

中投期货策略周报 (2019年第32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

周度投资视点

宏观策略: 当前宏观面典型的特征是贸易争端与降息浪潮同时存在, 总体来看对全球经济的影响是偏负面的, 但是考虑到工业品经历过一轮较大幅度的下跌, 预计在没有新的利空消息影响下工业品出现反弹的概率较大, 中期看房地产投资增速下滑的趋势明确, 中期维持工业品弱势的判断。

股指期货: 仍然需要关注沪指 2900 以上逐渐形成的压力。成交量继续萎缩, 显示场外资金观望情绪浓厚。建议密切关注鲍维尔在全球央行年会的演讲以及美股的走势, 当前的全球宽松政策并无法解决贸易争端对全球经济的影响, 从估值和盈利增长的角度看当前市场内生性动能依然不足, 建议长线投资者耐心等待更佳的买入点位, 短线走势则受市场情绪影响较大。

铜: 美元指数依然会维持高位震荡, 因此对于铜价的压制不会减弱。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, 且锌的下游在消费淡季中, 其价格走势受压制。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。库存方面虽未明显累积, 但锌锭增加预期不变, 预计后期将逐渐累库。

黑色金属: 近期环保限产趋严, 国庆前 9 月份限产力度再度趋严预期较强, 产量有望维持收缩, 需求端维持缓慢复苏状态, 并且随着气温下降有望延续, 钢材有望震荡反弹, 但考虑到贸易问题对情绪影响, 大概率偏震荡走势。铁矿石中长期供需关系改善, 后期难走独立行情, 更多跟随钢材价格走势, 短期跟随钢价有所反弹。在发货回升, 需求端 9 月份限产预期较严的情况下, 矿石价格仍承压。焦化企业复产, 供应端将回升, 需求端钢厂在限产不确定性, 放缓采购节奏, 利润博弈下钢企开启第一轮价格下调, 焦炭价格整体承压。

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: 纸浆供给充足、库存高企、需求弱势的基本面没有太大变化。但是, 对于纸浆期货价格走势有引领作用国际浆价止跌企稳。虽然短期来看基本面尚不具有趋势性反弹的基础, 但是 4400-4500 元/吨的支撑力量扎实。投资者可背靠支撑位, 关注需求旺季的反弹机会。

油脂油料: 中美贸易关系恶化后南美大豆坐收渔翁之利, 不断抬高的大豆进口成本成为国内豆油和豆粕市场的重要支撑。猪周期有望提前进入复苏阶段推动豆粕价格重启升势, 季节性需求旺季下豆油价格摆脱低迷, 代表国产大豆的豆一期货也开始反应产区过度降雨可能带来的产量损失, 国内豆类市场在多重利多因素提振下整体表现有望继续强于美盘。可以适量持有大豆和豆粕多单, 对于前期涨幅过大的豆油和其他油脂品种, 需防范获利回吐压力, 高位追多需谨慎。

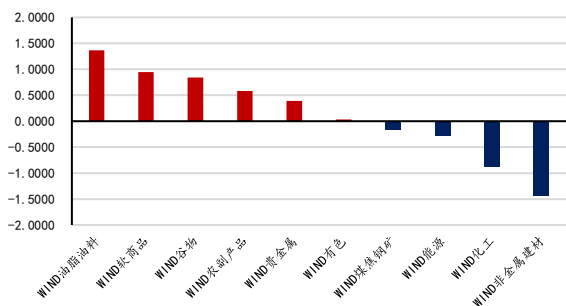
目 录

期货市场概况	- 3 -
周度策略：市场情绪进一步缓和	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 5 -
2 地方财政支出增速放缓	- 5 -
3 流动性：本周央行净回笼 1790 亿	- 6 -
4 宏观策略	- 6 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜：供需双弱，铜价窄幅震荡	- 9 -
1 基本面分析	- 9 -
2 结论：延续低位震荡	- 10 -
3 铜期货现货数据	- 11 -
锌：后市难言乐观	- 12 -
1 锌：影响因素	- 12 -
2 锌：后市难言乐观	- 13 -
3 锌期货现货数据	- 13 -
黑色系	- 14 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 14 -
2 供需端：产量连续下降，需求趋稳，库存第二周下降	- 15 -
3 原料端：铁矿震荡偏弱，焦炭迎来第一轮价格下调	- 16 -
4 总结	- 17 -
天然橡胶	- 18 -
1 行情概要	- 18 -
2 基本分析	- 18 -
3 内在逻辑	- 23 -
4 总结建议	- 24 -
纸浆：纸浆库存依旧施压，期待消费旺季来临	- 25 -
1 纸浆运行逻辑	- 25 -
2 上游市场：2019 上半年国际浆厂营收明显下滑	- 25 -
3 下游市场：上半年纸厂利润大幅下滑，纸厂涨价试探 9 月旺季	- 28 -
4 库存情况：木浆库存依然处于高位	- 28 -
5 结论与建议	- 29 -
油脂油料：美豆反复震荡，大连豆类市场表现偏强	- 30 -
1 外部豆类市场分析	- 30 -
2 国内油脂油料市场分析	- 30 -
3 油脂油料市场操作建议	- 31 -
4 油脂油料市场主要数据	- 32 -
免责条款	- 33 -

期货市场概况

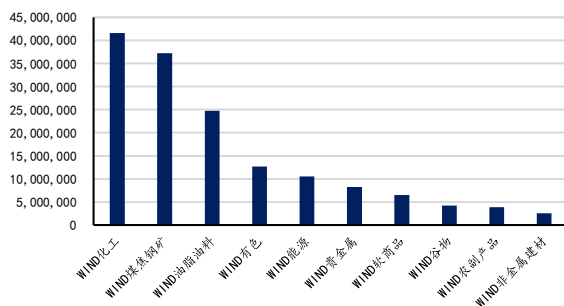
国内市场跌幅前十（单位：%）									
螺纹钢	纤维板	聚丙烯	PVC	塑料	锡	玻璃	菜籽	粳米	20 号胶
-6.03	-5.28	-3.01	-2.25	-1.89	-1.45	-1.20	-1.17	-0.95	-0.61

图表 1: 商品板块周涨跌幅



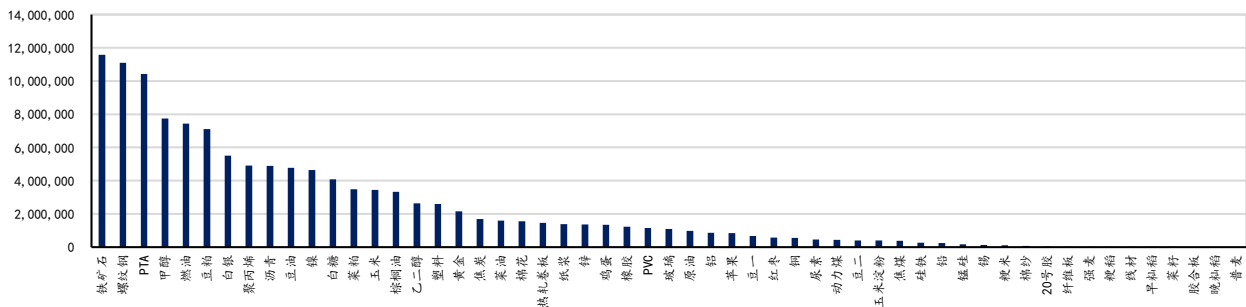
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



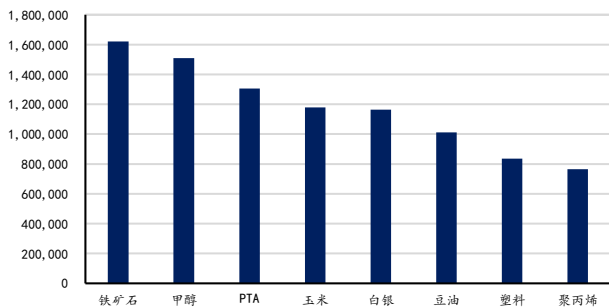
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



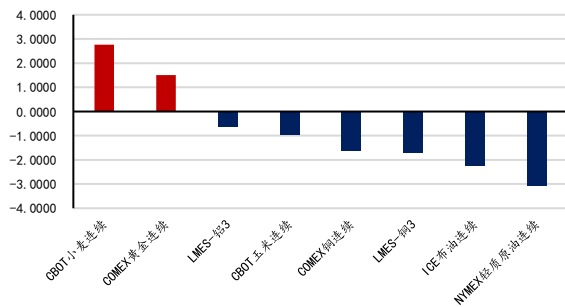
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：市场情绪进一步缓和

经历上周的震荡之后，本周市场延续震荡行情，下跌的品种明显减少。前期杀跌的主力铁矿石本周后半段出现反弹，引发市场情绪大幅好转，有色金属市场下跌动能减缓，原油化工类则更加强势一些，沪铜距 7 月初创出的阶段性低点尚有 3% 的距离。

短期内市场情绪的缓解来自两个方面，其一是没有新的利空消息产生，如中美关系及衍生出来的各类利空消息，其次是美联储降息对全球流动性及风险偏好的影响。美联储在 7 月议息会议纪要中表现的较为中线，但是其在全球央行年会上的表述更为重要，从美国经济的走势来看，美联储后续持续降息的概率较大。2019 年以来，美国制造业 PMI 呈回落趋势；非农就业数据出现回落；私人投资和消费对经济的拉动也有所减弱。各项经济指标的走弱显示经济下行压力逐渐加大，市场对未来经济增长的担忧日渐上升，促使美联储从加息转向降息。2019 年 1 月，美国制造业 PMI 为 56.6，随后指数逐渐下降，7 月降至 2016 年 9 月以来最低值 51.7；2019 年 6 月，美国非农就业新增人数达 22.4 万，引发全球市场剧烈调整。但是美国非农就业增速自 2018 年 6 月起便呈现出下降趋势。

从当前美国 GDP 的环比拉动率来看，个人消费支出对于 GDP 的拉动效果正在逐渐降低，尽管 2019 年二季度个人消费支出对 GDP 的拉动仍有 2.85 个百分点，但 2019 年一季度和 2018 年四季度的拉动均不到 1 个百分点；而私人投资对 GDP 的贡献自 2018 年三季度达到 2.27 个百分点之后呈明显下行趋势，2019 年二季度的贡献为 -1%；因此在消费、投资均缺乏有效提振的因素叠加下，美国经济或呈现出疲软态势，从全球 PMI 的走势看，预计最快年底美国经济将进入拐点，而 2020 年大概率美国经济会下滑，更使得降息将可能超预期推进，因此尽管美联储声称此次降息是预防性降息，但更可能演化成持续降息周期的开始。

中长期看，房地产的走向对工业品影响极大，当前房地产政策的走向值得密切关注，其边际影响需要仔细分析。宏观层面，“房住不炒”的大方针意味着任何涉及到房地产领域的政策，未来都将从严。从 4 月中下旬开始，银保监会已经打出了一套严厉的组合拳，先是下发针对金融机构违规支持房地产企业融资的 23 号文，后又窗口指导控制房地产信托业务规模，近期又压制房地产通道业务。在此期间，市场甚至传出了监管禁止部分房企通过资本市场融资的消息，总之，如今监管对房地产企业的融资已经形成了全面封锁。例如在降低实体经济融资成本的政策诉求下，监管利用改革 LPR 的手段进行了一次小幅“降息”，也不忘对个人住房贷款区别对待，禁止房贷利率下滑。

作为居民加杠杆的重要手段，按揭利率下行趋势的停滞反弹，将直接给居民的购房需求带来成本上的冲击。历史上，居民中长期贷款的增量变化也确实和个人住房按揭贷款的利率走势趋同。若监管后续继续指导银行加大房贷的上浮比例，则现在已经出现明显下滑的居民购房意愿将进一步走弱，房地产市场的景气度也将再度恶化。另一方面，在微观层面，能找到许多预示着下半年房地产投资难有支撑的信号，比如典型的，支撑三四线城市楼市高景气度的棚改今年开工仅有 285 万套，较去年超过 600 万套的实际开工规模大幅缩减。而这 285 万套，前 7 个月已经完成了超过 200 万套，留给下半年的额度已然不多。在趋势已经基本明朗，测算结果表明，2019 年房地产投资增速可能在 6.1%-7.4% 之间，建安支出将是主要支撑，土地购置费用受三四线城市景气度下滑影响，下半年将出现较大幅度的下降。因此中期看，工业品的走势依然是压力重重。

当前宏观面典型的特征是贸易争端与降息浪潮同时存在，总体来看对全球经济的影响是偏负面的，但是考虑到工业品经历过一轮较大幅度的下跌，预计在没有新的利空消息影响下工业品出现反弹的概率较大，中期看房地产投资增速下滑的趋势明确，中期维持工业品弱势的判断。

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 20 日	央行授权全国银行 间同业拆借中心首次发 布了新的贷款基础利率 LPR	一年期 LPR 为 4.25%，较此前降低 6 个基 点，较基准利率低 10 个基点。	作为银行制定贷款利率的重要参 照，LPR 的下降，意味着企业的新增 贷款利率可能下调。
	8 月 19 日	李克强：推动实际 利率水平明显降低和解 决融资难问题	国务院常务会议的主题继续聚焦融资难和 融资贵问题	流动性宽松和融资成本将进一步 下降。
数据	8 月 22 日	美 Markit 制造业 PMI 跌破荣枯线	8 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 49.9，为 2009 年 9 月以来首次跌至 50 荣枯线 下方	全球经济下滑对美国 PMI 影响很 大
	8 月 22 日	央行连续 10 天开展 逆回购操作	23 日，央行开展 800 亿元 7 天期逆回购操 作，今日有 800 亿元逆回购到期	本周净回笼 1790 亿
事件	8 月 21 日	德媒揭露：美国煽 动香港骚乱违反国际公 约	德国《商报》网站 8 月 19 日发表题为《美 国错误地插手香港抗议活动》的文章，作者为 德国《经济周刊》前主编斯特凡·巴龙。	特朗普把对华贸易协议问题和北 京“人道地处理”香港问题挂钩，但 对印度中央政府突然取消赋予克什米 尔的特殊地位只字不提，正好说明了 这一点。

资料来源：中投期货研究所

2 地方财政支出增速放缓

7 月财政收入当月同比为 1.81%，较前值小幅上行 0.42 个百分点。在过往 30 年的 7 月财政收入当月同比中，2019 年 7 月财政收入当月同比位列倒数第 1。其中，中央财政收入与地方本级财政收入当月同比分别为 2.50%、1.14%，分别较前值上行 0.24、0.46 个百分点；税收收入与非税收入当月同比分别为-2.85%、56.16%，分别较前值上行 3.14、16.53 个百分点。在税收收入当月同比持续负增长的背景下，中央和地方财政多渠道盘活国有资金和资产筹集收入，叠加 2018 年 7 月基数较低，7 月非税收入当月同比继续高速增长。7 月财政支出同比为 3.45%，较前值下行 2.15 个百分点。在过往 30 年的 7 月财政支出当月同比中，2019 年 7 月财政支出同比位列倒数第 5。其中，中央本级财政支出与地方财政支出当月同比分别为 6.97%、2.67%，分别较前值上行 6.24、-3.59 个百分点，地方财政支出减速迹象较为明显。7 月公共财政收入、支出当月值分别为 17,777.00 亿元、14,425.00 亿元，当月财政赤字为-3,352.00 亿元，是 3-7 月唯一出现财政盈余的月份。7 月公共财政收入、支出累计值分别为 125,623.00 亿元、137,963.00 亿元，累计财政赤字为 12,340.0 亿元。从收入与支出进度来看，1-7 月财政收入进度为 65.26%，较 2018 年减慢 1.23 个百分点；1-7 月财政支出进度为 58.65%，较 2018 年减慢 1.18 个百分。

在就业压力逐步增大，7 月城镇调查失业率录得 5.3%高位的背景下，7 月社会保障和就业当月同比为 24.23%，较前值大幅上行 8.51 个百分点，在各类财政支出中居于首位；位居第二的是

科学技术，7 月科学技术当月同比为 21.26%，较前值大幅上行 27.24 个百分点；教育当月同比为 2.49%，较前值下行 4.39%；节能环保当月同比为-3.02%，较前值下行 3.83%。基建相关支出方面，7 月基建三大项财政支出总金额为 3388.0 亿元，较前值下行 4872.0 亿元，是 2019 年 3-7 月的最低值，与季节性有关。从同比增速来看，7 月基建三大项财政支出当月同比为-3.42%，较前值下行 5.19 个百分点，年内首次进入负增长。财政支出的乏力，部分解释了 7 月基建投资增速仅录得 2.91%。在 6 月 10 日专项债新政发布后，基建投资增补不升反降，对政府隐性债务的责任约束应该是主因。具体看，7 月城乡社区事务、农林水事务、交通运输当月同比分别为-25.96%、-1.82%、13.54%，较前值上行-28.87、-11.41、29.94 个百分点，较去年同期上行-16.71、-9.05、28.86 个百分点。城乡社区事务当月同比的下行，在很大程度上拖累 7 月基建相关的财政支出增速。

3 流动性：本周央行净回笼 1790 亿

23 日，央行开展 800 亿元 7 天期逆回购操作，今日有 800 亿元逆回购到期。本周(8 月 19 日-8 月 25 日)共开展逆回购 2700 亿元，公开市场有 3000 亿元央行逆回购到期，净回笼 300 亿元。另外，本周六(24 日)还有 1490 亿 MLF 到期。从全口径测算，本周央行合计回笼资金 1790 亿元。

央行指出，为对冲政府债券发行缴款、地方国库现金管理到期和央行逆回购到期等因素的影响，8 月 23 日人民银行以利率招标方式开展了 800 亿元逆回购操作，中标利率为 2.55%，期限为 7 天。本周(8 月 19 日-8 月 23 日)公开市场分别逆回购 200 亿、500 亿、600 亿、600 亿、800 亿，本周共实现逆回购 2700 亿元。

另外，本周(8 月 19 日-8 月 23 日)公开市场有 3000 亿元央行逆回购到期，无 MLF 到期。其中 8 月 19 日、20 日、21 日、22 日、23 日分别有 300 亿元、600 亿元、1000 亿元、300 亿元、800 亿元央行逆回购到期。

值得注意的是，自上周(8 月 12 日)，央行时隔 14 个工作日重启逆回购以来，央行已经连续 10 个交易日开展逆回购，逆回购总额 5700 亿，加上 8 月 15 日投放的 4000 亿 MLF，两周来央行投放资金达 9700 亿元，弥补了两周来 8320 亿元的逆回购与 MLF 到期金额。

8 月 22 日，Shibor 结束连续六日全线上涨，隔夜跌近 10bp。隔夜 Shibor 报 2.538%，下跌 9.8 个基点；7 天期 Shibor 报 2.662%，下跌 1.9 个基点。

4 宏观策略

当前宏观面典型的特征是贸易争端与降息浪潮同时存在，总体来看对全球经济的影响是偏负面的，但是考虑到工业品经历过一轮较大幅度的下跌，预计在没有新的利空消息影响下工业品出现反弹的概率较大，中期看房地产投资增速下滑的趋势明确，中期维持工业品弱势的判断。

5 股指期货市场分析

三大指数本周大涨

今日沪指震荡上行，一度突破 2900 点，上证 50 大涨近 1.4%。至此，沪指已经连续三周上涨，且呈现涨幅加快的趋势。

近期市场在人民币汇率波动、宏观经济数据普遍低于预期、美股调整的内外事件集中打压下，依然能够持续上涨，表明市场对前期的利空消息已经进行较为充分的反应，同时近三周来的利多消息对盘面刺激也较大。

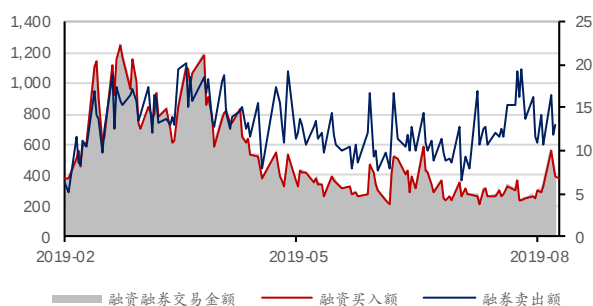
8 月 19 日，修订后的《融资融券交易实施细则》正式实施。两融标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，此次标的扩容是两融历史上第 6 次大扩容，同时也是规模最大的一次。8 月 19 日两市两融余额为 9055 亿元，环比增长 115.57 亿元，创近半个月内新高。其中，沪深两市融资余额达到 8930.47 亿元，较上一个交易日增加了 108.05 亿元，融券余额达到 124.3 亿元，较上一个交易日增加了 7.52 亿元。本周两融余额持续回升，成为市场上涨动能之一。

指数：短期仍看市场情绪

美联储降息周期确立引致全球央行降息潮进一步升温，将为权益市场提供支撑。从盈利驱动来看，中美经济整体都存在着下行隐忧，但政策层面仍有足够的对冲手段，经济边际弱化对冲政策加码预期-对冲政策出台-政策效果检验之间，将为市场乐观预期下风险偏好提升提供了时间窗口和条件。根据统计数据显示，美联储 9 月降息概率达到 100%。美国经济内生动能的弱化、降息周期的展开，欧洲央行也暗示 9 月降息，且可能重启债券购买计划，中美贸易谈判进入达成协议窗口期（当前到 2020 年 2 月美国大选党内选举开始），中国经济二次加油。在美国降息周期确立，进而进一步驱动今年 2 月即已开启的全球央行宽松潮，到宽松政策效果证伪之间，权益市场料将会迎来风险偏好提升驱动下的行情，在此期间美元强势格局预计将会有所缓和，对于新兴市场有望形成结构性利好

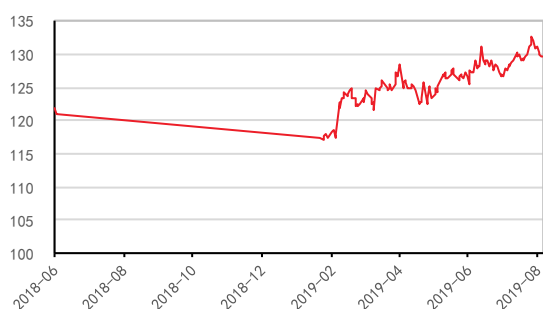
但是仍然需要关注沪指 2900 以上逐渐形成的压力。成交量继续萎缩，显示场外资金观望情绪浓厚。建议密切关注鲍威尔在全球央行年会的演讲以及美股的走势，当前的全球宽松政策并无法解决贸易争端对全球经济的影响，从估值和盈利增长的角度看当前市场内生性动能依然不足，建议长线投资者耐心等待更佳的买入点位，短线走势则受市场情绪影响较大。

图表 7：融资融券数据图



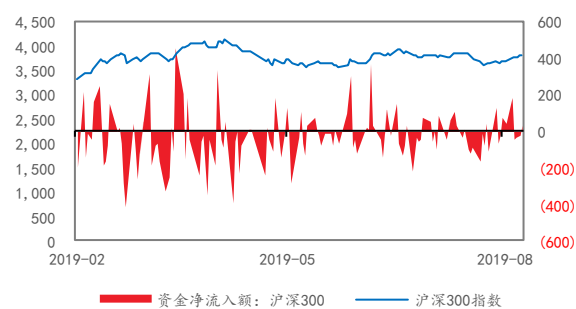
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



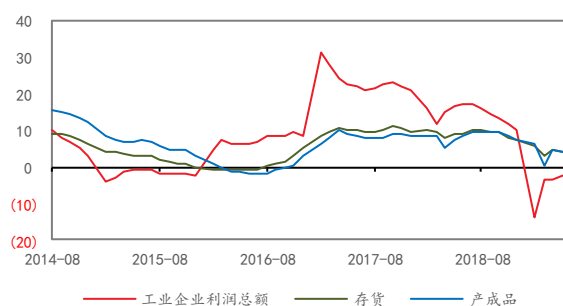
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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%。另外智利国家铜业公司旗下 Chuquibambilla 冶炼厂的重启工作被推迟到 10 月底，该冶炼厂去年产量 32 万吨。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国外铜精矿供需平衡产生重大影响，四季度铜精矿短缺之势将进一步加剧个别矿山的减产。

废铜转向规范而不是限制

海关数据显示国内 6 月进口废铜 17.21 万实物吨，同比下降 15.8%，1-6 月进口 85.45 万吨，同比下降 25.8%。据我们测算，6 月国内废铜进口 13.39 万金属吨，同比增加 39.01%，1-6 月国内累计进口废铜 62.21 万金属吨，同比增加 6.48%。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。“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第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。

加工费过低在、精炼铜供应量受限

国内精矿进口零单 TC 已经处于 53-57 美元/吨的价格区间，较年初的 94.5 大幅下滑 42%，矿端紧缩以及下半年国内冶炼厂新扩建增加导致市场对于 TC 持续下行形成了一定的预期。据 MB 消息，7 月中旬智利大型矿山 Antofagasta 与国内两大冶炼厂签订了 2020 年上半年的长单，TC 定在 65 美元/吨左右，据称此项长单交易涉及约 10 万吨铜精矿。据 SMM 消息，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 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。2019 年 1-7 月 SMM 中国电解铜累计产量 503.04 万吨，累计同比减少 0.43%。因为上半年产量的负增长，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。

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。

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，政策加杠杆或提振基建投资缓慢回升。

2 结论：延续低位震荡

美元指数依然会维持高位震荡，因此对于铜价的压制不会减弱。经济数据全部出炉，工业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。

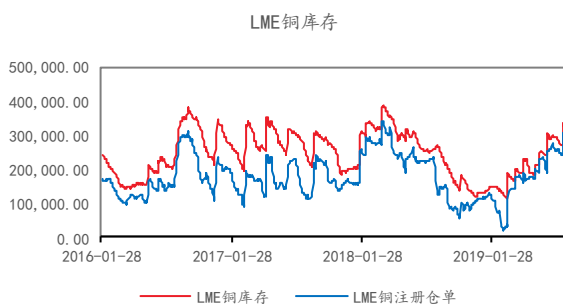
3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



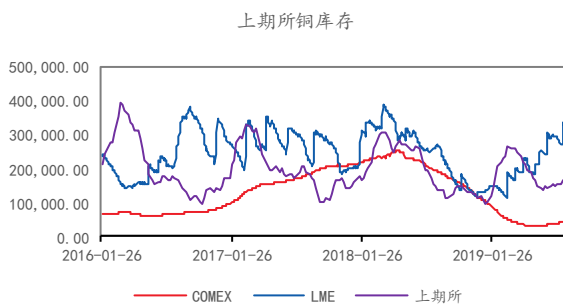
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



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



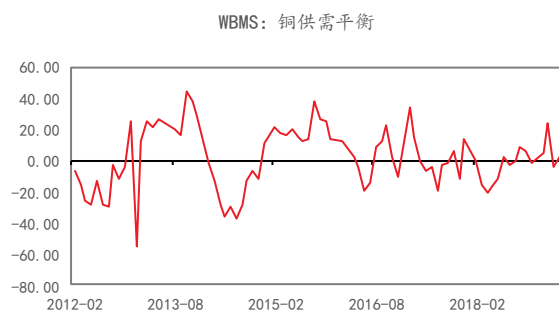
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



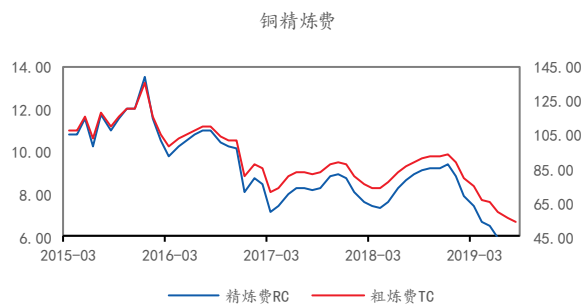
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



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 7 月国内锌精矿产量 35.7 万金属吨，同比下降 6.8%，环比增加 2.8%。7 月锌矿开工率为 78.1%，同比下降 5.7%，环比增加 1.4%。据 SMM 调研，前期部分大型矿企进行常规检修，7 月恢复生产后贡献锌精矿产量主要增量。

精炼锌供应宽松

当前国内锌精矿 TC 回升至 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。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。据上海有色网调研显示，8 月份虽豫光锌业、陕西锌业等检修结束，但兴安铜锌、赤峰中色持续检修，西部矿业产量有所减少。

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；据 SMM 调研数据显示，国内 7 月镀锌企业开工率为 81.03%，环比增加 4.59%，部分钢厂因担忧环保力度进一步加强及预期 10 月消费偏乐观，将部分订单前置 7 月生产，同时部分镀锌企业下游订单转好，使得 7 月开工好于预期；7 月压铸锌合金企业开工率为 47.7%，环比下滑 2.71%，主因传统消费淡季需求走弱，同时高温天气对生产也有所影响；7 月氧化锌企业开工率 48.01%，环比下滑 1.97%，主因消费季节性转弱。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。

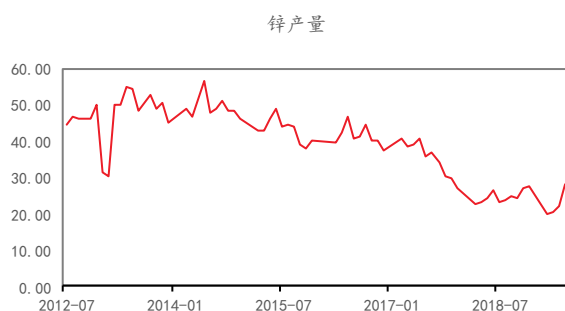
经济数据持续疲软，二季度 GDP 增速降至 6.2%，国内 PMI 连续 3 个月处于荣枯线下方，以及中美贸易谈判冲突再起，在此环境下，下游需求都出现不同程度下滑，汽车产销量持续下降，地产数据继续疲软。政治局会议明确不把房地产作为短期刺激经济的手段。因此，工业金属价格面临较大压力。但下半年国内经济形势仍然存在压力，有色金属基本面情况仍待观察。

2 锌：后市难言乐观

全球政治宏观环境依然不确定性高，且锌的下游在消费淡季中，其价格走势受压制。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。库存方面虽未明显累积，但锌锭增加预期不变，预计后期将逐渐累库。

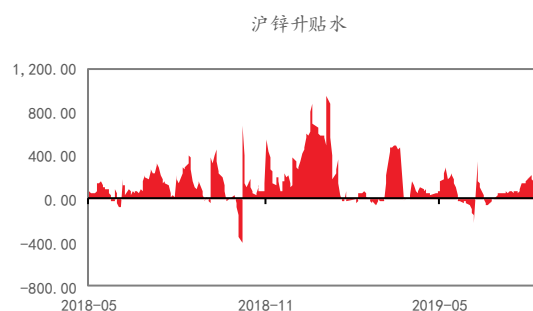
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



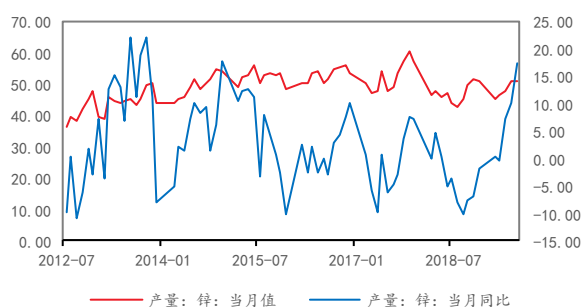
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：沪锌升贴水



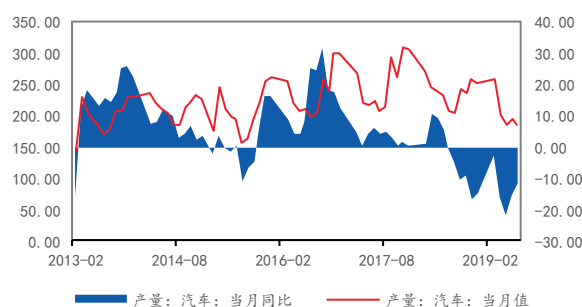
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

黑色系

1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系品种整体处于震荡偏弱运行格局，周四钢联数据公布之后价格有所修复。成材端看，中长期在房地产调控政策趋严、融资受约束、房地产拿地面积减少的情况下，将逐步传导至新开工、施工面积，钢材需求下行趋势较为明确，供应端对钢材的影响相对偏小，环保限产对产量的影响有限，钢价中长期承压；短期看，河北地区国庆前面临新一轮环保限产，限产力度预计强于 8 月份，近期需求端有复苏迹象，传统旺季预期仍存，库存连续两周下滑，9 月份预计整体表现偏震荡。原料端看，铁矿石中长期供应端四大矿石矿下半年发货量增幅达 6000 多万吨，非主流矿石及国内矿石增量在 2000 万吨左右，需求端面临钢企 9 月份限产以及后期采暖季限产，铁水产量也较上半年有明显降幅，供需关系趋于平衡；短期受到港增明显以及钢企 9 月环保限产趋严预期，价格大幅走弱，在钢价企稳下价格有所修复，铁矿后期大概率跟随钢材走。焦炭前受山西“二青会”环保限产，焦企库存偏低情况下，第二轮价格提涨落地，焦化企业利润多数在 200 元/吨以上，加上副产品收益明显好于钢企盈利，“二青会”8 月 18 日闭幕后焦企复产意愿较强，钢厂在后期限产预期下减少采购，部分钢企开启第一轮焦炭价格提降 100 元/吨，后期焦炭现货开启新一轮下跌行情。

宏观层面，在全球经济下行趋势下，美国经济也难独善其身，最新公布的美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.9，为 2009 年 9 月以来首次跌至 50 下方，预期为 50.5，前值为 50.4；8 月 Markit 服务业 PMI 初值为 50.9，预期为 52.8，前值为 53。加上近期美国长短期国债收益率倒挂，持续发出衰退信号。

商务部新闻发言人称，尽管美国延期对部分中国输美商品加征关税，但任何新关税都将导致经贸摩擦升级，严重违背双方大阪共识，中方坚决反对。如果美国一意孤行，中方将不得不采取相应反制。希望美国和中方相向而行，找到解决问题的办法。国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产于美国的约 750 亿美元进口商品加征关税。随后特朗普表示对 3000 亿美元中国商品加征关税从 10%提高至 15%，并表示中国不应通过新的关税报复美国，对此前 2500 亿美元中国商品加征的关税从 25%提高至 30%。贸易问题再次升级，下周势必会对商品产生冲击。

产业层面，唐山地区企业于近期接到唐山市指挥中心通知，要求在严格执行 8 月份强化管控措施的基础上，自 8 月 18 日 12 时至 21 日 12 时期间执行以下加严措施：涉及范围：路北区、开平区、古冶区、丰南区、滦州市、滦南县。其中：1、钢铁企业唐钢北厂区保留 1 台烧结机生产，华西钢铁、国义特钢保留 2 台烧结机生产；其他钢铁企业烧结机停产比例不低于 50%，允许生产的烧结机降低机速、减少料面厚度、压减 30%风门低负荷生产，加大脱硫脱硝设施处理效率，最大限度降低污染物排放量。2、焦化企业 8 月 18 日 18 时至 19 日 12 时、20 日 18 时至 21 日 8 时期间，停止装煤出焦作业，加大脱硫脱硝设施处理效率，确保污染物低浓度排放。3、水泥行业有污泥处置任务的水泥熟料企业维持核定的最低负荷生产，加大脱硝设施处理效率，确保氮氧化物低浓度排放；其余水泥熟料企业停产。4、石灰窑、砖瓦窑允许生产的企业压减 50%生产负荷，加大脱硫设施和除尘设施处理效率，确保污染物低浓度排放。

武安市公布《武安市大气污染防治工作领导小组办公室关于钢铁焦化企业强化应急管控工作的

通知》，要求 2019 年 8 月 22 日-8 月 31 日期间，对市特别管控区的新金钢铁、明芳钢铁、文丰钢铁、文安钢铁等 4 家钢企，玉洲焦化和金鹏焦化 2 家焦化企业，以及重点管控区的裕华钢铁、金鼎重工、兴华钢铁、龙凤山铸业、鑫汇钢铁等 5 家钢铁企业，共 11 家企业，实施管控措施。其中钢铁企业烧结机采取全部停产应急管控措施，各企业高炉除保留一座正常生产外，其余生产高炉采取焖炉或扒炉应急停产管控措施。焦化企业出焦时间延长至 36 小时以上。

2 供需端：产量连续下降，需求趋稳，库存第二周下降

近期唐山、武安等地区环保限产力度加大，在利润压力下钢企主动减产、限产范围扩大，产量降幅明显。高炉开工率本周变动不大，最新值为 68.23%，较上周回升 0.14%。五大钢材周度产量减少 5.1 万吨，螺纹钢减少 8.63 万吨至 351.97 万吨，热卷产量增加 6.06 万吨至 339.7 万吨。电炉方面，截止 8 月 22 日，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 59.94%，较上周降 9.67%；产能利用率 46.01%，较上周降 8.76%。近期产量下降主要是螺纹，连续 3 周降幅都接近 10 万吨，而热卷产量却有所回升，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。

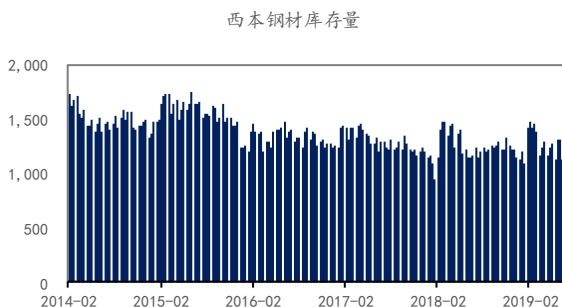
成本利润角度看，本周末生铁成本 2618 元/吨，较上周降 35 元/吨，钢坯成本 3247 元/吨，成本下降主要在于矿石价格下行。螺纹钢吨钢毛利润 323 元，热卷吨毛利润 173 元，近期铁矿石价格下行幅度明显，成本下移令钢材利润有所修复。

图表 21：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 23：重点企业钢材库存



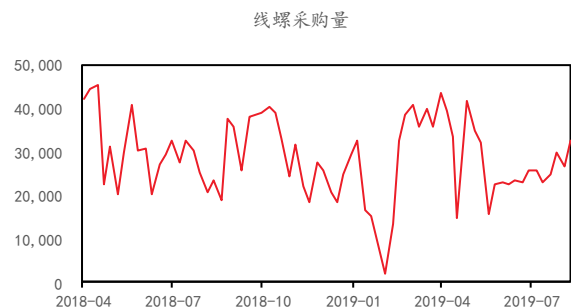
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：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 24：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，本周库存延续第二周下降，对市场形成提振。从主要品种社会库存看，截止 8

月 22 日，国内主要钢材品种库存总量为 1282.94 万吨，环比减少 11 万吨，环比降幅 0.85%；国内螺纹钢社会库存量由 639.41 万吨减少 6.17 万吨至 633.24 万吨，环比降幅 0.96%，钢厂螺纹钢库存减少 1.16 万吨；热卷社会库存减少 4.27 万吨至 250.61 万吨，环比降幅 1.68%，钢厂热卷库存增加 0.54 万吨。

短期看，全国高温天气逐步结束，工地施工时间将有明显延长，下游需求有望逐步释放。从钢联日成交数据看，相较于上周平均 18.742 万吨的成交，本周日均成交 19.38 万吨，成交延续好转。沪市终端线螺采购数据本周为 32500 吨，较上周增加 5700 吨。

据住房和城乡建设部官网消息，2019 年全国棚改计划新开工 289 万套，1-7 月，已开工约 207 万套，占年度目标任务的 71.6%，完成投资 6000 多亿元，相比于 2018 年 626 万套的棚改量大幅下滑。中长期地产投资下行压力对螺纹产生利空影响。

综合看，近期环保限产趋严，国庆前 9 月份限产力度再度趋严预期较强，产量有望维持收缩，需求端维持缓慢复苏状态，并且随着气温下降有望延续，钢材有望震荡反弹，但考虑到贸易问题对情绪影响，大概率偏震荡走势。

3 原料端：铁矿震荡偏弱，焦炭迎来第一轮价格下调

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡偏弱，截止 8 月 23 日，普氏 62%进口矿指数报 88.95 美元/吨，较上周回落 0.6 美元/吨。

铁矿石供需关系的预期变化，是铁矿石近期表现偏弱的原因。本周周初的大幅下跌主要是与两方面因素有关，首先是台风过后公布的到港量数据大增 600 多万吨，其次唐山、武安地区区域性限产趋严，导致需求端预期减弱，在供增需减的情况下，价格跌幅明显。

上周发货到港数据方面：上周澳洲巴西铁矿发运总量 2328.8 万吨，环比上期减少 55.2 万吨，澳洲发货总量 1607.2 万吨，环比减少 54.6 万吨，澳洲发往中国量 1339.9 万吨，环比上周减少 103.6 万吨；巴西发货总量 721.6 万吨，环比上期减少 0.6 万吨，其中淡水河谷发货量 615.9 万吨，环比增加 32.7 万吨，CSN 发货量 71.5 万吨，环比增加 9.4 万吨。全国 26 港到港总量为 2252.4 万吨，环比增加 675.5 万吨；北方六港到港总量为 1158.8 万吨，环比增加 485.5 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 567.0 万吨，环比增加 136.6 万吨，主流低品澳粉到港 309.0 万吨，环比增加 195.5 万吨，主流澳块到港 306.0 万吨，环比增加 131.2 万吨。

全国 45 个港口铁矿石库存为 11984 万吨，较上周增加 383 万吨；日均疏港总量 308.5 万吨，较上周增加 53.85 万吨。

铁矿石中长期供需关系改善，后期难走独立行情，更多跟随钢材价格走势，短期跟随钢价有所反弹。在发货回升，需求端 9 月份限产预期较严的情况下，矿石价格仍承压。

焦炭方面，焦企第二轮提涨 100 元/吨后，焦企利润达到 200 元/吨以上，加上副产品后利润明显好于钢企，近两天钢企开始第一轮提降，山东代表性钢企日照钢铁提降 100 元/吨。在对后期限产不确定的情况下，钢厂放缓采购节奏，供应端山西地区“二青会”之后，焦企开始着手复产，港口库存又高，焦炭现货开启新一轮降价。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 76.13%，回升 1.46%，日均产量 68.09 万吨，增加 1.31 万吨，本周焦化开工率明显回升，山西地区二青会后焦企限产解除，太原、吕梁、晋中等地区限产焦企逐步复产；焦炭库存 70.87 万吨，减少 4.37 万吨，焦化企业库存延续下降；炼焦煤总库存 1433.61 万吨，减少 2.75 万吨，平均可用天数 15.83 天，减少 0.34 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 458.95 万吨，增加 4.2 万吨，平均可用天数 14.35 天，增加 0.02 天。港口焦炭库存总库存 468 万吨，减少 13.4 万吨。从港口、焦化厂、钢厂库存看，焦企库存延续减少，港口库存大降，钢厂库存回升。

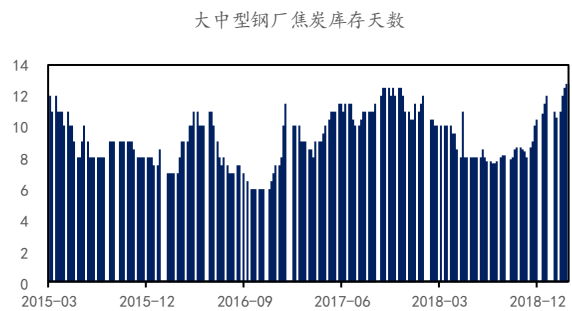
焦化企业复产，供应端将回升，需求端钢厂在限产不确定性，放缓采购节奏，利润博弈下钢企开启第一轮价格下调，焦炭价格整体承压。

图表 25：国内铁矿石港口库存



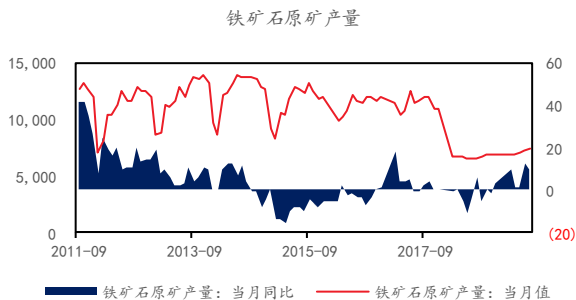
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：焦炭库存可用天数



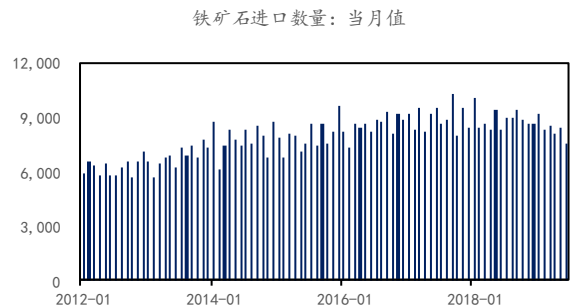
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：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

近期环保限产趋严，国庆前 9 月份限产力度再度趋严预期较强，产量有望维持收缩，需求端维持缓慢复苏状态，并且随着气温下降有望延续，钢材有望震荡反弹，但考虑到贸易问题对情绪影响，大概率偏震荡走势。铁矿石中长期供需关系改善，后期难走独立行情，更多跟随钢材价格走势，短期跟随钢价有所反弹。在发货回升，需求端 9 月份限产预期较严的情况下，矿石价格仍承压。焦化企业复产，供应端将回升，需求端钢厂在限产不确定性，放缓采购节奏，利润博弈下钢企开启第一轮价格下调，焦炭价格整体承压。

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

受高温干旱天气的影响，今年东南亚天然橡胶主产区开割时间普遍推迟，原料产出恢复缓慢。泰国主产区割胶进程不畅，6 月开割率缓慢回升，但进入 7 月原料收购价格明显下跌。随着原料价格的回落，美金胶船货成本支撑弱化，东南亚供应商报盘承压走跌。前期由于原料价格高企，橡胶加工厂加工利润持续倒挂，近期有所改善但仍徘徊在成本线附近。三季度是东南亚产胶国雨季，虽然产区供应逐渐放大，但并未达到最大旺产期。后期产量进一步释放，原料价格还会有一定的下行空间，加工厂利润料将得到一定修复，失去成本支撑的外盘报价继续走跌。泰国政府直接从胶农收购胶水，并增加本国橡胶消费量，短期对原料价格存在一定支撑。若未来产量恢复迅速，产业政策只能是杯水车薪。当前正值下游季节性需求淡季，最大的消费市场中国采购积极性不高，且对价格接受度较低。供需关系决定天然橡胶的长期趋势，泰国主产区原料价格的快速回落加重市场对未来供应增加的担忧情绪。

对于市场关注的原料供不应求问题，从目前掌握的信息来看倾向于在后期证伪。泰国气象部门表示，尽管已经进入雨季，由于来自南部海域的热带气旋强度比往年偏低，导致泰国正遭遇近十年来最严重的干旱。然而，干旱的区域基本在泰国东北部、北部和中部，而泰国天然橡胶产区主要位于南部地区，其橡胶种植面积占全国近七成，因此干旱对泰国天然橡胶产量的实际影响有限。印尼农业部表示，受真菌性落叶病的影响，2019 年印尼天然橡胶产量预计将较 2018 年的 376 万吨减少 15%。按照单产 1158 公斤/公顷，开割率 83.08% 估计，此次受到病害影响的产区年产量约为 36.74 万吨。据了解，通常真菌性病害的治疗周期在 1—2 个月，参考 2018 年 7—8 月印尼橡胶产量在全年占比 17.9%，推算出实际造成的减产约为 6.61 万吨，远低于印尼官方认为的 55 万吨。当然理论和实际存在差别，这一结果是建立在对病害积极治疗和有效控制的基础上。20 号胶上市之际正值东南亚主产区产量释放初期，整体供应压力将开始回升。

根据对云南产区的调研结果，天然橡胶产能充裕但现货偏紧，国内胶农收入极其微薄。前期持续干旱令开割受阻，随后降雨增多又影响割胶作业，本轮割胶季原料产量释放较往年尤为不畅。同时海关加大对进口混合胶检查力度，导致下游轮胎企业大量采购 TSR9710 子午线轮胎橡胶作为替代品。目前的实际情况是货少价低，二盘商收购胶水折干价跟随期货盘面下跌至 9.1—9.2 元/公斤，再次打击胶农割胶送胶的积极性。橡胶生产最主要的成本为人工费用，雇佣割胶工人的工资分成比例通常为 6:4 或 5:5。国营橡胶林场实行承包制，每户胶农分配 4—5 个树位（1 树位约合 7 亩 210 株橡胶树），单个树位每年租赁费在 2000—3000 元左右。按照当前胶价，从事割胶工作日均收入在 120—140 元左右，由于季节和气象因素，按照一年 8 个月割胶期、每月可割胶 20 天计算，普通胶农年收入仅有 2 万余元。考虑到胶园租金、保险及保养维护等费用，胶农微薄的收入水平挣扎在温饱线上，原料收购价格继续下跌的空间有限。

云南西双版纳地区橡胶加工厂众多且集中，面临产能利用率低下，对原料争夺激烈的现状。云南地区天然橡胶产能约 80 万吨，实际年产量为 43 万吨，其中西双版纳产量占比超过 80%。西双版纳当地有橡胶加工厂 90 余家，约 40 家国营胶企和 50 家民营胶企。云南产区各胶种生产格局已经发生改变，云胶集团仍以生产全乳胶为主，部分国企从生产全乳胶转向 9710，民营橡胶工厂以生产 9710 为主、20 号标胶为辅。由于原料货源供应紧张，且橡胶加工利润偏低，目前西双版纳地区橡胶加工厂平均开工率仅维持在 50% 左右。20 号标胶期货将于 8 月 12 日挂牌上市，在标准交割品的问题上，前期以优先确定国外 20 号标胶牌号为主。国内方面有传闻称，可能考虑使用 9710 子午线轮胎橡胶作为交割品，但 9710 作为配方型胶种并无规范的国际标准，上市初期国内交割品的选择尚待推敲。20 号胶的上市将改变部分橡胶企业的生产模式，橡胶加工厂和轮胎厂商一样都将成为市场主要参与者。

前期对国内橡胶产区的调研中，西双版纳当地一位老胶农的经验似乎在当时并未得到充分重视。据老胶农称，在上半年严重干旱的情况下，下半年发生严重洪涝的可能性较大。众所周知，今年开割季云南和东南亚部分主产区遭遇了持续的气候干旱，导致本该十分充裕的原料供应偏紧。7 月高温刚刚过去，天气预报又称暴雨将至。未来云南地区将出现不同程度的降雨，西双版纳、普洱等橡胶产区有中到大雨，局部暴雨或大暴雨，并伴随雷暴和大风等强对流天气。据预测累计降水量在 25—50 毫米，局部可达 80—100 毫米，还需要特别防范持续降雨可能引发的山洪等地质灾害。2017 年初的泰国洪水证明，橡胶树并不十分害怕洪涝灾害。但降雨过多会影响割胶作业，降低胶水的干含量品质，继续延缓原料产量释放进程。尽管不能断言历史会重演，但

这一情形或许和 2016 年较为相似，天气变化仍存在较大不确定因素，应关注下半年整个东南亚主产区降水情况。

需求端

不同于全乳胶期货的情绪大于实质，20 号胶是制造轮胎的主力胶种，下游需求变化切实牵动期货市场神经。2019 上半年中国轮胎行业延续下滑态势。6 月全国橡胶轮胎外胎产量为 7027.9 万条，同比减少 9.18%；1—6 月累计产量为 4.0375 亿条，较去年同期下降 7.29%。中国轮胎市场持续负增长，具体表现为内需和外销市场的疲软。内需市场汽车产销数据不佳，影响配套轮胎需求；基建投资增速放缓，拖累工程车轮胎终端消费。外销市场以各种形式的贸易摩擦为主流，子午线轮胎双反和中美贸易争端打压轮胎出口。按照一般规律，每年 7—8 月是天然橡胶传统需求淡季，高温天气导致轮胎厂开工负荷下降，轮胎产量表现为持续走低，在此期间橡胶的直接需求难有起色。由于轮胎市场产销低迷，各大轮胎企业相继推出让利促销政策。例如，中策橡胶承诺，沿厂家—经销商—零售商销售链条，对 7 月全系列产品实行进货全额补价差，以刺激下游拿货积极性和缓解成品库存压力。轮胎保价政策对橡胶提振作用有限，但能够起到一定托底作用。

7 月全国重卡市场总计销售各类车型 7.6 万辆，同比小幅增长约 2%，打破了二季度以来重卡销量的三连降。1—7 月，国内重卡市场累计销量为 73.23 万辆，比上年同期的 74.64 万辆下滑约 2%。年中是车市产销的传统淡季，但重卡市场借助国六政策保持平稳发展。根据国家相关规定，自 2019 年 7 月 1 日起，全国范围内的燃气重卡开始实施国六排放标准，新上牌的燃气重卡必须满足国六要求。国六政策的实施，极大刺激了卡车用户在二季度尤其是 6 月大量提前购买重卡，拉动经销商对相关车辆进行补库。尽管 6 月重卡销量统计数据仍为同比下滑，但除终端用户提前购买行为之外，若考虑到经销商提前预挂的因素，6 月的实际销量是较为可观的。这部分提前预挂的销量，至少会有 60%体现在后面的统计内容。也就是说，7 月的重卡市场批发销量中，有成千上万台是来自 6 月的提前预挂销量。整体上重卡行业仍存在隐忧，将对后期市场销售起消极作用，业界对 2019 全年表现普遍持不看好的态度。

尽管 7 月重卡销量同比小幅回暖，2019 年迄今重卡市场累计降幅有限，但后市仍存在较大隐忧。在 5 月 21 日《焦点访谈》报道超重蓝牌轻卡违规上牌现象之后，全国各地的车管所严查超重卡车上牌，很多地区暂停了蓝牌轻卡的新车上牌业务。该事件逐渐发酵波及到重卡市场，因为重型工程车普遍存在自重超重的情况，在全国范围内也遭遇了暂停上牌或者整顿治理的情况。受影响最大的是 6×4 重型工程自卸车，严格治理卡车超重导致该车型大面积不能上牌，这一问题到 7 月仍未得到完全解决，进而对销量造成很大的负面影响。8×4 公路型轻量化自卸车由于自重较轻，受政策影响相对较小，促进了 6×4 自卸车向 8×4 自卸车的加速转化。宏观层面上，GDP 增长放缓，PMI 位于荣枯分水岭下方，基建投资不及预期，受此影响重型工程车和牵引车市场的终端需求同比走低。考虑到天然气重卡预挂对批发销量带来的短期利好，8 月重卡销量有望持平；但目前重卡行业库存相对偏高，提前购车订单大量透支，2019 下半年重卡市场累计销量或出现 5%—10%的滑坡。

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

尽管目前橡胶价格已降至年内低点，但需求终端同样处于最疲软的时期，工厂采购原料意向难有提升。下游需求表现不佳反过来抑制贸易商进口情绪。中国海关总署公布的数据显示，6 月中国天然及合成橡胶（包括胶乳）进口总量为 44.1 万吨，同比大幅下滑 27%。2019 上半年中国橡胶累计进口量为 307.6 万吨，较去年同期下滑 7.7%。

泰国海关公布的数据显示，2019 年 6 月泰国天然橡胶（包括烟片胶、标胶、乳胶、邹橡胶、复合橡胶及其他）出口量共计 29.51 万吨，同比增加 3.11%，环比上升 11.04%。其中，标胶出口量大幅扩大到橡胶出口总量的 61%，乳胶出口量占总量的 24%，烟片胶占 11%，其他胶种出口占比相对较少。具体来看，除标胶出口量同环比大涨外，各胶种出口量均有不同程度的下跌。6 月泰国标胶出口量为 17.91 万吨，同环比分别大增 43.8%和 40.1%。其中出口到中国的标胶数量为 13.1 万吨，同环比增幅分别高达 72%和 98%。与此形成鲜明对比的是，混合胶出口量仅有 3.1 万吨，同环比分别大降 73.7%和 64.8%。中国海关严查混合胶进口，令混合胶通关放行速度变慢，除补缴关税外进口商担忧是否还有其他处罚，对混合胶的采购力度明显减弱。但下游轮胎企业仍需要橡胶原料维持正常生产，市场对标胶的替代性采购情绪升温，解释了泰国标胶出口量暴增而混合胶出口量锐减的情况。

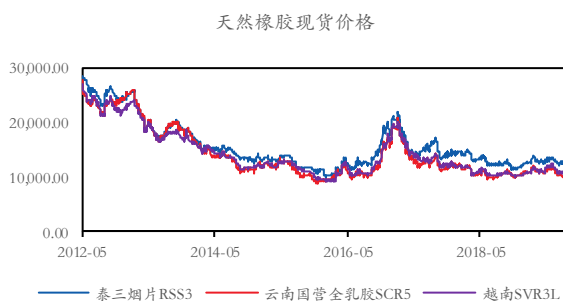
现行沪胶期货交割标的全乳胶和烟片胶进出口量同环比全线下跌。6 月泰国天然乳胶出口量为 7.26 万吨，同比减少 19.8%，环比下跌 20.7%；出口至中国的数量同环比分别下降 16%和 27.6%。尽管泰国产区雨季后产出逐渐恢复，但今年开割季和限制出口的双双推迟，使得原料供应至今仍然偏紧。原料收购价格偏高支撑下，泰国乳胶船货维持坚挺在 1190—1210 美元/吨。内外盘

长期倒挂，贸易商利润亏损，采购情绪低迷。中国市场接受度不高，下游橡胶制品企业或选择使用国产胶替代。6 月泰国烟片胶出口量仅为 3.15 万吨，同比减少 26.1%，环比下跌 18.8%；出口至中国的数量同环比分别下降 54.6%和 16.7%。由于利润空间更大，泰国胶企很多选择加工出售烟片胶，但价格高企挫伤买盘积极性，尤其中国市场少有接盘。随着泰国产区降雨完全充沛，橡胶原料产出必然逐渐增加，收胶价格大概率面临下调。美金胶失去成本支撑走软，市场补货情绪或出现相对好转，预计 7 月泰国天然橡胶出口量将环比小幅回升至 30 万吨以上。

产业政策

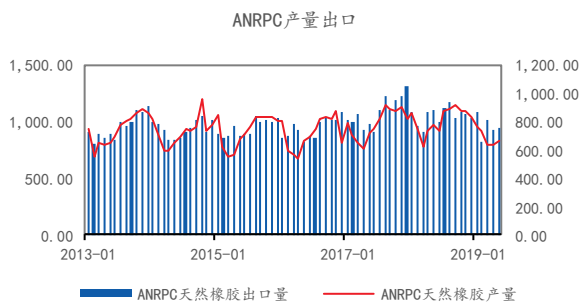
据悉，泰国天然橡胶政策管理委员会决定，遵照泰国、马来西亚和印度尼西亚三国橡胶联盟约定，执行砍伐橡胶树以提振胶价的政策。随着 2019 年三大产胶国限制出口政策的到期，全球天然橡胶供应逐渐回升，叠加雨季后原料产出自然增长，将对市场构成较大压力。为延缓胶价下跌趋势，三国总共需要砍伐橡胶树 62.5 万莱，其中泰国应砍伐的橡胶树占比为 45—50%。此外，泰国橡胶委员会准备向内阁提议，增加 150 亿铢预算给农业合作社银行，作为维持橡胶价格稳定的流动资金。泰国农业与合作社部官员呼吁橡胶种植户不必对砍树计划感到恐慌。事实上产胶国每年都要砍伐一定数量的橡胶树来重新翻种，更新种植的面积大约为 30 万莱，按照三国协定的指标计算，实际新增加砍伐的面积并不多。该政策令泰国橡胶价格略有回升，对市场短期情绪起到有限的作用。目前东南亚橡胶生产状况整体从扩张期向收缩期见顶回落，这一阶段产业政策通常会比前两年更为奏效。

图表 29：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 31：ANRPC 产量出口



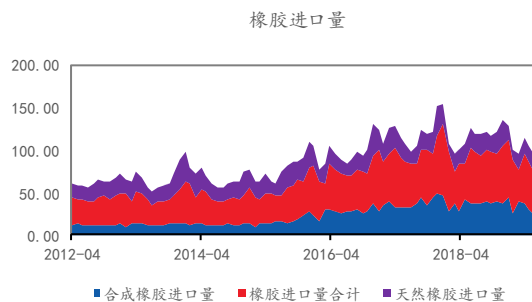
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



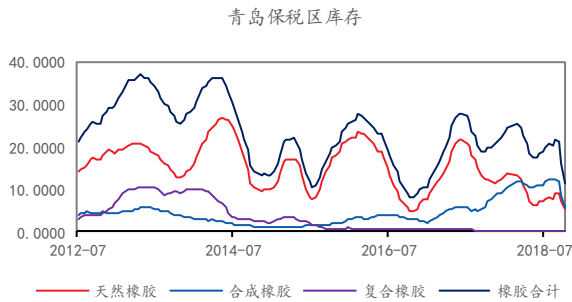
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：轮胎开工率



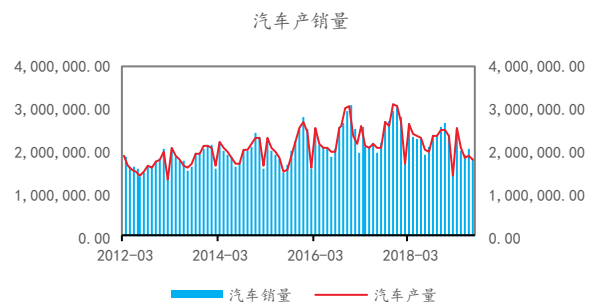
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：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。

全乳胶 WF 以新鲜胶乳为原料加工制成，产品杂质含量最低，加工工艺链条较短。20 号胶主要采用杯胶和种植户简单处理后的生片和烟胶片为原料，原料来源具有多样性。由于原料的不同，20 号胶和全乳胶在加工工艺上的主要区别在于原料的预处理过程。每一托 20 号胶胶包由 36 个胶块组成，每个胶块净重 35 千克，胶块用聚乙烯薄膜包裹。胶包外袋正面应当注明标准橡胶级别代号、净重、生产企业名称、生产工厂代码、生产日期等。工业技术上，20 号胶学名为 TSR 20。具体到各国的产品，使用“S*R 20”代号以示分别，其中 S 代表 standard，“*”为生产国首字母（泰国 T、印尼 I、马来西亚 M、中国 C），R 代表 rubber，20 表示 20 号级别，合起来即为某国产 20 号标准胶。关于标准胶级别代号须知，20 号胶的级别代号标志为红色。贮存方法上，胶包不能直接堆放在地面上，应避免与墙面直接接触。堆放胶包的仓库，要求通风良好，干燥防雨，仓库内温度不超过 35℃，避免阳光直射。各堆胶包之间需留有通道，以便取出和运输。不应与铜和锰的盐类或氧化物接触，不应与油类和易燃物品一起贮放。

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，并和全乳胶形成跨市及跨品种套利机会。

纸浆：纸浆库存依旧施压，期待消费旺季来临

1 纸浆运行逻辑

美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.9，为 2009 年 9 月以来首次跌至 50 下方，预期 50.5，前值 50.4。Markit 最新的调查显示，制造商收到的新订单遭到 10 年来的最大降幅，同时数据还显示，出口销售也降至了 2009 年 8 月以来的最低水平。IHS Markit 经济学家蒂姆·摩尔（Tim Moore）在数据发布后表示：“随着新出口销售下滑速度创 2009 年 8 月以来最快，显示出制造业企业持续受到全球经济放缓影响。今年 8 月企业对未来一年的预期变得更加悲观，企业增长预测的持续下滑表明，未来几个月，企业在支出、投资和员工招聘方面可能会更加谨慎。”特朗普一周年连发三次推特催促美联储降息。

央行发布公告决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，自 2019 年 8 月 20 日起，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心于每月 20 日（遇节假日顺延）9 时 30 分公布贷款市场报价利率。各银行应在新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。市场对于 LPR 机制改革的解读偏利好，虽然银行向实体经济发放贷款在基准上加多少还需确定，不过市场对 LPR 解读为向市场发送引导利率下行的政策信号，促使银行和企业贷款定价谈判时更多考虑未来利率下行的可能性。

目前来看，虽然美国经济下行信号频现，但美联储官员讲话偏鹰，国内宽松政策还有进一步加大的空间。但是，宽松的预期持续走强的情况下，股市走势明显好于商品市场。

纸浆基本面上来看没有太大的变化，全球纸浆出运量和中国纸浆进口量较大，总体供应十分充足。同时，全球纸浆库存小幅下降，但是国内主要地区库存继续累库，对浆价压制作用依旧。虽然时间已经临近纸浆 9 月的传统消费旺季，下游纸厂出现小范围的提价试探，然而下游需求改善并不明显。对于纸浆期货价格走势有引领作用的国际浆价止跌企稳，虽然短期来看基本面尚不具有趋势性反弹的基础，但是 4400-4500 元/吨的支撑力量非常扎实。投资者可背靠支撑位，关注需求旺季的反弹机会。

2 上游市场：2019 上半年国际浆厂营收明显下滑

在纸浆的产业链中，国际浆厂拥有很强的话语权。2019 年上半年，纸浆供应充足，全球主要港口和地区纸浆库存高企，世界经济面临明显下行压力需求疲弱，导致国际知名的大型浆厂营收出现明显下滑。Arauco 最新的财报显示，二季度收入约 13.52 亿美元，环比下降 2.6%，同比减少 13.3%。净收入 5,740 万美元，环比下滑 54.5%，同比下降 75.9%，主要是由于今年上半年针阔叶浆价格持续下滑。巴西浆企 Suzano 最新发布的财报显示，二季度生产纸浆 222.1 万吨，同比减少 8%，环比增加 2%。二季度纸浆销售达 221.4 万吨，同比降 14%，环比涨 28%。公司表示，今年上半年的全球纸浆供需严重失衡。在供应方面，纸浆供应充足。在需求方面，世界主要国家的宏观经济趋弱势、中美贸易战等不确定因素、以及纸浆客户的去库存限制了市场销售的增长。

对于浆厂面临的困境，从国际浆价的变动可见一斑。以智利银星为例，漂白针叶浆价格由年初

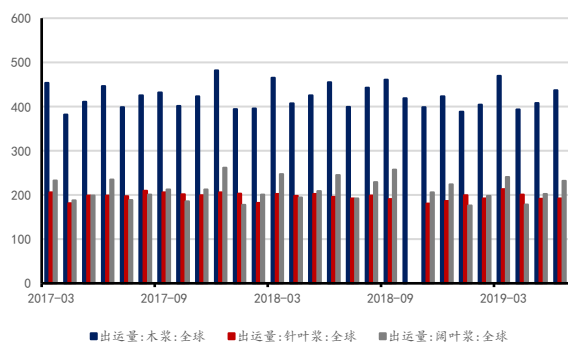
的 680 美元/吨下调至 8 月的 580 美元/吨，降幅 14.7%。不过，9 月即将进入纸浆需求的传统旺季，市场存在利好预期，这一跌是在 8 月止跌企稳，狮牌、俄针上调 20 美元/吨，银星上调 10 美元/吨。国内漂针木浆现货价格跟随企稳，山东地区银星 4500-4550 元/吨，加针 4550-4700 元/吨，北木 4800-4900 元/吨。阔叶浆表现的更为弱势，金鱼鹦鹉报价 3950 元/吨。

从纸浆产业链来看，上游拥有充分的话语权，国内浆价一直都呈现出跟随国际浆价变动的特点。所以，伴随着国际浆价的止跌企稳，市场还有传闻称 9 月国际浆价有可能进一步提价，虽然具体情况现在无法确定，但是也可以基本确认国内 4500 元/吨的价格底部相对夯实。

从纸浆的上游来看，依旧表现出供应充足的状况。2019 年 6 月，全球木浆发运量小幅增加 8.6 万吨至 436.70 万吨，同比减少 4.09%。其中，全球针叶浆出运量减少增加 0.4 万吨至 191.90 万吨，同比减少 2.04%；阔叶浆出运量增加 29.3 万吨至 231.80 万吨，同比减少 5.23%。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。

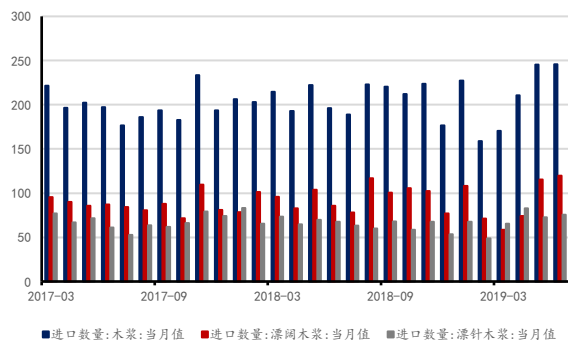
6 月份国内纸浆到货量小幅度增加。6 月份全国进口纸浆 245.9 万吨，比上月增加 0.6 万吨，再创新高。其中，进口漂针木浆 75.62 万吨，同比增加 11.72%；进口漂阔木浆 75.62 万吨，同比增加 39.72%。1-6 月份进口 1258.7 万吨，比去年同期增加 23.7 万吨。目前来看，木浆供应压力不减，推高国内库存水平。

图表 37：全球木浆出运量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：中国木浆进口量



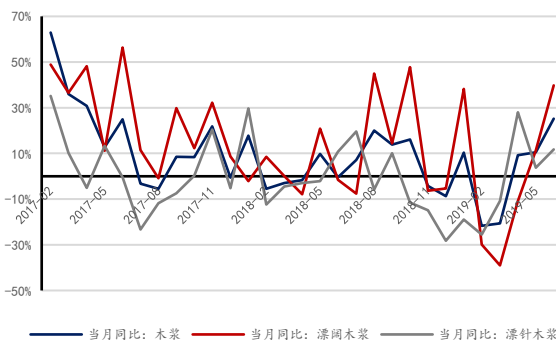
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：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 40：中国木浆进口量当月同比



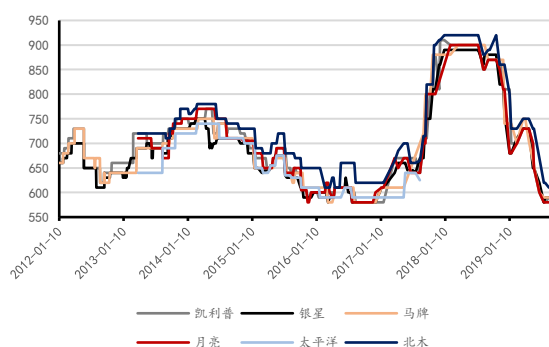
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

基差方面，近期浆价在低位连续震荡，现货价格回调企稳。整体基差在 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。

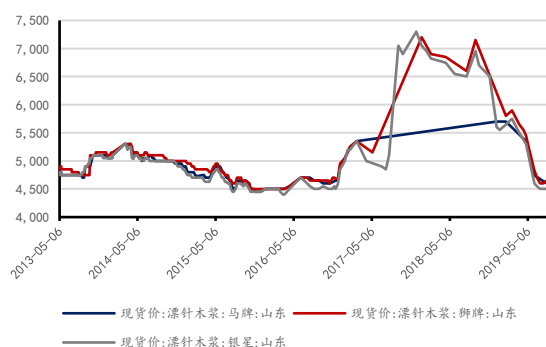
一般来说，针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是，阔叶木浆生产集中度更高，挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元每吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。目前，阔叶浆挺价困难，国内阔叶浆现货价格进一步走跌，针阔叶价差大约 600 元/吨。

图表 41：国际漂针木浆 CFR 现货价



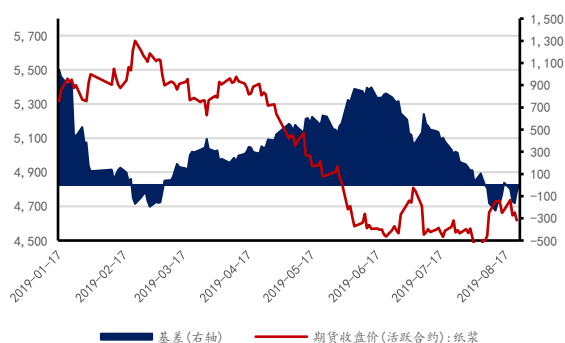
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：山东地区漂针木浆现货价



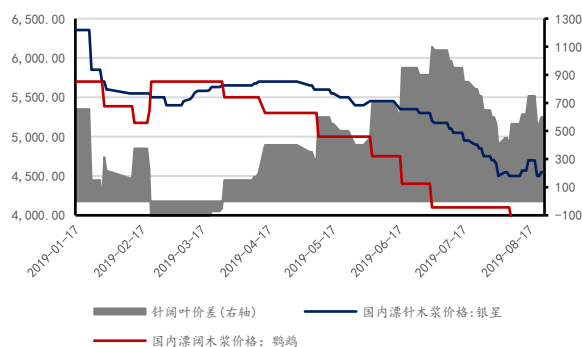
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：纸浆主力合约基差变化情况



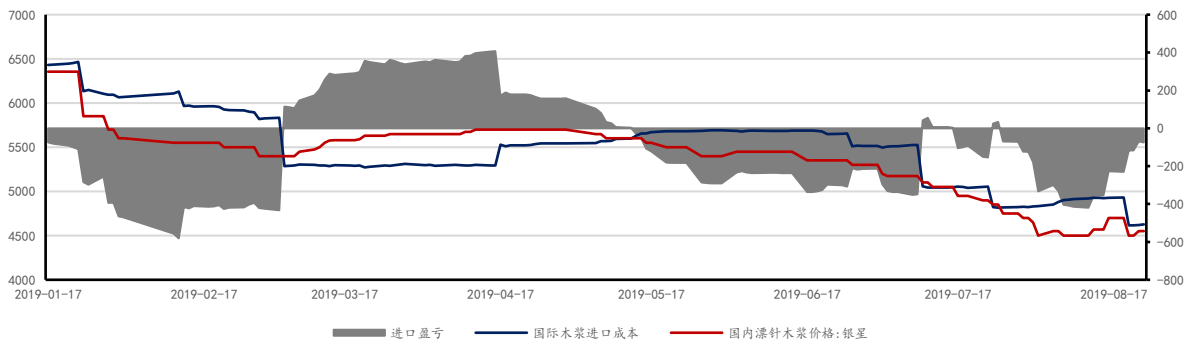
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：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 45：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：上半年纸厂利润大幅下滑，纸厂涨价试探 9 月旺季

上半年纸浆价格的持续低迷和下游需求的不振对下游纸厂的伤害大于对上游浆厂的伤害，国内头部纸厂利润下降非常巨大。理文造纸 8 月 13 日公布今年上半年业绩，截至 6 月 30 日，公司实现收入 129.47 亿港元，同比下跌 20.9%；纯利 16.80 亿港元，同比下跌 43.6%。晨鸣纸业披露半年报，上半年营收 133.49 亿元，同比下滑 14.16%；归属于上市公司股东的净利润 5.1 亿元，同比下降 71.43%；基本每股收益 0.013 元。

每年 9 月是纸浆传统的消费旺季，教辅资料和报刊杂志的订单需求一般来说会提振文化用纸生产对纸浆的采购，因此目前已经有部分纸厂尝试发布涨价函，期待消费旺季的来临。

APP、太阳等龙头纸企宣布铜版类、双胶类产品从 9 月 1 日起上涨 100 元/吨。白山市琦祥纸业有限公司：8 月 13 日起，高强瓦楞纸 90 克、100 克、110 克、120 克及以上在原价格基础上上调 100 元/吨。原有订单尚未发货的及预付款客户，一并执行新价格。新乡市亨利环保科技有限公司：8 月 17 日起，165g 原纸售价在目前基础上上调 50 元/吨。柏乡县华兴纸业包装有限公司：8 月 18 日起，原纸售价上调 50 元/吨（包含原订单与预付款）。8 月 20 日，山东江河纸业发布涨价函，9 月 1 日起，所有纸种上调 200 元/吨。经历了整整半年有余的市场颓势期，产能增加、环保投入、原料成本多方面承压，部分纸厂于 9 月旺季前夜发出涨价函。但本轮涨价更多是需求季节性改善下的反弹行情，对整体市场带动作用有限，整体大涨动力仍是不足。

虽然已经有多家企业都发布了涨价函，但是无论从涨价金额、规模还是范围来说，都只能归类为小范围的试探性涨价。这种试探性涨价仅仅基于市场对消费旺季的预期，而不是下游需求的真正改善。所以，短期来看还没有出现浆价趋势性反弹的基础，不过仍然值得期待。

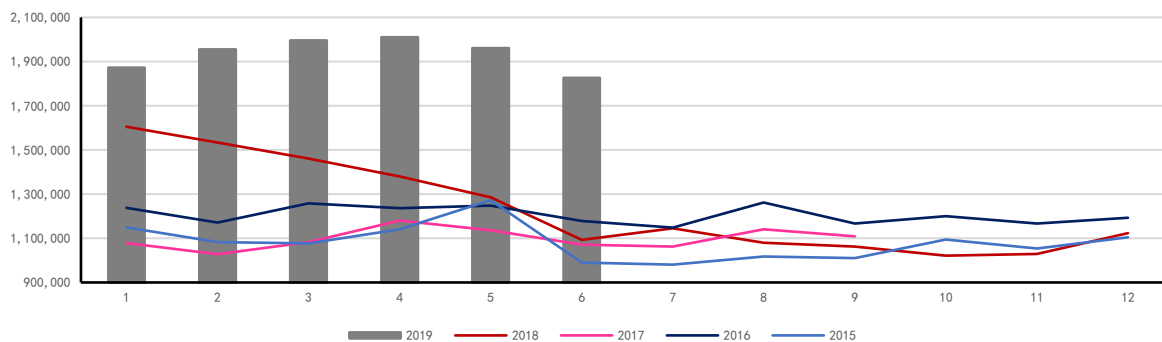
4 库存情况：木浆库存依然处于高位

2019 年 6 月全球木浆港口库存 187.28 万吨，环比继续小幅下降 4.19%，同比仍然大幅增加 63.56%。全球木浆港口库存增加 2 天至 53 天的高位，其中漂针木浆库存天数增加 4 天至 43 天，漂阔木浆增加 2 天至 64 天。国内方面，7 月末最新港口库存继续增加，7 月国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计约 214 万吨，与去年同期相比大幅增加 101%。其中，青岛港增加 20 万吨至

130 万吨，常熟港增加 13.8 万吨至 78.8 万吨，保定地区库存 800 余车。

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 46：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

纸浆供给充足、库存高企、需求弱势的基本面没有太大变化。但是，对于纸浆期货价格走势有引领作用的国际浆价止跌企稳。虽然短期来看基本面尚不具有趋势性反弹的基础，但是 4400-4500 元/吨的支撑力量扎实。投资者可背靠支撑位，关注需求旺季的反弹机会。

油脂油料：美豆反复震荡，大连豆类市场表现偏强

1 外部豆类市场分析

美豆处于生长关键期，天气因素备受关注

美国农业部公布的大豆周度生长报告显示，截止 8 月 18 日当周，美国大豆生长优良率为 53%，较此前一周下降 1 个百分点，去年同期为 65%。当周美豆开花率为 90%，五年均值为 96%；美豆结荚率为 68%，五年均值为 85%。当前美豆生长状态较正常年份滞后约两周，处于生长关键阶段，美豆产区天气状况对未来产量影响较大，因此备受各方关注。从美国气象预测中心发布的美国土壤干燥监测数据看，当前美豆主产区土壤湿度较为正常，整体适宜大豆作物生长。由于本年度美豆生长进度滞后，可能导致 9 月中下旬美豆无法在霜冻出现前完成生长，进而增加了市场对秋季霜冻炒作的担忧。

分析机构进行实地调查，美豆产量尚难定论

本周分析机构 Pro Farmer 对美国中西部大豆主产州进行产量巡查。该机构预计印第安纳州每 3x3 英尺农田的大豆结荚数平均为 923.94 个，低于去年同期估计的 1311.87 个及三年均值 1219.69 个。预计内布拉斯加州每 3x3 英尺农田的大豆结荚数平均为 1210.83 个，低于去年同期的 1299.08 和三年均值 1217.72 个。该机构对爱荷华州和明尼苏达州的部分地区实地考察后发现，当地大豆单产潜力有所提高，这两个州的大豆总产量约占美豆全部产量的 20%。因此，数据公布后，市场对美豆产量下降的担忧情绪略有缓解。美国农业部在 8 月供需报告中预计 2019 年美豆总产量为 1 亿吨，较上年下降 2350 万吨，同比降幅高达 19%。包括秋季霜冻的天气仍会对美豆最终产量造成影响，目前阶段美豆产量还存在一定变数。

2 国内油脂油料市场分析

南美大豆到港成本持续攀升，支撑国内豆粕价格抗跌

美方即将于 9 月 1 日启动新一轮对华输美商品加征关税，中美贸易关系存在进一步恶化的风险。中方停止采购美国农产品，美豆库存压力再度成为阻碍其价格上行的关键原因。中方扩大南美大豆采购力度，阿根廷进口大豆占比较去年同期大幅提升。受中方刚性需求以及巴西大豆可供出口数量减少影响，巴西大豆贴水报价持续走高，截止 8 月 23 日，巴西大豆 9-11 月船期报价已达到 256-262 美分/蒲式耳，较 8 月初涨幅超过 35%，较年内低点涨幅接近翻番，阿根廷大豆贴水报价较年内低点涨幅也接近 50%。巴西大豆贴水报价持续高位运行，导致国内进口大豆到港成本居高不下。9 月船期对 11 月 CBOT 大豆合约的巴西大豆贴水报价为 241 美分，核算的大豆到港成本为 3340 元/吨，按沿海四级豆油价格 5550 元/吨折算，豆粕理论成本约为 3120 元/吨。目前国内沿海主流豆粕现货价格约为 2950 元/吨，豆粕期货价格在 2940 元/吨运行，均低于远期豆粕成本价。在成本因素的支撑下，国内豆粕市场整体表现较为强势。

生猪扶持政策出台，远期豆粕需求有望改善

国内生猪产能大幅下降一直困扰豆粕需求。国家农业农村部发布的数据显示，7 月份生猪和能繁母猪存栏环比降幅分别为 9.4% 和 8.9%，同比降幅分别为 32.2% 和 31.9%，均呈现降幅扩大之势。7 月份 16 省(市)瘦肉型白条猪肉出厂价格总指数月平均值每公斤 24.99 元，环比涨 9.1%，同比涨 48.1%，8 月份国内猪肉价格上涨势不减，已经对居民消费造成严重影响。为此，本周国务院召开常务会议，综合施策恢复生猪生产，决定采取取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定，发展规模养殖、支持农户养猪，加强动物防疫体系建设，保障猪肉供应等五方面举措。此项扶持政策公布实施后，有望提高养殖户补栏积极性，改善远期豆粕市场需求预期，国内豆粕现货和期货市场均对此做出积极回应。

油脂市场利多题材持续发酵，处于强势运行节奏

国内油脂市场自 7 月下旬在豆油的带领下整体进入反弹节奏，期间虽有横盘或小幅调整，但在本周各品种均已升至年内高位水平运行。双节消费启动，进口大豆成本传导，豆油库存偏低、豆粕需求低迷等因素是本轮油脂板块向上的突破的主要推力。马来西亚产量不及预期，中加关系紧张影响菜籽及菜籽油进口，各种利多因素持续占优。油脂板块自低位反弹，成功吸引大量资金关注，目前仍处于增仓状态，在供需基本面整体趋稳的背景下具备惯性偏强运行的能力。与此同时，高利润将刺激新一轮豆油和棕榈油进口，并且在豆粕市场出现走强信号后，油脂市场的上行节奏可能放缓并可能回吐前期涨幅，但受油脂整体库存偏低影响，预计回调空间有限。

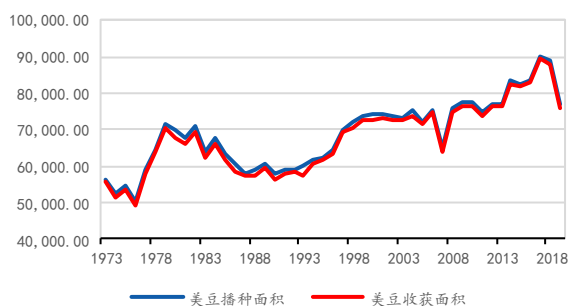
3 油脂油料市场操作建议

美豆面积和产量均较上年大幅减少，但市场对此反应冷淡。美豆正处生长关键期，多项生长指标较常年明显滞后，缺少炒作动因的天气题材无法为美豆注入太多上涨动力。美豆市场表面上围绕天气和产量预期陷入震荡僵局，实质上仍在承受来自中美贸易层面的巨大压力，中美大豆贸易无法恢复正常将导致美豆库存无法消化，供大于求的基本面对价格形成长期阻力。如果 9 月中下旬的霜冻天气不出现，本年度美豆市场阶段性反弹行情出现的概率将更低。

中美贸易关系恶化后南美大豆坐收渔翁之利，不断抬高的大豆进口成本成为国内豆油和豆粕市场的重要支撑。猪周期有望提前进入复苏阶段推动豆粕价格重启升势，季节性需求旺季下豆油价格摆脱低迷，代表国产大豆的豆一期货也开始反应产区过度降雨可能带来的产量损失，国内豆类市场在多重利多因素提振下整体表现有望继续强于美盘。可以适量持有大豆和豆粕多单，对于前期涨幅过大的豆油和其他油脂品种，需防范获利回吐压力，高位追多需谨慎。

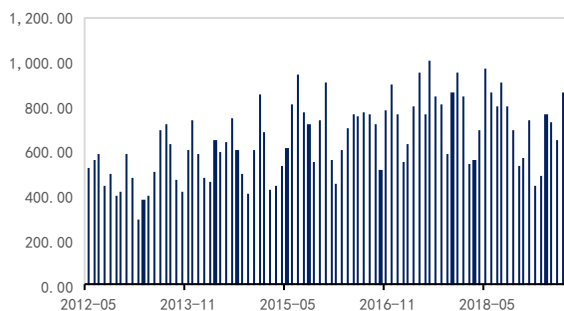
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



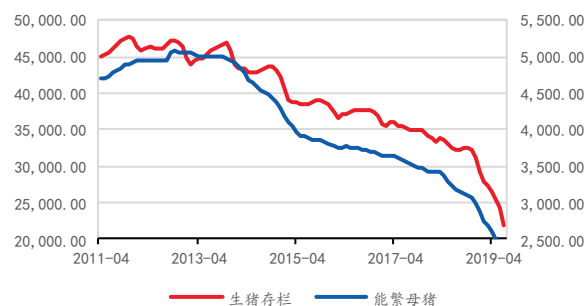
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：大豆进口数量



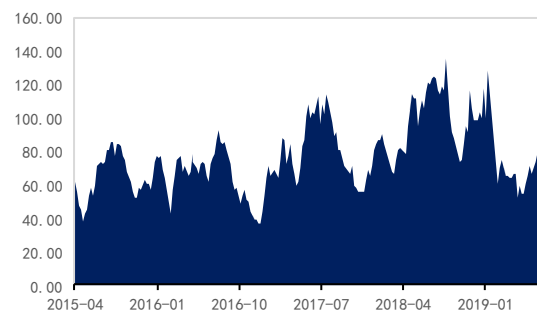
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50：国内豆粕库存



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