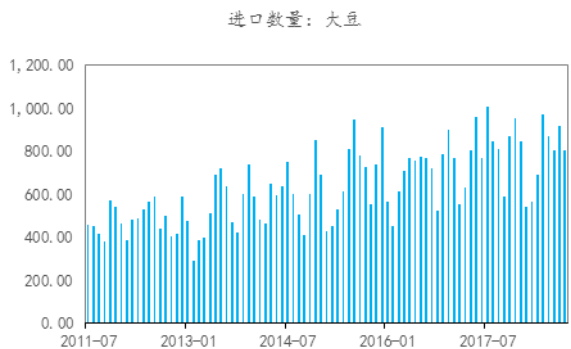
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



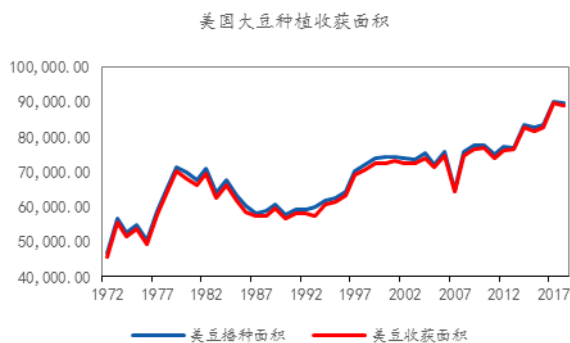
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：大豆进口数量



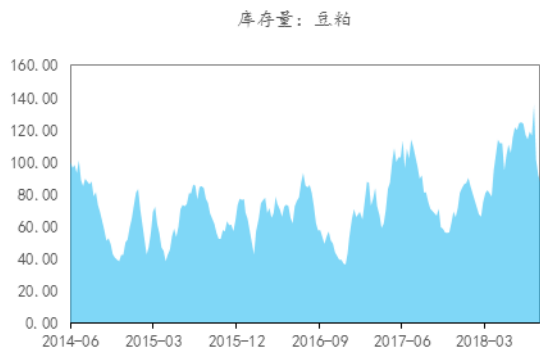
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：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。

Datagro：巴西中南部糖产量或创 12 年新低

咨询公司 Datagro 周二表示，在还有几周结束的 2018/19 榨季，巴西中南部地区料生产 2,638 万吨糖，创下 12 年最低水平，由于甘蔗产量减少以及乙醇产量增加。Datagro 前次预估产量为 2,728 万吨。该公司预估，明年 4 月开始的新榨季糖产量也将为类似水平，产量料为 2,640 万吨。巴西今明两年糖产量下降预期将使得全球糖供应局势从过剩转为不足，有助于提振纽约基准原糖价格反弹。Datagro 目前预期 2018/19 年度（10 月至次年 9 月）全球糖供应短缺 158 万吨。预期在接下来的 2019/20 年度供应短缺量将跳增至 751 万吨。该公司亦下调印度、泰国和欧洲产量预估，因天气不利且种植面积减少。Datagro 首席分析师 Plinio Nastari 在圣保罗召开的该公司的年度国际大会上对记者称："尽管糖价最近大涨，但乙醇持续为巴西糖厂带来更好的回报，因此我们预计糖厂在下榨季仍将继续优选乙醇。"Datagro 预期，糖厂料仅分配 35.5% 的甘蔗比例来生产糖，其余的将生产乙醇。

印度部分糖厂因蔗价问题延迟开榨

由于蔗农要求将本榨季的甘蔗价格提高至公平报酬价格（FRP）之上，印度马哈拉施特拉邦南部的一些糖厂决定暂不开榨。虽然这将导致生产推迟，但预计出糖率可能更高，因为 11 月份收获的甘蔗糖分高于 10 月份。

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。"

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

巴西高等选举法院当地时间 28 日晚宣布，在巴西总统选举第二轮投票中，社会自由党候选人博索纳罗得票率超过劳工党候选人阿达，当选新一任巴西总统。巴西新总统导致雷亚尔持续升值。

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。

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。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。

近期因美国原油库存继续大增的利空影响开始发酵，国际原油市场价格大幅下跌，巴西乙醇承压。

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，但印度减产，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，sr901 关注 5200-5300 的压力。

3 白糖市场主要数据

图表 49：白糖期货结算价格



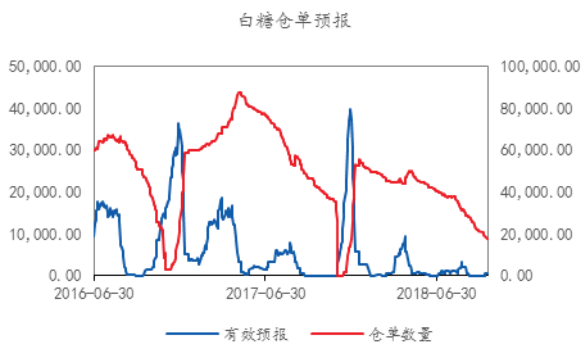
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：白糖进口价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：白糖仓单预报



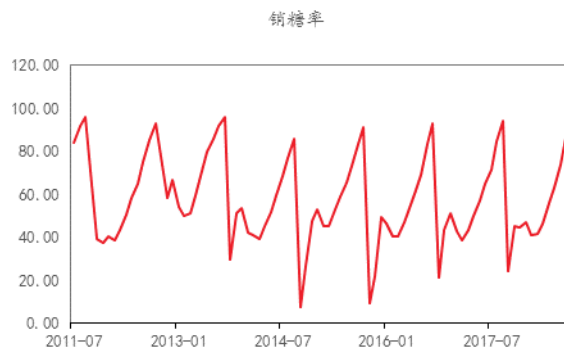
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53：白糖月度进口量



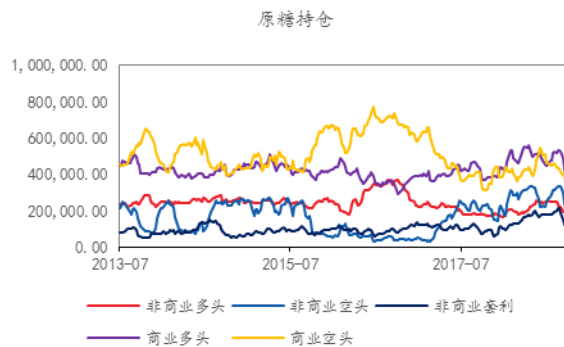
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54：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

