



中投期货研究所

周度投资视点

研究员：

王万超

从业资格号：F0290005
投资咨询证书：Z0011089
0755 - 82918032
wangwanhao@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

宏观策略：需求的影响逐渐增加，需求和库存是关注的焦点，从有色的走势看，价格连续调整刺激消费增加，有色金属铜和锌基本面显著改善，出现明显的反弹行情，为超跌板块提供明显支撑。黑色系和化工类仍在走环保路线，但是供应弹性缩小，需求对价格的影响明显增加，因消费下降而持续弱势的热卷比较有代表性。建议投资者密切关注工业品库存数据和消费数据，操作上可依据该核心指标的变化而变化。

股指期货：贸易战进入第二阶段，国内政策应对得当，投资者对贸易战的态度也逐渐统一，市场开始消化贸易战这一利空因素的影响。但是市场人气恢复仍需要一个过程，这意味着市场震荡难免，虽然指数连续反弹且成交量放大，但是操作上仍要避免追高，等待回落后再参与波段行情。

铜：目前国内经济数据整体稳定，房地产行业的稳定对有色金属基本面产生一定支撑，但基建和投资因素未见明显好转，四季度国内经济增长仍面临一定压力。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，而需求端叠加基建加快落地，以及库存走低对铜市有较强支撑。铜价保持震荡思路为宜。

锌：基本上锌供需矛盾逐步缓解，加之下游消费受宏观经济与环保等多重压力下拖累，基建资金的主要来源持续受限，制约了后期基建投资增速，锌消费依然存在下滑空间。整体来讲内外盘锌价已经逐步进入下行通道。锌价高企叠加 1810 合约与 1811 合约的月差扩大至 1000 元/吨附近的情况之下，下游观望情绪较浓，拿货意愿总体不佳。而持货商积极出货，以防换月之后的绝对价格下降压缩盈利空间。因此，供应趋于宽松而消费偏弱，使得津地贴水进一步扩大。建议投资者寻找四季度逢高抛空机会。

铅：由于再生铅比重较高，矿端矛盾向铅锭传导不突出，需求是否强成为市场主要矛盾，10 月京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理方案下发，虽较草案有所放宽，但国内精铅生产仍将受到影响，预计精铅库存保持低位，对铅价将有所支撑；国内精铅消费转弱，将对铅价高点形成抑制，预计 10 月沪铅主力合约呈区间震荡趋势，主要运行区间为 17000-19000 元/吨。

甲醇：操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇依然是震荡波动，但是原油依然处于高位，人民币贬值也推升了进口成本，因此甲醇将维持震荡区间。建议 3200-3500 区间操作。

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。左侧交易难度大，宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。长期坚持急涨勿追，逢高沽空观点。

PTA：整体来看，目前 PTA 依然受到 PX 成本端的支撑，虽然支撑的效果逐步减弱，但是会减少 PTA 价格快速下跌的概率。下游方面，聚酯端近期开工率逐步回暖，PTA 四季度检修比较密集，目前供应方面偏紧张的状态依然没有缓解，库存对于 PTA 端的支撑依然存在。操作上，建议短期内依然以震荡偏强的走势对待，可以适当逢低介入多单。

油脂油料：操作上建议投资者顺应市场节奏，原有豆粕多单可适量减持，或采取低买高平的区间思路适当参与豆粕交易。油脂品种可盘中顺势短线操作，避免过度看空。大豆期货处于季节性弱，暂不宜做多，保持观望为佳。

白糖：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。供求没有太大变化，印度减产，巴西汇率升值，短期预计强势，但国内糖供应依然充足，短线尝试多单，长期依然偏空。关注巴西汇率变化。

周度策略：供需两弱 工业品宽幅震荡

本周市场维持宽幅震荡的走势，工业品冲高回落，螺纹钢一度涨幅达到5%，但是最终周线收跌。本周原油价格大幅回落，在临近美国制裁伊朗的关键时刻反而走弱，美原油周跌幅在2%以上，跟随原油走势的化工类纷纷回落。整体看本周市场走势较为震荡，部分创新高的化工类下跌幅度较大。

对于当前工业品面临的状况，我们一直以来强调的供需两弱格局依然很明显。需求稳步下滑，但是供应短缺也没得到明显改变。因此，大部分位置较高的工业品出现了较大幅度的震荡走势。

宏观经济依然偏弱运行，经济数据整体偏弱。统计局周五公布的数据显示，中国三季度GDP同比增长6.5%，低于二季度的6.7%，也不及市场预期的6.6%。创2008年全球金融危机后的最低增速。

从三驾马车的状况看，固定资产投资增速下行是主要压力。前三季度，全国固定资产投资483442亿元，同比增长5.4%，增速比上半年回落0.6个百分点，比1-8月份加快0.1个百分点。其中，民间投资301664亿元，同比增长8.7%，增速比上半年加快0.3个百分点，比上年同期加快2.7个百分点。消费方面，前三季度，社会消费品零售总额274299亿元，同比增长9.3%，增速比上半年回落0.1个百分点。外贸方面，前三季度，货物进出口总额222839亿元，同比增长9.9%，增速比上半年加快2.1个百分点。其中，出口118585亿元，增长6.5%，加快1.8个百分点；进口104254亿元，增长14.1%，加快2.5个百分点。进出口相抵，顺差14331亿元，比上年同期收窄28.3%

固定资产投资在基建的刺激下逐步回升，但是需求较为弱势，出口在贸易战的影响下回落风险较大，预计四季度经济依然偏弱运行。金融数据作为前瞻性数据，显示四季度的需求依然偏弱，预计基建明显反弹，但是房地产回落，外贸面临的压力更大。2018年9月新增社融2.21万亿，新增人民币贷款1.38万亿，M2同比增长8.3%。

从数据上看，无论是从9月的社融数据还是新增人民币贷款的结构变化，扩信用效果仍未显现，此轮扩信用从政策到实体见效的时滞明显较长，显效较慢。

当前的供给侧改革、去杠杆以及国进民退对政策效果有一定影响。首先是体制内的政策传递阶段，其次是市场化的企业反应阶段。发改委审批层面受到经济质量约束的克制，城投信用扩张层面受到隐性债务和多元考核系统的制约，而信贷方面，由于资产回报率较低，资金需求不足，流动性淤积在银行系统，1。其次在企业反应阶段，内部经济承压，外部环境难测，企业对刺激政策的反应比较麻木。

社会融资方面，方面9月新增社融2.21万亿，尽管9月的大额地方专项债净融资带来社融新增额的增长，但无论何种口径下社融同比增速下降的趋势是不变的。贷款新增乏力、直接融资受挤压下跌、表外继续萎缩，老口径下的社融同比9月或为9%。新增贷款方面，总量稳定而结构不如人意：9月新增人民币贷款1.38万亿。总量依然较为平稳。但内部结构变化体现贷款质量不高：期限短贷增，长贷平；部门上居民部门倚赖短贷小幅回温，但企业贷款依然乏力。9月企业长期贷款同比少增1229亿元，环比少增375亿，反应当前票据融资和短期贷款仍是企业缓解资金紧张问题的主要窗口。

供应方面，环保限产对黑色系影响较大，美国制裁伊朗也让油价充满了不确定性，供应方面仍较为短缺，但是这更多是人为政策造成的，其中油价波动的风险最大。根据EIA近期的预测，到2018年底欧佩克国家还将剩余170万桶/天的闲置产能，到2019年底则会进一步下降到130万桶/天。相较于2008至2017年平均水平230万桶/天将会出现较大幅度的下降。同时从剩余产能与全球需求的比例来看，EIA预测到明年这个比例将会下滑到1.3%，比起2008年至2017年平均水平的2.6%几乎腰斩。这个数字将会比2008年的1.6%还要低，当时欧佩克国家出现了疲于应对新兴市场国家需求的状况。随着非核心欧佩克国家的产量减少，美国产能增量减少、以及除了美国、中东和俄罗斯等国家以外，世界其余国家基本没有增长余地，要填补伊朗和委内瑞拉减产产生的约125万桶/天缺口都很难，更别说伊拉克、利比亚可能出现的减产事件了。

从策略的角度看，需求疲弱，对价格形成压制，体现在预期以及消费上，近期油价的回落就是一个明显的代表。但是从供应的角度看，无论是国内的限产环保，还是外围美国制裁伊朗，短期之内很难明了，预计部分品种供应短缺依然存在。预计短期内工业品维持宽幅震荡的概率较大。

目 录

周度策略：供需两弱 工业品宽幅震荡	- 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 三季度 GDP 增速为 6.5%，创 2008 年以来新低	- 6 -
3 流动性：央行再度开展逆回购	- 7 -
4 商品市场策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜：震荡思路对待	- 10 -
1 基本面分析	- 10 -
2 需求疲软	- 11 -
3 结论：震荡思路对待	- 11 -
4 铜期货现货数据	- 12 -
锌：逢高沽空，把握市场节奏	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 锌：逢高沽空，把握市场节奏	- 14 -
3 锌期货现货数据	- 14 -
铅：维持震荡思路	- 15 -
1 铅：基本面分析	- 15 -
2 行情展望	- 15 -
3 铅期货现货数据	- 16 -
甲醇	- 17 -
1 甲醇市场供求分析	- 17 -
2 综合分析	- 18 -
3 甲醇主要数据	- 18 -
天然橡胶	- 20 -
1 行情回顾	- 20 -
2 基本分析	- 20 -
3 内在逻辑	- 24 -

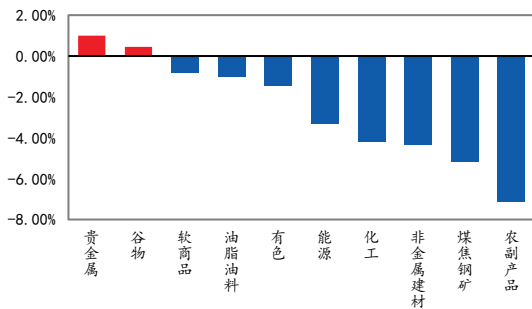
4 总结建议.....	- 25 -
PTA.....	- 26 -
1 走势回顾.....	- 26 -
2 基本面分析.....	- 26 -
3 综合分析.....	- 27 -
油脂油料：美豆先扬后抑，豆粕冲高受阻.....	- 28 -
1 外部豆类市场分析.....	- 28 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 28 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 28 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 29 -
白糖.....	- 30 -
1 白糖市场供求分析.....	- 30 -
2 综合分析.....	- 31 -
3 白糖市场主要数据.....	- 31 -
免责条款.....	- 33 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
鸡蛋	锰硅	白糖	黄金	硅铁	玉米	白银	玉米淀粉	铁矿石	强麦
3.0420	2.8329	2.1385	1.3772	0.8837	0.6978	0.6499	0.5492	0.2921	0.0393

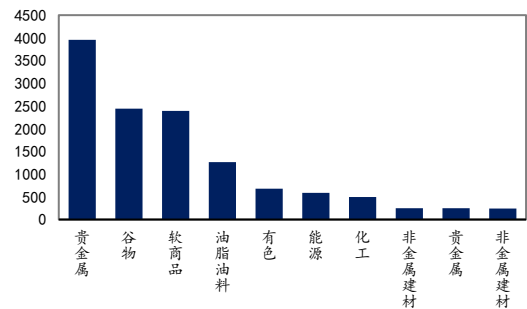
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
纤维板	苹果	PTA	焦炭	PVC	INE原油	动力煤	聚丙烯	沥青	甲醇
-18.7368	-7.1509	-5.5420	-5.3869	-5.1570	-3.2609	-2.9801	-2.8349	-2.8282	-2.6729

图表 1: 商品板块周涨跌幅



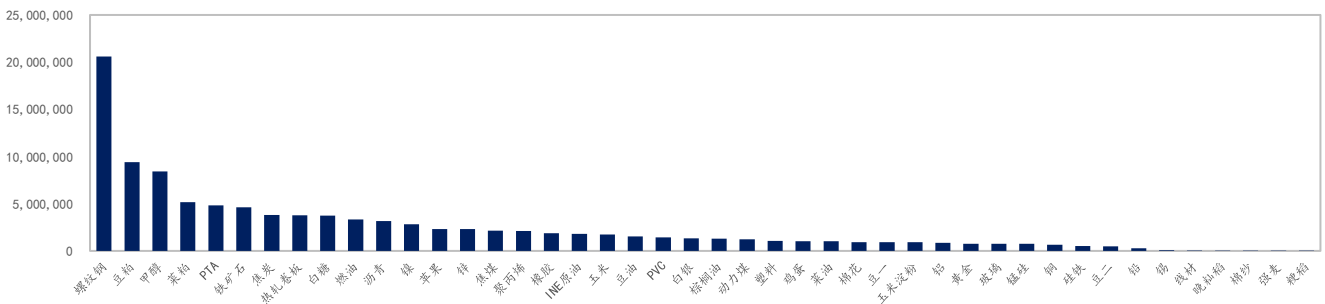
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



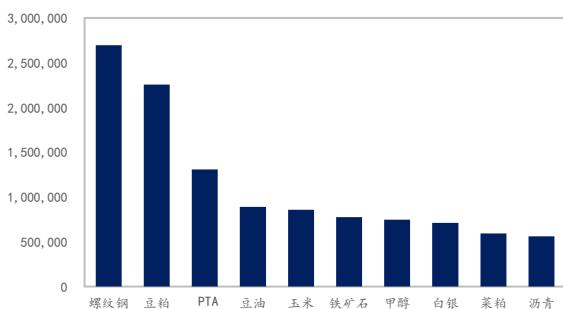
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



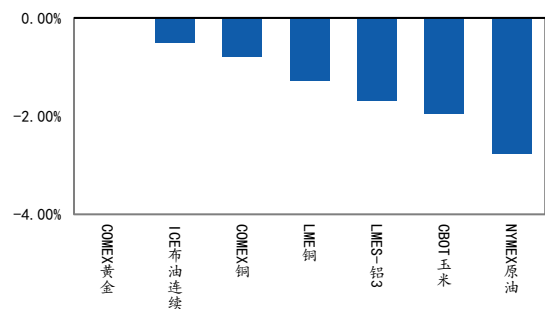
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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	10 月 18 日	美国未将中国列为汇率操纵国	美国财政部发布半年度汇率报告，拒绝将中国列为汇率操纵国，中、德、印、日、韩和瑞士仍上榜汇率政策监测名单。	符合预期。预计人民币继续维持贬值趋势
	10 月 17 日	无视特朗普抨击 美联储 9 月会议纪要指向进一步加息	纪要显示，全体联储官员认为适合继续渐进加息，多数支持利率暂时超过预计的长期中性水平，	美联储加息对美股的抑制作用将逐渐显现
数据	10 月 19 日	全球融资基准利率 美元 Libor 创十年新高	3 个月期美元伦敦银行间同业拆借利率 (Libor) 升至 2.4496%，是 2008 年 11 月以来新高	美元融资环境进一步趋于紧张
	10 月 19 日	中国二季度 GDP 增速为 7.5%	9 月汽油价格下滑 0.2%，食品价格整体持平，租金成本增速放缓	通胀不及预期可能也无法改变美联储 12 月加息预期。
事件	10 月 16 日	美预算赤字六年新高	由于政府开支激增，美国联邦预算赤字在 2018 财年上升至 7790 亿美元，创下 2012 年来最高水平	美国联邦政府收入仅增加 0.4%，而同期开支则大增 3.2%。

资料来源：中投期货研究所

2 三季度 GDP 增速为 6.5%，创 2008 年以来新低

三季度 GDP 增长 6.5%，跌破了维持 12 个季度的 6.7-6.9% 这一区间，也要弱于 Wind 上的一致预期 6.6%。这一增速相比于第二季度的下滑了 0.2 个百分点，是 2015 年以来单季最大一次的放缓。三大需求回落所隐含的经济下行压力，终于在 GDP 这一总量数据上得到明显体现。

反映生产的工业增加值，9 月同比增长 5.8%，前值是 6.1%。基数原因可以解释一部分，2017 年工业增加值增速在季末都出现跳升，高基数导致今年每个季末的工业增加值增速回落。3 月增速相比于前值下滑 1.2%，7 月增速相比于前值下滑了 0.8%，而 9 月下滑 0.3%，幅度有所收窄。

但与此同时，工业生产确实也在放缓。从高频数据看，9 月六大发电集团日均耗煤仅 63 万吨，是今年除 2 月外的最低，与去年 9 月相比减少了 11.3%。9 月规模以上工业企业发电量增速 4.6%，而前值是 7.3%。

工业生产放缓，一是因企业对未来前景并不乐观，9 月 PMI 生产经营活动预期指数 56.4，

创下两年新低，非制造业 PMI 业务活动预期指数也到了 17 个月的低点。二是终端需求放缓，二季度开始产成品库存持续上升，企业有减产去库存的压力。

1-9 月固定资产投资增速 5.4%，结束了今年以来的持续下跌，制造业是主要支撑，而基建的拖累在减弱。

1-9 月制造业投资累计增速 8.7%，是今年 3 月见底之后，连续第 6 个月回升。9 月份的民间制造业投资数据还没有公布，但由于 9 月民间投资增速和前值持平，以及民间制造业占制造业比重在 85% 左右，我们认为民企继续是支撑制造业企稳的主体。

民间固定资产投资回升持续性仍待观察。民企所面临的融资环境是要比国企差的，在行业整合中受到的冲击也更大，内源性和外部融资都不支撑民间投资回暖。从民间制造业回暖滞后于国企来看，可能的原因是，存量设备折旧开始影响到生产，需要被动更新设备，而并非主动看好未来市场。

2016 年初开始，国有制造业投资企稳，高景气周期维持了近一年时间。参考国企制造业投资的经验，我们认为民间制造业投资增速可能在 2019 年一季度开始走弱。

展望四季度，我们认为经济下行的风险可控，但是明年的压力仍然较大。一是基建投资增速尽管反弹空间不大，但短期可能已经见底了。二是开发商加快周转、项目赶工期的策略并没有变，年内地产投资增速平稳下行是有支撑的。三是民企制造业景气周期还在延续。四是贸易冲突的影响还没有明显体现，9 月出口同比 14.5%。从高频数据看，10 月份美西航线的宁波出口集装箱运价指数还在上涨，与综合航线价格指数的走势还在分化，说明开往美国西海岸的货轮需求依然比较强，这对年内出口都有支撑。

3 流动性：央行再度开展逆回购

10 月 19 日，央行进行了 300 亿元 7 天期逆回购交易，是 9 月 26 日以来的首次公开市场操作，从而终结了 OMO 已持续 14 日的停摆。业内人士表示，月内资金面拐点已现，下周面临税期高峰等因素扰动，流动性恐将继续收紧，在此背景下，央行重启并适量开展资金投放操作，有助于弥补流动性缺口，保持流动性在合理充裕水平。

18 日，市场资金面仍保持宽松，但货币市场利率止跌反弹迹象更趋明显。Shibor 方面，除 1 个月和 1 年期品种外，其余各期限 Shibor 纷纷上涨。其中，隔夜 Shibor 涨 7.4bp，上行最多；1 周 Shibor 涨 0.7bp；2 周 Shibor 涨 0.5bp；3 个月 Shibor 涨 1.4bp。银存间质押式回购利率涨跌互现，隔夜回购利率反弹近 8BP 至 2.41%，结束了降准后持续 3 日的下行；7 天回购利率持稳在 2.58%；14 天回购利率涨逾 6BP 至 2.63%；两个月回购利率涨约 12BP 至 3.18%。

无论是 Shibor 还是回购利率，昨日隔夜利率均出现了较明显的反弹，而该期限品种恰恰是降准后下行幅度最大的。应该说，隔夜回购的止跌，进一步确认月内资金面拐点已出现。

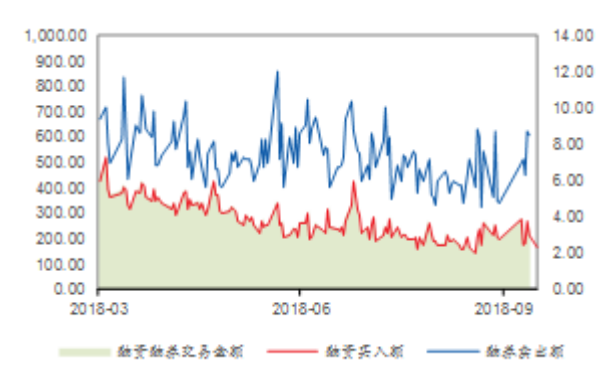
往后看，本月下旬资金面存在趋紧的压力。首先，10 月是税收大月，税款入库量大，对短期流动性的影响不容小觑。按照本月征期来看，税期高峰将在下周出现。其次，政府债券发行缴款也会推高财政库款，对流动性供求的扰动还将持续一段时间。最后，外汇因素出现了新变化。央行最新公布，9 月外汇占款减少约 1200 亿元，变动为 2017 年 2 月以来最大，上个月数据为减少 24 亿元。结合 8 月份银行代客结售汇逆差扩大来看，资本外流及央行投放外汇流动性，对本币流动性造成的被动回笼效应可能在加大。

综合考虑企业缴税、MLF 到期、政府债发行缴款、外汇占款变化以及例行准备金缴退等的影响，央行本月降准释放的资金可能大部分都会被消耗，特别是下周税期因素对短期流动性影响较大，央行有必要开展适量操作，弥补资金缺口。由此来看，下周央行大概率将继续开展操作，预计操作力度还将有所加大。

4 商品市场策略

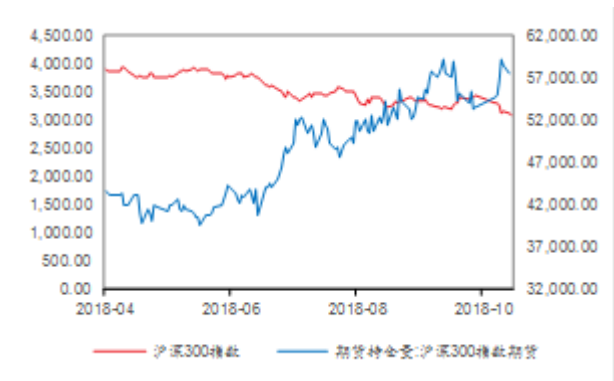
宏观面相对稳定，但是美股持续弱势，以及高位回落的风险仍大大影响全球资本市场；美国制裁伊朗在即，其可能产生的缺口目前仍无有效预案弥补，油价仍有大幅波动的风险。中美贸易战对全球经济复苏以及信心都造成明显影响，从宏观和需求端看都较为弱势。但环保限产以及油价波动更多属于供应因素。在需求有压力，但供应有支撑的情况下，工业品宽幅震荡，且越是高位品种表现的越为明显，建议投资者注意防范市场巨震风险。

图表 7：融资融券数据图



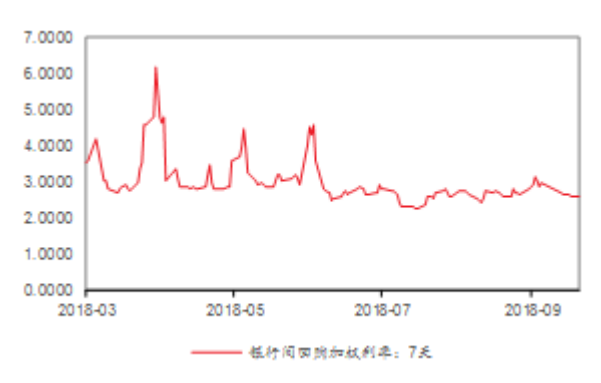
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 8：合约持仓和市场表现



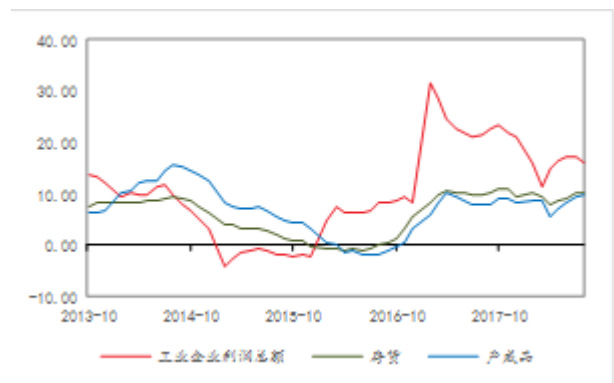
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：银行间回购加权利率（7天）



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

5 股指期货市场分析

指数大跌后探底回升

周五市场强势反弹。受外围市场大跌的影响，早盘 A 股大幅低开。其中上证指数以 2460.08 点开盘，跳空低开 26.34 点。开盘后，有所回落。其中，上证指数探至 2449.2 点。不过，随着舆论信息的渐趋回暖，A 股市场做多意愿增强。尤其是午后随着权威人士的声音在市场中传开，多头振作精神，一举收复 2500 点，最高摸至 2553.39 点。尾盘略有震荡，并以 2550.47 点的次高点收盘，上涨 64.05 点，涨幅达到 2.58%，成交量有所放大。个股全线反弹。下跌个股仅有一成。

周五的市场低开高走，显示出短线 A 股的压力确实有所消解，主要得益于舆论信息的暖风频吹，让调整的坚冰开始消融。故短线 A 股出现强有力的弹升行情。从盘面来看，主要是两类个股反弹力度大，一是新股与次新股，主要是跌幅较为惨烈，所以，行情升温，股价迅速修复。二是金融股，主要是平安银行、中国平安等将金融科技植入传统产业领域且卓有成效的个股出现在涨幅榜前列。如此来看，短线 A 股的弹性的确增强，这有利于短线 A 股的进一步活跃。只是成交量放大趋势虽然有，但力度不大。因此，后续如果成交量不能有效放大，或将抑制股指的弹升空间。

市场处于底部 预计反弹之后仍有震荡

一行三会相继喊话，指数迎来久违的大涨。其中国务院副总理的讲话比较重要，维护市场稳定的政策概括起来为：一是在稳定市场方面，允许银行理财子公司对资本市场进行投资，要求金融机构科学合理做好股权质押融资业务风险管理，鼓励地方政府管理的基金、私募股权基金帮助有发展前景的公司纾解股权质押困难。二是在市场基本制度改革方面，制定《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，完善上市公司股份回购制度，深

化并购重组市场化改革，推进新三板制度改革，加大对科技创新企业上市的支持力度等。三是在鼓励市场长期资金来源方面，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度，壮大机构投资者力量，巩固市场长期投资的基础。四是在促进国企改革和民企发展方面，加快推出一系列新举措，包括推动国有企业在资本市场进行混合所有制改革，支持行业龙头民营企业进行产业兼并重组，推出民营企业债券融资支持计划以及股权融资支持计划等。五是在扩大开放方面，继续全方位扩大开放，按照习近平总书记博鳌讲话精神，加快银行、证券、保险等领域的开放。

在最近市场这轮的杀跌过程中，利好的消息确实不断出台，一是管理层的“春天论”；二是地方政府对于部分股权质押品种的托底行动，包括深圳，北京等多地均有体现；三是鼓励保险资金要起到稳定器作用。在多重利好的刺激下，市场的做多情绪快速的升温，今日迅速释放，从而带来了各大股指的快速拉升。短期来看，随着今日的长阳的崛起，市场的反弹情绪也将会明显升温，预计短期内将会延续今日的走势，继续前行，短期的主要压力区间集中在 2640 点-2660 点区间。

铜：震荡思路对待

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指标性意义——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）。新增产量方面，Kamoto(13.5 万吨)、Cobre Pananma(32 万吨)与 Toquepala (11.5 万吨)等铜矿均有产出释放，此外，18Q2 的数据显示力拓铜矿总产量+25.6%，Escondida 产量+35%，Oyu Tolgoi 产量+6，Vale 产量+5%，因此我们预计 2018 年全球的铜矿产量增速或增 4.85%至 2100 万吨。

中国铜矿供应方面，产出增速的趋势与全球铜矿产出增速一致，紫金矿业的紫金山金铜矿扩建工程（新增年产铜 3 万吨）、中国黄金集团的铜矿二期工程（新增年产铜 5 万吨），这两个矿山项目的投产时间都在四季度，对当年的产量影响不大。预计 2018 年可能增加 12.5 万吨的产量。

进口突增，供应充足

1-7 月份中国铜矿进口量同比增长 18.5%至 1141 万吨，国内冶炼厂对铜矿的需求仍在高速增长。高速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，国内冶炼厂或许已经预料到未来原料争夺的愈发激烈，在海外冶炼厂减停产的间隙，抓住机会补充库存。从汇率的角度看，人民币存在一定的贬值预期，也将助推冶炼厂增加当前的铜矿进口。

在现货铜精矿 TC/RC 持续上涨，由年初 TC 在 74 美元/吨上涨至 89 美元/吨，涨幅 20.3%，显示年内全球铜矿相对冶炼产能供应充足的现状。

废铜供应偏紧

由于我国环保政策的趋严以及对进口废铜诸多政策导致废铜市场供应偏紧。由于废七类含铜比例低，通过拆解成废六进口到国内，再进口到中国，进口实物吨的大幅下滑背后金属含量在提高，受到新政实施影响，限制类废铜进口批文大幅缩减，相较去年全年发放审批量减少 75.87%。今年来我国废铜获 批量已开始呈大幅下降趋势，此前我国也正式发布废铜进口禁令文件，意味着 2018 年 12 月 31 日之后，以回收铜为主的废电机等（包括废电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。废铜进口受限，在一定程度上提升精铜进口需求，给铜价带来部分支撑。另一方面，中国禁止废七类进口和对美国废铜加征 25%的关税措施使得国内废铜供给趋紧。国内废铜市场供给逐显紧张预期。废铜消费也仍显偏淡，因此整体看废铜市场供需两淡的格局仍没有得到太大转变。

精铜供应充足

中国的规模以上铜冶炼企业（约 40 家）合计运行产能或增至 1119 万吨。而据安泰科预计，2018 年中国的新增冶炼产能为 108 万吨，2019 年的增量为 95 万吨。考虑到 2017 年的全国精炼总产能约 1050 万吨，我们预计 2018 年中国的冶炼能力或会达到 1160 万吨，增速约 10.5%。

2018 年 9 月中国精铜产量为 71.68 万吨，环比下降 2.78%，同比增长 4.72%，1-9 月累计产量为 650.6 万吨，累计同比增长 11.7%。9 月精铜产量低于预期，主因富冶集团本部、东营方圆、新疆五鑫铜业等冶炼厂检修，同时部分炼厂因为粗铜原料紧张，产能利用率下降所致。年内新扩建及复产的产能，除中原黄金冶炼厂、新金昌、豫光金铅基本达产外，

余下的国投金城冶金、中铝东南、西矿青海、梧州金升目前精铜产量仍偏低或者无产出。再生铜因环保及原料紧张抑制依旧未见有恢复的迹象。根据10月各炼厂排产来看，预计产量为73.16万吨，同比增长1.26%，环比增量主要来自于新扩建产能的释放和前期检修炼厂恢复，但总体增量仍将受制于中条山有色、大冶有色的检修；部分炼厂表示目前现货铜精矿TC保持在高位，加之年底有完成年度产量需求，将保持高开工率状态，1-10月累计产量达到723.76万吨，同比增幅10.6%。考虑到18Q4青海铜业10万吨的产出及赤峰云铜及恒邦铜业共30万吨的新增投产，我们认为冶炼厂开工率在年内保持均值89%左右水平是大概率事件，由此预计2018年中国月均精铜产量或会突破80万吨（年约980万吨）。

国内精炼铜供应主要包括冶炼铜、进口铜和废铜三大块，供应依然充足。9、10月份国内精铜产量恐将继续攀升，原料供应瓶颈初露端倪，但短期由于库存等因素，对增产的限制不会立竿见影，短期供给的核心驱动仍在于新增产能投放，以及冶炼厂检修的复产。按照不搞“一刀切”思路，国内冶炼厂接下来直接受扰的可能性不大。

2 需求疲软

线缆成为需求亮点

步入消费淡季，空调产销增速趋缓。8月空调产量为1475.3万台，同比下滑0.4%；1—8月空调累计产量为14178.2万台，同比增长11.1%。而前期终端市场连续爆出“空调卖不动了，即将进入寒冬”的声音，我们认为社会消费品零售总额持续下滑叠加库存水平高，因此四季度空调市场会有所降温，但空调行业仍然具备较大的增长空间，尤其是现在本身基数较大，对铜消费的拉动依然明显。

电力行业占据铜消费的45%左右。1—8月电网基本建设投资完成额累计为2803亿元，同比下降13.7%，降幅进一步缩窄。电网投资同比继续回落，但是，今年国网的计划投资额达到约5000亿，而前8个月仅完成了2800亿左右，因此四季度电网投资力度仍有望继续增强，电力用铜需求也将有所提升。

今年上半年整体线缆行业表现亮眼，企业开工率一直保持增长态势。随着“金九银十”传统消费旺季，线缆需求会有所改善，加上9月份铜价整体呈现上行的走势，一些因铜价前期低位而观望的商家，也开始逐步恢复开工生产，市场氛围随之回暖。另一方面主要是来自基建及国家电网工程的大力投资，扩大线缆需求，以此促进企业订单的增加。四季度的基建加码，对于铜价均会形成有力支撑。

低库存反应消费超预期

库存是需求的一面镜子。今年以来，上期所库存、保税区库存、LME库存和COMEX库存均处于下降的格局。从全球交易所的库存变化来看，SHFE铜库存，COMEX库存与LME库存均处于下降态势，自6月以来降幅50.4%。从三地交易所的角度来看，库存消费天数下降了很多，显示出下游需求并未失速。

3 结论：震荡思路对待

目前国内经济数据整体稳定，房地产行业的稳定对有色金属基本面产生一定支撑，但基建和投资因素未见明显好转，四季度国内经济增长仍面临一定压力。供应端偏宽松，供应增速超预期提升，而需求端叠加基建加快落地，以及库存走低对铜市有较强支撑。铜价保持震荡思路为宜。

4 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



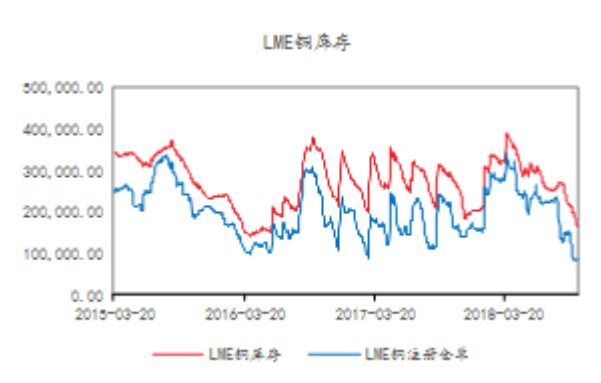
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：洋山铜平均溢价



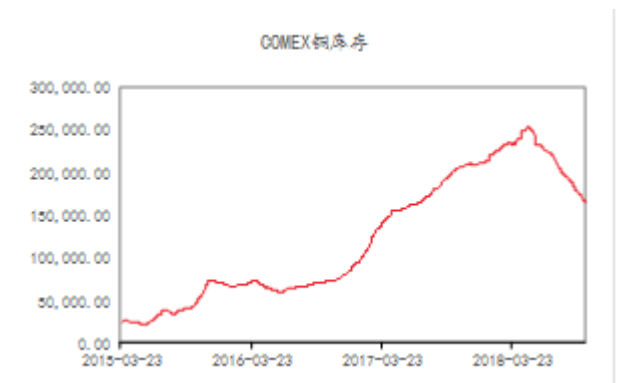
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



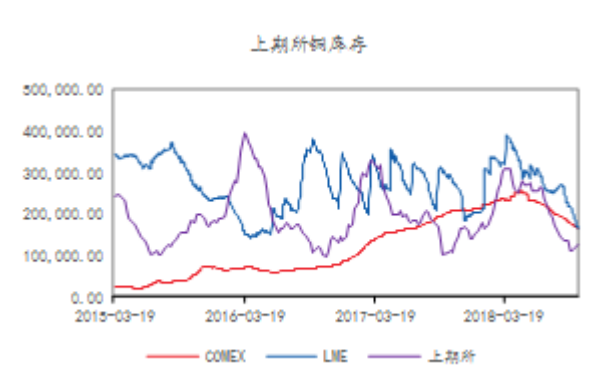
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：COMEX 铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：上海有色铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：上海保税区铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌：逢高沽空，把握市场节奏

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，但是环保、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%。四季度广西、云南矿山受季节性影响减弱，预计产量将有所增加。2018年全球新增矿山产能释放量主要集中在下半年，根据公司目前生产情况来看，四季度海外矿企新增产能释放压力较国外市场开始好转，一定程度上缓解了国内原料的瓶颈。2018年没有自有矿的冶炼厂将继续加大进口矿比例，目前锌精矿港口库存较去年同期相比均有所回升，主要也是受阶段性锌矿进口盈利窗口打开驱动。

锌精矿方面，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。中长期来看锌精矿供需矛盾逐步缓解。冶炼厂反馈锌精矿库存充足，后期价格一旦起来将对整体产量上的供给产生提升，对价格将会产生一定的压制，这也将是后期的风险点。

加工费高位，锌矿短缺

锌精矿供应相对充裕，加工费维持相对高位。国内锌精矿加工费主流成交于4300-4700元/吨，进口锌精矿加工费依旧高位位于100美元/千吨上方。随着进口矿的补充，矿端原料相对充裕，矿山适度让利带来加工费上扬，而未来随着锌矿产量的释放，预计国内外加工费或将进一步上行。尽管据安泰科调研，四季度仍有驰宏、豫光等企业计划检修，汉中和株冶按照计划环比也会有部分减量，湘西三家冶炼厂和云锡大幅度减产已成定局。

精炼锌产量保持增长态势

而供给端，矿松锭紧局面仍持续，锌矿复产向冶炼企业生产的传导通道暂未疏通。一方面、国内锌锭供应。虽然冶炼厂检修减产多已结束，但仍有部分冶炼厂因多重因素影响，后期产量难以恢复正常水平，总体国内冶炼产量年内或难恢复鼎盛时期。2018年9月中国精炼锌产量44.67万吨，环比增加6.7%，同比减少5.46%。1-9月份累计产量396.6万吨，累计同比减少0.07%。前期炼厂检修较多，近期伴随进口矿的流入及国内矿山稳定生产下，国内原料供应较为充裕，国内外锌精矿加工费录得较为快速明显提高。叠加9月价格走高带来炼厂二八分享亦有提升，整体来看，炼厂生产利润得到明显改善。冶炼厂常规检修多数已在前期结束，当前炼厂生产利润尚可下，部分考虑年底冲量，生产多保持稳定或小幅增长。进入10月份，西部矿业检修恢复，白银有色、罗平锌电产量进一步增加，但汉中锌业减产，豫光锌业计划检修，影响部分10月增量，预计10月国内精炼锌产量将继续保持增加态势。

第二，进口锌增加明显，2018年大部分时间精锌进口利润窗口是打开的，国外货源大量进入中国，这可以从持续上涨的锌进口升水中得到验证。虽然进口锌无法满足期货交割需求，但可挤出可交割货源。

锌需求暂无亮点

锌锭消费结构中，镀锌的消费占比为60%左右，最具有集中性和代表性，因此可以从镀锌的消费来分析锌锭的消费情况。9月镀锌开工率维持相对高位，因企业结构件订单于中下旬有所好转，部分地区存在高铁、地铁等基础设施建设，贡献部分消费需求，而南网订单投放，部分铁塔企业获益，亦贡献部分增量。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。

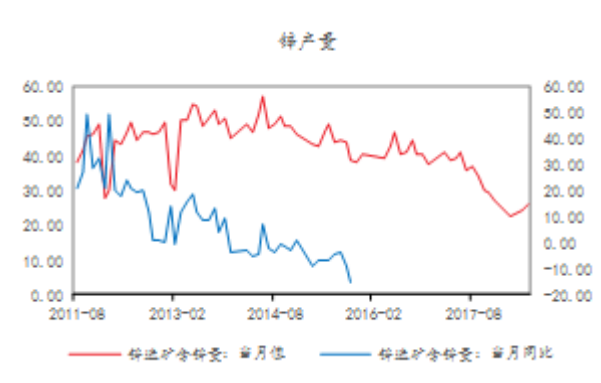
汽车方面，1-8月，全国汽车累计产销分别完成1809.6万辆和1805.5万辆，比上年同期分别累计增长2.4%和3.1%。汽车销量明显低于去年同期水平，2018年由于1.6L以下汽车购置税优惠政策退出，这将对汽车产销形成一定压力，预计全年国内汽车产销或仍难有明显改观。

2 锌：逢高沽空，把握市场节奏

基本上锌供需矛盾逐步缓解，加之下游消费受宏观经济与环保等多重压力下拖累，基建资金的主要来源持续受限，制约了后期基建投资增速，锌消费依然存在下滑空间。整体来讲内外盘锌价已经逐步进入下行通道。锌价高企叠加1810合约与1811合约的月差扩大至1000元/吨附近的情况之下，下游观望情绪较浓，拿货意愿总体不佳。而持货商积极出货，以防换月之后的绝对价格下降压缩盈利空间。因此，供应趋于宽松而消费偏弱，使得贴水进一步扩大。建议投资者寻找四季度逢高抛空机会。

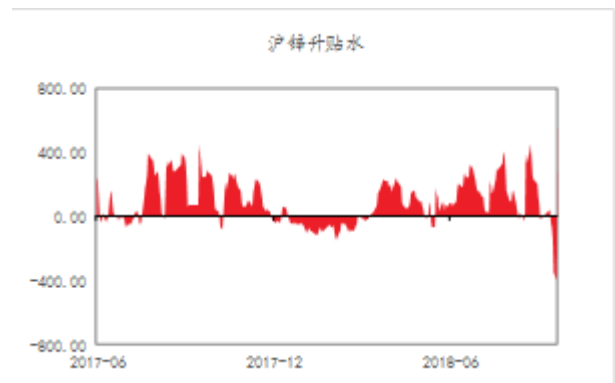
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



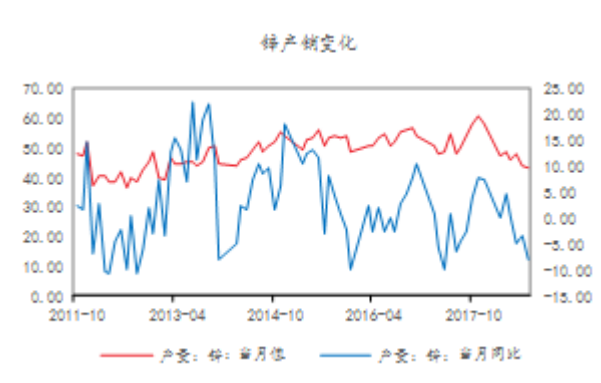
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



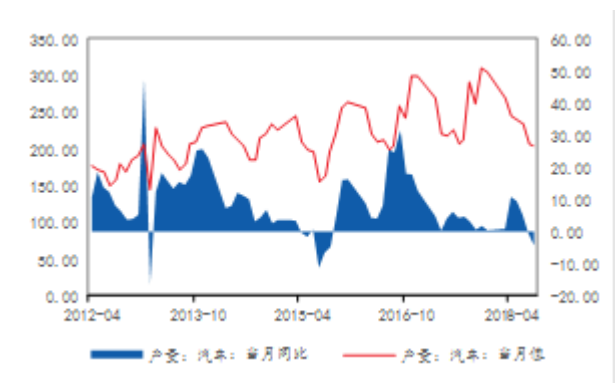
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：维持震荡思路

1 铅：基本面分析

供需过剩

2018 年 1-7 月全球铅市供应过剩 4500 吨，2017 年全年为供应短缺 39.3 万吨。7 月底总库存较 2017 年底减少 3.9 万吨。2018 年 1-7 月全球精炼铅产量为 666.24 万吨，较 2017 年同期增加 2.1%。

铅矿产量供应宽松

根据国家统计局数据显示，2018 年 1-8 月，全国铅精累计生产 799.1 万金属吨，同比下降 9.57%。但境外精矿增产预期较高，预计 2018 年新增产能 8.4 万吨，2019 年为 13.6 万吨。自三季度开始精矿逐步增加，根据 CRU 预估四季度精矿供应提速或达到 4.8%，与之相应的全年精矿供应增量约 7 万多吨。这主要由于趋严的环保造成冶炼厂产量减少，部分企业检修增加，从而冶炼对矿需求缩减，矿的供应相对宽松。

精炼铅产量上升

2018 年 8 月我国精炼铅产量为 41.8 万吨，较 8 月增约 5000 吨。湖南地区因铅精矿供应趋紧，加上环保检查，部分冶炼企业无法达到满负荷生产，且云南、青海地区均有炼厂检修。但进入四季度，部分冶炼企业考虑到全年产销量，于 9 月小幅上调产量；同时辽宁地区冶炼企业检修延后，云南、河南、安徽等地部分冶炼企业检修或技改结束，且恢复企业的产能大于受限企业，以致 9 月原生铅产量增幅高于预期。展望 10 月，一方面因临近年末，考虑到全年产销量，部分冶炼企业仍将于 10 月小幅上调产量，以及云南、青海等地炼厂检修结束恢复产量；但另一方面，河南、辽宁地区部分冶炼企业进入检修，同时云南地区部分冶炼企业检修尚未恢复。铅市场矛盾并不在矿，而更多关注冶炼端的扰动和需求的接力。

需求旺盛

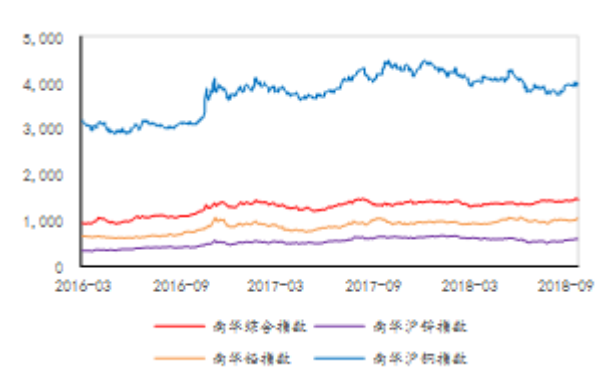
国内铅下游表现较为平稳，由以往经验来看，电池厂的开工率下半年比上半年要好。江苏地区经销商反映电动蓄电池市场消费尚可，电动蓄电池终端消费尚可，而随厂家生产增量，地域性供货不足缓和，现电池市场批发价上涨趋缓。浙江地区厂家反映电动蓄电池市场更换需求好转，成品订单上升，但因铅价波动频繁，为控制成品库存，电池生产基本以销定产，工厂开工率在 70%左右。电池企业利润回升有助消费持稳，电动自行车新国标对消费不利影响随着临时牌照的发放将拉长，分行业来看，四季度电动车电池旺季退出，汽车电池接力，汽车电池用铅量不及电动车电池，消费大幅好转的可能性较低。新能源汽车高速增长趋势未改，8 月新能源汽车产销分别完成 9.9 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

由于再生铅比重较高，矿端矛盾向铅锭传导不突出，需求是否强成为市场主要矛盾，10 月京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理方案下发，虽较草案有所放宽，但国内精铅生产仍将受到影响，预计精铅库存保持低位，对铅价将有所支撑；国内精铅消费转弱，将对铅价高点形成抑制，预计 10 月沪铅主力合约呈区间震荡趋势，主要运行区间为 17000-190000 元/吨。

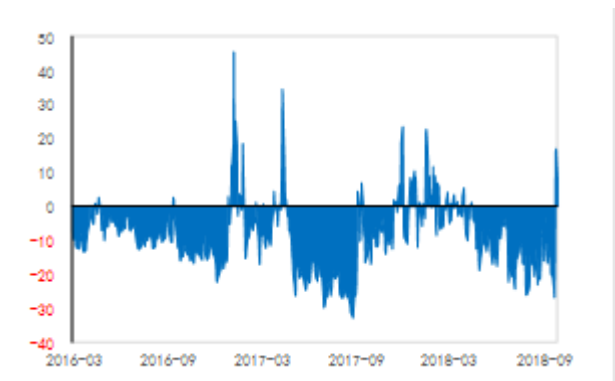
3 铅期货现货数据

图表 21：铅价格指数



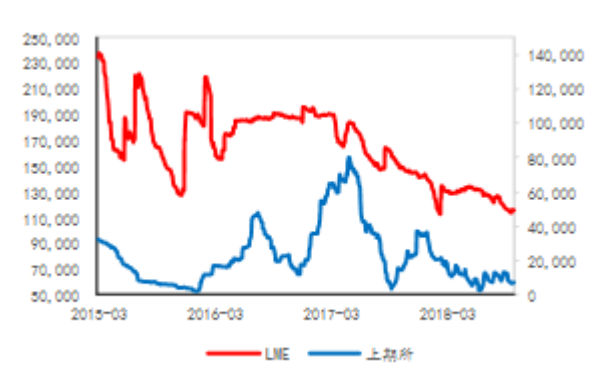
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：LME 铅升贴水



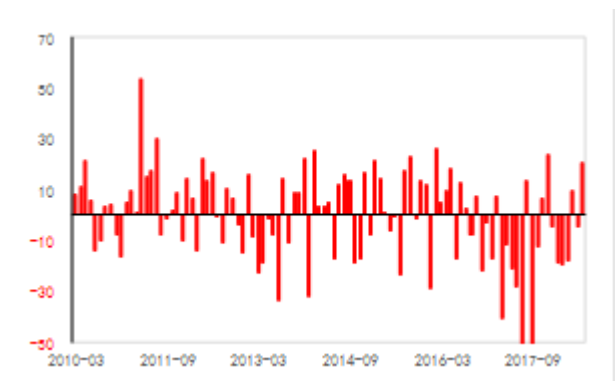
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 24：铅供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

甲醇

1 甲醇市场供求分析

西北现货价格高位盘整，期货价格重心上移

西北地区交投偏淡，弱势下滑；环渤海、淮海出货一般，窄幅下滑；华中地区成交平平，整理为主；期货震荡，港口市场窄幅波动。西北主产区周内出货欠佳，部分供烯烃，部分大幅降价，积极出货。内地市场弱势整理，山东地区重心继续下移，市场交投气氛偏弱，下游维持刚需。港口方面，期货震荡，港口市场区间整理，商谈气氛一般，日内放量一般。

周内现货窄幅波动，西北现货先涨后跌，市场缺乏驱动因素。西北库存偏低，港口进口利润为负，需求疲软。MTP 和 MTO 不甚乐观。需求低迷。

开工处于偏高水平

2018年9月28日-10月11日，国内煤制甲醇利润环比走低，焦炉气及天然气制甲醇利润环比增加，总体利润环比增加8.37%，处于历史中高位。区域间价差环比回升12%，处于历史中低位。截止至2018年10月11日，甲醇国内开工率为71.59%，环比增加5.49个百分点。目前甲醇吨利润超过1000元，因而开工上升，供应增加。

港口库存回落，但依然偏高

2018年9月28日-10月11日，甲醇进口利润震荡走低，目前处于历史中低位，本周期平均为-26.64元/吨，环比下滑8.45元/吨。本周期内港口到港量为13.18万吨，港口库存大幅缩减，截止2018年10月11日，港口库存量为68.03万吨，环比降低11.6%，接近历史中位。

新增产能投放较多

从国内甲醇新增供应方面来看，2018年下半年仍有部分甲醇新装置投产，但大多配套下游一体化装置。如山西晋煤华昱100万吨/年甲醇装置已投产，下游烯烃装置待定；鲁西化工80万吨/年甲醇装置计划于10月投产；久泰能源和中安联合均为甲醇制烯烃(CTO)装置计划年底投产，其装置稳定运行后需要分别外采甲醇80万吨/年和40万吨/年。预计随着上述装置的陆续投产，今年甲醇的新增产能在580万吨左右，年度产能增速在6%，继续创下近几年的新低(2017年为7.3%，2016年为8%)。因此，至2018年年底国内甲醇供应将继续增长，但供应增量不大。

进口量预期下降

近期甲醇进口量一直未有起色，预估7月份甲醇进口量在56.55万吨，虽然比6月上升10.65万吨，但相比往常数量仍有所下降。考虑到目前国内区域价格相对全球市场仍处于低位，8月份出口量仍将会继续增加，甲醇现货价格仍有很多不确定性。汇率波动也抬升了进口成本。6月初人民币兑美元中间价为6.4，现在则为6.85，相当于每吨增加80元成本，且国内主港到岸价相比其他地区没有优势，中国主港价为402美元/吨。相比去年780万吨的进口，估计今年会略微下降。

传统需求疲软，MTP/MTO 利润较差

甲醇下游主要有MTO/MTP、甲醛、二甲醚、MTBE、醋酸等，特别是MTO/MTP需求占甲醇总需求的40%以上。2018年10月11日，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。

近期聚丙烯价格快速回落，伴随原油跌破 70 美元，化工市场压力陡增。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 3 季度投产，压力较大。原油价格下行，化工品大幅下跌。

需求端，传统需求疲软，pp 价格回落较快，MTO 需求受阻。价格目前处于高位，部分现货商期限套利略有利润，上涨压力较大。甲醇终端消费改善不明显。沿海地区甲醇市场窄幅松动，部分贸易商降价让利出货。后期消费预期下降。

总体上，操作上，跟随原油节奏，四季度淡季，消费端疲软，甲醇依然是震荡波动，但是原油依然处于高位，人民币贬值也推升了进口成本，因此甲醇将维持震荡区间。建议 3200-3500 区间操作。

3 甲醇主要数据

图表 25：甲醇收盘价



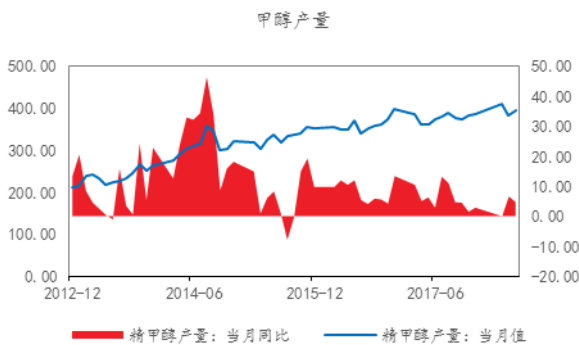
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：甲醇出厂价



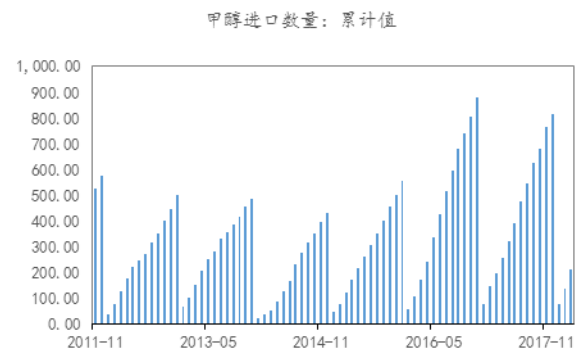
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：甲醇产量



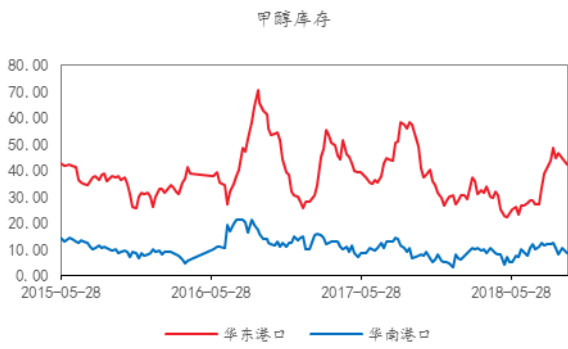
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29: 甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30: 丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

天然橡胶

1 行情回顾

沪胶主力合约 1901 本周弱势下行，收盘于 12015 元/吨。东南亚主产区正在进入旺产季，天然橡胶产量稳步回升，在不发生严重自然灾害的前提下，东南亚橡胶产量直到明年 1 月都不会减少。国内胶水收购价格接近弃割水平，割胶利润微薄，迫使国营胶企部分替代种植，民营胶园多选择停割养树。青岛保税区橡胶库存受仓储政策影响回落，但上期所仓单不断刷新历史记录，橡胶社会总库存压力空前。9 月重卡市场表现不佳，销量持续加速下滑，汽车产销增速趋于放缓。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。

2 基本分析

供给侧

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。

天然橡胶生产国协会 ANRPC 最新公布的报告显示，2018 年 1—8 月，全球天然橡胶产量升至 851 万吨，较去年同期增加 1.3%；全球天然橡胶消费量达到 934.2 万吨，同比增幅为 5.5%；全球橡胶市场供应缺口继续扩大至 83.2 万吨。按照 ANRPC 的解释，生产和消费的不匹配增长有助于吸收前期累积的剩余橡胶原材料。ANRPC 同时表示，虽然供应缺口真实存在，但橡胶市场仍被低迷情绪笼罩。中国等橡胶消费大国库存较高，东南亚橡胶出口国货币贬值，均导致橡胶价格难以提升。季节性规律来看，4—5 月是割胶过度期，6 月新胶上市至今供应逐步增加，在不发生严重自然灾害的前提下，进入旺产季东南亚橡胶产量料将有增无减。供应压力下短期难以走出熊市，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。

缅甸正式加入 ANRPC，令其成员国总数达到了 13 个，天然橡胶产量占全球总产量的 90.5%。ANRPC 数据显示，缅甸天然橡胶单产较低，约为 777 公斤/公顷。2017 年 6 月—2018 年 6 月，缅甸割胶面积约 31.1 万公顷，天然橡胶产量为 24.2 万吨。缅甸还有 34.6 万公顷橡胶林未达到成熟期，预计 6 年内缅甸橡胶产量将超过 50 万吨。7—8 月 ANRPC 部分成员国遭受了不同程度的恶劣天气影响，比如洪水和台风等，导致前 7 个月越南天然橡胶产量同比减少 17.6%，马来西亚产量同比减少 16.5%，印度产量减少 8.5%，斯里兰卡减少 10.3%。印尼遭遇严重的海啸灾难，但印尼天然橡胶产区主要集中在苏门答腊和加里曼丹，而重灾区是苏拉威西，预计对橡胶供应端影响有限。

关注国内天然橡胶供应情况。目前海南产区橡胶树种植面积总计 810 万亩，海胶集团拥有橡胶林 353 万亩，橡胶加工厂 15 座，产品以全乳胶和浓缩乳胶为主。橡胶年产量总计 25 万吨，其中全乳胶 13—15 万吨，浓缩乳胶 10 万吨左右。生产的全乳胶大部分制作成标准仓单，15%—18% 直接流向下游工厂，每年销往普利司通、韩泰等轮胎企业 4—5 万吨。由于 8 月降雨较往年异常增多，加工厂胶水收购量普遍偏低，为争夺原料来源，国营民营胶厂竞相抬高胶水收购价格。环保检查主要影响民营橡胶工厂开工，但有利于胶水流入配套设施完备的国营胶厂。在环保政策高压下，海胶集团去年投入 3 亿元处理污水，今年又追加 1.5 亿实现零排放，但合规的同时增加了成本负担。据了解，海南天然橡胶价格在 13500 元/吨以上可覆盖直接生产成本，15000 元/吨以上才能覆盖投入成本。目前胶水收购价格接近弃割水平，胶市低迷迫使海胶集团将 100 万亩橡胶林改种植其他作物，成本端具有较强支撑。

根据相关调研结果，由于胶价低迷叠加 8 月降雨过多，海南国营胶厂产量整体偏低，处于近年来效益最差的时期。某国营胶厂降雨期间每天仅能收购胶水 100 吨左右，对比正

常天气可收 400 吨，乳胶产量收缩明显。今年浓缩乳胶价格和利润相对较高，该厂正在建造产能 3 万吨的浓缩乳胶生产线，产品利润高于全乳胶，质量优于民营乳胶。相对而言，海南民营胶厂乳胶生产成本偏低，低于国营胶厂成本 300 元/吨，销售价格亦低于国营 200 元/吨，但在原料收购方面不具有竞争优势。乳胶加工成本来看，国营加工费 900 元/吨，民营加工费 600 元/吨，完全成本在此基础上再加 300 元。目前国营胶厂胶水收购价为 10.7—10.9 元/公斤，干含量在 32%，二盘商收胶价 10 元/公斤左右，据悉当价格低于 9 元/公斤将很难收到胶水。三季度民营胶林弃割率约为 1/3，割胶利润微薄而人工费用较高，民营橡胶园主多会选择停割养树。

需求端

第一商用车网数据显示，9 月全国重卡市场共计销售各类车型 7.6 万辆，同比大幅下滑 25%，环比上升 6%；1—9 月国内重卡累计销量为 89.42 万辆，比去年同期仅增长 2%。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。

9 月重卡市场表现欠佳在意料之中。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。过去在政策利好刺激下，前期重卡订单大量透支，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。从重卡生产企业 10 月的订单来看，市场氛围从乐观转向悲观，2018 年的“金九银十”大概率成为“铜九铁十”。

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，尤其是美国和日本等主要汽车市场销量下滑，严重拖累全球汽车销量增速。MarkLines 数据显示，8 月美国新车销量仅为 148.23 万辆，同比基本持平；1—8 月美国车市累计销量为 1146.34 万辆，同比微幅增长 1.0%。日本汽车市场更为惨淡，自 2018 年开始，日本汽车销量一直处于下滑状态。日本汽车销售协会数据显示，1—9 月日本新车市场累计销量为 402.37 万辆，同比下降 0.9%。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，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。

全球汽车销量表现不佳，主要原因是中美两大汽车市场发展的迟滞。根据 IHS Markit 研究统计，预计 2018—2025 年中国新车市场平均增长率为 2.6%，相比 2011—2017 年 8% 的增速大幅下滑。2018 年“金九银十”传统销售旺季，市场热度明显不及往年，消费者持币观望情绪浓厚。美国汽车市场增速也在进一步放缓，IHS Markit 数据显示，预计北美新车销量年均增长率将从 5.3% 放缓至 0。尽管上半年市场对美国经济的信心助推消费，但目前由于利率上升，汽油价格上涨，以及中美贸易战等不利因素，车市需求有所下降。此外随着共享经济的兴起，普华永道分析认为，到 2030 年全世界 37% 的出行将依赖汽车共享和自动驾驶汽车。共享汽车逐渐走进生活，包括汽车制造商、互联网科技公司等正加速布局，未来将形成对传统私家车市场的挤出效应。

期现库存

在天然橡胶供应过剩和需求疲软的背景下，青岛保税区库存却意外出现明显回落。截至 9 月 30 日，青岛保税区橡胶总库存为 16.26 万吨，比去年同期下降 14.10%，较 9 月中旬大幅下滑 23.12%。具体来看，天然橡胶库存为 7.31 万吨，较上期减少 1.70 万吨；合成橡胶库存为 8.58 万吨，较上期下降 3.19 万吨；复合橡胶库存维持在 0.37 万吨。通常来说，橡胶库存与价格走势呈负相关性。尽管保税区天然橡胶库存环比大幅减少，泰国 20 号标胶到港价格仍保持在 1360 美元/吨，环比 8 月底基本持平。由于外盘市场相对坚挺抗跌，

叠加汇率贬值的因素，国内贸易商利润空间受到挤压。但考虑到东南亚进入产胶旺季，新胶供应有增无减，青岛港橡胶进口量窄幅波动。青岛保税区橡胶库存的异常回落，本质原因是仓储政策的影响。保税区内部分混合胶有移库要求，向下游厂商转移或转为保税区外隐性库存。即使统计数据大幅下降，实际上进口天然橡胶货源供应依旧充裕，在库存没有得到有效去化之前，始终对橡胶价格构成压制。

11月合约交割结束后，将有30余万吨老胶仓单被强制注销转为现货，市场面临空前的交割压力。究其原因，在于终端对全乳胶的需求微乎其微。橡胶下游最主要的轮胎制造业极少采用全乳胶，即便行业巨头全乳胶年消耗量亦不足2000吨。原本橡胶轮胎内胎生产对全乳胶有一定需求，然而近年来随着无内胎全钢胎和丁基胶内胎的推广，这部分需求也日渐式微。其他橡胶制品厂商多选择越南3L等胶种，或直接在产区获得原料来源，较少从市场购买全乳胶。此外，主要现货品种混合胶增值税税率为16%，而全乳胶为10%，存在6个点的税差，因此全乳胶需要深度贴水混合胶才有可能吸引下游厂商接盘。技术角度上，全乳胶加工性能较差，无论如何都很难出货，期望市场自然去化几乎是个伪命题。

进出口

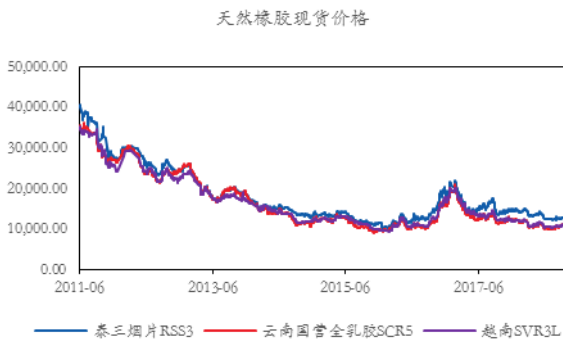
泰国海关最新公布的数据显示，8月泰国天然橡胶出口量约31.08万吨，同比下降4.85%，环比增加2.45%。分品种看，其中标胶占出口总量的39%，乳胶占37%，烟片胶占16%，其他胶种相对较少。8月泰国标胶出口量为12.01万吨，同比下滑1.6%，环比减少5.5%。混合胶对标胶具有出口避税的竞争优势，令后者市场空间受到挤压，泰国标胶出口表现平淡。考虑到国内现货库存充裕，在内外盘倒挂的情况下，贸易商对标胶的采购积极性不高。8月泰国乳胶出口量为11.46万吨，同比大幅增长8.9%，环比增加8.1%。按照季节性规律，7—8月传统淡季过后，乳胶需求逐渐复苏。下游橡胶制品企业提前补库，且乳胶内外盘顺挂，9月船货到港数量将明显增加。8月泰国烟片胶出口量为5.08万吨，同比大跌26.7%，环比增加12.0%。烟片胶尚不具有套利空间，刚需采购为主，出口数量较为稳定。预计9月泰国天然橡胶出口量将维持在31—33万吨左右，环比或出现小幅增长。随着泰国逐渐步入割胶旺季，天然橡胶产出相对顺畅，未来泰国橡胶供应将较为可观。目前市场需求虽有所恢复，但套利空间不足，厂商采购情绪欠佳，预期橡胶进出口表现一般。

市场预期9月下游需求有所好转，国内贸易商提前采购，造成8月天然橡胶进口量同环比大幅上涨。海关统计数据显示，8月中国天然橡胶进口量为23.76万吨，同比增加20.29%，环比上涨14.74%；1—8月累计进口天然橡胶共163.63万吨，比去年同期减少8.60%。其中，技术分类的天然橡胶（即标胶）是进口的主要胶种，进口量约占总量的59%，乳胶进口占比约为22%，烟片胶进口量约占9%。8月轮胎工厂多维持刚需补货，对原料橡胶的需求表现平稳。国内市场流通仍以泰国标胶为主，印尼货源量少价高，贸易商采购意愿欠佳。部分7月的乳胶船期推迟，令8月船货到港相对集中。烟片胶目前暂无套利空间，厂商多为按需拿货，但近年来进口量逐年递增。金九银十需求逐步恢复，轮胎工厂开工率回升，预计9月中国天然橡胶进口量或延续增长态势。然而利空因素不容忽视：中美贸易战伤害轮胎出口市场，轮胎行业原料及成品库存累积，重卡销量后劲乏力加速下滑，需求整体改善有限。

产业政策

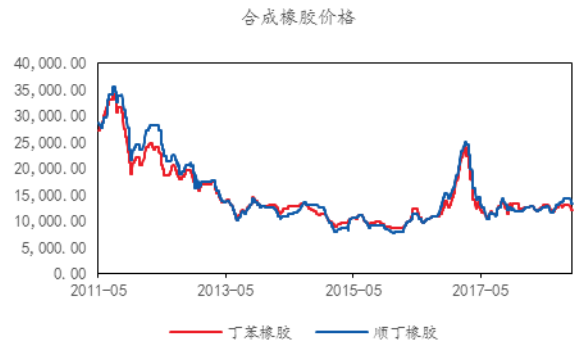
日前，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》，将公路运输作为改革的重点之一。文件指出，大宗货物运输“公转铁、公转水”是本次行动的主攻方向。根据国务院规划，三年内中国铁路货运量较2017年增加11亿吨，水路货运量增加5亿吨，同时沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨。京津冀、长三角和汾渭平原等地成为运输结构调整的主要区域，涉及的行政区划包括北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、内蒙古。根据规划，部分改革措施或将马上开始实施，政策调整可能对卡车轮胎销量造成深远影响。公路运输量的减少意味着车队运输里程缩短，中长距离运输大宗货物的卡车将遭受巨大冲击，导致全钢轮胎的用量大幅下降。业内人士表示，从全球大趋势上看，全钢载重轮胎需求的日益萎缩，是不少发达国家曾经走过的道路。据了解，2018年底前，山东省、环渤海地区、长三角沿海主要港口，以及唐山港、黄骅港的煤炭集港运输，改由铁路或水路。以往严重依赖重型卡车的集疏港运输，今年就会迎来较大变化，从而令卡车轮胎的销售更加艰难。

图表 31：天然橡胶现货价格



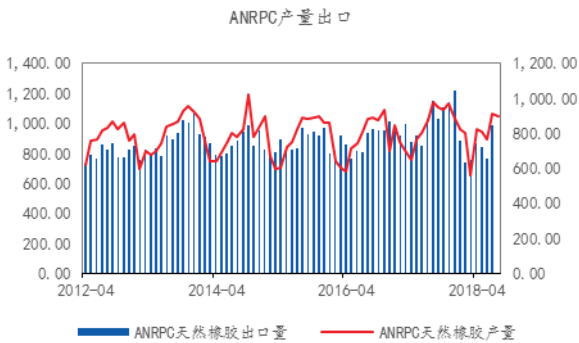
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



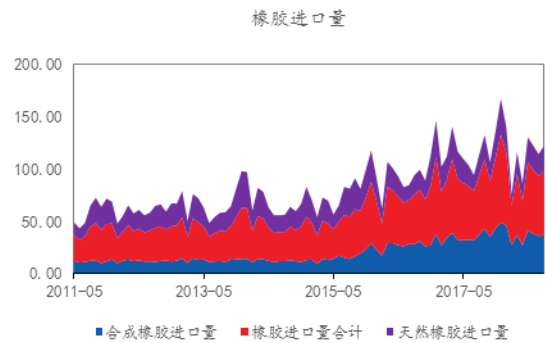
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



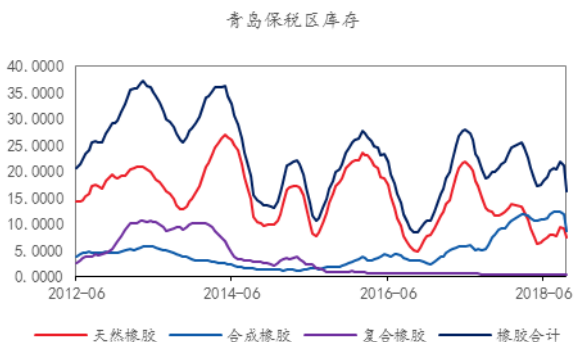
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



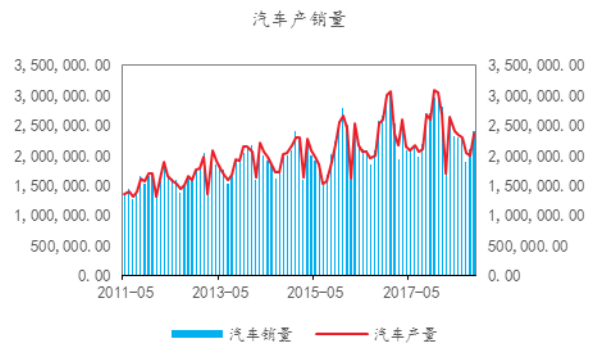
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 内在逻辑

价格周期

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

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

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

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

反弹基础

2018 年以来，橡胶主力合约阶段性反弹现象时有发生，每次反弹都是做空的机会。前期连续大幅下跌的过程中，天然橡胶供应过剩和需求疲弱的基本面已经充分反映在价格上。市场对成本线一带形成的底部较为认可，年中 1809 合约在 10000 点附近震荡长达两个月的时间，未曾进一步向下突破。当前胶价挣扎在成本线上方，远月合约升水尚有利润，不至于出现自发性的大规模减产。如果在此基础上继续跌破成本价，将导致供应端减产预期，因此目前整体虽为弱势格局却难有下跌空间。随着 9 月合约交割完毕，老胶仓单压力不会延续至明年，同时 1 月合约交割时间较早，估计新胶注册仓单压力不会太大。今年以来，期现价差大幅收敛，9-1 价差持续回落，无论非标套利还是跨期套利，利润空间都较以往江河日下，1 月合约套利盘抛压应有所减轻。从交易的角度看，长期底部横盘的低波动率状态下，多空双方均无利可图，市场参与者希望行情发生改变。基于久跌必涨的心态，受消息题材炒作，板块效应带动等利多因素诱导，市场往往会做出超过基本面实质变化的激烈反应。综上所述，1 月合约的阶段性反弹可谓天时地利人和，这一情形将有望

不断重演。

橡胶固然存在阶段性反弹的理由，但维持时间必不长久，且空间较为有限。长周期来看，橡胶熊市为基调，供需关系短时间内难有实质性改善。供应方面，当前橡胶价格虽处低位但未到绝地，胶农自发性减产尚不普遍，今年新胶开割顺畅，四季度产胶旺季即将来临，泰国主产区未发生严重自然灾害，预计后期供应保持充足稳定。需求方面，虽然轮胎开工率稳中有升，但受宏观经济下行预期影响，汽车行业产销量增速放缓，终端消费支撑不足。考虑到供应正常将会持续增加，预计明年仓单交割压力仍然十分沉重，期货远月合约升水有利于套利盘抛空。反弹高度除了受基本面制约外，一旦价差扩大套利窗口打开，资金势必会入场打压价格。橡胶信息透明度较高，投机者多有着清醒的认识，空头伺机打压，多头见好就收，不具备单边上涨的市场基础。

气象研究

近期全球气候表现较为不稳定，日前气象机构表示，未来大概率发生厄尔尼诺现象。受此影响，今年东南亚橡胶主产区多地出现台风、强降水等极端天气。进入6月以来，印度东北部、越南北部持续暴雨引发洪水、山体滑坡和泥石流等自然灾害；7—8月降雨更为频繁，泰国北部及东北部、越南北部、老挝、缅甸和印度各国不同程度地遭受洪涝灾害。在2017年刚刚经历了拉尼娜现象之后，紧接着发生厄尔尼诺现象，有可能令局部地区气候剧变。具体来讲，易导致太平洋中东部及南美太平洋沿岸国家发生洪涝灾害，而印度、印尼、澳大利亚将严重干旱，对这一带的天然橡胶、棕榈、咖啡等热带经济作物种植产生较大影响。关于厄尔尼诺现象发生的时间节点，根据中国国家气候中心和美国气象局的预测，2018年秋季基本确定进入厄尔尼诺状态，秋季出现厄尔尼诺的概率为65%，冬季则接近70%。

厄尔尼诺现象的发生时间，与泰国天然橡胶旺产季基本重合，并有可能延续影响到明年开割初期。从主要产胶国的生产周期可以看出，泰国、马来西亚、越南和中国的旺产期都集中在北半球的秋冬季节，主要原因是进入9月后降水减少，天气条件有利于割胶。今年雨季降水较多，割胶天数不足影响产量释放，进入旺产季后产量大量释放的预期相对较强。当厄尔尼诺现象发生时，上述橡胶主产区降水将有所减少，对割胶条件较为有利，在初期有利于产量的释放。然而，如果厄尔尼诺现象的强度较高，那么干旱的严重性将在明年春季集中体现，造成新一轮开割出现推迟的情况。异常干旱会导致橡胶树加速落叶，以及影响抽新芽，热带地区还会伴随出现低温天气。目前来看，厄尔尼诺发生概率较高，年内对产区的作用有限，但预期对明年开割有较大影响。历史经验来看，2015年全球发生较强的厄尔尼诺现象，对当期旺产季影响较小，但2016年初的干旱直接导致泰国产区与国内云南、海南产区均向后推迟开割15天到一个月的时间。

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：反弹不追涨，回调不做空，运行区间(11800,13000)。

PTA

1 走势回顾

本周，PTA 期货主力 1901 合约震荡下行。最高价达到 7452 元/吨，周度跌幅达到-5.62%，区间振幅达到了 6.78%。本周合约成交量为 482 万手，与上周相比基本持平，持仓量净增加 132186 手。

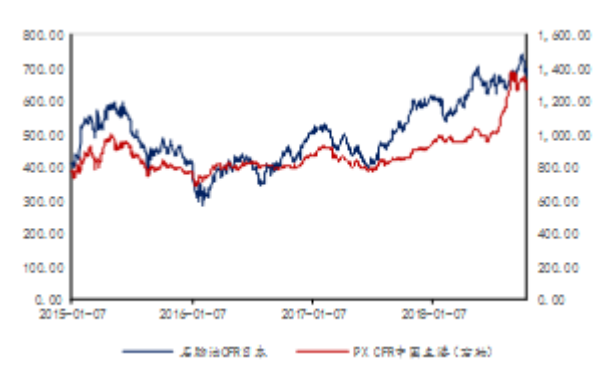
2 基本面分析

油价偏弱，PTA 上游支撑减弱

本周国内原油价格收盘价格下滑，截止 18 日美国 WTI 原油 11 月期货市场价格下跌，报 68.65 美元/桶，跌幅为 1.10 美元，布伦特原油 12 月期货价格下跌，报 79.29 美元/桶，跌幅为 0.76 美元，近期人民币贬值，原油市场价格下滑，对于下游石化产品失去一定的成本支撑作用，PX 市场价格震荡运行。本周下游 PTA 市场价格走低，截止周末华东 PTA 市场商谈下滑至 7400-7500 元自提附近，整体价格走势下滑，下游 PTA 市场价格的下滑也是国内 PX 市场的利空影响。本周 PTA 装置开工率维持 73%左右，而下游聚酯工厂开工率为 84%左右，江浙地区纺织开工率在 73%左右，下游 PTA 及聚酯等产品开工率变化不大，下游纺织行业按需采购，国内 PX 市场价格走势暂稳。

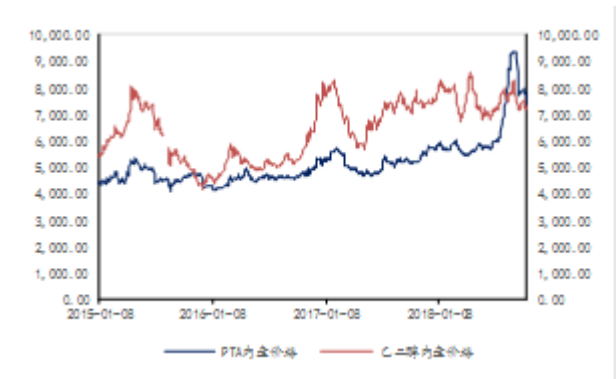
近期原油价格下滑，对于下游石化产品失去一定的成本支撑，PX 场内现货供应正常，加之下游 PTA 市场价格下滑，纺织行业开工率变化不大，预计下周 PX 市场价格或将下滑。

图表 39：石脑油与 PX 价格走势



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：PTA 与乙二醇价格走势



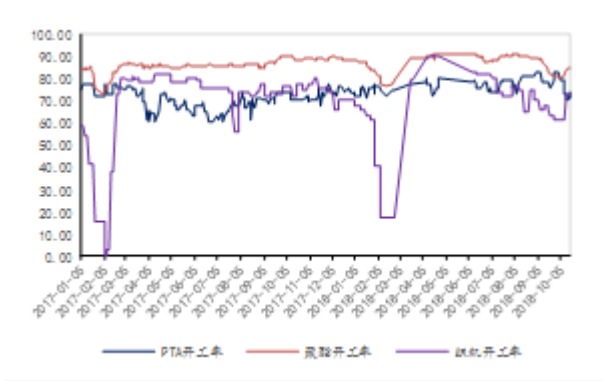
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

四季度 PTA 检修集中，下游恢复或带动价格回暖

目前国内平均开工率 76.41%左右，从上表中可以看出，四季度 PTA 工厂部分装置集中检修，10 月检修产能约 1345 万吨，损失量约 40 万吨，11 月装置检修产能约 405 万吨，而重启装置约 225 万吨，总体来看，四季度国内 PTA 现货供应依旧处于偏紧格局，去库存改善不大。

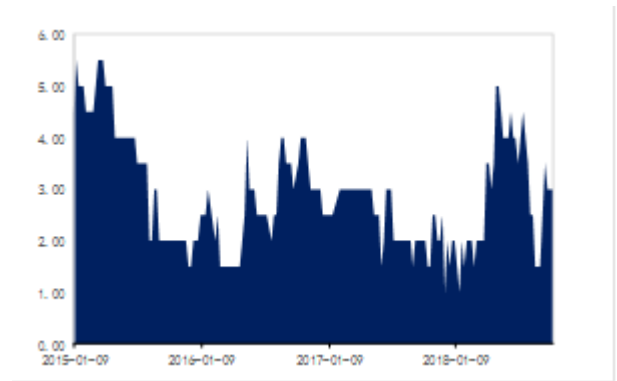
从需求方面来看，聚酯开工恢复 82.9%，近期聚酯织造负荷回升较快，库存略有下降，但坯布库存累计较快，不过下游坯布异地转移，产能逐步释放，其景气度有望受到冲击。在利好提振下，聚酯景气度或将恢复。

图表 41：产业链开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：PTA 库存变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 综合分析

国际油价重挫,因 EIA 数据显示美国原油库存意外增加超市场预期。亚洲 PX 价格收跌后,按加工费 500 元折算 PTA 完税成本约在 7294-7401 元/吨。国内 PTA 现货价格继续下跌,亚洲 PX 价格受油价拖累,继续下挫,聚酯价格稳中下跌;从成本端来看,上游 PX 和石脑油价格继续下挫,成本利空打压 PTA 现货价格;另外,近期聚酯厂家复产产能不及预期,下游厂家刚需拿货,市场成交一般,短期 PTA 期价呈现出震荡整理为主。总之,目前 PX 依旧成本支撑 PTA,但现阶段低需求利空主导市场,后期 PTA 大厂若如期检修则抑制 PTA 跌势,只能静待下游聚酯市场一波下跌后市场抄底补货气氛回升,预计短期 PTA 行情窄幅续跌。

油脂油料：美豆先扬后抑，豆粕冲高受阻

1 外部豆类市场分析

美豆产区天气条件改善，收割进度提速

10月初，受美豆主产区多降雨天气影响，美豆收割工作遭遇近年少有的延误。据美国农业部公布的大豆作物生长报告显示，截止10月14日当周，美国大豆收割率为38%，分析师预估均值为40%，前一周为32%，去年同期为47%，五年均值为53%。本年度美豆生长进度整体快于常年，但进入收割期后，美豆主产区多地遭遇连续降雨天气影响，大豆收割工作无法有效快速推进，导致新豆上市节奏放缓，而且市场也担心过度降雨以及收割推迟会对大豆品质造成不利影响。本周后期，随着美豆主产区天气条件改善，美豆收割工作有望提速并恢复至正常偏快水平。

美豆出口数据低迷，制约美豆价格反弹高度

本周初，美国农业部报告有两船大豆正运往中国港口，为低迷的美豆出口带来一抹亮色，也为市场带来了中国对美豆有刚性需求的联想，并刺激CBOT大豆市场大幅反弹。通过数据分析发现，上述两船大豆为中国进口商在中美贸易战爆发前所签订单，并非新增订单。美国农业部公布的周度出口销售报告显示，10月11日当周，美国2018/19年度大豆出口销售净增29.36万吨，远低于市场预估的60-100万吨。报告中还显示有69.44万吨向未知目的地出售的订单被取消。市场普遍解读为是中国进口商取消原有订单。往年此时美豆正大量对华出售和装运，而今年在中美贸易战影响下，美豆对华出口几乎陷入停滞状态，为产量创新纪录的美豆市场带来巨大压力。虽然目前美国和巴西大豆运抵中国的成本价相差无几，但在中美经贸关系紧张状态下，中国进口商仍不会轻易采购美豆。本年度美豆产量创出新高，缺少中国这个美豆最大的海外需求主体消化库存，美豆所承受的库存压力之大前所未有。

2 国内油脂油料市场分析

中国大豆供应保持宽松，缺口预期炒作降温

虽然中国对美豆进口大幅下降，但巴西大豆一直保持着较高的对华出口水平，为保障中国大豆供应起到重要作用。国家海关总署公布的最新数据显示，9月中国进口大豆总量为801万吨，较8月进口的915万吨下滑12.4%。同比下降1.2%，1-9月累计进口7001万吨，累计数量同比下降2.0%。根据最新船期计算，中国四季度大豆到港总量预计为1850万吨，同比下降约四分之一。但由于目前国内港口大豆库存量处于700万吨之上的高位水平，加上中国国产大豆集中上市以及临储大豆持续投放，进口俄罗斯大豆开始集中回运，多措并举延缓国内大豆供应缺口出现的时间。此外，国内相关部门组织专家对调整饲料配方减少蛋白粕用量进行论证，从需求端主动应对因美豆进口减少的新形势。整体来看，在中美经贸紧张关系缓解前，美豆对华出口仍阻力重重，四季度及明年年初国内大豆供应不足的问题将持续存在，但各方正努力缩小缺口或延缓缺口出现的时间。因此，随着豆粕现货和期货价格反弹至年内高位运行，市场的追涨情绪也有出现了一定的降温。

3 油脂油料市场操作建议

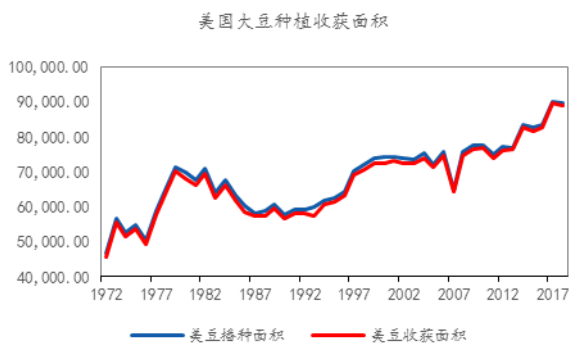
美豆低迷的出口数据令短暂的反弹行情戛然而止，中美经贸紧张关系不改善，美豆恢复对华出口仍遥遥无期，巨大的库存是美豆价格反弹的重要阻力。巴西大豆播种进度超高20%，明显快于常年水平，巴西豆农在丰厚的利润下争取新赛季大豆能继续分享中美贸易战对巴西大豆造成的溢价。阿根廷大豆播种面积有望扩大，主要能恢复至正常产量水平，全球大豆市场将重回供过于求的状态。近期国际油价持续下跌以及主要经济体股市大幅震荡也为经济前景增添了新的不确定性。CBOT大豆市场仍缺少持续型反弹动力，有望保持低位震荡走势。

国内市场对于远期大豆供应缺口的炒作情绪降温令豆类市场整体进入调整节奏，而国内

非洲猪瘟疫情尚未得到有效控制，豆粕需求层面也面临较大不确定性，令国内豆粕市场的独立走势受到削弱。虽然支撑豆粕市场保持强势的缺口因素仍然存在，但各方对于缺口大小以及出现时间的分歧都可能加剧市场波动，豆粕市场需要修整等待下一个风口的到来。国内油脂市场进入集体调整状态，供大于需是限制市场反弹空间的关键，油粕比值重回弱势，粕强油弱是市场的主旋律。操作上建议投资者顺应市场节奏，原有豆粕多单可适量减持，或采取低买高平的区间思路适当参与豆粕交易。油脂品种可盘中顺势短线操作，避免过度看空。大豆期货处于季节性弱，暂不宜做多，保持观望为佳。

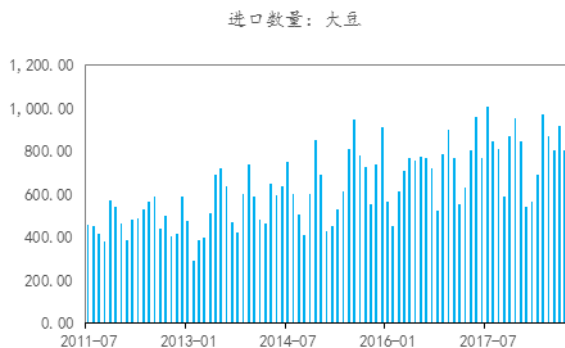
4 油脂油料市场主要数据

图表 43: 美国大豆种植收获面积



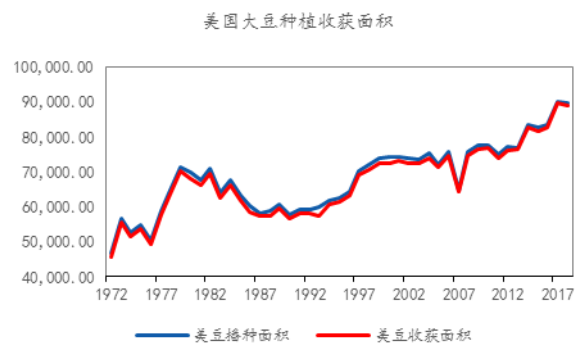
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45: 大豆进口数量



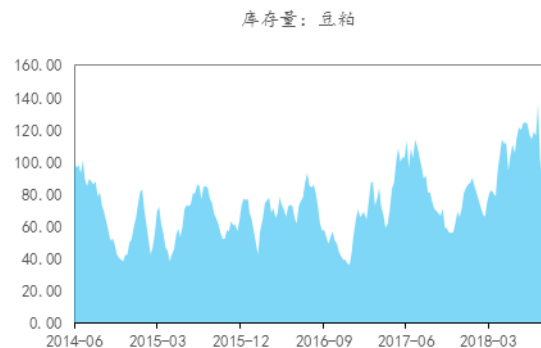
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44: 国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46: 国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

白糖

1 白糖市场供求分析

ISO：2018/19 年度全球糖市料供应过剩 675 万吨

国际糖业组织(ISO)预计，2018/19 年度(10月-次年9月)全球糖市料供应过剩 675 万吨。

ISO 在季报中同样缩减了 2017/18 年度糖市供应过剩预估至 860 万吨，上次预估为 1,051 万吨。

福四通：截至 10 月 1 日巴西乙醇库存同比增加近 29%

咨询公司福四通周三发布报告称，截至 10 月 1 日的 12 个月内，巴西乙醇库存攀升 29%，因中南部地区乙醇产量上升。福四通分析师援引巴西农业部数据表示，由于主产区产量上升，巴西乙醇产量增加逾 24 亿公升，至 110 亿公升。

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。”

印度政府批准 450 亿糖业援助计划，将刺激出口

印度政府周三批准了糖业 450 亿卢比的援助计划，其中包括向甘蔗种植者提供两倍以上生产援助，以及向糖厂提供运输补贴，以便在 2018-19 年度出口多达 500 万吨糖。

印度内阁经济事务委员会(CCEA)批准了食品部的提议，该提议旨在解决国内过剩的食糖库存，并帮助制糖厂解决大约 1300 亿卢比的巨额甘蔗欠款。随着一些州即将举行议会选举，以及 2019 年年中即将举行的普选，政府希望解决蔗款兑付问题。

这是政府继去年 6 月宣布 850 亿卢比的财政支援后，第二轮为制糖业纾困的金融计划。由于 2017-18 年度(10-9 月)糖产量达到创纪录的 3200 万吨，糖业正面临过剩局面，导致本月末的结转库存达到 1000 万吨。

美元兑雷亚尔处于 3 个月来的低位

巴西民调机构 CNI/Ibope 近日公布的调查结果表明，随着巴西选举的进行以及美联储对美元货币政策的调整，美元兑雷亚尔的比率已经降到近 5 个星期以来的最低值。

9 月 27 日报道，巴西民调机构 CNI/Ibope 指出，受到社会自由党(PSL)候选人贾伊尔·波尔索纳罗在选举中的强势表现以及美联储提出的新的货币政策影响，美元兑换雷亚尔的汇率跌幅已经超过了 1%，达到 1: 4.0262，是近 1 个月以来的最低水平。巴西政治局势可能有利于雷亚尔持续升值。

泰国：2017/18 榨季糖出口量同比大增近 40%

9 月泰国共计出口糖约 79.5 万吨，同比增加 33.6%。其中出口原糖 49.4 万吨，同比增加 127.6%，逾 30 万吨出口至印尼；出口低质量白糖 4.7 万吨；出口精制糖 25.4 万吨，同比减少 7.1 万吨，较 18 年 8 月大幅减少约 16.6 万吨，主要因缅甸进口量从上月的 19 万吨

大幅降至6.2万吨。2017/18榨季10月-9月泰国共计出口糖约940.5万吨，同比增加39%。

2 综合分析

现货价格销售压力非常大，需求平淡。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。国际糖市供应过剩，近期ISO调整了过剩预期。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。注意原油上涨可能持续拉动乙醇价格。

印度发生虫灾，预期食糖产量下降300万吨，刺激原糖上涨。同时巴西汇率升值，也带动糖上涨。

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。供求没有太大变化，印度减产，巴西汇率升值，短期预计强势，但国内糖供应依然充足，短线尝试多单，长期依然偏空。关注巴西汇率变化。

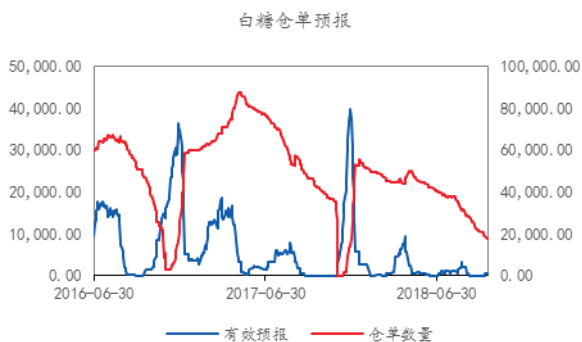
3 白糖市场主要数据

图表 47：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 49：白糖仓单预报



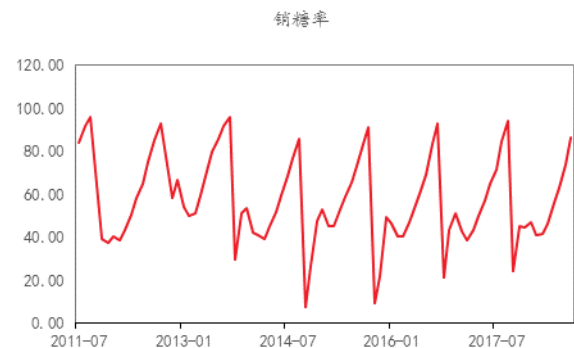
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：白糖进口价格



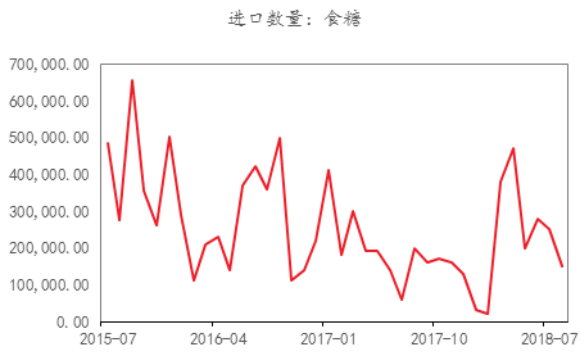
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：白糖销糖率



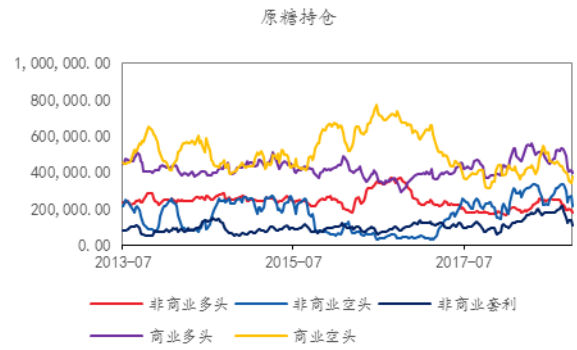
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：原糖 CFTC 持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中投天琪期货有限公司

公司网站：<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900