



中投期货研究所

周度投资视点

研究员:

张伟

从业资格: F0251993
投资咨询: Z0013973
zhangwei@tqfutures.com

王万超

从业资格: F0290005
投资咨询: Z0011089
wangwanhao@tqfutures.com

李小薇

从业资格: F0270867
投资咨询: Z0012784
lixiaowei@tqfutures.com

于瑞光

从业资格: F0231832
投资咨询: Z0000756
yuruiguang@tqfutures.com

刘坤

从业资格: F3041660
liushen@tqfutures.com

姜云超

从业资格: F3043160
投资咨询: Z0013934
jiangyunchao@tqfutures.com

联系人:

卢时强

从业资格: F0282412
lushiqiang@tqfutures.com

吴起睿

从业资格: F3053694
wuyirui@tqfutures.com

宏观策略: 短期需要关注的点仍在原油市场之 OPEC 是否减产以及中美贸易摩擦。俄罗斯与沙特就可能的减产水平进行谈判, 油价一直随此消息震荡。G20 峰会中美领导人的会晤结果对投资者的信心影响较大, 需要密切关注中美能否达成超预期协定。考虑到短期内工业品已经大幅下跌, 但是需求弱势没有明显改观, 预计短期内工业品维持震荡或者偏弱势的概率较大。

股指期货: PMI 数据显示经济探底仍将继续, 但是今年已经连续下跌释放了这种压力。随着中美贸易争端等重大事件逐渐落定, 预计指数中期下行空间有限, 再度大跌仍存在较好买入机会。

铜: 宏观经济依然面临不确定性, 商品市场情绪偏空对铜价形成拖累。供应端偏宽松, 现货市场畏跌, 买盘谨慎, 需求端无亮点。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: 随着海外矿山增、复产的逐步兑现, 锌精矿供应已经得到明显改善, 但增量低于预期。需求走弱, 方环保压力再度提升, 镀锌开工面临下滑可能, 消费进一步走弱, 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。锌价将偏弱运行。

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。沪铅供应趋紧环保压力加大, 需求端汽车冬季置换需求逐渐显现。沪铅短期有望震荡偏多。

黑色金属: 短期中美贸易战缓解对商品有提振, 黑色系下周有反弹, 而中期下跌趋势未改, 等待反弹后的抛空机会。

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。Ma905 合约 2500 压力较大。

纸浆: 虽然离交割尚有半年时间, 可暂时不考虑超过 1000 元/吨的基差回归修复, 但是建议投资者注意追空风险。漂针浆现货的历史价格中枢在 5000 元/吨左右, 关注这一位置的支撑力量。短期仍然维持偏空的思路, 或可考虑逢高沽空策略。

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。

动力煤: 目前市场运行行情仍不乐观, 下行趋势仍在持续, 在需求情况扭转之前, 市场运行趋势很难发生变化的变化。进入 12 月份, 煤价经历持续下跌不断消化消极因素, 冬季深入气温下降促使煤耗逐渐回升, 届时煤价或将迎来转暖阶段。

油脂油料: 中美元首会晤能否为中美贸易战带来转机将对下一阶段国内外豆类市场走势产生重要影响。如果双方能达成贸易协议, 美豆出口困局获得改善, 美豆价格有望突破 900 美分向上拓展空间, 而国内豆粕和油脂和可能继续下跌, 对外部市场宽松的供应格局做出反应; 否则, 豆类市场将重回外弱内强的分化走势。

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：需求不可过度解读 供应值得密切关注

本周市场在连续大跌后出现缓和走势，工业品普遍弱势震荡。

以甲醇为代表的品种跌势未消，周跌幅仍然超过5%，化工类整体弱势，背后是原油的弱势未改；黑色系周K线普遍呈现上下影较长的震荡形态，显示大跌之后市场多空双方的分歧开始加大；有色金属仍是被动走势，涨跌互现，仍最能体现受政策影响最小的特点。

从商品市场的大跌走势来看，市场普遍认为需求弱势是这轮下跌的诱因，那么需求真的是价格下跌的罪魁祸首么？

当然不是，因为需求一直偏弱势运行，部分行业甚至较为强势，如当前的钢材市场，需求还没出现断崖式下跌。商品价格下行的最大原因是供应端的变化，比如产量剧增的原油，以及政策出现重大专项的黑色市场。

先看需求方面，宏观面继续弱势，最有解释力度的是11月的PMI数据，已经接近荣枯分界线，创近两年多的最差表现。

11月制造业PMI为50.0%，环比回落0.2个百分点，处于临界点。生产指数为51.9%，比上月小幅回落0.1个百分点，持续位于荣枯线以上。从高频数据来看，11月第四周的全国高炉开工率为67.54%，较上月末小幅下降0.69个百分点，这一走势也与生产指数相吻合。往后看，生产指数或将保持稳定，但仍有小幅下降的可能。另一方面外，受国际贸易摩擦等因素的影响，11月份新出口订单指数和进口指数分别为47.0%和47.1%，连续6个月低于景气线。现阶段中美两国贸易摩擦持续，英国脱欧协议仍未达成，新兴市场国家风险不断，国际贸易形势的不确定性仍存，进出口景气度仍有下行空间。

PMI小幅下行，实体经济仍在寻底过程。11月份PMI持续小幅下行，主要是由于价格指数的下行以及进出口景气度的下降。而PPI价格走势的高峰已过，明年上半年或将持续下行，预计PMI仍有一定的下行空间。与此同时，在当前稳健的货币政策下，信用环境有所修复，叠加地方债供给端发力，基建投资增速已见底回升。但是，10月份的社融数据偏弱，宽信用格局仍有实现，叠加工业企业利润和社零增速下降，地产投资增速持续高位回调，实体经济仍在寻底过程。

以唐山为标杆，可以窥视整个环保政策的变化，唐山占中国粗钢产量11%，也属于“2+26”的核心城市，从今年采暖节情况看，唐山今年的限产力度不如去年。今年，唐山通过排放标准、外部运输结构和产品附加值三个差异化指标，对钢企进行ABCD四类评级，根据评价等级进行差异化错峰生产。其中，处在A级的不必限产，处在B级的限产30%，处在C级的限产50%，处在D级的限产70%。今年唐山这36家钢企的平均限产比例约为39.44%。这与去年唐山44%的平均限产力度相比，有所放松。实际情况看，本周唐山钢厂高炉开工率本周较上周降1.83个百分点，产能利用率67.89%，较上周降2.76个百分点。全国163家钢厂高炉开工率67.54%，环比上期降0.28个百分点，较去年同期升4个百分点，剔除淘汰产能的利用率为75.84%，较去年同期升4.87个百分点，钢厂盈利率80.98%，环比上周降3.07个百分点。本周铁矿石日均疏港量为278.56万吨，周环比降3.07%。本周五大品种周产量环比减少16.7万吨，螺纹减少4.39万吨。

如果环保政策维持当前的状况，可以预见的是，供应的压力会越来越大，而从当前经济压力看，维持宽松的环保限产政策是大概率事件。

未来需要关注的点仍在原油市场之OPEC是否减产以及中美贸易摩擦。俄罗斯与沙特就可能的减产水平进行谈判，油价一直随此消息震荡。G20峰会中美领导人的会晤结果对投资者的信心影响较大，需要密切关注中美能否达成超预期协定。考虑到短期内工业品已经大幅下跌，但是需求弱势没有明显改观，预计短期内工业品维持震荡或者偏弱势的概率较大。建议参与行情的投资者设置好止盈止损。

目 录

周度策略：需求不可过度解读 供应值得密切关注	- 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 PMI 逼近荣枯分界线	- 6 -
3 流动性：流动性宽裕 11 月全月未进行逆回购操作	- 6 -
4 商品市场策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜：延续盘整走势	- 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	- 12 -
1 锌：影响因素	- 12 -
2 锌：价格走势反复	- 13 -
3 锌期货现货数据	- 13 -
铅：震荡思路	- 14 -
1 铅：基本面分析	- 14 -
2 行情展望	- 14 -
3 铅期货现货数据	- 15 -
黑色金属	- 16 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 16 -
2 供需端：限产不及预期，需求延续弱势，短期市场反弹	- 17 -
3 原料端：短期企稳反弹，后期仍将承压	- 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 -

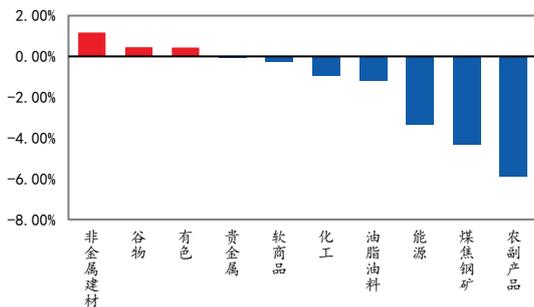
纸浆	- 24 -
1 行情回顾.....	- 24 -
2 基本面分析.....	- 24 -
3 总结与建议.....	- 25 -
天然橡胶.....	- 27 -
1 行情回顾.....	- 27 -
2 基本分析.....	- 27 -
3 内在逻辑.....	- 30 -
4 总结建议.....	- 31 -
动力煤	- 33 -
1 走势回顾.....	- 33 -
2 基本面分析.....	- 33 -
3 综合分析.....	- 34 -
油脂油料：中美元首会晤在即，全球豆类市场等待指引.....	- 35 -
1 外部豆类市场分析.....	- 35 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 35 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 35 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 36 -
白糖	- 37 -
1 白糖市场供求分析.....	- 37 -
2 综合分析.....	- 38 -
3 白糖市场主要数据.....	- 38 -
免责条款.....	- 40 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
纤维板	胶合板	橡胶	棉纱	镍	PVC	玉米淀粉	聚丙烯	豆油	菜油
16.83	7.11	4.63	3.67	2.49	2.28	2.11	1.22	0.70	0.44

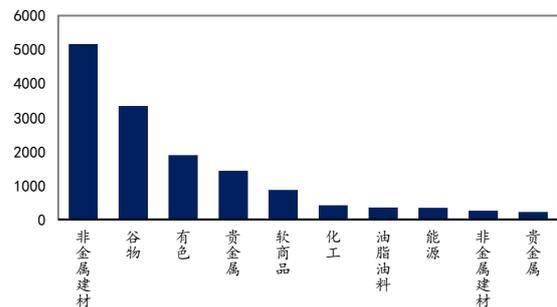
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
豆粕	螺纹钢	铁矿石	热轧卷板	甲醇	苹果	菜粕	燃油	原油	锰硅
-13.12	-11.83	-10.34	-10.29	-7.30	-6.39	-6.26	-5.51	-5.19	-5.02

图表 1: 商品板块周涨跌幅



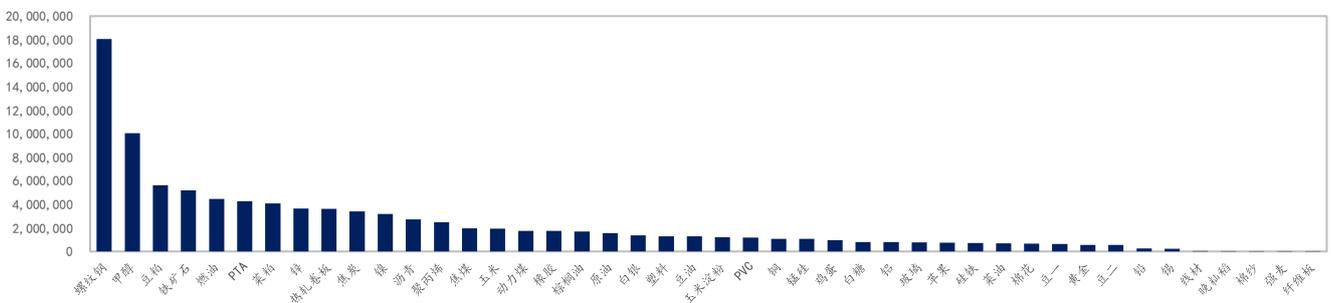
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



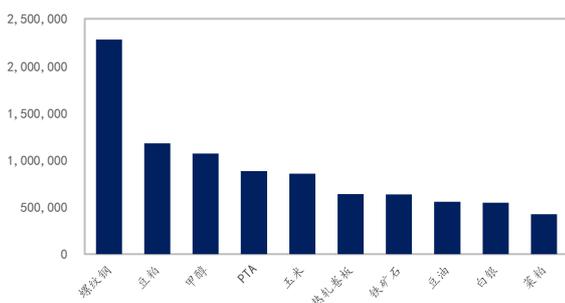
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



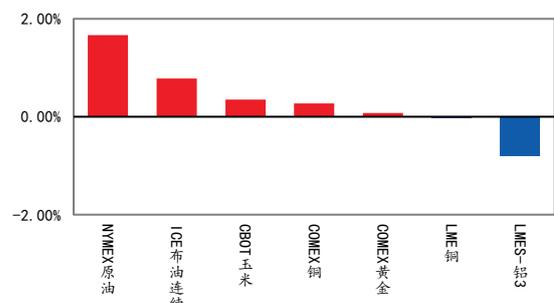
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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 26 日	意大利将调低赤字目标	意大利政府讨论调低预算赤字目标，考虑将赤字目标下调至 2.0%~2.1%	意大利政府出现妥协，避免对欧洲经济产生不利影响
	11 月 26 日	特朗普：加息伤害经济一点也不高兴提名鲍威尔	自今年 9 月底美联储决定加息以来，特朗普两个月内第八次点名批评美联储，这次他将最近美股下跌和通用汽车关厂裁员都归咎于联储政策。	美联储已经释放明显的鸽派信号
数据	11 月 29 日	日本制造业 PMI 创两年新低	日本 11 月制造业 PMI 初值 51.8，为 2016 年 11 月以来新低，低于前值 52.9	全球经济衰退的又一个信号
	11 月 30 日	11 月官方 PMI 接近荣枯线	2018 年 11 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.0%。	连续 3 个月下滑，数据较上月的 50.2% 下滑 0.2 个百分点，已滑落至荣枯线水平，结束了连续 27 个月站稳荣枯线上方的扩张态势，制造业后续情况值得担忧。
事件	11 月 28 日	美联储未来加息或低于预期	1 美联储公布了 11 月货币政策会议纪要。此次纪要释放了“12 月加息稳了，但明年路径不明”的最新信号。	鲍威尔态度出现明显转向

资料来源：中投期货研究所

2 PMI 逼近荣枯分界线

11 月制造业 PMI 为 50%，连续 3 个月下滑，数据较上月的 50.2% 下滑 0.2 个百分点，已滑落至荣枯线水平，结束了连续 27 个月站稳荣枯线上方的扩张态势，制造业后续情况值得担忧。受中美贸易关系持续紧张的影响，外需受到压制，新出口订单仍维持收缩态势，同时内需数据也有所下降，两者共同导致需求走弱，整体呈现供给强于需求的局面。

把 2018 年已公布的 PMI 的数据走势与近年来 PMI 的年度走势进行对比分析，可以发现 18 年上半年数据较为良好，与 14 年及 17 年整体数据较为接近，下半年来数据一路走低，11 月数据已接近近五年低值。受中美贸易关系紧张局势的影响，12 月 PMI 或将继续走低

从需求端来看，11 月新订单指数为 50.4%，较上月下降 0.4 个百分点；新出口订单指数为 47%，较上月上升 0.1 个百分点，但仍保持在荣枯线下方。受中美贸易关系持续紧张的影响，外需受到压制，新出口订单仍维持收缩态势，同时内需数据也有所下降，两者共同导致整体需求走弱。

受中美贸易战影响，新出口订单 PMI 处于较差水平，11 月新出口订单 PMI 维持在荣枯线以下，呈收缩态势，数值已跌至五年来的低位。受内外需共同下降的影响，11 月新订单数据也继续下滑，但仍然维持在荣枯线上方，新订单数据与之前年度相比，11 月数值已下降至近五年的低位数。

11 月主要原材料购进价格指数为 50.3%，较上月的 58% 大幅下降 7.3 个百分点；出厂价格指数为 46.4%，较上月大幅下降 5.6 个百分点，出厂价格自二季度以来首次跌破荣枯线水平。说明需求恶化已对产品价格造成影响，警惕工业品通缩的加速到来。

3 流动性：流动性宽裕 11 月全月未进行逆回购操作

央行公告，考虑到月末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，11月30日不开展逆回购操作。

中国央行今日不进行逆回购操作，意味着11月全月无逆回购操作，时隔三年半来首次全月无逆回购操作；同时，本轮逆回购空窗期达26个交易日，刷新纪录。

现阶段看，我国货币政策的重点是维护适宜的货币环境，疏通货币政策传导机制，不断加强对实体经济的支持力度。从流动性看，今年三季度以来，央行通过定向降准和增加中期借贷便利投放，增大中长期流动性供应，同时灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕。从银行间拆借利率看，已有明显下降，预计未来一段时间流动性仍会处于较为平衡的状态。

未来一段时间，货币政策的重心或更偏向于稳增长，着力于解决民营企业融资难、融资贵问题。这就需要不断疏通货币政策传导渠道，根据形势变化及时动态预调微调，创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。首先，可以继续定向降准并置换MLF，保证银行体系资金的合理充裕，引导银行业支持实体经济发展，不断降低企业融资成本。

4 商品市场策略

短期需要关注的点仍在原油市场之OPEC是否减产以及中美贸易摩擦。俄罗斯与沙特就可能的减产水平进行谈判，油价一直随此消息震荡。G20峰会中美领导人的会晤结果对投资者的信心影响较大，需要密切关注中美能否达成超预期协定。考虑到短期内工业品已经大幅下跌，但是需求弱势没有明显改观，预计短期内工业品维持震荡或者偏弱弱势的概率较大。

5 股指期货市场分析

指数弱势震荡 避险情绪

11月最后一个交易日，两市股市早盘窄幅震荡，午后震荡走高。截至收盘，沪指涨0.81%报2588.19点，成交1122亿元；深成指涨1.12%报7681.75点，成交1553亿元；创业板指涨1.27%报1329.39点，成交476亿元。两市合计成交2675亿元，较上一交易日小幅萎缩。

总体上看，沪指本月下跌0.56%，10月为大跌7.55%。深成指月涨2.66%，结束月线七连阴；创业板指月涨4.22%，结束连续7个月收阴。

市场情绪较为谨慎，本周最后一个交易日也是G20会议召开的第一天，早盘市场温和平静，午后开盘后出现一波快速跳水，并再度创出本轮调整新低，随后银行、券商快速拉升护盘，其他题材概念板块快速跟进，带动大盘走出V型反转创业板更是一度大涨1.6%，沪指也一度大涨近1%，但成交量依旧保持低迷，沪指成交仅千亿，说明抄底资金依旧谨慎，市场静待周末消息面明朗。

指数中期下行空间有限 再度大跌仍存在较好买入机会

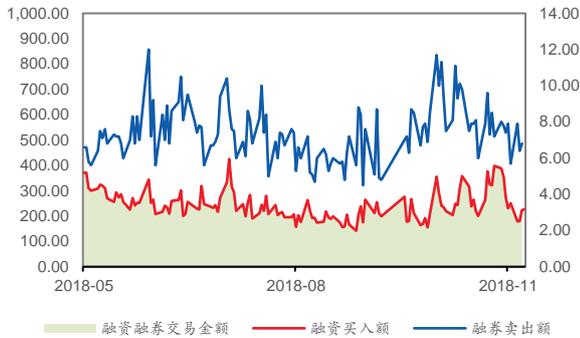
从当前的经济数据看，经济尚未明确见底，但是从股市的角度看，今年已经连续下跌释放了这种压力。指数中期下行空间有限，再度大跌仍存在较好买入机会

政策底作用于股市的逻辑归根结底还是在于信心的重拾。政策的宽松体现在财政、货币和资本市场改革三方面，短期维稳预期，中长期作用于盈利和估值。财政政策方面，主要包括增加财政支出、优化税收结构，以推动宏观经济基本面的企稳回升；货币政策方面，降准降息和公开市场操作作为市场注入流动性，价格方面无风险利率下行，数量方面可贷资金供给增加；资本市场改革方面，降低股票交易成本，鼓励长线资金入场，以及提供更有有效的融资支持。回顾过去四轮底部，政策底是一系列政策出台的过程，每一轮大多先伴随着货币政策的宽松，资本市场改革先于财政政策改革，货币政策宽松提供流动性支持，资本市场改革助力企业融资，财政政策直接作用于宏观基本面的维稳。

四轮政策底的重点均在于资本市场改革和财政政策，而货币政策是重要先行信号。四轮

底部的成因和政策手段各有特点，但大体可以分为市场制度和经济基础两类。2005年的国有股减持引发的熊市暴露了股权分置的弊端，因此政策重点在于股权分置改革；2015年的暴跌则源于高杠杆配资，此后资本市场监管进入规范时期；2008年和2013年股市本质上也是受制于经济下行。走出底部的根源是市场对于基本面底部的把握以及信心的回暖，有效政策信号出现后，市场底也会随着政策底而渐行渐近。

图表 7: 融资融券数据图



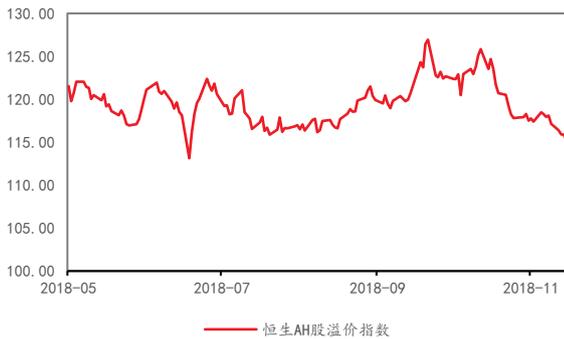
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8: 合约持仓和市场表现



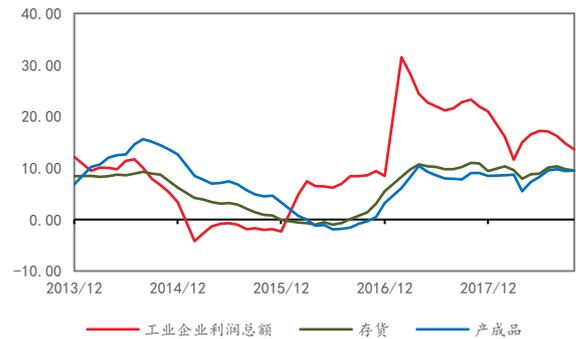
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：延续盘整走势

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

9 月进口废铜 20 万实物吨，同比下降 37.81%。2018 年 1-9 月累计进口废铜 178 万实物吨，同比下降 35.9%。从今年数据来看，进口废铜量下降是必然趋势，这是由于进入 2018 年以后国家对进口废铜特别是废七类管制较严，使得进口废铜大幅减少。受政策影响，废铜供应减少且前期精废价差过低，使得精铜替代废铜消费。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。2018 年所公布的限制类废铜进口批文数量为 94.79 万吨，较 2017 年全年的 300.58 万吨，同比减少 68.46%。目前全国所获批文配额总量超过 1 万吨的企业 20 家，其中 16 家位于浙江地区，广西地区 2 家，广东以及江西地区各 1 家。

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，2018 年计划投放产能 225 万吨，目前已投产产能 180 万吨，新增产能远超市场预期。从企业的投产和产量周期来看，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。

总体来看，由于今年废铜使用减少，精废价差打开替代精铜消费，消费大幅增长，国内库存逆季节性持续去化。此外，国内精铜产量保持两位数增长，但依旧无法满足国内消费，

精铜大量进口也带动海外库存去化。

缆成为需求亮点

下游消费呈现明显放缓，“金九银十”旺季预期彻底落空。步入消费淡季，空调产销增速趋缓。空调市场增长和房地产景气度高度相关，一般滞后几个月，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，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。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，房地产销售疲软直接影响相关行业空调销售下滑。目前房地产行业销售和价格依然处于下行通道，未见政策底，因此空调内销未来将依然处于下降趋势。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。

2018年国家电网计划电网投资额为4989亿元。一般而言，电网投资基本会完成或超过其计划额。而且下半年投资额高于上半年是时常发生的事，从投资额环比增速来看，下半年投资额大概率将会回升。从调研的情况来看，目前电线电缆销售比较可观，价格也比较高，我们有理由推测出后续电线电缆的消费将会有亮点。电线电缆占下游铜消费比值约为36%，对精铜消费的拉动十分可观。

2018年1-10月房屋新开工面积累计值为168754.05万平方米，累积同比增长16.3%；房屋竣工面积累计值为57391.81万平方米，累积同比减少12.5%。可以看出，房屋竣工面积累计同比增速持续下降，目前已经到了-12.5%的低位。不同于螺纹钢以及水泥，铜主要用于建筑工程的后期，所以竣工面积更能反映铜消费，2018年房地产相对的不景气对精铜消费有一定的拖累作用，后续这种趋势大概率还会延续。

2 结论：逢高沽空对待

宏观经济依然面临不确定性，商品市场情绪偏空对铜价形成拖累。供应端偏宽松，现货市场畏跌，买盘谨慎，需求端无亮点。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



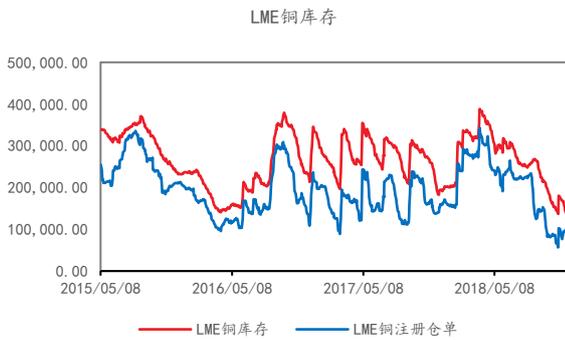
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



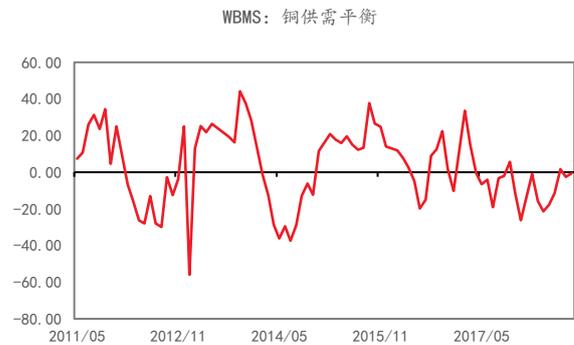
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



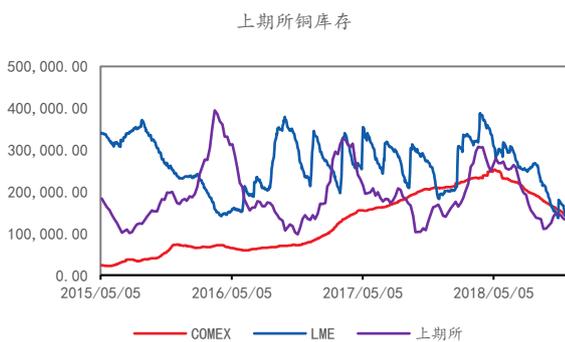
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



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：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

锌矿充足成为后期风险点

2018 年全球锌精矿产量显著增长，主要来自于国外。2018 年国内锌精矿增量预计 12.1 万吨附近，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%。全球最大的锌生产商之一新世纪资源公司，在 9 月重启世纪锌矿后，近日已将首批 10,000 吨锌精矿从昆士兰 Karumba 港装载到 MV Wunma 号矿船上，运送给中国最大的冶炼集团之一。预计第二批 10,000 吨调试级精矿将于 2019 年 1 月运往中国。其中该项目的产能为 800 万吨/年，计划在第二阶段增长至 1500 万吨/年，该目标计划于 2019 年第四季度开始实施。

进口锌方面，海关恢复公布对进出口数据，1-9 月锌精矿总进口量约为 221.4 万实物吨，去年同期累计进口量为 38.9 万吨，较去年同期大幅上升。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。2018 年海外锌精矿可流入到中国国内的量在 144 万吨附近，加之国内矿产量 412 万吨，预计 2018 年国内锌精矿供应量实现 4.1% 的增长。中长期来看锌精矿供需矛盾逐步缓解。

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回升。当前国内锌精矿加工费回升至 4800 元/吨上方，进口加工费报至 130 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，随着矿供应逐步增加预期，预计 2019 年加工费仍有进一步上涨可能。

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导致，产量仍维持明显的收缩态势。2018 年 10 月中国精炼锌产量 45.93 万吨，环比增加 2.81%，同比减少 8.29%。1-10 月份累计产量 442.6 万吨，累计同比减少 8.29%。进入 11 月份，豫光锌业仍有少量检修，但湖南轩华预计开始恢复部分产量，预计 1-11 月累计同比预计减少 1.84% 附近。

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，占比最大的镀锌板自 8 月份以来产量一路下滑。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%。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，1-10 月汽车产销分别完成 2282.6 万辆和 2287.1 万辆，产销量比上年同期分别下降 0.4%和 0.1%。产销量增速持续回落，为今年以来的首次负增长。10 月汽车产销比上年同期明显下降，延续了 7 月份以来的低迷走势。作为金九银十旺季，汽车却表现出旺季不旺的特征。2018 年只剩下最后两月，预计后期汽车消费也不会太乐观，今年汽车消费弱于去年是大概率事件。

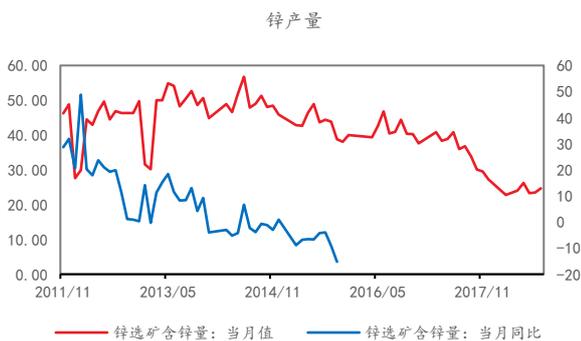
基建方面，1—9 月，我国基建投资累计同比增速为 3.3%，去年同期同比增速为 19.8%。综合来看，锌市下游行业数据表现均低于去年同期，需求端或难以对锌价形成有效提振。

2 锌：价格走势反复

随着海外矿山增、复产的逐步兑现，锌精矿供应已经得到明显改善，但增量低于预期。需求走弱，方环保压力再度提升，镀锌开工面临下滑可能，消费进一步走弱，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。锌价将偏弱运行。

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：震荡思路

1 铅：基本面分析

供需短缺

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 年 1-8 月产量达到 900,090 吨，大幅下跌 40%，2018 年原生铅产量预计呈降势。精铅原料供给仍然趋紧，并且随着寒冷冬季的来临，西北地区铅锌矿将陆续关停，后续原料供给将进一步短缺。根据国际铅锌小组预计，2018 年全年全球铅精矿产量较去年相比将会出现 0.4% 的小幅下跌，产量大致在 458 万吨，而截止目前最新的 2018 年前 8 个月数据，产量大致在 296.5 万吨。其中降幅较大的为澳大利亚，同比下降 31.8%。主要下降产能来自嘉能可 Mount Isa 以及 McArthur 两座矿山，此外在美国地区，托克旗下的 Red dog 矿也出现了产能下降的情况，下降幅度达到 26.1%。而秘鲁也出现了 9% 的下跌。

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，10 月 10 日，安徽地区再面临新一轮环保检查“回头看”，多家再生铅炼厂生产受限。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。沪铅供应趋紧环保压力加大，需求端汽车冬季置换需求逐渐显现。沪铅短期有望震荡偏多。

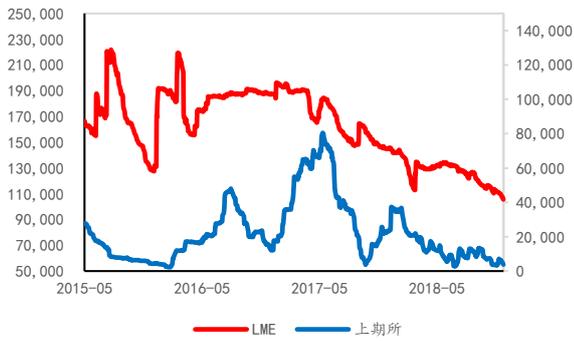
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



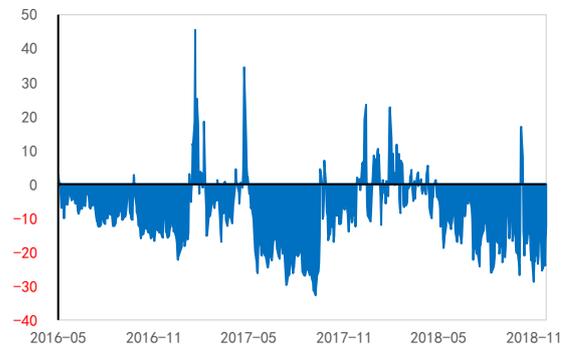
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：交易所铅库存



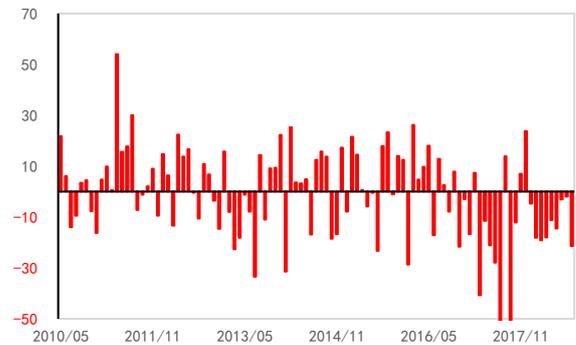
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 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

本周黑色系市场出现止跌企稳，成材端价格表现为弱势反弹，周度数据热卷好于螺纹，价格表现上也是略强于螺纹，原料端的反弹更强一些，特别是周五夜盘市场对于习特会的预期，价格反弹力度较大。市场真的转势了吗？

我们认为中期的下跌趋势尚未结束，短期反弹概率偏大。我们多次强调市场定价的锚在螺纹钢，而螺纹钢后期面临的重点是冬储，在采暖季限产执行不力的情况下供应增加，而需求转弱下库存要回升，钢企冬季减产的概率有多大？从博弈的角度看，行业集中度偏低叠加钢材仍有500左右利润的情况下，单个钢企的减产对自己没有好处，反而各个钢企会增加生产力度，这就是囚徒困境。所以关键的问题是钢厂给一个什么样的冬储价格或者保险策略，让贸易商可以进行冬储，目前现货3800元/吨以上的价格，仍有进一步下行的空间。在确定了螺纹钢的价格走势后，那么其他品种将会通过利润传导路径被打压。

宏观层面，本周公布了11月官方制造业PMI，录得50.0%，较10月延续回落0.2个百分点，创下16年8月以来的新低，站在了荣枯分界线上。主要分项指标看，需求、生产、价格均回落，库存被动增加。分规模看，大型企业PMI回落但仍在线上，中小型企业PMI均在线下。整体看，经济下行压力加大，需求持续弱势，工业品价格承压下行。

此外，市场期待已久的G20上习特会的结果公布，短期双反暂停增加关税，2019年1月1日前美国暂时将2000亿美元的产品关税维持在10%，而不是继续提高到25%。中国将同意从美国购买尚未商定但非常大量的农业，能源，工业和其他产品，以减少两国之间的贸易不平衡，中国已同意立即开始从农民手中购买农产品。双方同意立即开始就强迫技术转让，知识产权保护，非关税壁垒，网络入侵和网络盗窃，服务和农业等方面的结构变革进行谈判。双方同意他们将尽力在未来90天内完成此项交易。如果在这段时间结束时，双方无法达成协议，10%的关税将提高到25%。短期贸易战的缓冲，对商品市场有一定提振，中长期结果难料。

产业方面，11月钢铁行业PMI为45.2%，环比下降6.9个百分点。主要分项指数中，新订单指数、采购量指数、购进价格指数均下降超过10个百分点，生产指数也有明显回落，产成品库存指数有明显上升。整体看，目前钢材需求淡季效应明显，订单减少，加上今年限产力度弱于去年，钢材市场处于供大于求的情况，导致钢厂采购量下降，产成品库存上升。

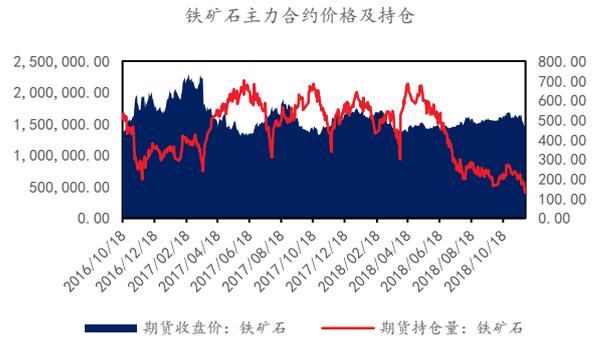
环保季采暖限产从以前的“一刀切”，到现在的“一刀也不切”，绝大多数地区并未执行采暖季的限产，政策的转向之快超出市场预期。在外部有冲击的情况下，维稳经济成为当前的主要任务，环保限产让位经济。

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：限产不及预期，需求延续弱势，短期市场反弹

根据调研情况看，今年采暖季限产严重不及预期，此前我们 10 月份唐山调研发现，钢企基本都处于满产状态，而进入 11 月 15 号采暖季限产以来，限产并未有效执行，实际生产情况跟 10 月份类似，除了近期雾霾天气影响烧结机受到一定程度限产外，钢企高炉处于高开工状态。环保限产政策从此前“一刀切”，到现在“一刀也不切”，环保逐步让位经济。

钢铁 PMI 生产指数为 47.6%，环比下降 8.1 个百分点。据中钢协统计，11 月上旬重点钢企粗钢日均产量 191.64 万吨，旬环比增加 1.07 万吨，增长 0.57%。本周高炉开工率方面，最新高炉开工率为 66.71%，较上周小幅下降 0.83%，与去年同期的 63.12% 相比，可见限产力度的弱化。

供应角度看，采暖季限产下高炉开工率降幅不及预期，实际限产执行效果较差，在有利润情况下钢企生产积极性较高，供过去求的态势难改。

图表 27：钢厂铁矿库存及高炉开工率



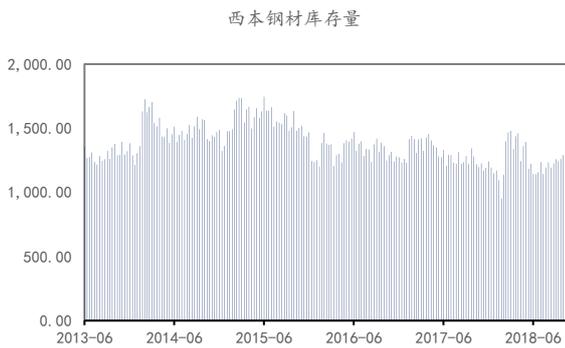
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，社库库存延续下降，钢厂库存增幅放大，贸易商出货为主。从主要品种的社会库存看，截止 11 月 30 日，国内主要钢材品种库存总量为 832.81 万吨，较 11 月 23 日下降 19.59 万吨，环比下降 2.3%；国内螺纹钢社会库存量由 311.84 万吨下降 11.86 万吨至 299.98 万吨，环比下降 3.8%，钢厂螺纹钢库存增加 14.67 万吨，增幅扩大；热卷社会库存降 2.96 万吨至 211.79 万吨，环比下降 1.38%，钢厂热卷库存减少 2.59 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，钢厂处于被动累库，需求继续走弱，热卷本周数据好于螺纹，也是盘面偏强的原因。

需求端看，11 月份钢铁 PMI 新订单指数为 35.4%，环比回落 16.9 百分点；新出口订单指数为 43.2%，环比回落 4.1 个百分点。进入 11 月以来，钢材淡季特征明显，需求明显下降，市场买涨不买跌的心态下，期现价格呈现负反馈状态。从沪市终端线螺采购数据来看，11 月份沪市线螺终端日均采购量下降 28.51%，较 10 月有明显萎缩，本周更是下滑到 2 万吨以下，最新数据为 18422 吨。

整体看，短期贸易战缓和商品有所提振，但中期仍处于下跌趋势中。

3 原料端：短期企稳反弹，后期仍将承压

铁矿石方面，本周进口矿市场价格略有回升，截止 11 月 30 日，普氏 62%进口矿指数报 65.45 美元/吨，较上周下跌 3.45 美元/吨。供应端看，四季度进口矿发货量增加，钢企需求层面在利润压缩下转向中低品矿，在钢企利润下行下，钢企也是控制库存，钢厂进口矿库存也下滑至 26 天，较上周下滑 2 天。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 14052 万吨，周环比下滑 265 万吨。市场压力仍在于钢材价格下跌的利润传导过程中，中长期铁矿石仍存下行压力，短期有望震荡反弹。

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



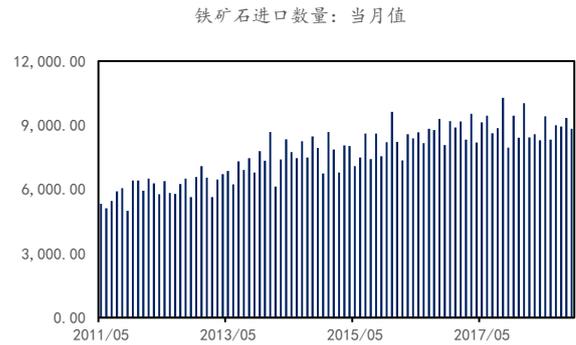
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，在钢厂利润受到挤压，上游原料价格也是受到打压，钢厂下调 4 轮焦炭采购价，累计 400-450 元/吨，多家焦企也是出现抵抗情绪，发文表示要联合限产抵抗价格下跌，考虑到焦化企业多为民营企业且行业集中度低，同时有 300 左右利润的情况下焦企限产的概率不高。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 72.48%，下降 2.07%，主要由于华东地区受环保影响，山东、江苏等地焦企限产明显，日均产量 65.14 万吨减少 1.86 万吨，焦炭库存 67.11 万吨，增加 12.2 万吨；炼焦煤总库存 1588.13 吨，增加 32.3 万吨，平均可用天数 18.33 天，增加 0.87 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 432.87 万吨，增加 5.13 万吨，平均可用天数 13.97 天，增加 0.21 天。港口焦炭库存总库存 243 万吨，减少 14.5 万吨。原料焦煤库存增加，焦化厂焦炭库存有所增加，钢厂库存略增，钢厂采购积极性相对下滑，贸易商方面近期询价有增加，但多持观望态度。

焦煤方面，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。受全年进口煤总量限制，从现在到年底进口煤数量大概率维持低位，近期蒙古煤通过车辆大幅下降 200 辆/天水平，炼焦煤基本面整体维持较好状态，近期下跌主要受下游利润传导影响，产地煤价陆续松动，临汾部分安泽主焦煤矿近期对客户让利下调 30 元/吨，低硫主焦煤 (S0.5 G85) 报价下调至 1720 元/吨。

4 总结与建议

短期中美贸易战缓解对商品有提振，黑色系下周有反弹，而中期下跌趋势未改，等待反弹后的抛空机会。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格大降价，跌至 1900

西北地区报价稳定，出货一般；华中地区小幅小调，但成交并未好转；华北地区出货有限，弱勢整理；期货震荡波动，港口市场窄幅下滑。主产区整体出货一般，暂稳整理为主，部分主供烯烃。内地其他地区下行为主，下游接货情绪一般，观望情绪较浓。鲁南成交依旧偏淡，窄幅整理，苏北受环保影响，区域供应减少，部分工厂小幅走高。港口方面，甲醇期货回落，现货重心下移，市场需求疲弱，气氛清淡，成交一般。国内甲醇市场或整理为主。

现货价格弱勢，西北价格大降至 1900，港口价格也逐步回落。本周原油依然走低，化工类价格下降明显。MTP 和 MTO 不甚乐观。需求低迷，市场信息极度脆弱。

原油价格持续下跌，打压化工类

沙特阿拉伯能源大臣法利赫表示，该国石油日产量超过 1,070 万桶，比近年来的水平都高，释放出迄今为止该国已将产量提高到创纪录水平的最强信号。他还表示，这个全球最大的石油出口国将对石油需求作出回应，不会让市场供过于求。1 月份市场对沙特的原油需求可能低于 12 月份。OPEC 及其同盟本月稍早警告称，2019 年石油市场可能供过于求。经济增长放缓和贸易战可能削弱石油需求，这个担忧超过了美国对伊朗出口的制裁和其他地区供应中断可能造成短缺的疑虑。此外，投资者还对即将到来的 OPEC 会议中，产油国能否顺利实施减产存在怀疑。OPEC 等产油国将于 12 月 6 日在维也纳举行会议，市场将高度关注沙特等国是否会再次宣布减产。

原油也创下 34 年最长连跌日期记录，原油刺激下能化反弹亦被压制。而国内甲醇则是在经历暴涨之后也进入暴跌状态。

开工率为 71%，库存累积

国内甲醇整体装置开工负荷为 71.18%，环比上涨 1.27%；西北地区的开工负荷为 82.08%，环比上涨 2.59%。西北地区部分检修甲醇装置恢复运行，导致开工率上涨。虽然河南地区部分装置停车检修，但全国甲醇开工率仍略有上涨，甲醇供应较为稳定。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。

因浙江兴兴、宁波富德、江苏盛虹、南京惠生、山东阳煤恒通、山东联泓与中原乙烯的停车降负导致需求减量，对沿海地区的进口甲醇消耗急剧减少，使得沿海地区库存自 10 月底增长至 77 万吨左右后，再到 11 月 22 号期间库存量一直没有出现大幅变化。

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，MTP/MTO 跟随原油下跌

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 价格转为震荡，MTO 需求一般。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。Ma905 合约 2500 压力较大。

3 甲醇主要数据

图表 35：甲醇收盘价



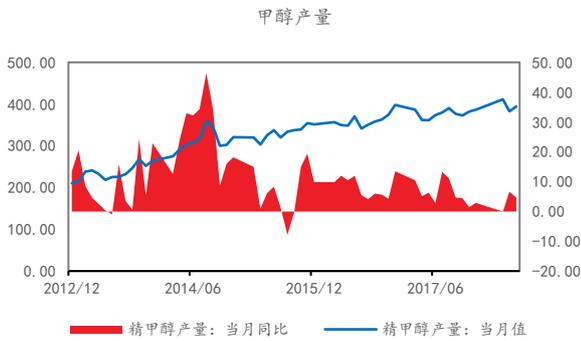
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

纸浆

经过近五年的筹备，本周二（11 月 27 日）上期所纸浆期货品种正式挂牌上市，国内期货市场再添一员。近年来，由于森林资源禀赋劣势，叠加环保政策趋严影响，中国对进口纸浆的依赖度不断上升。特别是本次上市的品种“漂白硫酸盐针叶浆”（简称漂针浆，下同），对外依赖度接近 100%。中国进口了全球约 1/3 的销售用漂针浆，但是在整个价格决定链条中一直处于非常被动的地位。因此，国内纸品生产商和纸浆贸易商急需相应的风险控制工具，纸浆期货品种的上市意义重大。

1 行情回顾

此次上市的纸浆期货共有六个合约 SP1906、SP1907、SP1908、SP1909、SP1910、SP1911，挂牌价均为 5980 元/吨，主力合约 SP1906，次主力合约 SP1909。由于基本面偏空，上市首日六个合约全线跌停；纸浆期货上市第二日，跌势延续，主力合约跌幅 3.68%；由于接近 5000 元/吨的现货历史价格中枢，后续两日纸浆期货价格跌势趋缓。截止周五主力合约 SP1906 成交量 478728 持仓量 159516，可见纸浆期货除了给产业链客户带来有效的风险控制工具以外，也颇受金融资本的青睐。

2 基本面分析

纸浆的基本面目前可以概括为四个方面：浆、纸库存高企；浆、纸价格跌幅存在差异，木浆下游需求疲软；期货价格大幅贴水现货价格；木浆内外现货价格倒挂。

这一基本面产生的逻辑是：2017 年，受 7 月和 8 月市场库存处于近年低位且国内突发环保政策影响，7 月至 12 月间漂针浆价格从 5100 元/吨上涨至 7575 元/吨，半年时间里涨幅接近 50%。纸浆价格的上涨带动下游纸及纸板价格大幅跟涨。后期，随着纸浆的不断到港，叠加环保趋严政策下需求增长不足的影响，上游浆价和下游纸制品价格出现了回落，但是纸制品价格回落程度明显强于纸浆价格的回落程度，从而导致纸厂相关纸制品毛利率大幅降低，截至 2018 年 11 月 23 日，双胶纸和双铜纸毛利率均不足 5%，白卡纸毛利率甚至为 -7%。在此情况下，纸厂纷纷停工检修，等待浆价的回归和利润的回升。

木浆、纸及纸板库存高企

截止 9 月全球港口木浆库存 138 万吨，环比增加 7.3%，同比增加 16.9%。在全球库存高位的情况下，国内库存压力更为巨大。前期的高价，导致大批的木浆涌入中国各港口和地区，根据卓创资讯统计数据显示，截至 10 月末，国内主要港口和地区木浆库存同比增幅超过 100%，其中青岛港木浆总库存 85 万吨，环比增加 34.9%，同比增加 136.1%；常熟港木浆总库存 47 万吨，环比减少 7.8%，同比增加 126.0%；保定地区木浆库存量 9 万吨，环比增加 23.3%，同比增加 233.3%。预计 11 月库存量可能会进一步增加。

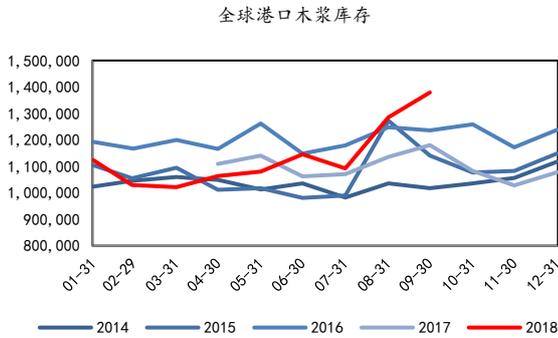
除了上游木浆库存高企施压浆价外，下游纸厂的产成品库存累积也进一步拖累浆价走势。从纸厂产成品存货去看，10 月份的存货金额为 607.7 亿元，折合存货量约为 990 万吨，自 2017 年 9 月以来持续累库，目前处于中等偏高水平，也存在一定库存压力。

浆纸价格跌幅存在差异，木浆下游需求疲软

木浆、纸及纸板库存的累积，施压浆价走势。万得资讯国内纸浆各个品种价格指数在 2017 年 10 月到达峰值，目前价格虽然有所回落但是仍在相对高位，相比峰值跌幅约 3.6%。相比浆价的走弱，各类纸及纸板价格出现了更大幅度的下跌。漂针浆主要用于生产生活用纸和文化用纸，其中文化用纸的比重更大，我们来关注一下文化用纸中的大铜板纸和双胶纸的价格走势情况。万得资讯的数据显示，铜板纸价格在今年四月达到高位（7500-7800 元/吨）后一路回落，10 月出现了新一轮的下跌，目前价格区间在 6200-6600 元/吨，跌幅约 21%；双胶纸价格在今年四月达到 7900-8100 元/吨高位后，价格开始下行，目前价格区间在 6700-7200 元/吨，跌幅约 15%。

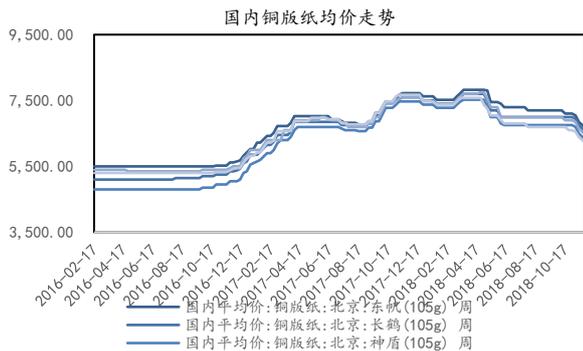
木浆价格和纸品价格下跌程度的差异，不断压缩纸及纸板生产商利润，影响其生产积极性。纸和纸板产量不断走弱，今年1-10月，纸和纸板产量为8178.6万吨，较上年同期减少540万吨。纸厂对木浆维持刚需采买，需求疲弱的局面可见一斑。为了应对这一情况，几大纸厂巨头纷纷发布涨价函，且宣布停机检修计划，但是短期内基本面偏空的格局难以改变。

图表 41：天然橡胶现货价格



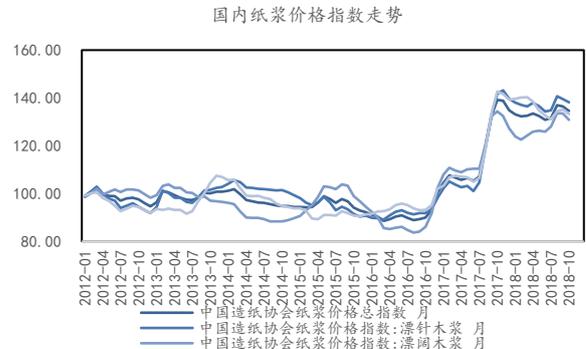
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：天然橡胶现货价格



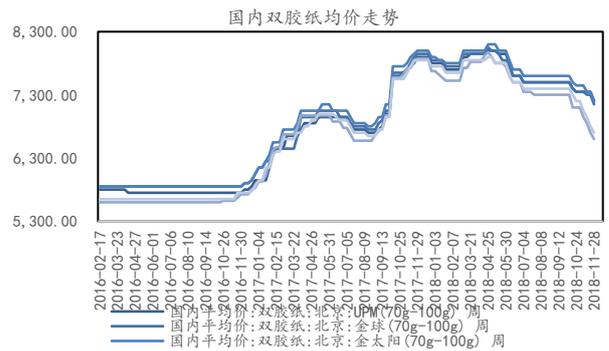
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 44：合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

期货价格大幅贴水现货价格

纸浆期货上市以来价格的大幅下跌，带动漂针浆现货价格出现50-200元/吨的下降：山东地区加拿大凯利普11月28日销售价格为6300~6450元/吨，月中6650元/吨；俄罗斯乌针、布针11月28日销售价格为6150~6250元/吨，月中6300元/吨；智利太平洋11月28日销售价格为6100元/吨，月中6300元/吨。在供应充足的情况下，市场价格一般会以较低价为基准，纸浆期货主力合约1906收5046，期货价贴水1046元/吨。

木浆内外现货价格倒挂

截止11月15日，国外CFR价格加拿大凯利普、马牌870美元/吨，智利银星820元/吨，折合人民币5600-6000元/吨，内外盘现货价格倒挂明显。预计国内现货价格还将出现进一步的下调修复。

前文提到，由于目前市场上纸厂在收紧需求，减少产出，而贸易商手上囤积了大量货源，所以期货市场的主要产业链参与者是贸易商。因此，期货盘面抛压较大，在库存消耗需求改善前，偏空的市场氛围难以改变。

3 总结与建议

高企的库存叠加下游需求的疲弱构成了纸浆的基本面现状，等待修复的基差和内外价差不断拉低国内现货价格。

虽然离交割尚有半年时间，可暂时不考虑超过 1000 元/吨的基差回归修复，但是建议投资者注意追空风险。漂针浆现货的历史价格中枢在 5000 元/吨左右，关注这一位置的支撑力量。短期仍然维持偏空的思路，或可考虑逢高沽空策略。

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，上海国营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23日，国内全钢胎平均开工率为74.81%，半钢胎为69.40%，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。

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。

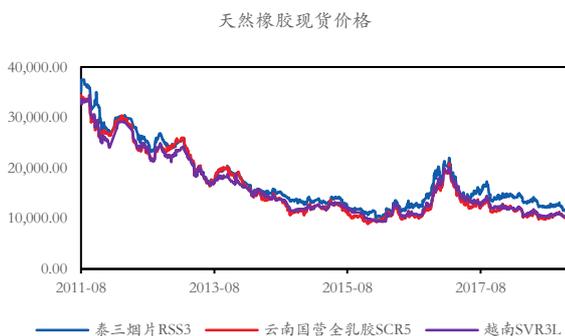
在下游企业稳定按需拿货的情况下，贸易商采购成本是制约进口需求的主要因素。受汇率波动影响，10 月人民币兑美元大幅抬升，打压市场对进口橡胶原料的需求，汇率带来的成本增加还会限制进口套利活动。尤其在 10 月中旬以后，人民币汇率持续贬值，导致进口橡胶成本不断上升，挤压了天然橡胶进口贸易的利润空间。由于市场对汇率预期较为悲观，还将对后期进口订单产生抑制。青岛保税区天然橡胶的交易状况可以作证这一观点。10 月青岛保税区进口天然橡胶成交低迷，以美元结算的天然橡胶，无论价格还是税负成本均有所升高，实际成交较为困难。值得注意的是，青岛保税区美金标准胶价格下跌的时间与人民币汇率大幅贬值的时间基本一致，相比之下，人民币计价的混合胶成交整体好于美金标准胶。

产业政策

据悉，迫于泰国胶农集会抗议的压力，总理巴育勒令农合社部限期一周内拿出解决胶价低迷的系统性方案。巴育总理认为，解决橡胶问题的关键，必须是短期措施和中长期措施相结合。一方面从源头上控制成本，并出台乳胶价格保护措施；另一方面加大国内橡胶使用量，例如将橡胶用于公路建设维修，以及在全国学校推广铺设橡胶运动场。泰国政府紧急召开会议，通过了经济补贴和低息贷款两项政策。政府相关部门向胶园主和割胶工发放 1500 泰铢/莱的补贴，不超过 10 莱；向符合规定的持卡胶农发放 500 铢/莱的补贴，不超过 6 莱。此外，将胶农贷款利率降至 0.01%。一直以来，泰国政府出台过很多救市措施，但最好的结果仅为短时间内提振胶价，橡胶供需矛盾并未得到实质性改善。产胶国的橡胶政策多是给予胶农一定的经济援助，暂时缓解胶农的情绪，对于天然橡胶市场的作用有限。

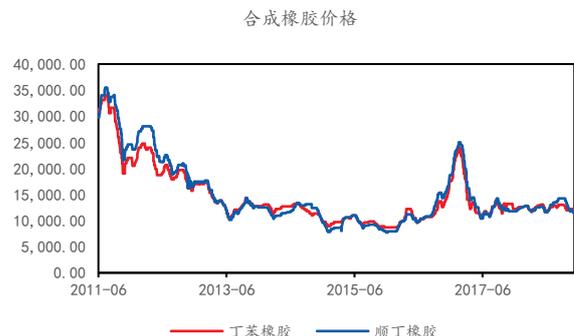
国际橡胶理事会成员泰国、印尼、马来西亚召开紧急会议，计划号召产胶国削减天然胶产量。泰国总理巴育表示，已经在内阁会议上提出针对胶农的补助政策，政府在设法解决胶价低迷的问题。泰国橡胶局表示，根据有效先例，政府曾约谈 5 个最大的橡胶出口贸易商，令期货价格出现扭转。泰国农业部呼吁胶农控制橡胶产量。诗董橡胶总经理提出，希望政府恢复橡胶出口配额制，作为全球最大的天然橡胶生产国，泰国在适当的时间实施出口配额限制有利于推动胶价上涨。2018 年天然橡胶市场整体表现为震荡筑底，胶价再度逼近三年来低点。只有行业周期走向市场出清，供需矛盾真正被消化掉，才能迎来长期趋势的逆转。一切非市场行为仅能短暂影响胶价，无法带来实质性的改善，而且一定程度上会延长自然走完一轮经济周期的时间。

图表 45：天然橡胶现货价格



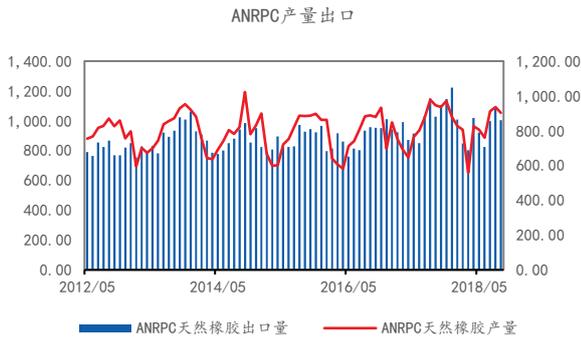
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：合成橡胶价格



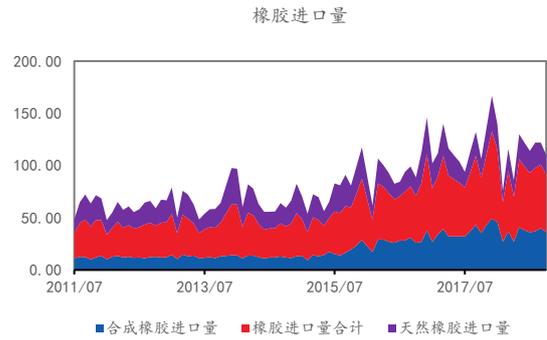
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: ANRPC 产量出口



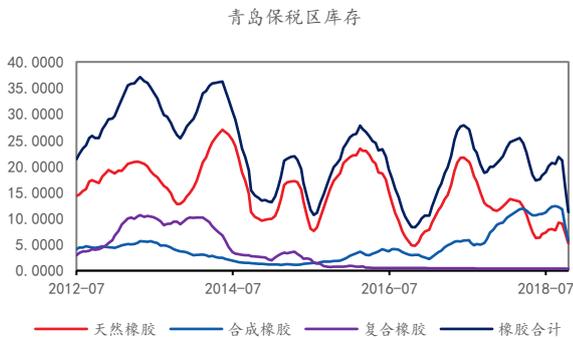
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 橡胶进口量



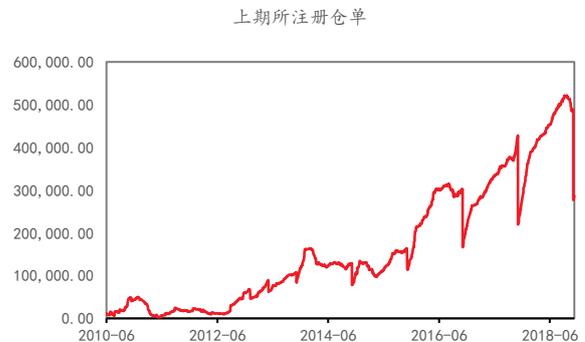
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 青岛保税区库存



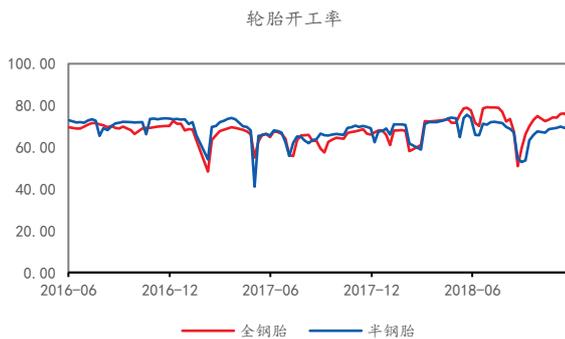
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50: 上期所注册仓单



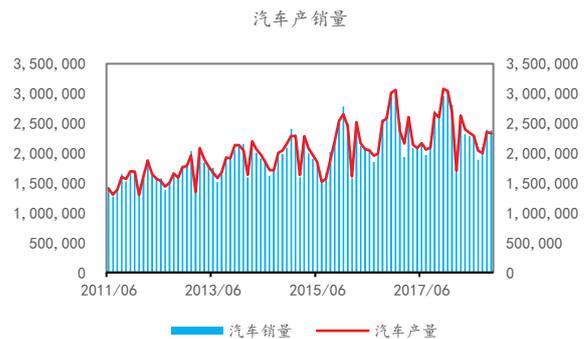
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

价差追踪

市场普遍认为，橡胶连续大幅下跌过程中，基本面供大于求的失衡状态，以及宏观利空因素的压制起主导作用。后市橡胶会在震荡中筑底企稳，还是进一步破位大跌，投资者在抄底和看空情绪之间莫衷一是。无论如何，都需要等待价格到达目标位，因此对底部的判断至关重要。从价差追踪的角度看，期现价差加速回归，近远月价差收窄，价差结构的异常波动或释放触底信号。所谓的价差分析，本质上是观察资金对现时和预期的基本面供需

关系做出的反应。预期出现偏差主要影响的是远期交易，随着时间的推移，远月变为近月，最终回归现货。在供需关系没有突发性剧变的情况下，1901合约基差将继续压缩，预计可能会平水混合胶现货。参考近期现货价格水平判断，期货盘面或再度下探万元大关，并反复触及成本线。下一个主力合约1905时间上正值停割期，在移仓换月的过程中价格下跌空间有限，但如果后期现货表现疲软，则会重新跌回目前的价格区间。

2018年橡胶期现价差收窄速度要明显快于2017年。具体表现为，基差回归较为提前，价差空间相对缩小。目前1901合约与全乳胶和混合胶现货之间的价差均已收窄到不足1000元/吨。橡胶1月合约升水现货1000元以内并不常见，上一次出现还是在2015年底至2016年初，彼时橡胶价格亦处于历史低位。随着基差再次回归这个水平，橡胶期货价格向下考验万元关口，市场体现出历史会重演的情形。结合基本面合理推断，当前橡胶回归现货趋势更为明显，基差收窄的速度也更快，预计将会缩小到500元/吨甚至更小，时间窗口或为2018年12月至2019年1月。橡胶期货盘面整体去升水加速，宏观下行压力和疲弱的基本面抵消了1月合约的升水价值，资金对流动性错配进行纠正。在上述因素作用下，橡胶不排除跌破万元的可能性。

跨期价差分析上，对比历史价差走势，近远月价差扩大的趋势都是比较明确的。长期以来，供大于求是天然橡胶的常态，在近月合约回归现货的逻辑驱动下，远月合约升水幅度通常会走扩。然而，从2018年的跨期价差追踪可见，近远月价差并没有呈现出明显扩大的趋势，前期甚至一度出现收窄的情况。这种有违常规的波动背后是基本面、政策面和资金面的共同作用。橡胶情绪极度悲观，业者普遍不看好2019年的需求，供应过剩令市场对远月预期不佳。另外，未来20号胶上市带来新的不确定性。20号胶上市后可能会打压现有沪胶期货，对后市主力合约的压制尤为明显，从而抑制远月升水幅度。近期受套利空资金操作影响，市场正向套利较为活跃，相应地在远月合约上建立空单，从而导致近远月升水大幅收窄。接下来随着主力向1905合约移仓换月，将回到近远月价差拉开的位置，但是价差的绝对值预计大概率小于往年水平。

长期趋势

泰国橡胶价格已经低至近10年来的底线。根据泰国农业经济办公室统计，泰国大宗农产品从价格年波动曲线上看，在过去10年中基本处于下行的趋势，尤以天然橡胶最为突出和明显。橡胶价格在2011年一度创下137.94泰铢/公斤的最高纪录，但随后一路走跌，直到今年42.38泰铢/公斤的低点。橡胶等大宗农产品价格持续下滑，深层次的原因是全球消费需求的变化。泰国橡胶产业过去几十年来一直依赖原料出口。深加工行业发展与橡胶种植面积增速相脱节，导致国内橡胶供应严重过剩。与此同时，作为泰国橡胶最主要的进口国，中国橡胶进口量增长出现放缓。中国汽车市场销量扩张迟滞，国内橡胶社会库存激增，抑制贸易商进口意愿。在国外需求减速的情况下，以出口为主的泰国橡胶产业链将难以避免价格下跌带来的重创。胶价低迷打击胶农割胶积极性，弃割情况会有所增加。但对于泰国胶农而言，割胶是主要收入来源，弃割就意味着没收入。泰国橡胶园面积广阔，除非大面积砍伐橡胶树，否则产出增加的局面难以得到改善。

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。

动力煤

1 走势回顾

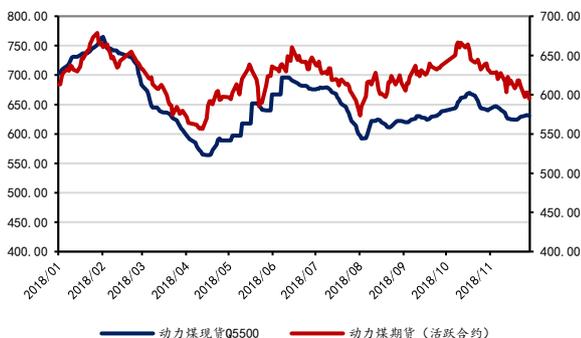
本周,动力煤期货主力1901合约震荡下行。最低价达到588.2元/吨,周度跌幅达到3.54%,区间振幅达到了4.35%。本周合约成交量为124万手,与上周相比略有上升,持仓量净减少3,892手。

2 基本面分析

国内动力煤市场小幅调整

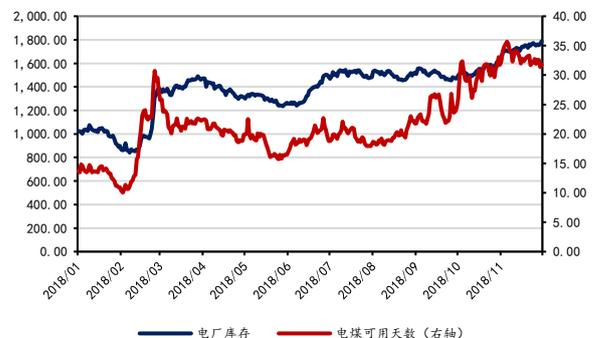
最新一期环渤海动力煤价格指数报收于570元/吨,较上期微跌1元/吨,为8月初以来首次下调。不过从市场煤行情来看,近期价格出现小幅调整,总体稳中有升,目前秦皇岛港5500大卡现货价格630元/吨,比上周同期上涨5元/吨;京唐港4500大卡现货价格495元/吨,较上周同期保持不变。究其原则在于:一是环保政策与年末保安全因素等导致主产地煤炭供给受到一定抑制;二是在电厂低耗煤高库存背景下,有关部门近日分别在江苏、广东以及福建等地陆续召开座谈会商讨后续进口煤安排事宜。从数据上看,若按照今年进口煤限制政策(即平控进口煤总量)要求,则11-12月进口煤指标仅余1900来万吨,因而对国内动力煤市场带来一定支撑。截至11月26日,秦皇岛港存煤量549万吨,较上周同期微降9万吨。从国际动力煤市场来看,由于需求不足,近期价格大幅下挫,目前主要输往中国地区的澳洲5500大卡动力煤现货平仓价格为61.6美元/吨,比上周同期下跌3.1美元/吨。

图表 53: 动力煤期货现货价格走势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 54: 动力煤电厂库存及可用天数



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

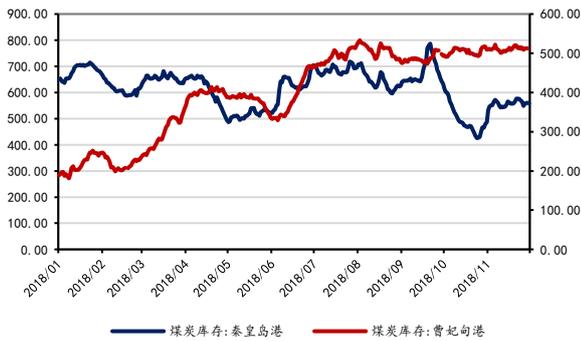
坑口煤暂无回暖迹象

本周,鄂尔多斯地方煤矿公路日销量出现下滑,11月25日-11月27日的日销量均回落至145万吨左右,较上周平均水平160万吨,下降约15万吨,降幅达9.4%。从销量数据来看,省外销量保持相对稳定,未有明显下降。且近两个月以来鄂尔多斯地方煤矿销量中省外销量部分出现持续上升的趋势,自10月下旬以来,省外销量从每周270-280万吨上升至340-350万吨之间,所占总销量比重从25%左右上升至30%。其中省外销量增长最明显的几个地区为河北、山西、陕西以及宁夏。近几日销量下降主要的范围是内蒙古区域内,从之前的115-120万吨下滑至100万吨左右。销量回落的因素不一,一方面,临近月底,电厂当月合同拉运完成,月末销售量下降;另一方面,鄂尔多斯对货车超限超载专项整治有些关联,本项整治从11月12日持续至2月12日结束。由于车辆限超之后车主拉运单车单次减量而导致运费减少,车主对运费上调的要求与运力需方货主僵持,运输量受到一定的影响。销量下滑施压坑口销售价格,煤炭生产企业销售竞争迫使价格策略连续不断。

沿海煤炭运输市场继续走弱

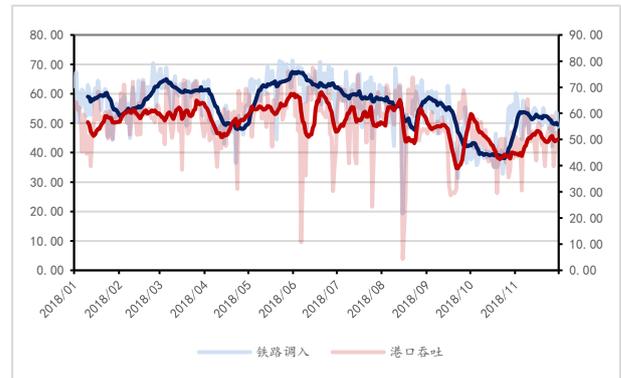
目前沿海煤炭运价指数报收于 808.24 点，比上周同期下降 27.66 点，降幅 3.31%。其中秦皇岛-广州（5-6 万吨船型）运价 39.2 元/吨，比上周同期下跌 4.1 元/吨；天津-上海（2-3 万吨船型）运价 41 元/吨，较上周同期微涨 0.4 元/吨。国际方面，尽管太平洋地区煤炭市场交投低迷与南美粮食运输需求不足导致巴拿马型船运市场继续走弱，但在海岬型船运市场止跌反弹的拉动下，国际干散货运价指数却呈现小幅上升走势，截止 11 月 23 日，波罗的海综合运价指数（BDI）报收于 1093 点，比上周同期上涨 62 点，涨幅 6.01%。

图表 55：动力煤港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：动力煤港口调入量与吞吐量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

综合来看，目前市场运行行情仍不乐观，下行趋势仍在持续，在需求情况扭转之前，市场运行趋势很难发生大的变化。进入 12 月份，煤价经历持续下跌不断消化消极因素，冬季深入气温下降促使煤耗逐渐回升，届时煤价或将迎来转暖阶段。

油脂油料：中美元首会晤在即，全球豆类市场等待指引

1 外部豆类市场分析

中美能否达成贸易协议，关乎美豆未来涨跌

备受各方期待的中美元首会晤即将登场，此次会晤中美双方能否达成贸易协议将对未来美豆走向具有重要指引作用。由于会晤前美方高层释放的信息较为混乱，无疑增加了本次会晤能否取得积极成果的不确定性。从目前CBOT大豆期货在900美分附近表现及基金持仓结构变化看，显然各方都在做两手准备。如果中美双方能达成协议改善目前紧张贸易形势，中方必然承诺和实施扩大美国农产品(尤其是美国大豆)的进口，美豆低迷的出口现状可就此改观，库存压力逐步化解，引领价格维持震荡攀升走势。而此前南美大豆因中国需求造成的高升水也将快速回落，重新建立与美豆之间的价格平衡关系。如果中美双方无法谈拢，维持各说各话状态，美国将按计划在明年1月启动新一轮加税措施，中美贸易战继续恶化，中国对美国大豆进口继续保持停滞状态，且有可能彻底告别中国市场。美豆在库存压力下将重回下跌状态，并可能长期维持弱势。与此同时，中国买家将加大对南美大豆的采购力度，南美大豆升贴水报价有望止跌回升，市场的关注点将转移到南美大豆生长季节的天气及对未来产量的评估上来。

2 国内油脂油料市场分析

进口大豆供应保持宽松，豆粕市场低位震荡

国家海关总署公布的数据显示，10月中国进口大豆692万吨，其中653万吨大豆来自巴西，占比高达94%，月度进口规模较去年同期高出近一倍。巴西大豆的出口潜力远远超过市场预期，为缓解中美贸易战下中国进口大豆短缺起到关键作用。相比之下，根据美国农业部的出口检验报告，自7月底以来，运往中国的美国大豆船货不到50万吨，而2017年8月至11月期间，有将近1800万吨美国大豆发往中国。除了中国大豆进口结构发生深刻变化外，国内主动应对新形势而采取的调控措施陆续生效也对缓解大豆供应紧张起到重要作用。饲料配方中蛋白粕添加比例下调直接带动蛋白粕需求下降，扩大杂粕进口渠道，增加国际市场其他产豆国的大豆进口量，取消豆粕出口退税措施削弱豆粕出口竞争力以增加国内供应。非洲猪瘟疫情仍在多点爆发，禁止生猪跨省流动不利于企业补栏，远期饲料需求将受到较大影响。此外，中美贸易关系走向的不确定性也使供需双方观望情绪升温，多地油厂豆粕库存增加，油厂多采取降价方式消化库存。从目前来看，年底前巴西大豆供应能力依然较强，加上国内港口大豆库存处于高位，国内大豆供应会继续保持宽松状态。

油脂库存居高不下，价格整体承压

自7月中旬中美贸易战爆发以来，国内油脂加工企业为避免进口受限而提前锁定南美货源，致使国内大豆库存量长时间处于高位水平。前期大豆压榨利润高企，油厂开工率较高，而国内油脂需求相对乏力，无法适应供给端的快速增长，国内豆油库存水平处于连续攀升状态。根据分析机构的统计数据，截止11月底，我国主要加工区的豆油商业库存总量达到160.5万吨，较上月减少3.2万吨，但比2017年同期的141.9万吨增加18.6万吨，同比增幅达到13.11%。同时，国内主要港口地区进口棕榈油商业库存保持平稳，且棕榈油需求进入淡季。总体来看，除临储菜油和国产菜油库存季节性偏低外，四季度我国豆油和棕榈油库存水平居高不下，油脂市场供过于求的基本现状仍在深化。此外，马来西亚棕榈油增产，印度尼西亚取消棕榈油出口关税等消息均刺激国际棕榈油价格大幅下跌，外部油脂市场整体低迷的表现也为国内油脂价格反弹增加难度。

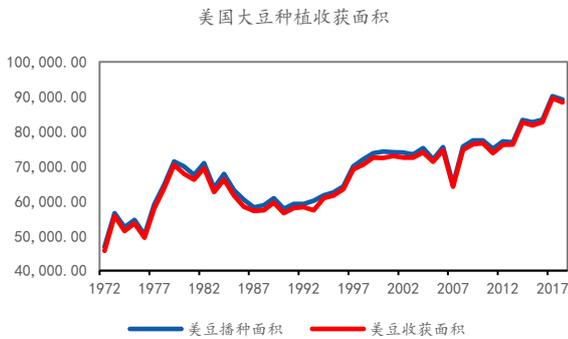
3 油脂油料市场操作建议

中美元首会晤能否为中美贸易战带来转机将对下一阶段国内外豆类市场走势产生重要影响。如果双方能达成贸易协议，美豆出口困局获得改善，美豆价格有望突破900美分向

上拓展空间，而国内豆粕和油脂和可能继续下跌，对外部市场宽松的供应格局做出反应；否则，豆类市场将重回外弱内强的分化走势。

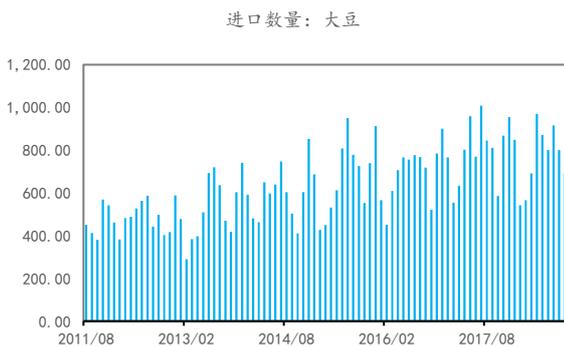
4 油脂油料市场主要数据

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。

Green Pool: 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估上调至 360 万吨

商品分析机构 Green Pool 周三表示, 上调 2018/19 年度全球糖市供应过剩预估至 360 万吨, 之前预估为 322 万吨。但本年度过剩预估仍要远低于 2017/18 年度 2,000 万吨的预估。该分析机构表示, 此番对 10 月底的预估数据作出调整, 是因为包括巴西和泰国在内的消费增长预估低于预期。

甜菜收割持续受干旱影响 欧盟糖价现反弹

欧盟委员会作物监测部门 MARS11 月报告显示, 10 月 1 日至 11 月 18 日期间, 在欧洲东南部、德国、法国东部、比荷卢三国、乌克兰和俄罗斯中部地区降雨量严重不足(累计降雨量低于长期平均值的 50%)。缺乏降雨和温暖天气导致了这些地区的气候水负平衡, 春季以来德国、波兰西部、捷克北部、法国东部和比荷卢等国降水不足/干旱的情况进一步加剧, 影响了甜菜等作物的收割以及冬季作物的播种和萌芽。尽管英国和法国有利的天气使得甜菜收获进展顺利, 然而其他许多地区面临延迟, 一方面受到欧洲中部和北部地区播种延误影响, 另一方面受到土壤坚硬、干燥的影响。甜菜农正努力赶在霜冻和积雪可能对收割造成进一步影响之前尽可能多地完成收割工作。相反, 西班牙收割延迟是由于土壤潮湿造成的, 更多影响到的是物流而不是甜菜单产。MARS 本月没有更新甜菜单产数据。其在 10 月份的报告中表示, 将欧盟甜菜平均单产预期下调至每公顷 72.7 吨, 较 5 年平均水平 74.9 吨下降 2.8%。

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)。

印度: 截至 11 月上旬糖产量同比下降至 116.3 万吨

印度糖厂协会 (ISMA) 数据显示, 印度 2018/19 食糖榨季如预期准时开启, 截至 2018 年 11 月 15 日, 全国 238 家糖厂已经开始压榨甘蔗, 去年同期为 349 家。截至 11 月 15 日的食糖产量为 116.3 万吨, 低于去年同期的 137.3 万吨。今年北方邦的大多数糖厂于 11 月上旬开榨, 而去年有 38 家糖厂于 10 月开榨。由于生产启动较晚, 截止 2018 年 11 月 15 日, 北方邦糖厂已产糖 17.6 万吨, 而去年同期的产量为 56.7 万吨。截至 2018 年 11 月 15 日该邦有 71 家糖厂开榨, 而去年同期则有 78 家。

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。”

2 综合分析

现货价格销售压力非常大，需求平淡。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。本周原油仍然弱势，原糖期货整体维持震荡走势。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。宏观经济偏弱，同时国内集中压榨，现货价格疲软。后期维持做空思路。关注 5100 压力。

3 白糖市场主要数据

图表 61：白糖期货结算价格



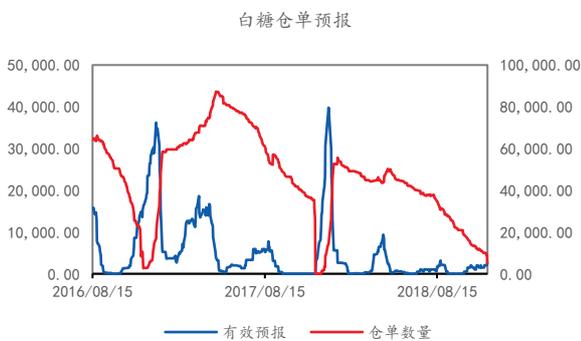
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：白糖进口价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：白糖仓单预报



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：白糖销糖率



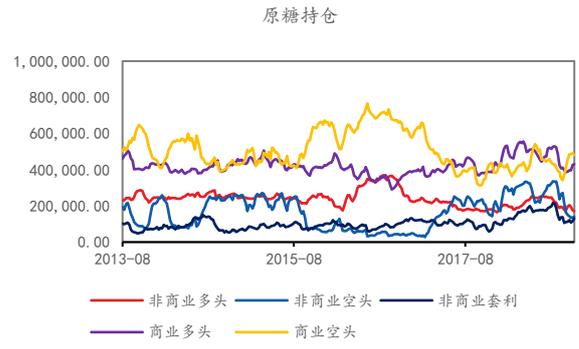
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65: 白糖月度进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 66: 原糖 CFTC 持仓



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

免责声明

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