中投期货策略周报（2019 年第 27 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
wangwanchao@tqfutures.com

刘绅
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

周度投资视点

宏观策略：从大类资产的表现来看，货币宽松对资产价格影响相较于宏观经济更大，中国央行 6 月份超常规宽松，隔夜回购利率曾跌至 1%以下，一度使得央行逆回购利率就失去了指导意义，近期央行回笼资金，流动性回归常态，以及财政赤字的天花板相对较低，固定资产投资支撑有所减弱。预计三季度宏观压力仍存，近期部分工业品反弹，但中期我们仍然维持工业品震荡偏弱的判断。

股指期货：考虑关税问题谈判难度较大，以及科创板集中上市对市场情绪的影响仍是压制盘面的主要因素。在当前市场情绪低迷的情况下，除非出现超预期的政策利好，否则指数维持震荡的概率较大。目前我们仍维持沪指 2800-3050 区间震荡的观点。

铜：铜精矿不断收紧预期持续，但铜价目前仍未交易铜矿紧张逻辑，冶炼厂新建项目较多，下游消费疲软，矿端短缺已传递至金属端，但下游目前消费并无较大亮点，需要进一步关注政策对需求的提振，基本面并不支持沪铜大幅反弹行情，预计沪铜偏弱运行，低位振荡为主。

锌：冶炼利润处于高位，在精矿供应增加的前提下，锌供应逐渐增加，消费季节性转弱态势凸显，加上短期进口锌有望增加流入国内。现货升水逐渐回落，锌基本面偏弱的预期维持。中国 6 月经济数据略超预期，短期宏 观情绪向好，但对锌价或难形成持续推动。

黑色金属：钢材方面环保进一步趋严，供应后期有收缩预期，下周初受唐山环保影响将有所反弹，需求淡季表现，后期价格上行仍待需求启动，关注 3900 一线支撑。铁矿石主力合约即将进入现货月，供需矛盾短期难改变，期货贴水幅度较大情况下预计高位震荡为主。焦炭现货逐步企稳，后期环保预期下有望震荡上行，价格仍有提涨预期，关注 2001 合约逢低做多机会。关注政治局会议、美联储议息会议扰动。

甲醇：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。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。20 号胶上市后将从现有沪胶市场抽取流动性，并成为橡胶期货主力品种。

纸浆：目前纸浆期货价格二次探底 4400-4500 元/吨，支撑力量确认。虽然基本面依旧弱势，国际经济贸易形势风起云涌，但是目前价位已经处于相对低位，下行空间不大。预计短期内依然震荡偏弱，不建议投资者追空，以观望为主，9 月消费旺季的来临值得期待。

油脂油料：大豆 1909 合约下跌空间有限，长线多单可以考虑分批进场。棕榈油 1909 合约处于明显的空头格局，仍可能继续承压向下寻找支撑。豆油 1909 合约持续横盘整理，缺少方向感，参与机会不明显。

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。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，短期观望，关注前高压力。

目 录

期货市场概况 ..... - 4 -
周度策略：6 月经济数据短期回暖 中期仍堪忧 ..... - 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：财政支出压力加大 ..... - 6 -
3 流动性：流动性维持极度充裕 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜：数据超预期，价格走高 ..... - 10 -
1 基本面分析 ..... - 10 -
2 结论：延续低位震荡 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌：库存积压 难言乐观 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 锌：后市难言乐观 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
黑色金属 ..... - 15 -
1 行情分析及市场运行逻辑 ..... - 15 -
2 供需端：产量增加，需求仍显疲弱，库存累积明显 ..... - 16 -
3 原料端：铁矿高位震荡，焦炭开启第一轮提价 ..... - 18 -
4 总结与建议 ..... - 20 -
甲醇 ..... - 21 -
1 甲醇市场供求分析 ..... - 21 -
2 综合分析 ..... - 22 -
3 甲醇期货现货数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 行情概要 ..... - 24 -
2 基本分析 ..... - 24 -
3 内在逻辑 ..... - 28 -
4 总结建议 ..... - 30 -
纸浆：纸浆震荡偏弱，支撑力量确认 ..... - 32 -
1 纸浆运行逻辑 ..... - 32 -
2 上游市场：6 月中国木浆进口量继续增加 ..... - 32 -
2 下游市场：玖龙带头降价，出货情况未见改善 ..... - 35 -

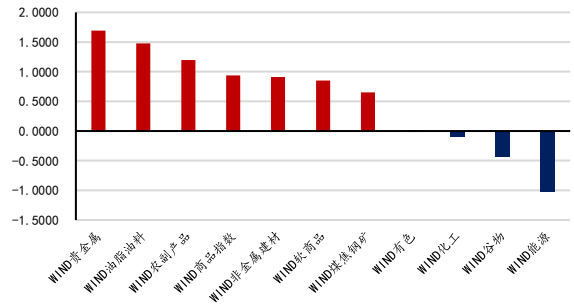
3 库存情况：木浆库存依然处于高位 ..... - 36 -
5 结论与建议 ..... - 36 -
油脂油料：美豆重回调整节奏，国内豆类市场相对抗跌 ..... - 37 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 37 -
2 国内油脂油料市场分析 ..... - 37 -
3 油脂油料市场操作建议 ..... - 38 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 38 -
白糖 ..... - 39 -
1 白糖市场供求分析 ..... - 39 -
2 综合分析 ..... - 40 -
3 白糖市场主要数据 ..... - 41 -
免责条款 ..... - 42 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十（单位：%）									
镍	白银	乙二醇	鸡蛋	铁矿石	铅	黄金	铜	橡胶	锰硅
7.16	5.46	3.81	2.71	2.46	2.27	2.16	2.09	1.81	1.61

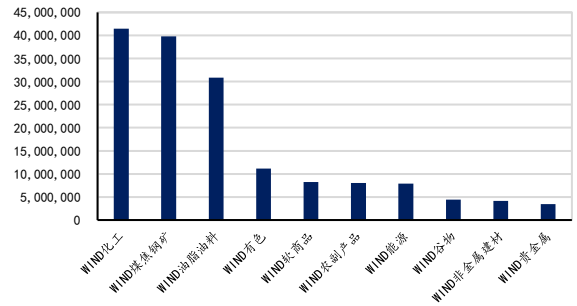
国内市场跌幅前十（单位：%）									
原油	燃油	红枣	沥青	聚丙烯	纤维板	苹果	螺纹钢	白糖	棉花
-3.79	-3.04	-1.85	-1.56	-1.34	-1.14	-1.03	-0.84	-0.79	-0.65

图表 1：商品板块周涨跌幅



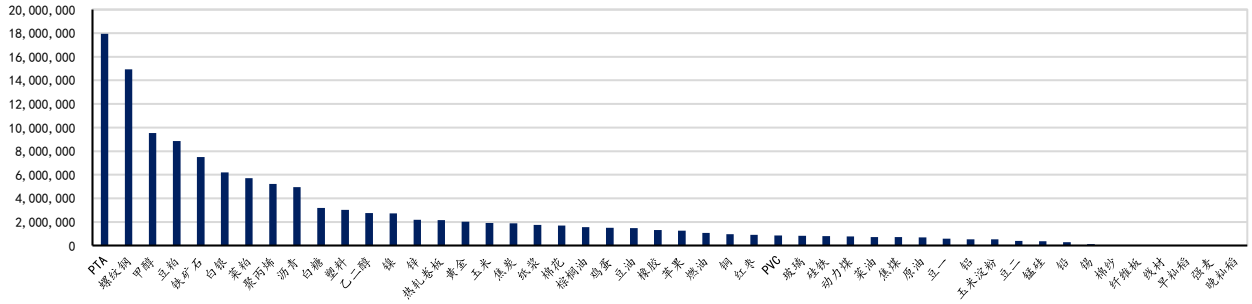
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：商品板块周成交量（万手）



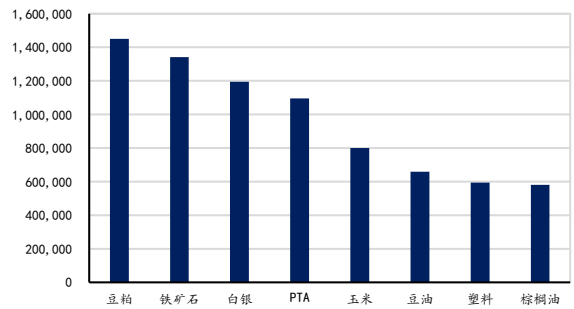
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：国内期货品种周成交量（手）



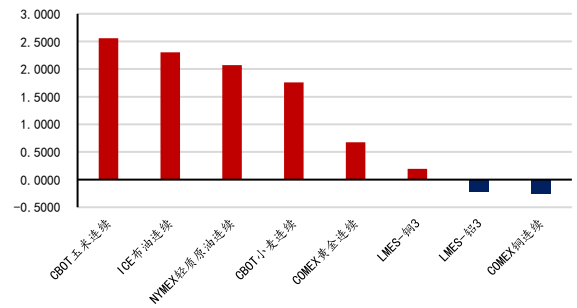
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：6 月经济数据短期回暖 中期仍堪忧

本周商品依然维持涨跌不一的走势，近三个月来一直弱势的有色金属大幅反弹，在沪镍暴涨 14%的情况下，沪铜和沪锌依照比价效应反弹近 3%，但是原油大幅下跌，周跌幅近 7%，黑色系也出现高位震荡走势，螺纹先涨后跌，焦炭也出现大幅波动走势。本周没有创新低的品种出现，显示市场情绪出现明显的好转。

6 月份经济数据显示消费和工业增加值同比超预期，部分投资者对当前的宏观数据解读较为乐观，但是剔除掉短期因素和价格因素，6 月份的经济数据稳中有忧，持续超预期的难度很大。

先看消费数据，6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%，前值 8.6%，创一年多来的新高。6 月社会消费品零售总额增长较为强劲，体现在三个方面：一是与前值相比，上行 1.2 个百分点，幅度较大；二是当月同比录得 9.8%，创 2018 年 4 月以来新高；三是 2018 年 5 月、6 月社会消费品零售总额同比分别为 8.5%、9.%，在基数抬升的情况下取得以上成绩，表明 2019 年 6 月消费确实强劲。但是从结构上看，两个短期因素影响较大，一是汽车消费政策，二是 618 消费节的影响。6 月汽车类零售额当月同比 17.20%，较前值大幅上行 15.10 个百分点，较去年同期上行 24.2 个百分点。如此超预期的增长，与排放标准从“国五”向“国六”转换有关，与此同时，也存在基数效应的贡献。二是化妆品类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类表现亮眼。6 月化妆品类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类当月同比分别为 22.5%、6.5%、8.3%、7.7%，分别较前值上行 5.8、3.4、2.2、1.9 个百分点，主要受电商“618”活动的影响，网络促销政策导致部分商品集中消费，体现了明显的季节性。

6 月工业增加值同比增速显著回升 1.3 个百分点至 6.3%。工业生产的回升主要由采矿业拉动。分三大行业来看，采矿业工业增加值增速反弹 3.4 个百分点，制造业增速回升 1.2 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回升了 0.7 个百分点。采矿业增速反弹可能是由于近期铁矿石价格带动矿场开工以及发电耗煤量的上升。但随着入夏后环保监察力度加大，采矿业的反弹预计可持续性不强。从高频数据看，发电耗煤量、高炉开工率、汽车轮胎开工率等高频数据 6 月均有所上升，但目前已开始下行，预示 7 月生产可能回落，而 6 月工业产销率为 97.1%，较上月下滑 0.6 个百分点，表明需求增长相对有限，预计工业生产回暖的持续性并不强。由于采矿业反弹的可持续性不强，贸易摩擦仍具有不确定性，需求也未见明显回升，预计工业生产未来或将平稳回落。

作为宏观经济的稳定器，基建和房地产的后市仍有值得担忧的地方，基建投资累计同比小幅回升 0.4 个百分点至 3%，体现了经济下行背景下的宽财政。但在地方政府债务偿还压力较大，财政前移的背景下，下半年基建投资有望保持温和增长。房地产投资小幅回落 0.3 个百分点至 10.9%，从土地购置面积、房屋新开工面积、房屋施工面积、竣工面积增速看，房地产投资依然具有韧性。考虑到目前房地产库存仍处低位，但房地产融资端收紧，预计下半年房地产投资将温和回落。制造业投资方面，虽然本月有所回升，但贸易战具有长期反复的特征，内需也尚未显著回升，因而制造业投资难言企稳回升。总体来看，预计下半年投资增速基本稳定。

从 6 月份金融数据的结构和走势看，宏观经济的内生性依然不足。6 月份社会融资规模增量为 2.26 万亿元，比上年同期多增 7723 亿元，好于上月水平。分项来看，人民币贷款继续是社融新增的最主要贡献者，新增 1.67 万亿，与去年水平相当。地方政府专项债的重要性越发凸显，新增 3508 亿元，同比多增 2489 亿。企业债券融资有所回暖，新增 1291 亿元，但较去年同期少增 59 亿元。非标整体继续减少，但减少规模大幅降低，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三者合计减少 2124 亿元，同比少减了 4791 亿。从贷款的结构来看，中长期公司贷款和票据融资的占比均下降约 10 个百分点，而短期公司贷款的占比大幅提升，对比去年同期，短期公司贷款多增 1816 亿，长期贷款比重的进一步走低显示企业对经济信心依然不足。因为短贷显示企业短期流动性压力改善，活力提升，但对长期环境和前景依旧持谨慎态度，对生产经营的中长期投资有限，对经济拉动也有限。

从工业品的走势看，本周反弹幅度较大的主流品种是沪铜，但是铜更大程度上是因为镍暴涨拉动的，即使从镍的基本面看，其维持如此高位难度也极大，四季度大概率出现沪镍的做空机会。因此我们认为工业品缺乏整体性机会，部分品种强势更大程度上是短期因素造成的，难以持续。

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	7 月 18 日	韩国央行三年来首次降息	7 月 18 日上午，韩国央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 1.5%，这是该行去年 11 月 25 日加息 25 个基点以来首次调整利率水平，这也是该行三年以来首次降息。	全球贸易摩擦加剧，对经济形成持续压力
	7 月 10 日	全球新一轮宽松潮来临	7 月 18 日，韩国、印尼、乌克兰、南非均在这一天宣布了降息决议。	全球无风险利率进一步下行，6 月份全球负收益率债券市值已经突破 13 万亿美元，自去年 12 月以来翻了一番，约占全球债券市值的 25%
数据	7 月 17 日	6 月社会消费品零售总额同比增长 9.8%	创近半年以来新高	主要原因是汽车消费政策刺激以及 618 消费节，消费整体变化不大。
	7 月 17 日	中国第二季度 GDP 同比增长 6.2%	比第一季度放缓 0.2 个百分点。今年上半年国内生产总值 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%。	上半年宏观经济保持相对稳定，实属不易
事件	7 月 18 日	特朗普：如果有必要，美国可能会对价值 3250 亿美元的中国商品加征关税	美国总统特朗普 16 日称，美国要与中国达成贸易协议，还有很长的路要走，但如果有必要，美国可能会对价值 3250 亿美元的中国商品加征关税。	如果美方加征新的关税，无疑是给双方磋商设置障碍，只会使达成协议的路更为漫长。

资料来源：中投期货研究所

2 宏观经济：财政支出压力加大

上半年，全国地方累计发行新增债券 21765 亿元，占 2019 年新增地方政府债务限额 30800 亿元的 70.7%；其中 6 月当月发行规模 7170 亿元，约占上半年累计发行规模的三分之一，创年内单月发行规模新高。预计，在政策支持下，各地能够完成国务院常务会议确定的 9 月底基本发行完毕的目标。预计下半年在稳增长的目标下，进一步扩大额度也是一种选项，但仍需要等待中央政治局会议定调。

上半年减税成效显著，财政收入维持低速增长：1-6 月累计，全国一般公共预算收入同比增长 3.4%。6 月单月增速为 1.4%，相比 5 月单月（-2.1%）有所回升，主要是 6 月生产和消费情况相比 4、5 月有所好转；但累计增速来看，仍比 1-5 月（3.8%）下降 0.4 个百分点，反映了今年减税导致财政减收的大方向。

分税种看，增值税、企业所得税、个人所得税都在减税下增速下降，财政部在新闻发布会中表示，减税降费效果持续加大，相关收入同比下降或增幅回落。从分税种数据来看，上半年国内增值税同比增长 5.9%，比去年同期增幅回落 10.7 个百分点，主要是 4 月 1 日增值税减税的影响；企业所得税同比增长 5.3%，比去年同期增幅回落 7.5 个百分点，主要受提高研发费用税前加计扣除、小微企业普惠性税收减免等政策影响；个人所得税同比下降 30.6%，主要是去年个

人所得税提高免征额以及专项附加扣除政策的影响。

支出增速较高，进度较快，托底了上半年经济形势：1-6 月累计，全国一般公共预算支出 123538 亿元，同比增长 10.7%，相比 1-5 月的 12.5%下降了 1.8 个百分点。虽然单月增速 5.6%，快于前值 2.1%，一定程度上反映了季末集中开支的特点，但累计增速仍维持回落状态。上半年来看，财政支出增速较高、进度较快。全国一般公共预算支出同比增幅比去年同期提高 2.9 个百分点，比预算增幅高 4.2 个百分点；支出进度为 52.5%，比序时进度快 2.5 个百分点。在财政政策的托底下，上半年经济增速为 6.3%，控制在了政府工作报告的目标 6.0-6.5%之间。

上半年财政支出的前移和进度加快，一方面是对冲宏观经济下行压力带来的风险，一方面是在内外部复杂因素交织的背景下，稳住民生和就业市场的信心，防止金融风险向实体经济传递。但是下半年财政支出的力度将会受到影响，财政政策可能需要新的创新工具。

3 流动性：流动性维持极度充裕

人民银行 18 日公告称，为对冲政府债券发行缴款等因素的影响，人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。期限为 7 天，中标利率为 2.55%。鉴于 19 日无逆回购到期，人民银行实现净投放 1000 亿元。在公告表述中，已无对冲税期相关表述，表明税期因素逐渐消退。

随着税期逐渐过去，在连续净投放下，近期隔夜资金利率已经出现小幅回落，从近期情况来看，短端资金波动率较大，本月月初短端利率甚至达到过十年来低位，而进入月中后，包括隔夜、7 天、14 天的短端利率分别与 1 个月至 6 个月的中长期资金利率形成倒挂。

从政策意图上看，持续的宽松状态并非央行的政策意图，保持市场流动性处于合理充裕状态仍是监管层的政策主轴。考虑到当前市场资金面已经回到年内波动中枢附近，且税期、地方债缴款等因素可能对市场流动性形成一定扰动，因此央行近期重启短期工具逆回购的概率较大。

4 宏观策略

从大类资产的表现来看，货币宽松对资产价格影响相较于宏观经济更大，中国央行 6 月份超常规宽松，隔夜回购利率曾跌至 1%以下，一度使得央行逆回购利率就失去了指导意义，近期央行回笼资金，流动性回归常态，以及财政赤字的天花板相对较低，固定资产投资支撑有所减弱。预计三季度宏观压力仍存，近期部分工业品反弹，但中期我们仍然维持工业品震荡偏弱的判断。

5 股指期货市场分析

本周指数维持小幅震荡走势

本周指数维持小幅震荡走势，沪指本周微跌 0.22%，创业板表现较为强势，周涨幅 1.58%，前期蓝筹强，中小创弱的格局出现一定变化。

周一沪指完全回补 7 月 1 日跳空缺口后止跌回升，市场短线风险基本释放完毕。受中美贸易不确定性影响，周四 A 股回踩 2900 点，黄金、玉米、稀土、科创板对标公司等有所表现。周五 A 股止跌反弹，科技股和金融股集体反弹是市场上行的主要动力，北上资金连续 4 天净流入，且

有加速迹象。

关注科创板上市对市场的压力

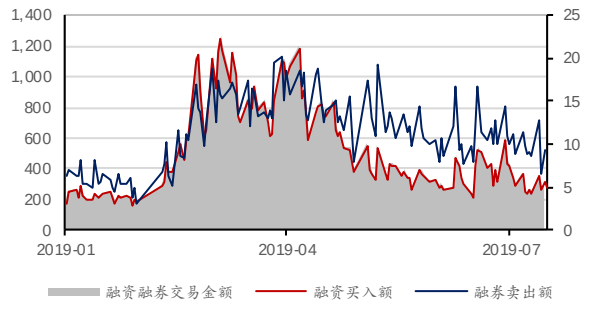
先关注半年度业绩预告情况。全部创业板与过半中小板公司 2019 年中报的业绩预告已经公布。中小板与创业板业绩回落均明显放缓。中小板样本公司中报预告归母净利润同比下滑 5.8%，较 2018 年四季度和 2019 年一季度降幅明显收窄，业绩拐点出现。创业板中报业绩增速为-1.8%，较一季报的-11.8%有较大幅度收窄，显示内生增速下滑的趋势有所放缓。

单看二季度增速，业绩向好更加明显。创业板公司二季度增速高于之前预期，归母净利润合计 307.9 亿元，同比增长 8.6%。中小企业板样本公司二季度增速同样较一季度有所改善，同比增长 5.0%。创业板指 4 月起回调，6 月至今小幅上涨 5 个百分点，消化了部分中报预告显示的二季度业绩向好的预期。由于下半年经济与流动性都会有较大的下行压力，将对白马股的业绩构成压力，而科技行业有望保持继续增长，在这一状况下成长股有望取得不错的相对收益。因此这也是近期创业板走势强于上证 50 的原因。

关注下周的科创板情况。第一批正式上市的科创板公司总共有 25 家，共募资约 370 亿元，而截至 2019 年 7 月 17 日 A 股 IPO 共首发了 71 家，总募集 642.55 亿元，即科创板募资金额就占了其中的 57.6%，由此可见，科创板上市速度很快，与其他板块不同，科创板实行的是按市价发行，因此普遍市盈率都比较高。经统计，25 家第一批上市科创板公司平均市盈率达到了 53.40，而最高市盈率竟然达到了 170.75，企业叫中微公司，而最低市盈率是募资额最大的中国通号，为 18.80。而大部分市盈率在 30-50 倍之间，基本都高于行业平均。

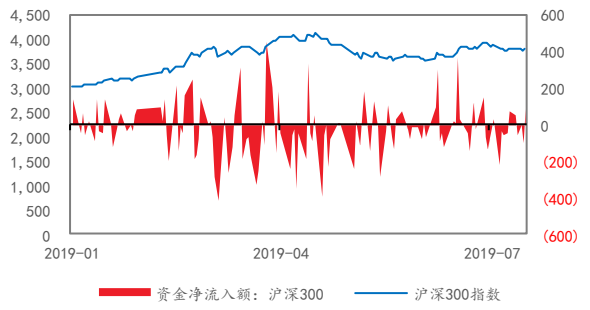
整体来看，科创板上市前指数维持震荡，考虑关税问题谈判难度较大，以及科创板集中上市对市场情绪的影响仍是压制盘面的主要因素。在当前市场情绪低迷的情况下，除非出现超预期的政策利好，否则指数维持震荡的概率较大。目前我们仍维持沪指 2800-3050 区间震荡的观点。

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

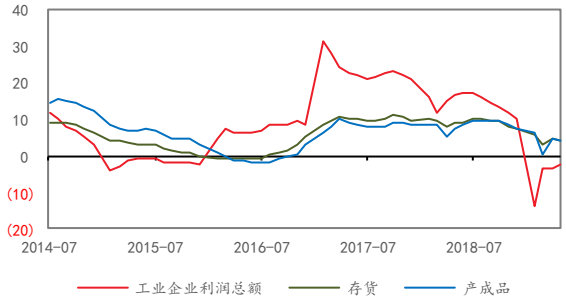


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：数据超预期，价格走高

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%。根据国际铜研究小组 ICSG 最新数据， 2019 年一季度全球铜精矿产量同比-3%。智利铜产量受到矿石品位下滑影响，产量减少 5%。印尼产量减少了 52%，主要 2 个矿山开仓从地上向地下转移，导致临时产量减少。预计 2019 年将迎来有史以来最频繁的劳工谈判，年初至今矿的干扰率比预期偏高一些，包括天气影响下主产区生产的中断、环保及地方税收政策影响下个别矿山的减产。总之，矿端的紧张比预期来得快，增加供应端不确定性。

中国 6 月铜矿砂及其精矿进口 146.7 万吨，同比下跌 16.5%，环比下降 20.4%。1-6 月累计进口 1055.3 万吨，上升 10.5%。 6 月铜精矿进口量下滑主要是因为铜陵有色等冶炼厂检修，导致原料需求下滑。进入 7 月，虽仍有部分冶炼厂产量会受到检修影响，但相较二季度已经大大降低。

废铜面临供需两弱

从 6 月第一批批文申请情况来看，通过企业 50 余家，第二批废六类进口批文公布，共批复 12.445 万吨，按 78%的废六平均品位计算，则前两次发放的金属量占去年 Q3 进口金属量 84%，占比去年下半年 42%，可以看到的是监管部分并没有将这部分供给一刀砍，对于废铜短缺的担忧可以暂告一段落。最新 的进口批文来看，第三季度的前两批批文总量已经达到 30.7 万吨，占去年的 83%，后续还会有第三批批文，整体来看，废铜进口稳定。中国精废比回到 1500 元以上，有利于废铜的消费，但实际情况是，因为需求疲软，废铜消费并没有出现明显的好转。目前因此预计废六类政策整体上是以规范为主，而不是以限制为主，减轻了政策变化对废铜市场的冲击力度。

精炼铜供应量受限

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。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。同时，2019 年 TC/RC 长单加工费的下滑，侧面反映出上游铜矿有一定收紧。从上半年至今，铜矿现货加工费持续下滑，铜矿供应越紧张，则加工费（TC/RC）越低。CSPT 小组在吉林珲春召开了最新三季度的 Floor price 价格 会，并敲定三季度的 TC 以 55 美元/吨为基数， 较 2019 年 Q2 下降了 18 美元。

国内进口铜小幅盈利，铜价震荡，国内需求旺季平稳，现货升水保持。受前期进口亏损影响预计未来国内铜进口量小幅回落，国内铜供应仍将维持紧平衡局面。

消费疲弱

2019 年 1-5 月全球铜消费量为 920 万吨，去年同期为 972 万吨。2019 年 1-5 月中国表观需求量为 467.8 万吨，较去年同期下滑 4.6%。6 月铜管企业开工率同比表现大幅下滑，今年铜管行业淡季早于往年，并且部分企业表示，由于目前铜管行业利润本就不高且账期较长，还要为吸引订单而下调铜管加工费，企业压力较大，有考虑缩减部分产能，以节约成本。另外目前由于国内消费疲弱，叠加受贸易争端行业信息影响，出口受挫，空调行业累库明显，高库存也因此抑制了铜管消费。

2019 年 1—6 月份，全国房地产开发投资 61609 亿元，同比增长 10.9%，增 速比 1—5 月份回落 0.3%。其中，住宅投资 45167 亿元，增长 15.8%，增速回落 0.5 %。住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.3%。在政策引导下，房地产市场基本稳定。6 月房地产数据延续缓步下行态势。整体而言，国内房地产市场进入平稳运行状态，预计下半年房地产投资将继续回落，政策加杆杆或提振基 建投资缓慢回升。

由于汽车购置税优惠取消，国产汽车产量出现了明显的下滑。19 年国内汽车产量连续处于同比下跌 10%以上的情况，1-6 月国内汽车产量同比下降 14.1%，6 月国内汽车销量好转，但汽车行业对有色金属需求仍然面临较大挑战。

总之，6 月固定资产投资、消费品零售和规模以上工业增加值均超预期，但房地产相关数据不及预期。 6 月经济略有复苏，但下半年国内经济形势仍然存在压力。

2 结论：延续低位震荡

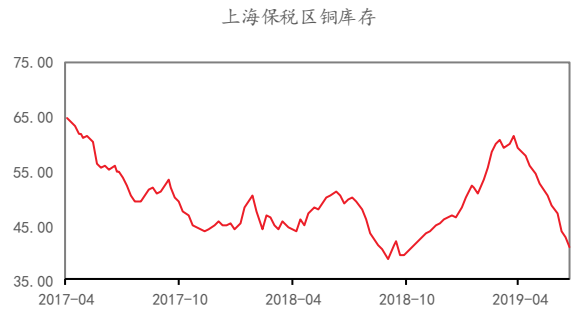
中国 6 月经济数据超预期，市场乐观情绪上升，沪铜在 46000 附近企稳快速反弹，最高至 60 日均线附近后承压。由于宏观经济不确定性仍然较大，而中国经济复苏仍待观察。铜精矿不断收紧预期持续，但铜价目前仍未交易铜矿紧张逻辑，冶炼厂新建项目较多，下游消费疲软。预计沪铜偏弱运行，低位振荡为主。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价

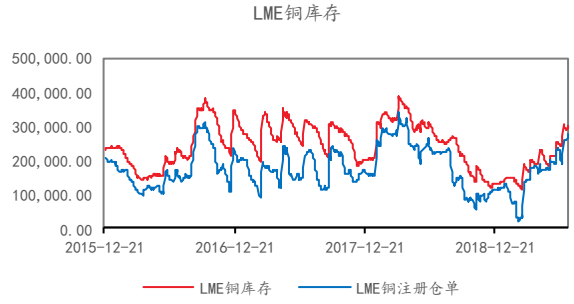
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



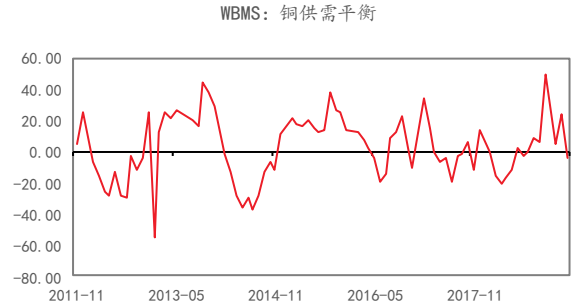
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



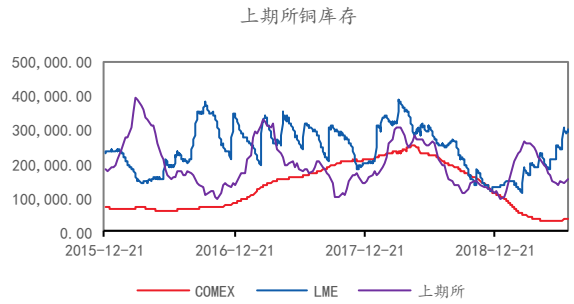
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



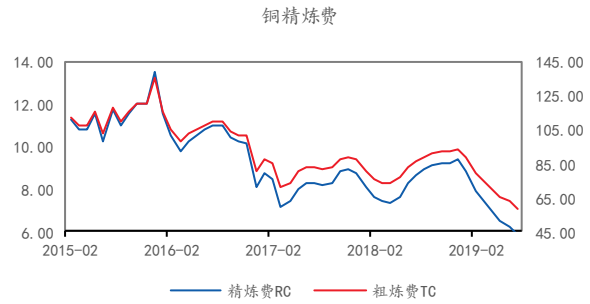
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：库存积压 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。

内蒙古、新疆以及西藏等地区的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，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，预计 2019 年进口锌精矿量将继续录得增加，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 6250-6550 元/金属吨附近，较去年同期增加约 3000 元/金属吨；进口加工费报至 260-270 美元/干吨左右，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，后期将有所下调。从原料端让渡的丰厚利润，令冶炼环节尤其是国内冶炼企业保持高昂的生产意愿：株冶、汉中先于预期达产/提产，部分正常生产的企业也纷纷满产/超产，从而使得国内产量在二季度初就接近了冶炼峰值，并通过延缓检修的方式，使得国内锌锭产出一直保持在峰值的高产出水平，中国 6 月锌产量同比增加 10.3%至 51.3 万吨。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。

中国 6 月进口的大多为特优级锌，进口量为 4.2 万吨。1-6 月出口量为 18 万吨，较 2016 年 1-6 月下降 11.2 万吨。

需求无亮点

锌的下游初级消费领域主要是镀锌、压铸合金、黄铜、氧化锌以及电池。而中国的锌初级消费结构中，镀锌占据一半以上份额。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。据 SMM 调研进入 7 月，压铸锌合金企业终端订单预计仍延 续较弱，其中拉链类板块或更有转差趋势，叠加夏季部分压铸锌合金存在检修计划，预计整体开工率将进一步走弱。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。

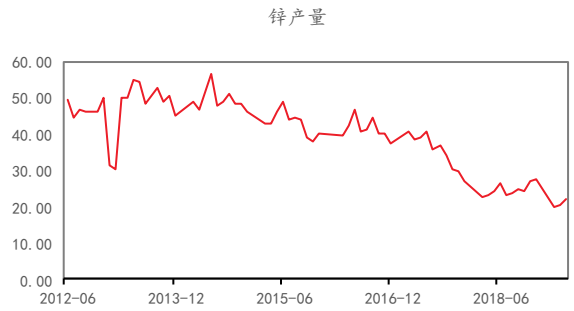
统计局公布 6 月经济数据，其中，固定资产投资、消费品零售和规模以上工业增加值均超预期，但房地产相关数据不及预期。整体而言，受到国内汽车标准国五改国六影响，6 月国内汽车销量大增，带动经济略有复苏。6 月中国经济数据超预期，小幅助推有色金属企稳反弹。但下半年国内经济形势仍然存在压力，有色金属基本面情况仍待观察。

2 锌：后市难言乐观

冶炼利润处于高位，在精矿供应增加的前提下，锌供应逐渐增加，消费季节性转弱态势凸显，加上短期进口锌有望增加流入国内。现货升水逐渐回落，锌基本面偏弱的预期维持。中国 6 月经济数据略超预期，短期宏 观情绪向好，但对锌价或难形成持续推动。

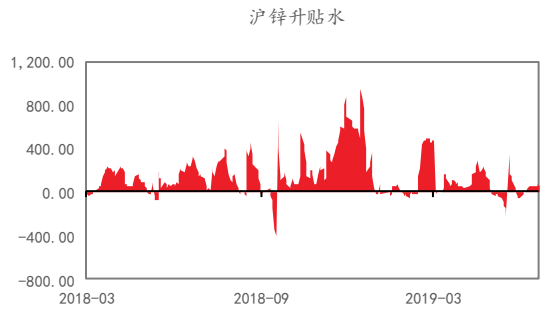
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



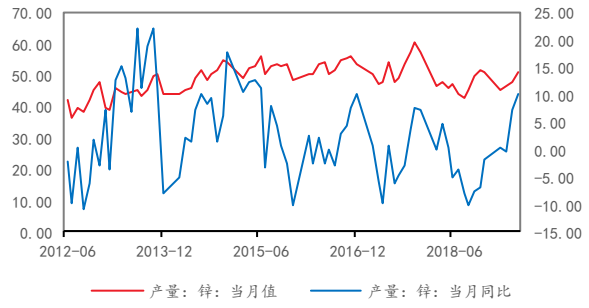
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



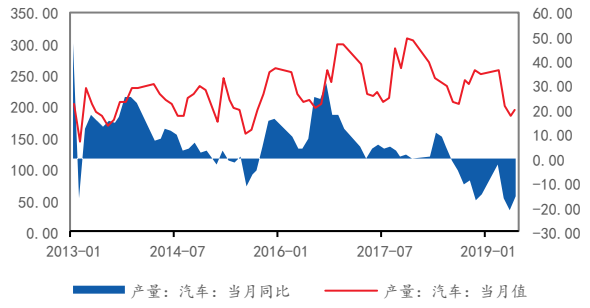
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周钢材市场先是受宏观数据利好提振，随后在需求偏弱下价格呈现回落，铁矿石消息较多，但调整空间受到深贴水支撑，价格整体表现为震荡走势，焦炭价格在焦企第一轮提涨后表现平稳，盘面反应 2 轮提涨下短期有所波动。

宏观层面，伴随美联储降息预期的升温，越来越多新兴市场国家跟随降息。本周韩国央行、印尼央行、南非央行、乌克兰央行都加入了全球央行“降息俱乐部”。本月末，美联储将召开 7 月份货币政策例会，市场各方均预计此次美联储将宣布降息。如果这一“靴子”落地，将成为美联储 10 年来的首次降息，降息预期对风险资产偏好提振明显。

国内方面，本周公布二季度经济数据，GDP 增速为 6.2%，低于市场预期，但 6 月经济数据出现超预期的改善，特别是工业增加值和社会消费品零售总额。6 月工业增加值同比增长 6.3%，预估为 5.2%，前值为 5%，大幅反弹主要受采矿业拉动。社会消费品零售总额同比增长 9.8%，预估为 8.5%，前值为 8.6%，消费大幅增长主要受国五清库带动汽车消费反弹带来的短期影响。1-6 月城镇固定资产投资同比增长 5.8%，预估为 5.6%，前值为 5.6%，其中全国房地产开发投资累计同比增长 10.9%，增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点，基建投资累计同比增长 4.1%，好于 1-5 月的 4%，制造业投资累计同比增长 3%，增速比 1-5 月回升 0.3 个百分点。投资方面反应，政策逆周期调整在起作用。

产业层面，发改委称，有关部门将于三季度开展钢铁、煤炭领域淘汰落后和化解过剩产能工作督导检查，坚决防止已退出产能死灰复燃。

唐山市政府下发《七月份大气污染防治管控措施停限产规定》后，市公安局环安支队把落实市政府指令作为一项政治任务来完成，按照严格检查到位、严肃查处到位、坚决落实到位要求，对全市企业停限产开展全面排查，确保我市大气质量显著改善。7 月 19 日，环安支队联合开平分局检查组到唐银钢铁厂生产现场进行检查，发现三座高炉均正在生产，没有落实政府停限产要求，总经理被带走。近期环保呈现进一步趋严态势。

唐山市根据环境应急与重污染天气预警中心《关于近期空气质量测及管控建议的函》，为有效应对 7 月下旬不利扩散天气，在严格整执行《7 月份全大气污染防治强化管控方案》基础上，在确保安全生产、汛期安全前提下，7 月 21 日 0 时至 7 月 31 日 24 时执行以下加严管控施。钢铁行业(含独立球团、高炉铸造)在严格执行《7 月份全市大气污染防治强化管控方案》基础上再采取以下加严措施：1、7 月 21 日 0 对至 7 月 31 日 24 时，绩效评价评价为 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，涉搬迁的天柱钢铁、华西钢铁、国义特钢，停 20%的烧结机(竖炉)装备；2、7 月 21 日 0 时至 7 月 25 日 24 时、7 月 29 日 0 时至 31 日 24 时，丰南区、古冶区、开平区、路北区、滦州市、滦南县、迁安市钢铁企业停 70%的绕结机(竖炉)装备，丰润区、迁西县、遵化市钢铁企业停 50%的绕结机(竖炉)装备。7 月 26 日 0 时至 7 月 28 日 24 时，全市钢铁企业烧结机（竖炉）装备全部停产，高炉休风闷炉；焦化企业绩效评价为 A 类的延长结焦时间至 28 小时，绩效评价 B 类及以下的延长结焦时间至

36 小时。其他如水泥熟料行业、铸造企业等也有停产要求，机动车、扬尘受到管控。

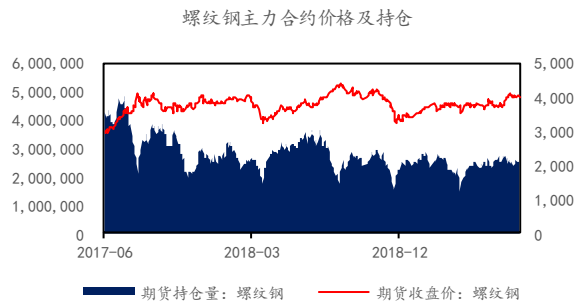
山西省政府要求，7 月底前各市完成错峰生产方案的制定，列出错峰生产企业清单，将错峰生产要求细化到企业生产线、工序和设备，明确错峰生产的执行内容，确保可操作、可核查。纳入错峰生产范围的企业要提前做好生产计划调整。10 月 1 日起，未按要求完成年度治理改造任务的企业（包括无组织排放治理），予以停产治理。同时 8 月 8 日-8 月 19 日第二届青年运动会在山西举办，山西省环保厅要求全省所有铸造企业在 7 月 18 日之前完成停产工作。

临汾关于坚决落实山西省打赢蓝天保卫战 2019 年行动计划的通知，尧都区负责 6 月底前完成市区建成区周边 10 公里范围内东方恒略精密铸造有限公司（钢铁部分）的停产退出；完成所辖市区规划区范围内的现有铸造、洗煤企业停产退出；完成所辖市区规划区内的塑料制品企业全部停产工作，启动搬迁。

在环保趋严的态势下，我们也看到政府为更大力度，更加精确地对高耗能产业进行停限产调节。相关部门正在计划对钢铁、煤炭、水泥、化工等 15 个重点行业开展绩效分级评价和差异化管理。通过生产工艺水平、治理技术等多项指标制定绩效评级细则，将行业企业分为 A、B、C 级，在京津冀及周边、长三角区域、汾渭平原等环保重点区域，根据不同天气条件，根据等级采取不同的停限产措施。

政策上，环保后期逐步趋严是常态，钢材供应有一定收缩预期，价格上行仍待需求启动，重点关注政治局会议、美联储议息等影响。

图表 21：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 22：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：产量增加，需求仍显疲弱，库存累积明显

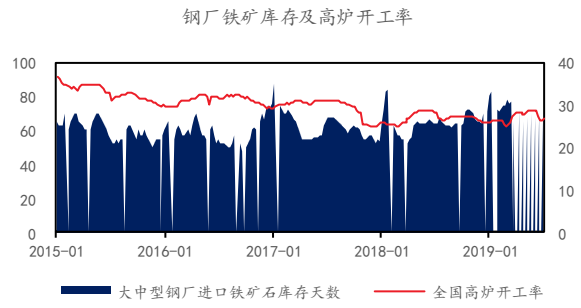
数据显示，6 月我国生铁日均产量 233.8 万吨，粗钢日均产量 291.8 万吨，钢材日均产量 357.0 万吨。6 月我国生铁产量同比增长 5.8%至 7014 万吨，粗钢产量增长 10%至 8753 万吨，钢材产量增长 12.6%至 1.071 亿吨；1-6 月生铁产量同比增长 7.9%至 40421 万吨，粗钢产量增长 9.9%至 4.9217 亿吨，钢材产量增长 11.4%至 5.869 亿吨。粗钢产量增幅明显，与钢企废钢添加比例、电炉钢新增产能，同时我们看到限产执行不严，华北地区限产后，其他区域增产明显，

本周最新高炉开工率为 66.71%，较上周回升 069%，开工率回升唐山地区限产执行不严有关。五大钢材周度产量增加 9.28 万吨，螺纹钢增加 4.07 万吨至 379.59 万吨，热卷产量增加 2.9 万吨至 336.21 万吨。短期看产量由降转增，环保执行不严。电炉方面， Mysteel 53 家独立电

弧炉开工率 78.43%，环比增加 0.84%；产能利用率 68.77%，环比增加 0.87%；Mysteel 调研全国 102 家电弧炉钢厂，平均开工率 80.43%，较上周降 0.08%；产能利用率 71.14%，较上周增 0.35%。

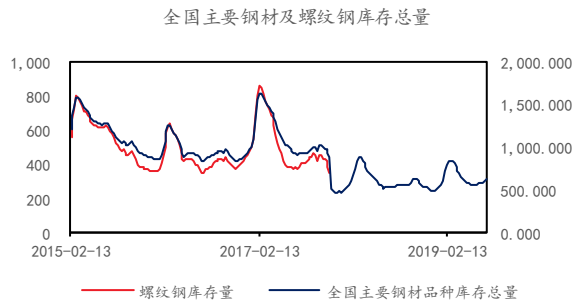
成本利润角度看，本周末生铁成本 2820 元/吨，较上周增加 26 元/吨，钢坯成本 3455 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 415 元，热卷吨毛利润 115 元，利润下滑主要源于成本变动。

图表 23：钢厂铁矿库存及高炉开工率



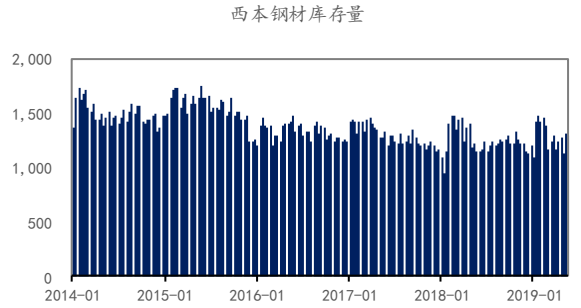
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



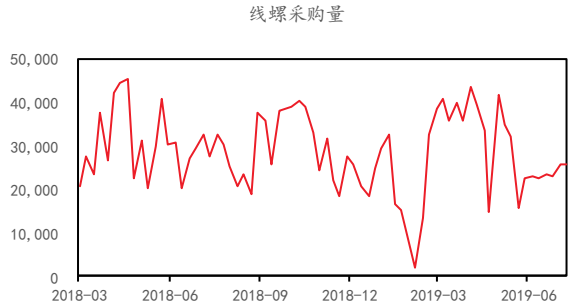
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：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 26：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，本周库存数据延续回升态势，季节性明显高于去年同期。从主要品种社会库存看，截止 7 月 18 日，国内主要钢材品种库存总量为 1223.65 万吨，较 7 月 11 日增加 30.92 万吨，环比增加 2.59%；国内螺纹钢社会库存量由 582.99 万吨增加 16.83 万吨至 599.82 万吨，环比增加 2.89%，钢厂螺纹钢库存增加 9.77 万吨；热卷社会库存增加 2.69 万吨至 243.42 万吨，环比增加 1.12%，钢厂热卷库存增加 2.78 万吨。库存数据反应当前需求弱势。

房地产分项数据方面，1-6 月房屋新开工面积增长 10.1%，增速回落 0.4 个百分点；商品房销售面积同比下降 1.8%，降幅比 1-5 月扩大 0.2 个百分点；房屋施工面积增长 8.8%，与 1-5 月持平；房地产开发企业土地购置面积 8035 万平方米，同比下降 27.5%，降幅收窄 5.7 个百分点。6 月房地产新开工增速 8.8%，大幅好于 5 月的 4.0%，明显刺激了钢材需求。

但需要关注后期地产融资的影响，近期地产融资收紧势必会影响后期新开工。据悉，针对因频频调控而走上风口浪尖的房地产信托业务，目前监管部门已经统一放行标准：即日起，监管仅同意符合如下条件之一的房地产信托业务报备（包括预登记/重新申请预登记/补充预登记），

其一，项目公司本身具有不低于房地产开发二级资质；其二，项目公司不具有二级资质，但直接控股股东（须持有项目公司 50%以上的股权（不含 50%））具有不低于房地产开发二级资质。不再适用："项目公司不具有二级资质，若项目公司股权结构系全线条 100%控股，仅允许向上穿透至第二层级（即项目公司爷爷层级）控股股东具有不低于房地产开发二级资质。"的标准。

据中汽协数据，2019 年 6 月份汽车产量 189.5 万辆，当月同比减少 17.3%。6 月份汽车销量 205.6 万辆，当月同比减少 9.6%。制造业板带材需求仍未看到明显改善。

短期看，雨季、高温天气影响下游工地需求，关注华东地区即将走出梅雨季带来的需求复苏。从钢联日成交数据看，相较于上周平均 18.06 万吨的成交，本周日均成交 19.97 万吨，成交有所好转，关注持续性。沪市终端线螺采购数据本周为 25500 吨，较上周略减 100 吨。

整体看，环保进一步趋严，供应后期有收缩预期，下周初受唐山环保影响将有所反弹，需求淡季表现，后期价格上行仍待需求启动，关注 3900 一线支撑。

3 原料端：铁矿高位震荡，焦炭开启第一轮提价

铁矿石方面，本周进口矿市场价格高位震荡，截止 7 月 19 日，普氏 62%进口矿指数报 121.85 美元/吨，较上周反弹 3.3 美元/吨。

本周铁矿石市场消方面：1、BHP 对金布巴典型值降到 59.5%，大商所矿石合约最低的交割品位是 60%；2、大商所相关负责人表示，交易所将继续强化市场一线监管，防控风险，并打击违法违规行为，维护市场正常秩序和平稳运行。同时，针对必拓降品等问题，研究如何在规则允许范围内，扩大可交割品种和数量；3、大商所调高铁矿石日内平今手续费，抑制日内过度投机；4、传闻：Vale 要在 7 月 22 号召开季度会议，宣布新的复产消息，市场预计 2000 万。

发货与到港方面，上周澳洲巴西铁矿发运总量 2175 万吨，环比上期增加 198.6 万吨，澳洲发货总量 1598.2 万吨，环比增加 216.7 万吨，巴西发货总量 576.8 万吨，环比上期减少 18.1 万吨。全国 26 港到港总量为 2340.5 万吨，环比增加 575.8 万吨；北方六港到港总量为 1292.2 万吨，环比增加 366.5 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 575.6 万吨，环比增加 152.2 万吨，主流低品澳粉到港 302.0 万吨，环比增加 141.5 万吨，主流澳块到港 250.5 万吨，环比增加 93.9 万吨。

Mysteel 统计全国 45 个港口铁矿石库存为 11682.09 环比增 268.58；日均疏港总量 291.85 增 1.55。港口库存近三个月来首次由降转升，日均疏港仍位居高位。

铁矿石主力合约即将进入现货月，供需矛盾短期难改变，期货贴水幅度较大情况下预计高位震荡为主。

焦炭方面，近期环保限产较多，山东临沂地区焦企继续保持限产状态，三家独立焦企产能合计 420 万吨，目前生产负荷不足 50% ，生产恢复时间仍需等待政府进一步通知，山东潍坊地区焦企被要求限产 50%。江苏徐州地区个别焦企因突发原因暂时限产 50%，预计两周左右即恢复，暂时停止对外报价。据《临汾市人民政府办公室关于坚决落实山西省打赢蓝天保卫战 2019 年行动计划的通知》，位于洪洞县赵城焦化工业园区的山西三维瑞德焦化有限公司和山西远中焦化有限公司将停产退出。

焦化企业第一轮焦炭价格上调 100 元/吨，部分钢厂已经接受，第一轮上涨基本落地。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 75.44%，下降 1.28%，日均产量 67.48 万吨，减少 1.15 万吨；焦炭库存 93.58 万吨，减少 18.01 万吨，焦化企业库存下降明显；炼焦煤总库存 1434.84 万吨，增加 0.34 万吨，平均可用天数 15.99 天，增加 0.27 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 447.28 万吨，减少 7.97 万吨，平均可用天数 14.22 天，减少 0.24 天。港口焦炭库存总库存 473 万吨，增加 11 万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦企库存减少，钢厂库存减少，港口库存增加，焦企出货好转，贸易商采购有所增加，钢厂有意控制焦炭库存。

整体看，焦炭现货逐步企稳，后期环保预期下有望震荡上行，价格仍有提涨预期，关注 2001 合约逢低做多机会。

焦煤方面，进口焦煤讯，继曹妃甸之后，京唐港也口头通知贸易企业即日起进口煤不允许通关，生产企业可以报关，实行一船一议，贸易企业可选择异地报关。考虑到政策收紧，部分洗煤企业及焦化厂开始增加港口现货资源采购，现货成交较前期活跃，成为刺激近期价格上涨的主要原因。

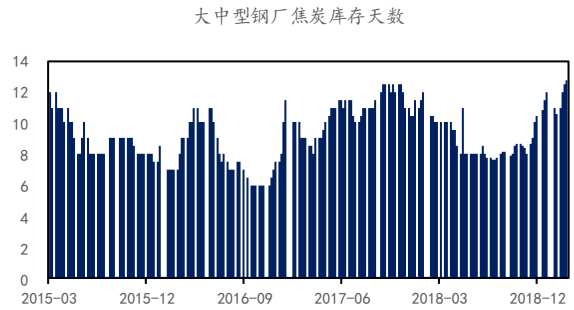
近期随着焦炭价格趋稳，市场情绪有所好转，焦企开始适当补充部分原料库存，一些前期降幅较大的煤企订单较前期增多，其中临汾、长治一带低硫优质资源上调 20 元/吨左右，其余煤种随着下游补库开始，矿方出货压力稍有缓解，多数止跌企稳。但口岸蒙煤贸易商多反映当前蒙煤销售情况依旧欠佳，出货压力继续存在，其中蒙 5 配洗精煤报价已降至 1130-1150 元/吨左右，从前期高点累计下滑 70-90 元/吨左右。

焦煤中长期看受供应影响，短期焦企采购有所增加，维持【1350，1450】区间震荡判断。

图表 27：国内铁矿石港口库存

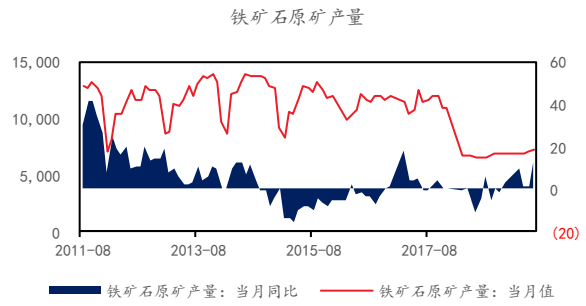
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：焦炭库存可用天数



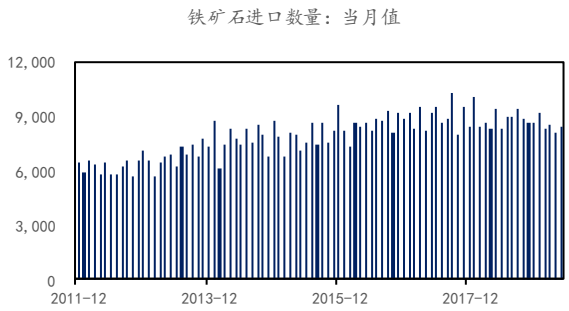
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：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

钢材方面环保进一步趋严，供应后期有收缩预期，下周初受唐山环保影响将有所反弹，需求淡季表现，后期价格上行仍待需求启动，关注 3900 一线支撑。铁矿石主力合约即将进入现货月，供需矛盾短期难改变，期货贴水幅度较大情况下预计高位震荡为主。焦炭现货逐步企稳，后期环保预期下有望震荡上行，价格仍有提涨预期，关注 2001 合约逢低做多机会。关注政治局会议、美联储议息会议扰动。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

现货价格偏弱运行

当前供需矛盾仍然明显，下游需求未有明显改变，接货积极性不高，业者心态缺乏支撑，场内整体交投略显清淡。厂家出货表现乏力，部分企业库存有所累积，价格持续探底，场内悲观情绪弥漫。港口方面，期货震荡走跌，加之港口库存高位震荡，区域内走势偏弱，交投僵持。

现货心态一般，本周现货价格下跌，下游需求不畅，供应压力较大，多数厂家观望。甲醇主要由煤制造，供应宽松。原油弱势，化工走弱。

甲醇开工率 73%，依然处于高位

随着 3—5 月份的春季检修潮结束，6 月国内甲醇企业生产装置陆续复产，整体行业开工率小幅回升。据统计，我国 6 月份甲醇企业平均开工率在 68.97%，较 5 月小幅攀升 1.82 个百分点。分地区来看，除了华东和华北地区略有下滑外，其余各主产地月均开工率都有不同程度上涨，涨幅集中在 1—9 个百分点，其中华南地区更是增至 89%。本周国内甲醇装置开工率为 73%，开工率处于历年来的高位。

进口压力任存，港口库存增加

华东地区本周进口货源稳定，内地套利窗口打开，预计本周港口依旧累库：上周甲醇沿海港口增幅符合预期。华东港口库存 81.3 万吨，较上周增 0.5 万吨；华南港口库存 14.4 万吨，较上周减少 0.2 万吨。本周江浙地区重要下游的货源到港充足，但太仓地区到港不多，下游和贸易商近两日提货量增加，太仓库存有所下降。下周进口货源船期环比下降，预计下周港口不会大幅增库存。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。

外国装置重启，大部分发往中国

沙特、伊朗前期检修装置 6 月底集中重启、东南亚装置运行正常，未来进口压力是市场的重点担忧因素之一。新增产能中，伊朗 Kaveh 230 万吨装置已于今年 2 月投产，目前负荷 7—8 成；去年 8 月投产的伊朗 Marjan 165 万吨装置目前负荷 6—7 成。这些新增产能中大部分产量都流向了中国。1—5 月中国进口甲醇 374 万吨，同比增长 15%；5 月单月进口 82 万吨，环比增加了 18.7 万吨。7 月上半月到港量仍较为集中，未来进口或保持在单月 80 万吨以上，对沿海库存形成压力。

传统消费端依然低迷，MTO 集中检修

传统需求低迷不振，新兴需求月底试车，甲醇装置重启推迟：需求方面，新兴下游烯烃开工变

化不大，平均开工率在 83.9%，与较前一周下降 0.1%。本周传统下游开工符合预期，内地醋酸装置负荷提升，本周开工环比提升；预计甲醛开工将在梅雨结束后，需求逐步好转。MTO 装置：宝丰二期 MTO 预计 7 月 20 日试车，中安联合 MTO 一体化装置本月试车，鲁西化工 MTO 预计 8 月初试车。南京诚志 60 万吨 MTO 装置于 6 月 26 日试车，7 月 5 日降负荷消缺，预计 7 月中旬提升负荷。供给方面，全国本周开工变化有所提升，西北地区甲醇负荷因检修增多负荷环比下降 2%。部分地区装置检修结束，但同时也有装置意外停车或推迟重启，比如青海桂鲁 80 万吨装置停车，兖矿榆林 60 万吨装置推迟重启。在生产利润不佳的情况下，关注内地装置是否会有超预期的临时停车。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。但是聚丙烯期货受垃圾分类的影响，导致突然上涨，甲醇并没有跟随。整体供应充足，需求很弱。

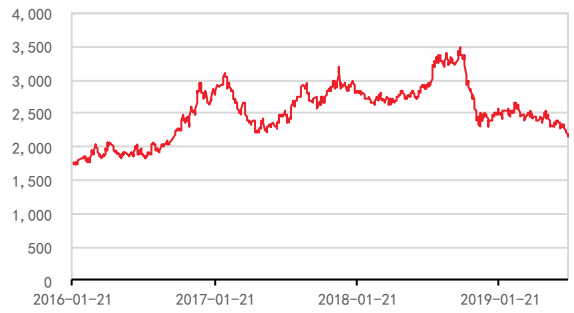
2 综合分析

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。在库存、装置开工率高位的情况下，甲醇供需状况难有实质性改善。需求疲软，价格压力较大。

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。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 31：甲醇收盘价

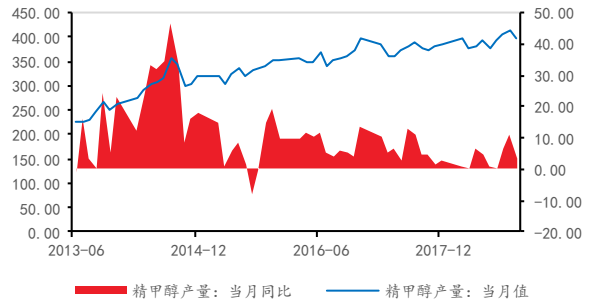


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：甲醇出厂价

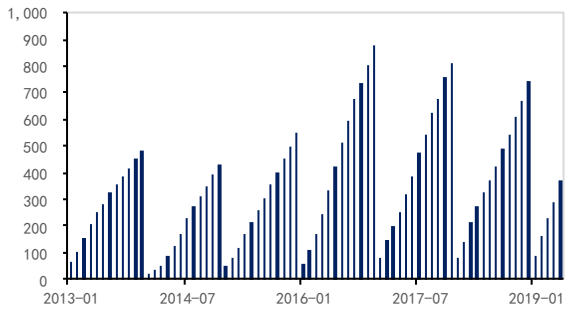
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：甲醇产量



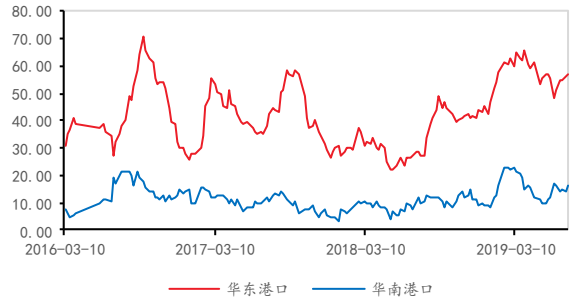
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：甲醇进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：甲醇库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：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。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。

二季度末以来，天然橡胶重归颓势后一路下行，近期回到疲软的基本面态势当中，不断突破年内低点，向成本线万元大关逼近。供应方面，开割季受高温干旱影响，新胶产出较往年明显下滑，进入雨季后天气炒作告一段落，原料产量逐渐释放，去库存进程受阻。供应高峰期虽然较往年推迟，但随着产胶国限制出口结束，到港船货逐渐增加，下半年供应压力将继续回升。下游需求端和 GDP 增速密切相关，受基建和物流行业影响较大，重点关注中美贸易形势的演变。中国轮胎行业面临转型，新旧产能更替使得产量增长放缓。推行国六标准是支撑汽车市场的主要因素，但公转铁、公转水政策令重卡和轻卡销量延续下滑。预计进出口市场将整体保持较稳定的水平，或在持稳中小幅回落。8 月 20 号胶上市将给天然橡胶市场带来新的机会，连续合约将改变传统套利模式，跨期价差大幅收窄。在 RU1909 合约交割前，资金持仓会向 20 号胶有较大的转移，给现有的沪胶带来较大的交割压力。宏观经济压力和基本面疲软态势，决定了沪胶价格下行趋势较为明确。

2 基本分析

供给侧

4—5 月份受高温干旱天气影响，国内橡胶产区开割时间晚于往年同期。然而随着雨季到来，割胶进程逐渐开展，原料价格出现回落，对胶价成本支撑开始减弱。近期云南西双版纳地区物候条件正常，胶水产量平稳回升。据了解，6 月产量恢复释放初期，由于橡胶加工厂订单累积，原料市场流通较好，价格一度保持坚挺。但进入 7 月后，由于供应偏紧的局面得到缓解，价格开始有所回落。目前云南全乳胶原料收购价格尚且略高于去年同期。海南产区台风过后天气适宜，割胶作业以及物流运输正常。环保督察组于 7 月 10 日进驻海南省，进行为期一个月的工作。乳胶生产加工过程中易产生废水等污染物，环保检查对大型国营橡胶加工厂影响不大，但部分中小民营胶企将被迫降负甚至停产。下游采购积极性整体减弱，原料多流向国营胶厂。目前海南胶水干胶原料收购价格较去年同期略有下滑。此外，海关严查混合胶事件逐渐趋于平稳，近期正常混合胶通关较为顺利，青岛保税区库存有所增加，供应端对橡胶价格的支撑全面松动。

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。

随着东南亚主产区进入雨季，泰国原料供应有所回升，但印尼和越南橡胶供应水平仍受到自然或人为因素压制。印尼经济统筹部表示，受新发现的真菌性落叶病害影响，苏门答腊和加里曼丹两个地区的橡胶产量明显下降。更糟糕的是，胶价持续低迷导致胶农对橡胶树的维护保养工作不足，使得病害可能已经在部分地区传播开来，如果缺乏迅速合理的应对措施，那么这种病害可能会爆发。印尼农业部称，目前正在监控和评估该病害的影响，并向胶农提供技术支持以控制病害。和印尼的自然灾害不同，越南则是受到世界主要橡胶消费国政策的影响。由于中国海关总署出台规定，要求对目前通过 40028000 税则号报关进口的混合胶，需要查验为天然橡胶与合成橡胶的完全混合物，否则按天然橡胶计征关税。越南 3L 胶受到的冲击最大，国内贸易商进口量已经明显减少。有传闻称，国内下游厂家在某些工艺上使用国产全乳胶替代越南 3L 胶，但替代量有限。

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 泰株/公斤，杯胶在 43 泰株/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。橡胶下游需求进入瓶颈期，轮胎和汽车市场平稳运行为主，新的重大利好或利空因素发生概率不大。

重型燃气车国六排放标准实施在即，尽管有提前购车的支持，但由于基建投资放缓，以及治理超重卡车行动，6 月重卡市场难以扭转销量继续走低的局面。6 月中国重卡市场共约销售各类车型 10 万辆，环比下降 8%，比去年同期的 11.21 万辆下降 11%，创年内月销量最大降幅。重卡销量连续第三个月录得同比下滑，4 月下降 3%，5 月下降 5%，同比降幅呈加速扩大态势。2019

上半年，全国重卡销量总计 64.77 万辆，较 2018 年同期的 67.04 万辆下降 3.39%。国家统计局数据显示，1—5 月中国基建投资累计同比增长 2.6%，增速明显放缓，拖累工程车终端需求。同期工程用途底盘销量累计下滑 11.6%，由此对配套轮胎的需求可见一斑。此前，央视节目报道了轻型货车“大吨小标”现象，违规轻卡能够通过检测并予以上牌，随后有关部门发布了关于开展轻型货车检验登记集中排查工作的通知。由于重型工程车同样普遍存在超重的情况，受此事件波及，全国范围内大量 6*4 工程型自卸车暂停上牌，行业遭到严格整顿，对 6 月重卡实际销量造成很大影响。

按照国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，到 2020 年底前，全国 15 省 40 余城市将淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。7 月 1 日起，全国已有多个省市提前执行国六排放标准，部分地区出台淘汰国三车的补贴标准。在环保政策的强力作用下，尽管国三车不会立即强制报废，但事实上已经进入引导报废阶段。目前多地全天禁止国三车通行，部分城市停止国三车年检。截至 2018 年底，全国国三重卡保有量为 155.6 万辆，其中近 85%为五年及以上车龄的准淘汰车辆。未来一段时间内，国三淘汰和国六上马将会为重卡需求带来最主要的增长点。然而直观来看，重卡销量反映在统计数据上的结果不尽人意。2018 年中国重卡行业表现极佳，累计销量达到 114.79 万辆，打破 2017 年销售 112 万辆的纪录。在历史最高水平的基数下，2019 年进一步突破的难度较大。大环境宏观经济和基建投资增速放缓，作为天然橡胶的终端消费市场，重卡销量难有明显改善。考虑到前期订单透支下半年市场需求的现象，预计 2019 年中国重卡市场整体较 2018 年走低，对天然橡胶的需求大概率持稳中下行。

中国汽车工业协会数据显示,6 月国内汽车销量为 205.6 万辆,同比下降 9.6%,环比增长 7.5%。其中乘用车销量为 172.8 万辆，同比下降 7.8%，环比增长 10.7%。由于时值国五向国六标准切换，国五车型大力促销去库存，且新能源汽车补贴过渡阶段到期，使得乘用车市场出现一定回暖迹象。中汽协发布的中国汽车产业景气指数(Auto Climate Index)是中国汽车市场一个重要的描述性和前瞻性指标。中国汽车产业景气指数主要由一致合成指数和先行合成指数构成。其中，一致合成指数衡量汽车行业目前的运行状况，而先行合成指数预测未来汽车行业可能发生的变动。景气动向信号系统分为五个区间，分别是过热、趋热、正常、趋冷、过冷，通过对景气动向的分析起到预警提示的作用。2019 年二季度 ACI 值为 12，较一季度的 9 有所提高，但仍处于过冷区间。具体地，二季度汽车行业一致合成指数为 81.43，环比降低 0.53 点；先行合成指数为 81.96，环比降低 0.73 点。综合来看，目前中国汽车行业景气度较差，未来仍存在明显的下行压力。

全球天然橡胶下游消费情况均呈不同程度的下滑，这一点在多个统计口径得到证实。根据《日本经济新闻》统计结果，全球主要汽车市场销量数据不尽人意，其中本应增速领先的中国和印度市场反而领跌降幅。2019 年二季度，中国、美国、欧洲、印度和日本汽车市场销量总计约为 1600 万辆，比去年同期大幅减少 13%，创下汽车销量单季度降幅的历史纪录。按照日媒的统计口径，2019 年二季度中国汽车市场销量为 594 万辆，同比降低 13.5%，环比跌幅增加 2 个百分点。同期，印度汽车市场销量同比降低 16.6%，较一季度降幅继续扩大。尽管日本汽车销量保持正增长，但由于 2019 年 10 月日本消费税税率即将上调，业内普遍不看好后期市场表现。欧美发达国家汽车市场整体多处于持稳中下滑态势。全球汽车市场低迷的主要原因可大抵归结为，宏观经济增速放缓和主要经济体贸易摩擦，造成消费意愿和购买力下降，新兴市场国家发生的

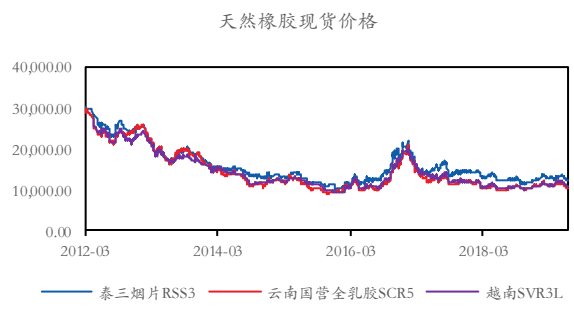
债务违约也导致汽车贷款发放收紧。咨询公司 IHS Markit 将 2019 年全球汽车市场销量预期下调至 9100 万辆，比 2018 年销量下滑 2%。自 2008 年经济危机以来，全球车市或将再次发生连续两年的负增长。

进出口

泰国海关公布的数据显示，2019 年 5 月，泰国天然橡胶（包括标胶、乳胶、烟片胶、复合橡胶等）出口量为 26.58 万吨，同比下降 11.91%，环比回升 6.87%。具体品种上，泰国标胶出口量占出口总量的 47%，乳胶出口量占 34%，烟片胶出口量占 15%，其他胶种出口占比相对较少。5 月泰国标胶出口量为 12.45 万吨，同比下滑 13.8%，环比增长 14.0%。混合胶出口量为 8.79 万吨，同比大跌 32%，环比减少 4%。今年泰国北部产区天气高温干旱，导致开割时间推迟，原料供应相对偏紧，因此标胶及混合胶出口量较去年同期均有下降。5 月泰国天然乳胶出口量为 9.16 万吨，同比增长 4.6%，环比增加 1%。泰国南部迎来雨季，胶水产量较前期有所回升，且下游乳胶制品需求稳定增长，使得乳胶出口量增加。5 月泰国烟片胶出口量仅为 3.88 万吨，同比减少 16.5%，环比增长 5.2%。烟片胶套利窗口长期关闭，市场行情波动不明显。总的来看，橡胶主产区供应偏紧的局面略微有所缓解。

泰国天然橡胶出口量呈同比下滑和环比回升态势，主要原因是今年泰国主产区割胶时间整体推迟，原料产量释放不及去年同期，但 5 月部分地区迎来降雨，割胶情况好于前期。目前泰国中央市场胶水收购价格仍然偏高，泰国供应商报盘维持坚挺，导致国内市场接受度偏低，贸易商采购情绪不高。马来西亚橡胶行业处于转型升级阶段，下游橡胶制品企业需求表现良好，其国内供给难以完全满足，开始依赖从泰国进口。受中国海关严查混合胶政策的影响，贸易商多持观望态度谨慎拿货，造成混合胶进出口缩量明显。无论如何下游轮胎工厂都要维持正常生产，转而提升对标胶的采购热情，使得标胶进出口戏剧性增长。预计 6 月泰国天然橡胶出口量或有环比小幅增加的可能，但空间不大。橡胶主产区供应逐渐恢复，尽管产量回升没有那么快，供应商出货量应较 5 月有所增多。然而考虑到船货价格居高，市场主动补库积极性有限，中间商及下游行业采购情绪消极。至于中国贸易商采购标胶代替混合胶的问题，是结构性的此消彼长，谈不上对需求的刺激或是压抑。

图表 37：天然橡胶现货价格

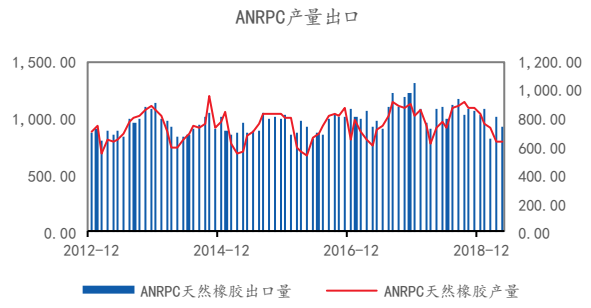


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：合成橡胶价格

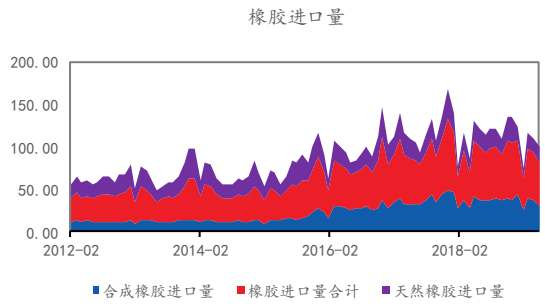
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



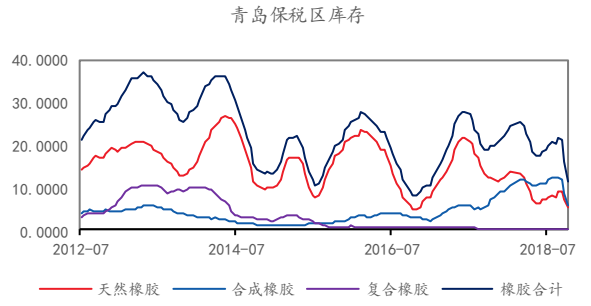
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：青岛保税区库存

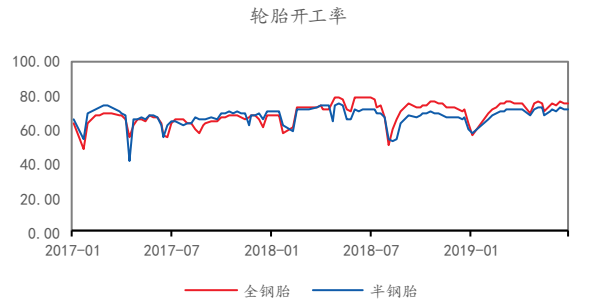


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：上期所注册仓单

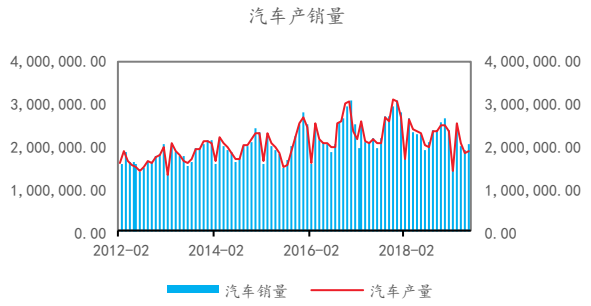
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：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

20 号胶上市在即

中国证监会批复，同意上海国际能源交易中心开展 20 号胶期货交易，合约自 2019 年 8 月 12 日正式挂牌交易。作为境内特定品种，20 号胶期货将复制原油期货相关政策，采用“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”的模式，全面引入境外交易者参与。

现有天然橡胶期货的交割标的为国产 SCRWF 全乳胶及进口 3 号烟片胶，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。以上胶种都属于天然

橡胶，但在初级原料、加工工艺、终端消费、贸易模式、增值税和关税税率等方面均存在相当的差异。其中主要差别在于用途：轮胎制造业占天然橡胶消费总量的 70%以上，应用的主要原料则是 20 号胶；而 SCRWF 和国际 5 号胶类似，主要用于生产橡胶制品。考虑到中国轮胎行业进料加工贸易所占的庞大比重，可认为现有全乳胶期货受众主要是完税市场，而未来的 20 号胶期货侧重于面向保税市场，二者互为协调和补充的关系。20 号胶的上市，将为国内轮胎企业参与套保提供更为便利的风险管理工具，帮助中国橡胶轮胎产业由大向强转变。

20 号胶上市以前，中国天然橡胶市场长期存在期货交割标的和现货流通标的不匹配的问题。随着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 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。

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的参与下，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。距离 20 号胶期货品种批准立项已经一年，上期所表示将做好 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。

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积极性，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。继原油期货之后，20 号胶期货是上海国际能源交易中心上市的第二个国际化品种，将有助于提高中国在全球天然橡胶定价体系中的话语权。

20 号胶基本简介

中国天然橡胶期货早在 1993 年就已经开始交易，但橡胶行业应用的主力胶种—20 号胶直到 22 年后方才挂牌上市，部分投资者可能对其并不熟悉。20 号胶是标准胶的一种，而标准胶的定义则来源于天然橡胶的分级问题。天然橡胶通常有两种分类方法。一种是按照外观、质量和制造工艺，将天然橡胶分为烟片胶、绉片胶、风干胶片等；另一种按照物理化学指标定级，即所谓技术分类的天然橡胶，简称标准胶。具体来讲，标准胶是根据橡胶的杂质含量、塑性初值、塑性保持率、含氮量、挥发物含量、灰分、色泽等指标进行分级。其中最主要的性能指标是杂质含量，杂质含量越低的胶等级越高。杂质含量相对较小的是全乳胶，随着杂质含量递增以此类推地编号，比较常见的有全乳胶、5 号标准胶、10 号标准胶、20 号标准胶等。20 号胶在内的标准胶，根据产品类型还分为颗粒胶和挤出胶。二者的区别在于，挤出胶的生产工艺多出一个将原料粉碎成粉末的过程。由于中国轮胎制造业的要求，国内大量进口的标准胶基本为颗粒胶。

标准胶的产地基本集中在东南亚，泰国是最大主产国，此外印尼、马来西亚、越南均占重要市场份额，中国和印度亦有生产。天然橡胶具有良好的回弹性、绝缘性、隔水性及可塑性，在加工过程中使用不同的配方，还可以提高耐酸、耐热、耐寒等特性，因而具有广泛的用途。不同胶种根据其特性应用于不同领域，例如全乳胶杂质含量最低，质量非常稳定，但原料加工成本相对较高，主要用于制作医用手套、橡胶管、密封圈等工业和医疗产品。在天然橡胶的各类用途中，消费用量最大的领域是轮胎制造业，根据轮胎各部位性能指标，以及控制成本的要求，采用不同等级的天然橡胶。对于杂质含量较低的 5 号胶，主要用于制作轮胎内胎。10 号胶和 20 号胶杂质含量相对更高，主要用来制造轮胎外胎。通常轮胎胎面对橡胶要求最低，等级相对较低的天然橡胶基本都可以使用，而胎侧材料对曲绕性能要求较高，一般会使用泰标等胶种。工程胎等特种轮胎的胎面更厚重，侧胎更为强力，很多采用较为昂贵的泰三烟片胶。20 号胶上市后将从现有沪胶市场抽取流动性，并成为橡胶期货主力品种。

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已经出尽，未来没有新的利好刺激下，行情向成本线回归。综上所述，预

计天然橡胶漫长筑底，宽幅波动为主。大周期底部上，逢低依托成本线做多风险收益比可能高于逢高沽空。20 号胶将于 8 月 12 日挂牌交易，作为全新的国际化期货合约，有望成为未来橡胶的主力品种，投资者应对其产业链加以了解。

纸浆：纸浆震荡偏弱，支撑力量确认

1 纸浆运行逻辑

美国总统特朗普 16 日称，美国要与中国达成贸易协议，还有很长的路要走，但如果有必要，美国可能会对价值 3250 亿美元的中国商品加征关税。才刚有所缓和的中美贸易谈判，又再次陷入僵局。不过，这次市场表现的相对淡定，对中美谈判的长期性和反复性都有所预期。

自去年开始，特朗普就多次抨击美联储的加息政策损害了美国经济，美联储降息预期不断升温。今年以来，多国央行宣布降息，早些时候新西兰和澳大利亚央行完成降息，7 月 18 日在鲍威尔鸽派的证词后，韩国、印尼、南非和乌克兰央行宣布降息。全球经济下行压力加大，各国降息帷幕拉开。宽松政策虽然无法根本性的扭转经济下行势头，但是或许能够带来短期的脉冲性的提振行情。

所以，从宏观面的角度来看，短期内纸浆需求依然受到压制，叠加正处消费淡季，下游纸厂浆价，但是销售改善并不明显。一般来说每年 9 月会迎来纸浆的一波旺季，目前来看尚需等待。同时需要关注宏观政策的变动和中美贸易谈判的进展。

纸浆基本面上来看没有太大的变化，不过 6 月纸浆进口量的超预期增长使国内主要地区纸浆库存水平转头向上。上游的供应压力不减反增，压制浆价。下游方面，以玖龙为代表的大型纸厂开始降价，小厂跟随降价，但是下游成交改善并不明显。

目前纸浆期货价格二次探底 4400-4500 元/吨，支撑力量确认。虽然基本面依旧弱势，国际经济贸易形势风起云涌，但是目前价位已经处于相对低位，下行空间不大。预计短期内依然震荡偏弱，不建议投资者追空，以观望为主，9 月消费旺季的来临值得期待。

2 上游市场：6 月中国木浆进口量继续增加

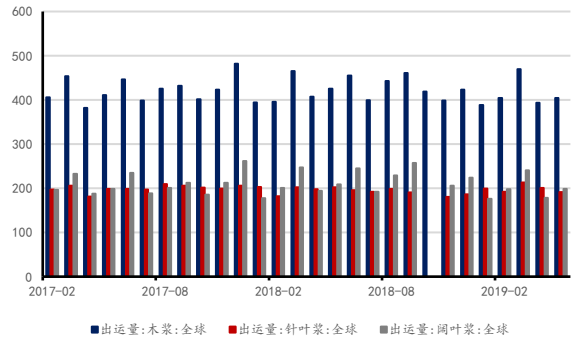
国内进口木浆水平总体与全球木浆出运水平呈现相同趋势，但是更受国内外纸浆现货价差变化影响。国内纸浆期货上市时间是 2018 年 11 月 27 日，上市初期国内纸浆现货价格就连续低于国际纸浆现货价格，进口窗口持续关闭，直至 2019 年初内外纸浆现货价格倒挂现象才得以改善。但是，进入 3 月下旬，由于纸浆价格的连续弱势，纸浆进口窗口再次关闭。按照 2-3 个月船期的粗略计算，4-5 月进口木浆到港量将偏高位，6-7 月的木浆到港量可能减少。但是，从目前的进口量情况看，进口压力未如预期一样减少，供应压力仍然偏大。市场出现对 7-8 月进口量是否能如预期般减少的怀疑。

2019 年 5 月，全球木浆发运量小幅增加 11.1 万吨至 404.20 万吨，同比减少 4.96%。其中，全球针叶浆出运量减少 9.7 万吨至 191.40 万吨，同比减少 5.25%；阔叶浆出运量增加 20.6 万吨至 198.80 万吨，同比减少 4.88%。总体来说，全球木浆的出运量维持平稳，相较于去年同期有小幅的下降。

6 月份国内纸浆到货量小幅度增加。6 月份全国进口纸浆 245.9 万吨，比上月增加 0.6 万吨，再创新高。目前缺少漂针木浆和漂阔木浆进口的具体数据，预计依然是阔叶浆增量偏多的格局。

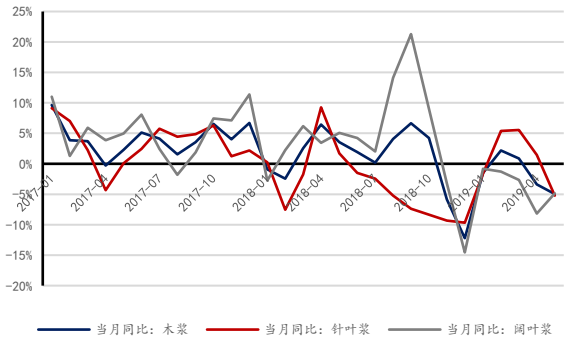
1-6 月份进口 1258.7 万吨，比去年同期增加 23.7 万吨。目前来看，木浆供应压力不减，推高国内库存水平。

图表 45：全球木浆出运量



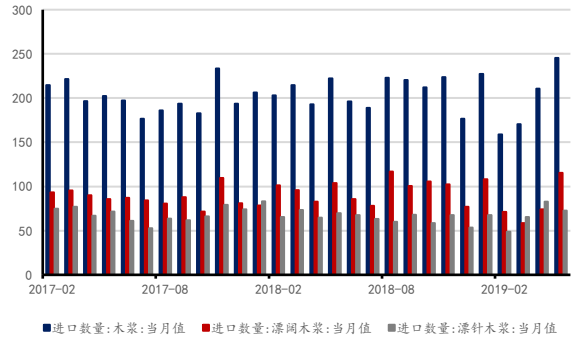
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 46：全球木浆出运量当月同比



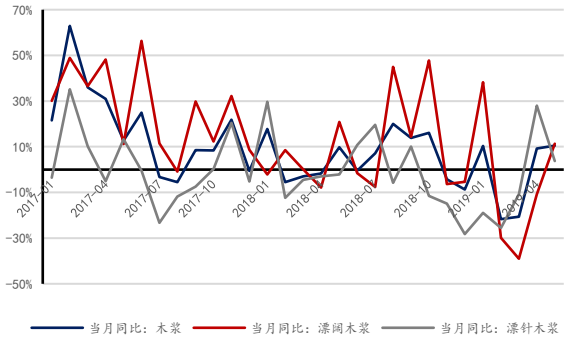
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：中国木浆进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：中国木浆进口量当月同比



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

市场翘首期盼的 7 月国际浆价部分公布，俄针价格大幅下调 70 美元/吨至 580 美元/吨，智利银星下调 40 美元/吨至 580 美元/吨。7 月初，随着国外浆厂减产消息的发布，国内纸浆期货迎来一波快速拉涨行情。但是由于实际基本面情况改善有限，反弹高度受阻，期货价格回归基本面。国内纸浆现货价格跟随期货冲高回落，截止 7 月 15 日，山东地区现货市场参考价格：针叶浆银星 4,500-4,550 元/吨，马牌、月亮 4,550 元/吨，凯利普 4,600 元/吨，俄针 4,450 元/吨，南方松 4,500 元/吨，阔叶浆鹦鹉 4,100 元/吨，杨木浆、印尼相思浆 3,950-4,000 元/吨，本色浆金星 4,550-4,600 元/吨左右，乌本块报价 3,600 元/吨，化机浆昆河、佳维 3,700-3,750 元/吨左右。

从纸浆产业链来看，上游拥有充分的话语权。在国内下游消费没有起色前，国内浆价跟随国际浆价运行才是更为合理的逻辑。所以，行情的下跌也在预料之中。

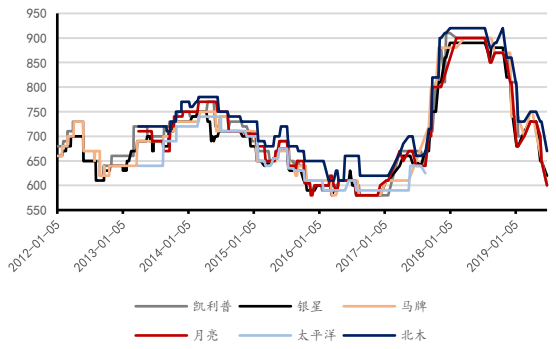
基差方面，近期浆价回调企稳后，期货盘面和现货价格维持弱势震荡的状态。基差收窄至 100 以内的合理区间。

国内漂针浆现货价格的走势，主要受三方面因素影响：上游国际浆价走势、需求改善情况，以及替代浆品的下方支撑力量。用建筑的方式类比各个纸浆品种的作用的话，漂针浆类似于建筑

中的钢筋结构，而漂阔浆类似于建筑中的混凝土，彼此间不可或缺但又有所替代。一般来说面巾纸中漂针浆和漂阔浆的使用比例是 3:7，当漂针浆价格过高时，这一比例有可能调整到 2:8。

一般来说，针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是，阔叶木浆生产集中度更高，挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。目前，阔叶浆挺价困难，国内阔叶浆现货价格进一步走跌，针阔叶价差大约 400 元/吨。

图表 49：国际漂针木浆 CFR 现货价

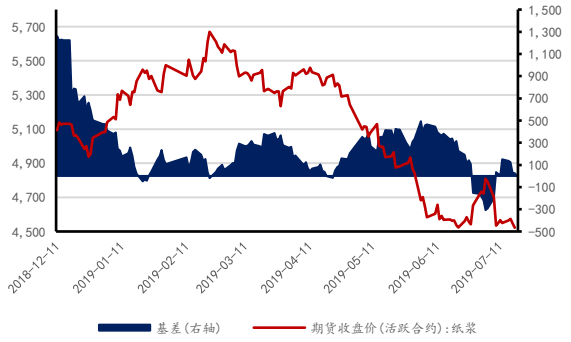


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：山东地区漂针木浆现货价

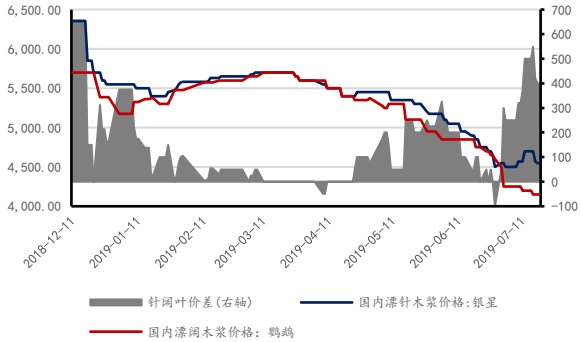
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51：纸浆主力合约基差变化情况



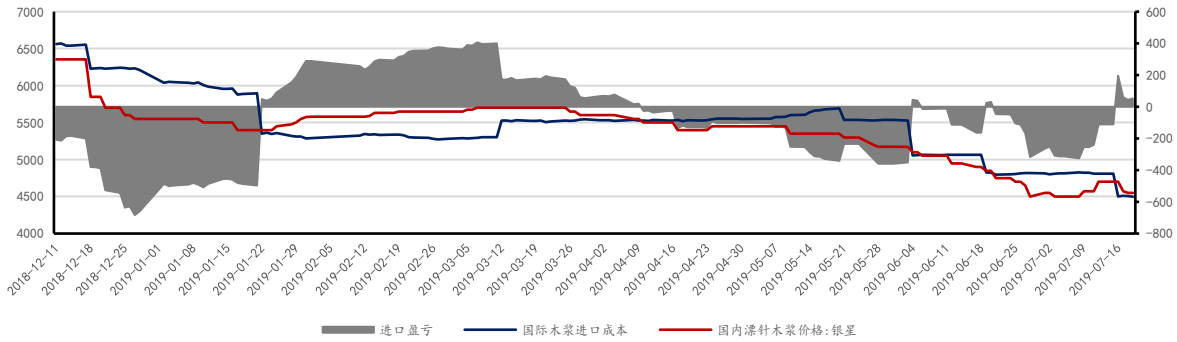
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：国内针阔叶价差变化情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53：国内外纸浆现货价差



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 下游市场：玖龙带头降价，出货情况未见改善

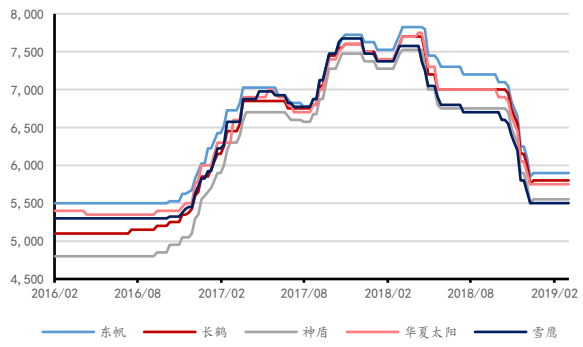
目前正处于纸浆及各类纸制品的消费淡季，叠加中美贸易摩擦对国内需求的偏空影响，近期各大纸厂纷纷调降价格。

7 月 16 日，东莞、天津、泉州玖龙基地原纸下调，其中东莞玖龙降幅 100-150，天津玖龙降幅 100-200，6 月份刚推出的江龙也下调 100，泉州玖龙普降 100-200 元。继玖龙、理文等大型纸厂下调价格之后，华东、华南、华北等地区大批纸厂纷纷跟跌。据不完全统计，仅在 7 月 17 日当天，全国大概就有 20 家纸厂下调纸价，跌幅在 20-130 元/吨。部分纸厂的跌幅较小，为 20-50 元/吨，主要原因是价格长期处于低位，已逼近亏损边缘，难以承受更大跌幅；还有部分纸厂维持原价，处于观望状态，后续降价的纸厂如果继续增多，恐怕也会加入“降价阵营”。

但是，据市场消息透露，仅就目前而言，纸价的下调，似乎并未带动原纸出货量的明显上升。据有关人士透露，下游包装企业订单量不大，采购积极性不强，部分中小纸厂的出货情况没有得到有效改善。

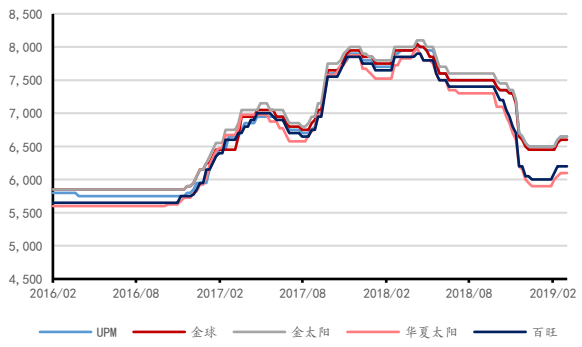
目前距离旺季还有一段时间，市场需求难以大幅上升。目前需要以时间换空间，耐心等待库存去化和消费旺季的来临。

图表 54：国内铜版纸平均价



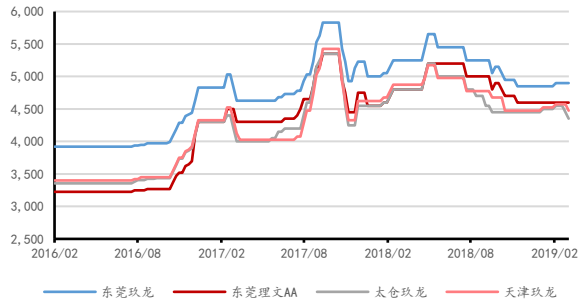
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55：国内双胶纸平均价



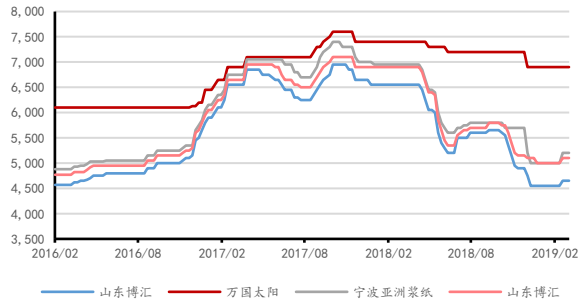
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56：国内白板纸平均价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57：国内白卡纸平均价



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

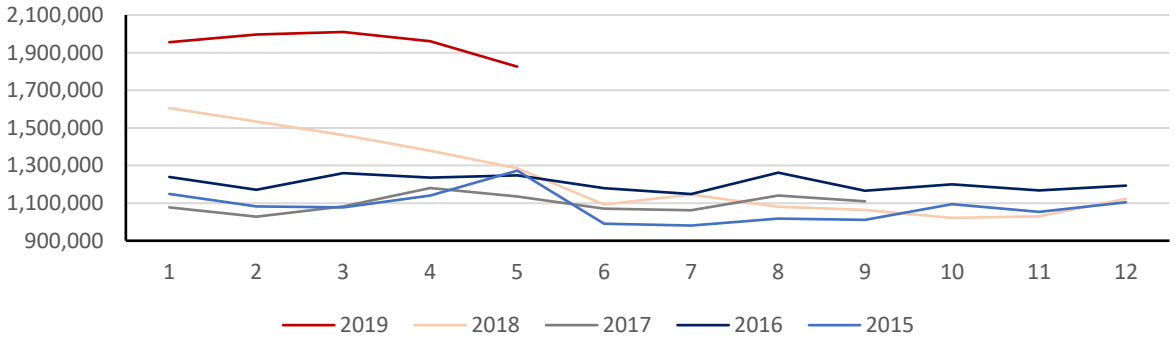
4 库存情况：木浆库存依然处于高位

2019 年 5 月全球木浆港口库存 1954603 吨，环比小幅下降 2.06%，同比仍然大幅增加 80.96%。自 2018 年中以来，木浆产能的大量投放和下游需求弱势使全球主要港口和地区的木浆库存开始累积，且迅速超过 5 年平均水平。直至今年 4 月，这一不断累积趋势终有缓解。Suzano 宣布今年预计减产 100-150 万吨商品浆，该消息预计短期内会提振市场信心，但是在高库存水平下，短期内其减产对于全球纸浆供需的改善效果有限。

国内方面，6 月末最新港口库存再次拐头向上，6 月国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计约 177.976 万吨，环比增加 13%。其中，青岛港增加 1 万吨至 110 万吨，常熟港增加 18.4 万吨至 65 万吨，保定地区减少 0.9 万吨至 2.9 万吨。

目前来看，全球和中国主要港口和地区纸浆库存压力依然颇大，且本来缓慢下降的国内库存水平再次累积。全球和国内地区木浆库存仍然处于高位，对浆价形成压制。

图表 58：全球木浆 5 月港口库存小幅下降



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

5 结论与建议

目前纸浆期货价格二次探底 4400-4500 元/吨，支撑力量确认。虽然基本面依旧弱势，国际经济贸易形势风起云涌，但是目前价位已经处于相对低位，下行空间不大。预计短期内依然震荡偏弱，不建议投资者追空，以观望为主，9 月消费旺季的来临值得期待。

油脂油料：美豆重回调整节奏，国内豆类市场相对抗跌

1 外部豆类市场分析

天气条件改善，美豆炒作情绪降温

受美国中西部作物区高温天气状况缓解影响，市场炒作情绪也随之降温，CBOT 大豆市场遭遇反弹阻力，本周连续多日回落，11 月大豆合约再度跌至 900 美分关口，悉数回吐上周涨幅。除天气因素暂时不能为美豆注入上涨动能外，美豆所面临的高库存压力始终没有改观，在一定程度上削弱了本年度市场对美豆季节性抗跌的预期。当前美国大豆生长状态仍不理想，多项生长指标较常年水平大幅落后，尤其是美豆生长优良率仅为 54%，如此低的优良率通常会导致美豆单产水平低于趋势线。2019 年因种植延误导致美豆开局十分不利，大多数美豆将在 8 月份进入生长关键阶段，一旦遭遇持续性减产天气威胁，资金的炒作情绪将被迅速点燃。此外，美豆种植严重延误也会增加秋季霜冻天气出现的概率，当然这也需要视美豆在关键月份的生长情况而定。

中美贸易互动缺乏亮点，美方威胁再征关税

尽管中美经贸团队按照两国元首上月底在大阪达成的共识恢复沟通，但双方目前尚未展开面对面磋商，显示中美之间的分歧仍然突出。根据美国农业部发布的出口销售报告，中方自 6 月 20 日当周恢复采购美豆，在连续三周内共采购约 88 万吨美国大豆，而中方采购未出现在 7 月 11 日的出口销售报告中，显示中国对美豆采购计划再次中断。美国总统近日表示，因中方未能增加美国农产品采购，美方可能再度启动对剩余中国输美商品加征关税。美方频繁挥舞关税大棒，中美贸易谈判前景仍充满诸多不确定性。中国减少货停止美豆进口将使美豆库存压力难以化解，进而压制价格走高，而南美充足的大豆供应以及中国国内需求降速并不会造成国内大豆供应短缺。因此，当中美间无法达成贸易协议之际，美豆市场承受的压力显然要大于中国豆类市场。

2 国内油脂油料市场分析

生猪产能持续下降，豆粕需求受到明显拖累

本周，国家农业农村部报告四川省夹江县发生非洲猪瘟疫情。自 7 月初以来，国内广西、湖北、四川三省区发生非洲猪瘟疫情，国外乌克兰、保加利亚、柬埔寨等多国相继报告多起非洲猪瘟疫情。由此来看，夏季的疫情的防控形势十分严峻，并且非洲猪瘟疫情很可能长期存在。自去年 8 月非洲猪瘟疫情在国内出现后，国内生猪养殖产业受到严重冲击。据国家农业农村部发布的数据显示，2019 年 6 月生猪存栏环比再降 5.1%，同比减少 25.8%；能繁母猪存栏环比再降 5%，同比减少 26.7%。两者降幅均呈扩大之势，显示生猪产能仍处于下降周期。虽然禽料和水产量需求有部分增加，但无法抵消因猪料需求下降对国内豆粕需求造成的影响。从目前国内生猪存栏量及市场补栏情况看，下半年生猪市场仍无法恢复到正常水平，由此可能造成全年豆粕需求下降幅度在 20%左右。

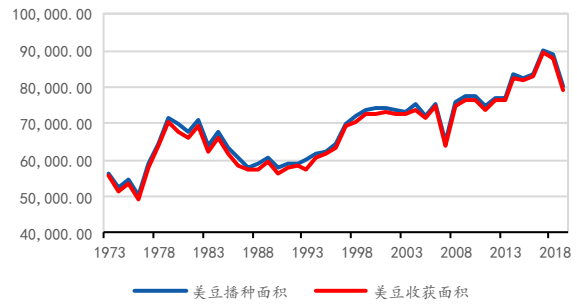
3 油脂油料市场操作建议

天气预报显示，下周美豆主产区天气条件整体利于作物生长，缓解了市场对美豆优良率偏低造成美豆产量下降的担忧。中美重启贸易谈判的进展低于预期，未来谈判之路注定不会一帆风顺，美方希望通过扩大对华出口缓解美豆库存压力的预期能在多大程度上实现仍充满较大不确定性。当前美豆市场整体缺少持续性指引因素，整体震荡的格局尚难打破。

国内豆粕市场因美方关税威胁而再度表现抗跌，但因美豆回落后远期大豆进口成本趋降以及国内需求低迷，走出独立反弹行情的难度同样较大。国内大豆期货再度逼近前期技术低位，临储大豆拍卖成交率跌至个位数很大程度上反映出国产大豆的需求困境。随着市场逐步回调到位，成本的支撑性有望体现。国内油脂板块延续震荡偏弱状态，进口植物油大幅增加有效弥补了国内进口大豆减少造成的豆油产量下降，马来西亚低价棕榈油带来的丰厚利润会继续刺激国内进口，油粕比值长期走弱的大趋势还在延续。 2700 元/吨成为豆粕 1909 合约的重要支撑，后期能否走出目前震荡僵局仍需美豆提供指引。大豆 1909 合约下跌空间有限，长线多单可以考虑分批进场。棕榈油 1909 合约处于明显的空头格局，仍可能继续承压向下寻找支撑。豆油 1909 合约持续横盘整理，缺少方向感，参与机会不明显。

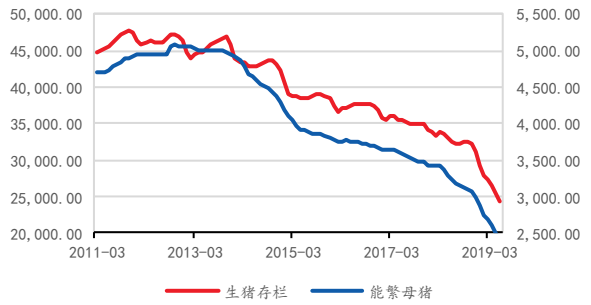
4 油脂油料市场主要数据

图表 59：美国大豆种植收获面积



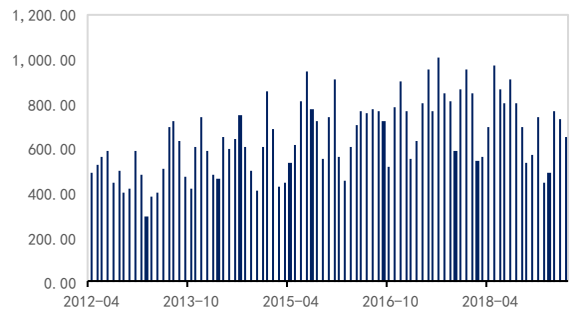
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：国内生猪存栏量



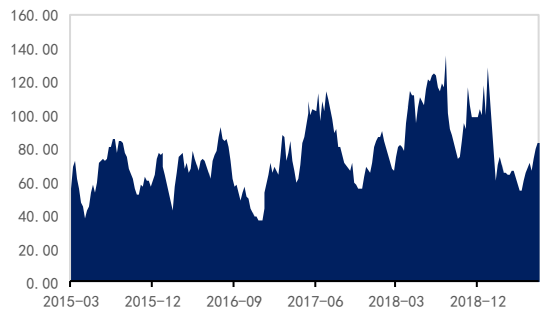
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：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

截至 6 月底全国重点制糖企业产销情况，产销率同比增 8.86%

中国糖业协会对全国重点制糖企业（集团）报送的数据统计：2018/19 年制糖期截至 2019 年 6 月底，重点制糖企业（集团）累计加工糖料 8286.46 万吨，累计产糖量 963.4 万吨，累计销售食糖 659.57 万吨，累计销糖率 68.46%（上制糖期同期 59.6%）；成品白糖累计平均销售价格 5145 元/吨（上制糖期同期 5878 元/吨），其中：甜菜糖累计平均销售价格 5133 元/吨（上制糖期同期 6119 元/吨），甘蔗糖累计平均销售价格 5146 元/吨（上制糖期同期 5848 元/吨）。

重点制糖企业（集团）2019 年 6 月份销售食糖 80.56 万吨；成品白糖平均销售价格 5203 元/吨，其中：甜菜糖平均销售价格 5291 元/吨，甘蔗糖平均销售价格 5195 元/吨。

广西遭遇洪涝灾害

受偏南急流、冷空气和低涡切变共同影响，从 7 月 6 日起，广西桂北雨势明显加大，部分县（区）已出现了暴雨到大暴雨，局部特大暴雨。柳州市柳北、柳江、柳城、鹿寨、融安、融水、三江，桂林市叠彩、临桂、兴安、永福、灌阳、龙胜、荔浦，百色市田林，河池市金城江、南丹、天峨、凤山、东兰、罗城、环江、巴马、都安、大化、宜州，来宾市忻城等 5 市 27 县（市、区）遭受洪涝灾害。

巴西糖出口减少 20%

巴西贸易数据显示：6 月巴西共计出口糖 153.82 万吨， 同比减少 20.18%，为至少近十一年同期以来最低水平。巴西 2019/20 榨季（4 月-次年 3 月）截至 6 月累计出口糖 458.32 万吨，同比减少 9.14%。

澳大利亚：2018/19 榨季甘蔗压榨进度接近 80%

18/19 榨季澳大利亚共 24 家糖厂开榨，截至 10 月 14 日累计压榨甘蔗 2641.8 万吨，预计整个榨季的甘蔗压榨量为 3302.6 万吨，低于上榨季的 3334.9 万吨。因天气干燥，本榨季截至目前甘蔗含糖量从上榨季的 13.55%上升至 14.18%。

印度强降雨致洪灾多发，死亡人数已升至 774 人

今年雨季印度洪灾死亡人数已上升到 774 人。印度内政部国家应急中心 12 日公布的数据显示，洪灾造成的死亡人数较多的邦包括喀拉拉邦 187 人，北方邦 171 人，西孟加拉邦 170 人，马哈拉施特拉邦 139 人。此外，喀拉拉邦和西孟加拉邦分别有 22 人和 5 人失踪。数据显示，进入雨季以来，洪水和强降雨袭击了马哈拉施特拉邦、阿萨姆邦、西孟加拉邦等多地。目前，阿萨姆邦有 114.5 万人受灾，近 2.8 万公顷庄稼受影响。国家救灾部队正在各邦开展救援行动。

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。

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。外盘依然维持震荡，巴西原糖出口下降，未来糖价压力很大。外糖筑底需要很长时间。

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。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，短期观望，关注前高压力。

3 白糖市场主要数据

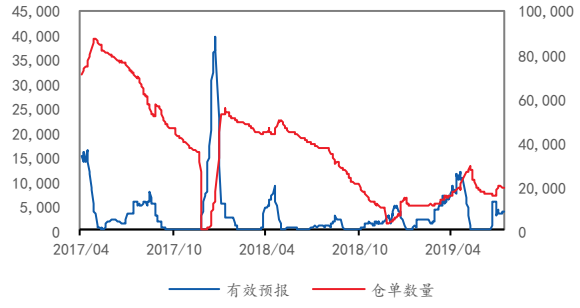
图表 63：白糖期货结算价格

资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：白糖进口价格

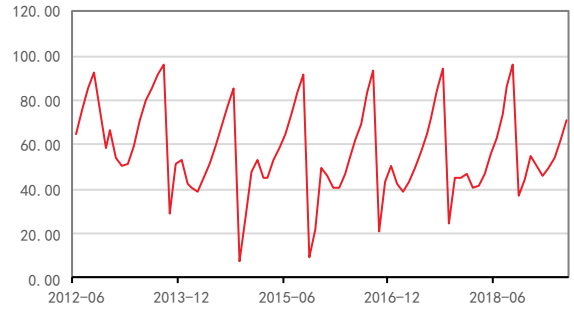
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65：白糖仓单预报



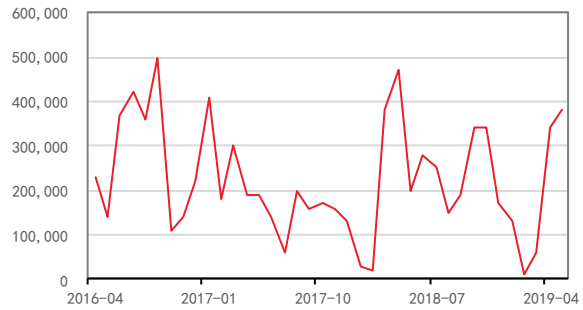
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 66：白糖销糖率



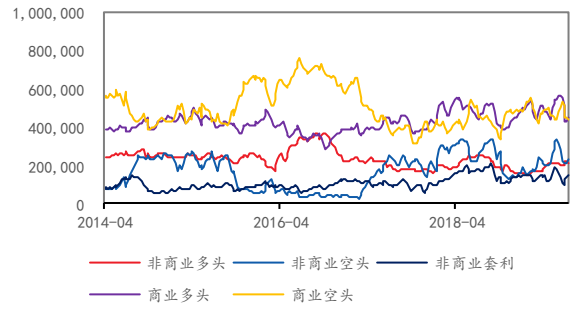
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 67：白糖月度进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68：原糖 CFTC 持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

免责条款

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨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