|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | | |
| **中投期货策略周报（第75期） 2018年08月05日** | | |
|  | |  |
| **中投期货研究所** | **周度投资视点**  **宏观策略：**宏观面整体较弱，但是部分工业品在环保因素下出现了逼仓行情，可关注风口上品种的库存和需求的变化。需要注意的是，虽然环保为价格上涨提供了坚实的动力，但是需求不足的基本面也不容忽视，谨防逼仓行情之后市场剧烈动荡的风险。  **股指期货：**中小板和创业板已经创调整以来的新低，权重股在基建托底经济的刺激下走势稍强。整体看市场中线仍将维持震荡寻底或者震荡的走势，估值底和政策已经出现的情况下，建议耐心等待市场情绪底的到来，趋势投资者可继续观望。  **黑色金属：**环保限产依然是主旋律，供应收缩预期下，需求也即将转入对“金九银十”旺季的补库行情，库存低位，现在唯一利空的点在于期现基差修复到较低水平，短期价格易涨难跌。人民币贬值、PB粉产量到港下降预期以及钢材等价格上涨对铁矿石价格提振，关注70美元/吨附近压力位。环保限产预期刺激焦炭价格上涨，短期大涨后升水仓单60元/吨左右，中长期看涨但注意市场节奏。  **铜：**基于铜本身的基本面，国际铜业研究组织预计今年铜市将出现供应过剩局面，全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，上游铜精矿进口量增加，保证了精炼铜的扩张需求。需求方面，由于下游铜材产量自高位下滑，且增速低于精铜，被视为国内铜需求出现放缓，而且由于房地产调控持续，电线电缆投资不及计划，不利于拉动铜市需求，这将限制铜价上涨高度。短期铜价将继续窄幅震荡。  **锌：**全球锌精矿处于恢复、增长期，因此供给的恢复可能导致基本面趋向于偏空，这导致了资金对于锌空头头寸的青睐。加之年内宏观预期持续偏悲观，锌成为投资者做空的佳选。这仍旧是下半年锌价压力的最大来源。海外锌矿供应在三季度复苏将加快，或成为抑制锌价的重要因素，近期库存持此消续下降，市场炒作是否会再次出现逼仓行情。介于下游消费将进入淡季，锌家保持震荡思路为宜。  **铅：**进入7月份，环保检查结束，再生铅冶炼企业陆续恢复生产，加之以河南济源地区为代表的原生铅冶炼企业限产解除，供应增量预期拖累铅价逐步走弱。下游铅蓄电池市场需求暂无好转迹象，预计铅价短期或延续震荡走弱趋势。  **甲醇：**甲醇短期受成本支撑处于强势，装置检修的影响有限。近期黑色上涨较为明显，煤炭价格得以提振，后期煤价格上涨将提振甲醇。同时原油价格处于高位，整体化工品维持强势。操作上，甲醇多空交织，金九银十旺季即将到来，MA901合约等待回调买入机会，已有多单继续持有。  **橡胶：**天然橡胶供需矛盾突出，是基本面最差的品种之一。2017年以来，橡胶期货盘面呈现难涨易跌，慢涨急跌的特点。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。橡胶左侧交易难度较大，在20号标胶挂牌上市前，长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点，运行区间(9600,12200)。  **PTA：**短期内我们认为PTA依然会维持较强的走势，下方有成本和利润的双向支撑，上方有终端库存和销售的利多，但是基于目前市场的寡头结构，PTA上方的压力会随着加工利润的上涨而不断增大。因此，短期内，依然维持偏多的思路，多单建议适当止盈，控制仓位。空单尝试1905合约。  **白糖：**广西现货价格窄幅波动，未来销售压力较大，预期糖价承压。但近期人民币贬值幅度较大，进口成本增加。后期sr901有望跌破4500，前期空单继续持有，反弹沽空。 | |
| **研究员：**  **王万超**  从业资格号：F0290005  投资咨询证书：Z0011089  0755 - 82918032  wangwanchao@tqfutures.com  **张磊**  从业资格号：F3000083  投资咨询证书：Z0012064  0755 - 82890261  zhanglei2@tqfutures.com  **李小薇**  从业资格号：F0270867  投资咨询证书：Z0012784  021 - 61601516  lixiaowei@tqfutures.com  **于瑞光**  从业资格号：F0231832  投资咨询证书：Z0000756  0451 - 86489905  yuruiguang@tqfutures.com  **联系人：**  **张伟**  从业资格号：F0251993  0755 - 82912597  zhangwei@tqfutures.com  **卢时强**  从业资格号：F0282412  0755 - 83558316  lushiqiang@tqfutures.com  **刘绅**  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：逼仓行情如期出现 适当淡化基本面因素**

本周市场继续强势，逼仓的品种开始批量出现，且范围从黑色延伸到化工类。本周走势最强的是PTA，周涨幅达到10%，其次是焦炭，甲醇等品种。我们在上周的周度策略《财政货币齐转向 稳增长成政策重心》中强调“两者（逼仓行情和非逼仓行情品种）的走势呈现差异扩大的局面，最终导致两者的走势呈现冰火两重天的情况，一类步入逼仓行情，另一类了无生机。”另外，也强调了“焦炭有望接替螺纹成为下一个逼仓品种”，本周来看，这种情况仍在延续，有色类走势极度弱势，大部分品种跌幅都在1%以上。

继续关注导致逼仓行情出现的推动因素---环保的走向。

2018年环保政策的力度明显大于预期，乃真正意义上的环保大年。2016年1月开始，生态环保部在河北省展开试点；到2018年中，环保督查已经持续三年。2017年环保实行“督查、交办、巡查、约谈和专项督查”五步法。2018年5月底中央组织第一批环境保护督查“回头看”。2018年6月8日，2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查近日全面启动。与此同时，2018年华北地区大气防治较前两年提前一个月。环保督查“回头看”主要巡查的河北、河南等10个省份是中国上游工业品的集中地，其中10省粗钢占全国53.4%、橡胶占53%、水泥占43.4%、焦炭占37.8%、平板玻璃占34.8%、烧碱占34.7%、电解铝占27.5%，环保政策的提前以及蓝天行动，对供应乃至预期产生了极大的影响，成为逼仓行情的基础。

然而，环保回头看以及蓝天行动的影响尚未结束，采暖季的限产政策又接连出台，这给市场炒作更加增添了动力。

近日，《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》发布，其中钢铁、焦化、铸造行业实施部分错峰生产。天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%；其他城市限产比例不得低于30%，由省级政府统筹制定实施方案；限产计量以高炉生产能力计，配套烧结、焦炉等设备同步停限产，采用企业实际用电量核实。钢铁企业有组织排放、无组织排放和大宗物料及产品运输全面达到超低排放要求的，可不予错峰，在橙色及以上重污染天气预警期间限产50%，由相关省级部门上报生态环境部、工业和信息化部备案；仅部分生产工序和环节达到超低排放要求的，仍纳入错峰生产实施方案，按照排放绩效水平实施差异化错峰。

整体看，采暖季限产的范围呈现扩大趋势。更难预测的是，环保政策加紧的空间远大于宽松的空间，这给部分受影响的工业品供应蒙上一层阴影。

环保政策是利国利民，提升居民生活水平，以及加快中国经济转型的重大政策，但是其短期的负面效应也较为明显。从宏观来看，环保的直接的影响是压缩供给，短期推升通胀、不利经济增长。环保可能“强制”企业增加资本投入，而这些新增资本不会直接带来额外产出，导致供给收缩，甚至推升通胀。美国1970-1980年的经验显示，环保政策分别推升CPI、PPI约0.3-0.4个百分点，提高地方政府债券利率0.4个百分点，边际缩减实际GDP增速0.03个百分点。因此，短期来看，环保力度过猛有增加物价压力，挤压下游利润，对经济的影响明显偏负面。

宏观经济方面，经济放缓的势头仍在继续。

7月31日，政治局会议释放出房地产调控进一步加强的信号。“遏制房价上涨”相比以往的提法去掉了“过快”，体现了遏制部分城市房地产价格上涨已经到了刻不容缓的时刻。房地产调控政策进一步加强，湖南、深圳等热点地区升级房地产调控政策。各地房贷利率上浮比例分化较大，随着政策的压力增加，商品房销售同比因季节性因素转正、土地成交转冷。7月30大中城市商品房成交面积同比转正。7月第4周100大中城市住宅类土地成交同比增速继续放缓。虽然7月房地产销售仍然较好，但是未来房地产调控政策仍将不放松、甚至会有所加强，预计下半年全国房地产开发投资总体上缓慢回落。

消费方面，消费受居民可支配收入的限制依然较弱，乘用车销售仍弱，电影票房增速放缓。7月第三周乘用车销售仍然延续弱势，但环比改善。进口汽车关税下调落地并没有对整体乘用车销售起到拉动作用。7月重卡销量同比下降15%，成为最近五个月来首次下降的月份，反映了下游需求转弱，以及重卡更新换代周期带来的短期需求释放或已接近尾声。暑期档票房高增速放缓。

外部压力方面，特朗普政府计划提议对2000亿美元进口自中国的商品关税由10%提升到25%，贸易战的走向依然扑朔迷离。加上全球贸易和金融周期下行，贸易和金融双重动力减弱是中国经济需要面对的主要外部压力。作为本轮经济复苏的主动力，未来三年全球贸易对经济的拉动作用将显著下降，而贸易摩擦可能导致出口下降、经济下行压力加大、汇率贬值、资本外流，进而加速贸易下滑趋势。全球货币紧缩或将引发新一轮金融市场动荡，主要央行收紧货币政策将进一步降低全球流动性，恰好与未来几年全球经济增速回落的预期叠加，进而影响包括中国市场在内的全球资本市场。发达国家收益率曲线走向倒挂，金融市场存在大幅下跌的风险。

从商品的走势上看，逼仓行情如火如荼的进行，背后的主要因素是近些年环保总是超预期，而很难低于预期的事实。但是对于中国经济以及工业品供需关系来说，没有受到环保政策影响的有色金属最能说明问题，即供需两弱的格局。因此，对于当前的逼仓行情，关注的焦点就是环保政策的力度，可关注风口上品种的库存和需求的变化。需要注意的是，虽然环保为价格上涨提供了坚实的动力，但是需求不足的基本面也不容忽视，谨防逼仓行情之后市场剧烈动荡的风险。

目录

[周度策略：逼仓行情如期出现 适当淡化基本面因素 - 2 -](#_Toc521254457)

[期货市场概况 - 6 -](#_Toc521254458)

[宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 7 -](#_Toc521254459)

**[1 一周重大宏观政策、事件和数据解读](#_Toc521254460)** [- 7 -](#_Toc521254460)

**[2 政策正式转向稳增长](#_Toc521254461)** [- 7 -](#_Toc521254461)

**[3 流动性：公开市场操作全停 累计净回笼2100亿元](#_Toc521254462)** [- 8 -](#_Toc521254462)

**[4 商品市场策略](#_Toc521254463)** [- 8 -](#_Toc521254463)

**[5 股指期货市场分析](#_Toc521254464)** [- 8 -](#_Toc521254464)

[铜：维持震荡思路 - 10 -](#_Toc521254465)

**[1 基本面分析](#_Toc521254466)** [- 10 -](#_Toc521254466)

**[2 供应格局出现变化](#_Toc521254467)** [- 11 -](#_Toc521254467)

**[3 结论：窄幅震荡](#_Toc521254468)** [- 11 -](#_Toc521254468)

**[4 铜期货现货数据](#_Toc521254469)** [- 11 -](#_Toc521254469)

[锌：偏强运行，宏观预期走好 - 14 -](#_Toc521254470)

**[1 锌：影响因素](#_Toc521254471)** [- 14 -](#_Toc521254471)

**[2 锌：震荡走强，保持区间震荡思路](#_Toc521254472)** [- 15 -](#_Toc521254472)

**[3 锌期货现货数据](#_Toc521254473)** [- 15 -](#_Toc521254473)

[铅：低位震荡 - 16 -](#_Toc521254474)

**[1 铅：基本面分析](#_Toc521254475)** [- 16 -](#_Toc521254475)

**[2 行情展望](#_Toc521254476)** [- 16 -](#_Toc521254476)

**[3 铅期货现货数据](#_Toc521254477)** [- 17 -](#_Toc521254477)

[黑色金属 - 18 -](#_Toc521254478)

**[1 行情分析及市场运行逻辑](#_Toc521254479)** [- 18 -](#_Toc521254479)

**[2 供需端：开工率延续下行，需求淡季不淡，库存回升](#_Toc521254480)** [- 19 -](#_Toc521254480)

**[3 原料端：环保预期推升焦价，铁矿出现补涨](#_Toc521254481)** [- 20 -](#_Toc521254481)

**[4 总结与建议](#_Toc521254482)** [- 21 -](#_Toc521254482)

[甲醇 - 22 -](#_Toc521254483)

**[1 甲醇市场供求分析](#_Toc521254484)** [- 22 -](#_Toc521254484)

**[2 综合分析](#_Toc521254485)** [- 22 -](#_Toc521254485)

**[3 甲醇主要数据](#_Toc521254486)** [- 23 -](#_Toc521254486)

[天然橡胶 - 24 -](#_Toc521254487)

**[1 行情回顾](#_Toc521254488)** [- 24 -](#_Toc521254488)

**[2 基本分析](#_Toc521254489)** [- 24 -](#_Toc521254489)

**[3 内在逻辑](#_Toc521254490)** [- 28 -](#_Toc521254490)

**[4 总结建议](#_Toc521254491)** [- 29 -](#_Toc521254491)

[PTA - 30 -](#_Toc521254492)

**[1 基本面分析](#_Toc521254493)** [- 30 -](#_Toc521254493)

**[2 综合分析](#_Toc521254494)** [- 31 -](#_Toc521254494)

[白糖 - 32 -](#_Toc521254495)

**[1 白糖市场供求分析](#_Toc521254496)** [- 32 -](#_Toc521254496)

**[2 综合分析](#_Toc521254497)** [- 33 -](#_Toc521254497)

**[3 白糖市场主要数据](#_Toc521254498)** [- 33 -](#_Toc521254498)

[免责条款 - 35 -](#_Toc521254499)

**期货市场概况**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场涨幅前十 | | | | | | | | | |
| PTA | 焦炭 | 纤维板 | 甲醇 | 硅铁 | 苹果 | 聚丙烯 | 白糖 | 锰硅 | PVC |
| 11.42% | 11.38% | 9.46% | 6.92% | 6.73% | 6.44% | 4.49% | 4.44% | 4.25% | 3.16% |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 国内市场跌幅前十 | | | | | | | | | |
| 铅 | 晚籼稻 | 动力煤 | 普麦 | 镍 | 菜粕 | 豆二 | 铜 | 菜籽 | 粳稻 |
| -4.70% | -3.40% | -3.24% | -2.99% | -2.71% | -2.48% | -2.47% | -1.62% | -1.49% | -1.37% |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *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 | 8月3日 | 英国央行十年来第二次加息，一致决定将利率上调25个基点 | 卡尼暗示还会加息；英镑短暂上涨后重挫。 | 英国仍然深陷于退欧的不确定性之中，市场开始质疑英央行乐观收紧货币政策是否合理。 | | 8月1日 | 外交部：如果美方采取进一步升级举动，中方必然会予以反制 | 外交部表示，中方在中美经贸问题的立场是非常坚定、明确的，没有改变。美方的施压和讹诈不会起作用。 | 中方始终主张通过对话协商处理中美之间的贸易摩擦。但对话必须建立在相互尊重和平等的基础上，建立在规则之上，建立在信用之上 | | 数据 | 8月2日 | 人民币接近7 离岸人民币跌破6.88 | 受避险情绪影响，人民币急跌、美元走强，此势头一直延续，离岸人民币向6.90逼近。 | 人民币贬值趋势难以改变 | | 8月1日 | 7月财新制造业PMI 50.8 增速放缓至8个月来低点 | 中国7月财新制造业PMI 50.8，预期50.9，前值51。 | 宏观经济继续面临较大压力 | | 事件 | 7月31日 | 政治局会议召开 部署多项政策 | 7月31日召开的中共中央政治局会议分析研究了当前经济形势，部署了下半年经济工作。 | 六稳政策显示当前政策重心调整为稳定经济 | | | *资料来源：中投期货研究所* | |

**2 政策正式转向稳增长**

中共中央政治局7月31日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

对经济形势有新的判断：稳中有变：会议提出“当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”。4月份政治局会议对经济形势的判断为“我国经济周期性态势好转，但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂”。

上半年以来经济运行较为平稳，但增速持续回落，整体表现为供需两弱，其中基建投资和消费增速均有明显回落，规模以上工业增加值至6月也回落至6.0%。经济中的变数在于金融去杠杆节奏过快和中美贸易摩擦愈演愈烈，自资管新规征求意见稿出台以来，表外信贷持续萎缩，但表内信贷由于资本充足率要求和信贷额度等多方面原因，无法充足吸收表外转移，造成企业融资困难，进而影响到了实体经济的发展。近期P2P平台“暴雷”一定程度上也可以反映去杠杆导致的企业融资困境。中美贸易摩擦不断升级，从2月美国宣布对钢铝产品征收进口限制到即将对中国2000亿美元商品征收进口关税，中美贸易摩擦的影响正在上升。无论是对中国500亿美元商品还是对中国2000亿美元商品征收关税，对下半年经济产生的影响均比对上半年要大，这将对中国自2017年以来改善的出口状况造成冲击。

在此背景下，管理层对经济形势的判断也有所转变，“当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化”。后续管理层要抓住主要矛盾，采取针对性强的措施加以解决。

延续“积极财政政策和稳健货币政策”基调，强调财政政策的突出作用：会议要求“保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”。而4月份政治局会议提出“要坚持积极的财政政策取向不变，保持货币政策稳健中性，注重引导预期”。此次政治局会议进一步明确“积极财政政策和稳健货币政策”，并且强调财政政策的内需和结构调整要更加积极，政策有所微调。

**3 流动性：公开市场操作全停 累计净回笼2100亿元**

人民银行连续第九个交易日暂停公开市场操作。8月3日，人民银行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，今日不开展公开市场操作。鉴于今日无资金到期，当日实现零投放零回笼。

本周为进入8月的第一周，市场流动性充裕，人民银行公开市场操作全停，全周累计净回笼2100亿元。下周，无逆回购或中期借贷便利（MLF）到期，仅有一笔1200亿元国库现金定存将于8月8日到期。

本周市场利率全面回落。昨日，上海银行间同业拆放利率（Shibor）继续下行，隔夜Shibor下行5.8个基点至2%以下，报1.97%，接近7月初的低位。3个月Shibor下行至3.056%，为2016年12月以来的最低位。

8月份资金面扰动因素相对较少，财政存款的季节性特征不明显，外汇占款等常规影响因素变动较小。值得关注的是8月同业存单大量到期以及地方债发行对市场的影响。目前，市场对于政策的预期从“紧信用”转为“稳信用”，稳健的货币政策基调也在边际上趋松，业内预计8月公开市场操作仍会在“削峰填谷”的基础上保障流动性合理充裕。

**4 商品市场策略**

宏观面整体较弱，但是部分工业品在环保因素下出现了逼仓行情，可关注风口上品种的库存和需求的变化。需要注意的是，虽然环保为价格上涨提供了坚实的动力，但是需求不足的基本面也不容忽视，谨防逼仓行情之后市场剧烈动荡的风险。

**5 股指期货市场分析**

大盘再度探底 中小创皆创股灾以来的新低

本周指数重回弱势，创业板指数大跌超过6%，中小板指数最大跌幅一度接近8%，都创下股灾行情以来的新低。而上证指数和上证50指数在基建政策的刺激下表现较强，并未创出新低，但是上证指数本周跌幅也超过4%。

市场近期跌幅较大的原因：一是贸易战再起波澜，美国商务部宣布对44家中国企业进行技术限制，其中绝大多数是国防军工类及科研院所；二是宏观经济数据继续回落，中采PMI和财新PMI数据均回落，在贸易战的背景下投资者对于经济快速回落担忧增强；三是政治局会议落地，政策有保有压，并没有释放出全面宽松的信号，市场对于政策预期存在修正，后续政策层面关注国企去杠杆细则以及地方政府隐性债务的清分及处理方案。

耐心等待探底完成

市场将继续探底的走势：在流动性和政策出现拐点的背景下，经济回落幅度以及带来的业绩预期变化是市场的主导因素。目前看经济仍在下行，尤其是贸易战扩大的背景下，并不能完全排除经济失速，尤其是政治局会议重新提出稳就业。影响下半年经济主要是两个因素，一个是贸易战，另一个是去年三季度以来的信用收缩。从贸易战的角度来看，500亿美元商品影响GDP在0.1%-0.2%，一旦扩大到2500亿美元影响GDP将更加明显；信用收缩从去年三四季度开始，已经持续了3个季度，社融增速从13.2%下降到9.8%，出现了快速下行，将对内需产生明显的收缩。目前出台政策可以把基建投资拉至正常水平，即结束单月负增长，很难出现大幅上行，名义GDP在下半年将继续下行，从而拉低上市公司业绩，市场逻辑从担忧估值到担忧业绩。

建议继续关注行业或者龙头公司能否出现积极变化。由于业绩的变化存在不确定性，市场仍难言反转，基建链条存在阶段性的修复契机，在经济存在下行压力背景下周期品更多是躁动，不建议追高，成长股由于美股部分龙头公司业绩低于预期且贸易战的不确定性，目前配置价值也不明显，因此，可继续耐心等待市场悲观情绪宣泄完毕。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *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* | |

**铜：维持震荡思路**

**1 基本面分析**

全球铜矿供应增加

虽然 ICSG 预计 2018 年全球铜市将出现小幅过剩，但我们认为铜精矿供给仍然存在不确定性，主要的干扰因素在于劳工协议、生产国政局以及矿山贫化三个方面。2018 年上半年智利Los Pelambres、 Radomiro Tomic、Chuquicamate等企业劳工谈判虽最终达成协议，但过程较为艰难，而下半年劳工协议到期的矿山更多，且包括主要矿山 Escondida铜矿和Cerro Verde铜矿。Escondida作为全球最大铜矿，一旦其罢工将可能引发智利其他铜矿的效仿，则迎来新一轮的罢工潮，导致矿山供给减少。实际上今年智利铜矿产量并未受到影响,1-5月智利铜产量为236万吨，同比增加13.5%。另一个干矿山老龄化依然是铜精矿产量不达预期的重要因素。根据中国产业信息网数据，全球约有一半的铜矿山的矿龄已超过50年，全球七个最大矿山中有四个矿龄超过 70 年。开采年限过长导致现有矿山品味逐年下降，全球矿山平均入选品位已由1990年的1.6%下滑至目前的1%左右。2018 年下半年 Cerro Verde、EI Teniente、Andina 等大型铜矿均面临劳资谈判，据 公司公告数据显示，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。

谈判顺利，落差成空头把柄

劳资谈判高峰来临。劳资谈判、天气等供给扰动历史上一直对铜供应产生影响。智利的Escondida 是世界上最大的铜矿（年产量>100 万吨），2017 年其薪资谈判造成了超过一个月的罢工，之后将旧合同延期18个月（至 2018年7月底），而据路透社报道，必和必拓原定于今年6月开始的和Escondida矿工的谈判已经在6月1日开启。根据安泰科的统计，2018年6月起，有包括 Antofagasta、Escondida、Spence 在内的超过300万吨产能的铜矿面临合同更新（其中Spence Mine 工人已经于 6月11日接受公司劳资合同报价，Escond ida 目前仍在第二轮谈判中），我们估计这部分产量在全球占比可能接近两成，下半年将进入铜企薪资谈判高峰，Cerro Verde、EI Teniente、Andina 等大型铜矿，有望成为下半年铜价波动的主要因素。投资者对于今年铜矿罢工影响铜矿供应预期较高。上半年大型矿山谈判多较为顺利，罢工集中在一些小型矿山。预期落差一度成为空头的把柄。

海关公布的数据显示，5月中国铜精矿进口量增加37%，至158万吨。2018年1—5月，中国铜精矿累计进口量达到780万吨，创2000年同期以来的最高纪录。

废铜供需两淡

废铜是2018 年影响供给的一个热点。中国精铜大约 1/3 的原料来自废铜，而我国废铜对外依存度达 60%以上。中国海关数据显示，6 月我国废铜进口量为 20 万吨，同比减少 39.8%，环比下降 4.76%，1-6 月废铜进口累计量为 115 万吨，同比下滑 37.8%。数据显示国内“七类废铜”禁止进口政策对废铜进口量的影响效果明显体现。由于海外废铜处理能力相对有限，东南亚新增废铜处理产能投放尚需时日，在国内废铜价格上升情况下，海外废铜报价反而有所回落。因此铜精矿的增量需求具备一定可持续性，未来随着废铜进口限制效果逐步显现，铜精矿供给紧张的局面或进一步加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。

海关数据显示，6月我国废铜进口量为 20 万吨，同比减少 39.8%，环比下降 4.76%， 1-6月废铜进口累计量为 115 万吨，同比下滑 37.8%。5 月 4 日开始实施的对进口美国 废物原料实施风险预警监管措施，6 月开始废铜进口量受到影响。 由于废铜进口品位增加，折算废铜中铜金属含量上半年累计 63.4 万吨，同比下降 3.5 万吨，降幅 5.28%。1-5 月 53.1 万吨，同比下降 1.2 万吨，降幅 2.27%，降幅扩大。 废铜进口金属量下降不及预期对于市场的利空最黑暗的时刻已经过去。

加工费走低，供应紧张

TC/RC 走低，反映精矿供应紧张。目前上海保税区铜库存 47 万吨，低于历史平均的 53.4 万吨，但 LME 和 SHFE 铜库存今年以来累计上升~26 万吨至 62 万吨。Escondida 劳资谈判进入关键阶段，精矿供给端扰动预期增大，短期遏制 TC 上涨势头。

中国精铜产量仍高企

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 6 月 SMM 中国精铜产量为 72.25 万吨，同比增加 10.47%，上半年累计产量为432.61 万吨，累计同比增长 12.9%，再创历年同期最高水平，数据显示国内精铜产量持续扩张，从而加大铜市供应压力。国际铜研究小组（ICSG）収布的最新数据显示，预计 2018 年第一季度全球精炼铜产量将增长 3%。该公司表示，2018 年第二季度精炼铜产量增长 6%，高于去年同期的 2.3%。数据显示上游铜精矿供应量充足满足了精炼铜的扩张需求。国内先后有三家企业共投放了60万吨新增产能，上半年合计投放85万吨产能。虽说7月新增产能还不能有效释放产量，但是8月以后在铜精矿供应充足的预期下，国内精铜产量同比将保持较高增速。SMM 预计 7 月中国精铜产量为71.28 万吨，同比增加 12.61%，1-7 月累计产量在 503.89 万吨，同比增幅12.8%。

下半年受益电网投资加速

7 月电线电缆企业开工率为 84.35%，同比下降 5.3 %，环比增加 0.91%。7 月份电线电缆企业开工率环比小幅回升，一方面因部分线缆企业年中结算后资金压力得以缓解。另一方面，7 月中下旬铜价大幅下泄，提振了下游企业的备货积极性，从而使线缆企业开工水平提高。预计 8 月电线电缆企业开工率为 83.51%，环比下降 0.84 %，同比下降 8.67 %。

电力行业占据铜消费的45%左右。年上半年1-6月全国电网基本建设工程投资完成额2036亿元，同比下降15.1%。国家电网将持续加大农村电网投入。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。

房地产方面，官方公布的1-6月房屋新开工面积为95816.6万平方米，累计同比增长11.8%，虽然2018年下半年房地产市场调控政策或将继续趋紧，房地产终端对铜消费提振作用不明显。

今年上半年空调产量平均增速为13.58%，受三四线城市的需求支撑，三四线城市的房地产快速发展，以及北方地区的高温天气，带动空调的销量，今年空调可能会复制去年的行情。根据了解，今年空调企业的排产计划高于去年4%，格力目标销量5000万台以上，海尔目标销量翻倍。

中国铜的消费除了空调表现较强劲，其他领域表现都出现增速放缓。

**2 供应格局出现变化**

根据 Wood Mackenzie 数据，2018 年全球消费增速有望维持 2%上方，远超铜矿供给增速和精炼铜供应增速。2018年全球铜供应缺口16.7 万吨，去年过剩 8.5 万吨。

**3 结论：窄幅震荡**

基于铜本身的基本面，国际铜业研究组织预计今年铜市将出现供应过剩局面，全球铜精矿供应增量有限，冶炼端扰动增加，上游铜精矿进口量增加，保证了精炼铜的扩张需求。需求方面，由于下游铜材产量自高位下滑，且增速低于精铜，被视为国内铜需求出现放缓，而且由于房地产调控持续，电线电缆投资不及计划，不利于拉动铜市需求，这将限制铜价上涨高度。短期铜价将继续窄幅震荡。

图11:全球铜供需平衡状况

**4 铜期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表11：长江有色铜价* |  | *图表12：洋山铜平均溢价* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表13：LME铜库存* |  | *图表14：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15：上海有色铜库存* |  | *图表16：上海保税区铜库存* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表17：铜材产量* |  | *图表18：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19：WBMS供需平衡* |  | *图表20：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：偏强运行，宏观预期走好**

**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。

进口补足锌矿资源

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，包括湖南花垣等地区迟迟仍未完全恢复正常生产。虽然现阶段锌矿利润居高不下，但利润难以刺激产量增加，政策成为矿山开关的关键因素；在环保整顿攻坚行动结束之前，国内锌矿产量或难以有效恢复。根据数据显示，今年6月份国内锌矿产量预估为37.08万吨，同比减少1.9%。

锌精矿的短缺造成当前锌精矿加工费处于历史低位，2018 年5月，国内锌精矿加工费下滑为3400元/吨，进口矿加工费下滑为15 美元/吨。面对不断走弱的锌价和低迷的加工费，冶炼企业基本处于亏损的境遇中。海关并未公布近期的锌矿进口数据，不过结合海外投产及进口矿加工费来预计，国内锌精矿进口量较同期仍有明显增长，不过二季度增速较一季度会有所回落。月度锌精矿进口量估算在26-28万吨之间。进口量的增加一方面是由于国内冶炼厂在海外投资的增长，另一方面则是国内矿紧张背景下冶炼厂主动增加海外原料采购，进口量依然是原料端的重要补充。

季节淡季，产量有限

2018年6月中国精炼锌产量42.98 万吨，环比增加 1.57%，同比减少 7.09%，这也是年内首次同比减少。进入 7 月份本就是传统检修旺季，精炼锌产量环比下降是传统规律。不过预计 7 月精炼锌产量将会持续同比负增长。这拖累累计同比增速将进一步收窄。一方面，锌价持续大跌，冶炼厂利润微薄，降低企业生产积极性，环保的限制个别企业产能释放。 SMM 数据，预计 7 月国内精炼锌产量环比减少 1.11 万吨至 41.86 万吨，环比减少 2.59%， 同比减少 7.96%，1-7 月累计同比预计增加 1.97%附近。

进入 7 月份，本就是传统检修旺季，精炼锌产量环比下降是传统规律。不过预计 7 月精 炼锌产量将会持续同比负增长。这拖累累计同比增速将进一步收窄。一方面，锌价持续 大跌，冶炼厂利润微薄，降低企业生产积极性，上周国内大中型锌冶炼企业召开会议， 意欲联合减产。此外，环保的限制个别企业产能释放。 SMM 数据，预计 7 月国内精炼锌产量环比减少 1.11 万吨至 41.86 万吨，环比减少 2.59%， 同比减少 7.96%，1-7 月累计同比预计增加 1.97%附近。

需求不及预期

消费方面，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。二季度是消费旺季，镀锌利润尚可，产量或维持高位。而从我的钢铁的调研数据来看，7月份前三周国内主要镀锌企业产量分别为87.9、88.8、88.9万吨，同比增长近3.4%，预计7月份镀锌板带产量依然表现可观。

从汽车市场来看，6月汽车产量2289630万辆，同比增长5.64%，增速有所回落。一方面是今年汽车产量增长依然可观，中美贸易摩擦使得汽车进口关税的下调影响减弱，预计进口汽车对国内冲击十分有限。

库存低位，锌价反弹

库存处在低位，上海保税库库存由6月份20多万吨降至7月初的16万吨，表明保税库库存流入境内，导致国内供应增加。随着人民币汇率走弱，进口成本高于国内价格，可能难以形成进一步的流入。市场针对低库存，资金炒作需求转好。

供需格局已变

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。国内方面，在锌精矿产能释放的背景下，2017年短期供需格局已有所缓解。由于环保检查导致的2017年精炼锌短缺问题将在 2018 年继续得到改善，国内精炼锌产量将有所增长，供给缺口也将逐渐修复。

**2 锌：震荡走强，保持区间震荡思路**

全球锌精矿处于恢复、增长期，因此供给的恢复可能导致基本面趋向于偏空，这导致了资金对于锌空头头寸的青睐。加之年内宏观预期持续偏悲观，锌成为投资者做空的佳选。这仍旧是下半年锌价压力的最大来源。海外锌矿供应在三季度复苏将加快，或成为抑制锌价的重要因素，近期库存持此消续下降，市场炒作是否会再次出现逼仓行情。介于下游消费将进入淡季，新家保持震荡思路为宜。

**3 锌期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表21：锌产量* |  | *图表22：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23：锌产销变化* |  | *图表24：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：低位震荡**

**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。

铅矿产量恢复性增长

2018 年全球矿产铅产量实现恢复性增长，达到 490 万吨，增速为4.2%，增长主要来自于对下半年澳大利亚矿山产量增长预期和古巴 Castellanos 矿的产出增加。同时，ILZSG 预计中国 2018 年产量将增长1.2%。进口方面，铅精矿累计进口量约为 27.5 万金属吨，降幅在 15%左右。虽然今年进口铅精矿收益较国内矿逐渐扩大，但受制于铅精矿主要出口国产量持续下降，加之禁止进口朝鲜铅精矿、德国货源被查等因素影响，进口矿依然较少。

环保导致再生铅产量受限

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。河南反应很快，是国内最大的原生铅供应省份， 再生铅的主产地之一。除此之外，河北、江苏也是再生铅的主产地，内蒙古、江西和内蒙古是当前产能转入地。另一方面增加废旧电池拆解能力。湖南省铅企业大部分增产，但由于增产的都是规模较小企业，没有弥补主要企业的减产，导致全省减产1.5万吨左右。云南省蒙自矿冶恢复生产和祥云飞龙湿法炼铅系统的正常运转给本地区较大产量贡献，全省上半年原生铅产量增幅超过10%，但其他企业生产情况欠佳，也有不同程度减产。2018 年1-5月我国铅精矿产量为 68.1 万吨，同比下降 6.66%。

需求无亮点

夏天是铅酸蓄电池市场的传统消费旺季，但是由于环保趋严，铅酸蓄电池市场终端消费表现欠佳，且行业内品牌竞争激烈，蓄电池企业生产依旧偏谨慎。由于环保敏感度高较高期间，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。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。7月初，江西地区环保卷土重来，铅蓄电池企业复工受阻。据SMM调研了解，预计影响日耗铅量近千吨（产能耗铅），影响时间将持续至7月25号左右，这将影响铅蓄电池的需求量。按传统惯例，7-8月铅蓄电池市场将逐步进入传统消费旺季，但7月份以来铅消费旺季不如预期，也是拖累铅价下跌的关键性因素。

从终端消费来看，中国汽车工业协会发布最新统计数据显示，今年前5个月，我国汽车产销量达1176.80万辆和1179.24万辆，同比分别增长3.8%和5.7%。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**

进入7月份，环保检查结束，再生铅冶炼企业陆续恢复生产，加之以河南济源地区为代表的原生铅冶炼企业限产解除，供应增量预期拖累铅价逐步走弱。下游铅蓄电池市场需求暂无好转迹象，预计铅价短期或延续震荡走弱趋势。

**3 铅期货现货数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表25：铅价格指数* |  | *图表26：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27：交易所铅库存* |  | *图表28：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* | |

**黑色金属**

**1 行情分析及市场运行逻辑**

本周黑色系品种钢材及焦炭、铁矿石价格创出3月底反弹以来的新高，市场关键驱动因素仍在环保限产带来的供给收缩预期。宏观数据方面虽有PMI回落，但环保限产对行情的影响更大，近期各地环保政策不断加码，继常州地区钢企全部限产的同时，河北邢台发布污染减排方案，重磅《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》发布，无疑对行情起到助推作用。

本周国内宏观方面公布了官方PMI及财新PMI数据，官方PMI51.2，前值51.5，连续2个月下滑，财新PMI50.8，下降0.2。从官方PMI分项指标看，7月份延续供需双弱格局，生产指数53%，较上个月下滑0.6个百分点，新订单指数52.3，下降0.9个百分点，新出口订单指数维持在49.8，内外需求都面临较大的下行压力。

在经济下行压力及贸易战升级的大环境下，中央政治局7月31日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议对经济评价为保持合理区间，经济稳中有变，反应在当前去杠杆叠加贸易站的大环境下，经济面临下行压力。会议提出6大工作目标，财政更加积极，把好货币闸门；补短板促创新，托底基建投资；防范金融风险，去杠杆有定力；推进改革开放，推出重大举措；遏制房价上涨，建立长效机制；做好民生保障、稳定就业居首。综合看，强调去杠杆有定力，大的政策目标并未转变，预示着难以转向全面宽松，货币政策灵活调整，积极财政政策扩大基建投资拖底，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，我们也看到本周房地产税草案出炉。

行业方面，7月钢铁行业54.8，环比回升3.2个百分点。分项指标看，生产指数、新订单指数、原材料库存指数上升，且幅度较大。新出口订单指数、进口指数、购进价格指数和产成品库存指数明显下降。分项指标整体反应钢材市场淡季不淡的行情，钢企生产积极性高，需求并未因高温多雨天气出现大幅下滑，钢材库存出现下滑，行业维持较好盈利状态。

环保政策方面，河北邢台市大气污染防治工作领导小组出台《关于主城区进一步严控SO、NO、CO排放的强化措施》，从企业限排、企业限运、机动车限行等方面，进一步强化了大气污染治理措施。钢铁企业自8月15日起，邢钢一座焦炉冷炉停产；198平方米烧结机和180平方米烧结机保留一台生产；高炉工序只保留1050立方米高炉正常生产。焦化企业自8月15日起，河北中煤旭阳焦化1#、2#、3#焦炉冷炉停产；建滔（河北）焦化1#、2#焦炉冷炉停产。

环保回头看行动仍在进行，山西省环境保护督察组进驻晋城市，开展第三批省级环保督察 “回头看”。根据安排，本次督察进驻时间大约15天，主要督察当地党委、政府部署推动中央及省级环境保护督察整改工作情况，重点盯住督察整改不力，甚至“表面整改”、“虚假整改”、 “敷衍整改”等生态环保领域形式主义、官僚主义问题；重点检查列入督察整改方案的重大生态环境问题及其查处、整治情况；重点督办人民群众身边生态环境问题立行立改情况；重点督察地方落实生态环境保护党政同责、一岗双责、严肃责任追究情况。同时山西省印发了《关于印发山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，通知明确了为达到山西省环境质量要求，2018-2020年三年时间的整体规划，其中明文规定：2018年10月1日前完成40%的焦化企业改造，2019年10月1日前现有焦化企业全部改造完成，钢铁企业2020年底前基本完成超低排放指标。山西省作为焦化行业第一大省，涉及产能高达1.4亿吨，市场对焦化行业的环保预期十分强烈，也是推进近期焦炭价格快速上行的重要因素。

近期《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》公布，限产比例明确为50%的城市有所增加，其他非重点城市限产比例也明确为30%；除维持以高炉生产能力计外，增加配套烧结、焦炉等设备同步停限产要求；照排放绩效水平实施差异化错峰。环保达标的免错峰，但橙色及以上重污染天气预警期间仍需限产50%。仅部分生产工序和环节达到超低排放要求的，仍纳入错峰生产实施方案。对于环保达标优秀的企业，给予了免错峰的权利。

目前整个黑色市场看，环保限产带来的供应收缩预期仍是市场关键驱动因素。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表29：螺纹钢主力合约价格及持仓* |  | *图表30：铁矿石主力合约价格及持仓* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

**2 供需端：开工率延续下行，需求淡季不淡，库存回升**

从钢厂生产情况来看，据中钢协统计数据显示，7月中旬重点钢企共生产粗钢1956.32万吨、生铁1768.14万吨、钢材1867.95万吨、焦炭343.12万吨；粗钢195.63万吨，减产1.81万吨，减幅0.92%；生铁176.81万吨，减产2.67万吨，减幅1.49%；钢材186.8万吨，增产3.65万吨，增幅2%。粗钢、生铁产量下降反映环保限产确实对高炉生产产生了较大影响，但钢材产量增也反映废钢使用比例提升以及电炉钢增量，整体弥补了高炉产能损失，高利润仍在刺激钢企通过不同路径增加钢材产量。近期环保限产政策较多，高炉开工绿出现下滑，本周开工率为66.99%，较上周回落0.41%。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表31：钢厂铁矿库存及高炉开工率* |  | *图表32：全国主要钢材及螺纹钢库存总量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表33：重点企业钢材库存* |  | *图表34：沪市终端线螺每周采购量监控* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

本周库存数据方面表现为钢厂库存减社会库存增的显现。从主要品种的社会库存看，截止8月3日，国内主要钢材品种库存总量为1004.99万吨，较7月27日回升11.39万吨，环比升1.15%；国内螺纹钢社会库存量由448.04万吨回升5.11万吨至453.15万吨，环比回升1.14%，钢厂螺纹钢库存减6.22万吨；热卷社会库存增3.11万吨至219.83万吨，环比回升1.44%，钢厂热卷库存减1.07万吨。产量增、钢厂库存降、社会库存增，反应有贸易商补库行为存在。

需求端看，中央政治局会议提出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。强调积极财政政策，加大中西部地区基础设施建设，对市场起到一定刺激作用。

在基建发力的同时，我们也注意到中央政治局会议对房地产市场态度，坚决遏制房价上涨。深圳地区出台相关政策，对于新购住房实施3年不许卖出等政策，在流动性方面着手，势必会对房价产生明显的抑制作用。房地产税法草案已初步形成，房地产税法的立法进程也有加速的可能。下半年房地产下行压力较大，至于基建投资能否弥补地产下滑，现在尚无法量化。

近端的市场需求看，整体市场相对平稳，高温天气仍对施工时间有影响，下游终端采购一般，但期现货价格的同时走高也刺激了部分买涨心理。从沪线螺终端日均采购量看，截至8月3日，沪线螺终端日均采购量30424吨，较上周回落2289吨。

**3 原料端：环保预期推升焦价，铁矿出现补涨**

铁矿石方面，本周进口矿市场价格维持震荡，截止8月3日，普氏62%进口矿指数报67.45美元/吨，较上周末涨0.1美元/吨。从大中型钢厂进口矿平均可用天数看，最新铁矿石可用库存27天，较上周25.5天有所上行。在限产的环境下，钢企库存出现回升，预计跟人民币贬值趋势下，钢企补货有关。此外市场传闻，力拓因铁路检修，8.6～8.13日将停止招标，9月份PB发货量减少10船；通过与铁矿石贸易商求证，招标应该不会停，但9月份确实会影响产量。从港口库存看，全国要港口进口铁矿石库存为15412万吨，较上周增加65万吨。人民币近期快速贬值，以美元计价的铁矿石价格以及海运费价格出现上涨，国内进口成本上升，同时近期铁矿石到港量有所减少，叠加钢材以及焦炭价格的大幅上涨，推动铁矿石价格低位补涨。整体看，短期在钢材及焦炭强势下，铁矿石价格有望继续被带动，关注70美金/吨附近压力。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表35：国内铁矿石港口库存* |  | *图表36：焦炭库存可用天数* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表37：铁矿石原矿产量* |  | *图表38：铁矿石进口数量* | |  |  |  | | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

焦炭方面，本周出现钢厂上调了焦炭采购价，日钢湿熄焦采购价上调100元/吨，涨后省内2100元/吨，省外2110元/吨；干熄焦采购价格上调100元/吨，涨后2270元/吨，不分省内外，8月4日0点起执行。日钢、河钢、旭阳调价相继落地，意味着焦炭现货价格第一轮上涨确立，部分山西地区焦企开启第二轮提涨。环保方面，按照蓝天保卫战重点区域强化督查方案要求，8月20日至11月11日，中央环保督查组将对“2+26”城市、汾渭平原11城市开展全面督查，市场对焦化行业环保预期增强。《关于印发山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，通知明确了为达到山西省环境质量要求，明文规定2018年10月1日前完成40%的焦化企业改造。库存角度看，由于前期贸易商开始采购，整体焦化企业库存较低，焦企提价意愿较强，港口库存有所回升，钢厂在限产下库存维持在正常偏上水平。从价格角度看，港口准一级价格2225元/吨，加上150元/吨左右仓单成本，1809合约升水近60元/吨，出现套利空间，短期不太适合追涨，可等待回调后做多机会。

**4 总结与建议**

环保限产依然是主旋律，供应收缩预期下，需求也即将转入对“金九银十”旺季的补库行情，库存低位，现在唯一利空的点在于期现基差修复到较低水平，短期价格易涨难跌。人民币贬值、PB粉产量到港下降预期以及钢材等价格上涨对铁矿石价格提振，关注70美元/吨附近压力位。环保限产预期刺激焦炭价格上涨，短期大涨后升水仓单60元/吨左右，中长期看涨但注意市场节奏。

**甲醇**

**1 甲醇市场供求分析**

现货运行情况

内地甲醇市场窄幅波动。西北地区新单下调，下调后出货好转，部分停售。关中地区降价排货，周内整体签单顺利。山东地区稳中有升，鲁北地区持货商成本支撑周内新单上涨，下游按需采购，周内成交顺利；鲁南地区盘整，厂家出货为主，下游需求一般，成交偏弱。山西、河南以及河北等地低价走货尚可，高价出货遇阻。西南地区窄幅波动，供应略减，下游按需采购，成交平稳。截至周四，内蒙古本周均价在2372元/吨，环比下跌1.04%，山东均价在2735元/吨，环比上涨0.37%。

本周现货甲醇价格小幅波动，但期货盘面连续拉涨。目前期货带动现货盘面波动。主要因素为：1.人民币贬值，2.下游化工pp价格大涨，pp库存偏低。

甲醇开工率小幅下降

甲醇生产企业开工率为64.91%，窄幅下滑0.56%，国内玖源50、定州天鹭40，达钢20，国泰40万吨装置停车，宁夏能化、新能凤凰装置提负，国际伊朗ZPC 2套165装置7月23日停车，马来西亚Petronas一套170万吨装置计划8月13日期停车48天，沙特ArRazi一套80万吨装置轮检。

新增产能投放

下半年国内市场预计有530万吨/年甲醇新产能计划投产。国际市场也还将有总计226.5万吨/年的甲醇新装置有投产计划。这些新增产能投放市场后，将对国内甲醇市场供应形成一定压力。

烯烃需求向好

聚烯烃已于 6 月底、7 月初完成阶段性筑底，7、8 大方向震荡上行。但今年的需求明显不如去年，或限制上方高度。目前市场标品货源较少，现货价格跟随尚可、盘面始终不能拉出大升水，或说明市场矛盾还未明显激化。下游工厂原料库存不多，但价格偏高接货谨慎。人民币连续不断地贬值，对国内聚烯烃价格形成明显的利多。目前PP价格连续拉涨， 由于pp库存偏低，以及近期人民币贬值，中长期pp维持涨势。

MTO利润大约400左右，预期9月较多装置重启，未来需求向好，甲醇远月合约受益。

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**

煤炭价格和原油依然坚挺，后期供应端仍然有支撑。

需求端，传统需求疲软，但最近化工板块集体走强，带动MTO需求预期。

总体上，甲醇短期受成本支撑处于强势，装置检修的影响有限。近期黑色上涨较为明显，煤炭价格得以提振，后期煤价格上涨将提振甲醇。同时原油价格处于高位，整体化工品维持强势。操作上，甲醇多空交织，金九银十旺季即将到来，MA901合约等待回调买入机会，已有多单继续持有。

**3 甲醇主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表39：甲醇收盘价* |  | *图表40：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41：甲醇产量* |  | *图表42：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43：甲醇库存* |  | *图表44：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合约本周低位弱势运行，收盘于10155元/吨。上半年东南亚主产区物候条件良好，天然橡胶产量如期释放，长期呈现供应过剩格局。泰国出台天然橡胶供给侧改革方案，但投资者对狼来了的故事感到麻木。青岛保税区天然橡胶库存已经进入累库周期，上期所注册仓单不断刷新历史记录。上半年重卡销量再创新高，但后劲或恐不足，三季度大概率同比回落。合成橡胶价格保持相对坚挺，但替代效应对天然橡胶的托底作用有限。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

ANRPC报告显示，6月世界天然橡胶产量为116.6万吨，同比增长14.4%，环比基本持平；2018上半年累计产量达659.2万吨，比去年同期增加15.1%。5月中国天然橡胶产量为9.6万吨，同比增加22%；1—5月国内累计产量为17万吨，比去年同期增长32.3%。今年东南亚产区物候条件良好，产胶国开割面积扩大，以及去年泰国洪水的影响，导致橡胶产量同比激增。

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

ANRPC在报告中公布，2018上半年，全球天然橡胶供应量为621.4万吨，同比增长4.5%；全球天然橡胶需求量为696万吨，同比增长5%；天然橡胶供需缺口达到74.6万吨。ANRPC预计，2018全年世界天然橡胶产量将增加5.2%至1404万吨，需求将增加5.7%至1413.6万吨，需求整体超过了供应水平。ANRPC认为，天然橡胶良好的基本面前景并没有反映在期货和现货价格上，市场更多受到外部因素的影响。ANRPC作为全球最权威的天然橡胶研究机构，我们没有理由质疑其数据的真实性。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。

6月国内全钢胎销量表现整体延续下滑态势。根据卓创对全国62家轮胎经销商的调查，样本内经销商销量环比上涨占13%，32%基本持平，下降占比最大为55%。轮胎销量走低的主要原因有：6月上合峰会召开，青岛及周边地区物流业停运较多，工厂进料及出货受限；环保政策力度不减，部分工业品货运量下滑，物流车辆使用率降低，轮胎更替周期延长，对终端需求造成抑制；南方地区正值梅雨季节，阴雨天气影响轮胎成品的流通。亦有潜在利好因素：随着全国进入高温天气，轮胎磨损加快，季节性需求向好，尤其三包轮胎的优势逐步显现；针对轮胎销量环比走低，经销商促销政策力度加大。总体来看，6月全钢胎市场表现仍然欠佳，不及去年同期水平，疲弱的需求端制约轮胎销量，而多样的促销形式是经销商转嫁库存压力的主要手段。关于7月轮胎市场走向，大部分业者存有下行预期，预计价格下调幅度或在3%左右。

根据第一商用车网数据，6月全国重卡市场销售各类车型总计达11万辆，同比去年的9.76万辆大幅增长12.7%，刷新6月重卡销量历史记录。2018上半年，全国重卡累计销量达到超过65万辆的惊人数字，比去年同期增加12%，一再打破年初的悲观预期。基建类固定资产投资月度增速持续超预期，房地产开工率维持高位，对拉动工程类重卡需求起到主导作用。多地出台环保政策，对国三排放标准的重型柴油车限行或禁行，推进物流类重卡淘汰更新。各大品牌经销商加紧备货，并争取半年度销售业绩冲刺。然而，后期重卡销量的高速增长难以为继。上半年基建投资和房地产投资完成额较低，将对下半年的开工造成影响，不利于重卡需求的放量。从7月开始，各大重卡企业接到的订单数量均出现回落，行业逐渐进入传统淡季。考虑到去年三季度市场的反常表现造成的基数过高，预计7—8月重卡销量大概率同比下滑。

期现库存

三季度随着船货陆续到港，天胶货源供应充裕；下游轮胎企业刚需采购，订单难以放量增长。在供应增加而需求平淡的情况下，国内天然橡胶期现库存持续累积。截至7月16日，青岛保税区橡胶总库存较上期增长6%，时隔3个月后重回20万吨水平，其中天然橡胶和合成橡胶库存均有明显增加。一般地，库存与价格走势呈负相关性。7月初泰国20号标胶报价在1350美元/吨，环比下滑100美元/吨，降幅达6.9%，保税区橡胶库存随价格下跌而增长。

目前上期所天然橡胶期货库存达到50.51万吨，注册仓单48.14万吨，创下前所未有的天量水平。云南产区国营橡胶加工厂仍在积极抢购原料，生产交割品全乳胶为主。全乳胶市场走量欠佳且利润有限，商家对17年胶无意出货，市场流通货源以16年胶为主。近期，上期所对部分橡胶期货交割仓库作出调整：中国外运华中有限公司位于胶州的一个仓库新增为橡胶指定交割仓库存放点，核定库容为3万吨；同时该公司另一交割仓库的核定库容由2万吨下调至1.5万吨。

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，6月泰国天然橡胶（含乳胶及混合胶）出口量共计40.38万吨，同比大幅上涨24.44%，环比下降5.01%。分品种看，其中出口混合胶11.79万吨，20#标胶11.15万吨，乳胶9.06万吨，浓缩乳胶7.55万吨，3#烟片胶3.85万吨。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。

中国海关总署统计数据显示，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；其中，天然橡胶（含混合胶）进口量约52—54万吨。6月中国进口橡胶总计60.4万吨，同比增长16.2%，环比增速有所放缓；上半年橡胶累计进口量为333.4万吨，比去年同期减少2.5%。目前泰国港口橡胶库存基本清理结束，虽然去年非标套利的高基数造成进口量同比缩减，但一季度泰国限制出口的缺口正在补齐。

泰国天然橡胶出口量进入旺季高增长的同时，下游中国轮胎出口量仅勉强保持微增。6月中国轮胎出口量为3994万条，同比下降5.8%，环比减少227万条；1—6月轮胎累计出口量达到2.36亿条，比去年同期增长0.8%。上半年中国轮胎出口金额464.92亿元，同比仅微幅增加0.5%；相比之下，2017年全年轮胎出口额增速基本维持在10%以上。无论数量还是金额，2018年中国轮胎出口形势都比去年明显恶化，不看好下半年出口前景。

替代品

国际橡胶研究组织IRSG数据显示，2017年全球橡胶产量总计2859万吨，比上年增加4.2%；其中合成橡胶产量为1505.1万吨，同比增加1.4%；全球合成橡胶产量在橡胶总产量中占比高达52.6%。近三年以来，全球合成橡胶产量和消费量增速均维持在1.5%—2.5%，但去年消费增长开始边际放缓。根据卓创统计，2018—2022年中国还有10套合成橡胶装置计划新建及扩建，预计到2022年全球合成橡胶产量将增长至1550万吨以上。随着天然橡胶价格的走弱，再度出现天胶倒挂合成胶的局面，理论上合成胶的替代作用对天胶应有所利多。然而实际上，这种替代效应是十分有限的，对盘面的提振不够强。以轮胎生产配方为例，天胶—合成胶替代空间仅有5%，即使企业最大限度地调整配方，也难以刺激对天然橡胶的采购需求。

沪胶期货盘面反复探底，但合成胶价格下行幅度有限，天然橡胶倒挂合成橡胶的局面再度出现，主要原因是丁二烯成本端提供有力支撑。5月以来，内外盘价差扩大造成丁二烯进口量明显减少，后期甚至有大量丁二烯转为出口。据不完全统计，进出口变化使得近期丁二烯月度供应量减少2.5—3万吨。6—7月国内丁二烯装置检修仍有发生，产量损失约为1.3万吨。同期国内合成橡胶企业多有停车降负荷，装置开工率处于相对低位，一度降至四成或以下，对丁二烯需求量减少4万吨左右。综合来看，丁二烯供应减少略多于需求。8月预计进口丁二烯货源到港依旧偏低，下游合成胶整体开工亦难有明显提升。后期江苏斯尔邦和神华宁煤丁二烯装置计划检修为期一个月左右，供需缺口仍将延续。在丁二烯价格保持坚挺的情况下，合成橡胶对天然橡胶存在一定的托底作用。

产业政策

针对天然橡胶严重供应过剩，泰国出台供给侧改革方案，试图通过减少橡胶树种植面积来提高胶价。泰国副总理颂奇指出，农业部应在未来五年内每年减少橡胶种植面积20万莱，该政策将在下月初施行。对于加入砍伐橡胶树计划的胶农，政府将按照1.6万泰铢/莱的标准给予补贴，每户最多可补贴10莱。但补贴仅限于符合条件的胶农，即必须是其所合法拥有的土地，且为适合种植橡胶树的区域，稻田和低洼地带等不适合橡胶树生长的地区不在补助范围之内。ANRPC数据显示，2017年泰国橡胶树种植面积约为375万公顷，天然橡胶产量高达442.9万吨，约占全球总产量的36%。无论生产周期自然调节还是供给侧改革强行干预，只要泰国的橡胶产量能够得到有效抑制，将对未来全球橡胶供需关系改善起到决定性的作用。限产政策属于利多消息，理论上可短期提振市场情绪，然而此前产胶国各种政策收效甚微，投资者对狼来了已经感到麻木，本次盘面难以产生明显变化。

尽管产胶国政策大多效果不佳，但仍有必要认真加以研判。本次泰国出台的供给侧改革方案，计划削减橡胶树种植面积总计20万莱，约合48万亩。通常每亩可种植32棵橡胶树，泰国种植园平均单产为3.5公斤，可实现减产约5.38万吨，仅占2017年泰国天然橡胶总产量的1.21%。相较庞大的供应量，减产目标显得杯水车薪。另一方面，泰国政府向胶农提供1.6万泰铢/莱的补贴，按照上述指标进行计算，砍伐一棵橡胶树可得到208泰铢的补偿。目前泰国橡胶收购价格在45泰铢/公斤左右，不考虑人工费用和种植成本，一棵橡胶树每年带来的割胶收入约160泰铢。泰国政府提供的补贴足以覆盖当年的割胶收入，不可不谓诚意。橡胶和其他农产品一样具有生产周期，只不过更加拉长，政策引导下生产者的自发调整有望扭转多空格局，去产能效果在未来三五年内或初步显现。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表45：天然橡胶现货价格* |  | *图表46：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47：ANRPC产量出口* |  | *图表48：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49：青岛保税区库存* |  | *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* |  | *资料来源：万得资讯，中投期货研究所* | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表51：轮胎开工率* |  | *图表52：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**

价格周期

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

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

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

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

产业结构

价格运行于周期性底部，市场景气程度降至冰点，必然带来产业收缩的阵痛。橡胶全行业自发地进行结构性调整，2017—2018年度橡胶行业兼并重组案例屡见不鲜，既有上下游的纵向收购，亦有同质化的横向合并。在优胜劣汰的竞争下，未来橡胶企业将不断趋于整合，生产—贸易—加工全产业链协调性加强，行业的发展趋势将由零散向寡头转变。在长期的摸索中，橡胶现货企业逐渐学会利用金融衍生品规避风险和锁定利润，建立虚拟库存来削峰填谷，对稳定价格起到一定作用。随着产业结构进一步调整，国内橡胶行业对价格波动的抵抗力将有所提高，从而有效降低市场风险。

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。

**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巩底。

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。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。

橡胶左侧交易难度较大，在20号标胶挂牌上市前，长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点，运行区间(9600,12200)。

**PTA**

**1 基本面分析**

原料价格上涨，成本支撑较强

7月中旬以来，国际原油价格走出了小幅反弹，Brent原油价格从72美元上涨至75美元， WIT原油从64美元上涨至68美元，基本回到了前期较高水平区间。今年以来，石脑油的供给一直处于偏紧张的状态，进入夏季，虽然高企的油价限制了出行高峰的水平，但是对于汽油的调油需求依然是出现了较大的增加，石脑油价格一度维持在较高的水平。4月份以来，石脑油CFR价格就站稳600美元，甚至一度上涨至700美元高位。PX价格自2017年11月份价格上涨到900美元之后，价格持续走强，今年上半年，PX价格一直运行在950-1000美元的高位。作为PTA的直接成本，PX价格的高位震荡给予PTA价格较强的支撑，使得PTA出现了涨多跌少的状况。

自中美贸易摩擦升级以来，离岸人民币汇率持续走弱，自5月份的6.3左右，一直下跌到近期的6.8。我国生产PTA所用PX绝大多数源自于进口，汇率的提升进一步增加了PTA价格中的的成本占比，使得在PTA厂商的利润不断压缩，厂商向下游压价明显。此外，作为下游聚酯生产的另一重要原材料，乙二醇的价格也在汇率的影响下大幅上涨。自4月中旬进口乙二醇价格从8500回落后，近期又重新冲破7000元关口，逼近7800元附近。PTA和乙二醇在聚酯的生产中有固定的投入比例，二者互补品的特性也成为了PTA近期走强的主要原因之一。

聚酯开工较高，原料产能不足

2012年，PTA经历了大规模的扩张过程，市场的整体供给出现了大量的过剩，PTA价格也一度从12000以上下跌至最低4000元/吨，众多PTA工厂在低谷时一度处于亏损状态。近几年，随着行业不断整合，企业不断的兼并优化，行业逐步形成了以几大厂商为主，众多小厂为辅，私营企业占据主导地位的垄断竞争市场格局，PTA价格也出现逐步回升。进入2018年以来，随着聚酯的强势周期开始，众多厂商纷纷向下游延展产业链。今年上半年，有接近300万吨的聚酯产能投产，预计下半年，还有近400万吨的聚酯产能投产。目前聚酯的整体产能规模已经超过了PTA的产能规模，推动PTA行业进入了另一个周期的上行区间。

进入8月，恒力220万吨设备开始检修，7月下旬，基于检修预期，厂商在市场上回购数量增加，7月份最后一周，市场上一度出现了1809合约加300的仓单货，PTA供应紧张的局面十分显著。此外，聚酯厂商90%的高开工率对比PTA厂商75%左右的开工率，聚酯的原料明显不足。从交易所仓单规模可以看到，目前注册仓单数量已经不足20000张，去年同期水平140000张，目前的仓单数量不及同期的15%。期货现货市场的货源不足情况正在加剧，逼仓风险逐步显现

长丝产销两旺，需求强势拉升

进入7月，下游的长丝价格继续保持了强势的上涨走势，甚至一度出现了有价无货的状态。涤纶DTY价格从5月份的10800元/吨左右，上涨至7月底的11500元/吨；涤纶POY价格从9270元/吨上涨至10000元/吨，价格一度较稳的涤纶FDY也从10500左右上涨至了12000左右。历年的周期来看，二季度一直是化纤行业的淡季，但是今年的二季度，化纤、纺织和印染一度出现了“淡季不淡”的状态。行业内部有人开玩笑称：“除了空气不涨价，什么都涨价。”

近几年，越南作为东南亚劳动力成本较低的国家，一直受到服装行业的青睐。国际知名的服装厂商例如耐克，阿迪达斯均在越南设立了工厂。越南政府2018年也出台了各种政策，扶持和吸引各类服装企业来越南建厂投资。纺织品原料国内的供应不足，是越南发展服装行业的短板，一直以来，越南的原料化纤和棉纱均大量采购自中国。今年开始，越南对于长丝的采购力度更时大幅增加。4月，我国对于越南的化学纤维长丝的出口，达到了惊人2.2亿美元。我们预计，内销需求叠加外销需求，使得长丝将继续为持较高的产销数量，短期内对于PTA价格依然会出现强势的带动。

巨头市场初现，价差波幅驱稳

经过2012年的市场整合，目前PTA行业的整体结构已经由5年前的私营企业相互竞争的市场，逐步转变为了巨头带领下的垄断竞争市场。几大巨头中，恒逸产能1640万吨（其中逸盛产能980万吨，恒力产能660万吨），翔鹭产能615万吨，桐昆370万吨，BP产能295万吨，汉邦产能280万吨。排名前5名的PTA企业产能已经达到了接近60%。产业集中的增加，使得价格的波动幅度变小，同样使得跨期价差逐步缩窄。通过9-1价差的对比，我们可以看到，近几年，价差的波动区间显著收窄，价差更多在相对合理的区间内波动。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表53：PTA库存季节图表* |  | *图表54：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55：石脑油价格与生产利润* |  | *图表56：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* | |

**2 综合分析**

短期内我们认为PTA依然会维持较强的走势，下方有成本和利润的双向支撑，上方有终端库存和销售的利多，但是基于目前市场的寡头结构，PTA上方的压力会随着加工利润的上涨而不断增大。因此，短期内，依然维持偏多的思路，多单建议适当止盈，控制仓位。空单尝试1905合约。

**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。

全球2018年糖价预计大幅下跌,受供应过剩打压

周四公布的一项调查显示，未来几个月全球糖价预计收复部分跌幅，但今年仍将大幅下跌，因供应过剩高于预期打压市场。糖价自周三触及的三年低点小幅反弹，但今年糖市仍将录得跌幅。据调查，本季度现货原糖价格预计收于每磅11.50美分，今年收于每磅12美分，全年将下跌近21%。调查显示，白糖期货价格本季度预计收于每吨326美元，今年收于330美元，年跌幅预计为16%。今年指标糖价持续承压，因预期印度、泰国和欧盟等产国产量增加。

印度下季度种植面积仍然增加8%

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。

供应过剩影响，原糖净空持仓大幅增加

美国商品期货交易委员会（CFTC）最新报告显示，截至7月17日当周，对冲基金及大型投机客持有原糖净空仓位升至27713手，环比上周增加19740手，其中非商业多头持仓为249069手，空头持仓为276782手。

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。

青岛海关查获走私白糖1100余吨，严防走私白糖

7月26日，青岛海关对外公布一起绕关走私白糖案，走私分子租赁国内小型船舶到公海过驳白糖，然后偷运到非设关地小码头靠泊走私入境，涉案白糖1100多吨，案值约600万元。

据介绍，2017年底，青岛海关缉私人员接到海事部门移交线索，称在山东烟台龙口一个渔港码头发现两艘国内船舶擅自向陆上大货车过驳袋装白糖，包装显示有中文、英文以及阿拉伯文等多种字体标识，存在重大走私嫌疑。该分局立即组织缉私警察近40人赶赴案发地，与海关关员联合对该线索进行核查。经查问，两船船长和业务人员交待了走私进境白糖的犯罪事实。犯罪嫌疑人为牟取非法利益，租赁国内小型船舶，从浙江舟山等地码头出港，行驶至公海后，从一艘外籍大型船舶过驳1100余吨白糖，并未经海关允许，擅自在龙口某渔港码头将上述货物走私进境。

人民币贬值仍在继续,创15个月新低

8月1日，连续承压的人民币走出先扬后抑的行情。早盘在岸人民币对美元收复6.80关口，刷新日高至6.7880，一度拉升超300点；离岸人民币对美元快速拉升200点，刷新日高至6.8046。白糖进口成本增加。

**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。

全球无法快速消耗过剩的原糖，尽管巴西使用甘蔗生产乙醇的比率达到65%，但依然无法拉动糖价格上涨。预期全球消耗库存需要2年时间。

国际原糖仍然过剩，长期熊市不改。国内开始控制走私活动，目前走私利润较大。广西持续降雨，关注甘蔗倒伏情况。

操作上，广西现货价格窄幅波动，未来销售压力较大，预期糖价承压。但近期人民币贬值幅度较大，进口成本增加。后期sr901有望跌破4500，前期空单继续持有，反弹沽空。

**3 白糖市场主要数据**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | *图表57：白糖期货结算价格* |  | *图表58：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59：白糖仓单预报* |  | *图表60：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61：白糖月度进口量* |  | *图表62：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