

## 中投期货策略周报 (2019年第24期)

### 研究员:

#### 张伟

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

#### 于瑞光

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

#### 李小薇

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

#### 王万超

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

#### 刘坤

从业资格编号: F3041660  
投资咨询编号: TZ014346  
liushen@tqfutures.com

#### 姜云超

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

#### 吴起睿

从业资格编号: F3053694  
投资咨询编号: TN031263  
wuqirui@tqfutures.com

### 联系人:

#### 卢时强

从业资格编号: F0282412  
lushiqiang@tqfutures.com

## 周度投资观点

**宏观策略:** 建议趋势性投资者耐心等待 G20 峰会消息, 以及国内宏观政策的走向。关税问题的最终走向决定工业品的价格区间, 由于当前大部分工业品的价格区间是合理的, 因此关税问题将对未来宏观经济走向产生较大影响, 继而对工业品的价格中枢产生影响, 建议场外投资者静待重大宏观事件的落地。

**股指期货:** 从估值的角度看, 当前市场估值水平整体处在 5 年均值附近, 因此市场情绪对走势影响较大。建议密切关注 G20 峰会以及关税问题的走向, 暂时维持沪指 2800-3050 区间震荡的观点。

**铜:** 铜精矿与废铜供应偏紧格局暂无改变迹象, 且供应缺口较此前预期的要高, 全球显性库存总体处于低位, 铜价下方也存在一些支撑。但国内消费是否复苏以及政策走向, 则成为影响铜价的主要影响因素。

**锌:** 从供应端来看, 高利润刺激炼厂生产积极性, 影响结束后, 炼厂产能逐步得到释放。环保及搬迁等非利润因素对冶炼厂产能的约束正逐步解除, 锌锭产量增加有望在二季度兑现。另外消费进入季节性淡季, 镀锌等板块开工率下滑, 在供应增加需求疲态下, 锌锭库存开始进入累库阶段, 对锌价形成拖累, 后市锌价难言乐观。

**镍:** 在镍供应充足的时候, 镍盘面价格往往追随镍铁-不锈钢的供需逻辑。但是当可交割镍数量引起市场担忧时, 期货盘面价格就开始跟随可交割货量的逻辑, 这也是近期引导沪镍走势的逻辑主线。6月26日, 伦敦金属交易所镍板库存减少 3414 吨, 为年内最大降幅, 不排除 07、08 合约再次面临挤仓的可能性。

**黑色金属:** 环保限产推动钢材价格底部回升, 宏观层面整体看贸易谈判结果偏中性, 后期需求逐步启动的话, 价格有望继续震荡上行, 回调到 3950 附近可做多, 短期货升水压制价格上行空间。在 Brucutu 复产以及环保限产下, 铁矿石价格仅短线回调后又继续上行并创出新高, 期货深度贴水与全年供需紧平衡带来支撑, 短期暂时观望为主。目前钢厂限产强于焦化, 后期焦化限产强化的话, 焦炭价格有望逐步企稳, 关注 2000 元/吨附近支撑。

**甲醇:** 操作上, 甲醇弱势局面不改, 注意地缘政治影响化工品的涨跌, 贸易战对甲醇影响相对较小, 甲醇整体需求低迷, 已有空单可以持有, 淡季依然是反弹沽空的操作思路。

**橡胶:** 天然橡胶供需矛盾突出, 是基本面最差的品种之一。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。投机性资金或流向橡胶这一价值洼地, 不乏久跌必涨的阶段性反弹, 但橡胶缺乏基本面支撑, 难以构成趋势性上涨。现在正是橡胶品种最黑暗的时候, 未来价格重心或将逐步上移, 盘面宽幅波动为主。建议波段思路为主, 当前市场形势下, 逢低做多获利机会可能高于逢高沽空。

**油脂油料:** 国内外市场面临较大不确定性, 饲企和贸易商放慢采购节奏等待消息面明朗, 油厂端豆粕库存消化进度放慢, 短期豆粕市场仍缺少方向感, 有望延续震荡走势。油脂板块因供应宽松而需求不旺, 长期处于反弹乏力状态, 建议投资者关注下周美豆优良率水平及重要事件落地后的市场表现, 待豆粕市场释放完回调压力后仍应以逢低买入的思路参与交易或择机以套利的方式适量做空油粕比。

**白糖:** 外糖价格保持震荡, 因为涨价促进印度加速出口, 下跌到 11 美分/磅则受成本支撑。国内整体供大于求, 消费没有起色。目前大部分糖在贸易商手中。短期依然保持震荡偏空的操作思路。密切关注印度干旱和巴西醇糖比。操作上, 依然维持震荡区间思路, 关注 5200 的压力位置。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 4 -
周度策略：静待 G20 峰会结果 .....	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 .....	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 .....	- 6 -
2 宏观经济：呈现供需两弱的局面 .....	- 6 -
3 流动性：央行本周末开展逆回购操作 .....	- 7 -
4 宏观策略 .....	- 7 -
5 股指期货市场分析 .....	- 8 -
铜：谨慎追高，等待宏观指引 .....	- 10 -
1 基本面分析 .....	- 10 -
2 结论：等待宏观指引 .....	- 11 -
3 铜期货现货数据 .....	- 13 -
锌：疲弱基本面 后市难言乐观 .....	- 14 -
1 锌：影响因素 .....	- 14 -
2 锌：疲弱的基本面 后市难言乐观 .....	- 15 -
3 锌期货现货数据 .....	- 15 -
镍：挤仓担忧仍然主导镍价走势 .....	- 17 -
1 镍价运行逻辑 .....	- 17 -
2 镍的现货价格信息 .....	- 18 -
3 基本面 .....	- 18 -
4 总结与建议 .....	- 22 -
黑色金属 .....	- 23 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 23 -
2 供需端：产量下滑，需求略有回暖，累库放缓 .....	- 25 -
3 原料端：铁矿强势，焦炭偏弱震荡 .....	- 26 -
4 总结与建议 .....	- 28 -
甲醇 .....	- 29 -
1 甲醇市场供求分析 .....	- 29 -
2 综合分析 .....	- 30 -
3 甲醇期货现货数据 .....	- 30 -
天然橡胶 .....	- 32 -
1 行情概要 .....	- 32 -
2 基本分析 .....	- 32 -
3 内在逻辑 .....	- 36 -

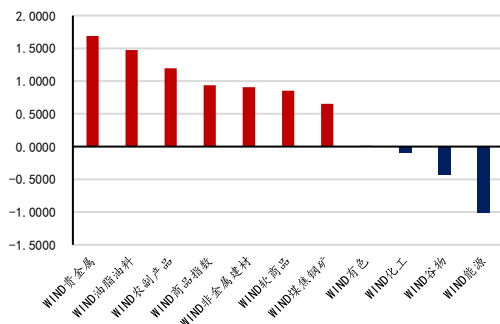
4 总结建议.....	- 38 -
油脂油料：美豆冲高回落，连豆市场承压调整 .....	- 39 -
1 外部豆类市场分析 .....	- 39 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 39 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 40 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 40 -
白糖 .....	- 42 -
1 白糖市场供求分析 .....	- 42 -
2 综合分析.....	- 43 -
3 白糖市场主要数据 .....	- 43 -
免责条款.....	- 45 -

## 期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
红枣	菜粕	黄金	豆二	镍	白糖	铁矿石	硅铁	苹果	豆粕
4.28	2.73	2.23	2.19	1.96	1.84	1.82	1.78	1.63	1.57

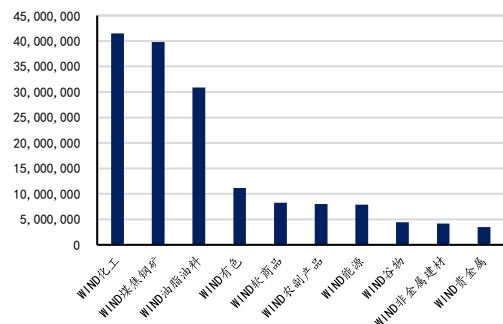
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
沥青	燃油	橡胶	焦炭	焦煤	锌	螺纹钢	早籼稻	纸浆	铜
-3.60	-3.40	-2.64	-2.45	-2.36	-1.37	-1.31	-0.96	-0.78	-0.77

图表 1: 商品板块周涨跌幅



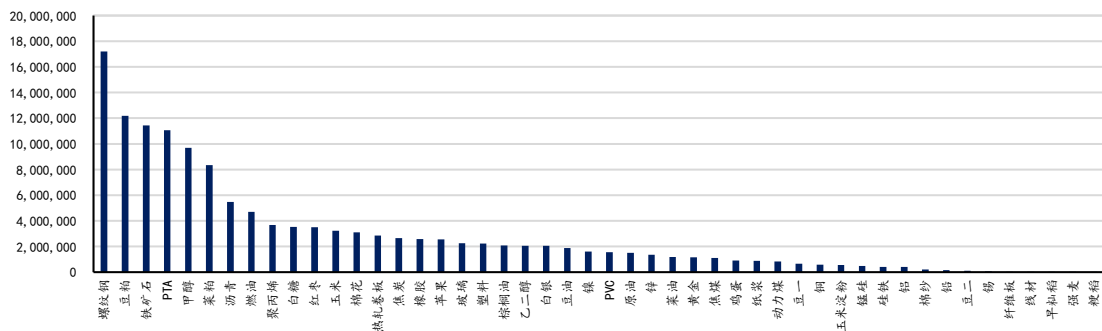
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



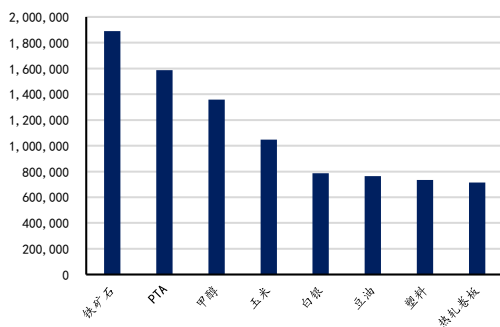
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



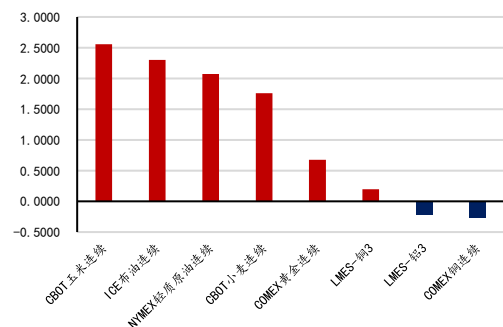
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 周度策略：静待 G20 峰会结果

本周商品市场延续反弹的节奏，其中表现最为强势的仍然是黑色，螺纹钢周最大涨幅接近 5%，铁矿石本周更是一度创出 5 年以来的新高。同时较为强势的还有原油，原油在上周反弹近 10% 的情况下继续上涨，美原油一度接近 60 美元的整数关口，国内化工类被动跟随上涨。从上涨的动因上看，黑色系是因为环保限产政策刺激，原油则是美伊关系以及 OPEC 的政策，以及美国库存的变化。因此本周上涨的品种主要受非市场因素所刺激，显示内生动能依然不足。

近期商品市场的反弹，源于六月 18 日中美领导互通电话，两国元首同意本月底在 G20 大阪峰会期间再次会晤，就双边关系和共同关心的问题进行深入沟通。而特朗普总统的推特称：“与中国的习主席进行了一次非常好的电话交谈。下周日本 G20 期间，我们将加长会晤。我们的相关团队将在我们的会晤之前开始会谈。”由于重启谈判的概率较大，因此市场情绪明显改善，商品市场和股市均迎来了连续两周的上涨。

本次 G20 峰会特别引人关注，主要原因是在美国奉行单边主义和保护主义、世界贸易紧张局势加剧、全球经济下行风险增加的背景下，世界对这次 G20 峰会寄予厚望。G20 峰会有两种形式，正式会议和领导人之间的大量双边会晤。国际社会密切关注涉及全球热点地区的双边会议的成功与否，中美领导人的会晤是整个会议的焦点之一。

中美领导人上次会晤是在去年 12 月初布宜诺斯艾利斯举行 G20 峰会期间，他们当时决定中止互加关税。此后谈判起起伏伏，并于今年 5 月中断。而从资本市场的走势看，去年 12 月利好消息传出来之后，A 股出现了长达一个季度的反弹，三大指数反弹幅度都在 30% 以上，可谓彻底的局部牛市行情，而商品市场同样出色，以原油为例，反弹幅度在 50% 以上，这种幅度放在牛市行情也是好不逊色的。

G20 峰会的结果为何如此重要？因为关税问题了除了改善市场情绪之外，对全球经济的活跃度和增长动能影响也很大，我们从前五个月的部分数据就看出端倪。由于 5 月份特朗普才宣布将中国的 2000 亿美元商品上调关税，因此 5 月份抢出口的现象就比较明显，那么去年 12 月至今年 4 月份的数据较有代表性。从数据看，美对中国商品征收关税影响开始显现是从 2018 年 12 月开始，中国对美贸易总额已经连续 5 个月负增长（4 月-16.1%）。对美出口自 12 月以来转负后，除 3 月反弹至 3.7%，4 月再次回至负值（-13%）。对美进口增速 2018 年 12 月后每月负增长超过 -20%（4 月对美进口增速 -25.7%）。我国对美贸易走势和中美贸易谈判息息相关，如果原定 2000 亿美元商品的关税由 10% 上涨至 25% 将开始征收，这意味出口仍将出现较大的下行压力。

出口对外需的影响很大，5 月官方制造业 PMI 49.4，跌破荣枯线，预期 49.9，前值 50.1，线，需求端下滑，尤其是新出口订单大幅回落，受中美贸易摩擦升级导致的产业链转移、全球经济回落影响，4 月中国对美、台湾出口增速大幅减少至 -13.1% 和 4.8%，但中国台湾对美出口却高达 21.5%。一季度，越南对美国出口增速 40.2%，较四季度上升 33.5 个百分点。一季度美国从中国进口家具减少 12.8%，而从越南和台湾的进口分别增加 37.2% 和 19.3%。

外需压力将逐步传导至制造业部门投资和就业，真实的就业压力可能较大。1 季度就业市场景气指数为过去五年同期最低，其中金融业招聘职位下降幅度在所有行业中最大，达 39.7%；1-4 月城镇新增就业 459 万人，低于 2017 和 2018 年的 465 和 471 万人；5 月制造业 PMI 从业人员指数创十年新低。

针对关税问题，国家出台了一系列逆周期调节政策，尽管受表外融资拖累减弱及减税降费措施逐步落地影响，企业流动性环境有所改善，但从 5 月份金融数据看，企业中长期贷款增长持续低迷，表明在经济预期不佳的情况下，企业投资意愿将依旧疲弱，降低负债水平而不是扩大再生产将继续存在。因此，如果关税问题得到一定程度缓和，不仅仅是市场心理层面，从真实的外需来看，影响也是很大的。所以说，本次的 G20 峰会值得密切关注。

总结来看。建议趋势性投资者耐心等待 G20 峰会消息，以及国内宏观政策的走向。关税问题的最终走向决定工业品的价格区间，由于当前大部分工业品的价格区间是合理的，因此关税问题将对未来宏观经济走向产生较大影响，继而对工业品的价格中枢产生影响，建议场外投资者静待重大宏观事件的落地。

## 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28日	央行：人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强	央行货币政策委员会 2019 年第二季度例会指出，人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强。要创新和完善宏观调控，适时适度实施逆周期调节，加强宏观政策协调	人民币的波动区间预计不会明显变大
	6月26日	6月26日的国务院常务会，确定进一步降低小微企业融资实际利率的措施	部署支持扩大知识产权质押融资和制造业信贷投放，促进创新和实体经济发展。	宽信用的政策继续实施
数据	6月28日	1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 23790.2 亿元，同比下降 2.3%	降幅比 1—4 月份收窄 1.1 个百分点	5 月份，规模以上工业企业实现利润总额 5655.6 亿元，同比增长 1.1%，4 月份为同比下降 3.7%
	6月25日	汽车消费止跌回稳	商务部市场运行司负责人谈 2019 年 5 月我国消费市场运行情况称，汽车消费止跌回稳，随着 5G 商用牌照发放、促进汽车消费等政策的逐步落实，消费增长动能将持续释放，消费市场将继续保持平稳健康发展	汽车行业颓势有望逐渐改变。
事件	6月28日	G20 峰会正式召开	习近平抵达日本大阪出席二十国集团领导人第十四次峰会。	关注 G20 峰会情况，对金融市场影响较大。

资料来源：中投期货研究所

### 2 宏观经济：呈现供需两弱的局面

2019 年 5 月工业增加值同比增长 5%，增速较 4 月下降 0.4 个百分点，为 1991-2018 年同期最低，主要原因有：

第一，外需疲弱拖累制造业生产增速。5 月出口交货值同比增速从 7.6% 回落至 0.7%，对外需敏感且占比最高的制造业生产增速回落 0.3 个百分点，其中，汽车、医药等制造业生产增速回落较多。

第二，高基数拉低热力、燃气及水生产和供应业生产增速。2018 年 5 月热力、燃气及水生产和供应业生产增速为 12.2%，为 2014 年以来最高，高基数明显偏高。从高频数据亦可看出这点，2019 年 5 月发电耗煤量环比较为正常，同比大幅回落主要因为高基数（2018 年 5 月发电耗煤量均值达到 72.17 万吨）。

第三，工业品产销衔接能力下降。工业品产销衔接能力下降在 4 月体现得最为明显，5 月数据仍反映这一点，5 月工业企业产销率为 97.7%，比上年同期下降 0.2 个百分点，这一因素可能继续拖累工业生产。

当前数据反映经济供需两弱，外需放缓叠加贸易摩擦，对外部环境敏感的制造业面临极大的不确定性。居民对未来经济预期不佳可能继续拖累消费增速。自2018年下半年基建补短板以来，基建投资增速未见明显反弹，从根本上来讲，这一轮政策不再像过去一样追求强刺激，专项债新政推出，信号意义大于其本身的意义。未来一段时间，逆周期政策力度可能会加大。

### 3 流动性：央行本周末开展逆回购操作

央行28日公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，今日不开展逆回购操作。鉴于今日无逆回购到期，人民银行实现零投放零回笼。本周央行未进行流动性的投放和回笼。

周四，资金面整体依然边际宽松，除跨季的7天资金利率有所上行外，其他各期限资金利率保持下行态势。从上海银行间同业拆放利率（Shibor）来看，7天Shibor上行19.3个基点，隔夜Shibor继续下行至0.9615%，DR007加权平均利率也升至2.559%，接近指导利率。

回顾上半年总体情况，央行使用了多种手段来维持市场流动性稳定。就公开市场操作而言，在常规手段方面，今年以来，截至6月24日，央行总计开展逆回购37750亿元，MLF投放16649亿元，累计投放资金54399亿元。

今年上半年，央行还实施了全面降准及定向降准。1月份，央行发布公告称，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。此次降准释放资金约1.5万亿元。

5月份，央行公告表示，决定从今年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

在非常规手段方面，央行数据显示，今年1月份至5月份，央行开展常备借贷便利操作（SLF）分别为160亿元、265.5亿元、327.2亿元、140.5亿元、256.2亿元。6月14日央行公告称，决定于6月14日增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利（SLF）额度1000亿元，加强对中小银行流动性支持，保持中小银行流动性充足。

再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。2018年以来，央行及其各地区支行先后通过扩大再贴现额度，发挥再贴现资金政策引导作用，不断加大对民营和小微企业融资的支持力度，解决民营和小微企业融资难问题。

而SLF是我国央行在2013年创设的流动性供给工具，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求，对象主要为政策性银行和全国性商业银行，由金融机构主动发起，金融机构可根据自身流动性需求向央行申请。期限为1个月-3个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定，SLF利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。

### 4 宏观策略

建议趋势性投资者耐心等待 G20 峰会消息，以及国内宏观政策的走向。关税问题的最终走向决定工业品的价格区间，由于当前大部分工业品的价格区间是合理的，因此关税问题将对未来宏观经济走向产生较大影响，继而对工业品的价格中枢产生影响，建议场外投资者静待重大宏观事件的落地。

## 5 股指期货市场分析

### 2019 上半年沪指累计涨近 20%

A 股今日迎来 6 月收官战，沪指全天都维持绿盘震荡，最终小幅收跌 0.6%，收报 2978.88 点。深成指跌幅 0.66%，创业板指跌幅 0.90%。市场成交量萎缩，两市合计成交 4155 亿元。

从 2019 年上半年表现看，沪指累计大涨 19.45%，最高一度涨至 3288.45 点，不过最终依然收在 3000 点下方。

从上半年的走势看，蓝筹股和题材股成为上涨幅度最大的板块，蓝筹板块如大消费的茅台，平安，美的等公司，以及很多商业银行创历史新高，如招商银行，题材板块如 5G、农业等；消费升级与产业升级大趋势的个股表现强劲，如家电、食品饮料、医药、先进制造等领域反映趋势的龙头个股。另外宏观流动性条件偏宽松、市场整体估值不高，主题投资持续活跃。

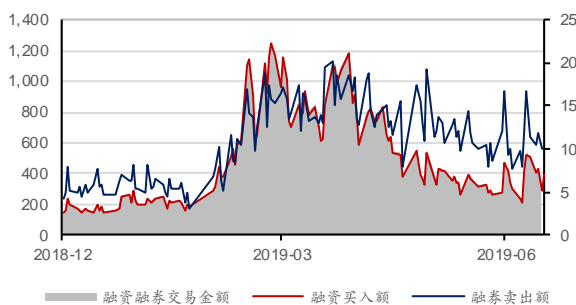
### 静待 G20 峰会消息落地

宏观和消息面的部分，请参考我们在周度策略和宏观部分的分析。

操作层面上看，沪指遭遇 60 日均线等的压力，于 3000 点迟迟不能上攻，成交量也未能有效释放，显示上攻意愿并不强。而其他指数基本没有上触压力线，动能更是无从体现。而一旦市场有消息面的不利影响，是很容易发生方向的转向的。

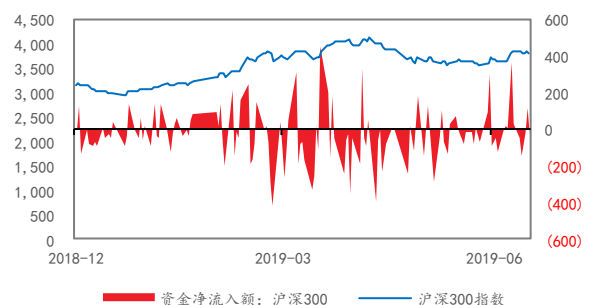
此外，比较重要的是重要会议的进展，这将是短期最影响市场情绪的。我们不去赌消息的结果，毕竟它不是市场最终的主导者，还是按照自己的分析去制定策略。既然存在着诸多的不确定性，就建议投资者多多观望，建议投资者在 3000 点上方不妨先考虑减仓观望，耐心等待靴子落地后再做定夺。

图表 7：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

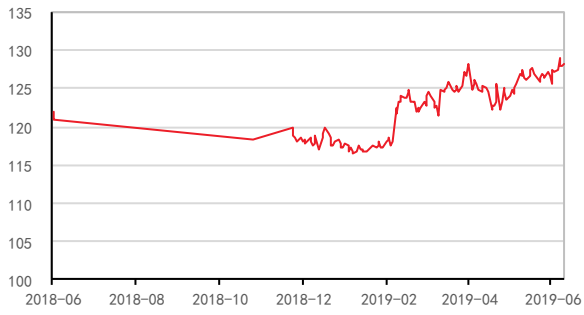
图表 8：合约持仓和市场表现



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

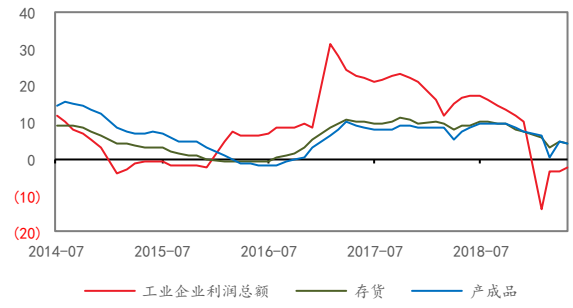


图表 9: 恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10: 工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 铜：谨慎追高，等待宏观指引

### 1 基本面分析

#### 罢工引发铜矿供应紧缺

今年全球新增铜矿项目稀少，据百川统计 2019 年全年铜矿增量仅 28.3 万吨，明显低于去年年底的预期。投产的大型铜矿项目依然较少，除了国外第一量子公司的 Cobre Panama 大型铜矿项目外，全球基本没有超过 18 万吨的项目投产。据我们测算，全球铜精矿产量增速将由 2018 年的 3.4% 下降为 2019 年的 -1.5%。据彭博社报道，世界最大的铜矿商智利国家铜业公司（Codelco）今年第一季度产量为 37.09 万吨，比去年第四季度下降 27%，同比也下降 17%。KCM 和赞比亚政府的纠纷仍在持续，赞比亚政府和矿企纠纷，令市场担忧铜矿干扰率走高。此外，智利国家铜业公司 Chuquibambilla 铜矿工人罢工的消息频频传出。劳资双方矛盾在于矿工的薪资待遇问题，工人自 6 月中旬以来就一直在罢工，要求改善医疗和退休福利。工人罢工已经导致铜市供应减少约 10,000 吨，预计 2019 年智利将迎来有史以来最频繁的劳工谈判。

值得注意的是，中国作为全球最大的铜消费国，自身铜资源匮乏自给率不足 30%，中国铜精矿产量增长空间相对有限，因为大型铜矿项目较少，并且很多项目后续开采也面临多种问题，包括产能分散、开采深度增加、产能限制、铜矿品位低等，造成我国对外依赖度较高，且对进出口政策调整较为敏感。5 月我国进口铜矿砂及其精矿 184 万吨，同比增 16.7%；1-5 月累计进口 909 万吨，同比增 16.6%，主要由于中国冶炼产能的集中投放，目前广西南国和赤峰金剑新建产能顺利推进，导致对铜精矿的需求同比大幅增加。

#### 废铜面临供需两弱

受国家环保政策趋严等因素影响，国内废铜供应预期持续偏紧，精铜与废铜的价差收窄至千元以内，废铜的经济效益下降，废铜消费转至精铜。据海关总署，中国 5 月废金属进口量环比攀升 8.6% 至 380,000 吨。中国 1-5 月废金属进口量为 146 万吨，同比下降 40.7%。铜价连续下跌，大大削弱了废铜的价格优势。此外，国内对于“洋垃圾”的管制政策逐渐趋紧，“六类”废铜将由非限制类进口固废转为限制类进口固废。同时，进口废铜可能还会受到政策变动的影响，供应面临全面收紧状态对于 7 月 1 日起开始执行的将废钢铁等 8 个品种固体废物从非限制进口类调入限制进口类的审批工作进展情况，2019 年 4 月下旬，已通过省级生态环境部门和有关行业协会通知相关企业，5 月起即可向所在地省级生态环境部门提交进口废金属申请，力争 6 月底前审批发放下半年第一批废金属进口相关许可证。

#### 精炼铜供应量受限

2019 年 5 月中国电解铜产量为 63.35 万吨，环比下降 10.33%，同比下降 15.23%，1-5 月累计产量为 354.69 万吨，同比下降 1.57%。全球铜精矿供应未来 5 年刚性增量比较小，而弹性增量主要取决于价格，而精炼产能虽然投放较多，但是受限于铜精矿供应。再者，赤峰金峰制酸系统突发故障和新疆五鑫受到当地安防检查，加之山东东部铜业受联保事件牵连产量受损。5 月

是 2019 年检修影响最集中的一个月份，进入 6 月冶炼厂检修也会逐渐恢复正常生产，国内供应压力有所增强，铜价返升动能减弱。进入 6 月山东东部铜业产量依旧较难恢复，中原黄金冶炼厂、清远江铜、富冶集团、紫金铜业等冶炼厂均有检修安排；此外，部分冶炼厂表示因为废铜和铜精矿紧张，将会适当考虑延长检修时间和缩减产量。预计 6 月产量为 70.49 万吨，高于 5 月。另外，全球铜精矿供应未来 5 年刚性增量比较小，而弹性增量主要取决于价格，2019 年国内冶炼产能继续扩张，加剧了对原料的争夺，今年境外矿山供应端干扰频出，加工费从高位 90 迅速滑落至 60，铜精矿加工费继续走低，这对中小冶炼企业影响延续，预期将会对产量构成影响。

中国 5 月精炼铜阴极进口量为 243,056 吨，同比下降 29.2%，环比也下滑 15%。相较于 2018 年，2019 年中国精铜的进口量大幅下滑。在今年 3、4 月经历小幅上涨之后，5 月进口量又再度下滑至 3 月以来的低点，国内冶炼厂产能的快速扩张，很大程度上提升了国内精铜的自给率，降低了对进口铜的依赖，也侧面反映了终端消费的疲软。预计下半年国内还有 40-50 万吨新增产量释放，在消费疲软的情况下，国内供给较为充足，进口铜需求小。

### 消费不如预期

1—5 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 23790.2 亿元，同比下降 2.3%，降幅比 1—4 月份收窄 1.1 个百分点，终端消费呈现“旺季不旺”的态势也证实了市场对于精铜的消费能力。

5 月份铜管企业开工率为 90.93%，同比下滑 2.98%，环比下滑 0.86%，下游需求仍旺季不旺。空调是铜终端消费的主要行业之一，相对而言表现较好。国家统计局数据显示，4 月份我国空调产量 2363.6 万台，同比增长 15.4%；1~4 月累计产量 7546.5 万台，同比增长 12.5%。今年 1-4 月份全国电网工程累计完成投资 803 亿元，同比下降 19.1%。交通运输约占我国铜消费的 8%，2019 年 5 月份，汽车经销商库存预警指数为 54.0%，环比下降 7.0%，同比上升 0.3%，库存预警指数位于警戒线之上。随着国六实施的临近，5 月份有十几个省市均在下大力度促销国五车型，为此经销商做了大量的促销的活动让利。6 月汽车市场进入淡季，春季车展透支了一部分购车需求，预计 6 月份市场需求与 5 月相比有所下降，汽车市场还会继续低迷，经销商的压力进一步加大。1—5 月全国房地产新开工面积和投资额均继续保持增长，但销售面积和金额同比分别下降 1.6%和上升 6.1%，行业降温明显。调控政策趋严，销售及回款放缓是导致地产投资下滑的主要原因，前 5 个月房企到位资金同比增长 7.6%，增速较 1—4 月回落 1.3 个百分点。

基建方面，1—5 月，广义基建投资同比增长 2.6%，增速较一季度回落 0.37 个百分点。在中美贸易摩擦持续发酵、制造业总体走弱的背景下，政府的逆周期调节政策力度将加大。6 月 10 日，中办、国办发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出允许重大项目使用专项债作为项目资本金，并鼓励金融机构提供配套资金支持，标志着政策对冲外部冲击的节奏在加快，预计可拉动基建投资 1.35 万亿元，年底前基建投资增速有望回升为 8%—10%。

## 2 结论：等待宏观指引

精炼产能虽然投放较多，但是受限于铜精矿供应，实际供应增量不足以使得铜价格再度下跌，

因此中期铜价格筑底预期明显。市场静待 G20 谈判，继续对铜价形成指引。短期需求格局尚未改变，近月合约相对会偏弱一些，并使得绝对铜价格反复，预计沪铜或将继续低位运行，谨慎追高。

**3 铜期货现货数据**

图表 11：长江有色铜价



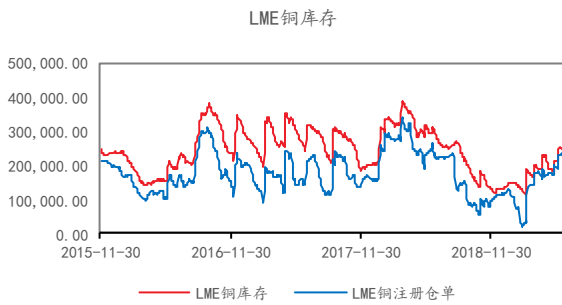
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



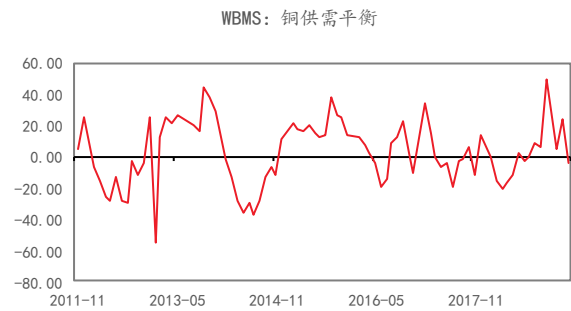
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



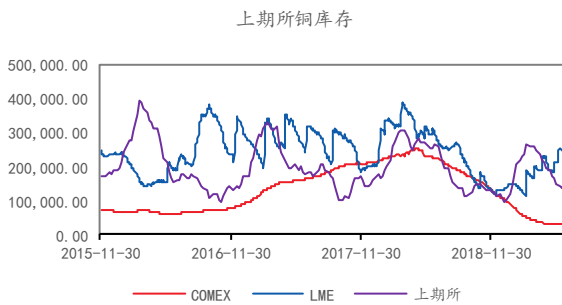
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



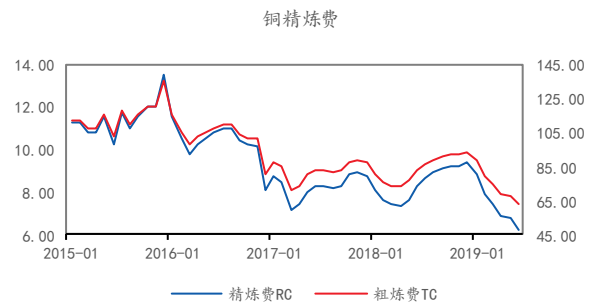
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 锌：疲弱基本面 后市难言乐观

### 1 锌：影响因素

#### 锌矿资源充足

根据 ILZSG 和安泰科发布数据显示，2018 年 1-5 月份全球累计生产锌精矿 481.3 万吨，同比下降 4.4 万吨，5 月份锌精矿产量 107.59 万吨，同比增加 2.1%。其中，中国以外的国家锌精矿产量为 337 万吨，同步增加 2.1%，增速较 1-4 月有所提高，表明国外矿山产量释放开始加速，主要增量来自于加拿大、秘鲁等国，分别同比增加 2.7 万吨和 2.0 万吨。海外锌矿供应主要集中在 MMG、New century、Vedanta、Antamina、Glencore 等公司。2019 年国外新增产能投产及爬产带来的产量增长约 50 万金属吨，其他未统计到的矿山可能还有增减产情况，预估这部分增量可能有 10 万吨，总体上，我们预估 2019 年国外锌矿增产或 50-60 万金属吨。

5 月份天气回暖后，内蒙古、新疆以及西藏等地区部分矿山产量逐渐进入放量阶段，冶炼厂原料供应呈现宽松状态，冶炼厂原料供应后期应呈现宽松状态，预计 5 月全国锌精矿产量将同比增加 1.9%。锌精矿进口量将有所增加继续补充国内精矿市场供应 2018 年，中国锌精矿进口量 296.9 万吨(实物吨)，同比增加 21.5%。2019 年 1-4 月，进口锌精矿累计 97.2 万吨(实物吨)。随着国外锌精矿产量进一步恢复性增长，预计 2019 年进口锌精矿量将继续录得增加，2019 年锌精矿进口量或超过 300 万吨(实物吨)。

#### 产量达到峰值

当前国内锌精矿 TC 返升至 6500 元/金属吨附近，冶炼厂实际加工费基本已经超过 6500 元/吨，较去年同期增加约 3000 元/金属吨；进口加工费报至 260-270 美元/千吨左右，近两月出现高位企稳。加工费持续处于高位，炼厂实际利润已经远远超出近 5 年的利润水平。因此精炼锌冶炼厂利润为 3553.67 元/吨，较 4 月上涨 279.02 元/吨。而 2018 年同期镀锌厂利润均值仅为 925.45 元/吨。高利润将刺激冶炼厂的生产意愿，让锌锭的供应增加。有保持高产的理由。分地区来看，环比增量主要集中于湖南、广西和云南地区，其中，株冶一系统析出锌突破 1 万吨，三立集团也已全面复产。此外，辽宁、甘肃等地区仍有部分冶炼厂按计划检修。冶炼厂产能瓶颈问题基本化解，预计下半年产量释放速度将会加快。多家精炼锌冶炼厂完成检修，比如葫芦岛锌业、西部矿业等，再加上湖南株冶、汉中锌也的产量逐步提升，而且厂坝停产对于全国精炼锌产能的影响有限，后期锌锭供应或将逐步增多。预计，2019 年国内锌冶炼厂精炼锌较去年增约 40 万吨至 570 万吨附近，增速约 7%。如果达到这个水平，今年国内精炼锌产量将是 7 年来最多的一年。

#### 旺季不旺

2019 年 1-4 月全球锌需求同比下滑 1,000 吨。中国表现需求量为 196.9 万吨，占全球总量为 46%左右。进入消费淡季，锌市下游需求表现趋弱，难以对锌价形成有效提振。6 月镀锌开工率为 78.9%，环比下降 2.33 个百分点，同比下降 2.26 个百分点。从压铸合金来看，据了解，压

铸锌合金企业产品主要以出口为主，而由于中美贸易摩擦尚未得到缓解，该类企业收到的订单减少，直接导致开工率下降。

中国汽车工业协会(以下简称“中汽协”)发布的数据显示，2019年5月，国内汽车销量完成191.3万辆，同比下降16.4%。乘用车销量156.1万辆，同比下降17.4%。1-5月汽车销量累计完成1026.6万辆，销量同比下降13%；1-5月乘用车累计销量839.9万辆，同比下降15.2%，降幅比1-4月略有扩大。中汽协方面称，受宏观经济下行压力，部分地区国六排放标准提前实施等因素影响，汽车产销仍处于低位运行。预计下半年，随着符合国六标准的车型不断增加，以及减税降费等一系列政策措施效果的持续显现，车市会所有好转。汽车销量下滑，对锌需求下降，国内锌价震荡下跌，对后市锌价利空。

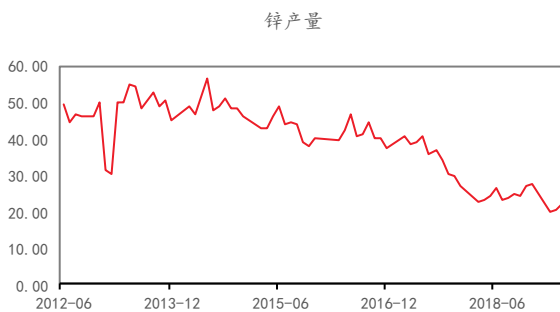
房地产方面，5月投资、销售、新开工均下行，但施工面积正上行对房地产投资形成支撑，房地产投资下行拐点或仍未到来。在“稳房价、稳地价、稳预期”调控政策下，年内房地产投资增速仍将持稳。目前传递至初级消费的订单较为有限。

## 2 锌：疲弱的基本面 后市难言乐观

从供应端来看，高利润刺激炼厂生产积极性，影响结束后，炼厂产能逐步得到释放。环保及搬迁等非利润因素对冶炼厂产能的约束正逐步解除，锌锭产量增加有望在二季度兑现。另外消费进入季节性淡季，镀锌等板块开工率下滑，在供应增加需求疲态下，锌锭库存开始进入累库阶段，对锌价形成拖累，后市锌价难言乐观。

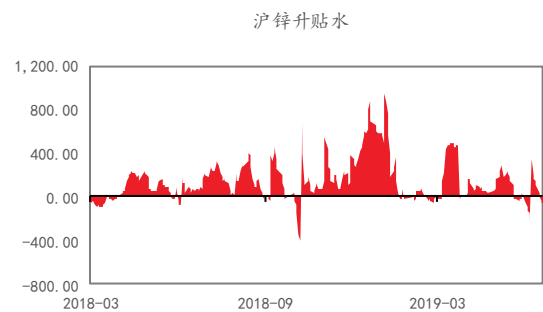
## 3 锌期货现货数据

图表 17: 锌产量



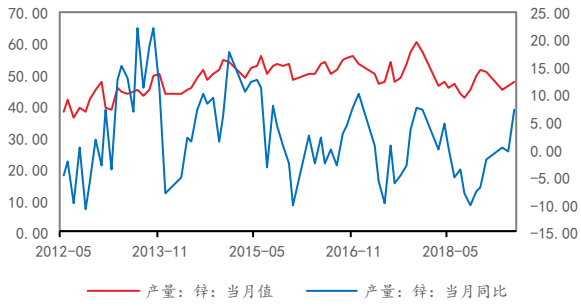
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18: 锌升贴水



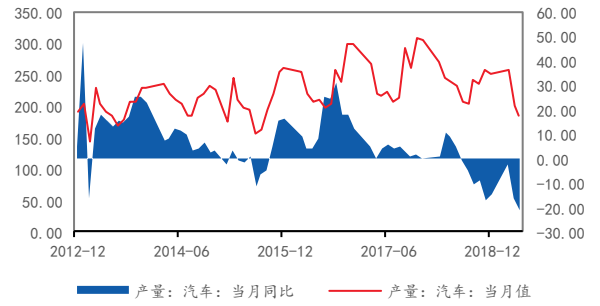
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



## 镍：挤仓担忧仍然主导镍价走势

### 1 镍价运行逻辑

在镍供应充足的时候，镍盘面价格往往追随镍铁-不锈钢的供需逻辑。但是当可交割镍数量引起市场担忧时，期货盘面价格就开始跟随可交割货量的逻辑，这也是近期引导沪镍走势的逻辑主线。

有关于挤仓的担忧从 NI1906 就开始了。交易最后一天 NI1907 贴水 NI1906 高达 1560 元/吨，按照历史数据，跨月合约升贴水在 100-200 元/吨以内算是比较合理的，但是市场报出了 6 月比 7 月的镍板贵 1560 元/吨的价位，可见市场对可交割镍板缺乏的担忧之深切。随着 06 合约顺利交割，有关于挤仓的担忧略有降温，但是，后续远月合约贴水近月合约的情况依然偏明显。

6 月 26 日，伦敦金属交易所镍板库存减少 3414 吨，为年内最大降幅。不过，上海期货交易所库存小幅增加 480 吨至 16178 吨。叠加近期镍进口窗口的持续关闭，可交割镍板的紧缺依然让人担忧，07、08、09、10、11、12 合约的远月贴水再次扩大，不排除 07、08 合约再次面临挤仓的可能性。

接下来谈一谈近期镍铁-不锈钢的供需变化。上游的镍矿供应充足，但是镍铁供应压力增大和不锈钢库存高企的矛盾仍然没有解决。

中国决定对原产于欧盟、日本、韩国和印尼的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷实施保护性反倾销措施，称调查发现国内产业受到损害。中国商务部表示，自 2019 年 3 月 23 日起，进口经营者在进口原产于这四国（地区）的不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷时，应向中国海关提供相应的保证金。这些产品主要用于制造集装箱、火车车厢和汽车部件。

中国镍铁产能保持低位运行。由于不锈钢进口的限制，印尼转而大量出口镍铁至中国，4 月中国进口镍铁数量大幅增加至 145531.24 吨，当月同比增加 283.85%，其中增量绝大部分来自印尼；1-4 月进口镍铁 526121.40 吨，累积同比上升 90.53%。镍铁供应压力确认无疑。4 月我国进口不锈钢量大幅减少，5 月进口量回升至 7.04 万吨。1-5 月中国不锈钢进口量 56.93 万吨同比下降 38.85%，提振镍价。

在镍铁供应压力增大和不锈钢库存高企的矛盾持续积压下，双方相互僵持：国内外镍铁产能持续释放，5 月我国不锈钢产量维持高位。6 月部分钢厂减产：酒钢 6 月中旬开启年度检修，影响产量 1.5 万吨；北海诚德 2 炼钢及酸洗检修，影响 300 系产量 3 万吨；广青部分产线限电检修 10~15 天，影响 300 系产量 3~5 万吨；中金从 6 月 20 号开始检修，影响 200 系产量 3-4 万吨左右；佛山市诚德新材料公司计划于 2019 年 7 月停机检修，检修时长约为 10 天，将减少 200 系冷轧产量 2 万吨。参考 2019 年 5 月，我国不锈钢产量 200 系 80 万吨，300 系 108 万吨，400 系 42 万吨。目前钢厂只是小幅度小范围减产以继续挺价。

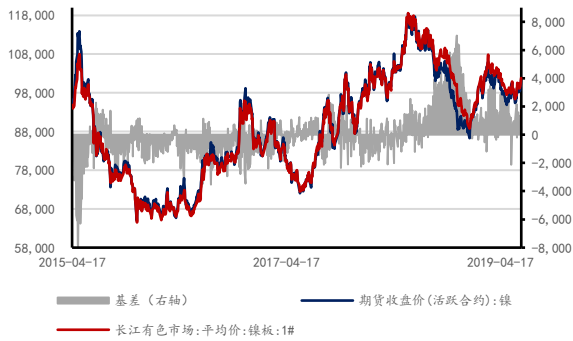
由于镍铁的加工利润和不锈钢的生产利润仍持续存在，且近期镍铁价格和不锈钢价格有所回暖，所以镍铁-不锈钢供需矛盾仍然继续积压。短线来看，处于对镍交割挤仓的担忧，镍价表现强于整体有色金属板块。但是，考虑到中线的供需压力，镍价或呈现近强远弱的格局。

图表 21：沪镍主力合约量价变动



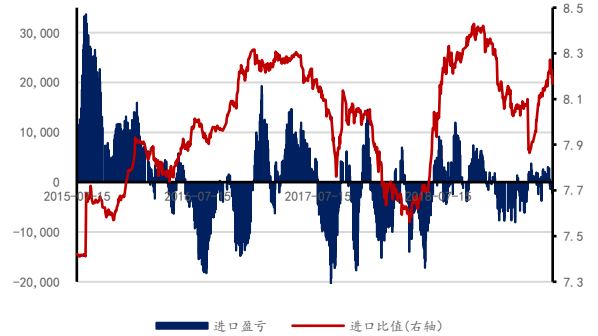
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：沪镍基差变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：进口盈亏



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2 镍的现货价格信息

图表 24：镍现货价格信息

	2019/6/26	2019/6/14	变动	变动幅度
电解镍	100550	100200	350	0.35%
金川镍	101275	100600	675	0.67%
俄镍	99925	99775	150	0.15%
高镍铁	950	945	5	0.53%
低镍铁	3300	3300	0	0.00%
硫酸镍	24750	24750	0.00	0.00%
LME 库存	164838	163704	1134	0.69%
SHFE 库存	16178	14307	1871	13.08%
沪伦比值	8.00	8.38	-0.3776	-4.51%

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

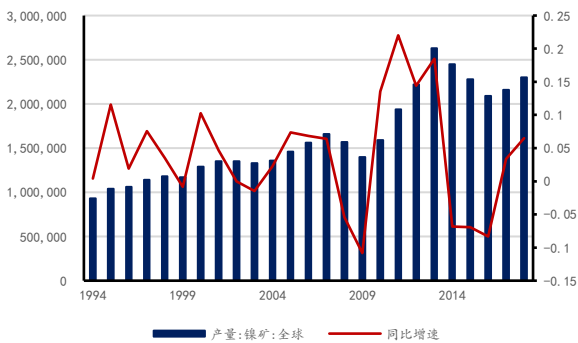
## 3 基本面

世界金属统计局（WBMS）公布报告显示，2019年1-4月全球镍市场供应短缺3.87万吨，2018年全年供应短缺9万吨。4月末伦敦金属交易所（LME）持有的报告库存较去年年末减少3.33万吨。2019年1-4月全球精炼镍产量总计为69.76万吨，需求量为73.62万吨。2019年1-4月全球矿山镍产量为76.88万吨，较去年增加7.5万吨。中国冶炼/精炼厂产量同比增加2.5万吨，表观需求同比增加3.6万吨。全球表观需求量同比增加9,000吨。消费量统计中未计入未报告库存变动。2019年4月，镍冶炼/精炼厂产量为18.96万吨，消费量为20.78万吨。

### 3.1 上游：镍矿供应充足

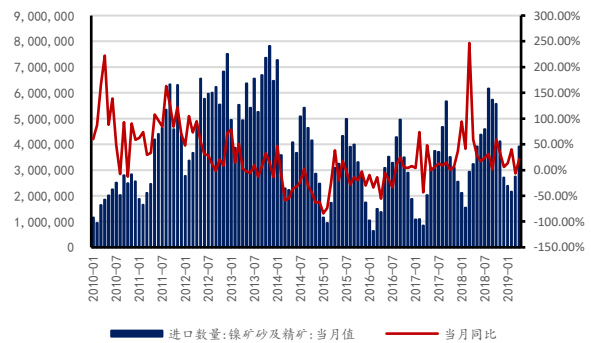
2018年全球镍矿产量230万吨（镍金属量），同比增长6.48%。全球镍矿的供应在2012年以后出现了收缩迹象，2016年镍矿产量筑底，目前进入缓慢回升通道。中国镍矿储备几乎全部都是硫化镍矿，红土镍矿主要依赖从印尼和菲律宾进口。2019年4月，中国进口镍矿砂及精矿3916636.04吨，环比增加14.10%，同比增加21.17%。菲律宾雨季结束镍矿供应恢复，进入4-11月的供应充足期；印尼已经到期的镍矿出口配额陆续在重新获得批复。截至4月12日，国内主要港口和地区镍矿库存1095万吨，库存冲高后有所回落，但是总体供应充足无虞。

图表 25：全球镍矿供应增速缓慢回升



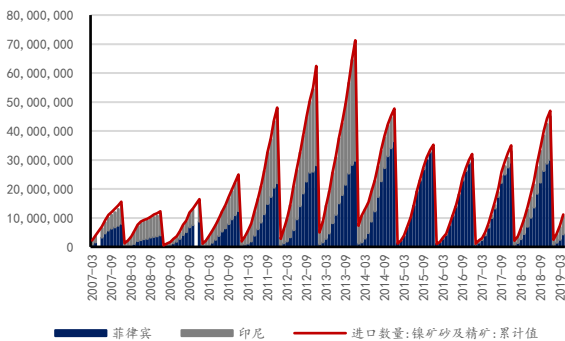
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



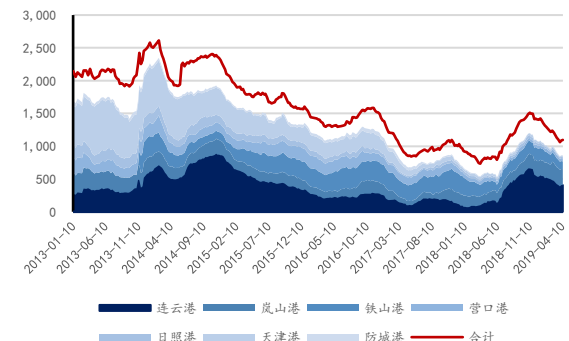
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：中国镍矿砂及精矿进口按国别



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：中国主要港口镍矿库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3.2 中游：印尼转而大量出口镍铁至中国

在镍的整个产业链当中，电解镍扮演着中枢的角色。电解镍既能与镍铁共同作为生产不锈钢的原材料，也可以酸溶以后产成硫酸镍作为新能源汽车三元前驱体的重要原料。

新能源汽车虽然受到市场的看好，是未来发展风口上的新兴行业，但是目前体量仍然较小，市场预计新能源汽车对镍需求的提振将出现在 2021 年以后。目前中国镍需求的 80%来自于不锈钢，所以把握镍铁不锈钢的这一生产链条是主导沪镍盘面走势的关键因素。而由于印尼高镍铁产能的释放，反向挤出不锈钢厂对电解镍的需求，使电解镍价和镍铁价格出现分离。近期伦敦金属交易所和上海期货交易所电解镍库存的下降，对镍期货盘面的支撑效果有限。

受镍铁生产利润刺激，国内镍铁产能投放提速。4月18、19日山东鑫海新建48000KVA矿热炉最后两台成功投产，至此原计划于6月末投产的产能在提前一个多月的时间内已全部投产完毕。内蒙古奈曼经安镍铁新增产能4.5万吨/年或于10月份逐步开始出铁，印尼青山4台炉于六月底开始逐步投产，将部分集中于四季度的供应压力提前到6-7月份这个空档期。总体来看，国内镍铁供需平衡表由前期的紧缩转向宽松。

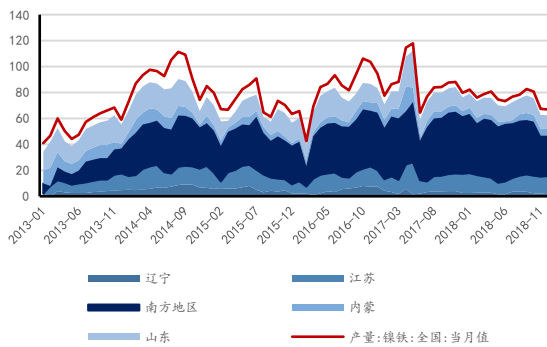
截止2018年12月末，我国镍铁产量66.98万吨，当月同比减少16.02%，环比减少0.7%。我国的进口镍铁主要来自于印尼，2019年4月中国进口镍铁145531.24吨，同比大幅飙升283.85%，环比增加49.70%。截止2019年3月，进口来自印尼的镍铁54432.32万吨，占比略有回落至55.99%。

自2014年印尼禁止原矿出口以后，大量国资企业赴印尼建立镍铁生产企业，但是由于镍价的持续低迷，镍铁产能投放受到抑制。直至2016年国际镍价筑底企稳，印尼镍铁产能开始逐渐释放。由于国内在镍矿成本和生产成本方面都高于印尼，国内镍铁产能利用率长期低位运行。以镍铁生产大省山东为例，近三年山东地区镍铁产能利用率均值为31%。2019年一季度，由于印尼镍铁产能投放延后，短期供应偏紧，镍铁冶炼企业利润可观，国内镍铁产能利用率有所回升。

2019年4月中国电解镍产量15780吨，当月同比减少30.28%，环比小幅增加。2019年3月，中国进口精炼镍及合金11518.28吨，同比减少40.53%。由于镍铁产能的不断释放，在制造不锈钢过程中对电解镍产生挤出效应，国内电解镍产量和进口电解镍总和低位运行。

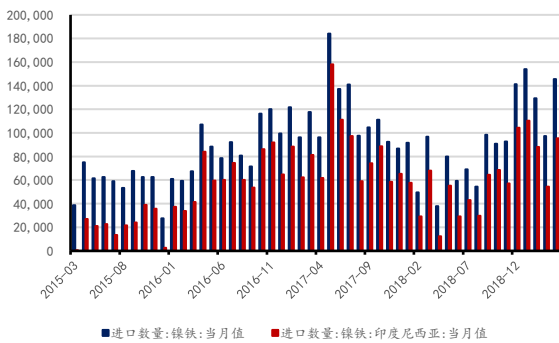
截止6月27日，LME镍库存166480吨，上期所镍期货库存16178吨。经历6月挤仓担忧后，两大交易所库存小幅回升。但是总体位置依然非常低。

图表 29：中国镍铁产量增速负增长



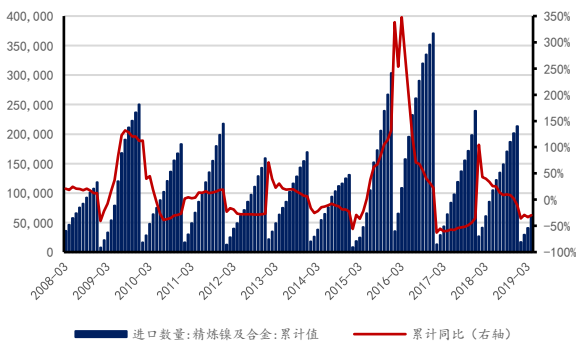
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国镍铁进口量



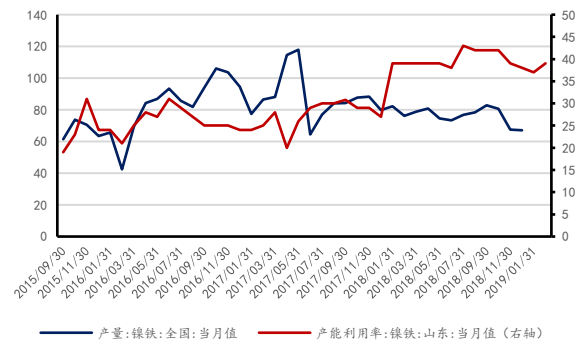
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：中国精炼镍进口量变化



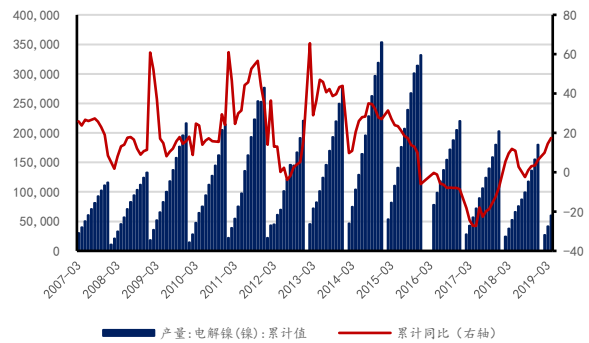
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁产量和产能利用率



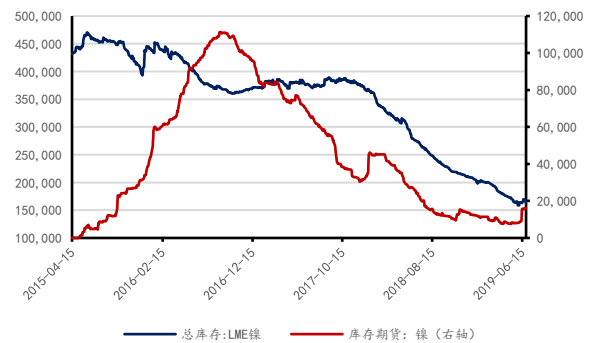
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：中国电解镍产量变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：电解镍库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3.3 下游：6月不锈钢厂小幅度检修

中国不锈钢产量占据全球不锈钢的半壁江山，其中 300 系不锈钢含镍量最高约 8-10%，200 系不锈钢含镍量中等 3.5-5.5%，400 系不锈钢几乎不含镍。国内 200 系和 400 系不锈钢产量从 2018 年年初开始逐渐下降，而 300 系不锈钢产量在 2018 年底也冲高回落。

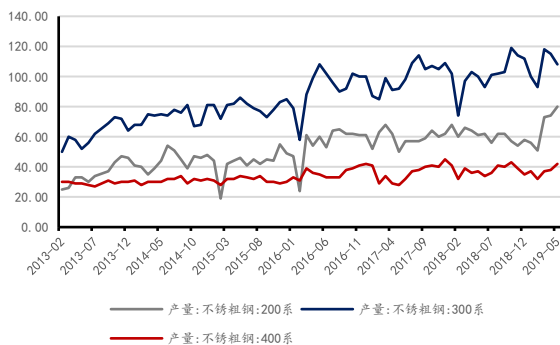
目前来看，虽然不锈钢下游需求疲弱，但是国内不锈钢厂只出现了小幅度的检修：酒钢 6 月中

旬开启年度检修，影响产量 1.5 万吨；北海诚德 2 炼钢及酸洗检修，影响 300 系产量 3 万吨；广青部分产线限电检修 10~15 天，影响 300 系产量 3~5 万吨；中金从 6 月 20 号开始检修，影响 200 系产量 3-4 万吨左右；佛山市诚德新材料公司计划于 2019 年 7 月停机检修，检修时长约为 10 天，将减少 200 系冷轧产量 2 万吨。参考 2019 年 5 月，我国不锈钢产量 200 系 80 万吨，300 系 108 万吨，400 系 42 万吨。目前钢厂只是小幅度小范围减产以继续挺价。

截至 6 月 21 日佛山地区不锈钢库存 204600 吨，无锡地区不锈钢库存 283400 吨，两地合计同比增加 47.61%。库存拐点还未显现。

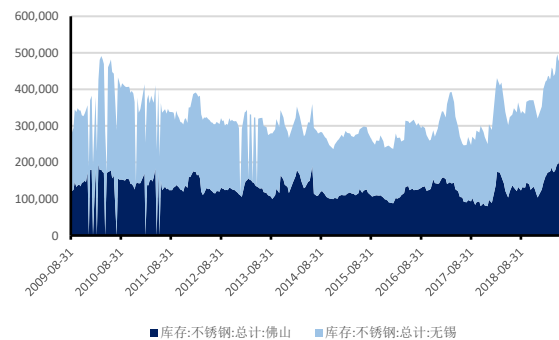
1-5 月中国和印尼镍铁实际释放产能慢于预期，这也是不锈钢厂能够小范围建厂继续挺价的原因。并且在挤仓情绪的带动下，镍铁和不锈钢价格小幅回暖。后期关注镍铁不锈钢供需矛盾的解决：如果不锈钢库存先迎来拐点，那么镍价存在继续上行支撑；如果不锈钢厂迫于供需压力不得不大范围减产，那么镍价将弱势运行。

图表 35：中国不锈钢产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：不锈钢库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 4 总结与建议

在镍供应充足的时候，镍盘面价格往往追随镍铁-不锈钢的供需逻辑。但是当可交割镍数量引起市场担忧时，期货盘面价格就开始跟随可交割货量的逻辑，这也是近期引导沪镍走势的逻辑主线。6月26日，伦敦金属交易所镍板库存减少 3414 吨，为年内最大降幅，不排除 07、08 合约再次面临挤仓的可能性。

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系市场分化较为明显，钢材在唐山限产下继续走强，原料端受下游限产走势也有所分化，铁矿石周初受一定需求预期影响后价格回调，但期货贴水幅度较大，下半周价格震荡上行并创出新高，而焦炭价格表现较弱，虽然焦化行业也受一定环保影响，但力度不大，而钢厂在利润压缩下也更倾向于问焦化行业要利润，本周钢厂焦炭采购价开启第二轮下调100元/吨，基本已经落地，焦炭盘面上基本已经体现2-3轮价格下调，所以整体表现为震荡格局。

宏观层面，本周市场仍重点关注于6月28号G20峰会上中美领导人会晤，从最新消息看，中美两国元首同意重启两国经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，两国经贸团队将就具体问题进行讨论。结果上看，谈判结果略好于预期，预计对股票市场和商品影响不大。

经济数据上，中国5月规模以上工业企业利润总额5655.6亿元，同比增长1.1%，前值降3.7%；1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额23790.2亿元，同比下降2.3%。5月销售增长加快，部分行业利润好转，主要装备制造业、煤炭行业利润回暖；5月份，规模以上高技术制造业、战略性新兴产业利润同比分别增长6.2%、6.7%；企业利润的快速修复与M1的反弹相匹配，从侧面印证企业正在逐步具备补库存的动力和能力，后期需要持续关注，是否会形成阶段性补库存的行为，以便观察需求的持续性。

产业层面，本周文件较多，但重点还是唐山地区的政策。上周末先是公布了《关于全市环境空气质量有关情况的汇总》，随后又印发了《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，规定8月1日以前，绩效评价为A类的首钢迁钢，沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁，烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产20%；除此以外，全市其他钢铁企业烧结机(球团)、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于50%，高炉扒炉停产。文件措辞严厉，执行力度也较强，副市长李贵富率市政府办公室、市生态环境局、市工信局、市公安局负责同志，夜查钢铁企业停限产落实情况，先后检查了唐钢北区、唐银钢铁。检查发现，唐钢北区、唐银钢铁烧结机停产达到不低于50%的要求，高炉仍在生产。李贵富要求企业切实落实市政府决策部署，责成市生态办立即督导开平区督促企业按要求开展停炉工作。

根据Mysteel实时调研钢企停限产情况，了解到目前钢厂已基本按照政策执行停产：截止28日，唐山共计新增21家长流程钢厂29座高炉执行相关限产文件，总容积30880m<sup>3</sup>，影响铁水日产量约8.17万吨。据统计当前唐山高炉共64座处于检修，检修容积57060m<sup>3</sup>，影响铁水日产量约15.84万吨，产能利用率41.05%，较上周降39.3%。据了解，进入七月份仍将有一部分钢厂需加大限产力度。

除唐山外，我们看到其他地区也陆续有文件出台。邯郸市大气污染执行强化应急管控措施紧急通知，要求钢铁企业烧结在6月25日22:00-6月30日0:00实施停产；武安市主城区4家钢铁企业按照武安市既定应急管控措施执行；邯钢等钢铁企业其他生产装备严格按照第二季度差别化管控措施执行落实、市生态环境局牵头、复兴区、永年区、武安市政府负责严格监管，张贴封条，执行到位。焦化企业顶装焦炉的结焦时间延长至28小时，侧装焦炉的结焦时间

延长至 36 小时，出焦时间避开午间时段，化产区域的装卸料时间调整到夜间。市生态环境局牵头，有关县（市、区）政府负责，严格监管到位。

江苏省公布《关于召开全省钢铁行业超低排放改造工作推进会的通知》，召集环保局相关领导及钢铁企业主要负责人于 28 日召开会议，后期是否有相关环保限产推出值得关注，徐州地区停产 1 座 500m<sup>3</sup>高炉，日均减少生铁产量约 1700 吨。

找焦环保讯，6 月 21 日下午，临汾市委副书记、市长董一兵主持召开清洁取暖、水污染防治及“一城三区”范围内限制类焦化钢铁等企业退出工作专题会议。董一兵强调，抓好“一城三区”范围内限制类焦化钢铁等企业退出工作，是调整优化产业结构，深入落实全省绿色转型发展的重要举措。各级各部门要扎实做好“一城三区”范围内限制类焦化钢铁等企业退出工作。同时在区域环境容量允许、企业污染排放达标的前提下，大力支持焦化、钢铁企业退城入园、出川上山，实现临汾市生态环境高水平保护和经济高质量发展。

山东省发布《区域性大气污染物综合排放标准》及工业炉窑、钢铁工业两项强制性大气污染物排放标准，新标准自今年 11 月 1 日起实施。修订后的大气污染物排放标准体系主要由三个部分组成，以《区域性大气污染物综合排放标准》确定总体要求，以超低排放为主线推动重点行业污染治理，钢铁、焦化行业排放要求达到超低排放标准，同时以挥发性有机物排放标准实现对挥发性有机物重点管控。

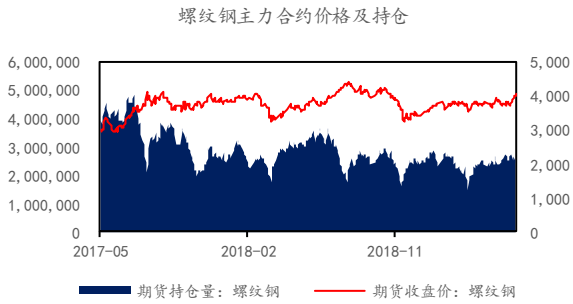
生态环境部副部长翟青 27 日在国新办举行的新闻发布会上表示，第二轮第一批中央生态环境保护督察进驻的准备工作已经基本就绪，将于近期启动。第二轮中央生态环保督察将从 2019 年开始，用三年时间完成新一轮督察全覆盖，2022 年将对一些地方开展督察“回头看”，同时坚决反对“一刀切”。

从上面一系列政策、文件或通知看，在 70 年国庆的情况下，环保限产预计将延续下去。唐山地区的限产是否属于“一刀切”，考虑到目前唐山地区空气质量排名倒数第一，针对性的限产不属于“一刀切”。

整体看，环保限产推动钢材价格底部回升，宏观层面整体看贸易谈判结果偏中性，后期需求逐步启动的话，价格有望继续震荡上行，回调到 3950 附近可做多，风险点在于地产投资快速下行。



图表 37: 螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38: 铁矿石主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

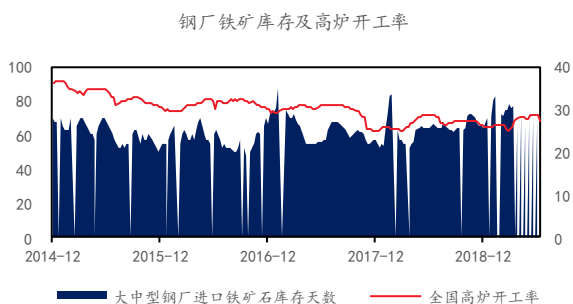
## 2 供需端：产量下滑，需求略有回暖，累库放缓

据中钢协统计数据显示，2019年6月上旬，重点钢企粗钢日均产量为206.05万吨，旬环比增加5.60万吨，增长2.79%。3月底以来，国内钢企日均产量一直保持在较高位水平，尤其是4月中旬以来，重点钢企粗钢日均产量一直维持在200万吨以上。

但唐山地区环保的严格执行，后期产量将有明显回落。本周环保限产开始影响供应，我们看到高炉开工率为67.96%，较上周下滑3.17%，降幅较为明显。周度产量看，本周螺纹钢产量减少3.15万吨至373.17万吨，热卷产量增加2.92万吨至327.48万吨，产量下滑将在下周表现更为显著。电炉方面，Mysteel 53家独立电弧炉开工率78.15%，环比增加0.42%；产能利用率67.89%，环比增加1.43%。

成本利润角度看，本周末生铁成本2818元/吨，较上周下滑32元/吨，钢坯成本3439元/吨，螺纹钢吨钢毛利润451元，热卷吨毛利润181元，成本端价格有所下滑，成材现货价格受限产驱动上行，钢材利润得到明显修复。

图表 39: 钢厂铁矿库存及高炉开工率



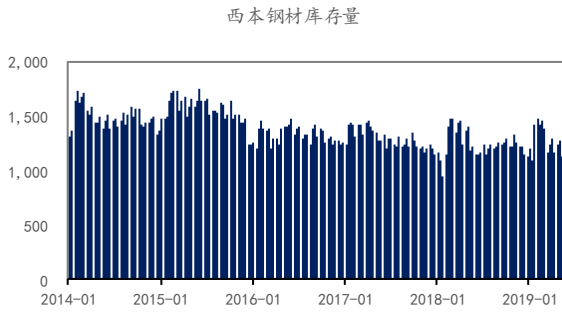
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: 全国主要钢材及螺纹钢库存总量



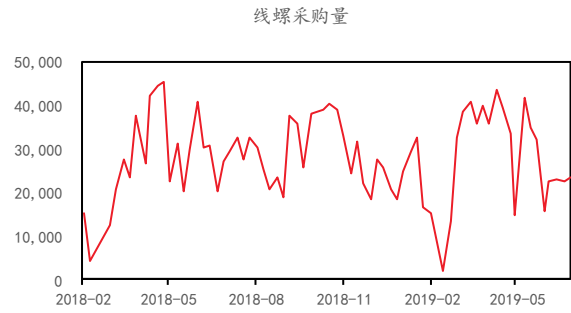
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：重点企业钢材库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：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

库存数据方面，本周库存数据方面有所分化，厂库减和社库增，整体累库有所放缓，在后期限产后预计市场将更快进入去库状态。从主要品种的社会库存看，截止6月27日，国内主要钢材品种库存总量为1158.34万吨，较6月20日增加10.16万吨，环比增加0.88%；国内螺纹钢社会库存量由560.92万吨增加10.15万吨至571.07万吨，环比增加1.81%，钢厂螺纹钢库存减少9.53万吨；热卷社会库存增加2.65万吨至227.92万吨，环比增加1.18%，钢厂热卷库存增加1.36万吨。

需求端短期看，限产在一定程度上刺激现货价格上行，但现货涨幅又受到淡季需求的抑制，华东、华南地区仍是持续降雨，需求较差。从钢联日成交数据看，相较于上周平均18.196万吨的成交，本周日均成交19.12万吨，成交有所上行。沪市终端线螺采购数据本周为23500吨，较上周增加1000吨。需求后期启动时点，将成为下轮价格起涨点。

整体看，供应回落，需求偏弱，何时启动决定价格新一轮上涨，期货偏升水状态，大幅拉升没有需求配合的话，套保盘有入场套保动力。

### 3 原料端：铁矿强势，焦炭偏弱震荡

铁矿石方面，本周进口矿市场价格继续小幅上行，截止6月28日，普氏62%进口矿指数报117.95美元/吨，较上周上涨1.6美元/吨。

本周矿山消息方面：淡水河谷称布鲁库矿区恢复满负荷运转，这家位于里约热内卢的矿业公司在回复记者的邮件中表示，在巴西东南部的拉兰热拉斯大坝的禁令上周被撤销后，该项目恢复了运营。

发货及到港情况看，上周澳洲巴西发运总量2303.4万吨，环比上期增加88.3万吨。澳洲发货总量1625.4万吨，环比上期减少97.6万吨，澳洲发往中国量1408.8万吨，环比上期减少79.1万吨。巴西铁矿石发货总量为678万吨，环比增加185.9万吨。全国26港到港总量为1635.2万吨，环比减少92.3万吨；北方六港到港总量为733.6万吨，环比减少113.6万吨；全国26港主流高品澳粉到港433.5万吨，环比减少142.4万吨，主流低品澳粉到港294.9万吨，环比增加86.4万吨，主流澳块到港183.5万吨，环比减少69.3万吨；

截止本周五，全国主要港口铁矿石库存11581万吨，较上周末下降187万吨。

在 Brucutu 复产以及环保限产下，铁矿石价格仅短线回调后又继续上行并创出新高，期货深度贴水与全年供需紧平衡带来支撑，短期暂时观望为主。

焦炭方面，唐山地区环保限产对焦炭需求有一定影响，当然环保对焦化行业也有一定影响，但力度不及钢企，钢企放缓采购，焦企焦炭库存有所上升，钢企又向焦化端要利润，本周进行了第二轮焦炭采购价格下调 100 元/吨，港口准一级焦炭价格下滑到 1970-2020 元/吨。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 77%，上升 0.1%，日均产量 68.87 万吨，增加 0.09 万吨；焦炭库存 92.73 万吨，增加 7.43 万吨，焦化企业库存有所增加；炼焦煤总库存 1437.8 万吨，减少 21.88 万吨，平均可用天数 15.7 天，减少 0.26 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 460.85 万吨，减少 0.08 万吨，平均可用天数 14.62 天，增加 0.28 天。港口焦炭库存总库存 466 万吨，减少 8 万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦企库存累积，钢厂库存略有减少，港口库存减少。

整体看，目前钢厂限产强于焦化，后期焦化限产强化的话，焦炭价格有望逐步企稳，关注 2000 元/吨附近支撑。

焦煤方面，政策上国家煤矿安监局将在 70 周年大庆前对 12 省煤矿开展大督查。据应急管理部消息，8 月下旬至 9 月下旬，国家煤矿安监局按照应急管理部部署将派出 6 个督查组，对陕西、山西、内蒙古、云南、四川、安徽、江西、重庆、贵州、河北、湖南、河南 12 个省份开展煤矿安全生产督查，督促防范煤矿系统性安全风险，遏制重特大事故发生。此次督查覆盖煤矿企业主体责任落实、地方煤矿安全监管、煤矿安全监察执法 3 个层面。受此影响，预计三季度煤炭生产难以持续大幅增长。

近期受焦炭弱势影响，焦企采购有所放缓，对焦煤价格产生压制。长治地区大矿 7 月份价格调整，其中贫瘦煤 (S0.4 G5-20) 下调 30 元/吨至现汇价 1085-1173 元/吨，喷吹煤下调 30-50 元/吨至 860-900 元/吨，混煤因为部分矿出货压力较大，最高降幅在 60 元/吨左右。唐山地区进口蒙煤近期报价及焦企采购价均有不同程度下调，整体幅度 20-40 元/吨，沙河驿蒙 5 (CSR>60) 现汇价格下调至 1430-1470 元/吨左右。

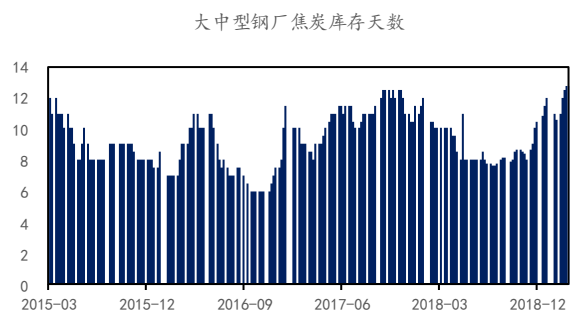
焦煤中长期看受供应影响，短期焦企采购压制明显，维持震荡判断，区间【1350，1450】

图表 43：国内铁矿石港口库存



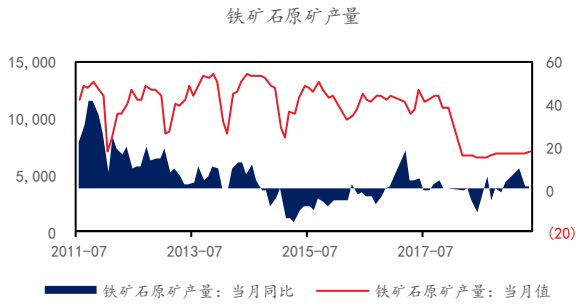
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：焦炭库存可用天数



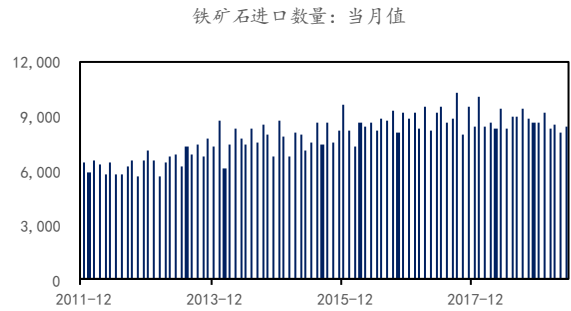
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

#### 4 总结与建议

环保限产推动钢材价格底部回升，宏观层面整体看贸易谈判结果偏中性，后期需求逐步启动的话，价格有望继续震荡上行，回调到 3950 附近可做多，短期期货升水压制价格上行空间。在 Brucutu 复产以及环保限产下，铁矿石价格仅短线回调后又继续上行并创出新高，期货深度贴水与全年供需紧平衡带来支撑，短期暂时观望为主。目前钢厂限产强于焦化，后期焦化限产强化的话，焦炭价格有望逐步企稳，关注 2000 元/吨附近支撑。

## 甲醇

### 1 甲醇市场供求分析

#### 现货价格偏弱运行

随着鲁西等装置逐步恢复，内地供应面或有所增加，加之陕蒙地区出货欠佳，厂家心态松动，而传统下游需求依然偏弱，且用户采购兴趣不浓，市场基本面依旧维持偏弱格局。港口方面，虽当前部分新建烯烃装置试车中，但目前对市场支撑有限，期货打压现货价格走跌。

现货心态一般，本周降价，跟随期货价格下跌。

#### 甲醇开工率 71%，高于同期

国内供应方面，西北地区部分装置持续停车中，导致西北开工负荷下行。上周西北地区的开工负荷为 84.90%，环比下跌 4.26%。河北、河南等地区部分装置持续停车中，导致全国甲醇开工负荷下滑。国内甲醇整体装置开工负荷为 71.13%，环比下跌 3.43%。

进口方面，国际上多套装置也开始复产，甲醇进口有增加的趋势。煤制甲醇依然有利润，后期整体供应非常宽松。

#### 进口压力任存，港口库存增加

港口连续两周的超预期去库，目前来看主要原因在于进口到港不及预期。港口方面，上周江苏、浙江港口库存明显增加，广东港口库存小幅下滑。整体沿海地区甲醇库存较前一周增加 9.4 万吨至 90.2 万吨。沿海地区甲醇可流通货源预估在 23.7 万吨附近，较前一周增加 0.8 万吨。预计未来两周中国进口船货到港量在 44.9 -45 万吨，其中大部分集中在浙江和江苏港口。6 月下旬至月底，国内区域间的改港卸货船货数量增多，6 月下旬至 7 月初多数进口货物集中去往下游厂库。另外 6 月下旬至 7 月初南美洲货物到港数量明显增多，除去特立尼达船货以外，亦有部分委内瑞拉船货抵达中国。

下游需求持续受安全环保监管影响，甲醇面临排库压力，对甲醇价格形成压制。去库过程缓慢。

#### 伊朗新增装置投产，后期进口或增加

目前伊朗新装置已经开工，大概有 230 万吨的产能投放，每月增加 10 万吨出口至中国沿海港口。伊朗冲击主要体现在两方面，首先是新产能释放，去年 10 月投产的 Marjan165 万吨和今年 4 月投产的 Kaveh230 万吨合计 395 万吨，占伊朗目前甲醇总产能 891 万吨的 44%左右，数量级相当可观。其次则是美国对伊朗制裁影响，伊朗甲醇一定程度上加大对华输出力度。后期进口货源增加，港口库存预期累积。

#### 传统消费端依然低迷，MTO 集中检修

制烯烃装置平均开工负荷在 85.1%，与上周持平。传统需求方面，甲醛因为鲁南和河北地区部分装置降负运行，导致开工负荷下滑。醋酸因为部分装置恢复正常运行，导致开工负荷提升。本周二甲醚因为部分装置降负或者停车，导致开工负荷下滑。目前 mto 利润下降，加之烯烃装置集中检修，未来需求堪忧。

传统需求有所回落，进入季节性淡季；5-7月烯烃装置集中检修，甲醇需求萎靡。

## 2 综合分析

目前甲醇内地开工略上升，港口库存又开始攀升，且后期去库为主。需求端，传统需求偏淡，淡季需求下降，市场缺乏足够的利多因素，MTO 开工稍微转好。由于煤制甲醇生产成本约为 1800 左右，成本支撑后期依然较强。目前需求并不很好，未来上行动能减弱。操作上，甲醇弱势局面不改，注意地缘政治影响化工品的涨跌，贸易战对甲醇影响相对较小，甲醇整体需求低迷，已有空单可以持有，淡季依然是反弹沽空的操作思路。

## 3 甲醇期货现货数据

图表 47：甲醇收盘价



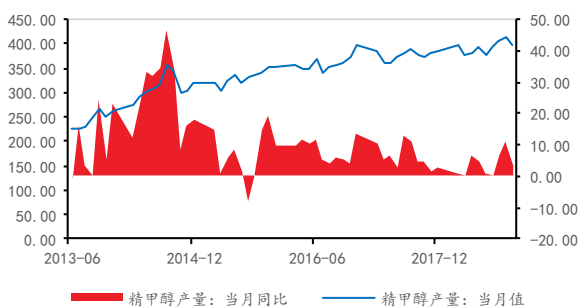
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：甲醇出厂价



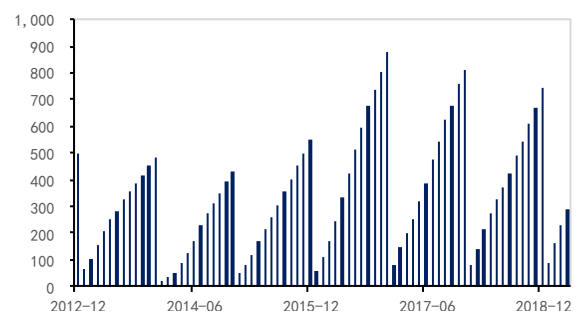
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：甲醇产量



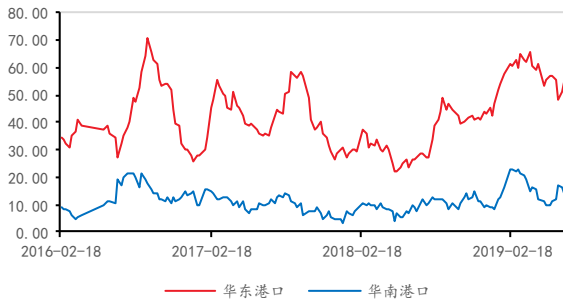
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51: 甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52: 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 行情概要

全球天然橡胶种植面积在 2005 年开始增加，到 2011 年见顶回落，2016 年新增种植面积基本停滞。由此推算，2017—2018 年是供应压力最大的时期，2019—2020 年料将出现拐点。天然橡胶产业链起点的胶农割胶收入微薄，生活非常艰辛。由于榴莲在中国市场大受欢迎，近年来价格持续上涨，泰国已经有很多胶农不惜砍伐橡胶树改种榴莲。加上今年开割季的高温干旱天气，橡胶原料供应出现短缺，对胶价产生较强支撑。由于上游收购价高企而橡胶价格低迷，东南亚橡胶加工厂生意惨淡，大量橡胶工厂面临倒闭。需求方面，最大的橡胶消费国中国内需跟随宏观放缓，外销受到双反和贸易战打压。欧美发达经济体橡胶需求保持较低的自然增长率，东南亚新兴市场国家由于工业转移拉动橡胶需求。总体上橡胶需求端跟随全球 GDP 为主，将长期保持低速稳定增长。天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8 年为一个行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于景气周期的底部，目前供应增长仍略高于需求增速，但整体上从严重的供应过剩趋于供需相对平衡。

天然橡胶价格反弹的天折，原因是市场普遍预期的转变，天气炒作告一段落之后，雨季的开始意味着产量回升和供大于求。东南亚主产区物候条件恢复正常以后，庞大的产能基数使得原料源源不断地产出。随着三大产胶国限制出口计划结束，贸易商进口量增加，套利盘活跃压制市场价格。需求端持续表现不佳，正在步入年中传统淡季。轮胎开工下滑，汽车销量回落，拖累橡胶终端消费。但以上全部只是空头的逻辑推理，市场暂时愿意相信这个逻辑，仅此而已。基本上，供应增长从加速膨胀转向见顶回落，市场对宏观下行利空总需求已经具有充分预期。由于全乳胶期货设计机制的问题，9 月合约具有天然的空头属性，但可观察到今年 1—9 价差高升水幅度不及往年明显，这是 20 号胶期货未来将上市的影响。如今行情和 2016 年很相似，在现货交投没有实质性恶化的情况下，期货盘面不断向下。期价越是下跌，成本线支撑越强，回归的概率越大。

### 2 基本分析

#### 供给侧

根据对泰国天然橡胶产区的调研结果，今年的高温干旱天气导致开割不畅，但长远来看产能释放周期尚未结束。泰国产区通常习惯在宋干节后开始割胶，但今年雨季到来较晚，持续的晴热天气影响开割。直到 5 月底大部分胶园才开始割胶，比往年推迟大约 20 多天，2018—2019 年度橡胶停割期长达将近 4 个月。目前泰国产区刚进入雨季，割胶作业初期原料供应并不稳定。胶水产量较正常水平偏低 4%—5%，且橡胶干含低于往年 1%—2%，通常一天可以割一刀。由于资金不足的缘故，80%的橡胶加工厂停割期原料储备偏低，叠加今年开割时间推迟，造成橡胶工厂库存整体低于去年，原料供应相对紧张。随着开割率增长和产量逐步稳定，新一轮产量即将释放，料将不至于出现货源短缺。近两年天然橡胶产能基数仍处于历史峰值，胶价回暖刺激供应过剩。2012 年前后改良的橡胶树品种陆续投入割胶，新品种出胶量大，有些甚至是老树的两倍。虽然种植面积增速拐头向下，但实际高产能释放可能还将延续 5—7 年。



除泰国、印尼和马来西亚三大产胶国外，越南作为天然橡胶产业的后起之秀，很大程度上将会影响未来市场格局。越南橡胶种植总面积在 2015 年触顶后回落，但割胶面积持续上升。随着 2012 年前后种植的橡胶树逐渐开割，总产能不断扩大，但近年来胶价低迷抑制淘汰胶林的翻种。越南、老挝和柬埔寨这一情况总体相似，业内认为产能释放还需要两到三年。越南天然橡胶主产区在南部，占种植面积的 56.6%和割胶面积的 63.9%，占总产量比例的 71%。越南南部是最适合种植橡胶的地区，通常一株橡胶树可年产 4 公斤干胶，对比之下中国单株干胶产量只有 2.7—2.9 公斤。越南国内橡胶消费量在 20 万吨左右，目前出口量达到 156 万吨，是橡胶的主要出口国之一。不过越南橡胶进口量是在增加的，主要因为老挝和柬埔寨通过越南出口较为便利。和泰国的分成制不同，越南割胶工人是合同制，割胶工资相对固定。受益于中美贸易战，大量投资向越南转移，近年来带动工资水平上升很快，令割胶工人收入水平徘徊在边缘上。今年越南橡胶产量受干旱影响，但没有泰国和云南严重，观察雨季开始后产出情况。

东南亚天然橡胶主产区陆续开始降雨，对此前的旱情有所缓解，但原料供应偏紧的现状尚未明显改变。今年泰国雨季到来较晚且雨水偏少，导致橡胶原料价格相对较高，合艾地区胶水收购价达到 50—51 泰铢/公斤。二盘商囤货数量不多，收胶量较去年同期大幅下降。橡胶加工厂利润亏损，大部分工厂被迫降低开工负荷。据悉，目前泰国南部开割率略高于 10%，预计 6 月底可恢复至 40%。印度尼西亚天然橡胶供应同样偏紧，受苏门答腊新发现的落叶病菌影响，棉兰一带橡胶产量回升缓慢。马来西亚天然橡胶产出正在恢复，目前产量约为高产季的 40%。印尼和马来西亚标胶船货价格居高，国内市场接受度很低，青岛保税区现货缺货。越南和柬埔寨产区受干旱影响相对较小，进入雨季后割胶进程明显好于泰国，目前开割率可达 60%，预计胶水产量将稳步回升。中国海关严查混合胶进口的新政策波及越南 3L 胶，对贸易商进口情绪产生明显抑制，后期当地橡胶加工厂销售压力或将显现。综上，6 月东南亚产区天然橡胶供应将逐渐恢复，虽然货源偏紧的局面不会立刻打破，但市场对产量回升的预期或引发胶价回调。

事实上，根据对泰国和越南等产区的调研结果，今年以来橡胶原料价格一直高居不下。尽管旱情有所好转，但割胶收入过低导致开割率恢复缓慢。泰国货源紧张价格坚挺，胶水收购价平均在 50 泰铢/公斤，杯胶在 43 泰铢/公斤。目前产区和销区价格倒挂，成品和原料的价格也倒挂，出现面粉比面包贵的现象。由于胶价低迷，市场销售的标胶和烟片胶价格大致相当于国外购买原料的成本，泰国主要橡胶加工厂均面临严重亏损。于是橡胶工厂被迫以销定产，产量收缩后远低于设计产能。只有当生产利润修复，橡胶工厂减少亏损才能恢复产量，这就要求橡胶价格上涨或原料收购价下跌。对于一个处于漫长熊市的品种，指望橡胶短时间大幅涨价是不现实的。东南亚胶农收入远低于一般薪资水平，本来就挣扎在贫困线上。如果原料价格受到打压，将引发大规模的弃割甚至砍树，从而进一步造成供应紧俏和原料坚挺。由此形成恶性循环的供应端陷阱，限制天然橡胶产量的增长，长期将导致出口量的回落。

## 需求端

天然橡胶下游最主要用途为轮胎和汽车行业，需求端较易受到宏观压力传导。5 月国内轮胎行业开工出现下滑，库存持续走高，销量表现不佳。卓创监测数据显示，5 月山东地区轮胎企业全钢胎平均开工负荷为 73.46%，环比降低 1.7 个百分点。五一假期部分轮胎厂家安排停车检修，兼有人为控产行为的因素，导致月初开工率走低。轮胎市场销售压力较大，经济下行和轮

胎双反抑制内需及外销，整体出货量有所减少。月间广饶轮胎展的召开稍有提振，厂家为迎合展会需要维持一定开工水平，对产量有一定支撑。库存方面，5月轮胎企业库存延续走高态势。南方部分地区进入雨季，物流类车辆的运行受限，进而影响到替换胎消费；工矿等户外作业关停较多，载重胎需求有损较大。尽管上游产能利用率下滑，但轮胎终端需求更为不佳，轮胎厂成品库存消耗缓慢，经销商环节库存居高不下，反过来抑制补货意向。

针对5月替换胎销售萎靡，部分厂家对标准价格进行下调，实际调整幅度整体在2%以上。商家为刺激轮胎市场销量，给予绑定的进货让利政策及回款政策。在厂家政策支持下，一级经销商补货积极，但终端销售压力较大，利润空间减少，业者心态相对悲观。由于批发和零售销量的分化，导致库存在中间环节累积，实际并未被市场消化。预计6月轮胎市场将延续现状，年中淡季临近整体或略有走弱。听闻7月初山东地区将有相对集中的限电，部分厂家配合降负荷或停产，影响时间在一周左右，导致上旬轮胎开工率可能走低。经销商库存压力顺延，7月销售压力将继续增加，倒逼轮胎厂认为限制产量。对于前期的价格下调政策，市场反应较为平淡，夏季限电带来的成本压力难以支撑继续降价，促销预期对终端消费的提振有限。橡胶下游直接需求进入瓶颈期，轮胎市场平稳运行为主，新的重大利好或利空因素发生概率不大。

重卡配套的全钢轮胎相比乘用车胎消耗橡胶数量更大，因而重卡销量是衡量橡胶需求的重要指向标。第一商用车网数据显示，2019年5月，全国重卡市场共约销售各类车型10.9万辆，比去年同期的11.4万辆减少4%，环比4月大幅下降9%。1—5月重卡行业累计销量为55.34万辆，几乎和上年同期的56万辆持平。2019年以来，由于固定资产投资和制造业回暖未达到预期水平，汽车和重卡市场终端需求表现不佳。尽管3月经销商促销政策取得开门红，单月重卡销量创下历史记录，但进入二季度订单后劲不足，重卡市场连续两月走向下坡路。目前利好因素是，天然气重卡这一细分市场仍然较为火热，拉动重卡销量整体未出现严重滑坡。在环保政策推动下，7月起即将实施的重型燃气车国六排放标准所，将会带来数量可观的新订单。但考虑到宏观下行压力和制造业数据疲弱，局部领域增长无法掩盖总体需求低迷。预计6月国内重卡市场销量难以保持增长，叠加7—8月的传统淡季，重卡行业进入持续下滑阶段。随着前5个月累计销量同比降幅的扩大，年内重卡需求大概率呈现去年前高后低的走势。

宏观消费和行业需求来看，中国汽车市场面临倒退的危机，产业链终端消费疲软倒逼橡胶直接需求萎缩。中国汽车工业协会发布的数据显示，2019年5月，全国汽车产销量分别完成184.8万辆和191.3万辆，同比分别大幅下降21.2%和16.4%，降幅比上月分别扩大6.7和1.8个百分点。其中，乘用车市场销量156.1万辆，同比下滑17.4%，反映出居民部门消费信心不足。新能源汽车产销量分别为11.2万辆和10.4万辆，同比分别增长16.9%和1.8%，基数不足且增速放缓。中国汽车流通协会发布的数据显示，2019年5月，中国汽车经销商库存预警指数为54.0%，环比下降7.0%，与去年同期基本持平，库存预警指数连续位于警戒线之上。由于部分地区7月1日起提前实施国六排放标准，汽车经销商纷纷加大国五车的促销力度。但市场不景气的大环境下，消费者多抱有持币观望心态，经销商去库存压力较大，盈利状况进一步恶化。6月车市料将继续呈低迷态势，年中传统淡季凸显出需求端利空效应。

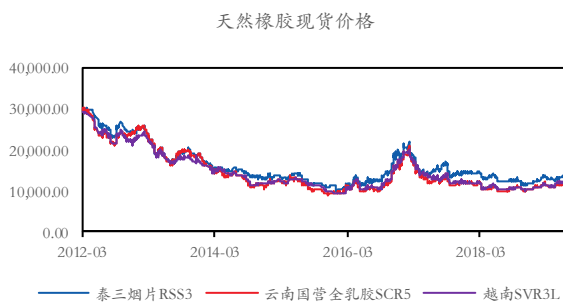
### 替代品

合成橡胶作为天然橡胶的替代品，具有一定的价格托底作用。2019上半年，国内合成橡胶现货

整体呈震荡下跌行情，市场主流价格在 11000—12400 元/吨区间，高低端价格较去年均有所下滑（丁苯橡胶价格参考山东市场齐鲁 1502，顺丁橡胶价格参考山东市场齐鲁 BR9000）。和天然橡胶相似地，合成橡胶走弱的原因无外乎供应过剩和需求疲软。主要原料丁二烯价格主导作用不断弱化，利润向产业链下游合成橡胶行业倾斜。合成橡胶虽然价格持续下滑，但行业边际效益逐渐好转，石化企业排产有所提升，市场供应持续放量。然而，下游厂商出于买涨不买跌的心态，采购情绪愈发谨慎。终端需求不佳的情况下，多刚需补货为主，原料库存储备较少。展望下半年，多数合成橡胶装置稳定运行，且部分丁二烯新产能投放，上游货源供应预期充裕。下游正在进入年中传统销售淡季，需求端处于低谷拖累行情。预计合成橡胶或仍有进一步下跌空间，下半年价格运行重心或将低于上半年。

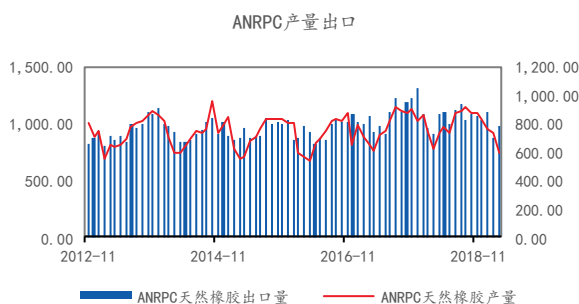
天然橡胶和合成橡胶互为替代品，二者价格相关系数高达 90%以上。2016 年以来，合成橡胶对天然橡胶出现高升水的情况，2017 年升水幅度达到历史新高后逐渐回归，2019 年春节过后情形逆转，以国内进口量较大的混合胶为代表的天然橡胶升水合成橡胶窗口重新打开，持续 3 年多的合成橡胶偏强局面结束。天然橡胶相对利多的因素是：春节前后正处于全球天然橡胶低产期，有利于行情走出反弹；二季度东南亚主产区高温干旱，原料供应紧张，天气炒作推高胶价；海关出台严查混合胶政策，对非标套利的贸易模式产生动摇；前期价格重心抬升刺激现货市场，叠加季节性去库存周期。合成橡胶相对利空的因素有：主要原料丁二烯价格低位，成本支撑不足；石化企业利润尚可，开工率明显提高，产量高于去年同期；需求同样乏力的情况下，合成橡胶销售压力更大。在供需、政策、资金等因素作用下，天然橡胶表现相对混合胶更为强势，以原油为核心的石化产品价格体系波动对天然橡胶影响有限。

图表 53: 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 55: ANRPC 产量出口



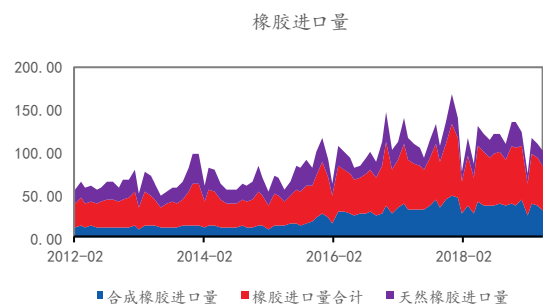
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 合成橡胶价格



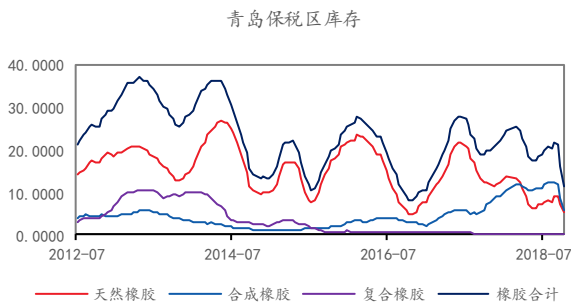
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 橡胶进口量



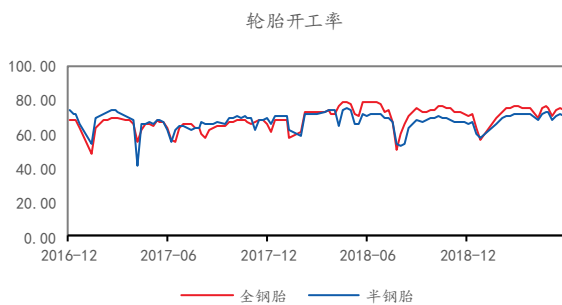
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：轮胎开工率



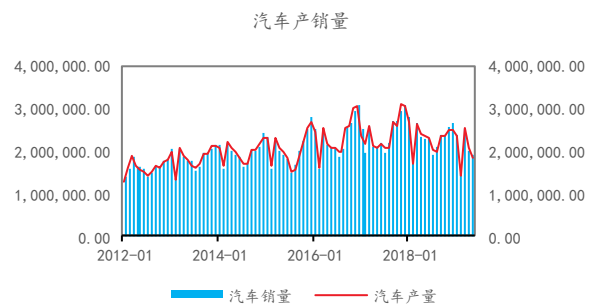
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：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

#### 割胶收入水平托底胶价

天然橡胶产量长周期上取决于割胶面积变化，短期取决于生产和市场要素，排除天气等不可控项，劳动力价格对割胶积极性影响较大。相对其他农产品，橡胶树属于粗放管理，种植后正常只需锄草施肥等基本维护，因而工人割胶费用是主要的生产成本。一般胶园主和割胶工人对原料收购价款六四分成，也有五五分成的情况，再高则胶园基本没有利润。根据从泰国产区了解到的情况，由于胶价低迷挤压生产利润，泰国从事割胶作业的劳动力正在流失，主要依靠来自缅甸、老挝和柬埔寨等国的外来劳工。外籍劳工割胶日薪在 300—400 泰铢，而当地人去工厂打工日工资通常在 500 泰铢左右，收入偏低导致割胶工人的缺少。但外来劳工存在技术差和乱割的问题，胶林保养不妥善，从观察到的样本来看很多片区尚未开割。行业周期自然调节下，泰国天然橡胶新增种植面积整体回落，但年总产量仍高达 460 万吨之多，且产能超出目前产量 30% 以上，需要相当长的时间进行出清。

由于割胶利润微薄，橡胶生产这一劳动力密集型行业正在经历割胶工人短缺。调研结果显示，泰国割胶工人工资近期有所上升，最低工资从每天 300 泰铢调整到 330 泰铢，但工厂日均薪资一般在 440 泰铢左右。除了割胶和打工工资的差距，还有替代种植收益的对比。从当地了解到，种植榴莲的经济效益大约是种植橡胶的 25 到 30 倍，这一事实相当惊人。胶农原本割胶积极性偏低，利润驱使下很多选择砍伐橡胶树改种榴莲。不过榴莲需要 5 年才能出果，且对雨水有一

定要求，对橡胶的替代率不会过高。割胶工作收入低却非常辛苦，常要凌晨后起来出发，2—3点割胶，早上7—8点开始收胶。如果没有大量外籍劳工，泰国橡胶价格料将高于现有水平。预期未来天然橡胶生产行业将会逐渐从泰国南部以及西双版纳等地转移至经济更不发达，劳动力成本更低的国家，如柬埔寨、老挝和科特迪瓦等。胶农割胶收入水平，尤其是和普遍收入水平的差异，是橡胶价格触底的反映。更低的胶价将无法提供生产必要条件，从而提供坚实的底部支撑。

## 20号胶未来上市

日前，证监会和上期所相关负责人接连表示，将推动20号胶期货品种上市。中国现有的天然橡胶期货合约早在1993年于上期所上市，2018年成交量达到6185万手，成交额为7.36万亿元，在全球同类合约中交易规模最大。在国内大中型天然橡胶生产企业和贸易商参与下，近年来橡胶期货套期保值率维持在80%以上。橡胶期货价格成为行业定价的重要参考基准，理应更加贴近现货市场。20号胶期货将复制原油期货相关政策，以国际平台、人民币计价作为上市模式，采用净价交易、保税交割的方案，全面引入境外交易者参与。距离20号胶期货品种批准立项已经一年，上期所透露将做好20号胶期货上市工作：增加产品供应，丰富天然橡胶品种序列；做精做细现有品种，发挥期货市场的功能和作用；深化产业服务，提升实体企业运用套期保值进行风险管理的能力；推进对外开放，积极推动20号胶国际化进程，引入更多境外优质品牌注册，探索境外设置交割仓库的可行性，广泛吸引境外投资者参与中国期货市场。

现有天然橡胶期货的交割标的为国产SCRWF全乳胶及进口烟片胶，未来将上市的20号胶主要是泰国、印尼、马来西亚等国生产的符合国际标准的20号标准胶。在性能和用途上，SCRWF和国际5号胶类似，主要用于橡胶制品，而20号胶主要用于轮胎制造，占天然橡胶消费总量的60%以上。期货市场交割标的和现货市场流通标的不匹配，造成供大于求的矛盾不断激化，橡胶品种的期限结构长期表现为远月高升水。上期所交割制度规定，当年注册的橡胶仓单在次年的最后一个合约到期时必须交割或强制出库转为现货。目前的沪胶远月高升水结构以及11月老胶仓单集中注销制度，吸引大量的套利盘参与，导致国内进口量大增。近三年来沪胶远月升水在2000元/吨左右，2017年下半年一度达到3000元/吨以上，刺激非标套利活动异常活跃。大量的国外库存转移到国内，造成供应严重过剩，极大压制橡胶价格。20号胶上市将促使橡胶基差回归，令远月高升水得到缓解。产业投资者或将选用20号胶进行期现套利操作，代替混合胶和沪胶的非标套利模式。由于交割品在现货市场的流动性增强，贸易商非标套利造成库存被动囤积的现象将被遏制。

目前的沪胶期现套利方案中，可交割的全乳胶在天然橡胶下游需求量占比较小，非标套利成为主流的套利模式，现货标的包括混合胶和越南3L等。由于全乳胶与混合胶的应用领域不同，仓单难以流入现货市场，橡胶期货与现货定价体系由此分离。新全乳胶注册仓单一般对标01合约价格，跟随远月对近月保持高升水，导致每年最后一个主力09合约的交割压力都非常大，同时造成每年新胶上市的01合约大幅跳空高开的现象。现有天然橡胶期货合约的设计令其具有天然的空头属性：在09合约交割前2个月左右，投资者进行空09多01反套，将9-1价差大幅拉开；随着交割日的临近，投资者出于期现回归的逻辑做空9-1价差，等待价差回归获利。2015年9-1价差最大时在2000元/吨左右，2016年走扩到2500元/吨左右，2017年一度高达

3450 元/吨左右。未来上市的 20 号胶将与 SICOM 的 20 号胶期货相似，采取 1-12 月连续合约的形式。交割制度的改变使得近远月价差能有效反映供需关系，01 合约新胶溢价将大幅降低，令 9-1 价差套利空间收窄。20 号胶作为橡胶消费的主力品种，其上市将会增加产业链各方的参与度，期货成交和持仓或从现在的沪胶逐步转移至 20 号胶，从而可能彻底改变天然橡胶期现市场格局。

#### 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。橡胶价格正处于并将长期处于历史性底部，而现在几乎是至暗之时。

从长周期上看，全球天然橡胶现在处于一轮大熊市的后期。随着时间的推移，新种植面积橡胶树长成为新开割面积，而可割胶面积老树被淘汰转化为翻种面积。东南亚主产区的现状是，发生大规模弃割和砍树的可能性较小，但利润微薄令很多胶园停止更新种植。相较一般农产品，橡胶树的生长周期要长的多，产胶国政策干预有限的情况下，产能需要漫长的时间来自然调整。资深业内人士认为，天然橡胶本轮熊市已经延续八年，未来三年内供需关系或发生明显变化。

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。题材炒作的本质是久跌盼涨的市场情绪作用。

近年来，橡胶行情的大起大落主要受市场对供应端预期的变化主导，而需求端表现较为平稳。产区天气炒作的利好正在出尽，而市场对关税政策调整的反应目前尚存在不确定性。未来没有新的利好刺激下，行情将可能向成本线回归。综上所述，预计天然橡胶漫长筑底，宽幅波动为主。下方依托（11000，12000）成本线，上方参考 13000 重要压力位。大周期底部上，逢低做多风险收益比可能高于逢高沽空。

## 油脂油料：美豆冲高回落，连豆市场承压调整

### 1 外部豆类市场分析

#### 天气干燥利于播种，美豆炒作情绪降温

美豆种植及早期生长情况仍是市场关注的重点。美国农业部本周一公布的美豆播种进度达到85%，较前一周提升8个百分点，相较于去年同期的100%和五年均值的97%，当前美豆播种进度仍明显落后常年水平。美豆出苗率为71%，去年同期和五年均值分别为94%和91%。2019年首次公布的美豆生长优良率仅为54%，与2012年同期数据持平，当年主要是因为美豆产区遭遇严重干旱天气，严重的减产将当年美豆价格推升至历史最高水平。当前多项技术指标说明美豆开局情况十分不利。本周美豆主产区天气条件有所改善，前期因土壤墒情过重而无法播种的部分地区迎来最后播种窗口期，市场炒作情绪降温，美豆开始回吐此前的部分天气升水。根据美国伊利诺伊大学的一项研究，4月中下旬的种植可使大豆单产损失最小化，5月中旬之后，单产的损失将随时间的推移变得越来越大。例如，在5月30日之后的种植将令大豆单产损失15.8%，6月10日之后的种植导致的单产损失为21.5%，6月20日之后减产幅度甚至接近30%。从本年美国农业部公布的种植进度看，6月2日时美豆种植率仅为39%，说明有6成以上美国大豆的单产损失可能超过15.8%，这在美国大豆种植史上并不多见。尽管当前市场对美豆种植炒作告一段落，但市场的利多基调已经确立，不容7、8月生长关键期再出现任何闪失，否则美豆将具备很大的冲高潜力。

#### 种植面积报告和季度库存报告备受关注

美国农业部将于6月28日公布两个重要报告，其中面积报告被认为是继3月底种植意向报告后对市场有重要参考意义的报告。从报告前市场预期情况看，分析师平均预期的美豆播种面积为8435.5万英亩，与美国农业部3月预估的8461.7万英亩基本相当，显示市场认为当前美豆播种延误对美豆面积造成的影响不大。对于季度库存报告，分析师预估截止6月1日的美豆季度库存均值为18.61亿蒲式耳，去年同期为12.19亿蒲式耳，显示当前美豆库存水平为历史最高位，处于严重过剩状态。此外，美国农业部将于7月11日公布月度供需报告，结合当前美豆种植和生长状况，届时美豆单产和总产数据很可能做出大幅调减。

### 2 国内油脂油料市场分析

#### 豆粕需求表现不佳，国内主动调减大豆进口

受国内生猪和能繁母猪存栏同比降幅双双超过20%影响，国内饲料需求无法为豆粕价格上涨提供动力。国内企业对进口大豆的采购情况也能反映出国内豆粕市场需求现状。国家海关总署发布的数据显示，中国5月份大豆进口量为736.2万吨，低于去年同期的969万吨，也低于4月份进口的764万吨。中国1-5月大豆进口量为3175万吨，较去年同期下降12.2%。5月份进口的大豆中有630万吨来自巴西，占比为85.6%，去年同期巴西大豆对华出口曾高达912.35万吨。5月份来自美国的大豆仅为97.7万吨，占比仅为13.3%。另一组数据显示，1-5月巴西对

华出口大豆量为 2180 万吨，占中国全部进口大豆的 68.66%，去年同期占比为 54.4%。1-5 月美国大豆占中国总进口量的比例则由去年同期的 41.9% 将为 16.65%。上述数据显示中国大豆进口需求下降，巴西大豆是目前中国大豆供应的绝对主力市场，而中美贸易战对美豆对华出口的影响是十分显著的。尽管船期显示后三个月中国大豆进口量会继续攀升，但很难达到去年同期水平，这也在一定程度上缓解了国内饲料需求下降对豆粕价格的弱势影响。

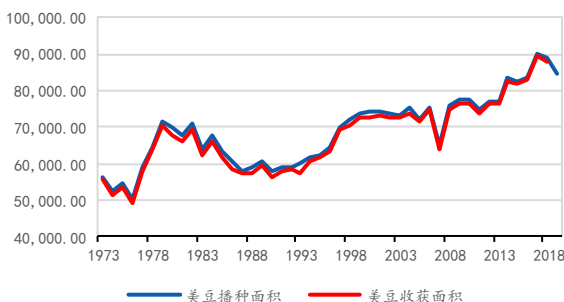
### 3 油脂油料市场操作建议

中美元首会晤成为本次 G20 会议的重头戏，中美贸易关系能否“触底反弹”备受全球关注，会晤成果将对下半年中美大豆贸易产生重要影响。美豆播种面积虽然可能达到预期水平，但市场对严重晚播的大豆存在生长期不足的担忧，尤其是美豆优良率大幅低于正常水平，各方对美豆产量下降具有较一致预期，美豆市场在未来一段时间将继续保持对天气的高度敏感性，不具备深跌的空间。

美豆天气炒作降温，市场进入震荡整理节奏等待下一个风口。国内远期大豆进口成本受 CBOT 盘面走弱以及巴西大豆出口升贴水报价回落的双重影响而震荡下跌，进而令油厂对豆粕挺价出现松动。豆粕需求因生猪存栏量大幅下降而整体处于低迷状态。国内外市场面临较大不确定性，饲企和贸易商放慢采购节奏等待消息面明朗，油厂端豆粕库存消化进度放慢，短期豆粕市场仍缺少方向感，有望延续震荡走势。油脂板块因供应宽松而需求不旺，长期处于反弹乏力状态，建议投资者关注下周美豆优良率水平及重要事件落地后的市场表现，待豆粕市场释放完回调压力后仍应以逢低买入的思路参与交易或择机以套利的方式适量做空油粕比。

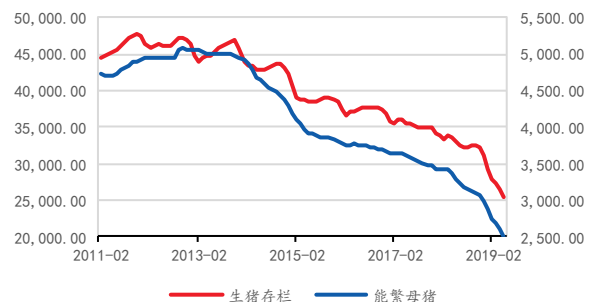
### 4 油脂油料市场主要数据

图表 61：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

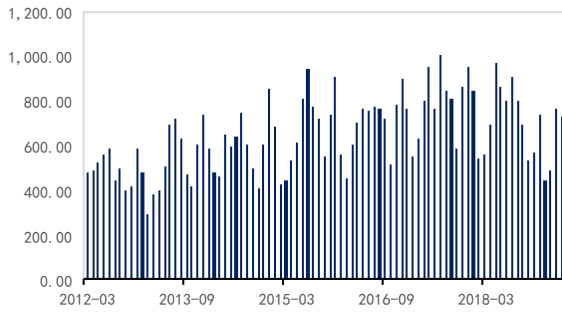
图表 62：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

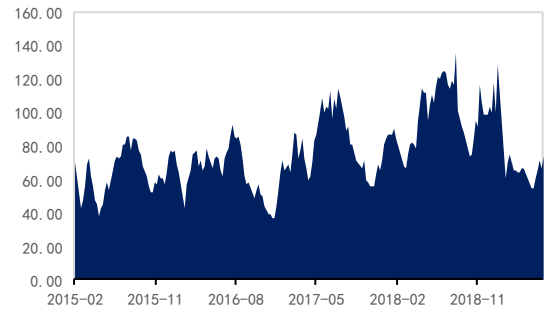


图表 63: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64: 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

#### 巴西中南部：截至6月上半月糖产量同比下降10%

6月上半月巴西中南部地区糖厂甘蔗压榨量达到4237万吨，与上年同期基本持平，但较2019年5月下半月减少3.92%；19/20榨季截至6月16日累计压榨甘蔗1.708亿吨，同比减少4.1%。UNICA 总监 Rodrigues 表示，尽管最近几周气候干燥，但甘蔗压榨量仍然延迟了700多万吨。6月上半月乙醇产量总计21.08亿升，同比减少2.28%，其中含水乙醇同比减少5.87%，至13.72亿升；无水乙醇同比增长5.18%，至7.3689亿升；19/20榨季截至6月上半月乙醇产量总计82.93亿升，同比减少5.27%，其中含水乙醇同比减少6.23%，至58.76亿升；无水乙醇同比减少2.84%，至24.18亿升。6月上半月制糖比例从去年同期的36.44%减少至35.84%。巴西制糖比例处于较低位置。

#### 甘蔗收购价490元/亩

广西物价局和广西糖业发展办公室发布18/19年榨季糖料蔗收购价格通知。首付价格490元/吨，当一级白砂糖含税销售价格超过6660元/吨时，启动联动系数6%的价格联动措施。广西12月单月产糖109.72万吨，销糖71.49万吨。与其年持平。

#### 国内预期种植面积增长2%

预计2018/2019榨季广西糖产量在640万吨。对于2019/2020榨季，广西蔗区改革，蔗价稳定，预计甘蔗种植面积同比有2%—3%的增长。但企业蔗款兑付进度不高，同时糖企对新政策解读不一，种植扶持投入相对谨慎，打击农户种植和护理积极性，叠加天气不确定，2019/2020榨季广西甘蔗单产存在下降风险。因库存高企，印度2019/20榨季须出口700-800万吨食糖

印度新德里消息，印度制糖企业联合会官员表示，为使国内食糖市场稳定，2019/20年制糖期（10月至9月）印度的食糖出口必须达到700-800万吨。该官员称，考虑到印度创纪录的期初库存和下季度约3000万吨的产量预计，只有出口量达到700-800万吨才能使价格保持稳定，且才能有助于甘蔗款项支付。2018/2019年制糖期，印度食糖产量创纪录的达到3300万吨，导致2018/19年的食糖过剩超过1700万吨。该官员表示，在2018/19年，印度曾与韩国、中国、孟加拉国和印度尼西亚的代表团进行过食糖进出口谈判，但自政府间的承诺和合同达成以来，并没有多大的进展。2018/19年度印度只签署了约310万吨食糖的出口合同，其中250-260万吨已经出口。

#### 印度马邦19/20年度糖产量或同比大降40%

印度政府一名高级官员近日表示，受干旱影响，该国第二大甘蔗产区马哈拉施特拉邦2019/20年度糖产量或同比下降39.2%，至650万吨。产量下降将缓解印度糖厂的出口压力，并支撑全球糖价。去年全球糖价下跌逾20%，部分原因来自印度出口补贴的打压。干旱严重影响马邦中

部的农作物，导致甘蔗面积缩减，预计甘蔗产量也将随之下降。2018年6月至9月的季风季节，马邦降雨量比正常水平少23%。2018/19年度马邦糖产量为1070万吨。干旱还造成该州饲料短缺，促使农民用甘蔗喂牛。

## 2 综合分析

供应端，国内库存仍然高企，走私和进口庞大。消费端，国内增速下降。供应增量将主导糖市价格。国储库存维持在660万吨高位。国内目前供应宽松，需求乏力。总体国内白糖供应将十分充裕。

外糖价格保持震荡，因为涨价促进印度加速出口，下跌到11美分/磅则受成本支撑。国内整体供大于求，消费没有起色。目前大部分糖在贸易商手中。短期依然保持震荡偏空的操作思路。密切关注印度干旱和巴西醇糖比。操作上，依然维持震荡区间思路，关注5200的压力位置。

## 3 白糖市场主要数据

图表 65: 白糖期货结算价格



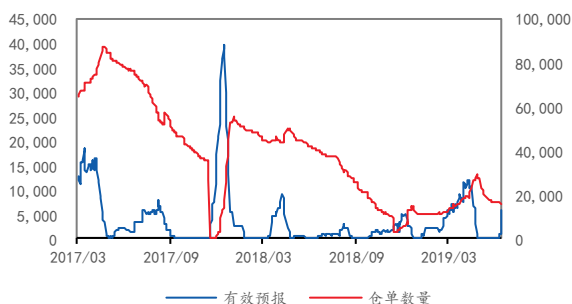
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66: 白糖进口价格



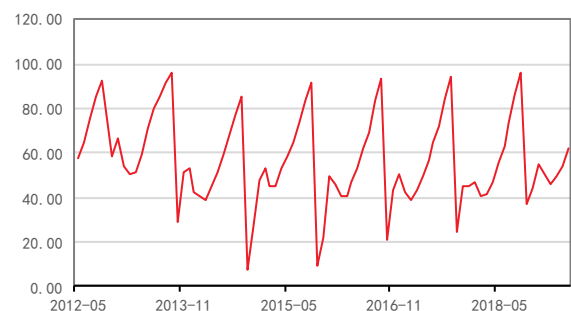
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 67: 白糖仓单预报



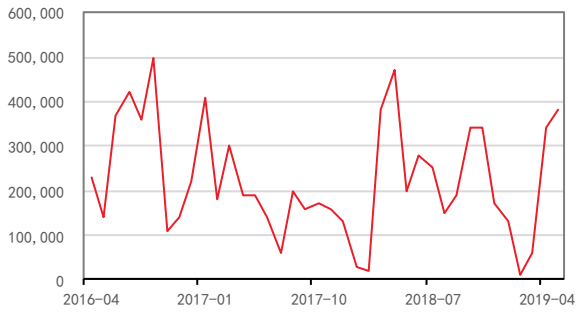
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68: 白糖销糖率



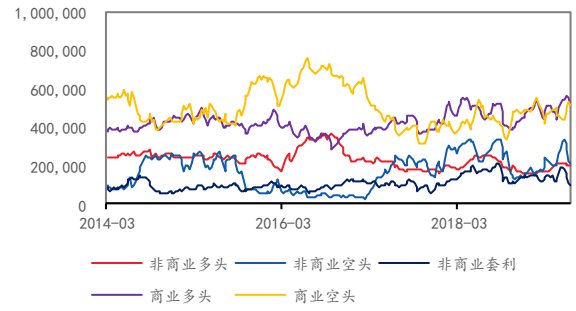
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 69: 白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 70: 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