|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | | |
| **中投期货策略周报（第70期） 2018年07月01日** | | |
|  | |  |
| **中投期货研究所** | **周度投资视点**  **宏观策略：**在贸易战和经济数据不佳的情况下工业品已经出现明显下跌，环保回头看尚未结束，供应容易受到影响的品种极易出现反复，因此追空风险较大。前期在我们建议下入场的投资者可凭借较佳的入场点位继续持有。空仓投资者可等待市场反弹后的抛空机会。（张伟）  **股指期货：**市场连续大跌之后，从总体估值水平、低估值股票占比、市场总体业绩增速、高增长股票占比等几个指标来看，目前A股的估值都是处于历史偏底部水平，可积极关注市场企稳后的买入机会。（张伟）  **贵金属：**本周贵金属继续下挫，伦金下跌1.37%，收于1252.40，伦银下跌1.88%，收于16.10。本周，贵金属继续受到美元走强压制，但周五欧盟就移民问题达成一项协议，欧盟成员国必须在自愿基础上分担移民问题，并在解救海上移民问题上分担责任。欧盟必须保证有效控制外部边境，并逐步遣返非法移民。欧盟在移民问题上取得进展，欧元受到有力提振，美元大幅下挫，贵金属因此跟随欧元反弹；贸易战方面，欧盟誓言对美国总统特朗普的保护主义作出坚定回击，暗示如果美国对汽车加征关税激化贸易战，欧盟准备采取报复行动；值得关注的是，伊朗毅然重启核电站以对抗美国的石油制裁措施，中东局势更趋紧张；周五的大跌给美元提出了警训，由于美元走强的因素现在已经基本明朗，利多可能出尽，美元走出调整的概率在加大，密切关注美元走势，不宜对金价走势过于悲观，如果美元延续调整，则贵金属近期将迎来反弹。（张磊）  **黑色金属：**钢材供应平稳，需求走弱，价格高位承压。焦炭在徐州复产及沙钢污染问题下博弈，现货价格见顶回落，关注2100以上抛空机会。铁矿石在人民币贬值利多及新型交割矿标的利空下博弈，470-480区间可择机抛空。（王万超）  **铜：**缺乏大型铜矿投产、罢工、品位下降等因素使得大多数机构并没有改变未来几年铜矿供应偏紧的预期。当前环保督察组回头看，只江西 60 万吨废铜冶炼粗铜的产能半数将受到影响。而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。当前铜市场矛盾依然不算突出。前期主导铜价上涨因素弱化。依旧保持振荡思路。（李小薇）  **锌：**锌供应紧张的格局将缓解，从而限制锌价上行幅度。而下游消费情况不佳，消费逐渐转淡，预期锌市场去库增速放缓，或重新累库，锌价弱反弹难持续。需求出现走弱迹象，导致库存再度累计，与此同时，进口锌锭流入现货市场，基本面的疲弱表现，对沪锌走势形成打压。预计短期锌价将维持偏弱运行，后期下行压力仍存。（李小薇）  **铅：**近期，河北、江西等地区部分再生精铅炼厂正在复工过程中，预期7月份铅锭供应将有所增加，但是考虑到环保等因素导致还原铅炼厂复工的不确定性，精铅产量增长或有限。市场对于7月份终端电池市场的需求有改善预期，电池旺季的到来有望进一步释放铅市需求，提振铅价。目前基本面无亮点情况下，保持震荡思路为宜。（李小薇）  **甲醇：**甲醇多空交织，无明显的趋势线机会，短期受成本支撑处于强势，仍处于震荡区间。操作上，甲醇1901维持（2700,3000）区间看法，后期反弹沽空操作，整体维持区间震荡走势。9月份之后或有上涨机会，仍需等待。（卢时强）  **橡胶：**20号胶计划上市的消息对沪胶造成冲击，叠加大宗商品悲观情绪导致盘面超跌，但不排除跌无可跌令做空动能衰竭，短线存在超跌反弹的可能。目前沪胶运行于成本线下方，关注底部10000整数大关的支撑。橡胶维持中长期趋势震荡筑底观点，建议急涨勿追，逢高沽空。（刘绅）  **PTA：**后市PTA或将开启新一轮上涨行情，1809合约可轻仓试多，或轻仓参与9-1合约的正向套利。（姜云超）  **动力煤：**近期供需因素博弈，现货价格处于供需平衡形成过程中，但是基差持续贴水会使得期货价格以震荡偏多为主，建议观望为主。套利方面关注1-5正套机会。（姜云超）  **油脂油料：**饲料需求企业和贸易商可以适当增加豆粕库存，期货投资者可以保持震荡思路适量建立大豆和粕类多单，油脂市场反弹潜力不足，可继续观望或盘中短线快进快出。（于瑞光）  **白糖：**操作上，国内现货依然坚挺，但成交情况较差，后期sr901有望跌破4900，前期空单继续持有，逢高沽空。（卢时强） | |
| **宏观股指**  张伟  从业资格号：F0251993  0755 - 82912597  zhangwei@tqfutures.com  **黑色金属**  王万超  从业资格号：F0290005  0755 - 82918032  wangwanchao@tqfutures.com  **贵金属**  张磊  从业资格号：F3000083  0755 - 82890261  zhanglei2@tqfutures.com  **有色金属**  李小薇  从业资格号：F0270867  021 - 61601516  lixiaowei@tqfutures.com  **农产品**  于瑞光  从业资格号：F0231832  0451 - 86489905  yuruiguang@tqfutures.com  卢时强  从业资格号：F0282412  0755 - 83558316  lushiqiang@tqfutures.com  **能源化工**  刘绅  从业资格号：F3041660  0755 - 83558169  liushen@tqfutures.com  姜云超  从业资格号：F3043160  0755 - 82918648  jiangyunchao@tqfutures.com |

**周度策略：密切关注中美贸易战的落地**

本周市场明显反弹。首先是一向不喜欢消停的特朗普再度向趋于平静的原油市场扔进一块大石头，行情再次沸腾起来，特朗普对原油市场的政策导致市场对石油短缺的预期迅速升温，油价再度回到前期高点，带动化工品剧烈反弹，PTA甚至在周三收盘时候一分钟暴涨3%。其次是环保问题，本周仍处于环保政策的高压期，加上黑色系普遍贴水，环保事件不断，黑色系出现强势反弹。另外，本周人民币贬值幅度超过5%，理论上将，有外盘的国内品种被动的上涨5%才是合理的（如本周的铁矿石），这也是市场上涨的主要因素之一。

随着特朗普标榜的7月6日贸易战落地日期临近，贸易战的落地对双方来说无疑是双输格局。因此，贸易战仍是市场走势的最大影响因素，值得重点关注。

从事态上看，贸易战的结局难料，即使最终幅度不大，其中的过程可能也是异常艰辛。目前看贸易战的演化分为两个阶段：即以6月15日为分界点。6月15日前双方协商的热情较高，刘鹤副总理 5 月 20 日赴美谈判的情况来看，中美在扩大美国对华进口方面是可以达成协议的。刘鹤副总理访问美国之际就有中国方面同意向美国采购 2000 亿美元的媒 体报道，虽然后来被我国官方媒体出面否认。但是此后美国财长接受记者访问时明确表示，框架如果落实，美国对华农产品出口今年就能增长 35-40%，3-5 年能源出口翻 倍（达数百亿美元），各个行业均有具体削减赤字目标（不公布），商务部长罗斯将随 后访华谈判落实农产品出口的具体问题。然而，在美国政府内部爆出对协议存在分歧之后，特朗普开会定调拒绝对华软弱，美国的态度随即变得更加强硬，6月15日宣布了对华征税 500 亿的初步计划。财政部长姆努钦改口表示 6 月初商务部长罗斯访华将不只谈判扩大对华出口问题，还涉及“经济结构性的变化。” 几天后，罗斯访问北京的会谈不欢而散并最终未能避免贸易战的爆发。可见中美的分歧已经超越了贸易战的反抽，主要在于中国是否愿意改变政府主导的经济发展的模式，包括取消产业政策，打破市场准入壁垒等等。

上游行业的供需两弱格局越来越明显，这种量变累计到一定程度，必然导致市场出现压力。这一过程比较漫长，正如去年年底我们预测工业品会出现大幅调整以及今年年初指出美股上涨只是融涨行情一样。过程仍较为曲折，但是结果大概率会实现。

再度以黑色为例，以PMI中新订单减产成品库存来表示供求关系，2018年以后螺纹钢开始弱于全部工业PMI，这与2017年5月至12月形成鲜明对比。究其原因，还是要从供需两方面具体看：从供给上看，2018年以来钢厂毛利已经突破1000元/吨，平均净利润也超过600元/吨，实际上已经高于去年平均净利润水平。在高利润的刺激下，即使有环保因素的影响，今年春节后高炉开工率从前两年的“供给侧改革”影响中开始逐步恢复，至今达到71.5%并在年内高点附近稳定；粗钢产量也逐步提升，5月同比增速达到8.9%，比去年底的1.8%提高7.1个百分比。从需求上看，今年以来基建投资增速大幅下滑，1-5月不含电力的基建投资增速只有9.4%，比去年的19%下降9.6个百分点；而从房地产投资增速看，1-5月房地产投资增速为10.2%，比去年的7%上升3.2个百分点。而从房地产新开工面积同比增速看，1-5月为10.8%，比去年的7%上升3.8个百分点；1-5月房地产开发资金来源同比增速为5.1%，比去年的8.2%下降2.9个百分点。这说明，在美联储加息和国内去杠杆的背景下，中国金融市场的流动性持续偏紧，对资金依赖度很高且负债率处于高位的房地产企业也不可避免地受到了影响，非标等融资渠道大幅减少，银行贷款和债券融资亦很困难。而今年以来，房地产企业的拿地热情很高，1-5月土地购置费累计同比为为69.3%，而去年只有23.4%，在国家房地产政策多变的背景下，房地产企业高价拿地后的投资后劲实在是令人担忧

我们认为，目前的黑色系和原油市场（化工品亦跟随受影响）目前并不能称之为一个典型的市场，其特殊性很明显，稳定性更是不足。前者受环保的影响很明显，而目前我们的环保政策的执行规则还不统一；后者受性格乖张的特朗普总统影响极大，其变数更大。因此，投资者可适当等待这两个市场逐渐稳定再参与行情，而没有受到政策影响的品种如有色，软商品等，基本面处于绝对的支配地位。

回归到策略上来。即使环保因素和原油市场剧烈波动，短期内螺纹、煤焦、原油及各类下游品种的价格天花板也是比较容易猜测的。因此，稳健的投资者不妨继续等到行情的演化，在关键值出手胜算很大，如螺纹3900-4000，原油80美元以上位置的抛空机会。对于“常规”品种，按照基本面操作即可。

（研究所张伟）

目录

[周度策略：密切关注中美贸易战的落地 - 2 -](#_Toc518221389)

[期货市场概况 - 5 -](#_Toc518221390)

[宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 6 -](#_Toc518221391)

**[1 一周重大宏观政策、事件和数据解读](#_Toc518221392)** [- 6 -](#_Toc518221392)

**[2 人民币再度大幅贬值概率不大](#_Toc518221393)** [- 6 -](#_Toc518221393)

**[3 流动性：央行：流动性从“合理稳定”到“合理充裕”](#_Toc518221394)** [- 7 -](#_Toc518221394)

**[4 商品市场策略](#_Toc518221395)** [- 7 -](#_Toc518221395)

**[5 股指期货市场分析](#_Toc518221396)** [- 7 -](#_Toc518221396)

[贵金属 - 10 -](#_Toc518221397)

**[1 行情回顾与下周展望](#_Toc518221398)** [- 10 -](#_Toc518221398)

**[2 下周公布的重要数据](#_Toc518221399)** [- 10 -](#_Toc518221399)

**[3 持仓情况](#_Toc518221400)** [- 11 -](#_Toc518221400)

**[4 总结与建议](#_Toc518221401)** [- 11 -](#_Toc518221401)

[铜：维持震荡格局 - 12 -](#_Toc518221402)

**[1 基本面分析](#_Toc518221403)** [- 12 -](#_Toc518221403)

**[2 供应短缺](#_Toc518221404)** [- 13 -](#_Toc518221404)

**[3 结论：震荡思路](#_Toc518221405)** [- 13 -](#_Toc518221405)

**[4 铜期货现货数据](#_Toc518221406)** [- 13 -](#_Toc518221406)

[锌：弱反弹难持续 - 16 -](#_Toc518221407)

**[1 锌：影响因素](#_Toc518221408)** [- 16 -](#_Toc518221408)

**[2 锌：弱反弹难持续](#_Toc518221409)** [- 17 -](#_Toc518221409)

**[3 锌期货现货数据](#_Toc518221410)** [- 17 -](#_Toc518221410)

[铅：弱势震荡 - 19 -](#_Toc518221411)

**[1 铅：基本面分析](#_Toc518221412)** [- 19 -](#_Toc518221412)

**[2 行情展望](#_Toc518221413)** [- 20 -](#_Toc518221413)

**[3 铅期货现货数据](#_Toc518221414)** [- 20 -](#_Toc518221414)

[黑色金属 - 22 -](#_Toc518221415)

**[1 行情分析](#_Toc518221416)** [- 22 -](#_Toc518221416)

**[2 供需端：供应平稳，需求转弱](#_Toc518221417)** [- 22 -](#_Toc518221417)

**[3 原料端：人民币贬值提振矿石价格，焦炭博弈难度增加](#_Toc518221418)** [- 23 -](#_Toc518221418)

**[4 总结与建议](#_Toc518221419)** [- 24 -](#_Toc518221419)

[甲醇 - 25 -](#_Toc518221420)

**[1 甲醇市场供求分析](#_Toc518221421)** [- 25 -](#_Toc518221421)

**[2 综合分析](#_Toc518221422)** [- 26 -](#_Toc518221422)

**[3 甲醇主要数据](#_Toc518221423)** [- 26 -](#_Toc518221423)

[天然橡胶 - 28 -](#_Toc518221424)

**[1 行情回顾](#_Toc518221425)** [- 28 -](#_Toc518221425)

**[2 基本分析](#_Toc518221426)** [- 28 -](#_Toc518221426)

**[3 内在逻辑](#_Toc518221427)** [- 31 -](#_Toc518221427)

**[4 总结建议](#_Toc518221428)** [- 32 -](#_Toc518221428)

[PTA - 33 -](#_Toc518221429)

**[1 走势回顾](#_Toc518221430)** [- 33 -](#_Toc518221430)

**[2 基本面分析](#_Toc518221431)** [- 33 -](#_Toc518221431)

**[3 综合分析](#_Toc518221432)** [- 33 -](#_Toc518221432)

**[4 期现货数据](#_Toc518221433)** [- 34 -](#_Toc518221433)

[动力煤 - 35 -](#_Toc518221434)

**[1 走势回顾](#_Toc518221435)** [- 35 -](#_Toc518221435)

**[2 基本面分析](#_Toc518221436)** [- 35 -](#_Toc518221436)

**[3 综合分析](#_Toc518221437)** [- 35 -](#_Toc518221437)

**[4 期现货数据](#_Toc518221438)** [- 36 -](#_Toc518221438)

[油脂油料：贸易战模式重启，豆类市场外弱内强分化明显 - 37 -](#_Toc518221439)

**[1 外部豆类市场分析](#_Toc518221440)** [- 37 -](#_Toc518221440)

**[2 国内油脂油料市场分析](#_Toc518221441)** [- 37 -](#_Toc518221441)

**[3 油脂油料市场操作建议](#_Toc518221442)** [- 38 -](#_Toc518221442)

**[4 油脂油料市场主要数据](#_Toc518221443)** [- 38 -](#_Toc518221443)

[白糖 - 39 -](#_Toc518221444)

**[1 白糖市场供求分析](#_Toc518221445)** [- 39 -](#_Toc518221445)

**[2 综合分析](#_Toc518221446)** [- 40 -](#_Toc518221446)

**[3 白糖市场主要数据](#_Toc518221447)** [- 40 -](#_Toc518221447)

[免责条款 - 42 -](#_Toc518221448)

**期货市场概况**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场涨幅前十 | | | | | | | | | |
| 原油 | 硅铁 | 豆粕 | 菜粕 | PTA | 沥青 | 豆二 | 铁矿石 | 甲醇 | 苹果 |
| 8.18% | 6.66% | 5.55% | 5.50% | 4.80% | 4.78% | 4.37% | 4.18% | 3.80% | 3.75% |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场跌幅前十 | | | | | | | | | |
| 线材 | 菜籽 | 晚籼稻 | 棉花 | 锡 | 强麦 | 棉纱 | 铝 | 铜 | 纤维板 |
| -14.57% | -2.54% | -1.42% | -1.12% | -1.02% | -0.74% | -0.56% | -0.28% | -0.14% | 0.00% |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表1：商品板块周涨跌幅* |  | *图表2：商品板块周成交量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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* |  | *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* |  | *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** | 6月29日 | 香港再推楼市大招：开征一手房空置税，调整居屋定价机制 | 香港批准对空置一年及以上的一手住宅征收空置税，同时还决定调整针对低收入市民的居屋定价机制。此前分析称，居屋售价可能从目前的市价7折最低降至约5折。 | 房地产政策收紧明显 | | 6月27日 | 中国对部分亚太贸易协定国家下调进口关税，大豆进口税降至零 | 国务院关税税则委员会发通知，下调部分亚太国家的大豆等产品的进口关税，并公布了其他关税下调的产品清单。 | 进一步积极应对贸易战 | | **数据** | 6月28日 | 中国5月工业企业利润延续快速增长，同比增21.1% | 中国5月规模以上工业企业利润同比增长21.1%，前值增长21.9% | 尽管5月份工业利润增速比4月份略有回落，但依然保持快速增长，除成本下降因素外，也得益于价格上涨。 | | 6月28日 | 人民币对美元汇率在岸、离岸市场双双跌破6.63 | 6月28日，人民币对美元汇率在岸、离岸市场双双跌破6.63。 | 人民币进一步贬值空间有限 | | **事件** | 6月24日 | 央行定向降准 | 6月24日央行的定向降准如约而至。这种以定向支持债转股和小微企业为理据的降准政策，向市场大约释放7000余亿元的流动性 | 应对信用收紧和国际绝世紧张 | | | *资料来源：中投期货研究所* | |

**2 人民币再度大幅贬值概率不大**

在岸人民币汇率从6月中旬至今半个月内累计跌幅达3%，全年贬值幅度接近6%。

人民币贬值受多重因素的影响，贬值有明显的合理性，但是支撑也较强。

首先的影响因素是近期中国经济增速呈现显著放缓态势，而美国经济增速继续保持较快增长，两国经济增长形势迥异，影响了投资者关于长期投资回报率的预期。今年五月份中国经济的相关数据应该说是明显弱于预期，消费、投资与出口增速都显著低于市场预期数据。更令人担忧的是社会融资总额的大幅萎缩。目前来看，基建投资增速的下降与出口增速的不确定性是导致中国经济放缓最重要的原因，而更深层次的原因则是中国政府对地方政府举债的控制显著影响了基建投资增速，而中美贸易摩擦的加剧使得出口前景面临显著的不确定性。相比之下，美国经济目前继续在高于潜在增速的水平上运行。

其次，近期美联储继续货币政策正常化进程，而中国央行开始连续放松货币政策操作，导致中美利差进一步缩小，影响了投资者关于短期金融投资回报率的预期。今年6月，美联储如期启动年内第二次加息，并且表态下半年还可能加息两次。而在今年4月与6月，中国央行进行了两次定向降准，此外还在5月份扩大了中期信贷便利的抵押品范围。中美央行货币政策一松一紧，使得利差的变动对人民币兑美元汇率产生了下行压力。

再次，近期全球经济增长由趋同再次转为分化、部分国家推迟货币政策正常化、全球贸易投资冲突与地缘政治冲突加剧，使得全球投资者的风险偏好下降。新兴市场经济体普遍面临大规模资本外流，部分新兴市场经济体货币兑美元显著贬值。例如，从EPFR数据来看，上周港股市场出现了三年以来最大规模的单周净流出。尽管目前还没有数据表明中国面临的短期资本外流压力加大，但中国经济与其他新兴经济体很可能面临着类似的外部冲击。此外，近期中国股市与债市波动性的上升，客观上也可能造成相关投资主体增加对海外资产的配置。

第四，贸易摩擦也会打压人民币兑美元的汇率。由于中国对美国有着大规模的贸易顺差，无论如何，双方摩擦的加剧将会显著压缩中国对美国的贸易顺差，这将对人民币兑美元汇率产生下行压力。我们从1980年代中期美日的经验中也可以看到，至少在短中期内，贸易摩擦对顺差国的负面冲击要大于逆差国。

如果美元指数未来能够稳定在95上下、美元兑新兴市场国家货币的升值过程基本结束、中美贸易摩擦最终以比较平和的方式达成和解、全球投资者的风险偏好已经触底、中国经济增速的下行过程即将企稳，那么人民币兑美元汇率就难以出现显著下跌，有望稳定在6.7上下。反之，如果国际国内因素出现一系列不利变化，则人民币兑美元汇率就可能进一步下跌。即使在这种情形下，人民币兑美元汇率在今年内跌破7的概率，目前看来依然较小。

**3 流动性：央行：流动性从“合理稳定”到“合理充裕”**

6月份央行会议提到，稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社融规模合理增长。央行报告关于流动性的表述也从"保持流动性合理稳定"变为"保持流动性合理充裕"。

7月公开市场到期情况：定向降准对冲上旬小规模到期。6月央行跨季逆回购资金投放将于7月中上旬集中到期，对资金面存在一定冲击。7月5日定向降准将正式落地施行，预计将释放7000亿元资金，将缓解上旬到期压力。目前看来，7月资金到期规模在4000亿元以下，7月初定向降准后料央行不会进行大规模流动性净投放，7月下旬资金到期压力也将趋于缓和，流动性环境有所保障。

流动性新规正式执行银行拆出意愿提升，定向降准即将落地流动性预期边际改善。7月1日起商业银行流动性风险管理办法将正式执行，其中对于流动性匹配率的调整对资金面的影响较大，一方面意味着对于央行资金作为稳定资金来源的认可，另一方面减轻了银行特别是大型商业银行的考核压力，有助于提升商业银行短期资金的拆放意愿。

信托到期规模较大，需以稳定的资金面配合温和去杠杆。从信托业协会公布的数据来看下半年信托到期规模较大，月均5179亿左右。此前发布的资管新规、委贷新规、银信55号文等都对信托行业提出了规范要求，信托业面临较大的转型压力。在监管引导及信用风险事件频发市场风险偏好下降的多重因素影响下，信托融资面临巨大的压力。

财政存款上缴规模较大，关注时点冲击。财政存款的投放与收缴具有季节性规律，7月份财政存款一般变现为收缴。一般财政存款上缴日期在每月15左右而财政放款日期在月末20日之后，期间存在错位期可能会产生资金面的波动。财政存款的变动对资金面的时点冲击依然存在。

总而言之，预计7月资金面整体将持续宽松。

**4 商品市场策略**

黑色系和化工市场分别受环保因素和原油价格的波动而大幅上涨，但供应受限可能性极低。由于政策在货币化棚改和去库存政策上将出现明显调整，且贸易战最终走向难以预测，工业品需求不足将逐渐对价格形成压制，反弹的基础并不扎实，维持反弹抛空的观点。

**5 股指期货市场分析**

本周沪指一度创2年新低

在本周经历持续探底的极端行情后，6月最后一个交易日两市双双迎来强势反弹，一扫此前几个交易日的阴霾，题材股全线爆发，创业板指收复1600点，大涨超4%。沪指本月跌8.01%，今年上半年跌13.90%。午后，药明康德封涨停。监管打压高送转炒作难挡资金热情，三联虹普再涨停，收获四连板。半年报业绩披露的第一枪已经打响，拔得头筹的九华旅游一字板。截止收盘，沪指报2847.42点，涨幅2.17%，深成指报9379.47点，涨幅3.39%；创指报1606.71点，涨幅4.08%。

上半年行情最终收官，沪指半年跌13.9%，期间最大跌幅为16%。

截至2018年6月22日，所有的宽基指数收益均为负值，下跌幅度最小的是大市值指数：中证100（-8%）、上证50（-10%）和沪深300（-10%），下跌幅度最大的是中小市值指数：中证1000（-21%）、中证500（-17%）。从上涨和下跌数量来看，全部A股中有84%的个股是下跌的，仅有16%的个股实现了上涨，从涨跌幅度的分布来看，下跌的个股中，51%的个股跌幅在20-50%之间，30%的个股跌幅在0-20%之间，3%的个股下跌超过50%，对于仅有的16%的上涨个股，有10%的个股涨幅在0-20%之间，4%的个股涨幅在20-50%之间，仅有2%的个股涨幅超过50%。所以说，无论是从指数的涨跌幅还是从上涨和下跌的数量上来看，上半年的市场都是一个不折不扣的熊市。

市场逐渐出现长线买入机会

与历史底部比较，估值层面，全部A股PE中位数30.4倍，接近四次底部的平均水平27.5倍；低估值股票占比为55%，与四次底部时期均值55%一致。业绩层面，全部A股业绩增速中位数12.4%，高于四次底部时的均值8.8%；高增长公司占比44%，高于历史底部的均值40%。与海外市场比较，美国、英国、法国、德国、日本和中国香港市场指数PE历史均值16倍左右，巴西、印度、韩国、中国台湾、俄罗斯等新兴市场PE历史均值是13倍左右。目前，上证50PE10.2倍，沪深300PE12.2倍、上证综指PE13倍，均低于海外市场当前及历史均值。而未来5-10年，我国经济增速远高于这些国家和地区。成长的溢价比较，成长股与蓝筹股的相对溢价，美国均值是2.3倍、目前是1.3倍，日本均值是1.5倍、目前是1.4倍；我们均值是4.4倍，目前是3.0倍，比美日要高。但是绝对溢价，美国是1.2倍，日本是1.9倍，我们是1.8倍，介于美日之间。。

当前，全部A股高增长股票占比高于历史底部。2005年6月、2008年10月、2013年6月、2016年1月的市场底部时，业绩增速20%以上的高增长股票占比分别是37%、47%、38%、39%，均值是40%，目前全部A股高增长股票占比是44%。即便考虑小盘股占比上升的影响，目前高增长股票占比也是历史底部水平之上。

估值已是历史底部，可乐观看待未来。从市场总体估值水平、低估值股票占比、市场总体业绩增速、高增长股票占比等几个指标来看，目前A股的估值都是历史底部水平。近期，市场因为情绪的因素而大幅波动，价值是永恒的，估值底是最重要的底部之一。当前，A股估值已经是历史偏底部水平，投资者可以乐观看待未来。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表7：融资融券数据图* |  | *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* |  | *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* |  | *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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**贵金属**

**1 行情回顾与下周展望**

本周贵金属继续下挫，伦金下跌1.37%，收于1252.40，伦银下跌1.88%，收于16.10。

本周，贵金属继续受到美元走强压制，但周五欧盟就移民问题达成一项协议，欧盟成员国必须在自愿基础上分担移民问题，并在解救海上移民问题上分担责任。欧盟必须保证有效控制外部边境，并逐步遣返非法移民。欧盟领导人同意，在自愿基础上在欧盟内建立新的地中海移民中心，意大利与希腊可以根据自己的意愿建立移民接纳中心。目前欧盟已同意给土耳其第二笔30亿欧元的款项来处理叙利亚难民问题。欧盟在移民问题上达成协议，给市场吃了一颗定心丸，欧元因此大幅反弹，美元重挫，贵金属也乘机反弹。

贸易战方面，欧盟誓言对美国总统特朗普的保护主义作出坚定回击，暗示如果美国对汽车加征关税激化贸易战，欧盟准备采取报复行动；而美国著名机车制造商哈雷决定将部分产能搬迁至海外以规避欧盟的关税反击，令特朗普大为不满，直呼其为叛徒，事实上，哈雷仅仅是开了个头，后续料有更多企业效仿哈雷，原先还在观望的部分美国企业看到特朗普真要打贸易战，损害自身的利益，势必做出反击措施，可以说，特朗普仗还没真开打，后院就已经起火了，后续相信特朗普将面临国内实实在在的反对压力，压力之下，特朗普能否将转变立场，值得密切关注

中东方面，在特朗普威胁各国停止从伊朗进口原油后，伊朗做出强势反击，在最高领袖哈梅内伊的直接指示下，本周三（27日），伊朗宣布重启一座已经关闭九年的核电站。伊朗总统鲁哈尼周三(6月27日)表示会反抗美国制裁，并会“让美国屈服”。鲁哈尼说，“我们会面对问题，我们会承受压力，但我们绝不会牺牲独立自主的权利。”伊朗的强硬举措实在意料之中，中东局势面临进一步升级，后续仍需持续跟踪，尽管不太明显，贵金属受到中东局势的潜在支持。

周五的大跌给美元提出了警训，由于美元走强的因素现在已经基本明朗，利多可能出尽，美元走出调整的概率在加大，密切关注美元走势，不宜对金价走势过于悲观，如果美元延续调整，则贵金属近期将迎来反弹。

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | *图表11：伦金走势* | |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**2 下周公布的重要数据**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **时间** | **国家** | **指标名称** | **前值** | **预期值** |
| **7.2-21:45** | 美国 | 美国6月Markit制造业PMI终值 | 54.6 | -0.7 |
| **7.3-22:00** | 美国 | 美国5月工厂订单月率(%) | -0.8 | -0.2 |
| **7.5-02:00** | 美国 | 美联储FOMC公布6月政策会议纪要 | --- | --- |
| **7.5-20:30** | 美国 | 美国6月季调后非农就业人口变动(万) | 22.3 | 19.8 |

**3 持仓情况**

从COMEX持仓情况来看，本周COMEX黄金非商业净多持仓为76672手，较上周减少19840手；COMEX白银非商业净多持仓34221手，较上周减少6681手。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表12：COMEX黄金持仓* |  | *图表13：COMEX白银持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

从ETF持仓情况看，本周末SPDR黄金持仓量为819.04吨，较上周减少5.59吨；本周末SLV白银持仓量10029.80吨，较上增加67.30吨。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表14：黄金ETF持仓* |  | *图表15：白银ETF持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**4 总结与建议**

本周贵金属继续下挫，伦金下跌1.37%，收于1252.40，伦银下跌1.88%，收于16.10。本周，贵金属继续受到美元走强压制，但周五欧盟就移民问题达成一项协议，欧盟成员国必须在自愿基础上分担移民问题，并在解救海上移民问题上分担责任。欧盟必须保证有效控制外部边境，并逐步遣返非法移民。欧盟在移民问题上取得进展，欧元受到有力提振，美元大幅下挫，贵金属因此跟随欧元反弹；贸易战方面，欧盟誓言对美国总统特朗普的保护主义作出坚定回击，暗示如果美国对汽车加征关税激化贸易战，欧盟准备采取报复行动；值得关注的是，伊朗毅然重启核电站以对抗美国的石油制裁措施，中东局势更趋紧张；周五的大跌给美元提出了警训，由于美元走强的因素现在已经基本明朗，利多可能出尽，美元走出调整的概率在加大，密切关注美元走势，不宜对金价走势过于悲观，如果美元延续调整，则贵金属近期将迎来反弹。

**铜：维持震荡格局**

**1 基本面分析**

全球铜矿增速有限

根据国际铜业研究小组（ICSG）2018 年 4 月发布的最新预测，2018 年全球矿产铜产量预计将达到 2067 万吨，同比增长 3%，矿山产量增加主要来源于智利、印尼、刚果（金）、赞比亚等国。海外铜矿产量今年以来同比上升，有去年罢工带来的低基数原因，整体增量仍有限。数据层面看今年以来铜矿整体情况较宽裕，十大铜企 2018Q1铜产量合计同比上升13.86%，国内1-5月铜矿砂及精矿累计进口量也出现上升，主要是因为去年2月份必和必拓 Escondida铜矿出现罢工，导致去年基数较低。若去掉必和必拓，其他九大铜企2018Q1铜产量仅同比増 3.89%，供应增量仍较为有限。国内2018年5月份中国铜精矿生产商产量为5.27 万吨，较上月 6.05 万吨下滑12.8%，较去年同期 6.4 万吨减少7.6%。分省份来看，江西、安徽和湖北地区铜精矿生产商产量较上月持平，但云南地区由上月的5750吨降至1000吨，新疆地区则从上月的3800吨降为零.

罢工风起，远未结束

劳工协议是目前铜精矿供应的最大不确定因素。焦点聚集在 Escondida 劳资谈判上，谈判结果如何将极大的影响铜市场以现在消息而言，虽然此前提前谈判并不顺利，双方很有可能互相妥协。Codelco 旗下工会数量众多， 除此次出现罢工风险的 3 家外，下半年仍有 6 家工会劳资合同到期，且其中部分工会此前对 Chuquicamata 矿山露天转为地下开采的开发方案已有不满，Codelco 后续罢工的发生概率在提升。下半年将进入铜企薪资谈判高峰，Cerro Verde、EI Teniente、Andina 等大型铜矿。随着近 期铜价突破 4 年新高，薪资谈判导致的罢工概率有升高的可能。据我 们测算表明，下半年面临薪资谈判的矿山2017年铜矿合计产量为131.86 万吨，约占全球矿铜产量的6.4%，几大矿山一旦出现罢工对产量端的冲击不容忽视。

废铜供需两淡

废铜是2018 年影响供给的一个热点。2018 年4 月中国进口废铜 22.29 万吨，当月同比下滑 37.7%，累计进口 55.26 万吨，进口累计同比下降 39.10%。2018 年废 铜进口审批额度出现明显的收缩，目前已经公布的前 11 批费进口审批额度 47.01 万吨，较去年同期 减少 84.36%。尽管废七类占废铜进口量比例高，但是由于废七类含铜比例低，实际影响铜金属量并不大。相关企业主要加大了对国产再生铜的收购力度和对废六类的进口量，但由于货源比较分散以及国家政策限制，短期仍无法缓解废铜紧张的局面格局持续。根据海关总署数据，2018 年1-4月废铜进口总量为74万实物吨，同比下滑 38.5%。而2018 年前十三批废铜核定进口批文量为48.51万吨，同比去年下降83.86%，其中最近的第十三批核定进口量仅 2805 吨，不但没有放松反而在趋紧。5月废铜制杆企业开工率为68.69%，环比下降3.43%；预计6月废铜制杆企业开工率为66.33%，环比继续下滑2.36%。

环保情绪升温，供给上出现萎缩

根据党中央、国务院批准，中央环境保护督察组将于近期陆续进驻河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏等10省（区），对第一轮中央环境保护督察整改情况开展“回头看”。随着环保督查工作的开展，据SMM了解，铜加工厂受环保影响并不大，主要是废铜生产粗铜的企业受到影响。江西为产粗铜大省，主要集中在江西以北上饶、贵溪一带，江西 60 万吨废铜冶炼粗铜的产能半数将受到影响。

精炼铜产量将走低

铜矿供应趋紧并未传导至精炼铜市场，精铜供应相对充裕。2018 年 5 月 SMM 中国精 铜产量为 74.73 万吨，环比增加 1.29%，同比增加 19.57%，2018 年 1-5 月累计产量为 360.36 万吨，360.36万吨，同比增长 13.4%，比去年同期增加超 40 万吨。与此同时未锻造得铜及 铜材进口同样大增，前五个月累计进口 215 万吨，同比增长 16.7%。

受环保影响，废铜原料供应有所不足，大型 60 万吨之上的冶炼企业产能利用率出现下降。另一方面，5-6月冶炼企业停产检修增多，SMM 调研资料显示，根据各炼厂 6 月排产，因环保及部分铜炼厂设备故障及检修.预计6月产量走低,支撑铜价。

需求疲软

下游消费方面无亮点，5 月份铜杆企业开工率为 93.9%，同比增加 4.36 个百分比，主因来自下游电线电缆企业的需求走弱。因开工率下降，铜杆企业原料库存比略有下降为 10.47%，预计 6 月铜杆企业开工率为 78.61%。

电力行业占据铜消费的 45%左右。5 月投资完成额累计值 1414 亿元，累计同比-21.20%。均低于去年同期，但是根据国家电网投资规划，2018 年电网投资总额是略高于 2017 年的，所以2018 年下半年电网投资可能有较大增幅，铜价有望得到支撑。从电力的“十三五”规划文件来看，我国电力设施建设仍有增长空间，尤其是西电 东送的输电能力，年均复合增速将达到 14%。此外，新能源的出现对于电网的改造 和新增需求也较为可观，文件中明确规定了需要建设集中式换电站 1.2 万座，分布式 充电桩 480 万个，加上配套的设备建设，对于铜的需求提供支。

今年房地产投资存在超预期的可能性。5月房地产投资增速保持平稳，为10.2%，较上期仅回落0.1%。并且，5月房地产投资领先指标全面好转，商品房销售面积反弹1.6个百分点至2.9%，销售额面积反弹2.8个百分点至11.8%。受此影响，地产投资增速反弹3个百分点至5.1%，新开工面积反弹3.5个百分点至10.8%，达到1年以来的最高水平，土地购置面积回升至2.1%，今年以来增速首度转正。短期内，地产投资将继续保持较快增长。

中国铜的消费在空调,基础建设,以及国家电网投资增速放缓,都呈现疲软态势,无明显亮点。

**2 供应短缺**

根据 ICSG 的报告预计2017年全球铜精矿产量1980.7 万吨，同比下降 2.7%，2017年全球精炼铜缺口为15.1万吨，2018年缺口为10.4 万吨。供应弹性已充分体现，而原料紧张之下，未来供应难以进一步增大；但目前需求面临收缩的风险，一旦预期落实，需求收缩或导致平衡表宽松。

**3 结论：震荡思路**

缺乏大型铜矿投产、罢工、品位下降等因素使得大多数机构并没有改变未来几年铜矿供应偏紧的预期。当前环保督察组回头看，只江西 60 万吨废铜冶炼粗铜的产能半数将受到影响。而需求方面，房地产超出预期，目前家电尤其空调的产销超预期，加上下半年的电网投资可能有较大增幅，基本面向好，铜价下行空间有限。当前铜市场矛盾依然不算突出。前期主导铜价上涨因素弱化。依旧保持振荡思路。

图11:全球铜供需平衡状况

**4 铜期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表16：长江有色铜价* |  | *图表17：洋山铜平均溢价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表18：LME铜库存* |  | *图表19：COMEX铜库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表20：上海有色铜库存* |  | *图表21：上海保税区铜库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表22：铜材产量* |  | *图表23：进口精炼铜* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表24：WBMS供需平衡* |  | *图表25：铜精炼费* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**锌：弱反弹难持续**

**1 锌：影响因素**

国内外锌矿产量增加

随着锌价不断上涨，矿山利润也在持续增长，矿山在如此丰厚的利润下有充足的动力来复产和增产。2018 年全球锌精矿产量显著增长，ILZSG 预计，全球矿产锌产量将继续增长至1362 万吨，增速为 5.1%，增长主要来自于中国（增速2.3%）和秘鲁（增速3.9%）。由于海外矿山企业增产复产欲望增强，锌矿开发投资加速，2017年锌矿供应已经出现了回暖。加拿大的Lalor矿山、非洲的Bisha Expansion以及 Perkoa矿山、秘鲁 Antamina矿和印度韦丹塔公司旗下的矿山增产明显，总计大约有50万吨的新增产能。国内方面，受环保治理不断趋严的影响，一些关闭的小矿山 2018 年仍难有恢复的可能，但受益于内蒙古和青海等地的矿山投产，整体产量将小幅增长。

进口矿补充原料

国内锌矿产量来看，由于环保政策的持续影响，老矿山开采及新矿山投放都受到明显影响，导致国内锌矿产量持续居于较低水平。根据数据显示，今年4月份国内锌矿产量预估为35.2万吨，同比减少6%附近，1-4月累计同比小幅下滑。由于湖南花垣地区持续停产，很大程度的影响了地区性锌矿供应，而北方矿山复产进度偏缓，也拖累了原料供应。总的来说，今年国内锌矿供应的增量很难显现，而且更多的是受制于政策性因素，而非价格因素，未来量是否能小幅增加，依然取决于国内政策的变化，但目前来看6月份增量或有限。

而从锌矿进口的角度来看，海关数据显示4月锌精矿进口量为306445吨，同比小幅增长6.75%，同比增速略有回落，但整体依然处于高位。在五矿的杜尔家河矿试产顺利及正式商业化生产后，未来锌矿进口或持续居于较高水平，成为国内原料供应的重要补充。

产量逐月减少

锌精矿的短缺造成当前锌精矿加工费处于历史低位，环保部门对国内企业进行了严格的环保检查，锌矿供应偏紧，加工费维持低位，南方市场主流成交3200—3400元/吨，北方市场主流成交3400—3700元/吨。同时，进口锌精矿亦较为偏紧，当前进口锌精矿现货加工费维持20—40美元/吨的较低水平，且港口锌矿库存下降，冶炼厂提货速度加快。

蓝天行动，冶炼厂检修是锌库存减少的主要原因，豫光金铅、陕西锌业、赤峰有色等冶炼厂自5月开始检修，影响锌产量约2万吨，而白银有色、葫芦岛锌业以及中金岭南等冶炼厂自6月初开始检修，预计影响锌产量1万吨左右。令进入2018年以来，精炼锌月度产量逐月下降，据 SMM 调研了解，5 月国内精炼锌企 业开工率环比下降 3.48 个百分点至 68.62%，降幅较为明显。 5月国内精炼锌产量至42.31万吨，同比减少4.82%。

供应结构将发生改变

中国进口锌矿将增加，改变国内供不应求的格局，现货升水回落。国内增值税率下调至16%，进口锌窗口打开，5月流入市场进口锌增多。与 2017 年第一季度 相比，锌精矿中锌的进口量增长了 21.9%，达到 36.2 万吨。精炼锌的净进口增加了8.2 万吨，达到 13.6 万吨。再者，嘉能可旗下的Lady Loretta矿已经在去年12月重启，预计今年将正常运行。同时，锌价持续上涨，亦刺激其他锌矿的复产和投产，预估至少有40万吨的增量。受此影响，全球锌矿供不应求的格局将发生改变，中国亦将加大锌矿的进口，从而间接增加国内锌供应。由于锌产量以及锌进口增加，锌供应盈余打压锌价。

需求不及预期

从锌消费结构来看，锌消费量中的51%左右用于钢铁镀锌，其表观消费量呈现下滑趋势。1-4月镀锌结构件平均开工率为56.7%，较去年同期下降了9.4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；而另一部分原因则是由于今年房地产、基建等板块订单较去年走弱，拖累镀锌结构件企业生产订单。从出口方面来看，3月镀锌板带出口45万吨，同比下滑36%，镀锌板带出口依然不太乐观。一方面是比值因素不利于国内锌产品出口；另一方面则是受到贸易战的拖累，包括美国、台湾等地都对国内部分镀锌产品进行了双反制裁，导致企业出口量受到冲击。虽然现阶段贸易战局势有所缓解，但未来进展仍存在一定不确定性，出口量在未来一段时间内都很难有亮眼表现。

从汽车市场来看，根据中国汽车工业协会最新数据显示，1-5月汽车产销分别完成1176.8万辆和1179.2万辆，产销量比上年同期分别增长3.8%和5.7%，销量增速高于上年同期2个百分点，增速比1-4月提高0.9个百分点，总体表现良好今年汽车行业超预期迹象明显，购置税减半政策的退出并未使得车市快速走冷，消费升级的趋势或使得今年汽车产量强于市场预期。

地产方面，中国前5个月房地产开发投资增速回落0.1个百分点，同比名义增长10.2%。商品房销售面积同比增长2.9%，较前4个月提高1.6个百分点；商品房销售额增速提高2.8个百分点，至11.8%。

ILZSG 预计 2018 年全球精炼锌供给量和需求量分别为 1371 万吨、1397 万吨，分别增长 3.6%和 2.0%。随着矿山产能的复产加速，2018 年供给增速高于需求增速，锌短缺约 26 万吨，供需缺口较 2017 年收窄18万吨。

**2 锌：弱反弹难持续**

锌供应紧张的格局将缓解，从而限制锌价上行幅度。而下游消费情况不佳，消费逐渐转淡，预期锌市场去库增速放缓，或重新累库，锌价弱反弹难持续。需求出现走弱迹象，导致库存再度累计，与此同时，进口锌锭流入现货市场，基本面的疲弱表现，对沪锌走势形成打压。预计短期锌价将维持偏弱运行，后期下行压力仍存。

**3 锌期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表26：锌产量* |  | *图表27：锌升贴水* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表28：锌产销变化* |  | *图表29：终端汽车产量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**铅：弱势震荡**

**1 铅：基本面分析**

整体供需情况好于去年

根据安泰科统计，2017 和 2018 两年国内有超过 180 万吨的再生铅产能投产，此外根据铅酸电池的年度生产情况和报废周期推算，2018 和 2019 年将进入报废高峰期，再生铅产量将保持 较高增速。虽然国内环保治理力度不减将对铅供应产生影响，但总供应量仍将呈增长的趋势。由于供给的快速增加，2018 年铅供给短缺仅为 2 万吨，缺口较 2017 年大幅收窄。

环保导致再生铅产量下降

中央环保督察组对河北、河南，内蒙古、宁夏，黑龙江，江苏、江西，广东、广西，云南等 10 个省区展开“回头看”。环保督察组入驻，环保敏感度最高的是铅，是因为废旧铅酸蓄电池含硫酸，且铅是毒性高的重金属，位列危废名录。自3月开始，安徽部分再生铅企业被勒令停产整顿，截至5月，安徽太和工业园区再生铅企业还在停产整改。环保部门对固废企业进行严格的环保检查，江西、云南、贵州等地区再生铅冶炼厂阶段性停产。安徽地区环保政策升级，集中对当地化工企业、再生铅企业进行集中检查。检查的内容主要集中在：废物处理。比如对冶炼环节产生的废渣、锅炉渣等废料的处理；废水、废气的处理。比如对外排放的二氧化硫是否超标；对一些生产项目的环评流程进行复查。再生铅企业阶段性停产，再生铅产量增速下滑，统计数据显示，1-4月我国精铅产量为 140.5 万吨，同比降幅为 8.8%。其中原生铅产量为 88.4 万吨，同比下降 6.6%；再生铅产量 52.1 万吨，同比下降12.3%。5 月原生铅厂检修基本结束，预计精铅产量环比恢复增长，但仍会低于去年同期水平。从再生铅产业来看，环保政策执行的力度超出预期，企业开工受到显著抑制，铅的供应端受到威胁，相应铅的供应环节上市企业利润也会得到提振。

进口量下降

1-4月全国铅精矿累计产量 51.7万金属吨，同比减少 1.3%。从 4 月份开始，海关停止公布贸易数据，安泰科根据一季度精矿情况及市场实际变化，预计前 4 个月铅精矿累计进口量约为16.8 万金属吨，降幅在 20%左右。6 月份进口矿加工费平均水平仍然维持在20 美元/干吨。由于 5 月份国内铅价强势，沪伦比值上升，进口矿平均盈利 1000 元/吨左右。5 月份德国违规进口货源曝光，数据显示 2017 年我国从德国进口富铅渣约 4.2 万实物吨，这部分量势必消失；朝鲜矿从去年 9 月份开始禁止进口，预计今年铅精矿进口量仍将维持降势。

需求无亮点

6月中旬至8月中旬为铅酸蓄电池传统消费旺季，消费需求逐渐旺盛，而供应备受抑制，导致供需极其不均衡。下游电池企业没有像去年初一样集中备货导致消费波动较大以及库存的堆积，今年更多是按需采购和拿货，且在年初进行了降价促销。但铅蓄电池价格则相对平静。回顾历史电池价格，基本与铅价同方向波动，而当前的“按兵不动”则暗示下游利润被进一步压缩，以电池企业相对集中的浙江地区报价来看，48V12AH报价每组在300元左右，若按20000元/吨的铅价折算，则每组电池亏损约15元左右。并且电池行业是一个产能过剩行业，产品技术门槛低，同质化严重，消费旺季预期虽存，但不意味着实际需求快速增加。同时，央视曝光江西电池厂违法排污，宜丰地区电池企业停产整顿，预计影响精铅需求每月约3万吨。

出口方面，1—4月我国铅酸蓄电池累计出口量为5791万个，同比增长7.5%，比去年同期增加11.4个百分点，表明外部需求良好。综合来看，目前下游和外需表现并不差。 结合电池历史价格可以发现，夏季往往不是电池价格高点，在电池库存相对低点的冬季，价格可以达到一年顶峰。夏季虽是电池消费高峰，但厂家备货较为充足，整体呈现被动去库存态势。

从终端消费来看，1-4月我国汽车累计产销量分别达到941.98万辆和950.12万辆，同比增长1.78%和4.78%。汽车行业受小排量汽车购置税优惠政策取消的影响，产销增速将会下滑，且根据相关部门的最新消息，新能源汽车发展加速，该行业对铅酸电池消费拉动作用将会减弱;2018年国内铅消费的主要支撑在于电动三轮车和低速电动车，预计2018年我国铅消费增速在1%~1.5%。

**2 行情展望**

近期，河北、江西等地区部分再生精铅炼厂正在复工过程中，预期7月份铅锭供应将有所增加，但是考虑到环保等因素导致还原铅炼厂复工的不确定性，精铅产量增长或有限。市场对于7月份终端电池市场的需求有改善预期，电池旺季的到来有望进一步释放铅市需求，提振铅价。目前基本面无亮点情况下，保持震荡思路为宜。

**3 铅期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表30：铅价格指数* |  | *图表31：LME铅升贴水* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表32：交易所铅库存* |  | *图表33：铅供需平衡* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | *图表34：铅产量* | |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**黑色金属**

**1 行情分析**

本周黑色系品种在特朗普决定不对中国投资采取最严厉的措施刺激下，同时在沙钢股份被生态环保部通报等环保影响下，价格出现反弹。钢材方面从基本面供需以及库存角度看偏空，焦炭在徐州复产预期以及沙钢自备焦炉是否限产下走势纠结，但现货价格已经开始第一轮提降，铁矿石在人民币贬值下对价格起到了提振。

本周宏观方面公布了PMI数据，6月官方PMI51.5，较上月回落0.4个百分点，开始有拐头向下迹象。主要分项指标看，生产指数回落0.5个百分点至53.6，新订单指数回落0.6个百分点至53.2，新出口订单指数49.8，降至荣枯线下且创3月以来新低，外需明显放缓，后期贸易战的负面作用也将显现。原材料库存指数回落至48.8，产成品库存微升至46.3，原材料库存持续回落，显示上游供给受环保影响仍偏紧，支撑上游工业品价格，上游挤压下游的现象仍在延续。整体看，供需都有走弱，趋势看后期需求走弱的影响更大。

行业方面，6月钢铁行业PMI51.6，环比回升1个百分点。主要分项指数看，生产指数、采购量指数回落，新订单指数、产成品库存指数、原材料库存指数小幅上升，新出口订单指数、购进价格指数升幅明显。环保限产及上合峰会对供应端产生短期影响，需求旺季的延迟，地产投资的韧性，对钢材需求产生了支撑。整体看，6月份PMI与钢价表现较为一致，后期进入淡季需求下行压力较大。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表35：螺纹钢主力合约价格及持仓* |  | *图表36：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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**2 供需端：供应平稳，需求转弱**

6月份钢铁行业PMI生产指数为52.5%，环比回落0.4个百分点。钢铁生产积极，市场供给相对充足。据中钢协统计，6月上旬钢协会员企业粗钢日均产量为198.02万吨，旬环比增加2.55万吨，增幅为1.3%。我们一直强调高利润下供应不是担心的问题，这是经济学的基本常识。从最新高炉开工率看，本周开工率到71.27%，较上周略有下滑，考虑7月上旬环保督察组1个月检查即将到期，后期开工率将有所回升。

本周库存数据延续增加态势。从主要品种的社会库存看，截止6月29日，国内主要钢材品种库存总量为1028.61万吨，较6月22日上升16.61万吨，环比回升1.64%；国内螺纹钢社会库存量由478.76万吨回升3.67万吨至482.43万吨，环比升0.11%，钢厂螺纹钢库存增10.61万吨；热卷社会库存增5.08万吨至211.46万吨，环比回升2.46%，钢厂热卷库存增0.55万吨。库存延续回升，需求走弱明显。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表37：钢厂铁矿库存及高炉开工率* |  | *图表38：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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表39：重点企业钢材库存* |  | *图表40：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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

6月新订单指数为52.7%，环比回升1.1个百分点，新出口订单指数为49.7%，环比回升7.2个百分点，反应整个需求端旺季的延续，地产投资韧性较强对钢材需求的支撑明显。但需要注意的是6月下旬以来需求开始明显下滑，华南进入高温季梅雨季，工地施工难度增加，下游成交明显走弱。出口的回暖与企业担心贸易战抢跑有关，随着全球贸易战的不确定性增加，后期出口压力增大。从沪线螺终端日均采购量看，截至6月29日，沪线螺终端日均采购量27233吨，较上周回升7013吨。

整体看，高利润下维持高供应，需求开始走弱，价格高位承压。

**3 原料端：人民币贬值提振矿石价格，焦炭博弈难度增加**

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上涨，截止6月29日，普氏62%进口矿指数报64.45美元/吨，较上周末涨0.55美元/吨。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新钢材库存维持在26.5天，略有回升。近期钢厂开工率维持平稳，需求端较为平稳，钢厂采购积极性不高，基本按需采购。环保限产下低铝粉需求较好，也是高品位的粉矿，但从港口库存看，高品矿占比仍较高，短期不会出现高品矿短缺问题，主要也是今年外矿增量以高品矿为主。库存方面，全国要港口进口铁矿石库存为15580万吨，较上周上升91万吨。

盘面上看，人民币近12个交易日连续贬值，贬值幅度近4%，对美元标价的铁矿提振较为明显。近期市场上出现一种新澳洲粉矿-RTX-F（普氏定价），据了解，此矿是力拓生产，前期主要作为配矿混入PB粉中出售，目前为了提升PB粉的品质，被单独筛选出来进行销售。货物品质与主流货有一定差距，但符合大商所的交割标准，可用于交割，但在生产使用上存在较大问题，目前用来交割有交割利润，对盘面也会有一定抑制。

铁矿石基本面仍未改善，在钢材走弱下，铁矿石价格上方空间不大，470-480区间可择机抛空。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表41：国内铁矿石港口库存* |  | *图表42：焦炭库存可用天数* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表43：铁矿石原矿产量* |  | *图表44：铁矿石进口数量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

焦炭方面，本周焦炭现货价格方面钢厂开启第一轮调降，据悉山东某大型钢厂于2018年7月1日0点起，对采购焦炭价格下调50元/吨，降后湿熄焦省内执行2300元/吨，省外执行2310元/吨。干熄焦执行2470元/吨，不分省内省外。同时上西地区有钢厂也开始调降50元/吨。在钢材需求走弱预期下，焦炭价格开启降价。目前市场博弈的点在于徐州地区焦化厂的复产，据悉个别焦化厂已经获得批复通知，正式复产市场预估在下周环保督查组结束。正常复产预期下，价格会震荡下跌。但本周沙钢股份环保污染问题又让走势产生了不确定性，沙钢自有焦化目前并未停产整改，新闻要求年底整改完成，具体后期仍需关注。

焦炭短期博弈难度增加，价格2100以上可以轻仓试空。

**4 总结与建议**

宏观利空因素累积，钢材高利润下维持高供应，环保边际影响有限，中长期需求下滑压力大，需求开始季节性走弱，操作上轻仓抛空。焦炭在徐州复产与沙钢环保污染博弈，焦炭贴水多难操作，煤焦做空仍选焦煤。铁矿石供需无太大变化，人民币提振利多及新型交割品利空博弈，价格难有太大上行空间，470-480区间可择机抛空。

**甲醇**

**1 甲醇市场供求分析**

现货运行情况

西北主产区稳定为主，整体签单顺利；环渤海、淮海地区成交一般，弱势走低；华中地区商谈尚可，暂稳整理；期货震荡上行，华东、华南港口市场走势不一。西北地区暂稳整理，整体签单顺利，部分新单调涨。内地市场仍旧弱势，整体成交一般，受西北低价货源冲击，国内市场弱势下行，但看空情绪略有缓和，后期看跌空间不大。港口方面，期货震荡上行，受月底纸货交割影响，华东区域纸现货商谈重心上移，华南区域弱势运行。

本周甲醇华东港口回落，西北现货价格下降，现货震荡运行，需求难有起色。下游和贸易商观望，偏于谨慎，现货需求较差。但期货价格先抑后扬，主要因为原油价格上涨，化工板块提振。

甲醇库存持续回升

国内甲醇整体装置开工负荷为69.15%，环比上涨4.14%;西北地区的开工负荷为74.59%，环比上涨4.67%。国内煤(甲醇)制烯烃装置平均开工率在55.97%，较上周略降0.7个百分点。沿海地区(江苏、浙江和华南地区)甲醇库存增长至53.05万吨，整体沿海地区甲醇整体可流通货源预估在14.14万吨附近。从最新的供需数据上看，国内甲醇装置开工继续提升，同时沿海库存也出现了回升。

MTO开工率降低至56%，需求低迷

目前MTO的利润基本上为0，近期化工品价格齐跌，后期对mto需求更加悲观。新兴需求来看，MTO综合利润欠佳，华东部分MTO装置恢复，据悉浙江兴兴69万吨/年MTO装置已经恢复稳定，宁波富德60万吨/年MTO装置近期或重启。目前MTO占甲醇消费量的一半，受利润下降影响，未来需求偏淡。进一步关注后期mto开工情况，预计9月份之前，mto需求萎缩。

伊朗核协议无果，原油供应预期收缩

日前，美国国务院宣布，180天的制裁宽限期在11月4日结束后，华盛顿将要求各国停止进口伊朗石油，否则相关国家和企业将面临经济制裁。华盛顿方面同时强调，美国无意给予任何国家豁免权。

自退出伊核协议来，美国曾多次对伊朗施加制裁。5月10日，美国财政部宣布，美方对6名伊朗人和3家实体实施制裁，冻结其在美国境内的资产，并禁止美国公民与其进行交易。5月15日，美国财政部又宣布对包括伊朗央行行长赛义夫在内的4名个人和1家实体实施制裁，称不会允许伊朗“日益滥用国际金融体系的行为”。5月21日，国务卿蓬佩奥称，美国将对伊朗施加“史上最强制裁”，并称伊朗将为“保持经济生存”而挣扎。伊朗宣布重启一座已经关闭九年的核电站，伊朗核子能机构随后确认，该命令是由伊朗最高领袖哈梅内伊发出。针对美国总统特朗普单方面退出伊核协议，并威胁盟友停止进口伊朗石油后，伊朗总统鲁哈尼周三（6月27日）表示会反抗美国制裁，并会“让美国屈服”。鲁哈尼说，“我们会面对问题，我们会承受压力，但我们绝不会牺牲独立自主的权利。”

环保检查影响甲醇供应，同时抑制下游需求

首批中央环保督察“回头看”已全部完成督察进驻。从 5 月 30 日开始到 6月 7 日，本次“回头看”六路督察组已陆续完成对河北、河南、内蒙古、宁夏、黑龙江、江苏、江西、广东、广西、云南等 10 省区的进驻工作。各督察组在省级层面督察只安排了 5 天时间，其余时间将会进一步下沉督察，现场核实问题是否整改。

由于全国环保检查比较严格，部分甲醇企业停止生产，但需求端同样受到压制。未来环保检查略微偏多。环保检查将推高煤炭价格，因此甲醇价格相应上涨。

**2 综合分析**

由于甲醇装置重启启动，需求萎缩，甲醇难以走出趋势行情。目前甲醇供求矛盾并不突出，淡季消费疲软。预计mto装置检修较多，需求减弱。南方进去雨季，传统需求也减弱。关注煤炭价格变化。

供应端随着甲醇开工率上升，库存开始增加。而原油未来延续强势，同时煤炭板块因环保因素持续上涨，未来生产成本上涨，拉动甲醇价格上涨。

总体上，甲醇多空交织，无明显的趋势线机会，短期受成本支撑处于强势，仍处于震荡区间。操作上，甲醇1901维持（2700,3000） 区间看法，后期反弹沽空操作，整体维持区间震荡走势。 9月份之后或有上涨机会，仍需等待。

**3 甲醇主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表45：甲醇收盘价* |  | *图表46：甲醇出厂价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表47：甲醇产量* |  | *图表48：甲醇进口量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表49：甲醇库存* |  | *图表50：丙烯现货价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**天然橡胶**

**1 行情回顾**

沪胶主力1809合约本周震荡筑底企稳，收盘于10575元/吨。泰国产区顺利进入割胶季，橡胶工厂压低原料收购价格，关注胶水—杯胶价差收窄释放的探底信号。随着二季度泰国对华天然橡胶出口量反弹，青岛保税区去库存向补库存的拐点已经出现。受上合峰会和工厂限电的影响，6月轮胎企业开工呈前高后低态势。20号胶计划上市的消息对沪胶情绪造成冲击，将彻底改变国内天然橡胶市场交易规则。短期不排除跌无可跌令做空动能衰竭，资金推动盘面阶段性反弹，但未来橡胶整体熊市行情难改。

**2 基本分析**

供给侧

自从宋干节后进入新一年的割胶季以来，泰国主产区物候条件良好，胶水、杯胶、胶片等原料产量稳定增长。4月泰国天然橡胶产量为29.3万吨，同比大幅增长38.7%；5月降雨较多导致割胶天数偏少，预计胶水产量同比增幅在1%—3%左右。6月泰国原料价格开始松动下跌，胶水价格从月初的50泰铢/公斤降至44.5泰铢/公斤，跌幅达到11%；同期杯胶价格却只下跌了0.5泰铢/公斤，跌幅仅为1.32%。降水量增加是胶水—杯胶价差出现明显收窄的主要原因。胶水和杯胶同属于割胶作业产出的原料，杯胶是胶水自然凝固在割胶杯上形成的，因其杂质含量较高价格通常低于胶水。5月的降雨影响杯胶产量增长，并造成胶水干含量降低，故杯胶价格相对胶水表现更为抗跌。此外，目前泰国橡胶加工厂普遍压低胶水收购价格，待胶水恢复高产后以低廉的价格大量采购。

6月是天然橡胶产量季节性增长的过渡阶段，自2011年橡胶大熊市开启以来，6月橡胶价格多表现为弱势震荡筑底。从近年历史走势上看，原料价格的波动呈现出周期性规律，对判断橡胶底部具有一定指导意义。胶水与杯胶价格互为天花板和地板，正常情况是胶水升水杯胶，对比胶水—杯胶价差与橡胶价格不难发现，当二者出现平水甚至贴水时，往往预示着行情拐点的到来。在价格上涨的过程中，如果胶水—杯胶价差缩窄，此时易形成阶段性顶部；在价格下跌的过程中，若胶水—杯胶价差缩窄，则胶价大概率触底回升。基本面对此的解释为，杯胶超涨溢价时的供应过度放量，以及胶水超跌折价时的供应主动收缩。目前橡胶整体深陷熊市泥潭，同时胶水—杯胶价差进入收窄初期，按照上述规律，可认为探底形态初现，后期下跌空间有限。如果7—9月二者达到平水甚至贴水，或将向市场释放强烈的价格触底信号。

今年东南亚主产区大部分橡胶树长势良好，开割以来割胶工作进展顺利，然而天然橡胶产量却不及理论上充裕。主要原因是，短期降雨过多影响割胶进度；原料收购价格明显低于去年，胶农割胶积极性不高。进入6月以来，泰国合艾原料市场胶水报价出现连续大幅走跌。正常情况下，6—8月全球天然橡胶将迎来年内第一个供应高峰期，市场对后期产量增加的预期升温，因而原料价格一再下跌。应该注意的是，6—9月泰国处于雨季，是台风和洪涝灾害的高发期，在橡胶产量增长的同时，天气对原料稳定产出的影响非常大。降水量减少后供应将恢复，总体供过于求的情况下，低廉的原料价格降低生产成本，刺激橡胶加工厂采购需求增加。进一步，在原料供应放量后，价格反而有可能出现上涨。

在全球橡胶熊市的大背景下，越南橡胶生产加工行业却高速发展，橡胶及橡胶制品销往世界128个国家和地区。越南橡胶协会统计数据显示，2017年越南橡胶种植面积为97.16万公顷，产量达108万吨，占全球市场份额的8.3%，天然橡胶创汇22.5亿美元。越南天然橡胶主要出口至中国、印度和马来西亚，市场份额分别为58.1%、7.5%和4.6%。今年越南大部分橡胶品种出口量和出口额均同比有所增长。5月越南橡胶出口量和出口额分别为9.3万吨和1.33亿美元；1—5月越南橡胶出口总量达42.4万吨，同比增长17.4%；出口额共计6.2亿美元，同比下降12.4%；1—4月，越南天然橡胶平均出口价格为1469美元/吨，同比下降27.1%。在橡胶供应端，越南正逐渐取代马来西亚成为世界第三大产胶国。

需求端

国际橡胶研究组织IRSG公布的数据显示，全球橡胶消费量呈持续稳定增长态势。2017年，全球橡胶消费量达到2827.7万吨，同比增长3.0%。中国橡胶消费量高达943.2万吨，同比增长2.9%，连续3年居于全球首位，发达的轮胎制造业是拉动消费增长的主要原因。美国橡胶消费量284.3万吨位居第二，与上年基本持平，随着美国经济强势复苏，对橡胶的需求逐步回升。印度橡胶消费量167.9万吨，同比增长3.5%，作为新兴市场国家的代表，印度汽车行业迅速扩张，但基数尚小影响有限。泰国、马来西亚等传统产胶国推行产业升级，发展下游橡胶制品工业，近年来内需有所扩大。表观数据来看，全球橡胶消费情况并没有想象中的那么差，然而相比ANRPC4.5%的供应增速，需求跟进明显不足。

国内轮胎企业开工统计数据出现大幅回升，截至6月22日，全钢胎平均开工率78.59%，半钢胎平均开工率71.24%，推测为样本内部分轮胎厂结束检修复工所致。6月国内轮胎工厂生产高峰期难以维系，主要原因有四：青岛上合组织峰会召开，环保政策打压周边地区轮胎厂开工；部分电厂将开启常规检修，对工厂用电多有限制，造成短期减产甚至停产；随着天气逐渐炎热，生产车间温度过高，工人抵触情绪加重排班减少；欧盟对华卡客车轮胎实施反倾销政策，导致出口萎缩间接影响产量。

山东省是中国最重要的轮胎产地，2017年子午胎产量达3.27亿条，占全国总产量的一半以上；其中东营又为重中之重，轮胎产量占全省的50%左右。根据对东营地区轮胎行业的调查，2018年轮胎出口略好于内销，整体市场表现欠佳；企业普遍认为今年销售情况不及去年同期，但好于年初过度悲观的预期。厂商对后市原料价格看空，多以按需采购为主，原料库存维持在10—15天左右。6—7月是国内替换胎传统淡季，终端消费能力受限；这一状况将持续到8月，高温天气导致轮胎耗损加快，市场有望恢复改善。随着国内天然橡胶库存全面回升，东南亚产胶国供应放量，市场价格将承压下行。目前橡胶处于历史性底部，如果跌破万元会刺激下游增加备货，因而未来胶价进一步下跌的空间有限。

卓创监测数据显示，4月中国半钢轮胎总需求量约为1000万条，环比下滑9.04%。一定程度上，乘用车市场的低迷影响半钢胎产销量。5月中国乘用车销量为188.94万辆，虽然同比增加7.89%，但较上月下降1.30%，环比出现连续下滑。2018年乘用车销量增速整体呈放缓态势，1—5月乘用车总计销售990.08万辆，比去年同期增长5.09%。乘用车市场走弱的主要原因：今年取消小排量购置税优惠政策，乘用车销量环比大幅走低；进入乘用车传统销售淡季，市场终端需求清淡；财政部宣布，7月1日起降低进口乘用车关税，使得国内大部分经销商指导价下调，消费者预期国产车价格将跟降，产生持币观望的心理。后市预计乘用车产销量环比将进一步下滑，7月配套胎市场表现或难以为橡胶提供有力支撑。

期现库存

东南亚主产区产量不断恢复，随着进口货源陆续到港，青岛保税区从去库存向累库存的拐点或已出现。截至6月15日，青岛保税区橡胶总库存回升到18.2万吨，其中天然橡胶库存增至6.98万吨。在需求没有明显好转的情况下，库存将继续对橡胶价格施压。目前上期所天然橡胶库存为48.5万吨，逼近51万吨的历史最高纪录；注册仓单高达45.76万吨，位于历史最高水平。

沪胶存在交割标的和流通标的不匹配的问题，橡胶制品企业对全乳胶的实际需求并不高，直接从盘面接货意愿较低。从2014—2017年的交割量来看，以现货企业进行跨期或期现套利活动为主，真正在生产环节中被消耗掉的仅占少数。大部分的仓单需要不断向后展期，直到11月强制注销转为现货。下游需求整体疲弱的情况下，只能通过远月合约扩大升水来承接现在的仓单压力，形成以01合约高升水开始，09合约贴水结束的升贴水结构。

进出口

泰国海关公布的数据显示，5月泰国天然橡胶（含胶乳及混合胶）出口总量为42.51万吨，同比大幅增加22.16%，环比下降15.69%。具体胶种来看，其中20#标胶出口量为13.03万吨，混合胶12.95万吨，乳胶8.76万吨，3#烟片胶4.31万吨。据悉，目前泰国三等胶片报价为43.56泰铢/公斤，乳胶报价41.46泰铢/公斤，胶块报价20.28泰铢/公斤，整体价格比去年同期平均降低了38.61%。泰国农业部门表示，2018下半年的工作重心将转移到提高橡胶价格上，努力推动胶价回归正常水平。泰方认为，胶价走低很大原因是去年中国储备了大量库存，相应地今年进口量减少；另外汇率波动也导致橡胶出口下滑。这一表态显然没有正视现象本质，天然橡胶市场承受的产能过剩正是产胶国自身在2010—2011年度大量种植橡胶树的后果。

5月中国天然橡胶进口数量激增，主要原因是泰国船货到港，以及前期期现价差反弹带来的非标套利空间。中国海关统计数据显示，5月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计64.9万吨，同比增长18%，环比增幅达51.6%，创三个月以来进口最高水平；1—5月橡胶累计进口量为273万吨，同比下滑5.8%。

美国是中国轮胎最重要的市场之一，一季度出口到美国的卡客车轮胎总量为169410吨，同比大幅增长31.20%，这归功于2017年中国卡客车轮胎双反案赢得胜利的结果，然而中美贸易战的威胁又给前途蒙上一层阴影。欧洲方面，欧盟委员会宣布对中国卡客车轮胎的反倾销调查初裁结果，对中国轮胎出口产生新的负面影响。一季度出口到欧洲的轮胎总量为83680吨，同比下滑3%。一带一路政策的提出为中国轮胎出口带来一些增长方向，一季度出口到一带一路相关国家的轮胎总量为258010吨，同比增长4.5%，但市场体量较为有限。综上，美国市场能否持续反弹存疑，欧洲面临贸易摩擦升级，一带一路受增长潜力制约，中国卡客车轮胎出口形势不容乐观。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表51：天然橡胶现货价格* |  | *图表52：合成橡胶价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表53：ANRPC产量出口* |  | *图表54：橡胶进口量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表55：青岛保税区库存* |  | *图表56：上期所注册仓单* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表57：轮胎开工率* |  | *图表58：汽车产销量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**3 内在逻辑**

供给红利

在需求端较为平稳的情况下，供应端变化对橡胶行情的影响较大。全球天然橡胶供需关系正处于并将长期处于产能过剩阶段，一般来说，橡胶产量的增加有四大红利。一是价格红利：传统经济理论中，供给量与价格成正相关，几乎适用于所有商品。二是规模红利：高胶价时大量种植橡胶树，导致后期割胶面积扩大。三是青年红利：橡胶树的经济寿命平均为30年左右，7—15龄树产胶量增速最高，目前东南亚产区青年橡胶树占比较大。四是困境红利：对泰国的600万胶农而言，大部分以割胶作为唯一职业，售卖原料几乎是全部的经济来源。尽管胶价低迷，但仍要维持生计，只能提高割胶频率以换取生活必需品，结果是产量更大而价格更低。不同于西方经济学，生产者困境有悖于理性人的假设，但却是现实存在的。橡胶价格跌破主流生产现金成本不一定等于触底信号，由于供给红利的存在，底部是复杂和难以把握的。

20号胶来了

据悉，上期所20号胶作为特定期货品种的立项申请近日已获得中国证监会批复同意。20号胶期货品种将采取和原油期货类似的相关政策，以国际平台、人民币计价为上市模式，采用净价交易、保税交割的方案，全面引入境外交易者参与。20号胶是当今全球天然橡胶产业最主要、最具代表性的品种。20号胶是轮胎行业的重要基础原料，天然橡胶的下游需求中，约有70%用于轮胎制造，其中20号胶的使用比例约占80%。中国作为世界第一大轮胎制造国，也是20号胶最大的进口国和消费国，主要进口来源为东南亚产胶国。据统计，中国82%的进口20号胶来自泰国、印度尼西亚和马来西亚，同时中国进口量约占三国出口总量的57%。20号胶期货品种的上市，解决了现有天然橡胶期货交割品和流通品的错配问题，有利于全球天然橡胶市场定价体系的完善。

目前沪胶期货交割标的以全乳胶为主，外加少量烟片胶。虽然全乳胶并非下游需求的主力，但一直以来包括20号胶在内的其他胶种都无法交割，全乳胶的交割品属性形成溢价。针对沪胶期货合约这一特点，天然橡胶贸易商多采取非标套利，即使用混合胶与沪胶在期现市场上进行套利。20号标胶立项通过，将打破全乳胶升水的局面，并有望改变非标套利的主流交易模式，迫使09合约提前回归现货。混合胶—沪胶非标套利将向20号标胶套利转移，和全乳胶大部分向后展期不同，20号胶存在大量实际交割的需求，可缓解远月高升水的问题。由于天然橡胶可交割数量增多，交割仓库库容需要扩大，沪胶虚实盘比降低，有利于减少逼仓风险。此外，交割标的与流通标的相匹配，增加轮胎厂商参与套保的积极性，令期货市场更好地为实体经济服务。

沪胶独特的升贴水结构为贸易商参与非标套利创造大量机会，由于收益可观而风险可控，近年来迅速发展成为主流交易模式。20号标胶将打破全乳胶对交割品的垄断地位，使得期货价格在交割前更加贴近现货。预计未来橡胶期现价差长期处于合理范围内，混合胶—沪胶非标套利的时代将会结束。合理推测，20号胶期货品种上市后，必将从现有沪胶期货合约中分流出大量的资金。沪胶仓单不断刷新历史纪录，再考虑非标套利盘的庞大体量，显然多头应该转向20号标胶。对于空头亦然，随着非标套利交易方式的终结，现存套利盘头寸等待离场。然而实际情况会比推理假设更为复杂，多空双方离场方式，心理和行为上的博弈，都将给行情演变增添极大的不确定性。

**4 总结建议**

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。天然橡胶的金融属性较强，美联储快节奏加息，意大利政治危机，中美贸易战激化，诸多宏观方面的利空因素均有可能对盘面造成打压。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。应理性辩证地看待供需关系，人弃我取，人取我予。

20号胶计划上市的消息对沪胶造成冲击，叠加大宗商品悲观情绪导致盘面超跌，但不排除跌无可跌令做空动能衰竭，短线存在超跌反弹的可能。目前沪胶运行于成本线下方，关注底部10000整数大关的支撑。橡胶维持中长期趋势震荡筑底观点，建议急涨勿追，逢高沽空。

**PTA**

**1 走势回顾**

本周PTA主力1809合约前两个交易日低位震荡，于周三收盘前3分钟大幅上涨，周四周五两日高位震荡。周线形态收复了5月下旬以来的下跌，逼近两年来的新高。日内成交量周四达到顶峰后，周五成交量小幅萎缩。持仓量与上周五收盘时略有增加，达到79万手。现货方面，受到下游聚酯产销两旺的影响，原料端华东PTA成交氛围较好，周四日内出现09合约升水70元的仓单自提价。市场情绪较上月有大幅提升。

**2 基本面分析**

需求端：涤纶产销两旺

尽管已经到达7月，但是终端涤纶的产销依然火热，一改往年淡季成交冷清的氛围。终端涤纶价格虽然价格没有大幅上涨，但是成交量十分惊人。周五时亦传出厂商供不应求，停止销售的传闻。涤纶的库存并未像往年同期，出现淡季库存积压的状况。涤纶长短丝的库存近期保持稳定，出现稳中有降的态势。市场上存在分析认为，本轮产销两旺的态势或将延续至9、10月份，届时叠加传统旺季因素影响，PTA将会迎来强势上涨。

5月开始，环保督察组开始“回头看”工作，江苏的纺织行业也受到影响。对环境有污染的喷水织机企业也受到影响。近日，随着环保“回头看”的深入，盛泽地区的中小企业因为环保不达标，受到罚款，甚至停产、整改等措施。有报道称，近日环保督查突击检查，集中整治了许多环保不达标的污染企业，封停不合格的喷水织机100余台。此外，督察组重点检查了污染较为严重的涂层企业。截至6月底，盛泽镇公示了71家环保不达标的织机企业，其中也包含了一些当地的龙头企业。

整体来看，涤纶产销两旺的态势会使得传统的6、7月份淡季不淡。终端销售顺畅叠加环保督查逐渐增强，或将进一步增加PTA的上方空间。后期随着乙二醇走势变强，需求端对PTA的拉升将逐步凸显。

成本端：原油利空出尽，上游炼化产品价格上涨

伊朗的核危机叠加OPEC的产能释放不及预期，使得本周油价有较大幅度的上涨，Brent原油重新接近80美元/桶，WTI原油逼近75美元/桶前期高位。原油上涨的影响，PTA上游原材料石脑油和PX的价格均出现不同程度的上涨。石脑油CFR日本价格从631元/吨上涨至652元/吨，PX中国主港CFR价格从955元/吨上涨至984元/吨。考虑到人民币兑美元汇率再上周的大幅下跌，PTA的原材料成本从4804元/吨，上涨至5089元/吨，涨幅高达6%。

从上游炼化裂解利润的角度来看，石脑油利润稳中有升，依然维持在20-30美元/吨的区间之中，但出现向上突破趋势；PX裂解利润高位回落，处于20-40美元/吨区间；PTA加工费稳中略降。上游加工利润的分配比例出现了转换，PTA和PX的利润受到挤压，石脑油端利润得以补充。夏季用油高峰到来，石脑油供需预计会继续偏紧，考虑到目前石脑油端并未获得充分的利润水平，后期随着石脑油调油需求的增加，裂解加工利润将会继续让渡与炼化利润，PTA加工费或将继续紧张，价格将更加坚挺。

**3 综合分析**

整体来看，终端需求淡季不淡，后期环保督查会进一步提升需求，下游对于PTA的拉动力度将由弱转强。成本端原油基本面利空出尽后，上方提振空间扩大。Brent原油有望再度冲击80美元/桶关口。原油价格上涨带动上游炼化裂解成本提升，PTA加工费面临压力，价格弹性进一步降低。检修结束虽然会增加供给，但是较低的库存规模会冲淡供给对价格的压制。后市PTA或将开启新一轮上涨行情，1809合约可轻仓试多，或轻仓参与9-1合约的正向套利。

**4 期现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表59：PTA库存季节图表* |  | *图表60：涤纶库存季节图表* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表61：石脑油价格与生产利润* |  | *图表62：PX价格与生产利润* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表63：PTA盘面与现货加工费* |  | *图表64：涤纶DTY价格与利润* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**动力煤**

**1 走势回顾**

上周动力煤主力1809合约于前两日小幅下跌，周四起反转拉升，并与周五收复前三天的下跌。上周单日成交量保持稳定，与周一相比，周五收盘持仓量略有下降，周五结算持仓368,438手。现货端，国内煤炭市场行情分化，港口动力煤价格走弱，坑口动力煤价格走强，产地港口价差逐步扩大。

**2 基本面分析**

产地环保施压，坑口煤价保持坚挺

环保“回头看”一直是近期化工和黑色炒作的焦点，动力煤产地同样是环保督查重点检查的区域。上周，山西，陕西和内蒙古的动力煤主产区，环保督查，安全检查仍然继续，供应端持续受到限制，产地动力煤价格持续维持高位，重心不断上移。

港口库存逼近高位，调入增加调出减少

产地环保维持高压状态，供给紧张，但是并未影响煤炭运输的顺畅。前日国家的保证煤炭供给的政策，使得主要煤炭运输通道运行通常，运转负荷明显高于第一季度。大秦线检修完毕之后，港口的铁路调入量一度处于高位。但是相比煤炭的大量调入，电厂高企的库存以及较高水平的煤价，使得港口的海运调出量小幅下降。南方电厂北上运煤的积极性降低使得北方港口库存持续上涨。截至6月29日，秦皇岛港库存逼近700万吨，接近两年的港口煤炭库存峰值。曹妃甸港库存达到460万吨，已经远远超出往年的最高水平，创下了库存新高。

迎峰度夏承压，中部地区电力缺口较大

随着迎峰度夏的季节到来，电煤需求对于供给的压力较大。尽管5月份的发电数据显示，水电发电量有一定提升，但是整体的用电缺口依然较大。江淮地区和江南地区接连普降大雨，但是整体电网对于火电的发电依赖程度依然较高。近日国网湖北电力公司对外宣布，今年6、7月份，用电负荷远高于同期水平，将会出现较大的用电缺口。南方的持续高温或将使得整个南方电网的负荷继续增加，届时火电的发电压力将继续增大。

供给侧去产能引致的高开工率将对电网继续施压

从5月份用电数据来看，各个产业部门的用电量均有较大幅度的提升。大范围的持续高温虽然增加了居民部门的用电量，但是工业部门的用电量的大幅增长，是近期用电增长的最大主因。数据上看，第三产业和城乡居民用电在1-5月份增幅为20%左右，但是第二产业的用电量增幅达到了55%，达到了18,259亿千瓦时。考虑到上半年整体火电装机量增速放缓，即便7、8月份工业用电较1-5月份减少一半，整体电网的用电压力依然较大。

**3 综合分析**

环保督查对坑口煤生产带来的价格重心上移和低库存，将持续传导至港口。电厂应对高企煤价的库存积累使得近期需求无法对煤价产生实质性的拉动。近期电厂日耗的增加会使得远期需求有所提振。基差持续贴水使得期货价格有一定上涨动能。近期供需因素博弈，现货价格处于供需平衡形成过程中，但是基差持续贴水会使得期货价格以震荡偏多为主，建议观望为主。套利方面关注1-5正套机会。

**4 期现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表65：坑口港口煤价走势* |  | *图表66：动力煤基差走势* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表67：电厂库存与可用天数* |  | *图表68：北方港口煤炭库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表69：港口煤炭调入调出* |  | *图表70：煤炭运价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**油脂油料：贸易战模式重启，豆类市场外弱内强分化明显**

**1 外部豆类市场分析**

中美贸易战与报告利空预期相叠加，美豆跌势不止连续下探

本周，中美双方贸易紧张关系仍在持续。无论是中国政府首次发布《中国与世界贸易组织》白皮书支持多边贸易体制，还是商务部宣布对印度、韩国等6国进口大豆施行零关税措施，一系列举措表明中国已经做好全面应对美国发起贸易战的准备。随着7月6日的临近，各方对中美双方实施加税措施的预期持续升温。除来自政策层面的利空影响外，本月底美国农业部发布的两个重要报告也无法为市场带来利多提振。市场预期2018年美国大豆播种面积将达到8969.1万英亩，基本与2017年播种面积持平，高于3月份预估的8898.2万英亩。该数据将成为后期市场评估美豆产量的基础，历来对美豆行情影响较大，6月1日大豆平均库存为12.25亿蒲式耳，为历史同期最高水平。上年美豆实现高产，对华出口大幅下降是导致美豆库存升高的重要原因。因此，本周美豆市场在多重利空因素影响下重新走弱，令美豆的下跌状态持续深化。

美豆优良率为历史同期最高，生长关键期炒作概率继续下降

美国农业部本周发布的大豆作物生长报告显示，截止6月24日当周，美豆出苗率为95%，去年同期为93%，五年均值为89%；开花率为12%，去年同期为8%，五年均值为5%。本周美豆优良率继续保持在73%，处于历史同期最高水平。美豆多项生长指标处于完美状态，不断提振未来产量前景。天气预报显示美豆作物区雨水充足，有利于大豆生长，并进一步降低7、8月份大豆生长关键期减产炒作的概率。CFTC公布的持仓报告显示，截止6月19日当周，大型投机客大幅增持CBOT大豆期货期权净空头寸40948手，致使总净空头寸增至52390手，显示资金对美豆后市走向存有较强空头预期。

**2 国内油脂油料市场分析**

本周国内豆粕现货市场持续回暖，震荡回升。贸易战避险情绪以及人民币兑美元汇率下挫提高大豆进口成本，油厂顺势主动挺价意愿增强。截止周五，连云港报价为3010元/吨，天津报价为3000元/吨，华南沿海报价3030元/吨，周度涨幅在50-70元/吨。国内沿海油厂开工率维持高位，下游需求入市采购相对谨慎，豆粕库存保持高企局面。

截止6月21日，2017/18年度美国对中国大豆出口装船量为2735.3万吨，低于上年度同期的3436.3玩万吨，降幅为20.4%。近期受中美贸易战冲击，中国进口商取消美豆订单数量不断增加。巴西6月份装往中国的大豆数量预计为800-820万吨，远高于去年同期的572万吨。目前中国买家的四季度大豆采购订单完成量不足两成，巴西大豆很能继续支撑中国市场四季度供应，届时中国市场的需求缺口将不得不转向美豆。日前，中国政府宣布对印度、韩国等国家实施大豆进口零关税措施。由于这些国家对华出口大豆十分有限，此次零关税措施更多是做给美国看，短期对市场影响不大，同时也传递出中国主动调整大豆进口结构应对美国挑起的贸易战，并可能刺激这些国家未来扩大大豆种植规模，增加对华大豆出口量。

本周国产大豆现货市场维持稳定走势，供需平稳，价格窄幅波动。主产区多地降雨充沛，旱情解除，大豆作物生长状态较佳。本周50万吨临储大豆继续投拍，拍卖成交率由上周的25.38%下降到21.38%，成交均价为3007.66元/吨。除因拍卖大豆为2013年陈豆外，国内市场不缺大豆也是造成临储大豆拍卖成交率偏低的主要原因。国内豆油库存延续升势，截止6月25日，我国主要港口豆油库存为109万吨，高于去年同期水平。由于豆油市场长时间弱势运行，价格中的泡沫成分明显偏低，近期受到成本因素以及国际原油价格大涨而表现较为抗跌，但由于豆油自身供大于需的基本状况难以扭转，豆油价格反弹不具有持续性，粕强油弱仍是豆类市场运行的主旋律。截止周五，国内四级豆油报价多运行在5450元/吨附近，周度上涨50元/吨左右，华南地区报价保持平稳，继续在5350元/吨附近运行。马来西亚棕榈油由于受到减产预期和货币贬值等因素提振本周触底回升，并带动国内棕榈油表现强于其他油脂。

**3 油脂油料市场操作建议**

美豆市场本轮持续下跌，其主导因素是中美贸易关系紧张可能导致美豆对华出口受限，美豆乐观的产量前景起到了加剧市场看空的作用。目前距离美豆形成产量的7、8月份关键期尚有时日，无法排除资金会利用天气题材发动炒作行情。市场普遍对中美贸易战最终爆发感到担忧，下周的美豆市场很可能继续保持弱势等待加征关税实锤落下。虽然美豆价格持续走低将部分抵消因提高关税导致的进口成本增加，但美豆对中国市场价格劣势十分明显。目前10月美湾大豆到中国港口的价格为3800元/吨，而明年2月到港的巴西大豆价格为3200元/吨。因此，一旦进口美豆被加征关税，国内大豆进口成本和豆粕生产成本都会明显提升，自然会导致国内豆粕价格抗跌甚至大幅反弹。如果美豆不想因提税失去中国市场，只能以下跌的方式同南美大豆建立新的价格平衡。7月6日前国内外豆类市场有望延续内强外弱的运行特征，尽管贸易战预期强烈，但受国内需求限制，国内豆粕和豆油的提价难度同样不小。与此同时，中国政府随时可能出台应对贸易战的举措，并影响到豆粕市场的看涨情绪。饲料需求企业和贸易商可以适当增加豆粕库存，期货投资者可以保持震荡思路适量建立大豆和粕类多单，油脂市场反弹潜力不足，可继续观望或盘中短线快进快出。

**4 油脂油料市场主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表71：美国大豆种植收获面积* |  | *图表72：国内生猪存栏量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表73：大豆进口数量* |  | *图表74：国内豆粕库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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**

国际糖供应严重过剩1051万吨

囯际糖业组织(ISO)预计，全球2017/18年度（10月-次年9月）糖供应过剩规模达1,051万吨，远超之前预测的515万吨。ISO发布季度报告称，“2月份以来，统计方面的情况下越来越清晰，也越来越令人担忧。本年度后半段全球糖业已经帯来了一些意外，基本面情况严重恶化。”　据ISO估计，2016/17年度全球糖供应缺口在367万吨。

印度下季度种植面积仍然增加，产量增长

印度下一市场年度糖产量有望创纪录高位，尽管糖厂本年度积欠的蔗款高达2,000亿卢比（29.6亿美元），且糖价低迷，农民仍愿意种植甘蔗。 今年种植了两亩甘蔗的蔗农Mohan Sawant表示，下一市场年度（10月1日开始）仍会继续种甘蔗，因为收益高于小麦等其他作物品种。Sawant说，甘蔗的收益更高，我愿意等待（糖厂支付）蔗款，而不是种植其他收益较低的作物。”行业官员及贸易商称，农户坚持种植甘蔗或令下一市场年度糖产量创新高。尽管目前预测产量还为时过早，但产量有望超过本年度的纪录高位3,200万吨。业内官员称，为降低糖库存并提振国内价格，印度政府强制糖厂3月份出口200万吨糖，但由于海外价格更低，目前尚未大量发运。孟买糖商协会（BSMA）主席Ashok Jain表示，下一年度库存将继续攀升，需要在政府帮助下加速出口。其并称，下一年度之初的结转库存可能高达1100万吨。

巴西中南部：6月上半月糖产量同比减少17.2%

行业机构Unica公布的数据显示，巴西中南部地区糖厂6月上半月甘蔗压榨量高于去年同期。6月上半月，中南部地区糖厂压榨了4200万吨甘蔗，较去年同期増长6.4% ，生产了200万吨糖，较去年同期减少17.2% ，产出21亿升乙醇，较去年同期增长42.2%。本月上半月，36.5%的甘蔗用于生产糖，63.5%的甘蔗用于生产乙醇。去年同期49.4%的甘蔗用于生产糖，50.6%的甘蔗用于生产乙醇。巴西是全球最大的食糖生产国和出口国，中南部地区甘蔗产量约占全国总产量的90%。在4月1日至6月16日期间，该地区糖厂压榨了1.77亿吨甘蔗，比去年同期增长16.7%。食糖产量下降 7.8%至750万吨，乙醇产量增长50%至87亿升。本榨季截至6月16日，中南部地区用于生产糖及乙醇的甘蔗比例为35%和65% ，去年同期分别为46.3%和53.7%.

澳大利亚：2018/19榨季糖产量预计同比增2.8%

据澳大利亚农业和资源经济与科学局（ABARES）六月份的季度预测，2018/19榨季澳大利亚糖产量或同比增加2.8%，达到483万吨；甘蔗收割面积预计扩大1.3%，达到38.5万公顷；单产预计同比持平为88.2吨/公顷，甘蔗产量或从17/18榨季的3350万吨微幅增加至3394.1万吨。低糖价、土地资源竞争以及甘蔗主产区昆士兰农户改种其他作物共同导致澳大利亚甘蔗种植受限。

泰国增产45%

泰国最后一家糖厂已于6月5日结束压榨，2017/18榨季泰国共54家糖厂开榨，累计压榨甘蔗1.349亿吨，产糖1468万吨，同比增加46%。

国内食糖产量为1030.63万吨

截至2018年5月底，本制糖期全国共生产食糖1030.63万吨（上制糖期同期产糖928.78万吨），比上制糖期同期多产糖101.85万吨，其中，产甘蔗糖915.66万吨（上制糖期同期产甘蔗糖824.07万吨）；产甜菜糖114.97万吨（上制糖期同期产甜菜糖104.71万吨）。今年食糖销售进度缓慢，工业库存压力较大。

**2 综合分析**

各大产糖国产量剧增，消费疲软，目前依然处于高库存的状态。预计未来国际糖依然保持弱势，再创价格新低可能性比较大。国际糖市供应严重过剩。供应端，全球主要产糖国都维持高产。泰国和印度产量增长较快，后市非常悲观。消费端，国内和国外比较平稳。供应增量将主导糖市价格。

巴西国内的甘蔗压榨比率下降，而国际原油受伊朗核协议影响，仍有上涨空间。燃料价格上涨，最终给糖带来支撑。国际原糖仍然过剩，长期熊市不改。

总体上看，全球食糖供需在2017/18制糖年将坚定不移的迈向供给过剩，供给过剩导致原糖期价将长期处于弱势行情之中，每一次反弹都是做空的好机会。

操作上，国内现货依然坚挺，但成交情况较差，后期sr901有望跌破4900，前期空单继续持有，逢高沽空。

**3 白糖市场主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表75：白糖期货结算价格* |  | *图表76：白糖进口价格* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表77：白糖仓单预报* |  | *图表78：白糖销糖率* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表79：白糖月度进口量* |  | *图表80：原糖CFTC持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *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，旨为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