

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

李小薇

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

于瑞光

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

联系人：

张伟

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

卢时强

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

刘坤

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

姜云超

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

吴起睿

从业资格号：F3053694
0755-82918036
wuqirui@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：监管放松下题材股继续活跃大涨，创业板率先创出反弹以来的新高。考虑到政策扶持对于中小创的作用更为明显，创业板持续放量上行显示反弹走势健康，建议继续关注以中证 500 指数为主的做多机会，可逐渐提高止盈设置。

铜：12 月联储会议前预计将维持强势，也将不利铜价。供应端偏宽松，现货市场畏跌，买盘谨慎，需求端更加疲软，首先电网投资总额虽然增长，但实际完成金额比例可能低于预期。在供应不断增加和消费持续走弱的预期下，铜价保持逢高沽空的操作思路。

锌：锌精矿供应已经明显增加，需求走弱，重心或进一步下移。受宏观、政策、环保等多重因素影响，整体恢复进程有较多不确定性，其间价格走势或有反复。锌价走势难言乐观，保持逢高沽空思路。

铅：宏观避险情绪的打压，对工业品有所打压。此外全球铅市供应缺口扩大亦对铅价构成支撑。沪铅延续近高远低的负向排列，部分铅冶炼企业产量将有所减少，预计短期有望震荡偏多。

黑色金属：螺纹现货价格继续下行，需求弱势主导市场，价格将继续承压下行，钢厂利润下将势必打压原料端，煤焦矿下周也面临下行压力，整体逢高抛空为主。

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。

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：整体来看，PTA 平衡表体现为库存逐步紧张。上游下游的装置产能增长，使得产业链格局逐步产生变化。下游聚酯的积累库存，导致现货端需求受到抑制。上游 PX 利润的保护，对现货端的成本出现支撑。短期内，期货价格依然以震荡为主，建议观望为主。长期趋势等待远月合约的做多机会。

油脂油料：国产大豆在食品领域保持供大于求状态，自身无法提供上涨动力，易受周边品种影响，因此建议投资者顺势而为，不宜过早抄底做多，并需防范 1901 大豆期货在交割前重蹈 1801 大豆期货的覆辙。

白糖：操作上，广西现货价格窄幅波动，建议保持震荡偏空思维。外糖连续走低，内外持续走弱。印度减产在长期影响糖价。但目前开榨高峰期，现货压力较大。

周度策略：宏观经济下行与工业品深幅贴水之争

虽然原油价格暴跌对商品市场造成了不利的影响，但是本周工业品市场出现了明显反弹，其中基本面较好的焦炭等品种底部反弹了 3% 以上。化工类集体出现了下影响较长的周线，主要原因是油价在周二出现暴跌走势之后逐渐企稳，化工类跟随出现反弹走势。本周有色金属仍没有明显的趋势，无序震荡的趋势较为明显。

本周螺纹钢纠结的走势显示出大部分工业品在当前面临的一个问题，那就是期货深度贴水，但是宏观经济压力不减，修复贴水到底该采取哪种方式？是期货上涨为主还是以现货下跌为主呢？这成了盘面无法调和的矛盾。

先看宏观经济，当前的宏观面的确不能乐观。虽然 10 月份固定资产投资增速有所回升，但是下行压力仍无法明显缓解。投资下行由基建转向地产，制造业投资平稳但有压力。对比 2011 年那轮政策托底消退、经济下行，基建投资率先放缓，后续再转向地产投资放缓，近期数据已显现出类似迹象：1-10 月统计局口径基建投资(除水电燃气)累计同比升至 3.7%，为去年 11 月以来首次回升，而老口径基建投资累计同比由 03% 升至 09%，单月同比 5.9%，为今年 4 月以来首次转正，或受到 9 月地方专项债大量发行致融资改善的推动。10 月地产投资累计同比降至 9.7%，单月同比降至 7.7%。考虑到 10 月地产销售面积及金额同比放缓，且资金来源中国内贷款累计同比降幅扩大，资金限制可能制约后期地产投资。实际上，前期地产投资的重要支撑土地购置费已于近期明显放缓，也指向后期地产投资可能减速。1-10 月制造业投资累计同比连续 7 月回升，为 9.1%，单月同比则由 16.3% 降至 12.2%。尽管制造业投资相对稳定，但考虑到企业利润增速及产能利用率均回落，其投资仍有压力。

从全球的角度看，美联储加息对经济的不利影响仍无法忽视。美国长端利率继续攀升大概率会导致美股进一步调整，新兴市场风险或加剧。美股的调整会对新兴市场进一步造成压力。首先是打压全球投资者的风险偏好，新兴市场的金融资产尤其是权益资产会遭受更大幅度的调整，这会加剧新兴经济体的资本外流和本币贬值压力。其次是无风险利率被迫上升，这会从增大经济下行压力和金融资产估值两个角度来加剧新兴市场的风险。另外美联储加息会加剧某些经济体经济基本面恶化。2018 年土耳其和阿根廷的危机并没有发生大范围的传染，很大程度上是由于 2018 年新兴市场的基本面整体还比较稳健。若 2019 年新兴市场基本面大幅恶化，新兴市场危机可能会出现蔓延。

以钢材为例，基差这么高的状况下，市场下跌自然会遇到阻力。由于价格持续向下，当前成交中挤掉了部分投机需求，且多头预计终端刚需萎缩仍需时日。但是宏观经济和前瞻数据一致较为弱势，目前钢材处于寻低阶段，预期引导下的价格下跌，远月合约已经跌至成本线或跌破成本线，短期继续追空面临一定的风险。但是在现货价格持续调整的情况下，向上的反弹也不是一帆风顺，预计这种纠结的状况仍将延续。

综合来看，宏观面较为稳定，美股和原油在连续大跌之后震荡企稳，市场风险偏好有所回升，工业品持续反弹，贴水幅度较大的黑色系反弹幅度更大。市场在连续下跌之后一定程度反应了经济弱势的压力，短期追空存在风险。中期看工业品贴水过大与宏观面弱势的矛盾难以缓解，预计工业品维持震荡的概率较大。最终修复贴水的模式可能不是单纯的期货上涨或者现货下跌，而是两者可能同时进行。

目 录

周度策略：宏观经济下行与工业品深幅贴水之争	- 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 10 月金融数据与经济数据背离	- 6 -
3 流动性：资金宽松 逆回购已暂停半月	- 7 -
4 商品市场策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜：供需僵持拉锯	- 9 -
1 基本面分析	- 9 -
2 结论：逢高沽空对待	- 10 -
3 铜期货现货数据	- 11 -
锌：走势反复，把握节奏	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 锌：价格走势反复	- 13 -
3 锌期货现货数据	- 14 -
铅：铅价走势，将继续高位运行	- 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：供需双弱，需求主导价格	- 17 -
3 原料端：基本面提振价格，后期将承压	- 18 -
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	- 23 -

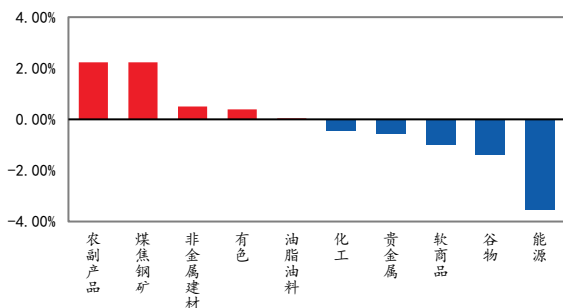
天然橡胶.....	- 24 -
1 行情回顾.....	- 24 -
2 基本分析.....	- 24 -
3 内在逻辑.....	- 28 -
4 总结建议.....	- 29 -
PTA	- 30 -
1 走势回顾.....	- 30 -
2 基本面分析.....	- 30 -
3 综合分析.....	- 31 -
油脂油料：美豆震荡整理，连粕探底回升.....	- 32 -
1 外部豆类市场分析.....	- 32 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 32 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 32 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 33 -
白糖	- 34 -
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.....	- 36 -
免责条款.....	- 37 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
玉米	PVC	锌	锡	焦煤	锰硅	焦炭	豆二	菜粕	苹果
3.51	3.35	3.16	3.03	2.48	2.10	1.80	1.68	1.46	1.33

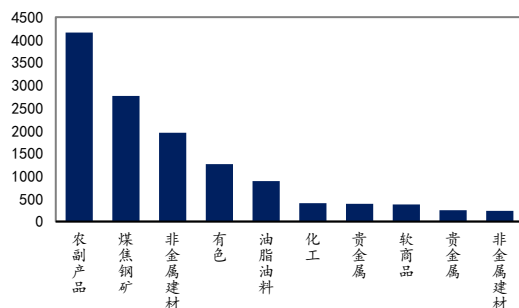
国内市场跌幅前十（单位：%）									
纤维板	原油	燃油	沥青	胶合板	塑料	镍	棕榈油	聚丙烯	铅
-19.88	-6.38	-6.30	-5.69	-4.98	-3.78	-2.97	-2.94	-2.87	-2.76

图表 1: 商品板块周涨跌幅



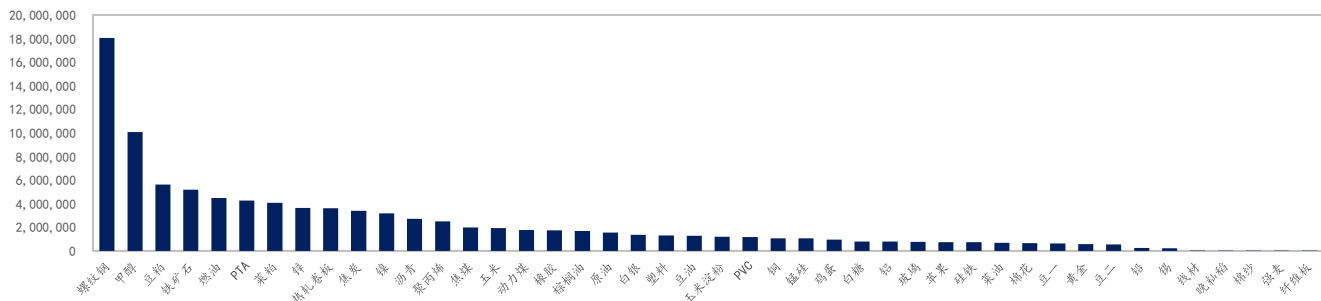
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



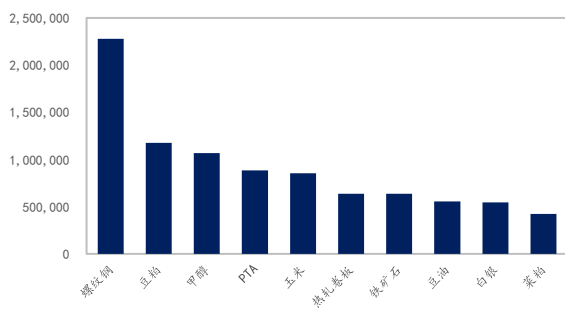
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



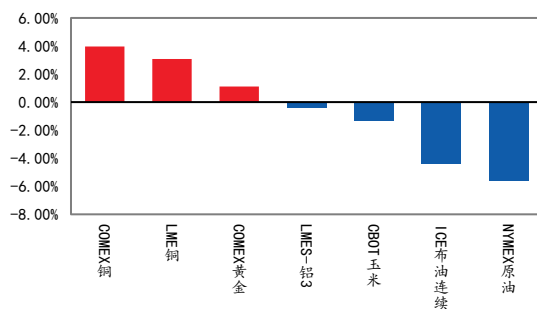
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 16 日	中国人民银行：地方债可开展银行间债券市场柜台业务	地方政府债券成为继记账式国债、政策性银行债券和国家开发银行债券后又一类可开展银行间债券市场柜台业务的品种	为中小投资者提供更多选择
	11 月 14 日	“十三五”去产能有望提前两年超额完成	如各地区按计划完成今年任务。“十三五”期间压减煤炭产能 5 亿吨、粗钢产能 1.5 亿吨的上限目标有望提前两年完成	除了巩固去产能成果，未来产能重在优化结构
数据	11 月 15 日	美国 10 月 CPI 环比创九个月来最大	由于汽油、汽车和住房价格上涨，导致美国 10 月 CPI 走高至同比 2.5%	美联储 12 月份加息概率较大
	11 月 15 日	中国前 10 月全国固定资产投资增长 5.7% 增速创四个月新高	累计固定资产投资增速连续第二个月环比上升，基础设施投资出现年内首次回升，但地产和消费的疲弱显示经济下行压力尚存	四季度经济小幅回升概率大，但是幅度较为有限
事件	11 月 12 日	中国与新加坡签署《自由贸易协定升级议定书》	《升级议定书》对原自贸协定进行了修订	该协议是落实党的十九大提出的“促进自由贸易区建设，推动建设开放型世界经济”的重要体现

资料来源：中投期货研究所

2 10 月金融数据与经济数据背离

2018 年 10 月新增人民币贷款 6970 亿，前值 13800 亿，市场预期 9045 亿，新增社会融资规模 0.73 万亿，前值 2.21 万亿，市场预期 1.30 万亿。M1 同比 2.7%，前值 4.0%，市场预期 4.2%。M2 同比 8.0%，前值 8.3%，市场预期 8.4%。

数据中值得注意的是企业贷款尤其是中长期贷款的下行。10 月新增人民币贷款 7141 亿元，同比增速 7.6%，为 6 月以来单月同比增速最低。对照金融机构人民币贷款口径，企业中长期贷款只有 1429 亿，无论环比同比都低于常态。

偏弱的企业融资一则源于信用二元化；二则源于经济放缓趋势下企业的谨慎预期。表现偏弱的企业融资一则与二元信用环境有关，大量中小企业和民企的表内定价是一难题；信用定价标尺的缺失影响融资扩张。这一点前期多次提示。与之相印证的数据是低等级信用利差虽有边际改善，但仍未显著收窄；二则或在未来宏观经济景气度和企业盈利增速放缓预期有关，从 PMI 来看，10 月经济景气度下行速度快于前期，这会导致企业预期更为谨慎。

未来社融取决于需求边际下行（周期性）和政策继续推动融资环境修复（结构性）之间的对冲过程。10 月来政策层面不断沿着三条线索积极修复信用环境，一是通过置换式降准等方式降低银行负债成本；二是修复年初以来财政指出和基建投资增速非正常下行，部分托底总需求下行增速；三是积极用各种方式为民营企业增信，旨在修复二元信用条件对民营企业的融资挤压。未来这一修复政策过程仍将持续。

而下拉社融的力量主要是经济放缓趋势、边际变化的企业预期，以及预期影响下的融资需求内生收缩，从 Q4 开始，出口和房地产新开工可能都会逐步放缓，这一预期将会部分影响企业融资意愿和银行的风险偏好。

3 流动性：资金宽松 逆回购已暂停半月

央行公告称，受税期、中央国库现金管理到期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降，但仍处于合理充裕水平，15 日不开展逆回购操作。当日有 1200 亿元国库现金定存到期，无逆回购到期，周四净回笼 1500 亿元。

自 10 月 26 日以来，央行已经连续 15 个工作日未开展逆回购操作。央行在公开市场操作公告中的措辞由“目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平”转变为“银行体系流动性总量有所下降，但仍处于合理充裕水平”。这一表述表明在税期、国库现金定存到期等因素影响下，市场流动性出现边际收敛，也表明央行维护流动性合理充裕的态度不变。

资金利率方面，周四资金面重回宽裕，Shibor 走势不一，变动幅度较小。隔夜 Shibor 微涨 1.4 个基点报 2.339%，7 天跌 0.3 个基点报 2.629%。

在目前银行体系流动性总量处于“较高水平”或“合理充裕水平”，以及流动性稳定性明显提升的情况下，定位于调节短期流动性余缺的逆回购工具，出场的必要性大大降低。这也是为何公开市场操作频次明显下降、逆回购操作多次连续暂停的原因。

4 商品市场策略

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。

5 股指期货市场分析

指数持续反弹 沪指接近 2700 点

周五市场延续反弹。受外围市场趋于平稳等因素的影响，早盘沪深两市有所强势。其中上证指数以 2669.78 点开盘，仅仅微幅跳空高开 1.61 点。开盘后，收于医药股的疲软等因素，A 股有所走低。上证指数一度探至 2657.03 点。但随着科创板股、上海本地股、券商股以及银行股的活跃等因素，大盘再度震荡走高。午后一度摸高至 2695.57 点。尾盘时略有震荡回落，并以 2679.11 点收盘，上涨 10.94 点，成交量呈现进一步放大的态势，个股走势活跃，七成多品种出现上涨走势。

本周市场的强势以及板块轮番上涨，说明短线 A 股的做多意愿在进一步增强。一方面是因为科创概念股的主线持续升温，在周已波及到上海本地股、开发区概念股。另一方面则是个股行情非常活跃，本周每个交易日 A 股均有逾百家个股的涨幅达到 10% 涨幅限制，这就说明了短线 A 股的做多能量的确在增强，不排除后续 A 股仍有进一步冲高的能量。与此同时，政策环境方面也较为乐观，所以短线 A 股的增量资金仍可期待。

政策助力 中证 500 指数仍有上行空间

未来催化剂将逐步兑现，大盘有望再上台阶。

从热点的情况看，有继续扩散的迹象。创业板、小市值和概念板块走势领先，近期市场的上涨，呈现出的一个突出的风格特点是：创业板、小市值和概念板块走势领先。具体而言，创业板领涨指数。10 月下旬以来，截至 11 月 15 日，上证指数涨 7.3%，沪深 300 涨 6.5%，

创业板上涨 16.5%。

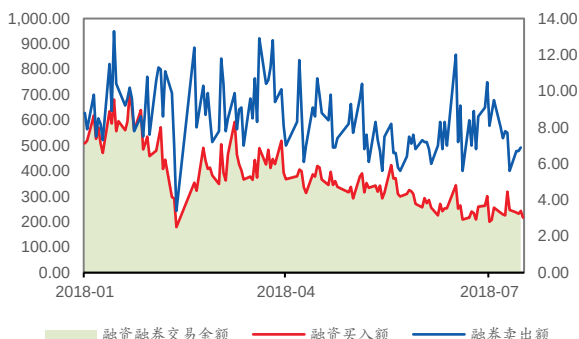
小市值股票占优。统计了同期不同市值的股票涨幅发现，市值 50 亿以下的公司平均涨幅 21.8%，大幅领先于 1000 亿市值以上的 4.9% 的平均涨幅。

科创等概念板块涨幅惊人。10 月 19 日以来，受科创板将创立的利好影响，创投指数(wind)涨幅近 80%，一些相关的科技概念涨幅也较大，比如独角兽概念、5G 概念等；另外，受股权质押风险缓释的刺激，ST 股票的平均涨幅达 24.2%。

本周大盘稳步走高，目前处于 60 均线上方。此前已经清晰提出：政策底已现，积极布局春天。认为，未来一些催化剂将逐步兑现，市场有望再上台阶：(1) 11 月底，G20 峰会将召开，可能会使外部经贸关系阶段性缓和；(2) 12 月初，将召开中央经济工作会议，更加清晰有力的稳增长和稳市场政策可能出台；(3) 改革开放四十周年纪念活动有望释放更多改革、开放的制度红利。

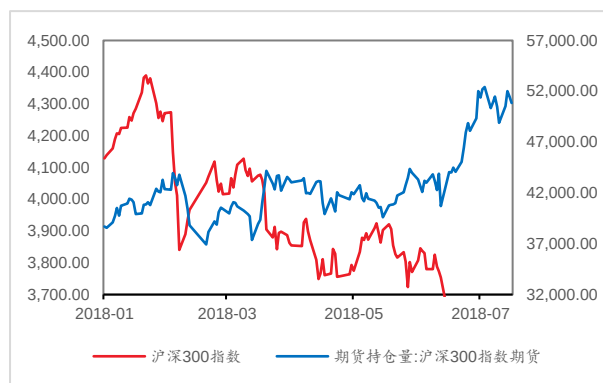
整体看市场仍有上行的空间，但是这个过程将较为复杂，建议继续执行逢低买入的策略，以中证 500 指数为主，预计上证 50 和沪深 300 指数的空间有限。

图表 7：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



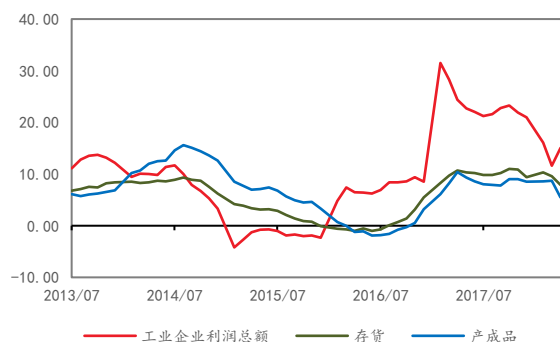
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铜：供需僵持拉锯

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）。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。虽然说 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

目前铜精矿加工费和硫酸价格维持高位将继续刺激冶炼产能的投放，并且年末企业为完成年度目标有动力保持高开工率。此外，根据各家炼厂的排产计划来看，11 月炼厂检修对整体产量影响不大。预计 1—11 月累计产量将达到 796.45 万吨，同比增幅 9.6%。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。

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。最新的 PMI 数据继续回落。从行业了解的情况看，近期只有国网的订单还可以，其它电缆及空调行业都没有什么亮点。

2018 年 1-9 月电网投资额累计同比仍下降 9.6%，而此后追加投资多集中在超高压，对铜需求较少。再来看家电、地产、汽车等行业销售数据，均呈现下滑态势；基建方面，虽有国家政策支持，却仍未见投资增速的大幅回升。线缆企业成品库存压力陡增，开始放缓生产节奏，原料采购有所下滑。

房地产方面，短期房屋新开工与竣工增速背离，1—9 月房屋新开工面积累计同比增长 16.4%，但竣工面积累计同比下降 11.4%。中长期新屋开工最终还是要传导至竣工和销售面积，进而增加电缆与相关变电设备的消费，并提高空调等家电产品的销售水平。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

需求低于预期

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。10 月以来我国库存不降反升。上期所铜库存较 9 月底已经上涨了 27%。供应减少与库存上涨之间的矛盾折射出需求端的疲弱。

2 结论：逢高沽空对待

12 月联储会议前预计将维持强势，也将不利铜价。供应端偏宽松，现货市场畏跌，买盘谨慎，需求端更加疲软，首先电网投资总额虽然增长，但实际完成金额比例可能低于预期。在供应不断增加和消费持续走弱的预期下，铜价保持逢高沽空的操作思路。

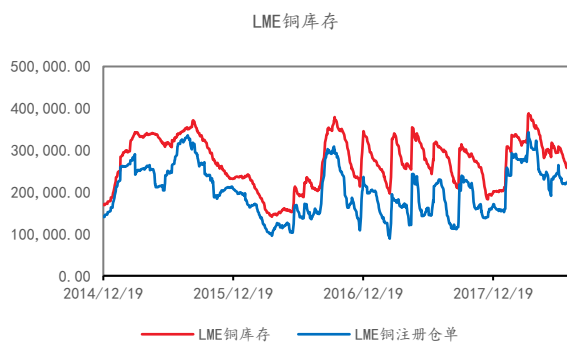
3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



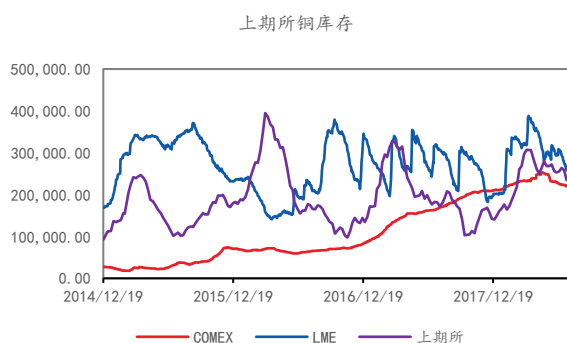
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 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



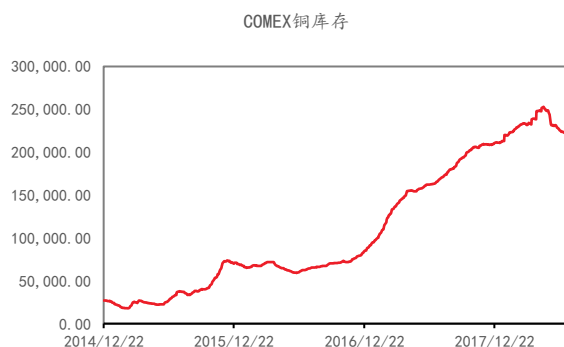
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 14：COMEX 铜库存



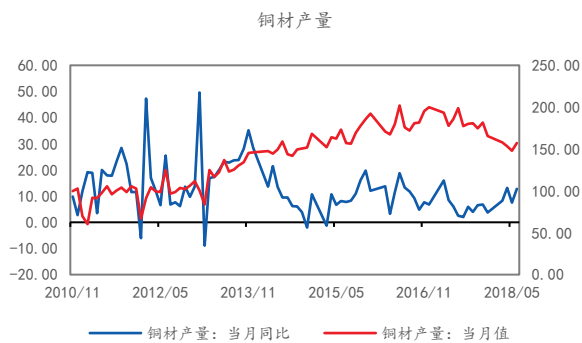
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：上海保税区铜库存



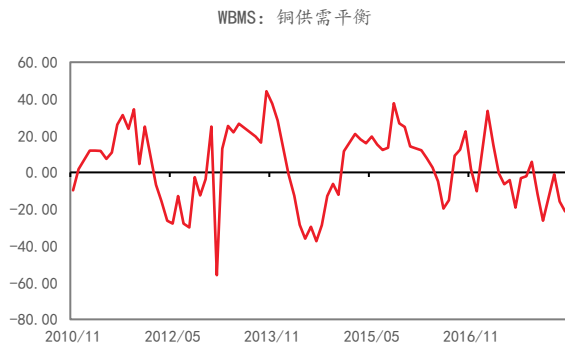
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 17: 铜材产量



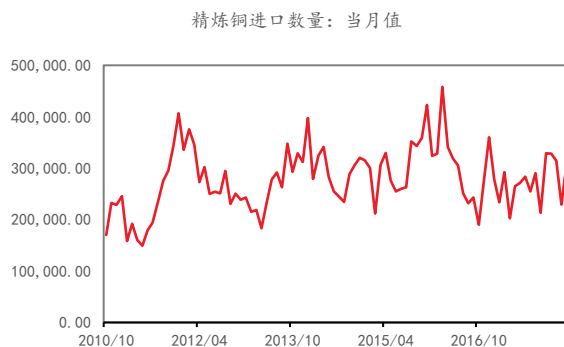
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: WBMS 供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 进口精炼铜



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20: 铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌：走势反复，把握节奏

1 锌：影响因素

加工费高位，供应充裕

锌精矿供应相对充裕，国内外锌精矿加工费自低位呈现明显返升。当前国内锌精矿加工费返升至 4000 元/吨上方，进口加工费报至 100 美元/干吨上方。另外，我国海关数据显示，1—9 月，我国锌精矿累计进口同比增长达到 18%。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。随着矿供应逐步增加预期，锌精矿供应持续增加，或令锌价中期承压。

精炼锌产量保持增长态势

而供给端，矿紧张局面仍持续，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%。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。2018 年 1-9 月，镀锌结构件平均开工率 71%，较去年同期下降 4.6 个百分点。一部分由于一季度，华北受环保及两会影响下，生产受限明显；另一部分，今年房地产等板块订单较去年整体较弱，拖累镀锌结构件企业生产订单。自 2017 年年底镀层板产量及净出口量逐步下降，镀锌板表观消费量呈现下滑趋势。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。

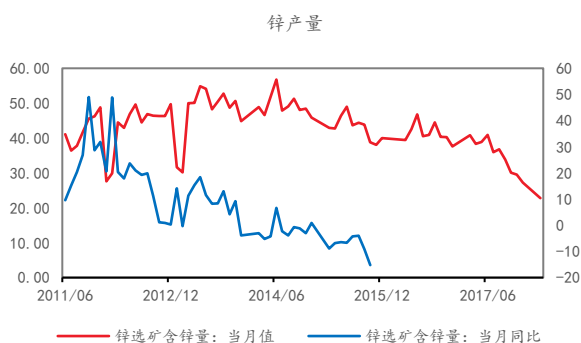
汽车方面，1—9 月我国汽车累计产量为 2084.2 万辆，同比增加 0.60%，同比增速比去年降低 4.3 个百分点。1—9 月我国汽车累计销量为 2049.06 万辆，相比去年同期增速下降 3.01 个百分点。中国汽车流通协会已经向中国商务部和财政部提交建议对 2.0L 及以下排量汽车购置税减半征收的文件，以刺激汽车销量的回升。我们判断在国家扩内需促消费的背景之下，此次购置税减半的政策有可能再次得到批准，进而遏制汽车销售的颓势。

2 锌：价格走势反复

锌精矿供应已经明显增加，需求走弱，重心或进一步下移。受宏观、政策、环保等多重因素影响，整体恢复进程有较多不确定性，其间价格走势或有反复。锌价走势难言乐观，保持逢高沽空思路。

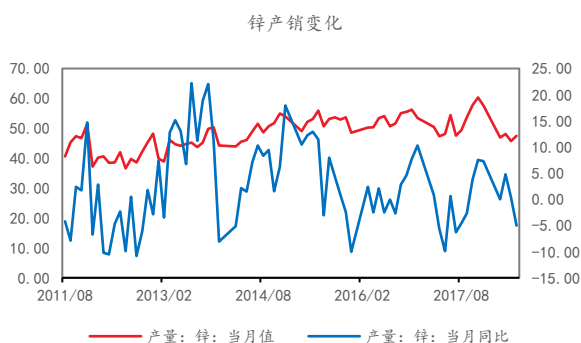
3 锌期货现货数据

图表 21：锌产量



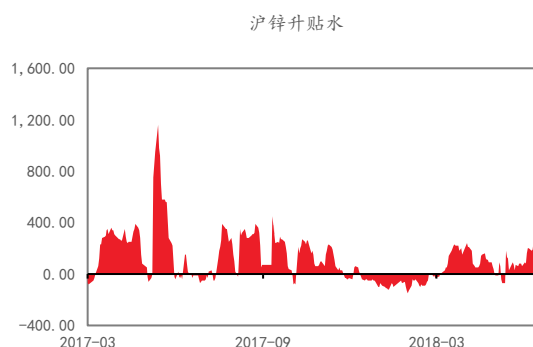
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：锌产销变化



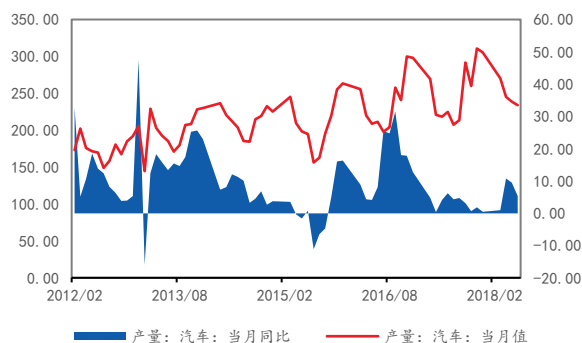
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：沪锌升贴水



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铅：铅价走势，将继续高位运行

1 铅：基本面分析

供需过剩

世界金属统计局数据显示，9 月全球铅市场供应缺口扩大至 21,400 吨，8 月数据修正为供应短缺 1,900 吨。报告亦显示，1-9 月全球铅市场供应短缺 110,000 吨，去年同期短缺 166,000 吨。全球铅供应缺口扩大至 9.1 万吨，在需求旺季的情况下铅价走势异常坚挺。

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。环保检查力度有所增加。据了解，10 月 10 日，安徽地区再面临新一轮环保检查“回头看”，多家再生铅冶炼厂生产受限。另外，10 月 23 日，河南省开始环保检查，预计将持续到 11 月底。而 10 月 29 日，第二轮中央环保检查“回头看”全面启动，安徽地区的环保力度可能会有所加强。综合来看，近期环保检查频繁，再生铅供应或受到影响。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，铅酸蓄电池的消费旺季开启，电池企业的开工率也有所提高。

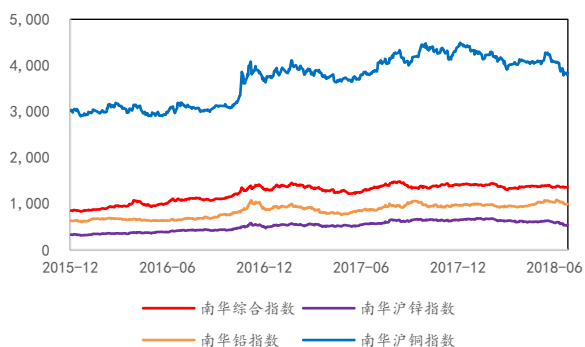
分行业来看，四季度电动车电池旺季退出，汽车电池接力，汽车电池用铅量不及电动车电池，消费大幅好转的可能性较低。新能源汽车高速增长趋势未改，8 月新能源汽车产销分别完成 9.9 万辆和 10.1 万辆，比上年同期分别增长 39%和 49.5%。1-8 月，新能源汽车产销分别为 60.7 万辆和 60.1 万辆，比上年同期分别增长 75.4%和 88%。

2 行情展望

宏观避险情绪的打压，对工业品有所打压。此外全球铅市供应缺口扩大亦对铅价构成支撑。沪铅延续近高远低的负向排列，部分铅冶炼企业产量将有所减少，预计短期有望震荡偏多。

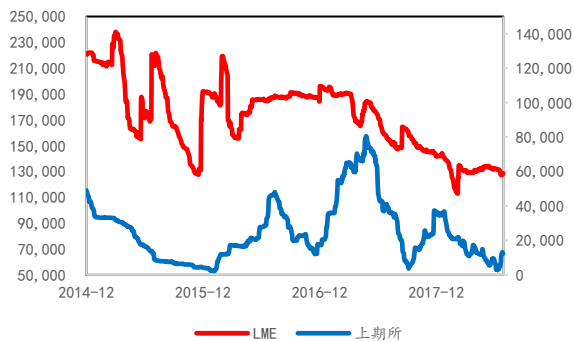
3 铅期货现货数据

图表 25：铅价格指数



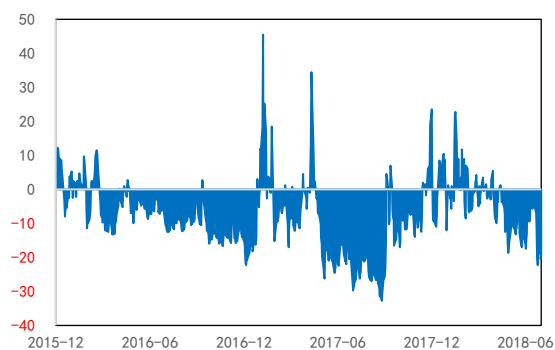
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：交易所铅库存



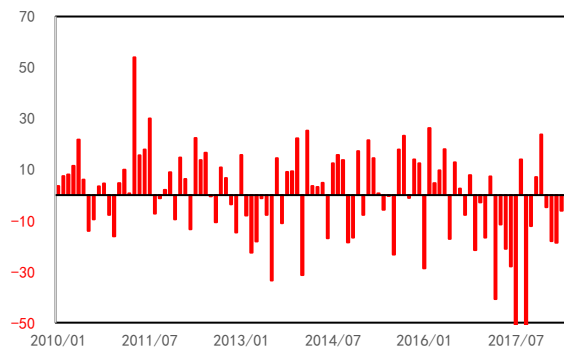
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：LME 铅升贴水



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：铅供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

黑色金属

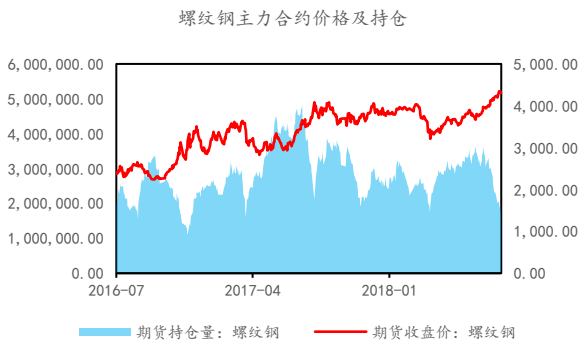
1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系市场整体呈现震荡反弹，而反弹之后成材端表现相对弱势，螺纹钢价格基本跌回起涨点，再次考验 3800 一线支撑，原料端在基本面较好的情况下表现相对坚挺。市场关注的重心还是螺纹钢，现货价格近一周是连续下跌，钢坯价格周末延续上周末态势再次大跌，17、18 号跌 110 元/吨，上海三级螺纹钢现货价格下跌 100 元/吨至 4400 元/吨。现货一旦开启下跌模式，市场买涨不买跌的心态下，成交逐步走弱。目前 4400 元/吨附近的价格贸易商没有意愿做冬储，钢联库存数据延续上周模式，社会库存降和钢厂库存升，反应当前贸易商恐高的情绪。上游原料端随着周内钢材期货的反弹，以及自身基本面偏好的格局下，表现相对强势，周五夜盘没有跟随钢材价格下调，但考虑到钢材价格下行，钢厂利润下行，势必会打压上游原料端价格，下周煤焦矿将大概率承压下行。

宏观方面，本周公布了 10 月份经济数据，具体来看，10 月工业增加值增速 5.9%，较上月回升 0.1 个百分点，略超市场预期。1-10 月固定资产投资增速 5.7%，较 1-9 月回升 0.3 个百分点，连续两个月回升。基建(不含电力)投资增速小幅反弹 0.4 个百分点至 3.7%，基建有发力迹象；制造业投资增速延续回升态势，增速扩大至 9.1%；房地产投资增速回落 0.2 个百分点至 9.7%。房地产分项方面，10 月当月商品房销售面积同比增速-3.1%，连续两个月同比负增。1-10 月土地成交价款与购置面积累计同比增速 20.6%与 15.3%，与 1-9 月份相比分别下降 2.1、0.4 个百分点；新开工面积与房地产开发资金来源同比增速分别为 16.3%、8.7%，均较 1-9 月降 0.1 个百分点。前期新开工加快，在很大程度上跟企业高周转策略有关，10 月房地产相关指标整体趋弱，在销售放缓的逐步影响下，后期下行压力较大。10 月社会消费品零售名义增速与实际增速分别为 8.6%与 5.6%，明显低于市场预期，较 9 月相比分别回落 0.6 与 0.8 个百分点。整体看，经济从政策性紧缩转向自发性紧缩，下行压力较大。

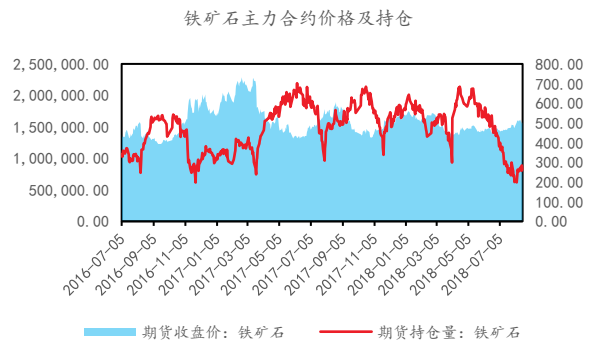
产业方面，本周各地区进入采暖季限产，以唐山市为例，唐山市于 2018 年 10 月 18 日公布了对钢企秋冬季差异化错峰生产的等级评定结果，截止 11 月 15 日，Mysteel 对唐山及周边钢厂进行跟踪了解到：自 10 月 1 日开始钢企根据评级情况及自身生产情况，各自制定了相应的错峰限产计划，至今有 74% 的钢企不同程度停限产，截止 11 月 15 日，Mysteel 调研数据显示，唐山 34 家样本钢厂高炉产能利用率为 69.25%，较上周降 2.79%。未来整体唐山的高炉产能利用率或走低趋势。从当前情况看，具体限产执行情况并不是特别严格，后续继续观察，整体限产放松较为确定。

图表 29：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：铁矿石主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

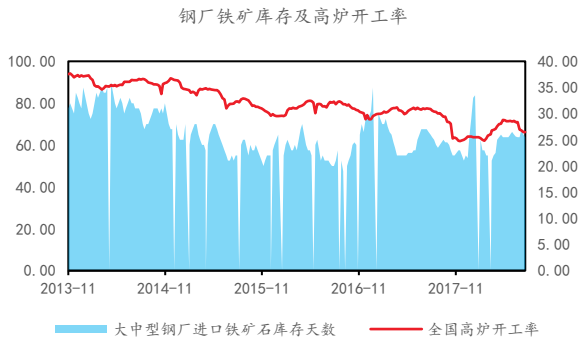
2 供需端：供需双弱，需求主导价格

10 月份国内粗钢产量 8255 万吨，至少 2014 年 5 月以来新高，同比增长 9.1%；10 月粗钢日均产量 266.29 万吨，环比 9 月回落 1.19%，为历史第三高水平。近期京津冀及周边地区雾霾明显加重，河北省从 11 月 16 日-30 日开展 15 天大气环境执法专项行动；江苏地区中天、申特等钢厂为秋冬季环保严格限产 60%。本周各地进入采暖季限产，开工率开始

下降，最新高炉开工率为 67.82%。

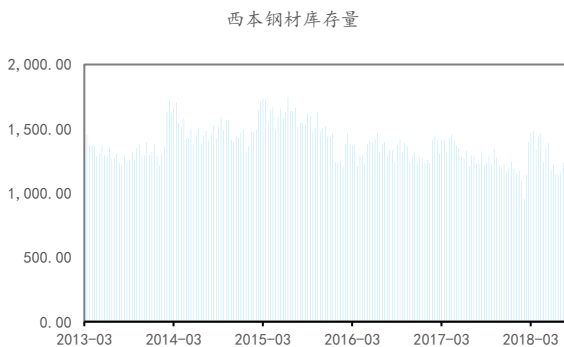
近期利润端有所分化，热卷价格快速下行也令其利润得到迅速压缩。供应端具体压缩程度如何，还要看实际限产情况，但比较明确的点是边际放松。

图表 31：钢厂铁矿库存及高炉开工率



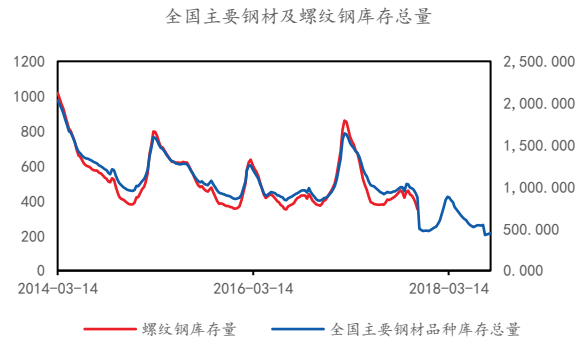
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

本周库存数据方面，整体库存下降态势延续，螺纹钢、热卷呈现社会库存下降、钢厂库存回升的走势。从主要品种的社会库存看，截止 11 月 16 日，国内主要钢材品种库存总量为 872.18 万吨，较 11 月 9 日下降 28.2 万吨，环比下降 3.13%；国内螺纹钢社会库存量由 341.34 万吨下降 18.6 万吨至 322.74 万吨，环比下降 5.45%，钢厂螺纹钢库存增加 10.43 万吨；热卷社会库存降 10.27 万吨至 218.67 万吨，环比下降 4.49%，钢厂热卷库存增加 3.29 万吨。整体看，钢材库存反应当前贸易商出货意愿较强，备货意愿较弱，钢厂产量增加，钢厂被动累库，需求继续走弱。

需求端看，10 月经济数据方面，基建投资增速略有回升，而房地产投资增速延续回落态势，分项数据方面销售下滑明显，后期势必传导到新开工，年底地产下行压力较大，19 年更是存在更大下行压力，而螺纹钢更多受地产影响较大，需求端将形成明显拖累。热卷消费端延续较弱态势，10 月份汽车产销量同比下降 10.05% 和 11.7%，汽车产销量连续 4 个月下滑，发改委否认研究过购置税减半，后期汽车难有好转。

在黑色系期货连续下跌，市场恐慌情绪明显，下游终端采购有意放慢采购节奏，贸易商反馈出货清淡，市场整体出货力度偏差，叠加北材南下，市场供应压力也在增加，钢联平台日成交数据也是维持低迷状态。从上海线螺采购量看，本周采购量出现回升，进博会结束工地复工带来部分需求增加。

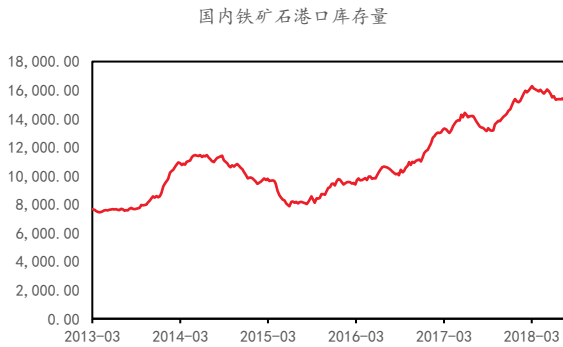
整体看，需求下行是大趋势，现货价格将继续下行，拖累期货端表现。

3 原料端：基本面提振价格，后期将承压

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上行，截止 11 月 16 日，普氏 62% 进口矿指数报

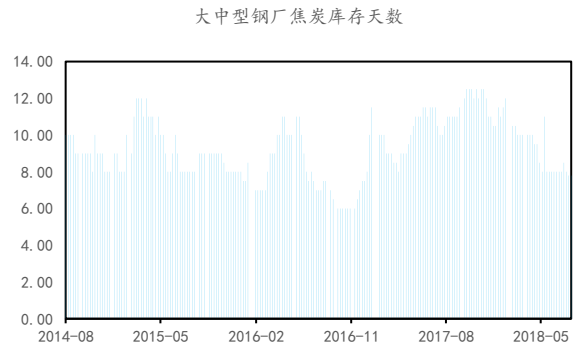
75.1 美元/吨，较上周上跌 2.15 美元/吨。必和必拓前期事故停运铁矿运输恢复，供应短期影响消除。矿石基本面看，11 月 15 号将进入采暖季限产，矿石需求不如 10 月份强，人民币贬值临近 7 之后央行迅速干预。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新铁矿石可用库存 28.5 天，处于较高水平。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14276 万吨，周环比降 9 万吨。考虑到当前钢厂矿石库存已处于高位，且年底国外矿山资源到货量将集中增加，矿石上方高度有限，而钢企今年限产力度边际放松，矿石底部中枢也有所抬升，整体维持【490，550】区间震荡，可采取高抛低吸策略，短期整体弱势下，520 元/吨以上做空为主。

图表 35：国内铁矿石港口库存



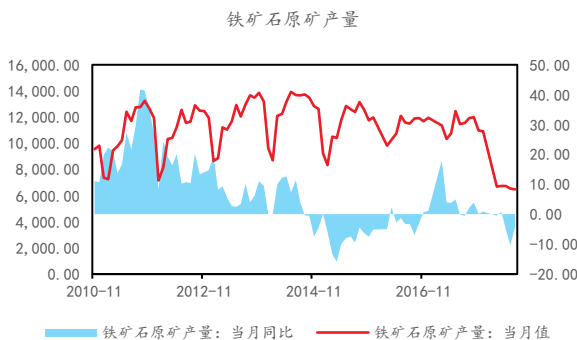
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：焦炭库存可用天数



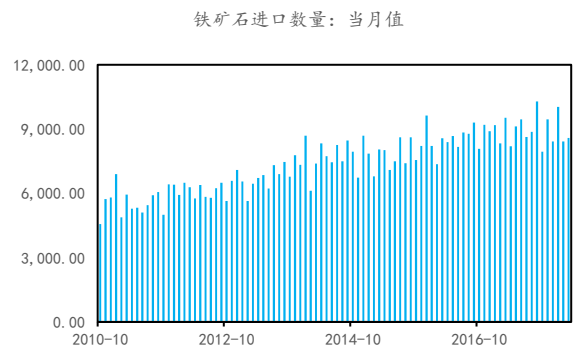
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

焦炭方面，现货市场价格开始出现松动，港口价格下调 30-50 元/吨左右，目前贸易出现倒挂现象，贸易商没有接货意愿，现货价格高位，面临下调压力。本周出现钢厂下调焦炭采购价格，东海特钢下调 100 元/吨，在钢材价格下跌，钢厂利润压缩的情况下，势必会打压上游原材料价格，焦炭后期将承压。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 74.56%，下降 1.4%，日均产量 67.01 万吨减少 1.26 万吨，焦炭库存 46.3 万吨，增加 3.65 万吨；炼焦煤总库存 1508.21 吨，增加 17.52 万吨，平均可用天数 16.92 天，增加 0.51 天。采暖季限产开始，焦企开工有所下行，原料焦煤紧张下焦企备货增加。全国 110 家钢厂焦炭库存 421.77 万吨，减少 1.27 万吨，平均可用天数 13.67 天，增加 0.01 天。港口焦炭库存总库存 268.5 万吨，减少 7.6 万吨。

焦煤方面，随着山东地区煤矿的陆续复产，优质焦煤资源在市场上的供给量有所增加，但也只能满足山东、江苏地区的需求，山西吕梁长治地区由于煤矿超产检查，产量受限，加之冬季焦企冬储，采购意愿较积极，短期焦煤供应仍偏紧张。短期看焦煤现货市场在供需两面利好的情况下，现货端有支撑，但期货价格临近 1400 元/吨附近，期价存在调整风险。

4 总结与建议

螺纹现货价格继续下行，需求弱势主导市场，价格将继续承压下行，钢厂利润下将势必打压原料端，煤焦矿下周也面临下行压力，整体逢高抛空为主。

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，暂稳整理；环渤海地区持续弱势，成交清淡；淮海、华中地区下游需求欠佳，按需采购；期货窄幅震荡，港口市场小幅下滑。西北地区因出货欠佳连续降价后出货有所好转。内地其他市场需求疲软，下游按需采购，成交有限。港口方面，甲醇期货区间震荡，业者谨慎低价补货，气氛清淡，日内整体放量一般。港口市场窄幅走跌。国内甲醇市场或弱势震荡为主。

现货价格跟随期货大幅下调，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。本周原油跌破前期低点，创出 34 年来连续下跌记录。MTP 和 MTO 不甚乐观。需求低迷。甲醇下游消费太差，但 PP 止跌，后期压力重重。注意 pp-3*ma 价差缩小。

开工处于偏高水平，港口库存偏高位置

供给端，甲醇生产企业开工率为 66.62%，下滑 1.91%，部分天然气制甲醇装置受限气政策影响开始停车。港口库存方面，华东、华南港口库存合计 66.6 万吨，环比上周增加 1.9 万吨，库存继续增加，主要由于下游接货情况一般，生产企业降价销售。目前压力现货压力依然较大。

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。

从烯烃装置的运行情况可以知道，目前或降负荷运行，或处于停车状态，如山东联泓、山东阳煤恒通与江苏盛虹等均降幅，浙江兴兴、南京惠生、中原乙烯均处于停车中。对市场具有影响力的下游需求暂时不佳，消耗减少的情况下，供给虽然偏紧，但是矛盾却累积至供大于求，价格下滑。后期需求的恢复与是否是支撑价格走强的关键，仅仅依靠供给端难以发动去年的行情走势。市场寻底时间要持续到明年 1 月份。

进口量预期下降

目前华东地区进口价格回落后维持前期，其中伊朗货源最低价在 363 美元/吨，折合人民币进口价为 3115 元/吨，进口亏损 50 元/吨左右；但是非伊朗的货源进口依旧维持较高价位，每吨进口价格在 410 美元，折合人民币进口价为 3500 元/吨，进口亏损 450 元/吨左右。随着东南亚地区的价格降温，现阶段我国沿海地区进口价格与外盘价差的扩大有所收窄，非伊朗地区进口货价差在 35-50 美元/吨，伊朗地区进口货与东南亚价差在 77-92 美元/吨，价差足以覆盖转口运费，因此后期需要对 11 月份的转口贸易量保持关注。

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/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。

PP 石化库存不断攀升，已至三年新高，压力较大。上周新增中原石化和福建联合老线检修，本周无新增检修装置，同时线性及拉丝生产比例回升至 30% 以上，供应保持充足。昨日油价创去年 12 月来新低，全球供应过剩担忧加剧，油头成本支撑大幅减弱的同时利润却相应上升，聚烯烃仍有下跌空间。

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。原油大跌，化工品承压。

需求端，传统需求疲软，pp 价格回落较快，MTO 需求受阻。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。目前 PP-3MA 的价差达到 1200，甲醇需求太弱，降价后，利润回升，但消费淡季多头依然谨慎。

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。

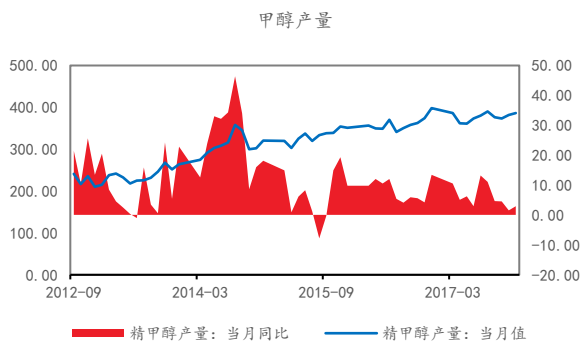
3 甲醇主要数据

图表 39：甲醇收盘价



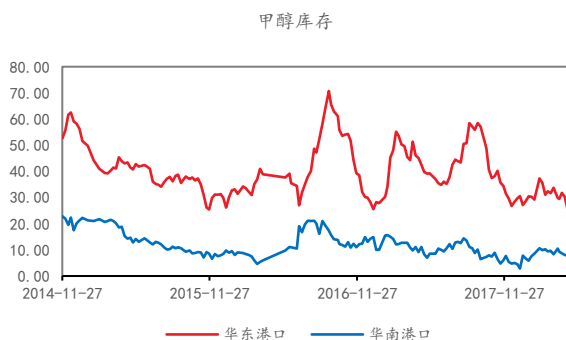
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：甲醇产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：甲醇出厂价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

天然橡胶

1 行情回顾

2018 年天然橡胶市场整体表现疲弱，行情自 2 月起震荡走低，于年中 6 月触底，随后筑底企稳但难有改观，预计到年底将惨淡收场。以现货市场为例，截至 10 月末，上海国全乳胶主流报价约在 10750—10800 元/吨，年内最高价为 12400—12500 元/吨，最低价为 9800—9900 元/吨。橡胶最大的利空因素是沉重的供应压力。天然橡胶市场库存维持较高水平，除去国储约 54 万吨的橡胶库存外，预计目前国内天然橡胶市场库存仍在百万吨之上。四季度为东南亚主产区的传统旺产季，虽然极端天气造成局部地区减产，10—12 月产胶国原料供应水平整体将呈高位增长态势，卖盘压力令价格承压下行。其次是需求表现平淡。国际贸易摩擦不断升级，中美贸易战加征关税，欧洲对华轮胎双反，国内运输结构调整新政出台，对轮胎行业外销和内需市场均形成冲击。然而，天然橡胶作为长期被低估的商品，目前市场价格接近历史性底部。中国天然橡胶 80% 以上依赖进口，人民币汇率贬值导致进口成本增加，压缩贸易商利润空间，橡胶现货低位上具有一定抗跌性。

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。

近期国内天然橡胶产区产出整体保持稳定，原料收购价格呈窄幅下跌态势。云南产区降雨天气为主，割胶活动受到一定影响，目前全乳胶原料收购价格在 9.3—9.5 元/公斤，标二胶在 8.6—8.8 元/公斤。海南产区局部降雨，对割胶造成的影响不大，产量增加较为明显，胶水原料收购价格为 9.5—9.7 元/公斤。11 月下旬以后，中国产区逐渐开始向停割期过渡，但国内橡胶产量占比有限，难以有效提振胶价。与此同时，东南亚主产区即将进入割胶旺季。今年越南产区最先进入割胶旺季，10 月越南产区降雨减弱，天气良好令原料供应明显增加。10 月下旬泰国主产区天气好转，同样开始向高产期过渡，原料收购价格承压走低。泰国官方公布的胶水收购价格为 38 泰铢/公斤，但很多地区实际价格已不足 38 泰铢/公斤，后市的供应压力更不容小觑。今年印尼产区爆发橡胶树病害导致多次落叶，虽然进入季节性高产期，但原料供应仍然偏紧，对收购价格存在一定支撑。

今年胶价持续低迷的情况下，胶农割胶利润微薄，极大打压生产积极性，国内外天然橡胶主产区割胶频数均不及去年。前期产胶国气象灾害多发，如台风、洪水和强降雨等，导致割胶作业天数减少，一定程度上抑制了橡胶产量的大幅增长。但今年物候条件总体良好，有利于橡胶树的生长，2011 年前后种植的橡胶树正式进入高产期，原料产量增长仍相当可观。按照以往经验，若前期雨季降水较多，则进入旺产季后增产预期相对较强，原料产量大量释放将对供应端形成更大的压力。换个角度看，尽管割胶意愿不足且不利天气频发，今年前 9 个月橡胶产量尚能保持小幅增长，橡胶潜在产能何其充裕可见一斑。11 月

以后中国产区逐步进入停割期，而东南亚主产区将迎来产胶旺季。由于国内天然橡胶产量远不及东南亚，随着东南亚主产区全面开割，在不发生极端天气的情况下，从 11 月至 2019 年 1 月，全球天然橡胶供应量将持续放大。

需求端

近期轮胎开工率维持稳定，截至 11 月 9 日，国内全钢胎平均开工率为 75.97%，半钢胎为 69.90%，达到往年同期正常水平。近日，乘联会就今年汽车市场表现做出预测。乘联会预计，2018 年全年国内汽车批发销量约为 2820 万辆，同比下降 2%；其中乘用车销量约为 2350 万辆，同比下降 2—3%。2018 年车市出现负增长几成不争的事实。此外，乘联会还就 2019 年车市进行了预测。由于 2018 年汽车销量基数降低，2019 年车市悲观程度或不及预期。乘联会表示，随着中国税收体系的调整，将对居民消费有所促进，有利于车市发展。综合预测 2019 年乘用车销量增速为 1%，广义商用车销量增速为 -7.2%，全年汽车销量为零增长，与 2018 年基本保持不变。新能源汽车方面，销量增幅巨大但基数微小。年内新能源汽车销量预计增长 48%，但总数仅有 120 万辆；2019 年新能源汽车预计增长 30% 以上，达到 160 万辆左右。

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，尤其是中国和美国等主要汽车市场发展迟滞，严重拖累全球汽车销量增速。根据 IHS Markit 研究统计，美国汽车市场增速在进一步放缓，预计北美新车销量年均增长率将从 5.3% 放缓至 0。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，2018—2025 年中国新车市场平均增长率为 2.6%，较 2011—2017 年 8% 的增速大幅下滑。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。

根据第一商用车网数据，2018 年 10 月，中国重卡市场共销售各类车型 7.9 万辆，同比大幅下降 14%，环比上升 2%，连续第四个月同比下滑。1—10 月，全国重卡累计销量为 97.49 万辆，比去年同期仅增长 1%，累计增幅进一步收窄。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。

2018 年的重卡市场“金九银十”成为“铜九铁十”，表现欠佳在意料之中。受宏观经济形势和物流运输行业直接影响，下半年重卡产销量一路走低。由于宏观存在下行压力，不利于货运周转量的增长。上半年工程类重卡需求尚有基建支撑，然而 5 月后基建投资增速下行，工程车销量随之迅速递减。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。921 治超政策利好出尽，重卡厂商前期订单过度透支，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。

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。具体来看，无论天然橡胶还是合成橡胶，保税区库存均延续大幅调整。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。青岛保税区橡胶库存是衡量国内橡胶供需关系的一项重要指标，每半月公布一次。近日中国橡胶信息贸易网宣布，自 11 月 1 日起，暂停更新青岛保税区橡胶库存数据，下次更新日期暂定在 12 月，具体时间以发布为准。停更通知称，鉴于目前统计口径变化较快，导致库存数据波动加剧，为防止对市场造成较大冲击，决定暂停库存数据更新，待稳定后再行发布。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

中国海关最新统计数据显示，10 月中国进口天然及合成橡胶共计 54.7 万吨，同比增长 3.2%，环比降低 9.9%；1—10 月橡胶累计进口量为 566.7 万吨，比去年同期微幅增加 0.4%。10 月中国橡胶进口量环比下降基本符合季节性规律。由于长假因素，一方面贸易商将船期提前至 9 月，10 月到港货源相应减少；另一方面下游企业放假影响刚需，从而呈现出季节性特征。然而进口量的同比增加，反映出今年橡胶进口表现稳中有升，需求的波动性有所降低。11 月天然橡胶进入旺产期，亦是传统进口需求旺季，橡胶进口量大概率环比上升。但下游需求整体不佳，期现价差缩窄挤压套利空间，抑制贸易商进口的积极性。预期 11 月天然橡胶进口量将反弹，但考虑到去年同期基数较大，同比增幅料将有限，大幅增长的可能性不高。

产业政策

美国对华轮胎双反

中美贸易摩擦不断加剧，对中国轮胎行业造成严重影响。11 月 1 日，美国国际贸易法庭（USCIT）宣布，将 2017 年对华卡客车轮胎“双反”裁定报告发回重审。此举意味着，美国国际贸易委员会（ITC）将被责令重新审议 2017 年 2 月公布的裁决结果。当时的裁决认定，从中国进口的卡客车轮胎未对美国国内行业造成重大损害。美国钢铁工人联合会（USW）对该裁决结果不服，于当年 4 月提起申诉，最终导致 USCIT 做出发回重审的决定。国际贸易法庭称，国际贸易委员会关于价格影响和无损害的判定，没有实质性证据支持。本次固铂轮胎橡胶公司、中国橡胶工业协会和五矿化工进出口商会，均被列为市场干预者。根据程序，ITC 必须在 2019 年 1 月 18 日前提交发回重审的行政记录，相关方可在 2019 年 2 月 4 日前就重新判决提出意见，美方会在 2019 年 3 月 6 日前做出答复，USCIT 没有设定最终裁决的期限。至此，美国对华卡客车轮胎“双反”正式卷土重来。

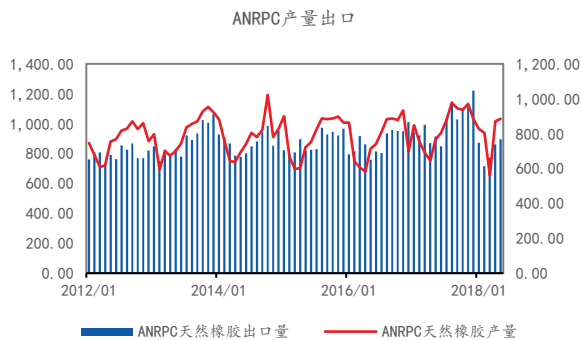
在美国国际贸易法庭宣布对华卡客车轮胎双反案发回重审前，美国已经对从中国进口的非公路用轮胎（OTR）、乘用车和轻卡轮胎执行双反措施。根据最新年度复审结果，中国乘用车和轻卡轮胎反倾销和反补贴税率从明年起将大幅提升，最高可达数倍甚至 100% 以上。同时，在中美贸易战的背景下，美国对中国 2000 亿美元商品叠加征收 10% 的关税，范围涵盖所有橡胶轮胎产品。从明年开始，上述叠加征收的关税税率有可能从 10% 增加到 25%。轮胎产业链上，中美双方相互影响巨大。中国轮胎出口量占全国轮胎总产量的 40% 以上，对美国出口数量占轮胎出口总量的近 30%。业内人士坦言，在未来高税率下，中国轮胎将很难进入美国市场，甚至一条轮胎也卖不出去。反过来，进口自中国的卡客车轮胎占美国市场总量的 44%，中国轮胎退出造成的供应缺口短期内无法填补，美国轮胎涨价潮在所难免。

图表 45: 天然橡胶现货价格



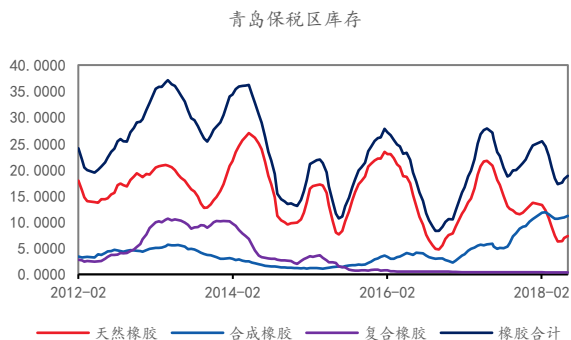
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: ANRPC 产量出口



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 青岛保税区库存



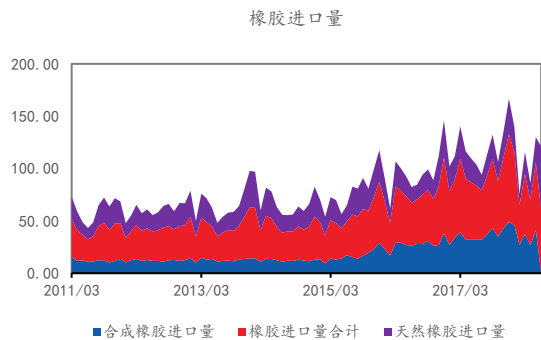
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46: 合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50: 上期所注册仓单



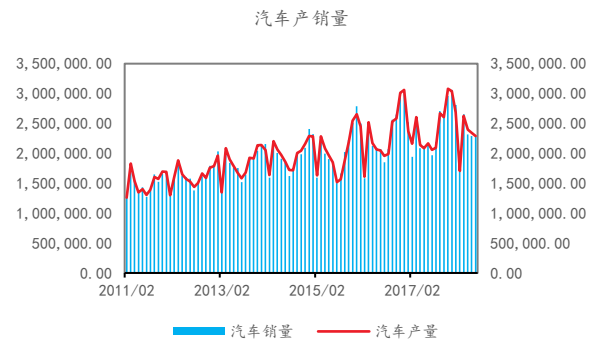
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 内在逻辑

价格周期

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

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

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

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

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仍未改变。最新统计数据无疑证实了全球天然橡胶供应红利理论，橡胶严重的供应过剩沿产量—进口—库存环节在产业链传递累积，这一现象在未来相当长的时间内都将成为常态。目前盘面运行于成本线附近，价格回归后在底部的韧性较强，形态上表现为反复震荡筑底。

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

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：冲高不追涨，回调不做空，依托【10000,11000】底部逢反弹抛空。

PTA

1 走势回顾

本周，PTA 期货主力 1901 合约横盘震荡。最高价达到 6642 元/吨，周度涨幅达到 0.8%，区间振幅达到了 4.70%。本周合约成交量为 426 万手，与上周相比略有上升，持仓量净减少 74894 手。

2 基本面分析

乙二醇上市在即，引发行业关注

近日，大连商品交易所发布了《关于就乙二醇期货合约及相关规则公开征求意见的通知》，此举意味着乙二醇期货离正式上市又近了一步。这将是大连商品交易所推出的第四个化工期货品种，此前，聚乙烯、聚丙烯、聚氯乙烯期货已相继在大商所挂牌交易。不少投资者已跃跃欲试，等待着新品种的上市交易。不过，在乙二醇期货上市之前，市场还是需要对新品种有一个初步的了解的。2018 年，整个聚酯行业迎来了景气周期，乙二醇也出现了牛市行情，它的价格和利润较 2017 年均大幅提升。然而成也聚酯，败也聚酯，聚酯行业大起大落，乙二醇被动跟随。

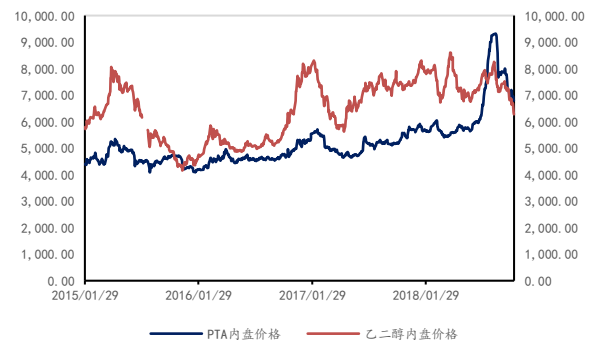
乙二醇的主要下游是聚酯行业，聚酯占乙二醇总需求量的 90% 以上。一直以来，除了原油的价格波动外，聚酯行业的需求变化也是影响乙二醇价格走势的重要因素，尤其在 2018 年，上半年聚酯产能就新增了 304.5 万吨，整体的产量也在不断拉升，而且下半年聚酯仍有 260-300 万吨的新增产能。

图表 53：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 54：PTA 与乙二醇价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

从 2018 年 PTA、乙二醇的价格走势上也能看出端倪。PTA 在上半年平淡如水，第 3 季度强势逆袭；而纠结的乙二醇价格选择与原油价格背离，但也没有像 PTA 那样放飞自我，只是亦步亦趋小心跟随，谨慎追高。从聚酯产业链的涨幅看，在第 3 季度的这场涨价盛宴中，定价话语权缺失的乙二醇成了其中最隐忍的产品，虽然涨幅也有 15% 左右，但相对于其他产品 30% 左右来说显然是属于拖后腿的品种了。

由 PTA 引发的聚酯产业链价格暴涨狂潮，也在短时间内强行改变了聚酯产业链内部的利润分配格局。以往聚酯产业链的利润中心集中在下游聚酯行业，而此番涨价行情后，原料成为了利润集中点。截至 9 月份，煤制乙二醇行业利润水平在 1500 元/吨，高于去年同期 800-1000 元/吨的水平，部分尾气法装置获利水平更高，石脑油一体化行业利润也扩大至 240 美元/吨。

虽然下游价格也有一定提涨，但终端织造领域对于高价的接受程度有限，无法像原料一

样疯狂涨价，产业链价格向下的传导受阻，进而导致下游产品的利润空间被大幅压缩：涤纶长丝的利润从 800 元/吨左右被压缩至 200 元/吨以内，瓶片行业的利润也降至 200 元以下，涤纶短纤更是陷入临近亏损的境地。

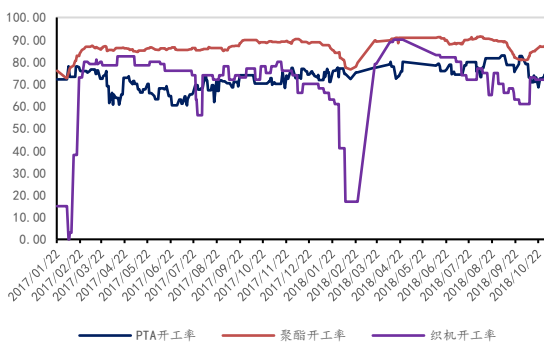
由 PTA 暴涨引起的聚酯产业链盛宴已经结束，产业链利润的扭曲已经引发了下游聚酯行业的强烈抵抗。乙二醇在这场狂欢后将会回归基本面行情，预计 2018 年第 4 季度在下游减产期内，乙二醇市场价格将会疲弱回调。

PTA 大厂联合减产，上下游博弈升级

近期整个聚酯产业链都处于下跌趋势，从利润来看，唯有 PX 还有利润可言，下游聚酯在经历持续降价促销下，利润也已经变差，PTA 从 10 月中旬开始，利润就开始呈现亏损的状态。现在 PX 在受原油、石脑油价格下跌的影响下，也开始大幅下跌，高价坚挺的局面正在逐步崩塌，整个市场弥漫着一种低沉的氛围。近期国际油价进入断崖式下跌，国内油价也随着下跌，油价也进入了便宜时代，油价疯狂上涨，但也疯狂下跌，本月 13 日，美原油价格暴跌 8%，连续 12 个交易日下跌，13 日单日下跌幅度最大。

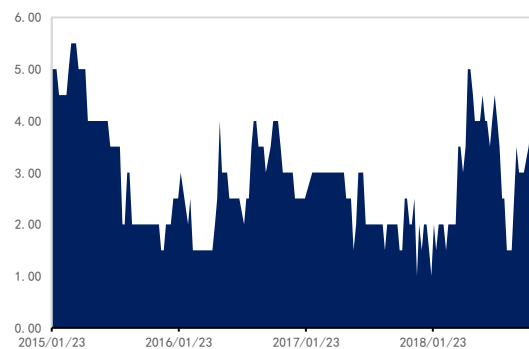
PX 目前加工空间仍然处于历史较高位置。仗着其供给远小于需求、国内进口依存度高、国内 PX 库存处于较低位置等综合因素影响，PX 的硬气程度或将持续，虽然国内频频传出未来 1-2 年将大力投产 PX 装置，但短期内难以缓解。不过随着上游原油的下跌，PX 也呈现出了下跌的走势。

图表 55：聚酯产业链各环节开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：PTA 社会库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

受原油价格大跌的影响，PTA 的价格从两个月前攀登四年以来的最高价，最近高位大幅回落，PTA 的生产加工费也一直狂泻，从高盈利状态变成如今的亏损局面。PTA 目前的开工率下滑至 68.45%，较前一日下跌 2.58%。近日，以桐昆、恒逸、新凤鸣和盛虹为首的 POY4+2 供给侧研讨会在桐乡召开。经会议商讨，达成初步协议：桐昆减产 1800 吨，新凤鸣减产 1400 吨，盛虹减产 400 吨。此消息对于 PTA 市场来说，无疑是雪上加霜，而上周逸盛大化一套 220 万吨装置将停车两个月进行技术改造的消息对市场的提振作用有限。

涤纶厂家自 10 月中旬减产基本恢复后，开工负荷又回升至高位，但涤纶行情依旧徘徊在低位，不见回暖，涤纶市场成交氛围清淡，产销一度表现低迷持续维持在 6 成左右，厂家库存迅速累积至高位，截止到 11 月中旬，涤纶库存大致维持在 17-26 天，厂家纷纷加大优惠力度以及降价促销，来消耗长丝的高位库存，但成效并不明显，如此不佳行情下，涤纶厂家自再度计划减产挺市。

3 综合分析

整体来看，PTA 平衡表体现为库存逐步紧张。上游下游的装置产能增长，使得产业链格局逐步产生变化。下游聚酯的积累库存，导致现货端需求受到抑制。上游 PX 利润的保护，对现货端的成本出现支撑。短期内，期货价格依然以震荡为主，建议观望为主。长期趋势等待远月合约的做多机会。

油脂油料：美豆震荡整理，连粕探底回升

1 外部豆类市场分析

美豆收割接近尾声，库存压力持续增大

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截止 2018 年 11 月 11 日当周，美国大豆收割率为 88%，较去年和五年平均收割进度均落后 5 个百分点。美豆收割进度落后，与收割早期多雨天气有关，也与美豆出口低迷美国农民主动放慢收割进度有关，对美豆最终产量不会造成多大影响。此外，据美国全国油籽加工工业协会（NOPA）本周四发布的报告显示，美国 10 月大豆压榨量实现创纪录高位的 1.72346 亿蒲式耳，高于 9 月的 1.60779 亿蒲式耳，也高于去年十月的 1.64242 亿蒲式耳。报告还显示美国豆油库存已连续六个月下降。NOPA 统计的会员压榨量占到全美大豆压榨总量的 95%，具有广泛代表性。美国国内压榨需求为缓解美豆丰产下的库存压力起到一定作用，但毕竟美国国内压榨增长空间受限，无法从根本上改变美豆因对华出口受阻造成的库存压力。美国农业部将美豆出口数据较上月大幅调低至 5171 万吨，月度降幅高达 435 万吨，期末结转库存由上月评估的 2409 万吨升至 2600 万吨，同比增幅高达 118%，为美豆历史库存最高水平。因此，美豆巨量库存压力如何化解才是考验未来美豆价格能否摆脱低迷的关键所在。

中美经贸磋商结果难料，美豆维持震荡静待指引

中美经贸问题磋商进展仍是影响本周豆类市场走势的主要因素。本周四有消息称中国书面回应了美国对全面贸易改革的要求，进一步为中美元首月底会晤创造良好氛围。但美国商务部长罗斯随后就给市场泼了一盆冷水。罗斯表示，美方肯定不会在 1 月或之前与中方达成全面正式的协议，美国仍计划于 1 月 1 日将对中国 2000 亿美元商品加征关税的税率从目前的 10%提高至 25%。罗斯认为中美首脑峰会充其量只会达成框架贸易协议。结合本周美国副总统在新加坡发表的对华消极言论看，各方很可能高估了月底中美元首会晤的可能取得的成果。从国内外豆类市场表现看，美豆保持震荡整理走势，国内豆类市场止跌回升，开始止跌回升对此前较大跌幅展开修正行情。

2 国内油脂油料市场分析

观望情绪趋浓，豆粕市场整体承压回落

在中美贸易磋商持续推进的过程中，国内豆粕市场整体进入下行节奏。豆粕现货市场虽然受到成本支撑在 3300 元/吨附近表现一定抗跌性，但连续的调整也使多地豆粕价格自 10 月份高点累计下跌近 400 元/吨。豆粕现货市场急涨急跌令广大贸易商和饲料企业措手不及，前期上涨过程中囤积的订单很多高位被套，且现货走货速度放慢，需求端库存持续攀升。由于资金占用较大，部分贸易商无力采购目前处于相对低位豆粕，市场观望情绪仍在蔓延。从油厂进口节奏看，进口大豆到港量好于预期，国内未出现大豆短缺现象。与此同时，国内主动采取措施调减豆粕需求，豆粕供需矛盾在缓解。根据目前船期安排，预计 11 月份进口大豆到港量约为 700 万吨，12 月份约为 650 万吨，1 月份约为 540 万吨。2018 年 1-10 月中国共进口大豆 7693 万吨，预计全年进口大豆较上年减少幅度有望不到 1000 万吨，因美豆进口停滞而导致的大豆供应缺口在缩小，缺口出现的时间在后延，豆粕市场的看涨情绪受到明显抑制。

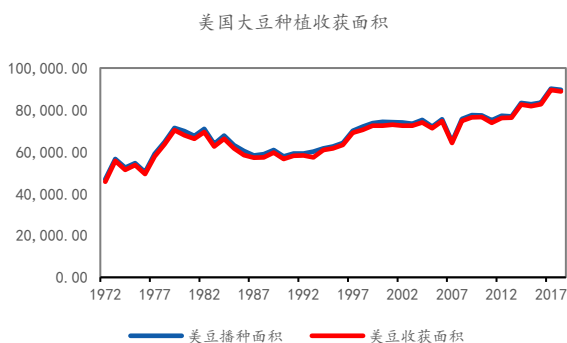
3 油脂油料市场操作建议

美豆收割接近尾声，2018 年美豆生产即将结束，美国农业部发布的各项数据也将更接近真实水平。美豆实现创纪录产量的大局已定，目前已经错过了 10 月和 11 月两个重要的对华出口窗口期。如果如美国商务部长所言月底元首会晤也无法达成全面协议，美豆恢复对华出口仍是遥遥无期。巴西大豆生产进度快于常年，早熟大豆最快可于 12 月底进入收割期，未来美豆出口将遭遇南美大豆的激烈竞争，巨大的库存压力是困扰美豆价格的长期要素。

国内豆类市场行情将继续围绕中美贸易磋商这一主题展开。如果双方元首会谈无法取得共识，资金面可能重启供应缺口的炒作，并带动豆粕市场止跌回升。否则，在国际市场宽松的大豆供应面下，国内豆粕市场很可能继续向下寻找支撑。因此，目前豆粕市场仍缺少明确的方向指引，操作难度较大。建议饲企和贸易商可适当压缩采购周期，采取随用随采策略降低风险。豆粕期货市场参与者可保持短线思路，1901 豆粕期货距离交割时间较近，资金会持续撤离，反弹空间可能受限，不宜盲目追涨。国内油脂市场超跌反弹，整体仍未摆脱跌势，且近期与原油市场和外部油脂品种联动性增强，在国内植物油需求未有明显改善前，仍可以逢高抛空的思路适量参与油脂期货交易。国产大豆在食品领域保持供大于求状态，自身无法提供上涨动力，易受周边品种影响，因此建议投资者顺势而为，不宜过早抄底做多，并需防范 1901 大豆期货在交割前重蹈 1801 大豆期货的覆辙。

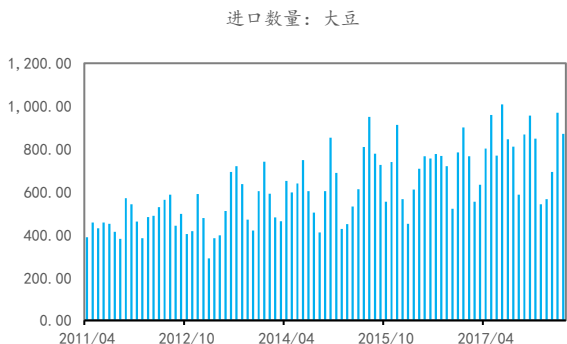
4 油脂油料市场主要数据

图表 57：美国大豆种植收获面积



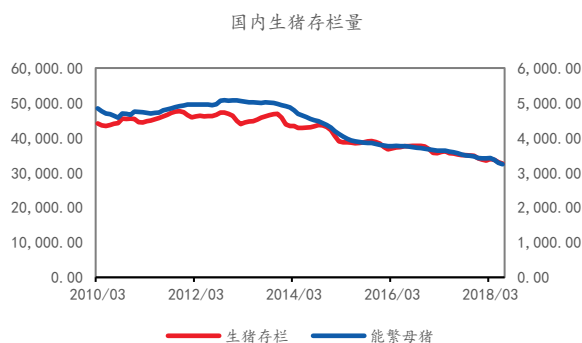
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：大豆进口数量



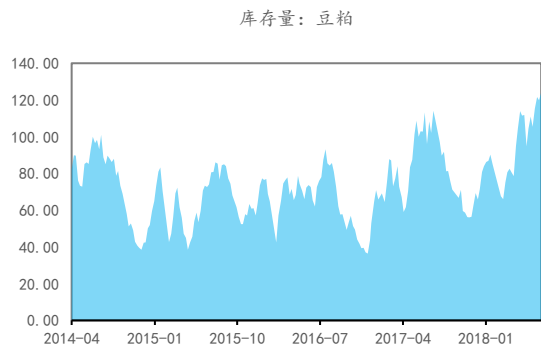
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

白糖

1 白糖市场供求分析

18/19 年度全球糖市供应过剩预估削减逾 400 万吨

国际糖业组织 (ISO) 周四大幅下调 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估, 削减巴西、印度、巴基斯坦和欧盟的产量预估。该机构在季度报告中预计, 2018/19 年度 (10 月至次年明) 全球糖市过剩 217 万吨, 低于 8 月预估的 675 万吨。ISO 亦将 2017/18 年度糖供应过剩从 860 万吨下调至 728 万吨。ISO 称, 两年度累计全球过剩预幅下修 589.2 吨, 并指出全球产量料不再扩张。

巴西已套保超过 400 万吨 19/20 榨季糖

据咨询机构 Archer 消息, 截至 9 月 30 日巴西中南部糖厂已套保 415.7 万吨 19/20 榨季糖, 这占 2100 万吨计划出口量的 19.57%, 然而更有一些出口量预估低至 1800 万吨。目前的套保进度高于 18.65% 的 7 年均值, 平均套保价格为 12.94 美分/磅 (不包含旋光度升水), 以雷亚尔计算的均价为 1159.54 雷亚尔/吨 (FOB 基准, 包含旋光度升水)。

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先乙醇。" 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: 价格波动或导致难以达成 500 万吨出口目标

据印度行业消息称, 过去一个月由于得到国际糖价上涨及卢比汇率下跌的提振, 印度已锁定近 100 万吨的原糖出口, 但频繁地调整产量数据以及国际价格的大幅波动可能导致出口后劲不足。不过, 印度糖厂协会 (ISMA) 理事长 Abinash Verma 表示: "通过与全球的市场参与者的交流, 预计国际市场对印度糖的需求约为 300-350 万吨, 加上一点市场运作, 本榨季印度可以达成 400-500 万吨的出口。"

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 (NFCFSF) 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: 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。国际糖市供应过剩，近期 ISO 调整了过剩预期，过剩总量调低。供应端，全球主要产糖国都维持高产。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。后期部分地区甘蔗产量下降，中长期有炒作减产预期。

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。供应端有所收缩，但国内现货依然弱势，国储库存维持在高位。

操作上，广西现货价格窄幅波动，建议保持震荡偏空思维。外糖连续走低，内外持续走弱。印度减产在长期影响糖价。但目前开榨高峰期，现货压力较大。

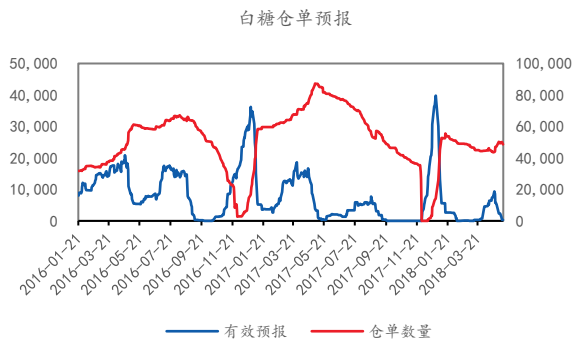
3 白糖市场主要数据

图表 61：白糖期货结算价格



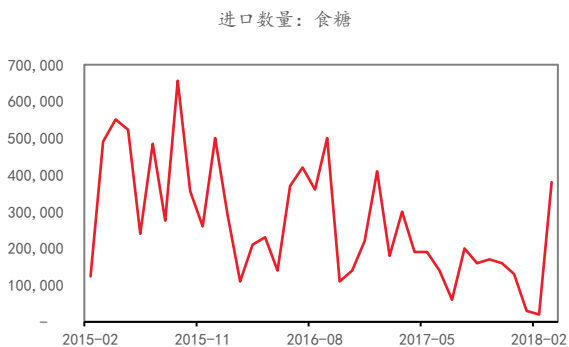
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：白糖仓单预报



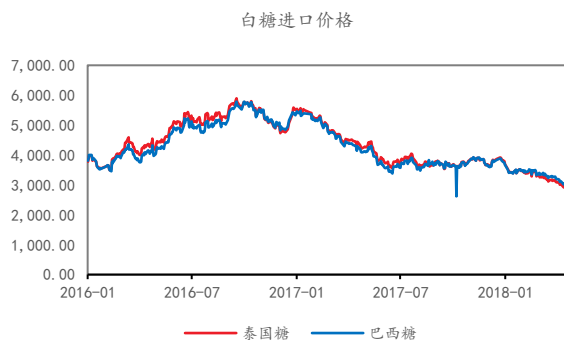
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65：白糖月度进口量



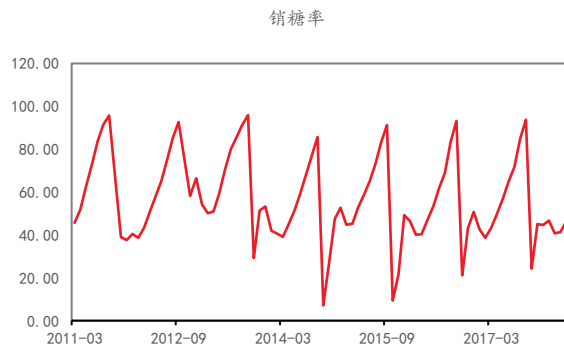
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：白糖进口价格



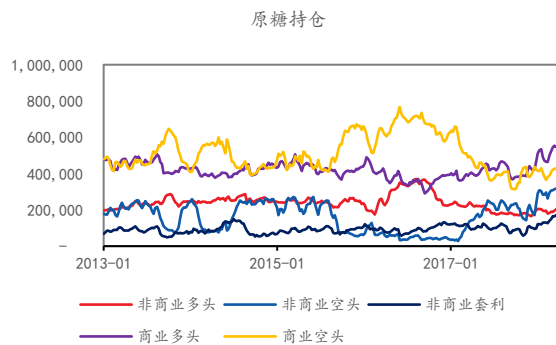
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66：原糖 CFTC 持仓



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