

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

于瑞光

从业资格：F0231832

投资咨询：Z0000756

yuruiguang@tqfutures.com

王万超

从业资格：F0290005

投资咨询：Z0011089

wangwanchao@tqfutures.com

李小薇

从业资格：F0270867

投资咨询：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

刘坤

从业资格：F3041660

投资咨询：TZ014346

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

wuqirui@tqfutures.com

宏观策略：美联储加息暂缓的预期继续升温，以及贸易战缓和等因素。预计市场短期以震荡走势修复前期过快过大幅度的下跌。中长期看需求不足的压制将长时间存在，而供应产生实质性压力的概率已经逐渐缩小，建议继续关注利润空间较高品种反弹后的抛空机会。

股指期货：沪指周一因中美协定而产生的跳空缺口逐渐回补完成。考虑到政策的支撑，以及指数绝对地位的估值支撑，沪指 2600 点以下仍可择机寻求波段性买入机会，但是尽量以震荡思路为宜，沪指 2700-2800 以上属于相对较高区域。

铜：美联储加息暂缓的预期继续升温，工业品亦维持小幅震荡的走势。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：黑色系中期下跌趋势未改，钢材冬储价格仍是市场关注的关键，现货价格大概率承压下行，在经济数据不及预期下，宏观预期或将继续主导市场行情，下周市场承压下行概率大。

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，但需要注意近期主力合约移仓，远月合约可能短线上涨，等待反弹抛空。

纸浆：纸浆全产业链产成品库存高企，其中问题最严峻的是造纸业环节，原纸累积情况严重，影响纸浆需求。下游铜版纸、双胶纸价格还在持续下行，纸浆基本面改善尚需等待。仍然关注 5000 元/吨的支撑力量。短期维持偏空的思路，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：综合来看，目前市场运行行情仍不乐观，依然将保持低位震荡走势，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。

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。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。

周度策略：适当谨慎部分品种近月逼仓行情

本周市场出现了明显的分化走势，不仅是品种间分化，近月和远月之间也分化明显。品种方面，黑色系反弹势头十足，焦炭 1901 合约周度涨幅达到了令人匪夷所思的 13%，即使在牛市下这种行情也十分少见，另外近月的焦煤已经创下新高，周涨幅接近 10%。有色市场较为疲弱，铜本周跌幅近 1%，锌涨近 4%；化工方面整体维持反弹，比原油走势强势得多，聚烯烃出现连续两周的反弹行情，PTA 大幅反弹近 8%。

整体看，当前的行情还是对前期过快的集中下跌进行修复，事实上，当前的宏观背景和供需关系下，很难出现逆转行情。

简单关注下宏观，预计 11 月份房地产投资继续小幅下行，基建有所回升。楼市调控边际趋缓，但放松言之尚早，融资仍紧，房地产投资 11 月或继续放缓至 9.5%(前值 9.7%)。近期调控有边际放松迹象，11 月前三周各地楼市调控政策 12 次，相比此前月均 40 次下降；部分银行房贷利率开始松动，放款速度加快。这或是前期部分区域过于严苛政策的纠偏，但金融周期仍在高点，楼市的调整尚不充分，今年投资、拿地、开工等实际是小高点，房价近期仍在反弹，房地产对其他行业的挤压仍较严重。若贸易摩擦缓和，楼市放松的必要性和幅度或更小。目前融资条件仍紧，销售回款趋弱，房地产相关贷款趋势放缓，国内发债量缩、对融资方式和发债主体要求趋严，信托与海外发债量缩价升。开发商或继续加快新开工以回款，但是融资受限，施工、竣工仍弱，房企资本开支放缓，年底将至，土地供应量上升，但是成交冷淡，11 月百城土地成交面积累计同比续缓，成交楼面均价累计同比跌幅扩大。在回款压力、担心政策向三四线蔓延和年底冲业绩的情况下，11 月 30 城成交面积同比由负转正升至 8.42%，其中一线城市成交继续萎靡，二、三线成交迅速回升。

基建投资或反弹至 1.5%左右(前值 0.9%)。当前基建投资的反弹主要是政策驱动和政府性资金的支持所致。政府性资金方面主要来源于 7-10 月专项债的发行和预算支出 10-11 月份在农林水事务、交通运输等基建项目上的连续支出。另外，从城投债的净融资额来看，10-1 月份城投债的净融资额分别为 581 亿和 662 亿，由 9 月份的净偿还转为净融资，这将对后续基建投资的反弹也将形成一定的支撑。我们仍然预计 2018 年全年投资在 3%左右。

以焦煤和焦炭为代表的品种近月出现连续大涨行情，软逼仓的趋势明显，但是整体看，工业品缺乏逼仓的条件，远月则缺乏上涨的条件。由于近期钢价下跌且钢厂利润大幅收窄，加上钢厂原有焦炭库存储备充足，高炉限产趋严，钢厂打压焦炭等原料价格意图仍较为强烈。同时，受重污染天气持续性影响，国家环保力度持续加强，山东、江苏地区焦化企业限产情况加剧，焦企限产平均 30%以下，焦企产能利用率大幅下降。据我的钢铁网调研统计，本周华东地区独立焦企产能利用率下降 7.79%。总体来看，焦企、钢企焦炭库存都在逐步降低，大多将库存堆放在港口或更多地发货给钢厂，焦企产量缩减，市场需求疲软，焦企出货受阻，价格难以维持高位。焦炭作为黑色产业链中游品种，受焦煤和钢铁两头挤压，企业盈利水平不足，整体产量水平处于低位，自身基本面只能决定位置，走势还是跟随成材，而下游钢材价格整体下跌，钢厂利润收缩，自然祸及焦炭端，焦炭终究无法独立走出趋势性行情。但笔者认为即使这一轮钢价有所上涨，也只是由消息面和宏观面刺激引发的阶段性及报复性反弹，焦炭总体偏弱格局仍然难以扭转，追多的风险很大。

美联储加息暂缓的预期继续升温，以及贸易战缓和等因素。预计市场短期以震荡走势修复前期过快过大幅度的下跌。中长期看需求不足的压制将长时间存在，而供应产生实质性压力的概率已经逐渐缩小，建议继续关注利润空间较高品种反弹后的抛空机会。

目 录

周度策略：适当谨慎部分品种近月逼仓行情.....	- 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 宏观面继续维持弱势.....	- 6 -
3 流动性：央行再度投放货币防止年底资金面紧张.....	- 7 -
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：铅价走势，将继续高位运行.....	- 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，后期下行压力大.....	- 16 -
3 原料端：短期企稳反弹，后期仍将承压.....	- 17 -
4 总结与建议.....	- 19 -
甲醇	- 20 -
1 甲醇市场供求分析.....	- 20 -
2 综合分析.....	- 21 -
3 甲醇主要数据.....	- 22 -

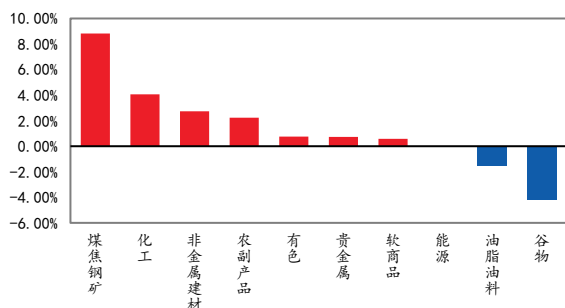
纸浆	- 23 -
1 行情回顾.....	- 23 -
2 基本面主要变化.....	- 23 -
3 总结与展望.....	- 25 -
天然橡胶.....	- 26 -
1 行情回顾.....	- 26 -
2 基本分析.....	- 26 -
3 内在逻辑.....	- 30 -
4 总结建议.....	- 31 -
动力煤	- 32 -
1 走势回顾.....	- 32 -
2 基本面分析.....	- 32 -
3 综合分析.....	- 33 -
白糖	- 34 -
1 白糖市场供求分析.....	- 34 -
2 综合分析.....	- 35 -
3 白糖市场主要数据.....	- 35 -
免责条款.....	- 37 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
纤维板	焦煤	PTA	胶合板	锰硅	棕榈油	热轧卷板	锌	苹果	铁矿石
22.87	9.15	7.85	7.59	7.39	6.15	5.02	5.00	4.55	4.51

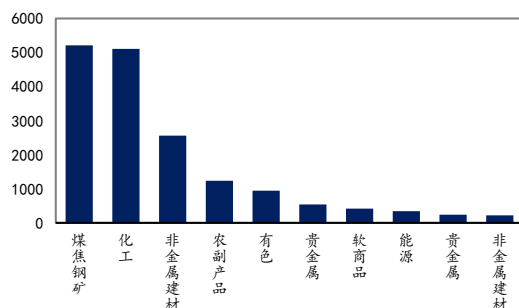
国内市场跌幅前十（单位：%）									
鸡蛋	玉米	豆一	玉米淀粉	动力煤	焦炭	沥青	镍	PVC	聚丙烯
-14.40	-4.71	-4.16	-3.52	-3.17	-2.80	-1.97	-1.47	-1.39	-1.17

图表 1: 商品板块周涨跌幅



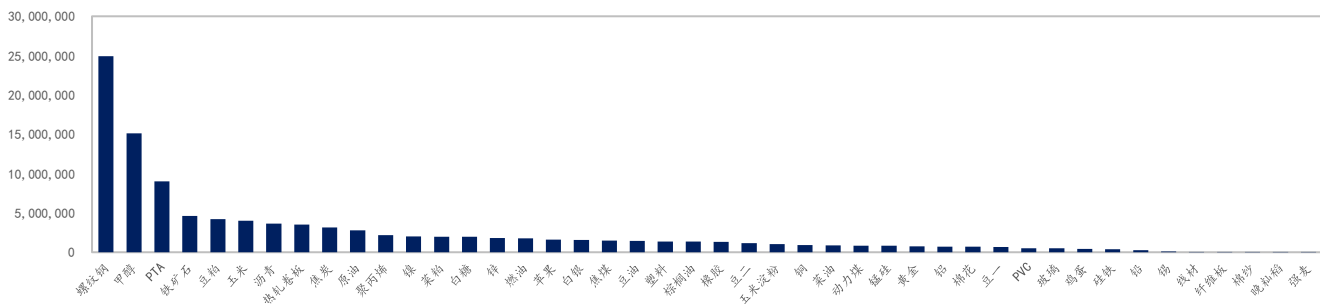
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



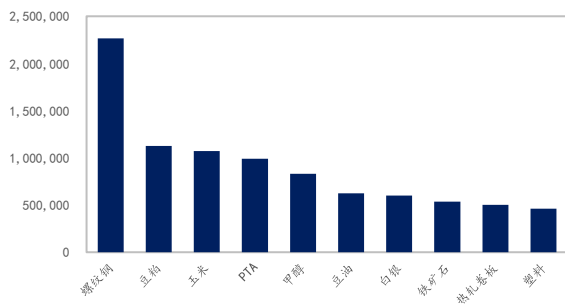
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



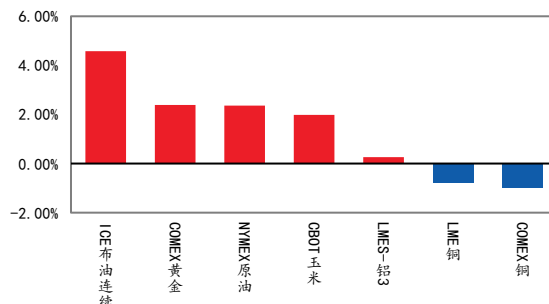
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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	12 月 6 日	OPEC+ 已同意减产但减多少、怎么减还存分歧	沙特阿拉伯、俄罗斯和 OPEC+ 集团的其他成员建议削减石油产量，但各方尚未就应该减产多少达成一致。	OPEC 对油价的影响仍然较大，需要密切关注政策变化
	12 月 6 日	欧央行正讨论 2019 年退出刺激计划的新路径	政策制定者提出的想法包括一种新的多长期贷款，以浮动利率提供的永久期限的多长期贷款。	欧央行一旦结束量化宽松，全球的流动性将进一步收紧
数据	12 月 7 日	美 10 月贸易赤字十年新高	美国 10 月贸易帐-555 亿美元，预期-550 亿美元	美国贸易逆差进一步扩大，与进口量较大也有一定关系
	12 月 4 日	中国 11 月财新制造业 PMI 50.2	内需略有回暖，外需减弱，出口订单量在第四季中期进一步下降，继续拖累整体销量。制造业用工继续收缩	宏观下行压力仍然较大
事件	12 月 5 日	棚改政策酿变：新项目不得以政府购买服务举债	在 2019 年的棚改计划中，政府购买棚改服务模式将被取消	继续控制地方政府债务野蛮增长

资料来源：中投期货研究所

2 宏观面继续维持弱势

2018 年 10 月工业企业利润同比增长 3.6%，在主营业务收入累计同比仅小幅下挫的背景下，利润率增速的同比走低仍是拖累所在。从上中下游走势来看，尽管环保督查力度趋缓使上游产量提升带动收入增速有所回升，但需求总体承压回落使上游产品利润率增速下行有所加快，近期上游大宗价格回落加快，利润增速整体仍将延续下滑趋势。中游方面，受下游需求偏弱压制，收入增速持续回落，但受上游产品价格回落影响，利润率改善带动利润增速整体略有回升。下游方面，需求承压、价格下行主导主营业务收入与利润率增速双双回落，下游利润增速延续下行。在环保督查力度趋于缓和与大宗商品价格下行加快背景下，行业利润分配格局有所转变，上游行业利润增速延续回落，中游利润下行压力略有缓和，下游则延续承压。此外，10 月非金属矿物制品利润总额较上月大幅增加，或与基建发力引致水泥需求增多有关。化工、石油、钢铁、水泥是新增利润的主要组成部分，新老动能转化任重道远。国有企业同比增速依然领先，但边际降幅最大，股份制企业有所下滑，私营工业企业持平于上月。展望未来，需求总体偏弱、PPI 下行以及高基数背景下，

利润增速仍面临较大下行压力，但在稳增长政策对冲下，四季度工业企业利润增速的回落将较为缓慢。

11 月 PMI 指数 50%，创 2016 年 8 月以来最低值，经济景气度再度延续回落，经济整体下行压力有所增大。各主要指标大多回落，其中生产、新订单、进口指数延续回落，表明供需扩张动能进一步放缓，新出口订单指数持续位于荣枯线之下，全球经济增长动能萎缩与贸易摩擦负面影响犹存，原材料库存与产成品库存有所回升但仍位于荣枯线以下，生产积极性依旧偏低。原材料购进价格和出厂价格指数均大幅回落，其中出厂价格指数甚至回落至荣枯线以下，企业利润再度承压，PPI 将有所回落，但原材料购进价格跌幅大于出厂价格，将使上游价格对中下游利润的挤压略有缓和。大型企业扩张态势放缓，中小企业仍位于荣枯线以下。总体来看，PMI 延续回落，供给需求均延续下行，价格指数回落明显，经济仍面临较大下行压力，但建筑业新订单和业务活动指数的回升表明基建已有所发力，叠加中美领导人同意暂缓加征新的关税，中美贸易摩擦短期将迎来阶段性缓和，经济下行压力或略有趋缓。

3 流动性：央行再度投放货币防止年底资金面紧张

周五无逆回购到期，与此同时，有 1000 亿元国库定存中标，利率为 4.02%，较上期提升 0.31 个百分点，鉴于无逆回购到期，按全口径计算，人民银行今日实现净投放 1000 亿元。

周四短端资金面边际趋紧，上海银行间同业拆放利率（Shibor）方面，隔夜 Shibor 大幅上行 15.1 个基点，1 个月期的 Shibor 仍然上行了 2.8 个基点，体现跨年资金面边际趋紧的情况依旧存在，3 个月以上 Shibor 与上一交易日基本持平。

12 月 6 日，央行开展了近一个月以来首次公开市场操作——1875 亿元的 1 年期 MLF，利率 3.3%，与前次操作持平。据当日交易公告披露，央行对当日到期的 1875 亿元 MLF 进行了等额续做。这次操作并没有带来增量流动性投放。央行逆回购操作则继续停摆，自 10 月 26 日以来，连续停摆时间已达 30 个工作日。

从总量角度看，由于有年末财政支出的“力挺”，12 月流动性总量反而有望出现较明显提升。12 月是传统的财政投放月，当月财政存款余额往往会大幅下降，例如，2016 年 12 月和 2017 年 12 月的财政存款余额均减少约 1.2 万亿元。中信证券固收研报预计，今年 12 月财政支出大概在 2.4 万亿元左右，且考虑到 12 月税收规模较少，本月财政存款有望实现净支出 1.5 万亿元。财政资金的集中提升，将迅速充实银行可用资金，提升超储率。历史上，每到四季度末，金融机构超额准备金率就会迎来一个跃升，2017 年是从三季度末的 1.3% 跳涨至 2.1%。

4 商品市场策略

美联储加息暂缓的预期继续升温，以及贸易战缓和等因素。预计市场短期以震荡走势修复前期过快过大幅度的下跌。中长期看需求不足的压制将长时间存在，而供应产生实质性压力的概率已经逐渐缩小，建议继续关注利润空间较高品种反弹后的抛空机会。

5 股指期货市场分析

指数弱势震荡 避险情绪

周五两市以平静走势收官，A 股市场冲高乏力、小幅震荡整理，隔夜美股先抑后扬，暂时稳定了投资者的恐慌情绪，周五亚太市场走势趋于平静，两市股指早盘小幅高开之后一度快速冲高，无奈周末临近，投资者观望情绪较重，市场跟风资金明显不足，沪指全天基本围绕 2600 点窄幅波动。创业板市场周五小幅震荡回落，成指全天表现弱于主板市场。

全球资本市场经历了周一的全面大跌之后，随着隔夜美股的先抑后扬，市场恐慌情绪暂时得到缓解，周五亚太市场基本区域平稳。由于周末临近，市场观望情绪较重，场外资金进场做多的意愿较弱，两市股指全天基本呈现窄幅波动的运行态势。由于年底将至，市场各方的投资行为日趋谨慎，在没有出现显著的趋势性机会之前，场外资金不会贸然进场大举做多。与此同时，各类突发事件仍有可能对 A 股市场造成一定的冲击。因此持币观望，等待转机的出现可能是当前较为理想的应对策略。

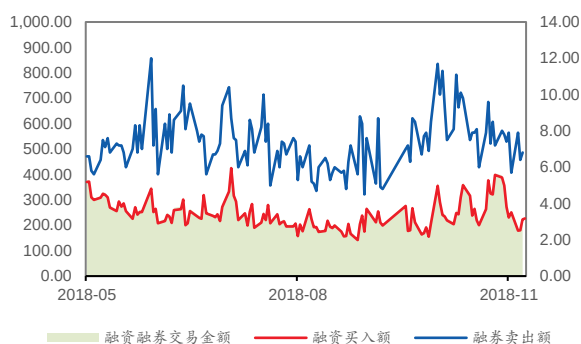
当前市场应执行逢低买入策略

当前市场上涨的内生动力仍较为匮乏。整体偏谨慎，在外部面临全球经济增速回落、贸易摩擦等因素影响及国内经济向高质量发展转型背景下，预计外贸有回落压力，消费小幅回落，投资维持低位逐步走稳；2019 年经济仍面临缓步回落态势，全年 GDP 增长 6.3% 左右政策：政策面转稳预期将可能在 2019 年逐步加强。对外开放力度加大，积极财政政策有望在 2019 年延续，赤字率有望适度提升。货币政策保持稳健中性，边际上偏宽松，不排除继续定向降准可能。

金融监管形势偏向稳定，国际化推进、制度完善和科创板推进为资本市场带来改革创新的制度红利，给市场带来活力。企业盈利受制于经济偏弱格局，但市场估值经过调整之后处于较低水平，存在修复和提升空间。

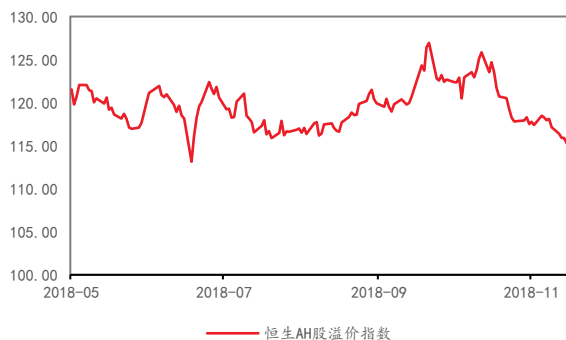
中美贸易摩擦缓解后市场增量资金有望积极入场。险资、社保继续入市步伐，回购、沪深港通带来增量资金，纾困资金也对资金面有所支撑，再加上 A 股国际化带来海外资金的配置，虽然有融资压力，但预计整体资金面情况将较 2018 年明显改善，资金面将呈现净流入态势 2019 年上半年市场展望：阴霾渐散，晨光熹微。经济维持缓步回落，政策面转稳预期将逐步加强；积极财政政策边际将加大力度，赤字率或适度提升；货币政策保持边际偏宽松；特别是险资、社保、回购、沪深港通等增量资金的流入，2019 年资金面情况有望较 2018 年有明显改善；而目前市场整体估值水平处于较低水平，存在修复空间；随着增量资金流入、机构投资者比例提升、市场风险偏好的修复，有望对市场带来反弹动能。因此，对 2019 年上半年市场行情，略偏谨慎乐观。从技术面看，大盘经过 2018 年持续震荡回调后，市场风险释放较为充分，虽然仍面临经济下行压力，但中美贸易环境有适度改善迹象，随着市场阴霾逐渐散去，管理层也在加大政策支持力度，积极财政政策和边际偏宽松的货币政策对市场构成支持，加上资本市场改革创新带来活力以及资金面改善，市场将在晨光熹微中迎来希望，预计有望出现修复性反弹机会，中期将逐步走稳。

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 9：恒生 AH 溢价指数



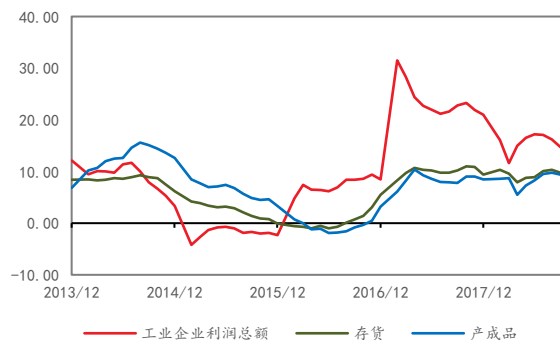
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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，

线缆成为需求亮点

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%；房屋竣工面积累积值为 57391.81 万平方米，累计同比减少 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

美联储加息暂缓的预期继续升温，工业品亦维持小幅震荡的走势。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



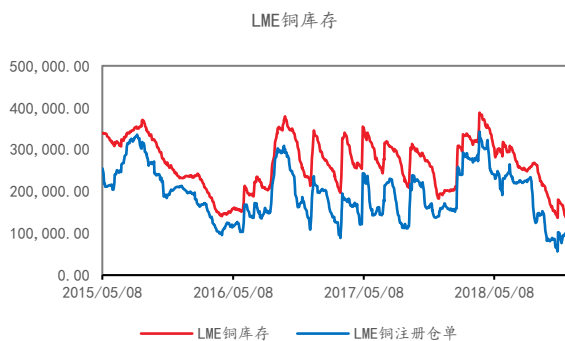
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



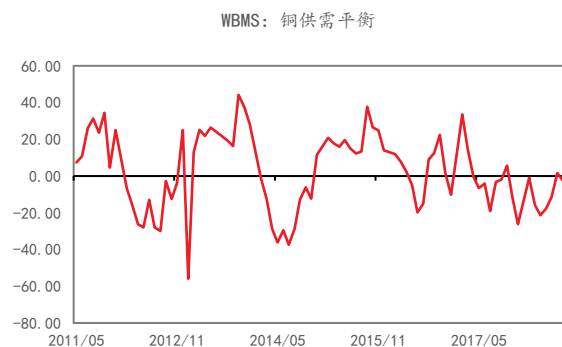
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



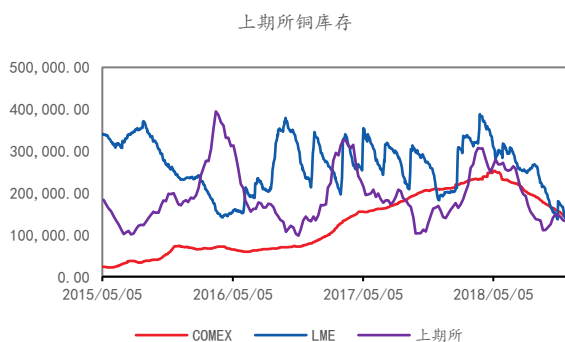
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 MVWunma 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、国内精炼供应。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。

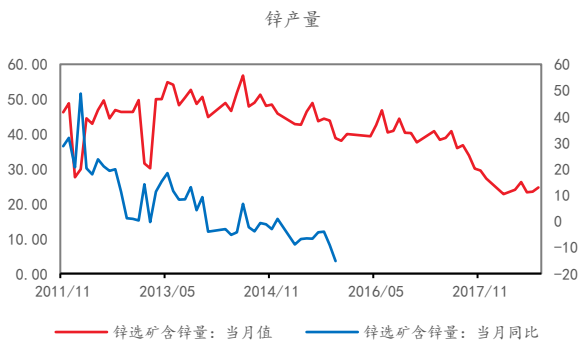
基建方面，1—9 月，我国基建投资累计同比增速为 3.3%，去年同期同比增速为 19.8%。综合来看，锌市下游行业数据表现均低于去年同期，需求端或难以对锌价形成有效提振。

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。

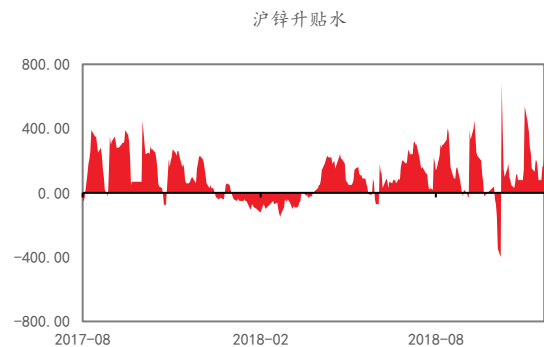
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



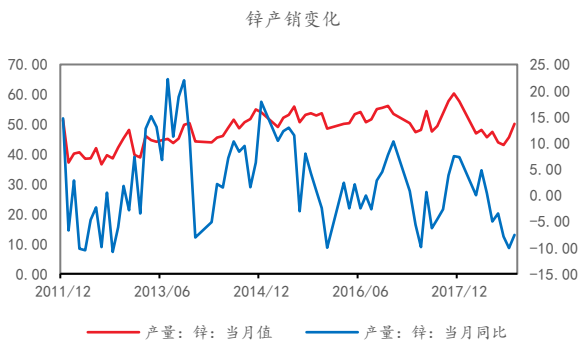
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



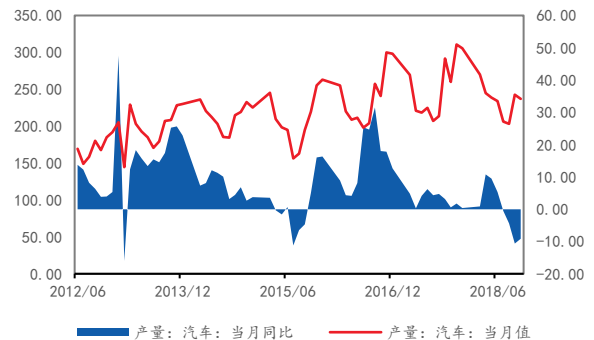
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：铅价走势，将继续高位运行

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。

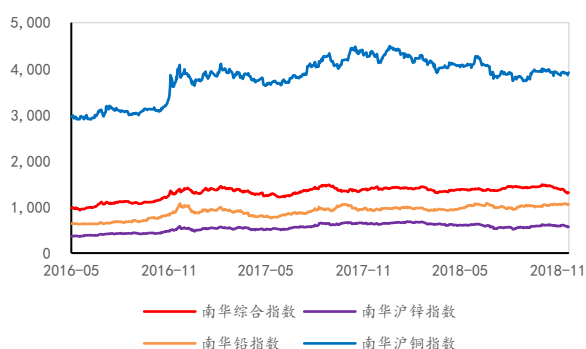
分行业来看，四季度电动车电池旺季退出，汽车电池接力，汽车电池用铅量不及电动车电池，消费大幅好转的可能性较低。新能源汽车高速增长趋势未改，8 月新能源汽车产销分别完成 9.9 万辆和 10.1 万辆，比上年同期分别增长 39% 和 49.5%。1-8 月，新能源汽车产销分别为 60.7 万辆和 60.1 万辆，比上年同期分别增长 75.4% 和 88%。

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。

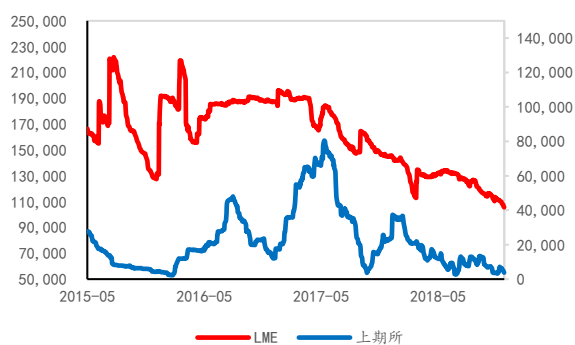
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



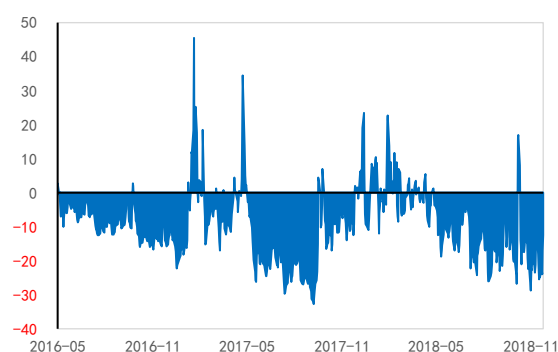
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：交易所铅库存



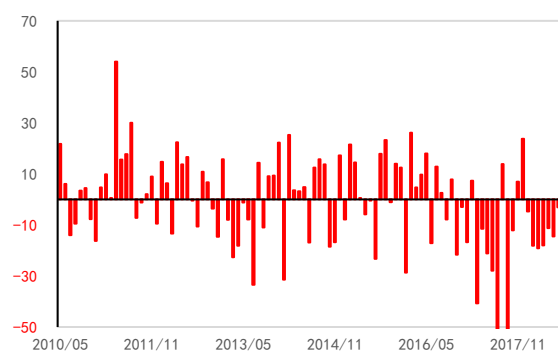
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

本周黑色系市场主力合约除焦煤外，其他品种主力移仓到 1905 合约，市场表现看，本周原料端的反弹强于钢材，并且近月煤焦走出逼仓的形态，但周五夜盘尾盘焦炭又大幅回落。从市场行为看，在临近交割且期货合约处于贴水状态下，市场往往讲逼仓的故事，而事后发现真正逼仓其实很少出现，主力资金往往获得想要的利润后离场，而不是选择交割。

整个黑色系市场看，我们认为中期的下跌趋势尚未结束，短期反弹到顶的概率也偏大，主要问题还是我们多次强调的钢材冬储问题，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 700 左右毛利的情况下，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。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 3920 元/吨的价格，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，本周公布进出口数据，据海关统计，今年前 11 个月，我国货物贸易进出口总值 27.88 万亿元人民币，已超过去年全年，比去年同期（下同）增长 11.1%。其中，出口 14.92 万亿元，增长 8.2%；进口 12.96 万亿元，增长 14.6%；贸易顺差 1.96 万亿元，收窄 21.1%。而 11 月份数据来看，出口同比增速为 5.4%（美元计），人民币值同比增速为 10.2%，大幅低于上月和预期水平，进口同比增速为 3%（美元计），人民币值同比增速为 7.8%，出现了更大幅度的回落。前期出口增速较高主要源于企业抢出口，在全球经济下行压力下，出口增速逐步回落，进口的下滑也反映国内需求的下行。

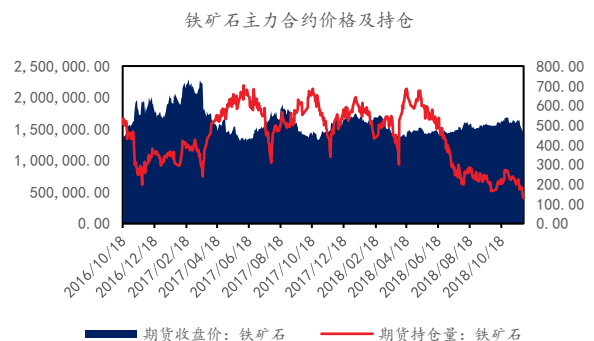
产业方面，河北唐山市发改委下发《关于严格落实钢铁行业高炉装备错峰生产要求的函》的通知。该通知要求：按照市政府印发的《唐山市 2018-2019 年秋冬季钢铁行业错峰生产方案》（唐政字[2018]119 号）“各县（市）区政府、各钢铁企业应按照错峰生产期高炉完全停产方式实施管控和限产，不得采用焖炉等方式代替限产任务量；连续停产的高炉仍达不到规定限产比例的，可再采取对高炉实施部分时间段停产的方式实施管控和限产”的要求。从实际了解到情况看，唐山地区高炉开工率并未出现大幅下行，重污染天气启动的环保限产更多的针对烧结机。前期我们多次强调，在外部有冲击的情况下，维稳经济成为当前的主要任务，环保限产让位经济。

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，后期下行压力大

根据调研情况看，今年采暖季限产严重不及预期，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。据中钢协统计数据，11 月中旬重点钢企粗钢日均产量 195.15 万吨，旬环比增加 3.51 万吨，增长 1.83%。本周高炉开工率方面，最新

高炉开工率为 65.88%，较上周下降 0.83%，与去年同期的 62%相比，可见限产力度的弱化。

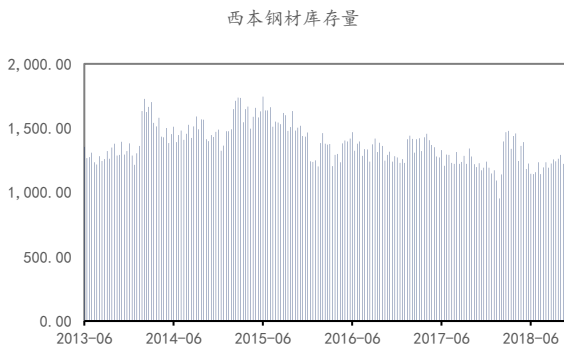
供应角度看，采暖季限产下高炉开工率降幅不及预期，实际限产执行效果较差，在有 700 元/吨左右利润情况下钢企生产积极性较高，供过于求的态势难改。

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 29：重点企业钢材库存



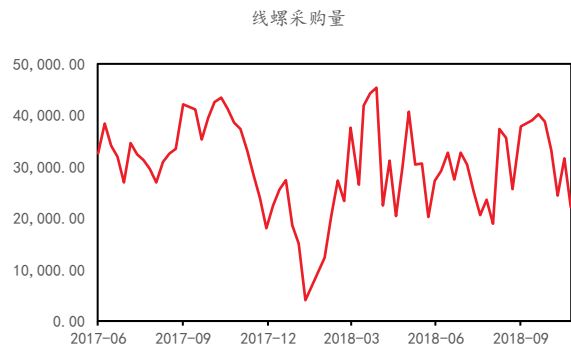
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，社库和厂库双降，前期压抑需求短期释放。从主要品种的社会库存看，截止 12 月 07 日，国内主要钢材品种库存总量为 808.44 万吨，较 11 月 30 日下降 24.37 万吨，环比下降 2.93%；国内螺纹钢社会库存量由 299.98 万吨下降 5.9 万吨至 294.08 万吨，环比下降 1.97%，钢厂螺纹钢库存减少 26.29 万吨；热卷社会库存降 8.5 万吨至 203.29 万吨，环比下降 4.01%，钢厂热卷库存减少 3.89 万吨。整体看，11 月份钢材大跌，很多工地买涨不买跌的心态下，前期压抑的需求得到释放，库存呈现双降的态势。

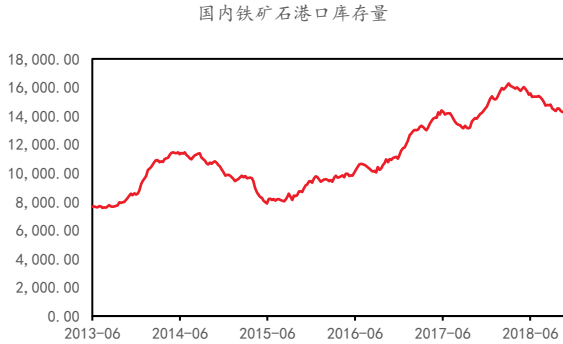
需求端看，12 月钢材淡季特征越来越明显，华北华东地区降温天气持续，多地出现降雪，下游需求将明显受到影响，北材南下的钢材量也将逐步增加，后期库存压力将会升温。从沪市终端线螺采购数据来看，最新沪市线螺终端日均采购量为 27308 吨，体现了短期需求的释放。下周 11 月份重磅投资数据等公布，地产压力在数据中会有所展现，需求下行压力明显。据海关数据，11 月份我国钢材出口 529.8 万吨，环比下降 20.20 万吨，降幅为 3.67%，为今年 2 月份以来最低水平；前 11 月累计出口钢材 6377.8 万吨，去年同期为 6975.1 万吨，同比下降 8.6%。11 月份我国进口钢材 105.7 万吨，环比下降 8.10 万吨，降幅为 7.12%；前 11 月累计进口钢材 1216 万吨，去年同期为 1209.7 万吨，同比增加 0.5%。出口仍无亮点，对钢材需求贡献有限。

整体看，需求下行趋势未改，价格进一步承压。

3 原料端：短期企稳反弹，后期仍将承压

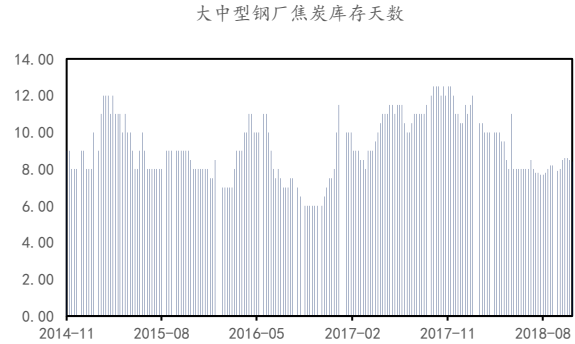
铁矿石方面，本周进口矿市场价格略有回升，截止 12 月 7 日，普氏 62% 进口矿指数报 66.95 美元/吨，较上周上涨 1.5 美元/吨。供应端看，四季度进口矿发货量增加，钢企需求层面在利润压缩下转向中低品矿，在钢企利润下行下控制库存，钢厂进口矿库存也下滑至 26 天，较上周下滑 2 天。港口库存来看，全国主要港口铁矿石库存约 13877 万吨，周环比下滑 175 万吨。市场压力仍在于钢材价格下跌的利润传导过程中，中长期矿石仍存下行压力。

图表 31：国内铁矿石港口库存



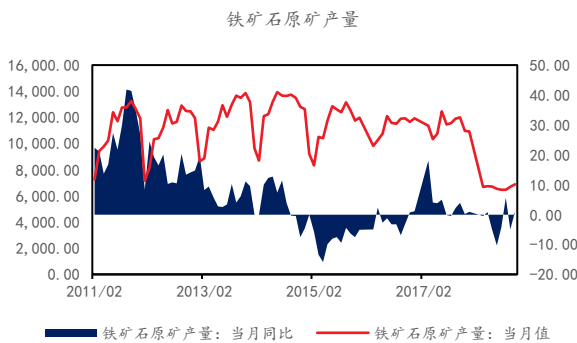
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：焦炭库存可用天数



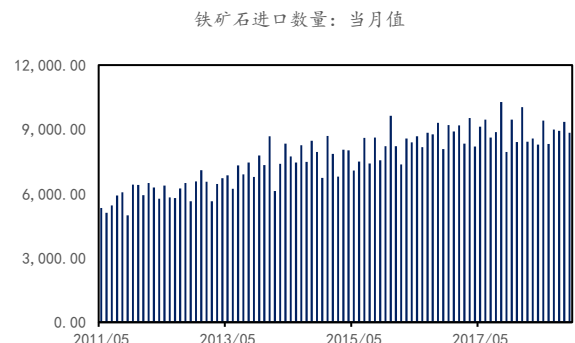
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，并且陆续有焦化企业提出上涨 100 元/吨的要求，目前钢厂并未接受，并且在后期钢材价格承压下，钢厂接受提价的概率也不大。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大幅限产的概率不高。目前最新仓单成本在 2450 元/吨附近，我们看到市场在有逼仓动作拉到此价格下也是承压下行。

从 Mysteel 统计数据看，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 73.76%，上升 1.28%，日均产量 66.29 万吨增加 1.15 万吨，焦炭库存 75.9 万吨，增加 8.79 万吨；炼焦煤总库存 1593.68 万吨，增加 32.3 万吨，平均可用天数 18.08 天，减少 0.26 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 446.11 万吨，增加 13.24 万吨，平均可用天数 14.44 天，增加 0.47 天。港口焦炭库存总库存 239.6 万吨，减少 3.4 万吨。原料焦煤库存增加，焦化厂焦炭库存、钢厂库存增加，钢厂采购积极性相对下滑，港口库存略有下滑，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，蒙古煤通过车辆近期在 300 辆/天水平，炼焦煤基本面维持偏紧状态。近期下跌主要受下游利润传导影响，产地煤价陆续松动，多地配煤价格出现下调。

4 总结与建议

黑色系中期下跌趋势未改，钢材冬储价格仍是市场关注的关键，现货价格大概率承压下行，在经济数据不及预期下，宏观预期或将继续主导市场行情，下周市场承压下行概率大。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格走低，成交下降

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，弱势整理；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。

现货价格弱势，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。

OPEC 初步同意减产 确切产量尚需俄罗斯承诺

OPEC 周四会议初步同意削减石油产量，但并未决定具体减产水平，需要在俄罗斯做出承诺后，才会决定确切的减产数量。据悉，俄罗斯能源部长诺瓦克(Alexander Novak)早先已从维也纳返回圣彼得堡，与总统普京进行讨论。周五，诺瓦克将回到奥地利，与 OPEC 和该集团盟友一起继续讨论。这次会议召开之际，石油市场正接近 2008 年金融危机以来最严重价格下跌的底部。过去两个月里，油价暴跌了大约 30%，加大了石油出口国预算的压力。但美国总统特朗普却要求 OPEC 不要减产，好让油价更加便宜。沙特能源部长法力赫表示，OPEC 及其盟友可能减产的幅度在 50-150 万桶/日之间，减产 100 万桶/日将是接受的，也是迄今为止的大概率假设情境，但前提是俄罗斯能够贡献其中的 15 万桶/日。如果俄罗斯能减产扩大约 25 万桶/日，那么整体减产幅度可能会超过 130 万桶/日。

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。

沿海与内地套利价差收窄，国产货源抵达有限，进口船货到港偏少，甲醇库存窄幅回落至 75.18 万吨。库存保持高位，沿海市场甲醇难以得到有效支撑。传统需求处于淡季，烯烃企业刚需为主，甲醇终端需求跟进滞缓。

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。

MTP/MTO 利润修复，但需求难起色

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，但需要注意近期主力合约移仓，远月合约可能短线上涨，等待反弹抛空。

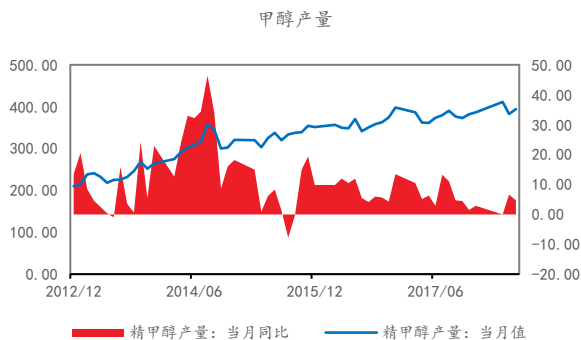
3 甲醇主要数据

图表 35：甲醇收盘价



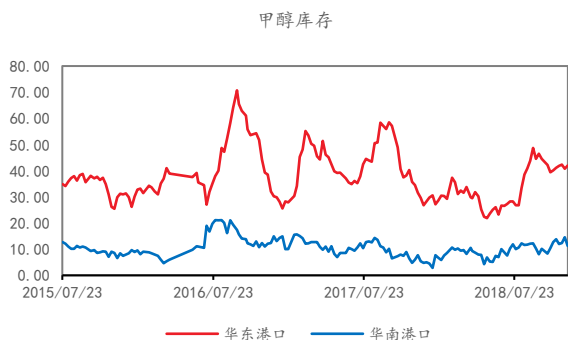
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：甲醇产量



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 36：甲醇出厂价



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 40：丙烯现货价格



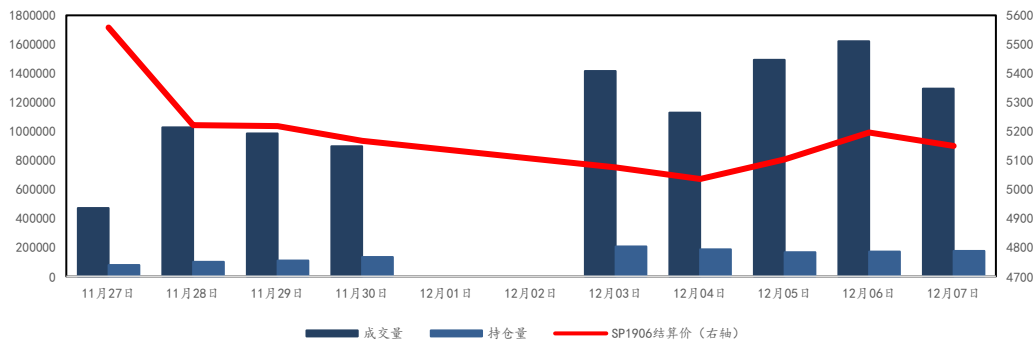
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

纸浆

1 行情回顾

上周是纸浆期货上市的第二周,主力合约止跌企稳。具体来说,周二 SP1906 一度跌破 5000 元/吨支撑位至 4970 元/吨,在 G20 中美双方取得阶段性共识后,人民币升值叠加在支撑位布局多单的买盘力量,带动主力合约上探 5264 元/吨高位。随后,中美贸易关系又起波澜,纸浆期货价格重回下跌通道。从交易量上来看,上周主力合约交易活跃,每日成交量均超过 100 万手,颇受产业链客户和金融资本青睐。

图表 41: 纸浆主力合约成交量持仓量情况



资料来源: 中投期货研究所

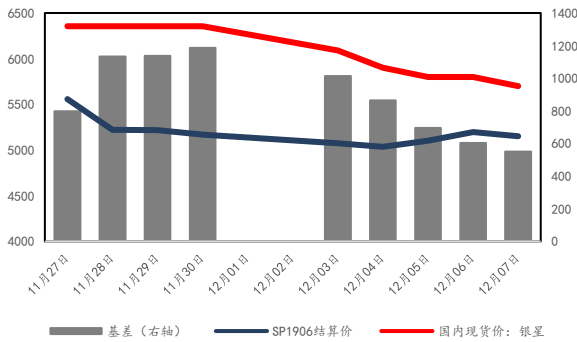
2 基本面主要变化

基差、内外价差得以部分修复

对于纸浆期货合约来说,面临的主要问题之一就是基差处于将近 1000 元/吨的高位。虽然离主力合约交割月尚有半年之久,但是过高的基差水平已经充分反映了纸浆面临的弱势基本面情况,高基差与 5000 元/吨的现货历史价格中枢共同构成了纸浆期货价格的支撑力量。前期基本面虽然偏空,然而国内现货价格却迟迟不跌,价格未能充分反映市场的供需状况。从上周的情况来看,纸浆期货充分发挥了期货价格发现的功能,山东地区银星现货价格持续回落,基差水平得到修复。目前,期货价格仍有约 600 元/吨的贴水。考虑到短期内纸浆基本面弱势难改,后期仍存在期货价格带动现货价格进一步走跌的可能性。

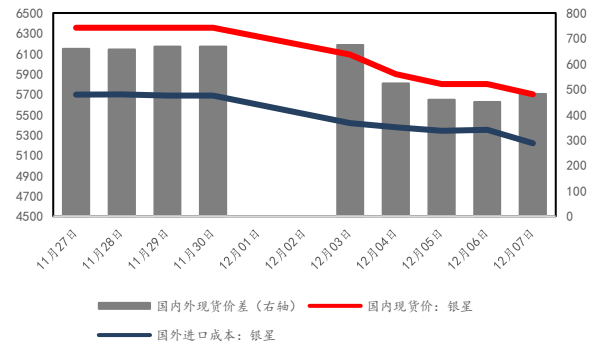
纸浆面临的另一个问题就是内外现货价格倒挂。上周中美关系的反复,使美元兑人民币汇率出现了近 1000 点的波动幅度,不过内外价格倒挂情况仍然出现了明显的改善。仍以市场主流品种之一的银星为例,国内山东地区进口银星 CFR 价格为 780 美元/吨,周五出现 760 美元/吨的更低报价,折合人民币约 5220 元/吨。目前内外价差在 200 元/吨左右,逐渐走向合理区间。

图表 42：纸浆期货主力合约基差变动趋势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：纸浆国内化现货价差变动趋势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

中美关系反复，汇率波动影响进口成本

新华社报道，当地时间 12 月 1 日晚，国家主席习近平与美国总统特朗普在阿根廷布宜诺斯艾利斯举行会晤。会晤后，中方经贸团队相关负责人表示，两国元首讨论了中美经贸问题并达成了共识。双方决定，停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。双方同意，本着相互尊重、平等互利的精神，立即着手解决彼此关切问题。并将解决时间确定为 90 天。受中美经贸问题取得阶段性成果提振，上周人民币汇率出现了明显的升值。周二美元兑人民币上涨 492 点至 6.8939；周三涨势延续，人民币上涨 463 点，收报 6.8476，人民币升值至为近两月高位。

然而，刚刚缓和的中美关系又起波澜。

12 月 5 日多家外媒消息称，华为创始人任正非之女孟晚舟在加拿大被扣留，且美方已要求引渡。对此，中国外交部发言人耿爽 6 日表示，中方已向美加表明严正立场，要求立即释放被拘押人员。耿爽称，中方已要求美方与加方立即对拘押理由做出澄清，立即释放被拘押人员，并保证当事人的合法正当权益。在知悉该事件后，中方已向当事人第一时间提供领事协助。人民币升值步伐就此停滞，周四人民币贬值 123 点至 6.8599；周五美元兑人民币收 6.8664，人民币小幅贬值 65 点。

由于资源禀赋的劣势，近年来我国对漂白硫酸盐针叶木浆的进口依赖度接近 100%，2017 年我国漂针浆的前五大来源国分别是：加拿大、美国、智利、芬兰和俄罗斯。虽然，上期所对漂针浆可交割品牌规定中去除了美国的相关品牌，但是中美贸易摩擦的反复还是会带来价格的联动影响效应。与此同时，人民币对美元汇率的波动，也影响了进口漂针浆的成本，本周汇率的波动大约带来了 100 元/吨的进口漂针浆成本波动。

造纸产业链库存继续累积，消耗还需等待

从进口木浆的情况看，目前港口木浆库存仍然不断累积，供给压力尚待缓解。11 月末我国主要港口和地区木浆库存情况：青岛港、常熟港、保定地区木浆库存 151.56 万吨，环比增加 7%，同比增加 78.23%。其中青岛港增加 5 万吨至 90 万吨，常熟港增加 7 万吨至 54 万吨，保定地区减少 1.44 万吨至 7.56 万吨，目前木浆库存水平仍处近三年高位，这些库存大约可支持两个月的消耗量。

上游木浆的港口库存累积并非浆价面临的唯一一层压力，今年我国整个造纸业的下游产成品库存高企也是拖累浆价走势的重要原因。

中国造纸协会理事长赵伟先生在“2018 中国浆纸技术论坛暨第九届中华纸业浆纸技术论坛”上对我国今年造纸业的基本情况所做的总结中指出：据国家统计局统计数据，2018 年 1~9 月全行业产成品存货量 588 亿元，比去年同期数据增加 133 亿元，增长 29.2%。其中，纸浆制造业 6.4 亿元，比去年同期数据增加 0.5 亿元，增长 7.3%；造纸业 413 亿元，比去年同期数据增加 120 亿元，增长 41.0%；纸制品制造业 168 亿元，比去年同期数

据增加 12 亿元，增长 7.7%。

也就是说，从纸浆、造纸和纸制品三个环节区分，今年库存累积情况最为严重的是中游的造纸环节，1-9 月原纸数据同比增长 41%，而上下游的纸浆、纸制品环节库存累积同比增长 7% 左右。原纸库存压力极大的影响着纸浆需求，下游需求疲弱问题可从近期纸厂频繁发布停机函得窥一斑。

3 总结与展望

上周纸浆主力合约一度跌破 5000 元/吨支撑位至 4970 元/吨，随着中美贸易摩擦取得阶段性成果，价格出现明显反弹后又小幅回落。纸浆期货充分发挥价格发现功能，带动久居高位不下的纸浆现货价格出现了明显下跌，基差和内外现货价差的到部分修复。

纸浆全产业链产成品库存高企，其中问题最严峻的是造纸业环节，原纸累积情况严重，影响纸浆需求。下游铜版纸、双胶纸价格还在持续下行，纸浆基本面改善尚需等待。仍然关注 5000 元/吨的支撑力量。短期维持偏空的思路，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。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，四季度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，推算全球天然橡胶供应缺口为 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

近期山东省轮胎出口数量同环比均明显减少，受贸易争端影响，出口市场呈现量减价增的局面。中国海关发布的最新数据显示，10 月山东口岸出口新的充气橡胶轮胎 1866.2 万条，同比减少 8%，环比下降 12.2%。从今年 6 月开始，中国轮胎出口价格强劲反弹并维持走高态势。10 月山东轮胎出口均价为 264.1 元/条，同比上涨 13.9%，环比增加 2.7%，创 2014 年 10 月以来最高水平。业者多认为，部分原材料成本高企为轮胎价格上涨提供了重要支撑。10 月山东口岸以进料加工贸易方式出口轮胎 1062.7 万条，同比大幅减少 23.9%，占山东轮胎出口总量的 56.9%。山东轮胎前五大出口市场分别为欧盟、美国、墨西哥、巴西和东盟，合计占山东轮胎出口总量的 43.9%。10 月欧美市场出口量骤降，对欧盟出口轮胎减少 7%至 370.3 万条，对美国出口轮胎减少 21.5%至 148.3 万条。美国对进口自中国的非公路轮胎（OTR）、乘用车和轻卡轮胎正在执行双反措施。9 月 24 日起，美国对价值 2000 亿美元的中国商品加征 10%的关税，几乎所有常见的轮胎种类均遭受叠加征收。中美贸易争端对轮胎出口的压制作用开始显现。

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

泰国海关最新公布的数据显示，10 月泰国天然橡胶出口量为 32.19 万吨，同比小幅减少 1.09%，环比大幅增长 13.83%。分品种看，标胶占出口总量的 47%，乳胶占出口量的 37%，烟片胶占 11%，其他胶种出口占比相对较少。标胶出口量为 14.99 万吨，同比增长 26.42%，环比增加 31.78%，结束连续五个月的环比下跌。进入 10 月，市场预期泰国产出增加，橡胶工厂提高船货销量；中国传统进口高峰期逐渐启动，贸易商及制品工厂存在提前补库

的需求。乳胶出口量为 11.82 万吨，同比增长 8.49%，环比增加 9.65%。中国乳胶市场行情持续低迷，贸易商出现明显亏损，下游以刚需补货为主。烟片胶出口量为 3.67 万吨，同比大降 47.66%，环比减少 17.57%。烟片胶原料价格高企，挤压加工厂利润，市场缺乏套利空间。预计 11 月泰国天然橡胶出口量将保持环比增长。时值泰国割胶旺季和中国进口旺季，船货报盘重心下移，刺激贸易商接单拿货。但业者对后市行情看空居多，采购心态谨慎，11 月泰国橡胶出口量或不及去年同期。

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。

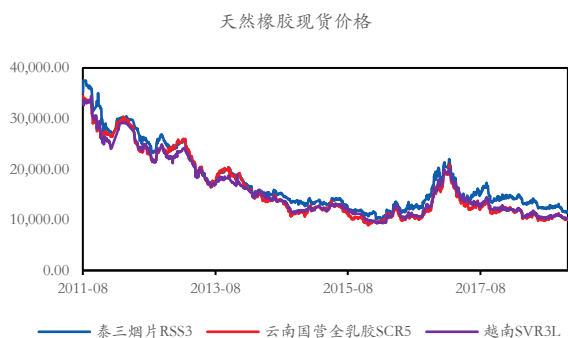
在下游企业稳定按需拿货的情况下，贸易商采购成本是制约进口需求的主要因素。受汇率波动影响，10 月人民币兑美元大幅抬升，打压市场对进口橡胶原料的需求，汇率带来的成本增加还会限制进口套利活动。尤其在 10 月中旬以后，人民币汇率持续贬值，导致进口橡胶成本不断上升，挤压了天然橡胶进口贸易的利润空间。由于市场对汇率预期较为悲观，还将对后期进口订单产生抑制。青岛保税区天然橡胶的交易状况可以作证这一观点。10 月青岛保税区进口天然橡胶成交低迷，以美元结算的天然橡胶，无论价格还是税负成本均有所升高，实际成交较为困难。值得注意的是，青岛保税区美金标准胶价格下跌的时间与人民币汇率大幅贬值的时间基本一致，相比之下，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

产业政策

面对橡胶行情低迷的现状，泰国农业与合作部收集全国各地的数据，并结合国际橡胶研究组织 IRSG 的研究，发表文章：《正确认识有关泰国橡胶的情况和低价的事实》。泰国是世界上最大的天然橡胶生产国和出口国。2017 年泰国橡胶种植面积为 2032 万莱，年产量高达 450 万吨，远超其他主要产胶国。由于 2004 年以来鼓励在全国数百万莱土地上种植橡胶树，却没有考虑与市场需求相符合的生产计划，导致 2011 年后全球橡胶价格出现持续大幅下跌。近 15 年来，泰国天然橡胶产量呈递增趋势，达到比以往任何时期都要高的峰值。与产量的逐年增长截然相反，2008—2017 年，橡胶市场价格平均每年收缩 4.12%，胶农出售原料价格降低 3.76%。然而，橡胶行业的生产成本却不断增加，过去十年间泰国橡胶生产成本平均抬高了 7.94%，严重挤压割胶利润。2014—2017 年，由于国际原油价格走低，合成橡胶使用量大幅提高，对天然橡胶的替代作用明显。中美贸易争端从出口环节扼制橡胶轮胎进料加工产业，倒逼中国在未来减少对泰国橡胶的进口需求。

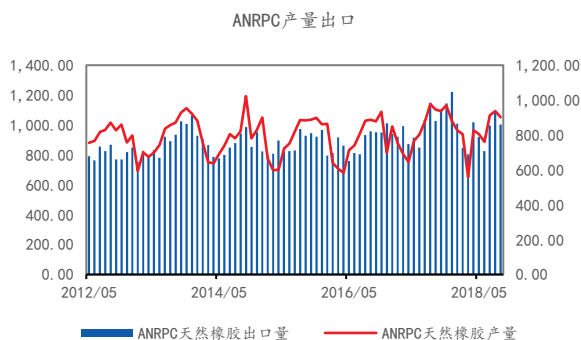
泰国政府认为，国际橡胶市场主要基于中国、日本和新加坡三个交易所的橡胶期货来定价，因此减少对出口的依赖是能够解决胶价长期低迷问题的方法。在供应端，通过控制树龄 25 年以上或 16 年树龄低产橡胶树的数量，从源头上减少橡胶产量。同时鼓励使用橡胶木作为原料制作家具，加速对橡胶树的淘汰砍伐。生产者方面，如果泰国 80% 以上的胶农同意加入，农业部将建立农业发展项目，参与的胶农需在橡胶价格下跌时停止割胶，为期 1—2 个月，停割期间的损失可得到补偿。销售环节，泰国政府将与国内外橡胶制品加工企业合作，为生产销售提供便利。终端消费上，将从国家机构开始逐步扩展到多个行业，快速促进国内各种形式橡胶使用量的增长。总而言之，泰国本次提出的系统化解决方案，主要是从减少橡胶的供应和增加橡胶的使用两方面调节供需平衡，在短时间内帮助胶农度过当前的危机，最终目的是令橡胶价格趋于稳定。

图表 44：天然橡胶现货价格



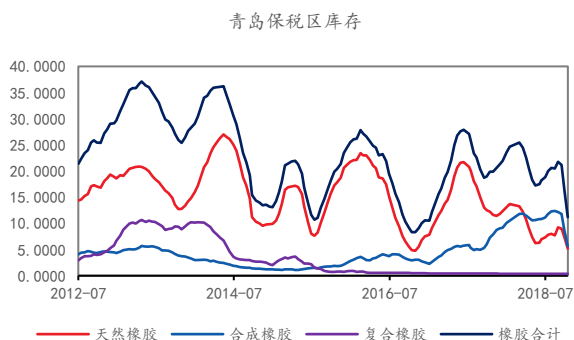
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：ANRPC 产量出口



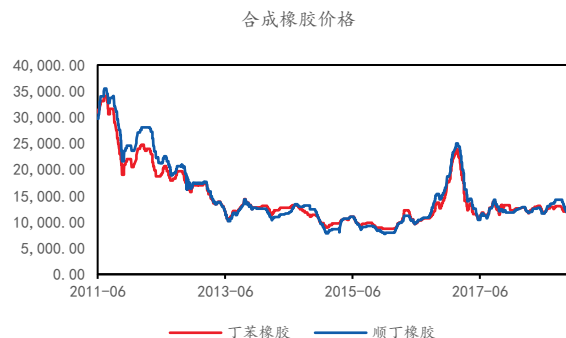
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：青岛保税区库存



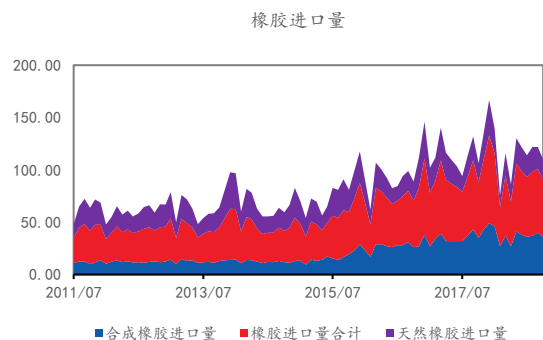
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45：合成橡胶价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：橡胶进口量



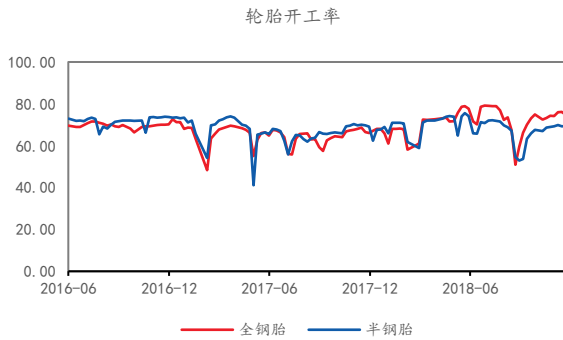
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：上期所注册仓单



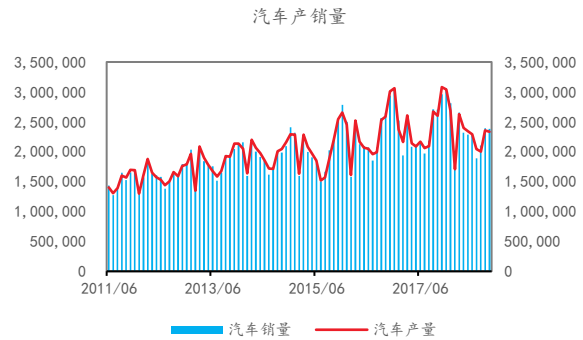
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：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。近期受套利盘资金操作影响，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，泰国大宗农资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 1905 合约震荡上行。最高价达到 579.6 元/吨,周度涨幅达到 2.13%,区间振幅达到了 3.73%。本周合约成交量为 57.24 万手,与上周相比大幅萎缩,持仓量净增加 46,712 手。

2 基本面分析

1-10 月全国大型煤炭企业平均单产增长

据中国煤炭工业协会统计与信息部数据,1-10 月,全国大型煤炭企业主要经济技术指标整体上升。1-10 月,协会直报的大型煤炭企业(口径下同)原煤产量完成 21.4 亿吨,同比增加 8481.9 万吨,上涨 4.1%;煤炭销量完成 21.1 亿吨,同比增加 10087 万吨,同比增长 5.0%。1-10 月,大型煤炭企业回采工作面平均个数 1303 个,同比减少 63 个;回采工作面累计平均月产量为 79003 吨,同比增加 5495 吨,增长 7.48%;掘进工作面平均个数 3263 个,同比增加 68 个;掘进工作面平均月进度 150 米,同比增加 11 米,增长 7.91%。财务效益提升。1-10 月,大型煤炭企业营业收入(含非煤)完成 2.85 万亿元,同比增长 3.18%;利润总额 1356 亿元,同比增长 32.8%;应收账款净额(含非煤)2204.2 亿元,同比下降 8.3%;资产负债率 71.1%,比去年同期下降 2.77 个百分点。

图表 52: 动力煤期现货价格走势



资料来源:万得资讯,中投期货研究所

图表 53: 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

发改委对各省市能源消耗情况进行考核评价

国家发展改革委近日发布公告称,根据节能法和国务院有关规定及要求,国家发展改革委同有关部门,对各省份 2017 年度能源消耗总量和强度“双控”目标完成情况、措施落实情况进行了考核,考核结果已经国务院审定同意。从考核结果看,北京、天津、吉林、江苏、安徽、福建、河南、湖北、海南、重庆、四川、贵州 12 省份考核结果为超额完成等级;河北、山西、内蒙古、黑龙江、上海、浙江、江西、山东、湖南、广东、广西、云南、西藏、陕西、甘肃、青海 16 省份考核结果为完成等级;辽宁、宁夏、新疆 3 省份考核结果为未完成等级。

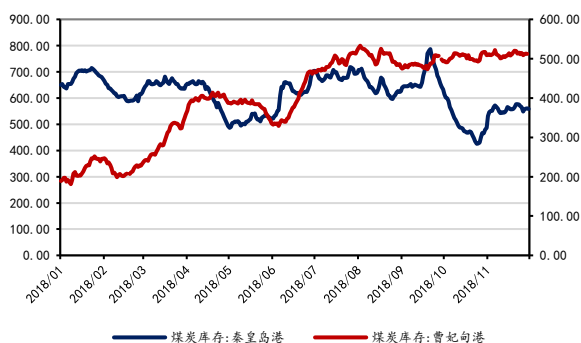
公告对考核结果为超额完成等级的北京、天津、吉林、江苏、安徽、福建、河南、湖北、海南、重庆、四川、贵州 12 省份予以通报表扬。公告要求,各地区、各部门要认真落实党中央、国务院有关能耗总量和强度“双控”工作部署,全面推进各项工作,确保完成“十三五”全国能耗总量和强度“双控”目标。

国内煤炭与印尼煤炭价格均出现下降

据印尼能源与矿产资源部（Indonesia's Ministry of Energy and Mineral Resources）12 月 3 日发布的指令（Decree 2025 K/30/MEM/2018），印尼 12 月份动力煤参考价（HBA）确定为 92.51 美元/吨，呈现连续 4 个月价格下降，环比 11 月份下降 5.39 美元/吨，下降 5.51%，同比下降 1.53 美元/吨，下降 1.63%。

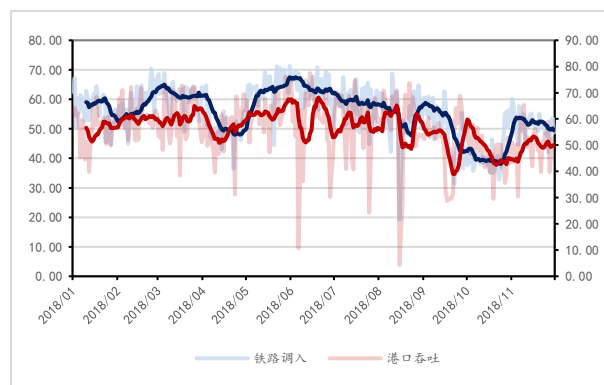
据商务部监测，全国煤炭价格下降 0.1%，其中动力煤价格为每吨 609 元，下降 0.2%，炼焦煤价格为每吨 773 元，上涨 0.1%，无烟煤价格为每吨 889 元，保持平稳。据有关机构统计，上周沿海六大电厂日耗煤量 56 万吨，同比下降 13.5%；库存量 1820.6 万吨，同比增长 47.7%，创 2013 年有数据记录以来最高。电厂采购积极性不高，预计后期煤炭价格将偏弱运行。

图表 54：动力煤港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：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，依然将保持低位震荡走势，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。

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%。

巴西糖厂增加乙醇产能投资 全球最大产糖国桂冠让与印度

全球糖价低迷, 巴西政府出台政策鼓励生物燃料需求, 导致巴西糖企将产能向乙醇方面倾斜。向乙醇倾斜的生产方针使得 2018-19 榨季巴西糖产量锐减 900 万吨, 触及 12 年新低, 并且下一年还将进一步侧重乙醇生产, 这可能帮助全球糖市摆脱压抑糖价已久的过剩问题。据美国农业部 (USDA) 称, 巴西可能会将全球最大产糖国的桂冠亲手转交给印度, 这也是 16 年来的首次。对于巴西甘蔗加工厂来说, 扩大乙醇生产被证明是一项吸引人的折中方案, 由于对生物燃料的关注度加深, 这一做法在一定程度上保护糖厂抵御了来自国际糖价 9 月暴跌至 2008 年来最低的冲击。

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(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。

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 500 万吨高位。国内目前供应宽松，需求乏力。

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 56: 白糖期货结算价格



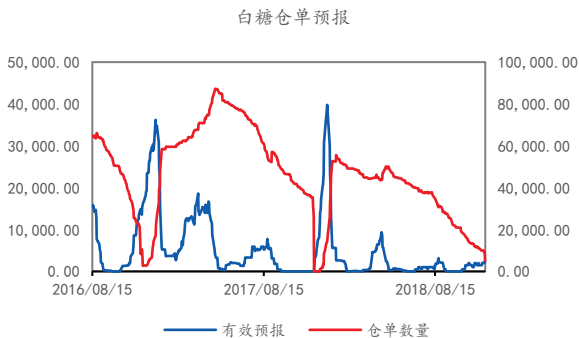
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57: 白糖进口价格



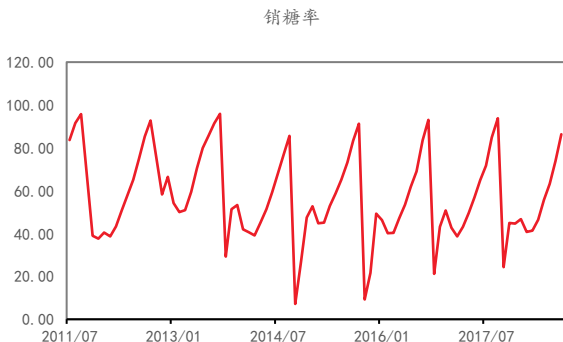
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58: 白糖仓单预报



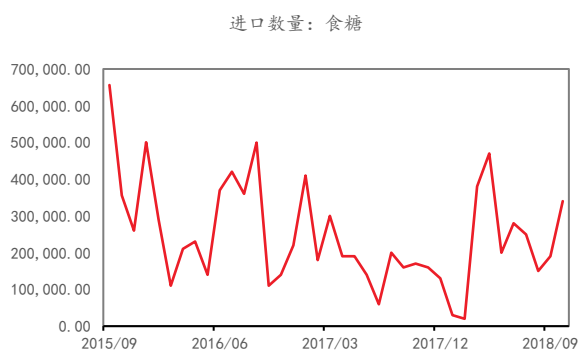
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59: 白糖销糖率



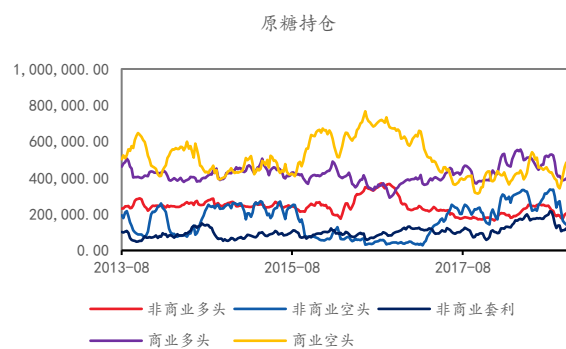
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：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