

中投期货策略周报 (2019年第31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: 本周市场并没有创新低的品种出现, 显示关税问题这一利空消息对市场情绪的影响边际减弱。整体看市场进入连续下跌之后的休整期, 考虑到市场通过连续下跌释放悲观情绪, 如果政府预防性地出台更多逆周期措施, 工业品可能迎来阶段性反弹, 建议密切关注政策的变化。

股指期货: A股本周逆势上行, 市场情绪较为平稳, 中小创走势明显强于主板, 显示市场风格出现一定程度的变化。考虑到外围市场仍不稳定, 预计短期内沪指围绕年线强势整理的可能性较大, 如果指数出现偏极端行情, 如沪指回落到2600-2700区域, 趋势性投资者可把握买入的机会。

铜: 经济数据全部出炉, 工业生产值及社会消费品零售总额远不及预期, 国内经济下行压力较大。当前下游需求清淡, 市场整体较弱。仅靠铜矿供应紧张支撑铜价, 供需双弱背景下, 市场利多消息不足, 铜价难以形成有效上涨趋势。

锌: 全球政治宏观环境依然不确定性高, 大宗商品难以走多, 且各品金属尚在8月的消费淡季中, 供应方面, 锌矿供给增加预期逐渐兑现, 加工费保持高位, 冶炼厂在高利润下开工率逐月增长、产能释放, 矿端宽松逐渐传导至精炼锌。锌下游消费季节性转淡, 沪锌保持低位运行。

镍: 短期来看, 市场多方仍然占据主导。但是, 在全球经济下行的压力下, 印尼提前实施禁矿令, 叠加印尼不锈钢端的出口受到包括中国、欧洲地区在内的反倾销审查, 可能使印尼可能面临依赖出口镍铁这一条路径。更加有利于其他镍矿出口国, 比如菲律宾。个人认为这并不是一个特别理智的选择。不过仍然建议投资者以观望为主, 等待消息落地。同时需要提醒投资者四季度镍铁大量投放产能的渐近和国内不锈钢库存的高企这两个利空因素, 对中期的影响。

黑色金属: 近期利润下滑下钢厂主动减产, 钢材产量有所下降, 但在利润回升后可持续性存疑, 市场对9月份环保趋严有预期, 需求端短期看边际企稳, 旺季需求有预期, 中长期地产下行是隐忧, 短期预计偏震荡为主, 重点观察需求端复苏的延续性。铁矿石基本面供需关系改善的预期, 宏观利空叠加产业链利润下滑倒逼价格下行, 长期看钢材需求下行会主导黑色行情。短期在钢材企稳阶段, 铁矿石价格有望反弹修复。山西去产能放缓, 下周“二青会”结束后复产压力, 短期焦炭预计震荡偏弱。

甲醇: 由于煤制甲醇生产成本约为1800, 目前现货价格已经跌破, 后期停产减产可能减少部分供给。操作上, 甲醇弱势局面不改, 甲醇整体需求低迷, 因部分西北企业停工生产, 已有空单注意止盈。宏观经济的不稳定, 导致工业品大跌, 后期市场依然维持反弹沽空操作思路, 注意节奏。

豆粕: 国内豆粕市场的反弹动力主要来自供应端, 尤其是中美贸易关系的不确定性导致南美大豆出口贴水报价持续高位运行, 国内进口大豆成本居高不下, 豆粕市场表现出一定的抗跌性, 但受需求端制约, 国内豆粕价格选择向上突围的概率同样不大。

白糖: 从郑糖持仓量看, 目前持仓量持续增加, 糖价格筑底。国内整体供大于求, 消费没有起色。密切关注印度干旱和巴西醇糖比。操作上, 糖价格已经突破5400, 未来保持多头操作思路。

目 录

| | |
|-----------------------------------|--------|
| 期货市场概况 | - 4 - |
| 周度策略：市场情绪逐渐缓和 | - 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 7月经济：供需双弱 | - 6 - |
| 3 流动性：MLF如期现身 | - 7 - |
| 4 宏观策略 | - 8 - |
| 5 股指期货市场分析 | - 8 - |
| 铜：供需双弱，铜价窄幅震荡 | - 11 - |
| 1 基本面分析 | - 11 - |
| 2 结论：延续低位震荡 | - 12 - |
| 3 铜期货现货数据 | - 13 - |
| 锌：后市难言乐观 | - 14 - |
| 1 锌：影响因素 | - 14 - |
| 2 锌：后市难言乐观 | - 15 - |
| 3 锌期货现货数据 | - 15 - |
| 镍：矿端影响未定 谨防回落风险 | - 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 综合分析 | - 23 - |
| 黑色金属 | - 24 - |
| 1 行情分析及市场运行逻辑 | - 24 - |
| 2 供需端：主动减产下产量下降，需求有所企稳，库存转降 | - 25 - |
| 3 原料端：铁矿延续下行，焦炭去产能弱于预期 | - 27 - |
| 4 总结 | - 29 - |
| 甲醇 | - 30 - |
| 1 甲醇市场供求分析 | - 30 - |
| 2 综合分析 | - 31 - |
| 3 甲醇期货现货数据 | - 31 - |
| 豆粕：需求偏弱，反弹基础欠佳 | - 33 - |
| 1 豆类市场分析 | - 33 - |
| 2 油脂油料市场主要数据 | - 34 - |

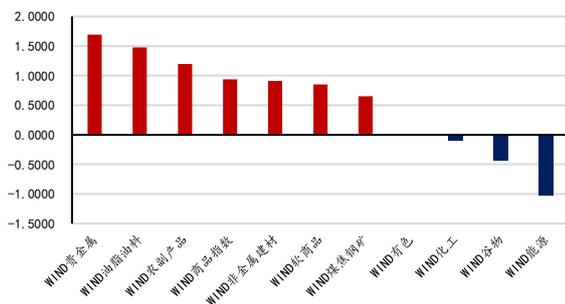
| | |
|------------------|--------|
| 白糖 | - 35 - |
| 1 白糖市场供求分析 | - 35 - |
| 2 综合分析 | - 36 - |
| 3 白糖市场主要数据 | - 36 - |
| 免责声明 | - 38 - |

期货市场概况

| 国内市场涨幅前十 (单位: %) | | | | | | | | | |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 粳稻 | 胶合板 | 镍 | 甲醇 | 鸡蛋 | 红枣 | 乙二醇 | 硅铁 | 苹果 | 早籼稻 |
| 4.00 | 2.73 | 2.13 | 1.72 | 1.70 | 1.61 | 1.60 | 1.46 | 1.24 | 1.20 |

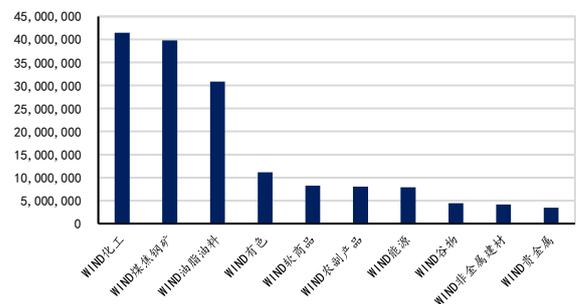
| 国内市场跌幅前十 (单位: %) | | | | | | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 燃油 | 沥青 | PTA | 原油 | 白糖 | 塑料 | 线材 | 铁矿石 | 锡 | 豆一 |
| -3.29 | -3.08 | -2.92 | -2.52 | -2.09 | -1.91 | -1.64 | -1.49 | -1.46 | -1.27 |

图表 1: 商品板块周涨跌幅



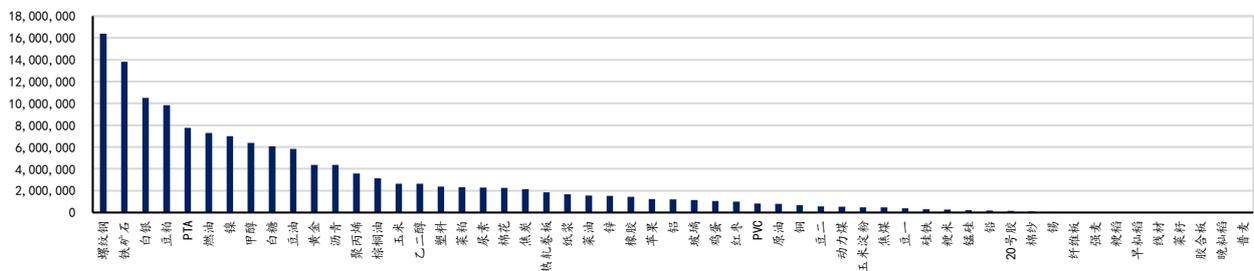
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



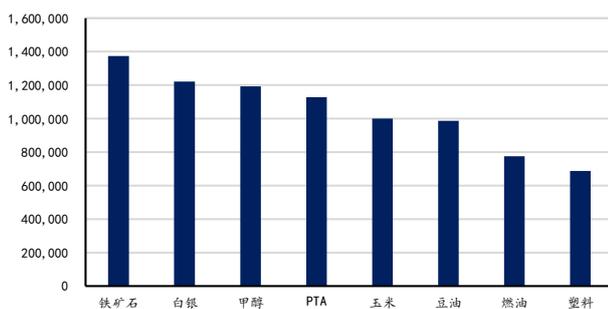
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



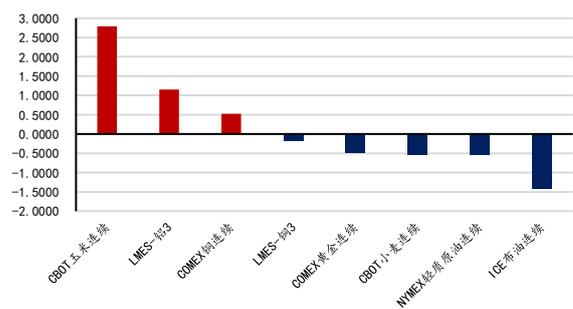
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：市场情绪逐渐缓和

经历连续两周大跌之后，本周市场出现企稳迹象，体现在行情中就是没有创新低的品种出现。但是本周市场反弹的幅度亦非常有限，几乎没有周涨幅在2%以上的工业品。因此，从走势上看，跌势暂缓，但还看不出有明显的反弹迹象。

从宏观面和市场情绪两个角度看，本周都是较为偏空的，但是市场并未大幅下跌，是因为近两周内已经连续下跌，因此对宏观数据的走弱和市场风险偏好下行反应平淡，但工业品仅仅可以维持暂时稳定，上行的难度较大，侧面反应市场仍较为孱弱，因此本周的宏观面和市场情绪值得重点分析。

先看市场情绪的变化，本周对市场影响最大的是美国国债利率创三年内的新低，以及长短期国债利率倒挂现象加剧，引发市场对宏观经济的极大担忧。8月15日美国10年期国债收益率降至1.5740%下方，为2016年9月以来新低，日本10年期国债收益率跌至-0.25%，创2016年以来新低，然而这种现象并不仅仅体现在发达国家，8月16日，新西兰十年期国债收益率跌至1%下方，创下历史新低。除了国债利率走低直接反应出经济低迷，经济尚较为稳健的美国国债利率倒挂作为经济衰退的先行指标让投资者忧虑情绪加重。数据显示，自1961年7月以来，美国历史上共出现了八次10年期国债与2年期国债期限利差倒挂的现象，其中七次在之后6-24个月后发生了经济衰退，仅1966年发生期限利差倒挂后，经济未在2年内陷入衰退。虽然没有发生经济衰退，但是，1967年美国实际GDP增长率（环比折年率）却大幅下降，从1966年1季度的10.1%降至1967年2季度的0.2%，下降了9.9个百分点。

为什么利率倒挂会是衰退的先行指标？主要原因是利率倒挂通常反映的是人们的悲观预期。美联储通常影响的是短期利率，当人们预期经济即将不好，美联储不再加息甚至未来可能降息，那么短期利率将会下降，做短期投资的再投资风险会更大，这时候人们为了锁定收益，纷纷买入长期国债，买买买使得10年期国债价格上升，收益率下降，所以出现了长期比短期利率还低的现象，利率倒挂就出现了。

虽然国债利率走低以及倒挂影响的是市场情绪，但是这种情绪已经可以产生一个较大的行情，这在商品市场是十分常见的。

另外一个压力来自经济数据。7月份经济数据全线回落，使得经济前景蒙上一层阴影。

7月规模以上工业增加值同比增速4.8%，不及市场预期，较上月回落1.5个百分点；1-7月规模以上工业增加值累计增长5.8%，增速较1-6月回落0.2个百分点。其中，从三大门类看，采矿业增加值同比增长6.6%，较6月回落0.7个百分点，制造业增加值同比增长4.5%，较6月回落1.7个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长6.9%，较6月加快0.3个百分点。可见，制造业的回落拖累整体工业增加值的同比增速，其原因主要是2000亿美元加征关税的影响开始显露。从制造业具体行业来看，同比增速回落的行业正是被加征关税的主要行业，如计算机、通讯和其他电子设备制造业回落4.3个百分点；电气机械及器材制造业回落3.7个百分点，以及金属行业、通用设备、专用设备等均不同程度回落，而且回落明显。从制造业经济类型来看，国有及国有控股企业和外商及港澳台投资企业的同比增速分别是3.7%和-0.2%，分别较上期回落2.5和2.0个百分点，尤其是外商及港澳台投资企业增速创历史新低，然而对比私营企业和股份制企业，增速相对稳定，其中私营企业增速较去年还出现了回升，主要是因为这两类企业制造的商品多数是生活消费品，并未在2500亿美元中，同时存在抢出口效应。此外，内外需疲弱也是一方面的因素，如欧盟、日本等国PMI均出现下滑

总结来看，7月工业增加值环比增速创新低，生产波动主要是来自出口生产集中的东部地区，与中美贸易摩擦有关。贸易摩擦不确定性打击生产积极性，对经济数据的影响逐渐显现。

本周市场并没有创新低的品种出现，显示关税问题这一利空消息对市场情绪的影响边际减弱。整体看市场进入连续下跌之后的休整期，考虑到市场通过连续下跌释放悲观情绪，如果政府预防性地出台更多逆周期措施，工业品可能迎来阶段性反弹，建议密切关注政策的变化。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 6：一周重大宏观政策、事件和数据解读

| 类别 | 时间 | 政策/数据 | 内容 | 点评 |
|----|-------|-------------------------------------|---|--|
| 政策 | 8月15日 | 房地产融资继续收紧 | 7月份，房地产市场稳字当头，一二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅不同程度地回落或相同 | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。 |
| | 8月16日 | 央行开展4000亿元MLF和300亿元逆回购操作 | 央行发布公告称，为对冲税期高峰、MLF到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，当日开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元 | 重启MLF，维持流动性稳定。 |
| 数据 | 8月13日 | 社会消费品零售总额同比名义增长7.6% | 7月社零下滑2个百分点至7.6%主要与6月汽车促销有关 | 7月份季节性因素减弱对消费有一定影响 |
| | 8月13日 | 7月规模以上工业增加值同比增长4.8% | 中美贸易摩擦升级导致出口行业增速明显放缓 | 制造业、工业增加和PPI等工业指标短期内难以改善。 |
| 事件 | 8月15日 | 国务院关税税则委员会回应美对华加征关税：中方将不得不采取必要的反制措施 | 8月15日，针对美国贸易代表办公室宣布将对约3000亿美元自华进口商品加征10%关税，来自中国国务院关税税则委员会的表态十分明确地传递了中方立场：“美方此举严重违背中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，背离了磋商解决分歧的正确轨道。中方将不得不采取必要的反制措施。” | 贸易争端可能进入最激烈阶段。 |

资料来源：中投期货研究所

2 7月经济：供需双弱

根据国家统计局2019年8月14日公布的宏观经济数据：2019年7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，社会消费品零售总额同比名义增长7.6%，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长5.7%。

7月多项数据不及市场预期验证当前经济下行压力，从政治局会议的表态看，决策层已加大“稳增长”的重视，重点在于更多逆周期政策的出台时间和发力效果。供给方面，由于汽车和设备制造业表现较差，工业增加值回落幅度较大，再现“季末月好、季初月差”特征。需求方面，基建投资发力落空是最大预期差；制造业投资虽略有上行，但绝对增速仍处于低位；房地产投资受监管趋严影响下，继续下行；消费大幅下滑主要受汽车拖累。

基建发力落空对财政调整存在更强诉求：1-7月基建投资累计同比3.8%，回落0.3个百分点。狭义财政“有心无力”、广义财政受限是投资疲弱的主因。而基建发力落空给市场情绪带来一定冲击，对后续政策调整也存在更强诉求。政治局会议重提“六稳”，货币政策继续“加水”存在掣肘因素，下半年财政还将是逆周期政策的重点。传统补短板领域与信息网络等新型基建是发

力方向。下半年预算内空间有限，必要条件下存在增加专项债限额、放松基建领域非标融资等政策工具箱。

通信设备与汽车是制造业投资主要增长点：1-7月制造业投资累计同比3.3，走高0.3个百分点。制造业投资继续提速，主要由计算机通信电子设备、汽车、电气机械制造业提速贡献。化工、专用设备制造业也保持了较高增速。但不能忽视制造业投资绝对增速仍处低位，下游制造业多处处于负增长且降速阶段。财政减税降费仍需要“落实落细”以稳定预期、激发微观主体活力。通过财政、信贷支持，引导民间资本加大高端制造业领域投资仍会是政策对冲制造业下行的主要方向。

房地产融资收紧后的边际变化：1-7月房地产开发投资累计同比10.6%，回落0.3个百分点。房地产投资下行方向符合市场预期，但融资政策收紧后的降幅还需要继续观察。对违规非标的限制在拿地、自筹资金的数据层面已有所反映，但销售回暖、地产领域放贷仍快，对投资韧性存在支撑。开发环节，房企前端融资受限导致拿地降温，也带动开工增速下行，而去年房企高开工周转，今年竣工增速可能见底回升。7月份大幅收紧的房地产融资政策，对房企资金面压力将向投资端传导，年内房地产投资还存在加速回落的风险。

汽车需求透支是主要拖累，稳就业与预期是稳消费关键：7月社会消费品零售总额名义值同比7.6%，回落2.2个百分点。6、7月份消费升降波动，市场早有预期，但幅度均超出预期。主要在于市场将关注点过度集中于汽车消费，居民就业与收入预期更是影响整体消费走势的关键。汽车零售大幅降速主因部分省市“国五转国六”，引发经销商提前降价去库存力度较大，需求存在透支，但同时化妆品等可选消费品降速显著，更能体现居民支出紧缩的情况。排除高低跳点后，对后续消费并不悲观。一方面政策多点发力稳消费。另一方面汽车消费企稳复苏的逻辑仍在。

3 流动性：MLF如期现身

8月15日，面对税期高峰和大量中期借贷便利（MLF）到期，央行逆回购和MLF并举，实施超额对冲，但净投放规模不大，MLF和逆回购操作利率也未见调整。市场预期从中获得宽松讯息的预期落空。随着税期高峰过去，流动性将逐渐恢复平稳，货币市场利率存在一定的下行空间；短期看，货币政策保持定力，中期看，灵活调整空间犹存。

央行15日早间公告，15日开展了MLF操作4000亿元，比当日到期量多170亿元，同时开展逆回购操作300亿元。其中，7天期逆回购操作利率为2.55%，1年期MLF操作利率为3.3%，均与前次操作相同。公开数据显示，15日有3830亿元MLF到期，无央行逆回购到期。从全口径来看，央行当日操作实现净投放470亿元，为本周以来连续第四日实施流动性净投放。

分析人士指出，考虑到到期量大且适逢税期高峰时点，央行超额续做到期MLF并不让人意外，不过超额释放的中期流动性有限，即便综合逆回购操作来看，净投放规模也不大，甚至少于前两日的规模，加之MLF和逆回购操作利率未见调整，一些市场参与者期望从中得到政策宽松讯息的期望落空。

从货币市场交易来看，15日市场资金面不改紧平衡的态势。15日早间，市场上隔夜资金供给

较少，存款类机构多持观望态度，卖盘主要来自非银机构。此后，随着央行开展逆回购操作和超额续做到期MLF的消息传出，资金面由紧转松，隔夜资金需求迅速得到满足，成交利率也回落到加权价附近，但午后资金面再次收紧，临近尾盘才略有好转。

税期因素的影响预计还会持续一两日，央行公开市场投放操作可能还没结束。之后随着税期高峰过去，资金面恢复常态，预计央行将适时暂停公开市场操作。预计货币市场流动性总量将保持合理充裕状态，月内资金面出现大幅收紧的可能性已很小。

近段时间央行流动性操作，给市场留下了政策保持定力的印象。重要会议关于货币政策的表述与之前相比没有明显变化，二季度货币政策报告继续提到“闸门”等字眼，重申不搞“大水漫灌”，美联储降息后央行没有明确表态，亦显示政策定力较足。

短期货币政策保持定力，至少存在四点可能的原因：第一，全球中低速增长可能持续较长时间，需要预留货币政策空间；第二是价格不确定性，结构性的通胀与通缩风险并存；第三，前期部分政策进入落地阶段，央行可能要等等看政策效果；第四，杠杆率对货币政策的约束长期存在，定向宽信用取代全面宽信用。

货币政策短期有定力，中期也有空间，后续仍易松难紧。值得注意的是，7月份新增信贷、社融规模和M2增速等主要金融数据均不及先前市场预期，反映出当前微观主体投融资需求不足、地产融资政策收紧及信用分层等多种因素的影响。当月工业生产、消费乃至投资等主要经济数据的表现也或多或少不及市场预期。经济金融形势的变化考虑政策定力，而外部风险因素反复变化，给经济前景增添了不确定性，同时对市场预期造成冲击，从逆周期调节的角度看，后续灵活微调货币政策的可能性仍然存在。

4 宏观策略

本周市场并没有创新低的品种出现，显示关税问题这一利空消息对市场情绪的影响边际减弱。整体看市场进入连续下跌之后的休整期，考虑到市场通过连续下跌释放悲观情绪，如果政府预防性地出台更多逆周期措施，工业品可能迎来阶段性反弹，建议密切关注政策的变化。

5 股指期货市场分析

三大指数强势回升

本周市场在消化关税问题之后强势回升，沪指周涨幅为1.77%，重新站上2800点整数关口，中小板指数涨幅为3.98%，创业板指数涨幅为4%，中小创涨幅远大于主板。

周五的走势比较具备代表性。周五沪指全天平稳运行，截至收盘，上证指数上涨0.28%，成交1861亿，深证成指上涨0.57%，成交2441亿，两市合计成交4302亿，两市上涨家数2103家，走平家数270家，下跌家数1387家。沪港通净流出1.03亿，深港通净流入2.54亿，资金流入最多的板块有：智慧城市、人工智能、OLED，流出最多的板块有：5G、物联网、黄金概念，整体看资金仍在科技股中转换，这也是中小创涨幅大于主板的原因。

趋势方面，从本周整体表现来看，实际上8.12和8.15日是两次非常关键的走势，尤其是8.15

日的大幅低开高走，股指整体的涨幅虽然不大，但K线形态却是形成了中阳线形态，虽然不见得可以由此形成趋势性的逆转，但这样的走势却是实实在在的给予了市场信心，对于行情筑底而言，资金的情绪是非常重要的一个环节。

指数：估值有优势 但盈利增速有压力

今年年初伴随信用环境边际上的大幅改善，经济增速出现了短暂的回暖。然而5月份以来，陆续公布的金融、经济数据大多表现一般，虽然其中存有一定程度的季节性因素影响，但整体来看，当前经济的企稳复苏确实并没有那么一帆风顺。受国内需求仍然疲弱、外部摩擦不断升级以及全球经济增长放缓的影响，近日出炉的7月份主要经济数据出现了普遍的下行，彰显出国内经济增长的下行压力仍在不断积聚。

7月27日统计局公布的工业企业效益数据显示6月份规模以上工业企业盈利能力有所恶化。2019年上半年全国规模以上工业企业利润总额同比下降2.4%，相比1-5月份的增速小幅下降0.1%，6月当月规模以上工业企业利润总额同比下降3.1%，较5月份下降4.0%。

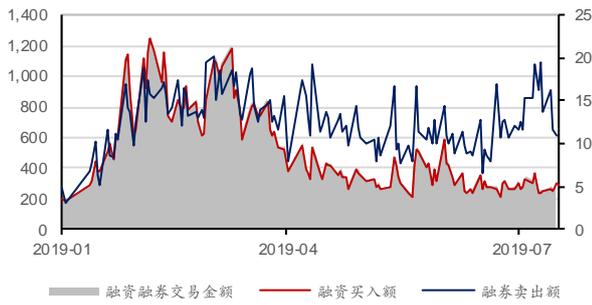
7月31日公布的PMI数据已连续3个月位于荣枯线下方。2019年7月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为49.7%，虽较上月小幅提高0.3个百分点，但仍然处于荣枯线下方。具体来看，制造业PMI的回升主要得益于生产指数的上升，生产指数为52.1%，比上月回升0.8个百分点，位于临界点之上。但需求端的情况仍不乐观，新订单指数为49.8%，持续低于临界点。从企业规模来看，仅大型企业PMI有所回升，中、小型企业PMI持续回落并位于荣枯线下方。

7月份PPI同比下降0.3%，为2016年9月份以来的首次负增长。8月9号公布的工业生产者出厂价格数据显示，2019年7月份，全国工业生产者出厂价格出现了自2016年9月份以来的首次负增长，PPI同比下降0.3%，环比下降0.2%，前值分别为-0.4和-0.3%。分项来看，工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降0.7%，降幅比上月扩大0.4个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.51个百分点，是拖累PPI下滑的主要因素。

而历史经验显示，PPI是和企业盈利状况关联度最为密切的宏观经济指标。2004年以来，PPI同比增速和A股上市公司ROE走势极为同步，二者相关系数高达0.55。其中在2004年12月至2006年3月、2008年3月至2009年6月、2011年9月至2015年12月的三个历史阶段，PPI同比增速均呈现较为显著的下滑趋势，与之对应的是A股剔除金融两油上市公司ROE同步出现了大幅回落。

PPI是和企业盈利状况关联度最为密切的宏观经济指标，本轮PPI增速于2017年3月再次触顶回落，且当前已进一步降至负区间，而历史经验显示，PPI的负增长或许意味着企业未来的盈利能力将有所下滑。所以我们认为在A股总体估值并不高、全球利率仍在下行周期以及外部摩擦对A股影响渐趋钝化的背景下，当下最大的风险点在于上市公司未来业绩的超预期下滑。

图表 7：融资融券数据图



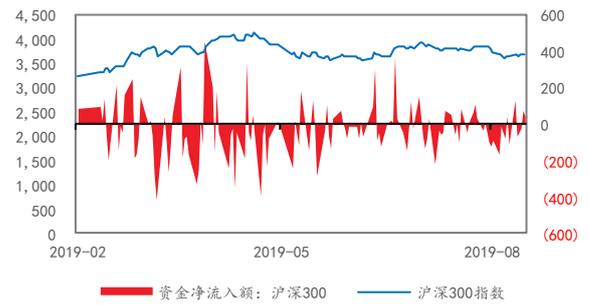
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



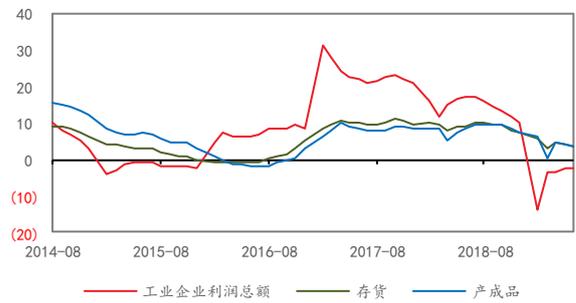
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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：供需双弱，铜价窄幅震荡

1 基本面分析

罢工引发铜矿供应紧缺

全球各大铜矿企业纷纷公布了各自今年第二季度的产量报告，总体来看今年第二季度这8家全球主要矿企的铜产量较去年同期下降了5.2%，上半年同比减少了4.8%，叠加多矿区干扰率抬升，可以在一定程度上反映出全球矿端趋于紧张的情况。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，今年上半年铜矿仍可以维持相对宽松的格局，主要考虑到冶炼端的高干扰及矿端的平稳。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。

废铜转向规范而不是限制

从7月起正式对“废六”实行进口批文的政策。目前进口废铜的实物量较去年同期大幅下降，但是由于今年进口废铜全面由“七类”变为“六类”，实物量大幅下滑的同时，进口废铜品位在提升。据SMM统计，6月进口废铜进口量同比下滑25.8%，不过进口评级提升，1-5月废铜进口金属同比增加10万吨以上。从6月下旬公布废进口批文总量240429，涉及到的企业全部是浙江企业。“废六类”的批文占2018年全年总量的30%左右，且大多数企业已拿到批文，且多数企业拿到的批文量高于去年三季度的企业实际进口量。总的来看，废铜供应并非想象中紧缺。从公布的第一批六类进口企业情况来看，进口管理更倾向规范而不是限制，因此影响降低。

精炼铜供应量受限

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小组在吉林琿春召开了最新第三季度的Floor price价格会，并敲定第三季度的TC地板价为Mids-50(55美元/吨上下)，TC以55美元/吨为基数，较2019年Q2下降了18美元。目前TC下行一方面反映出国外矿源的趋紧，但主要还是由于国内新增产能的快速扩张释放。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。目前现货干净铜精矿TC报价53-57美元/吨，均价55美元/吨，已经对冶炼厂的生产利润形成较大的压力，但矿到冶炼的传达需要很长的过程，三季度电解铜生产受影响的可能性较小，但原料端的问题对电解铜供给形成限制并对铜价形成较强的底部支撑，只是仍不足以成为铜价向上的推动力。

消费无亮点

根据我们近期的走访，电网、家电、汽车板块的消费整体表现一般，增量消费还未体现出来。市场难免有一些声音，从前期亢奋到悲观的这一端。客观来看，消费即便不像预期般乐观，但

也无短期塌陷风险。铜需求中很大权重来自投资类消费包括电力投资和房地产投资，及消费类需求包括家电、汽车等板块。

7月铜管企业开工率为79.01%，环比减少7.37个百分点，同比下滑10.48个百分点。并且相较于往年同期而言，铜管企业平均开工率表现不佳且下降趋势出现的时间也较早，目前空调消费也逐渐进入淡季，铜管企业订单也会受到较大程度的影响。

淡季行情，下游整体需求不佳。1—6月，电网基本建设投资完成额累计值为1644亿元，累计同比下降19.3%。1—6月，电网基本建设投资完成额累计值为1644亿元，累计同比下降19.3%。今年凉夏限制了空调7—8月销量，对于第三季度空调销量整体保持谨慎态度。电网公司公布计划，2019年发展总投入5909亿元，固定资产投资额5243亿元，电网投资5126亿元。当前终端仍处于消费淡季行情中，在交通、家电、电力行业的新订单转弱的同时，建筑开工也因高温的影响有所放缓。

2019年1-7月商品房销售面积降幅收窄，销售金额增速回升。7月单月销售面积同比增长1%，增速由负转正，较前值增长3%，较超市场预期。新开工持续减速，施工面积继续保持高位，开发投资持续回落符合预期，全年增速预计8-10%。新开工增速回落，一方面受销售预期走弱的影响，房企开工意愿有所减弱；政策边际收紧预期的影响。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。

2 结论：延续低位震荡

经济数据全部出炉，工业生产值及社会消费品零售总额远不及预期，国内经济下行压力较大。当前下游需求清淡，市场整体较弱。仅靠铜矿供应紧张支撑铜价，供需双弱背景下，市场利多消息不足，铜价难以形成有效上涨趋势。

3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



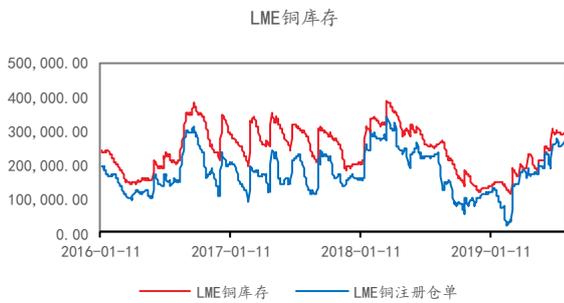
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：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。

2019年6月国内锌精矿产量34.7万金属吨，同比下降6.4%，环比下降1%。6月锌矿开工率为76%，同比下降4.33%，环比下降0.98%。国内的矿山受到安全事故、环保、资源整合以及由于锌价下跌导致的矿山利润被压缩等多重因素的共同作用下，锌精矿产量的减量多于增量，而且新建项目产能释放的速度较慢。但北方地区一般下半年的作业时间长于上半年，而且湖南地区的产量将会明显增加，预计8月份锌精矿产量维持高位。

精炼锌供应宽松

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/千吨左右，近两月出现高位企稳。加工费持续处于高位，高TC说明至少在目前节点市场锌矿货源还是很宽裕，而7、8月份正好是冶炼厂集中检修的时间，因此加工费三季度预计还将维持高位。到了第四季度冶炼厂检修结束开始提产后，如果进口比价没有修复，进口锌矿流入量有限，则加工费将进入下行通道。据SMM统计2019年6月冶炼厂开工率为81.6%，环比增加3.34%，同比增加16.95%。据我们估算，6月冶炼厂利润因加工费小幅下调而有所下降，但加工费和冶炼利润仍位于相对高位，推动开工率继续上升。据百川统计，7月冶炼厂开工负荷增加，7月末一周开工率为85%，其中华北地区受豫光锌业、中色锌业及葫芦岛锌业月内检修影响，开工率低于70%，陕西地区则上调至80%，湖南地区较稳定。据SMM数据统计，7月中国精炼锌产量49.07万吨，环比减少0.64%，同比增加20.15%。冶炼厂增产动力持续，7月精炼锌产量同比继续增加，但环比不及预期，主因7月北方冶炼厂常规检修较为集中及高温导致部分炼厂产量微降。

2019年6月国内精炼锌进口5.68万吨，同比增加56.76%，环比下降4.09%，1-6月累计同比增加24.68%。由于进口仍保持亏损状态，同时国内供应增加、消费淡季，进口精炼锌需求较5月小幅下降。6月精炼锌出口0.86万吨，为年内最高水平，6月精炼锌净进口4.83万吨，环比下降17.8%。虽然6月保税区库存较5月下降1.56万吨，但考虑到复出口情况，国内到库受到一定影响。

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。镀锌管消费转入淡季后销售难度加大，高成品库存令企业以控生产调整库存操作延续，产量继续走低；而汽车产销持续负增长，叠加家电排产结束转入销售旺季，镀锌板需求进一步弱化，成本倒挂压力加大，总体镀锌消费并无亮点开工率加速进入年中低位，同环比均录得负增长。国内6月镀锌企业开工率为76.4%，环比下滑5.79%；6月压铸合金企业开工率为46.3%，环比下滑1.75%；6月氧化锌企业开工率50.0%，环比下滑8.98%。6月以来，锌下游消费季节性转淡，镀锌厂、压铸合金企业、氧化锌企业开工率均较5月走弱。

经济数据持续疲软，二季度GDP增速降至6.2%，国内PMI连续3个月处于荣枯线下方，以及中美贸易谈判冲突再起，在此环境下，下游需求都出现不同程度下滑，汽车产销量持续下降，地产数据继续疲软。政治局会议明确不把房地产作为短期刺激经济的手段。因此，工业金属价格面临较大压力。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

全球政治宏观环境依然不确定性高，大宗商品难以走多，且各品目金属尚在8月的消费淡季中，供应方面，锌矿供给增加预期逐渐兑现，加工费保持高位，冶炼厂在高利润下开工率逐月增长、产能释放，矿端宽松逐渐传导至精炼锌。锌下游消费季节性转淡，沪锌保持低位运行。

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



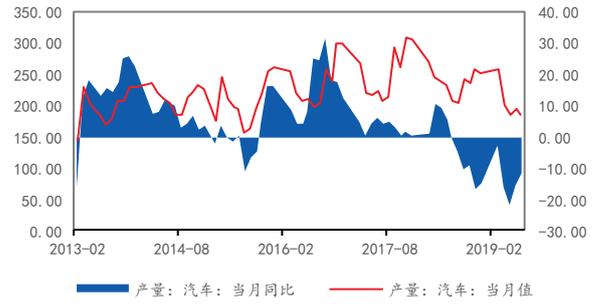
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：矿端影响未定 谨防回落风险

1 镍价运行逻辑

新华财经北京8月13日电：美国贸易代表办公室(Office of the U.S. Trade Representative)表示，特朗普政府将推迟原定于下月开始对包括笔记本电脑和手机在内的某些中国产品征收10%的关税。美国贸易代表办公室在一份声明中表示，其他产品的关税将被推迟到12月15日，其中包括“电脑、视频游戏机、某些玩具、电脑显示器，以及某些鞋类和服装产品”。针对美国贸易代表办公室宣布将对约3000亿美元自华进口商品加征10%关税，8月15日国务院关税税则委员会有关负责人表示，美方此举严重违背中美两国元首阿根廷会晤共识和大阪会晤共识，背离了磋商解决分歧的正确轨道。中方将不得不采取必要的反制措施。

对于中美贸易关系的反复，黄金、原油等品种表现剧烈，但是相较于前期，市场表现相对冷静。目前市场对中美关系的反复性和长期性已经基本形成了共识，对于其对全球和本国经济造成的不利影响也有了较充分的心理预期。

2019年，超过20个国家和地区先后降息，美联储7月底的降息正式宣告全球进入宽松周期。本周，全球其他经济体的降息新闻也未间断。墨西哥央行在8月16日宣布降息25bp至8%，为近五年来首次降息。

中美贸易摩擦反复，美债2年期和10年期收益率倒挂，无不在显示着全球经济的下行压力。我们维持对下半年经济下行，伴随宽松政策下波段性反弹的基本判断不变。

近期驱动镍价走势的因素主要来自于供应端，目前来看这一影响还在持续发酵，市场在前高压力位宽幅震荡等待印尼禁矿令最终决定消息的落地。本周，印尼政府表示总统正在听取各方意见，但是对于是否提前实施禁矿令还没有做出最终决定。在全球经济下行的压力下，印尼提前实施禁矿更加有利于的是其他镍矿出口国家，比如菲律宾。而印尼不锈钢端的出口受到包括中国、欧洲地区在内的反倾销审查，如果禁矿令真的提前实施，印尼可能面临依赖出口镍铁这一条路径。个人认为这并不是一个特别理智的选择。但是，还是建议投资者持续关注印尼禁矿令的相关消息。供应端的另一个变量因素来自于印巴冲突的加剧，是否会影响印尼镍资源的出口。

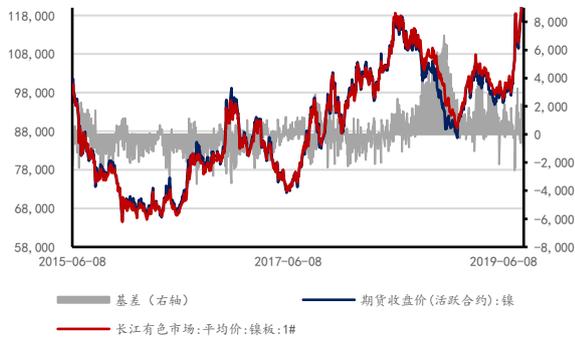
短期来看，市场多方仍然占据主导。但是，镍价在前高位置宽幅震荡等待印尼禁矿令消息的最终决定。建议投资者以观望为主，等待消息落地。同时需要提醒投资者四季度镍铁大量投放产能的渐近和国内不锈钢库存的高企这两个利空因素，对中期的影响。

图表 21: 沪镍主力合约量价变动



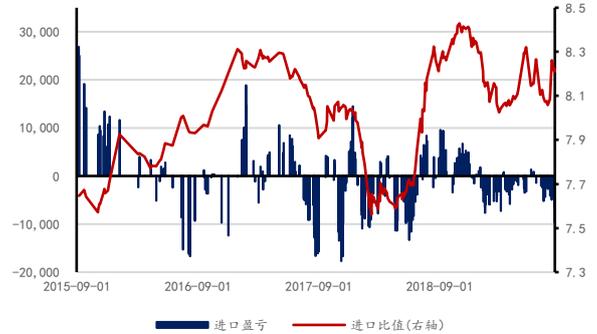
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

| | 2019/8/15 | 2019/8/8 | 变动 | 变动幅度 |
|---------|-----------|----------|-------|--------|
| 电解镍 | 123650 | 125950 | -2300 | -1.83% |
| 金川镍 | 124300 | 126450 | -2150 | -1.70% |
| 俄镍 | 123000 | 125400 | -2400 | -1.91% |
| 高镍铁 | 1080 | 1090 | -10 | -0.92% |
| 低镍铁 | 3150 | 3150 | 0 | 0.00% |
| 硫酸镍 | 27000 | 26750 | 250 | 0.93% |
| LME 库存 | 144792 | 142032 | 2760 | 1.94% |
| SHFE 库存 | 28695 | 28165 | 530 | 1.88% |
| 沪伦比值 | 7.65 | 7.89 | -0.24 | -3.10% |

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：市场等待印尼禁矿令的最终决定

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6月，中国进口镍矿砂及精矿427.6万吨，较5月有环比下降2.36%。1-6月中国累计进口镍矿砂及精矿2074.3万吨，累计同比增加14.53%。

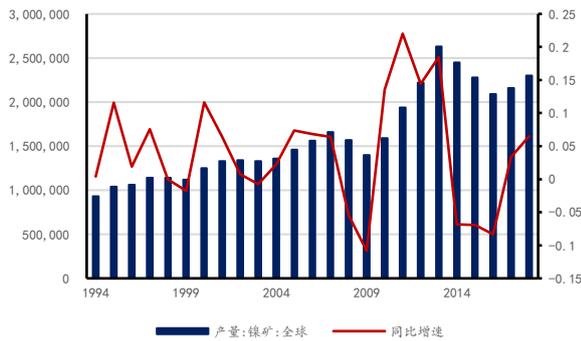
由于国内镍资源禀赋较弱，镍矿以硫化镍矿为主。所以，我国对进口镍矿的依赖度长年处于80%以上，且以进口印尼和菲律宾的红土镍矿为主。以今年上半年的数据为例，我国进口的镍矿有47%来自菲律宾，有49%来自印尼。前期市场纷纷炒作印尼禁矿令提前和菲律宾矿山停产的消息，在两国镍矿出口纷纷出现问题的情况下，沪镍创出上市以来的新高，虽然不乏资金炒作的推波助澜，但也确实伴随着基本面的变化。

但是，目前有关于印尼镍矿出口禁令的具体时间仍然没有最终决定，市场处在价格选择的观望时期。雅加达8月12日消息，新闻网站Detik.com报道，印度尼西亚负责海事事务的协调部长Luhut Pandjaitan周一表示，政府将加快实施计划中的矿石出口禁令。根据Detik.com的报道，Pandjaitan告诉记者：“只等着宣布了，关键是我们想要向下游推进。我们会加快速度。”贸易部长Enggartiaso Lukita周五表示，总统Joko Widodo已要求其内阁就推动2022年开始实施矿石出口禁令的可行性给出反馈意见。

镍价在上周冲高后，本周内出现小幅回调，但周五再次强势上涨。8月15日印巴冲突加剧，给多头炒作资金添了一把火。巴基斯坦武装部队首席发言人15日在推特上称，印度军队在争议地区开火。发言人表示，“断断续续的交火仍在继续。”报道称，目前印度军方并没有就此作出回应。据报道，此次印巴交火发生在印度政府宣布取消印控克什米尔地区的自治地位之后，两国之间的紧张局势一直在不断加剧。

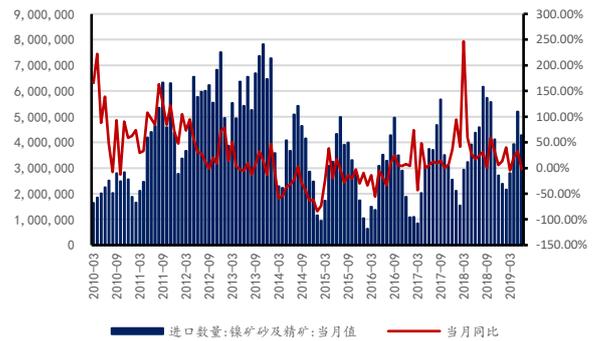
短期来看，市场多头仍然占据绝对主导地位，后续需要持续跟踪印尼政府有关禁矿令的后续表态。镍矿价格连续上涨，截止8月15日，连云港地区Ni:0.9-1.1%红土镍矿车板价报较上周上涨12.5至196元/吨，Ni:1.5%红土镍矿车板价较上周上涨9至257元/吨，Ni:1.8%红土镍矿车板价较上周上涨53至509元/吨。

图表 25：全球镍矿供应增速缓慢回升



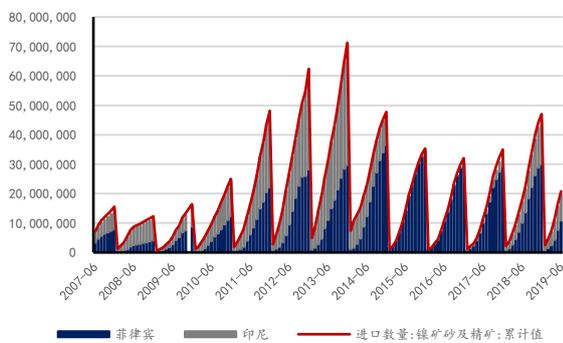
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



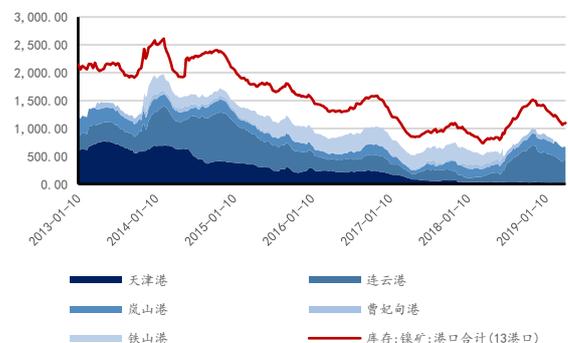
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：三季度镍铁供应压力稍减

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。

6 月中国进口镍铁 14.3 万吨，同比增加 141.35%；1-6 月累计进口镍铁 79 万吨，累计同比增加 90.29%。镍铁价格继续拉涨，低镍铁报 3200 元/吨，较 7 月上涨 50 元/吨；高镍铁报 1100 元/镍点，较 7 月上涨 115 元/镍点。

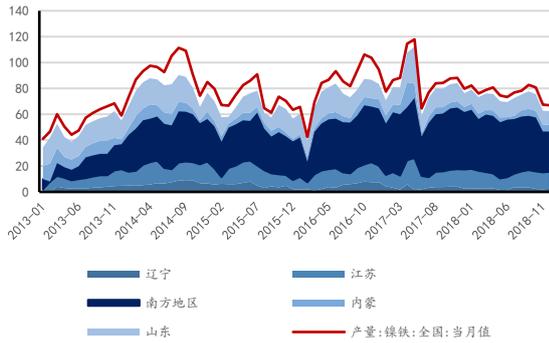
目前国内镍铁的投产进度来看，扩产产能最大的山东鑫海科技 6 万吨镍铁产能已于 4 月全部提前投产完毕，内蒙奈曼经安 13.5 万吨和大连富力 3.6 万吨的镍铁产能预计投产时间在 2019 年四季度或 2020 年。而印尼方面也有类似情况。扩产量较大的 Konawa 二期和 Weda Bay 投产时间都在 2019 年底。

也就是说，三季度国内将没有大量新增镍铁产能的投放。供应压力稍微减弱。但是，四季度供

应压力将再次增加。

2019年6月中国电解镍产量17160吨，1-6月累计产量91910吨，累计同比上升17.48%。6月我国进口精炼镍增加2398吨至21592吨，当月同比增加22.2%。截止8月7日，LME镍库存连续下降至141906吨，上期所镍期货库存增加至28165吨。经历6月挤仓担忧后，LME库存向SHEF库存转移的趋势比较明显，挤仓担忧稍有缓解。但是由于镍价的低位运行，今年电解镍产能几无增量，交易所库存整体处于绝对低位。

图表 29：中国镍铁产量增速负增长



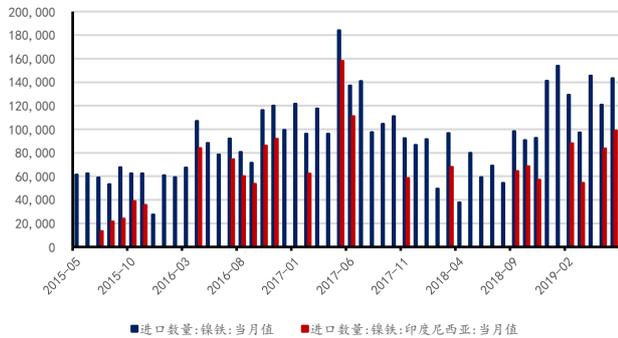
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁价格变化



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 32：中国电解镍产量变化



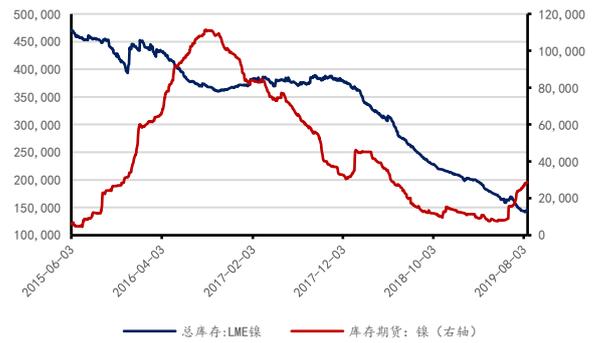
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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 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：不锈钢厂维持产量，库存继续累积

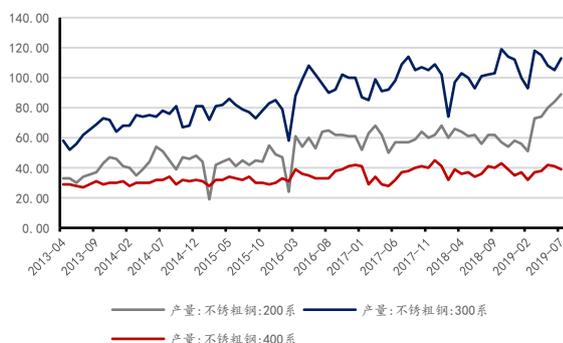
中国不锈钢产量占据全球不锈钢的半壁江山，其中 300 系不锈钢含镍量最高约 8-10%，200 系不锈钢含镍量中等 3.5-5.5%，400 系不锈钢几乎不含镍。国内 200 系和 400 系不锈钢产量从 2018 年年初开始逐渐下降，而 300 系不锈钢产量在 2018 年底也冲高回落。

7 月中国 200 系不锈钢产量增加 5 万吨至 89 万吨，300 系不锈钢产量增加 8 万吨至 113 万吨，400 系不锈钢产量减少 2 万吨至 39 万吨。三者合计同比增加 24.87%。从产量上看，不锈钢厂基本维持产量不变，仅是没有继续扩产。目前不锈钢厂生产尚有利可图，因此预计减产的可能性较低。

如果后市如我们预计一样没有出现大幅度减产，那么对镍铁和电解镍的需求还将继续维持，成为镍价后市走势的支撑力量。

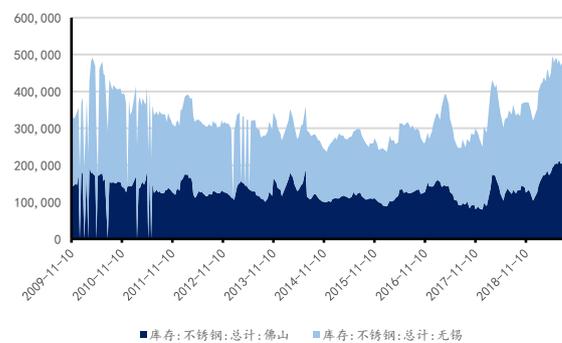
但是，不锈钢库存的继续累积仍然值得投资者警惕。后期需要关注国家有关宽松刺激政策对家电等的需求改善。截至 8 月 9 日佛山地区不锈钢库存 215600 吨，无锡地区不锈钢库存 268200 吨，两地合计同比增加 32.19%。

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 综合分析

短期来看，市场多方仍然占据主导。但是，在全球经济下行的压力下，印尼提前实施禁矿令，叠加印尼不锈钢端的出口受到包括中国、欧洲地区在内的反倾销审查，可能使印尼可能面临依赖出口镍铁这一路径。更加有利于其他镍矿出口国，比如菲律宾。个人认为这并不是一个特别理智的选择。不过仍然建议投资者以观望为主，等待消息落地。同时需要提醒投资者四季度镍铁大量投放产能的渐近和国内不锈钢库存的高企这两个利空因素，对中期的影响。

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系品种出现反弹，但成材和原料走势分化明显，钢材出现我们前期提到的两个信号，一是利润下滑下钢厂主动减产，二是库存下降、需求端有所复苏，是刺激钢材价格反弹的主要因素。目前钢材反弹后呈现一定震荡走势，市场的分歧主要在于，随着原料端铁矿石价格的下跌，钢材成本降幅明显，钢厂利润有所抬升，在这种情况下钢厂主动减产的意愿被市场怀疑；而继续下行又受到需求旺季预期的扰动，同时价格跌幅较大，钢厂减产力度可能会加大，造成目前盘面小幅震荡的走势。原料端表现较弱，焦炭主要受山西公布焦化行业去产能放缓影响，4000万吨去化产能多为闲置产能，而剩余1.47亿吨中一些4.3米及以下落后产能的淘汰时间延后；铁矿石供需关系预期发生变化，近期市场一些观点认为下半年矿石不再短缺，并且钢厂主动减产，对矿石需求也有所减弱。此外，宏观短期情绪回暖，中美进一步谈判预期，也对黑色市场有所提振。

宏观层面，中美进一步谈判预期提振市场。美国贸易代表办公室（USTR）8月13日发表声明表示，此次美国对华“关税清单”变动后分三个部分：一）价值14.5亿美元，占比1%的商品被排除鱼类、车辆零部件、无机化学品等产品因“根据健康、安全、国家安全和其他因素”而被豁免；二）价值1583亿美元，占比59%的商品被延期至12月15日征税主要集中于电机、电气设备及其零件（625亿美元）、机器、机械器具及其零件（425亿美元）、玩具（219亿美元）、鞋靴（67亿美元）等商品分类中。其中，推迟征收关税对销售利润率影响最大的行业是电子及通信设备制造业（0.98%）、文教体育用品制造业（0.92%）、家具制造业（0.25%）；三）剩余40%的商品（价值约1400亿美元的商品）征税日期仍为9月1日。国内方面发言对加整关税表示抗议，后期进一步如何谈判仍值得关注。

此外，美债收益率继续创新低，长短期收益率倒挂作为经济衰退的一个信号，值得重点关注这一系统性风险。

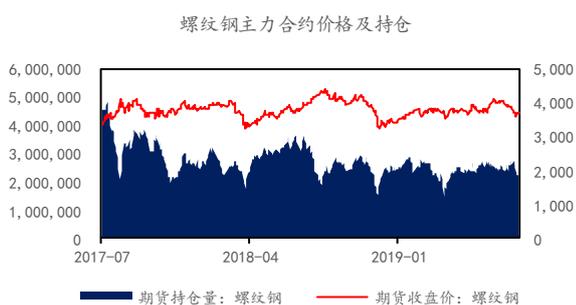
国内经济数据方面，本周公布7月份主要经济数据，工业增加值、消费下滑明显，固定资产投资回落，房地产投资仍有一定韧性，但预期较差。具体来看，7月M2同比增长8.1%，预估为8.4%，前值为8.5%；M1货币供应同比3.1%，预期4.7%，前值4.4%；社会融资规模1.01万亿元，预估为1.625万亿元，前值为2.263万亿元；新增人民币贷款1.06万亿元，预估为12750亿元，前值为16636亿元。金融数据整体回落，货币松紧适度。7月规模以上工业增加值同比增速4.8%，较6月下滑1.5个百分点，并创09年3月以来新低。1-7月全国固定资产投资同比增速回落至5.7%，其中7月当月增速回落至5.1%；1-7月民间固定资产投资同比增速也回落至5.4%，其中7月当月增速回落至3.6%。其中房地产投资增速继续下滑，1-7月房地产开发投资同比增速继续下滑至10.6%，其中7月当月增速回落至8.7%。5月以来，受地产融资收紧、前期地产销售疲弱影响，房地产开发企业到位资金增速持续回落，带动房地产开发投资增速持续下行；基建投资增速小幅回落，1-7月基础设施（不含电力等）投资同比增速回落至3.8%，主要受财政制约，整体看基建稳增长力度偏弱；制造业投资增速继续小幅回升，1-7月制造业投资同比增速继续回升至3.3%。7月全国社会消费品零售总额同比增速7.6%，剔除价格因素后

同比增速 5.7%，限额以上单位消费品零售额同比增速 2.9%，均较 6 月明显回落。

产业层面，钢企在钢材利润下滑下，主动限产范围有所扩大。先是上周末陕晋甘川地区钢厂（立恒、建邦、宏达、建龙、陕钢等）召开内部协调会，吹响主动限产号角，其后山东地区钢厂召开会议达成以下共识：1、山东六家钢厂建材集体减产 40 万吨，限产保价；2、山东建材价格相比北方定价偏低，区域定价不合理，将逐步上调出厂价格；3、山东建材盘螺价差相比南北偏低，另社会库存占比 27% 远低于正常值，后期逐步调整到 300 以上；4、山东钢厂将集中减少废钢添加量，调减大宗原燃物料，降低消化现有高价库存；5、山东钢厂将响应国家和政府要求，联合加快超低排放改造；6、山东钢厂将会同周边其他省份主导钢厂加强信息沟通和价格协调，共同维护钢铁行业稳定。全国范围内其他钢厂也有公布主动限产，这也是钢价企稳的一个重要因素。

山西省发布《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》，文中指出总体目标为全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内，并在此基础上保持建成产能只减不增。2019 年将压减任务分解落实到具体企业和焦炉，其中未建焦炉及停产焦炉产能今年压减落实到位，运行焦炉产能分两年压减落实到位。实施焦化行业三年升级改造行动，到 2022 年先进产能占比达到 60% 以上。各市压减任务目标为：太原市压减 429 万吨，忻州市压减 24 万吨，吕梁市压减 832 万吨，晋中市压减 585 万吨，阳泉市压减 60 万吨，长治市压减 642 万吨，晋城市压减 40 万吨，临汾市压减 1090 万吨，运城市压减 325 万吨。各市要按照分类压减原则，结合实际，制定本市压减过剩焦化产能行动工作方案，2019 年将压减任务分解落实到具体企业和焦炉，其中未建焦炉及停产焦炉产能今年压减落实到位，运行焦炉产能分两年压减落实到位。整体看，山西去产能较前期一些方案有所放缓，也是造成焦炭承压的主要原因，焦化行业作为山西省经济的重要行业，政府在考虑政策执行上是先保经济，这有别于去年江苏、今年山东的焦化去产能方案。

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：主动减产下产量下降，需求有所企稳，库存转降

月度数据方面，根据统计局数据显示，2019 年 7 月我国生铁产量 6831 万吨，同比增长 0.6%；生铁日均产量 220.4 万吨；1-7 月生铁产量 47344 万吨，同比增长 6.7%。7 月我国粗钢产量 8522 万吨，同比增长 5.0%；粗钢日均产量 274.9 万吨；1-7 月粗钢产量 57706 万吨，同比增长 9.0%。7 月我国钢材产量 10582 万吨，同比增长 9.6%；钢材日均产量 341.3 万吨；1-7 月钢材产量

69776万吨，同比增长11.2%。7月份数据看，生铁、粗钢、钢材产量增速都有所下降，主要是唐山地区环保限产较严所致。

近期主动减产钢厂减产范围有所扩大，高炉开工率与钢材产量均有下降。本周高炉开工率为68.09%，较上周下降1.39%。五大钢材周度产量减少8.43万吨，螺纹钢减少10.09万吨至360.6万吨，热卷产量增加6.41万吨至333.64万吨。电炉方面，截止8月15日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂，平均开工率为69.61%，较上周降3.92%，产能利用率为54.77%，较上周降4.8%；Mysteel调研全国102家电弧炉钢厂，平均开工率73.37%，较上周降3.49%；产能利用率61.3%，较上周降3.89%。电炉对利润反应更敏感且调整更灵活，在利润下滑下主动减产，也是螺纹产量大降的部分原因。

成本利润角度看，本周末生铁成本2653元/吨，较上周降22元/吨，钢坯成本3278元/吨，螺纹钢吨钢毛利润312元，热卷吨毛利润142元，近期铁矿石、废钢价格下行幅度明显，成本下移令钢材利润有所修复。

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 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 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 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，本周库存出现下降，有可能成为转折点。从主要品种社会库存看，截止8月15日，国内主要钢材品种库存总量为1293.94万吨，环比减少11.77万吨，环比降幅0.9%；国内螺纹钢社会库存量由645.54万吨减少6.13万吨至639.41万吨，环比降幅0.95%，钢厂螺纹钢库存减少5.12万吨；热卷社会库存减少6.98万吨至254.88万吨，环比降幅2.67%，钢厂热卷库存增加2.71万吨。库存下降一方面是产量的回落，另一方面需求有一定的企稳。

短期看，华东地区立秋之后开始降温，工地施工时间将有明显延长，旺季需求仍存释放预期。从钢联日成交数据看，相较于上周平均 16.998 万吨的成交，本周日均成交 18.742 万吨，成交恢复明显，并且有望延续。沪市终端线螺采购数据本周为 26800 吨，较上周减少 3000 吨。

中长期看，房地产下行压力，需求端下行将拖累钢材价格。从 7 月份房地产数据看，1-7 月份，房屋新开工面积 125716 万平方米，增长 9.5%，增速回落 0.6 个百分点。其中，住宅新开工面积 92826 万平方米，增长 9.6%；新开工面积单月增速同步回落至 6.6%。房地产开发企业房屋施工面积 794207 万平方米，同比增长 9.0%，增速比 1-6 月份加快 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 554111 万平方米，增长 10.4%。房屋竣工面积 37331 万平方米，下降 11.3%，降幅收窄 1.4 个百分点。其中，住宅竣工面积 26374 万平方米，下降 10.5%。房地产开发企业土地购置面积 9761 万平方米，同比下降 29.4%，降幅比 1-6 月份扩大 1.9 个百分点；土地成交价款 4795 亿元，下降 27.6%，降幅与 1-6 月份持平。商品房销售面积同比下降 1.3%，降幅较 1-6 月收窄 0.5 个百分点。整体看土地购置跌幅扩大，新开工同步回落，施工面积体现韧性。房地产融资的受限，地产拿地的减少，后期逐步会传导至新开工、施工阶段，对螺纹需求预期产生较大利空影响。

汽车方面，根据乘联会数据口径，7 月狭义乘用车批发端销量为 152.7 万辆，同比下滑 2.6%，累计同比下滑 12.6%；7 月零售端销量为 148.5 万辆，同比下滑 5.0%，累计同比下滑 8.8%。在经历 6 月同比反弹之后，汽车零售重归弱勢负增长，主要受前期国五清库和新能源抢装的影响，对市场消费提前透支。短期看仍不容乐观。

综合看，近期利润下滑下钢厂主动减产，钢材产量有所下降，但在利润回升后可持续性存疑，市场对 9 月份环保趋严有预期，需求端短期看边际企稳，旺季需求有预期，中长期地产下行是隐忧，短期预计偏震荡为主，重点观察需求端复苏的延续性。

3 原料端：铁矿延续下行，焦炭去产能弱于预期

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡偏弱，截止 8 月 16 日，普氏 62%进口矿指数报 89.55 美元/吨，较上周回落 5.25 美元/吨。

铁矿石供需关系的预期变化，是近期铁矿石价格下行的主要因素。供应端淡水河谷 4200 万吨停产产能已经恢复，澳洲矿山发货加快，四大矿下半年发运环比将增加 6000 多万吨，非主流矿及国产矿也明显增加，铁矿石市场下半年整体供应将比上半年增加 8000-9000 万吨。需求端 7 月份生铁日均产量 220.4 万吨，环比回落 5.75%，近期钢厂主动检修，国庆前环保限产预期仍较强，加之取暖季限产等因素，铁矿石需求边际回落压力较大。铁矿石供需关系得到明显改善，后期主导因素在于钢材需求对钢价的影响，进而对整个产业链传导。

近期发货增加，到港量有所减少：上周澳洲巴西铁矿发运总量 2384 万吨，环比上期增加 66.8 万吨，澳洲发货总量 1661.8 万吨，环比增加 65.4 万吨，澳洲发往中国量 1443.5 万吨，环比上周增加 16.9 万吨，巴西发货总量 722.2 万吨，环比上期增加 1.4 万吨，其中淡水河谷发货量 583.2 万吨，环比减少 12.5 万吨，CSN 发货量 62.1 万吨，环比减少 11.9 万吨。全国 26 港到港总量为 1576.9 万吨，环比减少 291.3 万吨；北方六港到港总量为 673.3 万吨，环比减少 201.6 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 430.4 万吨，环比减少 99.5 万吨，主流低品澳粉到

港 113.5 万吨，环比减少 93.0 万吨，主流澳块到港 174.8 万吨，环比增加 9.1 万吨；

全国 45 个港口铁矿石库存为 11601 万吨，较上周减少 249.5 万吨；日均疏港总量 254.65 万吨，较上周下降 39.24 万吨。

铁矿石基本面供需关系改善的预期，宏观利空叠加产业链利润下滑倒逼价格下行，长期看钢材需求下行会主导黑色行情。短期在钢材企稳阶段，铁矿石价格有望反弹修复。

焦炭方面，焦企第二轮提涨 100 元/吨多数钢厂已经接受，焦企利润出现明显好转，且好于钢厂利润，后期再次提涨难度较大。产业政策里我们看到山西出台去产能政策，但整体处于放缓态势，也是近期 01 合约表现较弱的原因。环保层面，近期处于“二青会”期间，山西太原、长治、孝义、晋中地区环保限产加强，焦企开工有所下滑，库存也处于偏低水平，后期需要关注“二青会”20 号结束后的限产恢复情况。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 74.66%，下降 0.84%，日均产量 66.78 万吨，减少 0.75 万吨，山西地区环保限产较严，近期开工率出现连续下滑；焦炭库存 75.24 万吨，减少 5.54 万吨，焦化企业库存延续下降，提振焦企涨价信心；炼焦煤总库存 1436.36 万吨，增加 1.88 万吨，平均可用天数 16.17 天，增加 0.2 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 454.74 万吨，减少 0.08 万吨，平均可用天数 14.33 天，增加 0.03 天。港口焦炭库存总库存 481.4 万吨，减少 0.1 万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦企库存减少明显，钢厂、港口变化不明显，主要源于环保限产对产量的影响。

山西去产能放缓，下周“二青会”结束后复产压力，短期焦炭预计震荡偏弱。

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

焦炭方面，在钢厂利润受到挤压，上游原料价格也是受到打压，钢厂下调 4 轮焦炭采购价，累计 400-450 元/吨，多家焦企也是出现抵抗情绪，发文表示要联合限产抵抗价格下跌，考虑到焦化企业多为民营企业且行业集中度低，同时有 300 左右利润的情况下焦企限产的概率不高。

4 总结

近期利润下滑下钢厂主动减产，钢材产量有所下降，但在利润回升后可持续性存疑，市场对 9 月份环保趋严有预期，需求端短期看边际企稳，旺季需求有预期，中长期地产下行是隐忧，短期预计偏震荡为主，重点观察需求端复苏的延续性。铁矿石基本面供需关系改善的预期，宏观利空叠加产业链利润下滑倒逼价格下行，长期看钢材需求下行会主导黑色行情。短期在钢材企稳阶段，铁矿石价格有望反弹修复。山西去产能放缓，下周“二青会”结束后复产压力，短期焦炭预计震荡偏弱。

甲醇

1 甲醇市场供求分析

现货价格先涨后跌

甲醇市场呈现推涨乏力现象，陕蒙地区无库存压力，价格持稳，持续挺价心态；华北地区下游需求有限，且库存多处于高位，回货卸车困难，市场成交放缓，局部需警惕小幅回落风险；港口市场整体维持期现联动，进口仍有到港预期，期货偏弱以及库存增加等利空影响，短期现货端承压；预计内地甲醇弱势震荡为主；沿海地区维持震荡偏弱走势。

本周现货价格先涨后跌，受特朗普言论影响，原油大幅波动，导致化工品走低。现货心态一般，上游装置检修，期货最终大跌。

开工率 80%，西北停车降负荷

西北地区维持停车降负状态，西北地区的开工负荷为 80.66%，环比下滑 0.95%。山西、山东等地区部分装置停车检修，导致全国甲醇开工负荷下降。国内甲醇整体装置开工负荷为 68.02%，环比下滑 1.79%。国内甲醇装置方面，新奥达旗 120 万吨已重启。赤峰博元 15 万吨、包钢庆华 20 万吨、咸阳化学 60 万吨计划本周重启。陕西渭化 60 万吨 8 月 1 日起检修 20 天。安徽华谊 50 万吨计划 8 月中旬检修 25 天，神华包头 180 万吨计划 9 月份检修。

国际装置方面，委内瑞拉 Metor233 万吨甲醇装置其中一套已于 7 月底重启。伊朗 ZPC330 万吨甲醇装置已经重启。伊朗 Kaveh230 万吨装置于 7 月 18 日停车，推迟至 8 月底重启。阿曼 OTI110 万吨计划 8 月底检修 20-30 天。港口方面，上周江苏、浙江、福建港口库存不同程度增加，广东港口库存小幅下降。整体沿海地区甲醇库存较前一周增加 4.1 万吨至 117.5 万吨。沿海地区甲醇可流货源预估在 39.5 万吨附近，较前一周增加 1.2 万吨。未来两周中国进口船货到港量在 47 万吨左右。目前沿海重要库区罐容紧张问题依然难以缓解，后期进口船货人为改港卸货数量相对频繁。近日受到台风影响，华东部分码头或将出现封航状态，对于近两日到港的进口船货卸货入库时间造成一定影响。

港口库存增加达到 120 万吨高位

在内陆价格走高的同时，沿海港口地区却面临更加严峻的形势。在连云港地区甲醇制烯烃装置因意外检修后，南京地区甲醇制烯烃装置负荷降至五成，宁波地区甲醇制烯烃装置因意外于上周末开始检修，预计 7—10 天。沿海地区 5 套在产的甲醇制烯烃装置仅余 2 套正常运转。另一方面，近期进口到港的甲醇数量依旧不减，7 月粗略统计国内甲醇到港量 96.7 万吨，创历史新高。在需求大幅下滑影响下，沿海地区甲醇库存再度突破 120 万吨，刷新年内新高的同时创历史新高纪录。

由于高库存、低需求的打压，沿海地区甲醇价格一直窄幅波动，2080—2100 元/吨的出货价格仅比月初上涨 20—40 元/吨。8 月以来，国内沿海地区甲醇库存接连走高，在台风过境影响卸

船的情况下，依然增加12万吨至120万吨以上，创历史新高，显示需求持续偏弱。

外国甲醇装置部分检修

装置方面，安徽临涣重启，山西大土河计划重启，甘肃华亭、神华宁煤、中原大化、山东荣信、山西潞宝、内蒙古易高、鄂尔多斯国泰停车中。国际方面，伊朗ZPC一套165万吨装置停车检修中，埃及Methanex Egypt 130万吨装置停车检修中，重启时间待定，智利Methanex装置负荷不高，委内瑞拉Metor和Supermetanol受7月23日大停电店里终端影响，周末仅2套装置运行，负荷7-8成，俄罗斯Tomsk100万吨装置8-9月有检修计划。

MTO开工率下滑

占甲醇需求半壁江山的MTO装置开工率开始下滑。上周国内煤（甲醇）制烯烃装置平均开工负荷在73.74%，较之前下降2.15个百分点。因内蒙古久泰装置恢复运行，斯尔邦（江苏盛虹）停车检修，所以整体开工负荷窄幅下滑。而且整个7月份需求量不仅未有改善反而因为环保和安监以及检修等因素共同作用下有所减少。

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。整体供应充足，需求很弱。

2 综合分析

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开工下跌明显。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，目前现货价格已经跌破，后期停产减产可能减少部分供给。操作上，甲醇弱势局面不改，甲醇整体需求低迷，因部分西北企业停工生产，已有空单注意止盈。宏观经济的不稳定，导致工业品大跌，后期市场依然维持反弹沽空操作思路，注意节奏。

3 甲醇期货现货数据

图表 47：甲醇收盘价



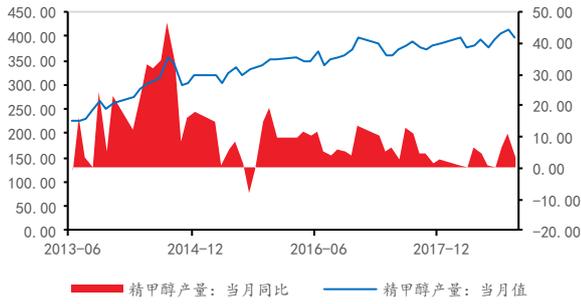
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



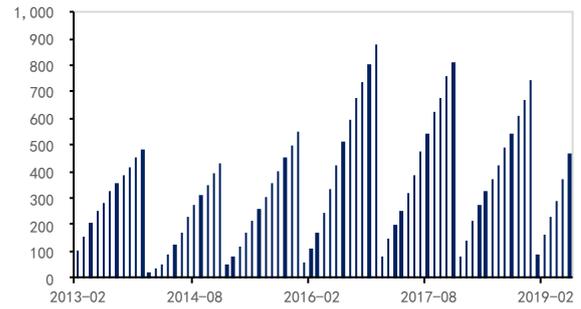
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51: 甲醇库存



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 52: 丙烯现货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

豆粕：需求偏弱，反弹基础欠佳

1 豆类市场分析

8月初以来，中美贸易关系的新进展对国内外豆类市场的影响程度明显加重。在美方表示要在9月1日对中国3000多亿美元输美商品加征关税后，中方果断暂停对美农产品采购计划，美豆应声回落而国内豆类市场则闻风大涨。8月13日，中美高级官员进行电话沟通，为陷入困境的中美贸易关系带来转机。对国内豆类市场而言，中美新互动犹如一盆冷水，对缓解国内豆类市场火热的看涨情绪起到了立竿见影的效果。

美豆面积和产量下调，市场不为利多所动

美国农业部在8月份大豆供需报告中将2019年美豆播种面积下调到7670万英亩，为2012年以来最低水平，较7月预估数据调降330万英亩，同比降幅高达14%。美国农业部预计美豆单产为48.5蒲式耳/英亩，与上月持平，同比下降6%。美豆播种面积大减导致美豆产量预估值继续走低，美国农业部预计2019年美国大豆产量为1.0016亿吨，较上月预测值再降448万吨，较上年产量下降2350万吨，同比降幅高达19%。美豆产量年度降幅如此之大并不多见。通常情况下，如此利多的面积和产量数据足以推动CBOT大豆市场大幅飙升，但此次数据公布后市场不涨反跌，更多是对当前中美大豆贸易的悲观预期以及美豆庞大库存压力的理性反应。

美豆优良率持稳，天气炒作预期降温

美国农业部公布的大豆周度生长报告显示，截止8月11日当周，美国大豆优良率为54%，连续五周持稳，处于近6年最低水平。美豆开花率和结荚率分别为82%和54%，较常年生长进度约有两周的延迟。春涝导致的种植延误使2019年美豆生产遭遇前所未有的窘境，但中美经贸关系持续恶化，造成市场对减产的敏感性降低，惯有的天气炒作行情经常是昙花一现，持续性偏差。从美国气候预测中心发布的美国月度旱情展望看，8月份美国大豆主产区土壤湿度基本正常，发生持续性干旱的可能性较小。由于2019年美豆生长进度偏慢，9月中下旬尚未成熟的美豆面临的秋季霜冻风险将较常年偏高。

大豆进口结构持续优化，抗风险能力提升

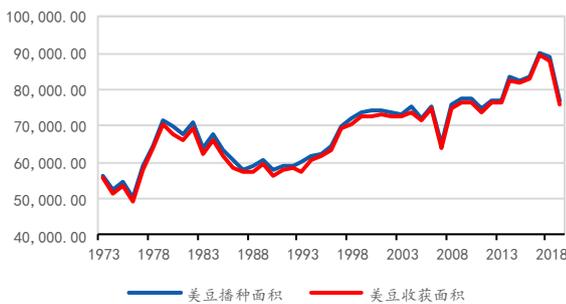
大豆贸易多年来一直在中美贸易中占有重要地位，但自去年美国频繁对中国实施贸易霸凌后，中国政府积极拓宽大豆进口渠道，有效避免了美豆进口减少对国内大豆供应的影响。上半年我国大豆进口结构进一步优化，来自阿根廷和加拿大的进口大豆数量甚至已经超过去年全年，分别为240万吨和216万吨，在中国大豆进口总量中占比均超过6%，而美国大豆占中国市场份额则由2018年的19%降至上半年的16%，中国市场对美豆的依赖度继续减弱。前不久，国家海关总署发布公告，允许俄罗斯全境大豆进口到中国，使中国大豆进口渠道进一步多元化。当前主要大豆出口国大豆供应充裕，企业采购节奏平稳，市场对中国大豆供应缺口的担忧基本消失。

豆粕需求不足，反弹基础欠佳

6月份国内生猪和能繁母猪存栏的同比和环比跌幅较5月继续扩大，国内生猪养殖市场仍处于下降周期。从市场调研情况看，6月份以来南方多省受到非洲猪瘟疫情影响，养殖户提前或恐慌性出栏导致生猪存栏下滑幅度再度加大，预计7月份全国生猪和能繁母猪存栏数据仍不乐观。生猪养殖产业长时间陷入不景气周期，直接导致国内饲料需求下降。一些以猪料生产为主的饲料企业，6月份产量下滑幅度超过50%。业内人士表示，经过本轮非洲猪瘟疫情影响，国内生猪散养户大多已退出市场，整个饲料行业近两年可能都很难恢复。国内豆粕市场的反弹动力主要来自供应端，尤其是中美贸易关系的不确定性导致南美大豆出口贴水报价持续高位运行，国内进口大豆成本居高不下，豆粕市场表现出一定的抗跌性，但受需求端制约，国内豆粕价格选择向上突围的概率同样不大。

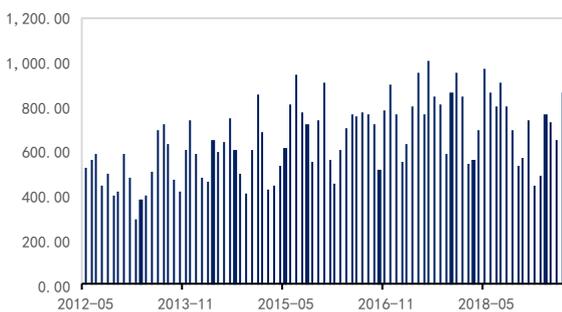
2 油脂油料市场主要数据

图表 53: 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 55: 大豆进口数量



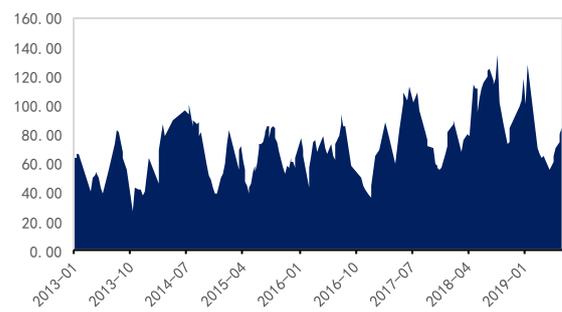
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 54: 国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 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

广西：7月单月销糖57.2万吨，同比减少17.9万吨

2018/2019 榨季广西全区共入榨甘蔗 5471 万吨，同比增加 388 万吨；产混合糖 634 万吨，同比增加 31 万吨；产糖率 11.59%，同比下降 0.26 个百分点。7 月单月销糖 57.2 万吨，截止 7 月 31 日，累计销糖 492.2 万吨，同比增加 62.4 万吨；产销率 77.42%，同比提高 6.08 个百分点。白砂糖含税平均售价 5189 元/吨，同比减少 603 元/吨。

巴西糖业公司 BIOSEV 季度亏损收窄至 1.69 亿雷亚尔

路易达孚 Louis Dreyfus 控股的巴西食糖和乙醇生产商 Biosev SA 周三公布的报告显示，该公司季度亏损为 1.69 亿雷亚尔(合 4172 万美元)，较上年同期减少 66.7%，这主要受益于汇率带来的利好影响和成本控制计划。Biosev 表示，由于甘蔗压榨时间较晚，该公司本季度甘蔗压榨量为 1088 万吨，比去年同期减少 3.4%。不过，由于甘蔗单产增加 3.8%，至 88.4 吨/公顷，预示着 2019/20 榨季的最终甘蔗压榨量可能会更高。本季度由于生产乙醇的收益高于食糖，Biosev 优化了乙醇生产设备，以生产更多的乙醇，该公司甘蔗制乙醇比例达到了创纪录的 66.3%。同时该公司本季度税息折旧及摊销前利润 (Ebitda) 较去年同期增长 13%，至 2.91 亿雷亚尔。

2019/20 榨季全球糖市预计供应短缺 350 万吨

本周一国际糖业组织 ISO 执行理事 Jose Orive 在第 36 届国际糖业研讨会上表示，由于预计全球糖产量将下降，2019/20 榨季全球食糖供应预计将出现缺口，但全球大量糖库存和食糖需求增长放缓或将限制市场复苏。Orive 表示，目前全球糖价已经触底，有迹象表明正在复苏。2018 年 9 月，原糖期货价格曾跌至近 10 美分/磅，远低于平均食糖生产成本，为了应对糖价下跌，许多产糖国政府增加了补贴，而这只会导致产量过剩。Orive 预计 2019/20 榨季全球食糖供应缺口将为 350 万吨，到 2020/21 榨季则将增至近 600 万吨，同时预计 2018/19 榨季全球食糖供应过剩为 210 万吨，2017/18 榨季供应过剩 970 万吨。

印度或考虑提供更多出口补贴以削减库存

据知情人士透露，印度政府目前可能不顾巴西、澳大利亚等国指控，考虑在现有基础上增加额外的食糖出口补贴，以提高出口量减少国内库存。政府可能会向出口商提供额外的海运及营销补贴，帮助糖厂减轻运输成本清偿蔗款，补贴将符合世界贸易组织规定。印度这一举动，可能会再次使其他产糖国陷入困境。印度糖厂协会 (ISMA) 称，政府将在 7 月宣布一项旨在减少库存、促进食糖出口的政策。印度结转至 2019/20 榨季的食糖库存约为 1462 万吨，足够满足印度近半年的消费需求；ISMA 称，糖厂计划从 10 月开始的新榨季出口创纪录的 700 万吨糖，而 18/19 榨季出口量约为 300 万吨。协会已要求政府向糖厂提供出口补贴，但表示任何补贴都应符合 WTO 规则；它还希望政府将国内糖价从每公斤 31 卢比提高到 35-36 卢比。另外，由于甘

蔗主产区受干旱天气影响，19/20 榨季糖产量可能降至三年低位 2820 万吨，能稍微缓解国内库存压力。

印度：2019/20 榨季马邦糖产量或降至 520-550 万吨

根据该协会进行的初步预估，2019/20 榨季马邦糖产量或将下降至 520-550 万吨。在过去的两个月里，马邦 50% 的地区遭受干旱，其余 50% 的地区受到上周洪水的影响。过去的一周，桑利、科尔哈普尔和萨塔拉地区超过 350 万公顷农田被淹，而甘蔗是这些地区的主要农作物，因此这些地区 60% 以上的农作物或受到洪水的影响。

由于今年马邦甘蔗种植面积下降 30% 至 75 万公顷，加上近期干旱和洪水影响，马邦糖业专员和糖厂合作联盟将马邦 2019/20 榨季糖产量预估从 640 万吨下调至 520- 550 万吨。

2 综合分析

近期外糖基本面更弱，而国内因为资金抄底，价格维持在高位。目前配额外进口利润已经达到 400 以上，后期进口压力陡增。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。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。而近期人民币贬值，导致进口糖价格更贵，因此有利于白糖的期货多头。

从郑糖持仓量看，目前持仓量持续增加，糖价格筑底。国内整体供大于求，消费没有起色。密切关注印度干旱和巴西醇糖比。操作上，糖价格已经突破 5400，未来保持多头操作思路。

3 白糖市场主要数据

图表 57：白糖期货结算价格



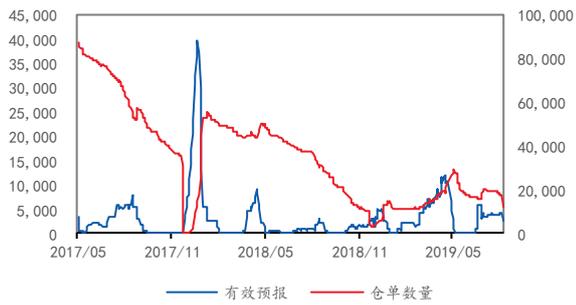
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：白糖进口价格



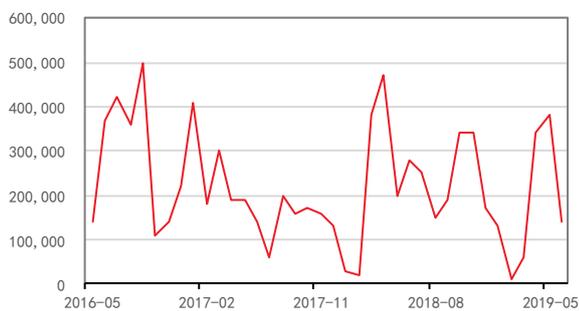
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：白糖仓单预报



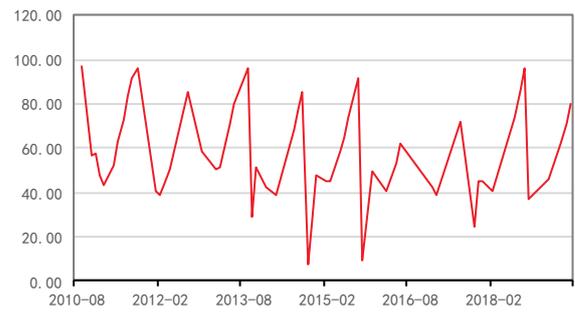
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：白糖月度进口量



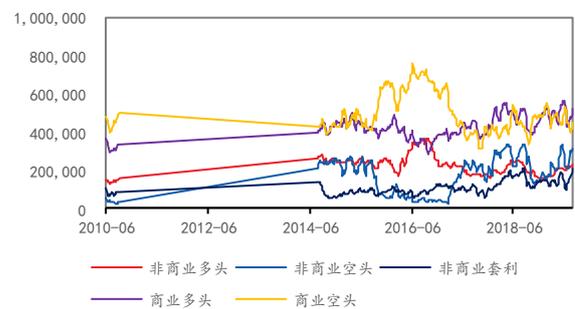
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：白糖销糖率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：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