

## 中投期货策略周报 (2019年第33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

李小微

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  
wuyirui@tqfutures.com

## 周度投资观点

**宏观策略:** 工业品出现反弹, 消息面方面也值得关注, 商务部发言人上表示中美双方经贸团队一直保持有效沟通, 市场对中美展开新一轮谈判的预期升温, 周四美股大涨, 原油等大宗商品连续反弹, 黄金冲高回落。经贸磋商这一问题对短期市场情绪影响很大, 建议密切关注相关消息的变化。整体看工业品经历连续下跌之后, 对利多消息可能更加敏感, 短线投资者应注意节奏。中期角度看, 除非中美经贸摩擦等问题出现实质缓解, 否则工业品中期弱势概率较大。

**股指期货:** 从此轮指数的反弹走势看, 对市场于经贸摩擦等消息的敏感度下降, 如果相关消息面出现好转则对市场有明显提振, 因此在9月1日新一轮商品加征关税之前能否出现变数对盘面影响较大。建议场外投资者可保持观望, 参与反弹的投资者多单可继续持有。但是沪指3000点以上压力将明显增加。

**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, 铜价难以形成有效上涨趋势。但同时受到人民币贬值的支撑, 铜价大跌概率仍不大, 所以多空力量僵持, 整体盘面维稳。

**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。国内锌基本面依然偏弱, 加之宏观面尤其是贸易战方面的消息风云变幻, 预计在多头未有足够买盘信心下, 锌价短期仍存高位回落的可能。

**镍:** 通过对镍矿-镍铁-不锈钢这条主线的梳理, 我们计算了其他国家的镍矿供应可能增量, 以及镍铁进口所带来的镍元素增加, 认为印尼禁矿令的提前确实会带来镍供给的缺口, 并由此推升镍价。建议投资者关注多单参与机会。

**黑色金属:** 9月环保限产不及预期, 利润下滑下钢厂有主动减产意愿, 需求端金九银十仍有需求预期, 若需求持续好转, 供需关系有望改善, 价格短期有望反弹。需关注9月1号关税问题, 若关税延迟则利好工业品, 否则对工业品偏利空。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, 短期跟随钢价反弹, 后期反弹持续性仍须看钢材走势。焦企与钢企博弈加剧, 需求端钢厂在限产不确定性, 放缓采购节奏, 钢企开启第二轮价格下调, 焦炭现货价格承压。

**油脂油料:** 油脂板块已经整体进入高价区间, 在缺少新上涨动力的情况下继续追高风险明显增大, 宜以逢高抛空思路适量参与油脂期货单边交易, 或选择卖油买粕的套利模式做空油粕比。国产大豆市场受关注程度下降, 需求不足限制市场对产区持续降雨可能造成产量下降的担忧, 豆一2001期货合约有望继续在3400-3600元/吨区间波动, 同时容易受豆粕市场的影响, 可采取区间内低买高平的思路少量参与豆一期货交易。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 3 -
周度策略：黑色系明显反弹 .....	- 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 猪肉价格创历史新高 但对 CPI 影响有限 .....	- 5 -
3 流动性：8月资金面维持中性 .....	- 6 -
4 宏观策略 .....	- 6 -
5 股指期货市场分析 .....	- 6 -
铜：贸易战仍在消化，铜价走势收抑 .....	- 9 -
1 基本面分析 .....	- 9 -
2 结论：延续区间震荡 .....	- 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 -
镍：印尼禁矿提前落地 镍供应或将出现缺口 .....	- 14 -
1 镍价运行逻辑 .....	- 14 -
2 镍的现货价格信息 .....	- 14 -
3 基本面 .....	- 15 -
4 总结与建议 .....	- 19 -
黑色金属 .....	- 20 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 20 -
2 供需端：产量连续下降，需求趋稳，库存连续3周下降 .....	- 21 -
3 原料端：铁矿震荡偏弱，焦炭第二轮价格下调 .....	- 22 -
4 总结与建议 .....	- 24 -
油脂油料：美豆延续震荡，大连豆类品种冲高回落 .....	- 25 -
1 外部豆类市场分析 .....	- 25 -
2 国内油脂油料市场分析 .....	- 25 -
3 油脂油料市场操作建议 .....	- 26 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 27 -
免责条款 .....	- 28 -

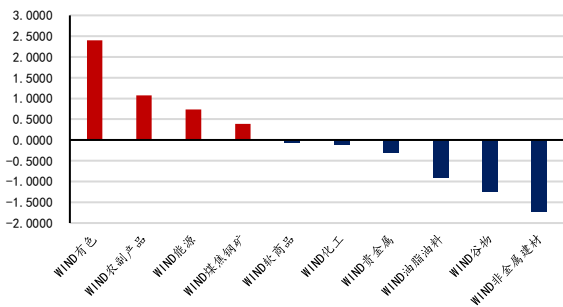
## 期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
铁矿石	镍	原油	早籼稻	强麦	尿素	硅铁	螺纹钢	热轧卷板	焦炭
4.74	4.64	3.85	3.20	2.78	2.29	2.26	1.95	1.73	1.72

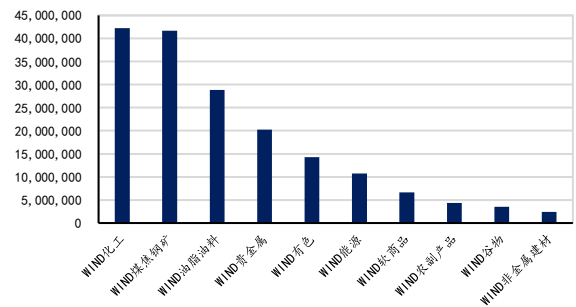
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
菜籽	纤维板	棕榈油	纸浆	沥青	玉米	线材	PVC	菜粕	玉米淀粉
-4.77	-3.53	-2.29	-1.38	-1.21	-1.21	-1.09	-1.09	-1.05	-1.04

图表 1: 商品板块周涨跌幅



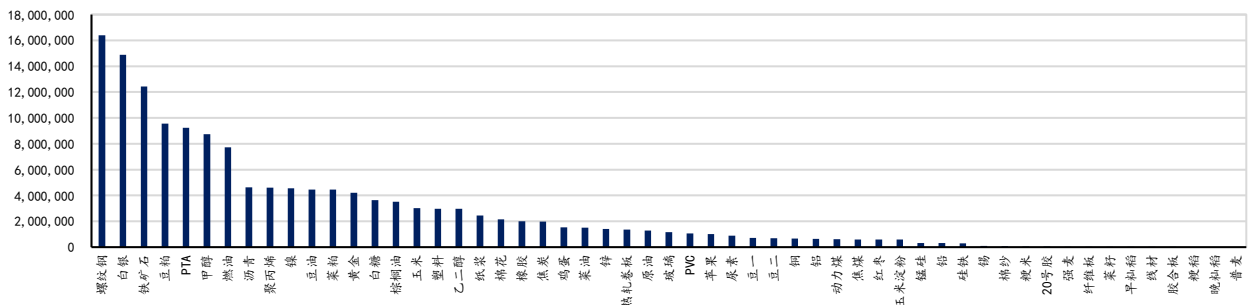
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



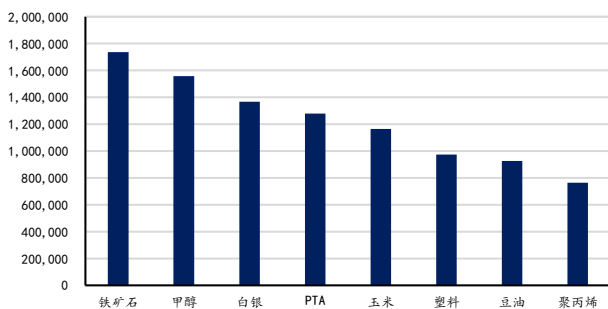
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



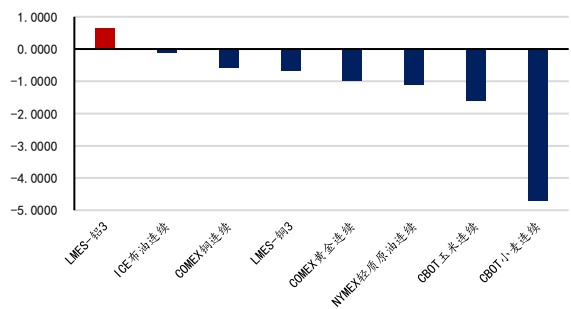
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：黑色系明显反弹

本周市场继续维持震荡走势，但是近期杀跌主力黑色系出现反弹，对盘面的拖累明显降低。铁矿石主力合约周五大涨4%，引发黑色系集体反弹。至此，阶段性最为弱勢的品种明显缓和，市场情绪进一步好转。

工业品的反弹，除了近期连续下跌，部分利空消息已经 price - in 在下跌行情中之外，也跟近期部分经济数据好转有关，如7月份略炒预期的工业企业数据以及民营经济的表现。

工业企业利润出现一定程度好转，一定程度上对工业品价格形成提振。国家统计局7月27日发布的工业企业财务数据显示，2019年，1-7月份规模以上工业企业利润同比增长-1.7%，较1-6月回升0.7个百分点。其中，7月份利润同比增长2.6%，比6月份提高5.7个百分点。典型的特征是国企利润增速收窄、私企利润增速回升。1-7月份国有及控股工业企业利润同比增长-8.1%，与1-6月增速持平。1-7月私营工业企业利润增速7%，较1-6月回升1个百分点。利润增速与同期生产和价格背离。根据相关指标之间的关系，可以将工业企业利润增速大致分解为工业增加值增速、PPI增速与主营业务收入利润率增速三部分之和，以分别表示产出、价格与利润率变动对工业企业利润增速的贡献。1-7月份工业增加值累计增速5.8%，较1-6月回落0.2个百分点；PPI累计同比增速0.2%，较1-6月回落0.1个百分点；主营业务收入利润率5.9%，较去年同期变动-9.1%，比1-6月回升0.9个百分点。由此可见，主营业务收入利润率降幅收窄支撑7月利润增速改善，但这种拆解方式今年以来误差比往年有所扩大，认为7月营业收入累计增速回升对利润的改善也起到了支撑作用。行业利润增速以回升为主。1-7月份，在41个工业大类行业中，29个行业利润总额同比增加，12个行业减少。主要行业中：电气机械和器材制造业利润总额同比增长15.6%、比1-6月回升2.6个百分点，专用设备制造业增长14.3%、回落2.3个百分点，石油和天然气开采业增长12.9%、回落4.9个百分点，电力、热力生产和供应业增长12.2%、回升0.7个百分点，非金属矿物制品业增长10.8%、回落1.1个百分点，有色金属冶炼和压延加工业增长6.0%、回升2.9个百分点，通用设备制造业增长5.1%、回落0.4个百分点。利润增速较慢的行业中，农副食品加工业增长0.9%、回升2.9个百分点，纺织业增长0.1%、回升0.2个百分点，石油、煤炭及其他燃料加工业下降50.6%、降幅收窄3个百分点，黑色金属冶炼和压延加工业下降25.1%、降幅扩大0.8个百分点，汽车制造业下降23.2%、降幅收窄1.7个百分点，化学原料和化学制品制造业下降11.6%、降幅收窄2.2个百分点，计算机、通信和其他电子设备制造业下降6.3%、降幅收窄1.6个百分点，煤炭开采和洗选业下降3.8%、降幅收窄3.3个百分点。

7月工业企业产成品存货累计同比为2.30%，较前值下行1.2个百分点，较2018年8月的高点累计下行7.5个百分点。在全球经济增速下行，以及“国内经济下行压力加大”的背景下，叠加房地产不作为短期刺激经济的手段，基建投资受政府责任的约束上行乏力，因此不论是国际定价的原油、有色金属，还是国内定价的黑色金属、煤炭，均面临一定的下行压力，叠加考虑8-10月PPI翘尾同比下行，预计8-10月PPI当月同比还将继续下行。考虑到PPI当月同比是工业企业产成品存货累计同比的先行指标，PPI当月同比继续下行意味着工业企业产成品存货累计同比还处于下行通道之中。

我们认为7月份工业企业利润是一个反弹的概率较大，该研判的依据有以下几点：首先，从官方解读来看，“尽管7月份工业企业利润增速由负转正，但经济下行压力较大，市场需求趋缓，工业品价格下降，工业企业利润的波动性和不确定性依然存在，促进企业利润稳定增长仍需努力”，可以看出，对未来工业企业利润增速的走势，官方解读并不乐观；其次，从工业企业利润总额累计同比的拆分来看，与7月最大的不同点是，8月工业企业利润总额累计同比的基数下行，基数效应利多工业企业利润总额累计同比，但是考虑到PPI累计同比继续下探，工业企业尚处于主动去库存阶段，预计8月工业企业利润总额累计同比大概率还将维持个位数负增长；最后，从占据主导地位的制造业来看，汽车制造业8-11月面临低基数效应，化学原料及化学制品制造业可能受益于国际油价低迷，但是8月之后，中美贸易摩擦再次加剧，计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业可能会受到较大冲击。

目前需求不足的影响已经逐渐传导到上游的周期工业品中，因此从长期的角度看，经济形势不出现明显好转，则工业品价格难有大幅度的上涨。

盘面上看，工业品价格连续反弹，消息面方面也值得关注，商务部发言人上表示中美双方经贸团队一直保持有效沟通，市场对中美展开新一轮谈判的预期升温，周四美股大涨，原油等大宗商品连续反弹，黄金冲高回落。经贸磋商这一问题对短期市场情绪影响很大，建议密切关注相关消息的变化。整体看工业品经历连续下跌之后，对利多消息可能更加敏感，短线投资者应注意节奏。中期角度看，除非中美经贸摩擦等问题出现实质缓解，否则工业品中期弱势概率较大。

## 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29日	央行发布《关于新发放商业性个人住房贷款利率调整的公告》	商业用房购房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。公积金个人住房贷款利率政策暂不调整	房贷不炒执行力度依然严厉。
	8月25日	国务院：释放汽车消费潜力 探索逐步放宽或取消限购	国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》。意见指出，释放汽车消费潜力，实施汽车限购的地区要结合实际情况，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施	消费刺激政策延续
数据	8月27日	中国7月规模以上工业企业利润同比增长2.6%	1-7月全国规模以上工业企业实现利润总额34977.0亿元，同比下降1.7%，降幅比1-6月收窄0.7个百分点	工业企业利润阶段性好转
	8月26日	美债收益率倒挂幅度加深	2年期与10年期美债收益率倒挂幅度加深，再次发出经济衰退的强烈警示讯号	债券收益率倒挂对市场情绪影响较大
事件	8月30日	商务部：中美双方正在讨论9月赴美磋商问题	中美双方经贸团队一直保持有效沟通，关于9月份赴美磋商，双方正在讨论中，当前最重要的是为双方继续磋商创造必要的条件。	建议密切关注可能的磋商及进展。

资料来源：中投期货研究所

### 2 猪肉价格创历史新高 但对CPI影响有限

最近猪肉价格再度起飞，不但创下历史新高，而且继续在快速增长。8月以来的20多天里，22省市猪肉均价累计上涨两成以上。本轮快速剧烈的猪价上涨引发政府和市场的广泛关注，国务院常务会议近期专门讨论确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。本轮猪肉价格上涨主要原因是由于非洲猪瘟以及环保强化等因素导致的供给剧烈收缩，生猪存量和能繁母猪年初以来均大幅减少近1/3，生猪出栏和存栏比例已经大幅偏离趋势水平，显示供给非常偏紧。而根据此比例对猪价的领先关系，猪肉在未来半年内将继续攀升，22省市猪价将可能在年底攀升至40元/公斤，在现在的基础上再上升25%左右。如果补栏继续滞后，明年猪价存在继续上涨的可能。因此，猪价上涨压力不可谓不大。

虽然猪价继续快速攀升，但一方面基数效应提升减缓了同比回升速度，另一方面猪肉在CPI权重较之前有所下降，因而猪价上涨提升通胀压力，但推动CPI大幅上升可能性有限。在猪价上涨推动下，CPI同比增速将在今年8、9月份破3%，年末可能进一步攀升至3.3%。虽然猪价推升通胀，但考虑到这种通胀是行业供给收缩所致，而货币政策功能为调整需求，同时，目前来看CPI并未明显高于3%。因而认为短期内货币政策不会对猪价上涨带来的通胀作反应。结构性政策下资金将继续淤积在银行间市场，利率债依然具有配置价值，依然认为10年期国债利率将下行至2.6%-2.8%水平。

### 3 流动性：8月资金面维持中性

在8月最后一个交易日，人民银行发布公告表示，月末财政支出力度较大，与政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素对冲后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平，30日不开展逆回购操作。因有800亿元逆回购到期，当天公开市场实现净回笼800亿元。

数据显示，周一到周五分别有200亿元、500亿元、600亿元、600亿元和800亿元逆回购到期。由于上周六到期的1490亿元MLF顺延至本周一到期，本周共有4190亿元MLF和逆回购到期。另外，周四有800亿元国库现金定存到期。展望下周，央行共有1400亿元逆回购到期，以及1765亿元一年期MLF到期。

8月份资金利率没有明显下降，资金面也不是非常宽松，头部券商金融债发行利率走低主要是基于无风险利率的下行。而8月份无风险利率下行主要受外部因素影响、经济数据不及预期、LPR推出引发市场降息预期等因素共同推动。

LPR机制改革形成后，贷款端的利率传导方式已转变为：MLF利率-LPR-贷款利率。从传导链条上看，若想降低实体经济的贷款利率，则有“降低MLF利率”、“压缩LPR与MLF之间利差”以及“引导银行降低贷款利率在LPR基础上的加点”三种方式。

央行正逐步在疏通利率传导端加大力度，未来降成本或将不再只是单纯地依赖“降息”，“压缩LPR与MLF之间的利差”以及“引导银行降低贷款利率在LPR基础上的加点”将成为LPR改革的重要发力点。

### 4 宏观策略

工业品价格连续反弹，消息面方面也值得关注，商务部发言人上表示中美双方经贸团队一直保持有效沟通，市场对中美展开新一轮谈判的预期升温，周四美股大涨，原油等大宗商品连续反弹，黄金冲高回落。经贸磋商这一问题对短期市场情绪影响很大，建议密切关注相关消息的变化。整体看工业品经历连续下跌之后，对利多消息可能更加敏感，短线投资者应注意节奏。中期角度看，除非中美经贸摩擦等问题出现实质缓解，否则工业品中期弱势概率较大。

### 5 股指期货市场分析

#### 8月指数小幅收跌

在特朗普宣布对中国剩余3000亿美元商品加征关税等众多利空消息打压下，8月份指数回落，但是幅度有限，沪指跌幅为1.58%，但是中小创出现上涨，中小板月涨幅1.53%，创业板月涨幅为2.58%。

消息面上看，8月份的中美经贸摩擦是影响指数走势的主要因素。8月15日，美国贸易代表办公室宣布，将对自中国进口的约3000亿美元商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。8月23日晚，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的约750亿美元进口商品加征10%和5%关税，同时对原产于美国的汽车及零部件恢复加征关税。作为反击，美国总统特朗普在推特上宣布，原定对价值3000亿和2500亿美元中国进口商品加征的关税上

调。特朗普还向美国企业施压，要求它们撤出中国。

距离9月1日加征关税的最后期限不足3天，8月29日，商务部新闻发布会，新闻发言人高峰表示，关于9月份赴美磋商，双方正在讨论中。至此市场情绪又明显缓解，指数反弹。

本月另外一个较大的利好是两融标的增加650只，截至8月28日收盘，沪深市场融资融券余额报9241.05亿元，继续稳步增加，续创3个月来新高纪录。

#### **指数：沪指3000点以上压力将明显增加**

从内生的角度看，当前指数上行的动能并不充足。

截止8月29日，以中报实际披露样本为考察对象，A股整体利润增速小幅下滑，全A非金融利润增速0.18%，可比口径下滑2.15个百分点，如果考虑业绩快报，全A非金融利润进入负增长。其中主板利润增速下滑，创业板增速再次下降，但创业板（剔除乐视网）利润增速降幅持续收窄，中小企业板利润增速由负转正。

采用整体法，全部A股ROE(TTM)为9.68%，环比一季度提升0.38个百分点。对ROE进行分解可以发现，全部A股的净利率和资产负债率都在下降，总资产周转率的提升是二季度A股盈利水平改善的主要原因。

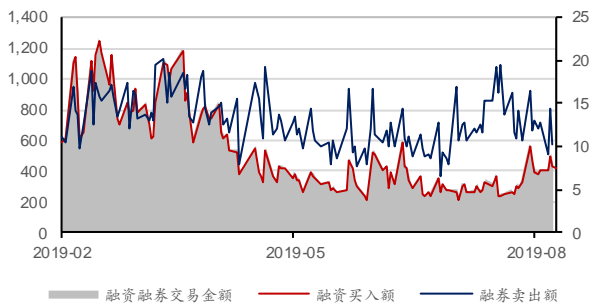
中小创板块表现较好，这与盘面上的走势也较为一致，即8月份中小创走势好于主板

中小板二季度盈利增速转正。截至8月27日中小板半年业绩披露率为89.86%。2019年上半年中小板净利润同比（整体法）增长2.28%，增速较Q1提升9.67个百分点。其中二季度单季度增速为7.24%。中位数法计算，中小板上半年净利润同比增长4.96%，增速较Q1下降1.11个百分点，其中二季度单季度同比增长3.54%。大市值股二季度增速回升，小市值股增速回落。

创业板二季度盈利增速明显改善。截至8月27日创业板半年业绩披露率为100%。2019年上半年创业板（剔除温氏股份、乐视网）净利润同比（整体法）增长0.31%，增速较Q1提升高达9.67个百分点，其中二季度单季度增速为9.12%。中位数法下创业板（剔除温氏股份、乐视网）上半年净利润同比增长7.50%，增速较Q1下滑3.49个百分点。创业板大市值股二季度盈利较好，小市值股增速滑落的特征更为显著。

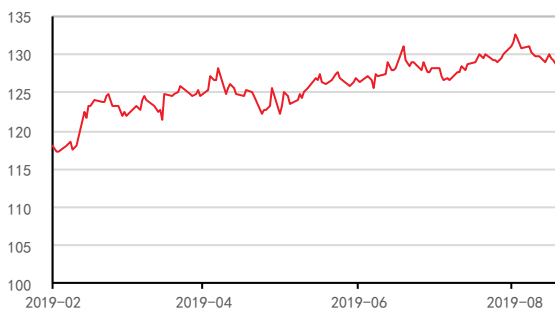
从此轮指数的反弹走势看，对市场于经贸摩擦等消息的敏感度下降，如果相关消息面出现好转则对市场有明显提振，因此在9月1日新一轮商品加征关税之前能否出现变数对盘面影响较大。建议场外投资者可保持观望，参与反弹的投资者多单可继续持有。但是沪指3000点以上压力将明显增加。

图表 7：融资融券数据图



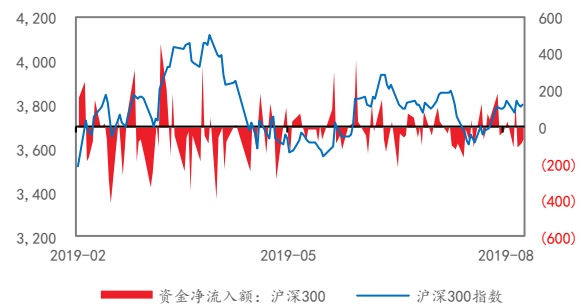
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



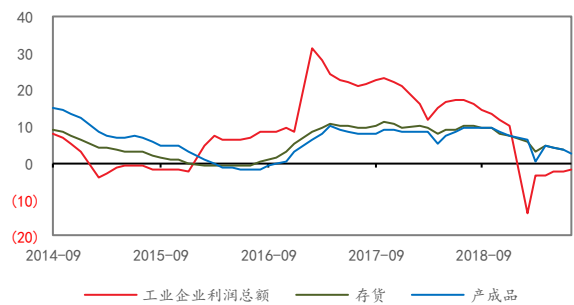
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：贸易战仍在消化，铜价走势收抑

### 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%。但平均品位提升至79.43%，折算金属吨为73.19万吨，上半年进口金属量同比增加近17%，约10.62万吨金属量，上半年进口废铜不降反增与抢进口有关，但总体减量不及预期。废铜批文方面，目前已发放两批废铜进口批文，三季度前两批批文总金属量约30.7万吨，占去年同期进口总量83%，三季度废铜进口小幅下降。近两年废铜消费在环保和进口政策双重压力下已经大幅萎缩，在废铜供给没有明显缺口的情况下，废铜对精铜消费进一步刺激的空间已有限。上半年进口废铜充足，三季度进口废铜批文也基本稳定，目前情况短期废铜进口对供给影响较小。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

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%，重回到十年前低位，也验证了现阶段铜资源紧张情况。本轮TC的连续下滑与中国铜冶炼产能的快速扩张有关，这也导致了在上游资源供给减少的情况下，精炼铜产量也出现下滑。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。

中国7月精铜进口量为292,201吨，环比增加38%，但同比下降8%。今年1-7月累计精铜进口量为1855407吨，较去年同期减少13.2%，大约减少28.13万吨。今年精铜进口量相较于往年依然处于减少局面。

## 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，政策加杆杆或提振基建投资缓慢回升。

## 2 结论：延续区间震荡

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，铜价难以形成有效上涨趋势。但同时受到人民币贬值的支撑，铜价大跌概率仍不大，所以多空力量僵持，整体盘面维稳。

**3 铜期货现货数据**

图表 11：长江有色铜价



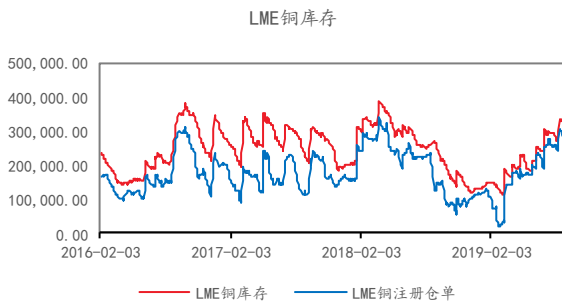
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



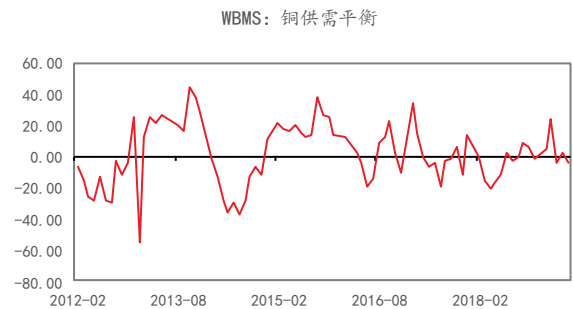
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：LME 铜库存



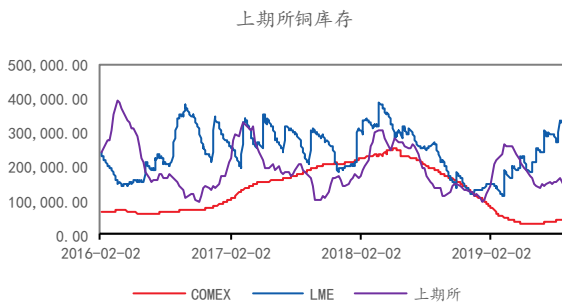
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：WBMS 供需平衡



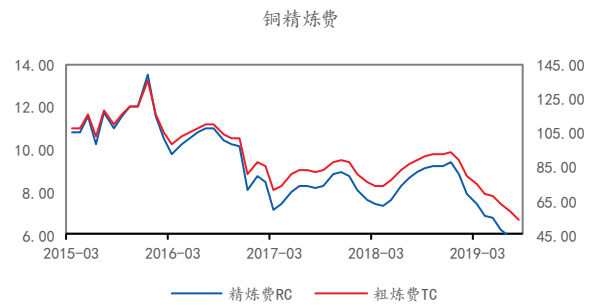
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。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。

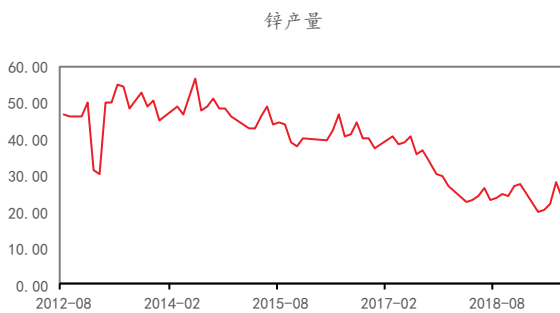
经济数据持续疲软，二季度 GDP 增速降至 6.2%，国内 PMI 连续 3 个月处于荣枯线下方，以及中美贸易谈判冲突再起，在此环境下，下游需求都出现不同程度下滑，汽车产销量持续下降，地产数据继续疲软。政治局会议明确不把房地产作为短期刺激经济的手段。因此，工业金属价格面临较大压力。但下半年国内经济形势仍然存在压力，有色金属基本面情况仍待观察。

## 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。国内锌基本面依然偏弱，加之宏观面尤其是贸易战方面的消息风云变幻，预计在多头未有足够买盘信心下，锌价短期仍存高位回落的可能。

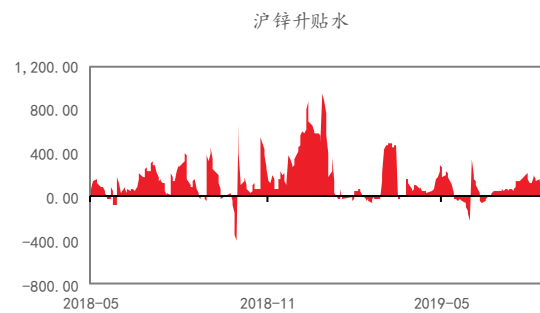
## 3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



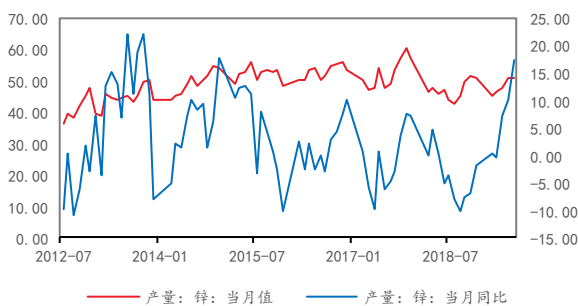
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：沪锌升贴水



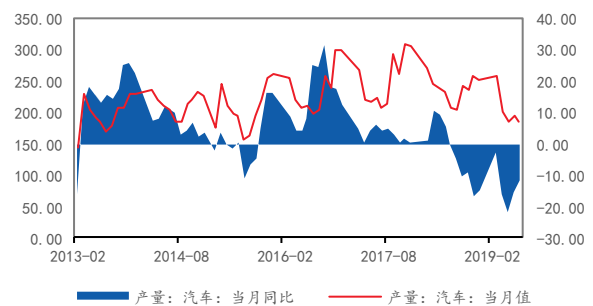
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

## 镍：印尼禁矿提前落地 镍供应或将出现缺口

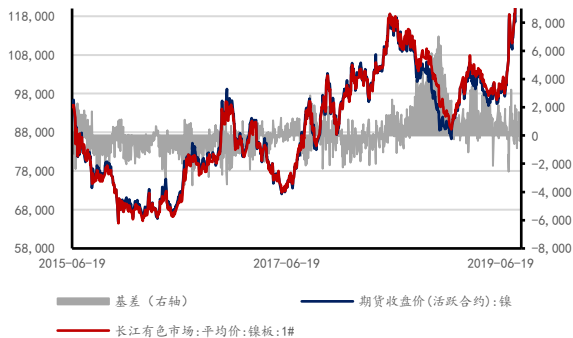
### 1 镍价运行逻辑

印尼禁矿令消息落地，印尼能源和矿产资源部(ESDM) Ignasius Jonan 表示，从2019年12月底开始，含量低于1.7%的镍矿石不再允许出口。确认了禁矿令提前的传闻。受此消息影响，伦镍、沪镍价格直线大涨。

我国红土镍矿进口90%以上来自于印尼和菲律宾，还有小部分进口自新喀里多尼亚和危地马拉。如果从2020年开始我国不再从印尼进口镍矿，我们计算了其他国家的镍矿供应可能增量，发现供应缺口将依然存在。另外，镍元素的供给不仅来自于镍矿，还来自于一级镍、镍铁、镍盐以及其他镍中间品的进口。虽然大量中资企业在印尼已经布局了镍铁产能，但是按照最乐观的估计计算，2020年我国镍供给仍然存在供给缺口。

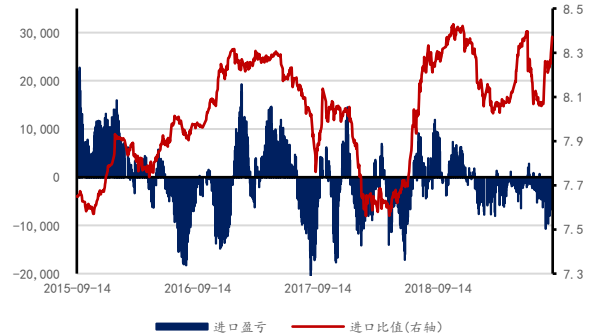
通过对镍矿-镍铁-不锈钢这条主线的梳理，我们认为印尼禁矿令的提前确实会带来镍供给的缺口，并由此推升镍价。建议投资者关注多单参与机会。

图表 21：沪镍基差变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：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 23：镍现货价格信息

	2019/8/28	2019/8/15	变动	变动幅度
电解镍	125200	123650	1550	1.25%
金川镍	125700	124300	1400	1.13%
俄镍	124700	123000	1700	1.38%
高镍铁	1100	1080	20	1.85%
低镍铁	3200	3150	50	1.59%
硫酸镍	28500	27000	1500	5.56%
LME 库存	150426	144792	5634	3.89%
SHFE 库存	29404	28695	709	2.47%
沪伦比值	8.02	7.65	0.37	4.90%

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 1-6 月全球镍市场供应短缺 5.55 万吨, 2018 年全年供应短缺 9.57 万吨。6 月末伦敦金属交易所 (LME) 持有的报告库存较去年年末减少 4.47 万吨。2019 年 1-6 月全球精炼镍产量总计为 110.24 万吨, 需求量为 115.8 万吨。2019 年 1-6 月全球矿山镍产量为 120.49 万吨, 较去年同期增加 10.6 万吨。中国冶炼/精炼厂产量同比增加 4.7 万吨, 表观需求同比增加 7.9 万吨。全球表观需求量同比增加 2.7 万吨。消费量统计中未计入未报告库存变动。2019 年 6 月, 镍冶炼/精炼厂产量为 19.35 万吨, 消费量为 19.97 万吨。

#### 3.1 上游：印尼政府宣布 12 月底提前实施禁矿令

印尼能源和矿产资源部 (ESDM) Ignasius Jonan 表示, 从 2019 年 12 月底开始, 含量低于 1.7% 的镍矿石不再允许出口。据能源和矿产部长的说法, 这一决定确实加速了, 因为政府规定出口禁令于 2022 年生效。Jonan 解释说, 这项政策符合总统 Joko Widodo 关于加速矿产下游的指示, 预计这将提供比仅原料商品出口更大的附加值。“长期以来处于 1.7% 以上的镍一直矿尚未被允许 (出口), 政府允许 (出口) 自 2017 年以来的水平低于 1.7%。根据总统的指示, 我们将限制时间安排在 12 月底。”

该消息一经发布 LME 镍大涨 8.84%, 沪镍挂牌上市的 11 个合约中 5 个开盘直线涨停, 其余 6 个上市合约也接近涨停。那么印尼的这一提前禁矿令措施究竟影响几何, 后续国内镍元素是否真的会出现缺口, 缺口有多大?

我们先从镍元素供应的矿端说起。在 2010 年以前, 全球镍元素的供应都来自于硫化镍矿, 但是自 80 年代以后全球就几乎没有新的大型硫化镍矿被发现。伴随着开采持续的深入硫化镍矿逐渐走向枯竭, 同时随着 07 年左右的商品大牛行情, 镍价一度冲高至 40 万元/吨以上的高位, 人们甚至设想到外太空寻找镍资源。而 2010 年以后, 红土镍矿的开采和应用逐渐进入市场, 红土镍矿经过火法冶炼后得到镍铁, 再用镍铁生产不锈钢的产业链条逐渐成为主流, 镍价也一路走跌至 10 万元/吨以下。

我国的镍矿资源储量低且全部都是硫化镍矿，经过多年的开采，供给的价格弹性很弱。所以，长期以来我国镍资源的对外依赖度达到70%以上，红土镍矿全部依赖进口，以2018年为例，中国进口镍矿32%来自印尼，64%来自菲律宾。还有小部分进口自新喀里多尼亚和危地马拉。

首先谈一谈印尼的情况。2014年印尼也曾经出台过禁矿令，但是在2017年又宣布有条件的允许镍矿出口：第一个条件是仅允许品位在1.7%以下的镍矿出口，第二个条件是在印尼建设有镍冶炼厂和矿山资源的企业才能出口镍矿，出口额度需与企业的镍冶炼产量相匹配。出口采取一年一批的配额制度。所以，2017年以后我国进口自印尼的镍矿品位主要在1.65%，还有少量低品位镍矿。据WIND数据显示，2018年全年中国共进口印尼镍矿1500.5万吨，如果以进口保持稳定的保守计算，那么2020年镍供应减少 $1500.5 \times 1.65\% = 24,76$ 万金属吨；如果按照年5%的进口增长速度计算，2020年镍供应减少 $1500.5 \times 1.05 \times 1.05 \times 1.65\% = 27.3$ 万金属吨。

那么减少的这一部分镍矿供应是否能被包括菲律宾在内的其他国家补充上呢？

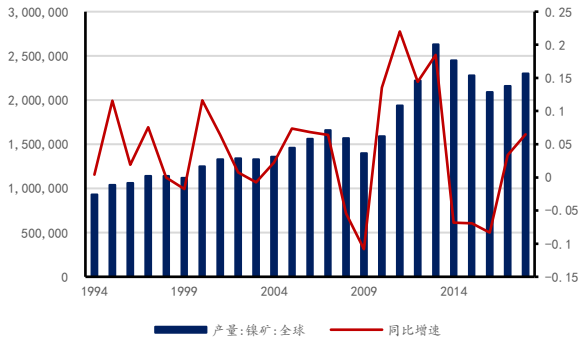
2014年印尼发布禁矿令后，菲律宾迅速取代印尼成为我国红土镍矿的第一进口国。但是菲律宾的镍矿供应存在两个问题，第一是季节性明显，第二是镍矿品位的下降。菲律宾的气候分为雨季和旱季，镍矿主产区的Surigao地区（占菲律宾镍矿出口50-60%）和Zambales、Palawan地区雨季时间相反，所以Surigao地区主要发货时间集中在每年4-10月。而剩余时间由Zambales和Palawan地区主要发货（11月-次年7月），Tawi-Tawi则可以全年出货。另一个问题就是镍矿品位下降的问题，菲律宾政府官员称，该国高品位镍矿石出口商-SR Languyan (SR Languyan Mining Corp) 将很快关闭其镍矿运营，因该公司旗下位于该国最南端Tawi-Tawi省的镍矿资源接近枯竭。据SMM数据，关停矿或减少7.9万镍金属吨的年供应量，约占全球镍供应的3.5%。即使没有以上情况的存在，在最乐观的预计下，假设菲律宾镍矿进口能像2014年印尼禁矿时一样大幅增长，以菲律宾镍矿平均品位1.35%计算，预计菲律宾能供应 $3643.5 \times 1.35\% = 49.19$ 万镍金属吨，比2018年增加约9万金属吨。

除了印尼和菲律宾外，据SMM了解，能够期待有增量的或许在新喀里多尼亚。2019年4月法国矿业公司Eramet在新喀里多尼亚的SLN镍项目获得了400万湿吨的镍矿出口配额。2019年可实现150万湿吨，2020年年中开始可达到400万湿吨。不考虑该矿山出口到日本韩国的量，中国2020年或能够有250万湿吨的镍矿供应增量。按照新喀里多尼亚400万湿吨，危地马拉50万湿吨的新增进口额计算，平均品位1.8%，平均收得率95%，含水量67%，那么能够带来约 $(400+50) \times 1.8\% \times 95\% \times (1-67\%) = 2.54$ 万镍金属吨供应。

综合以上计算，从镍矿端来看，按照最乐观的计算，最多可以供给51.73万镍金属吨的供应量。2019年预计我国NPI产能为58万镍金属吨，也就是说在2020年产量不增长的情况下，镍矿的供应量依然存在缺口。

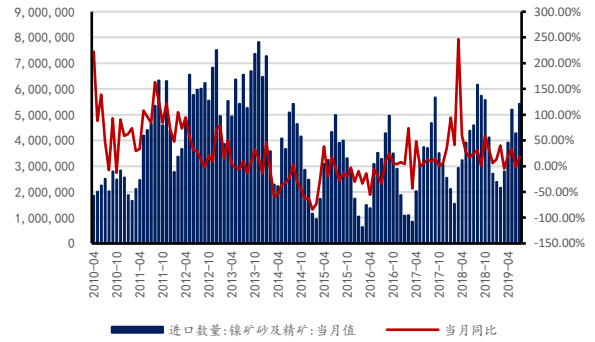


图表 24：全球镍矿供应增速缓慢回升



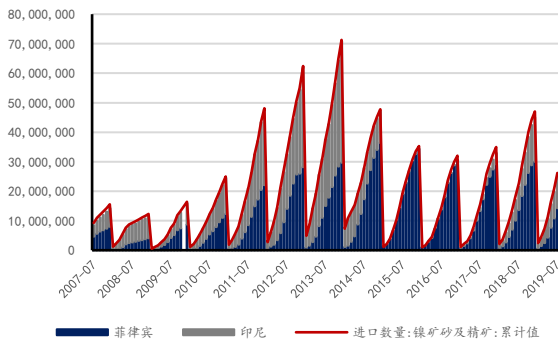
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



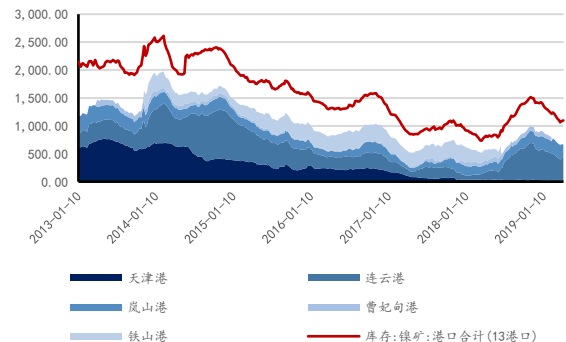
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：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 27：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：预计中国镍铁产量下降印尼镍铁产量增加

中国镍资源供给的另一个来源就是国内的 NPI 产能和进口自印尼的 NPI 产能。市场预期 2019 年中国 NPI 产能 58 万镍金属吨，印尼 NPI 产能 36 万镍金属吨；2020 年中国 NPI 产能 50 万镍金属吨，印尼 NPI 产能 53 万镍金属吨，合计产量 83 万镍金属吨。

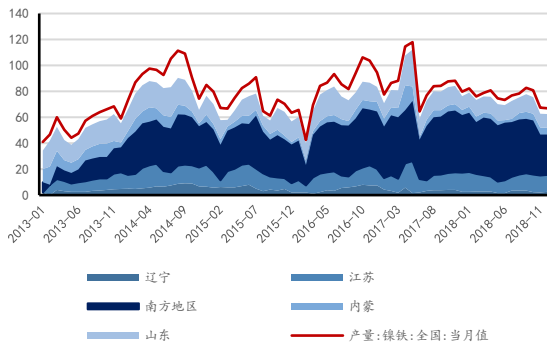
随着 2014 年印尼第一次发布禁矿令，大量的中资企业赴印尼建设镍铁产能，目前中印镍铁产能不断接近。如果 2020 年如我们计算的出现红土镍矿供应缺口的话，那么国内的 NPI 产量可能出现超预期下降，但是印尼进口的镍铁产量应该能进行补充。

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。

电解镍和硫酸镍方面预计维持稳步增长。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 27 日，LME 镍库存小幅回升至 150426 吨，上期所镍期货库存增加至 29404 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

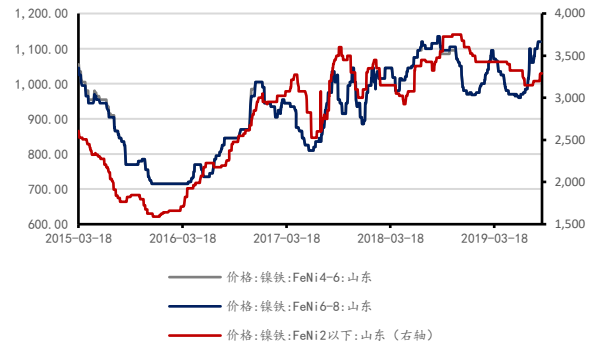
是由于镍价的低位运行，今年电解镍产能几无增量，交易所库存整体处于绝对低位。

图表 28：中国镍铁产量增速负增长



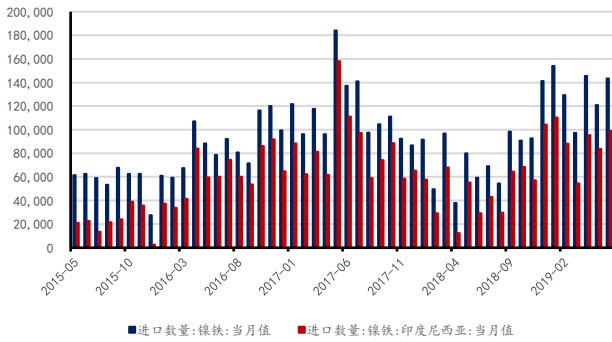
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：中国镍铁价格变化



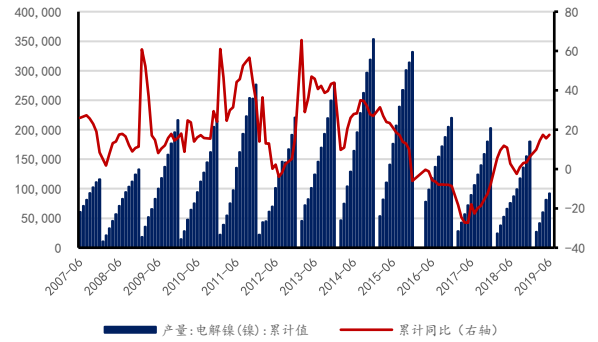
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁进口量



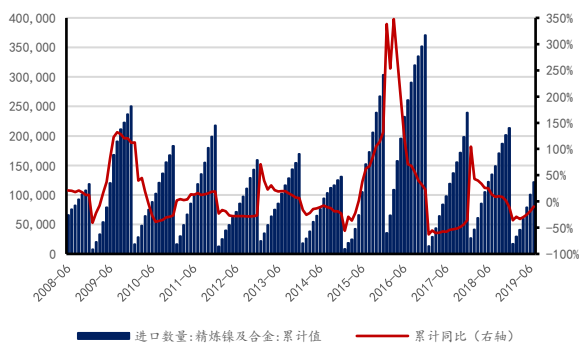
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国电解镍产量变化



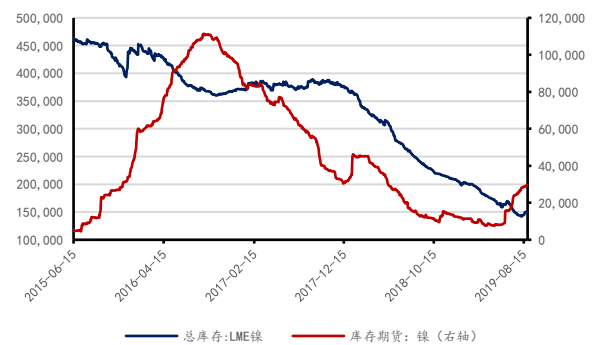
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：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 33：电解镍库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3.3 下游：不锈钢库存高企或成为新常态

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，不锈钢厂基本维持高位。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。

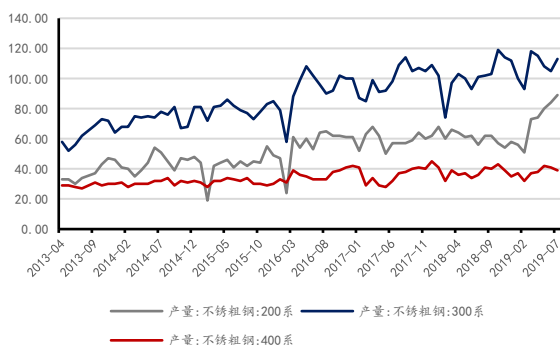
由于进口自印尼的红土镍矿将出现缺口,从而导致2020年国内NPI产量可能出现超预期下降,印尼NPI产量将作为国内镍铁缺口的补充。那么,这种中国和印尼的镍铁产量是否能维持国内不锈钢的生产呢?

在不锈钢的冶炼过程中,一般来说如果使用镍铁的含镍量较高,那么其中需要添加的纯镍就少,如果镍铁的含镍量低那么就需要添加更多的纯镍。中国所使用的镍铁一般是镍含量较低的国产NPI和进口NPI,所以冶炼不锈钢过程中的镍铁使用比例约为65%,且国内不锈钢的产成成本一般在13000-15000元/吨左右。印尼拥有高品位矿山优势,全产业链布局优势和生产成本优势(电费、人工费),所以冶炼不锈钢的镍铁使用比例约为90%,且生产成本不超过10000元/吨。

据SMM初步预计,2019年中国200系不锈钢产量1041万吨,300系不锈钢产量1367万吨。加上印尼德龙在2019年年底的镍铁投产,预计2020年印尼300系不锈钢产量330万吨。按200系不锈钢平均含镍量1.2%,300系不锈钢平均含镍量8.5%初步计算,如果2020年中国不锈钢产量保持不变,那么中印生产不锈钢所需要的镍铁量为107.41万镍金属吨;如果中国不锈钢产量出现5%的增长,那么那么中印生产不锈钢所需要的镍铁量为111.59万镍金属吨。所以镍铁的供应也将存在缺口。

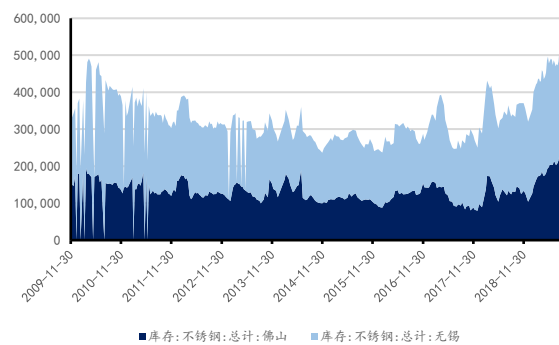
虽然,我们保持对宏观经济走势弱势的预期,不锈钢的需求或许难见明显的改善。但是不锈钢库存高企的现状或许会成为新常态。截至8月23日佛山地区不锈钢库存239800吨,无锡地区不锈钢库存285100吨,两地合计同比增加41.67%。同时,伴随沪镍价格的高位震荡,镍矿和镍铁价格表现的相对坚挺,不锈钢价格稍有回落。截止8月27日,304L/NO.1热轧不锈钢板:3.0mm:太钢:无锡报价15000元/吨,较上周调降200元/吨;304/2B冷轧不锈钢卷:2.0\*1219mm:太钢:佛山报价15400元/吨,较上周调降300元/吨。

图表 34: 中国不锈钢产量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 35: 不锈钢库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

## 4 总结与建议

通过对镍矿-镍铁-不锈钢这条主线的梳理,我们计算了其他国家的镍矿供应可能增量,以及镍铁进口所带来的镍元素增加,认为印尼禁矿令的提前确实会带来镍供给的缺口,并由此推升镍价。建议投资者关注多单参与机会。

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系品种本周呈现先下跌后反弹的走势，周初的下跌主要是来自中美关税问题的加剧，上周五国务院关税税则委员会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%，市场对经济下行产业进一步担忧，黑色系商品整体震旦下跌并创下近期新低。8月29日商务部举行的例行发布会上，新闻发言人高峰表示，中美双方经贸团队一直保持有效沟通，关于中国经贸代表团9月份赴美磋商，双方正在讨论这个问题，进一步谈判预期令市场情绪有所缓解，空头席位周四大幅减仓，黑色板块整体出现反弹。

宏观层面，中美关税问题仍值得关注，9月1号美国加整关税还是关税延期，将对市场情绪产生比较大影响。

国内方面，中国7月全国规模以上工业企业利润同比增加2.6%，前值降3.1%，1-7月份累计利润同比下降1.7%，降幅比1-6月份收窄0.7个百分点。工业企业盈利状况有所改善，出现低位反弹，石化、汽车和消费品等行业利润增速回升较为明显，石化行业主要是低油价，汽车有国六替代国五的降价刺激，工业回升的幅度整体有限，能否持续存在不确定性。

中国制造业采购经理指数PMI为49.5%，比上月小幅回落0.2个百分点，制造业PMI连续4个月在50%的荣枯线下运行，经济下行压力较大。分项指标看，8月份生产指数为51.9%，环比回落0.2个百分点，表明制造业生产总体继续保持扩张；新订单指数为49.7%，略低于上月0.1个百分点，新出口订单指数为47.2%，环比回升0.3个百分点，市场需求总体承压；采购量指数为49.3%，较上月下降1.1个百分点，采购量有所减少，原材料库存指数为47.5%，比上月下降0.5个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量下降，产成品库存指数回升0.8个百分点至47.8%，产成品库存上升。

产业层面，根据唐山市政府印发《9月份唐山市大气污染防治管控方案》的通知，具体限产政策如下：一、管控时间：阶段一：9月1日0时至25日24时改为9月1日0时至27日24时；阶段二：9月26日0时至10月4日24时改为9月28日0时至10月4日24时。二、管控企业：首钢迁钢不纳入限产企业名单中。三、管控力度：唐银钢铁，唐钢不锈钢、春兴钢铁，瑞丰钢铁、东华钢铁、凯恒钢铁、经安钢铁，东海钢铁、东海特钢等企业。1、阶段一由之前的烧结机（球团）、高炉限产30%改为烧结机（球团）限产50%、高炉限产30%；2、阶段二由之前的烧结机（球团）限产50%、高炉限产30%改为烧结机（球团）、高炉限产50%。

针对上述方案，Mysteel根据文件要求钢企限产政策，对唐山138座高炉（不含长期停产）进行理论测算：阶段一期间（9月1日-9月27日）日均影响铁水量约5万吨，共计影响约136万吨，较当前值减少约4万吨/天，届时保守估算产能利用率或维持在87%左右，较当前高炉产能利用率上升约10%。阶段二期间（9月28日-10月4日）日均影响铁水量约6.4万吨，共计影响约51万吨，较当前值减少约2.6万吨，届时保守估算产能利用率或维持在83%，较当前高炉

产能利用率上升约7%。整体限产方案较初稿变化不大，限产比8月份有所放松。

最新数据显示8月份钢铁行业PMI为44.9%，较上月下降3.0个百分点。分项指标看，生产有所上升，原材料价格也明显下降，但市场需求放缓，产成品库存有所增加。

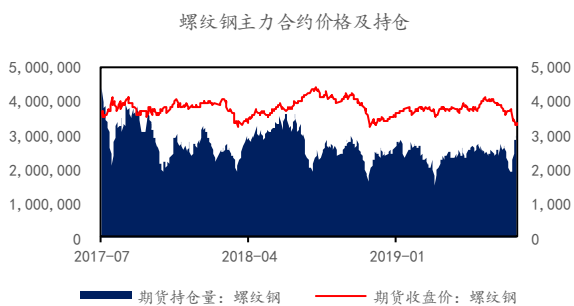
## 2 供需端：产量连续下降，需求趋稳，库存连续3周下降

8月份钢厂限产略有放松，产量也有所上升。生产指数为50.1%，较上月上升1.6个百分点，连续2个月运行在50%以下后重回扩张区间。唐山市政府印发《9月份唐山市大气污染防治管控方案》，整体限产方案比8月份有所放松。利润下滑下钢企有主动减产意愿，近期钢企检修也有所增加，沙钢计划于9月1日-9月15日对一条棒材产线进行停产大检修，检修15天，预计影响螺纹钢日均产量0.28万吨/天；沙钢计划于9月13日-9月23日对1450mm热轧产线进行停产大检修，检修10天，预计影响热轧日均产量1.1万吨/天；马钢将于8月31日对一条大棒线进行停产检修，预计9月12日左右恢复正常生产，预计影响产量5万吨左右。

最新高炉开工率数据看，本周为67.96%，较上周回落0.27%。五大钢材周度产量减少8.87万吨，螺纹钢减少3.34万吨至348.63万吨，热卷产量减少0.28万吨至339.42万吨。电炉方面，截止8月28日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂开工率为66.95%，较上周增7.01%，产能利用率50.97%增4.96%；102家电弧炉开率72.75%，增4.97%，产能利用率59.29%，增2.97%。

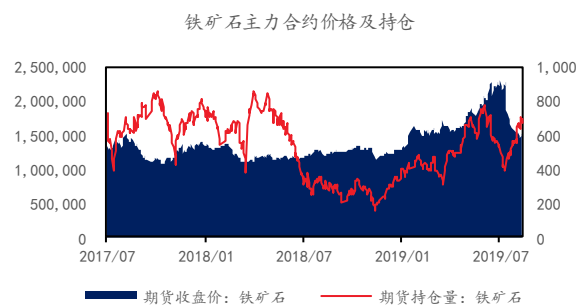
成本利润角度看，本周末生铁成本2541元/吨，较上周降72元/吨，钢坯成本3162元/吨，成本端矿石价格有所下行，焦炭价格下调100元/吨，同时废钢价格也有所回落。螺纹钢吨钢毛利润308元，热卷吨毛利润148元。

图表 36：螺纹钢主力合约价格及持仓



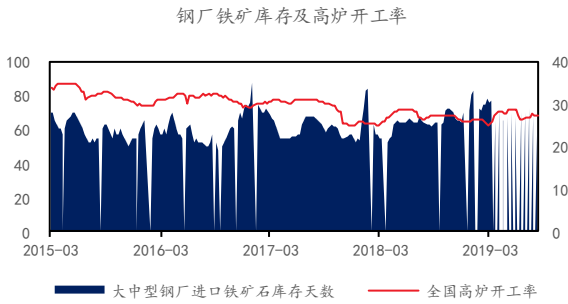
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：铁矿石主力合约价格及持仓



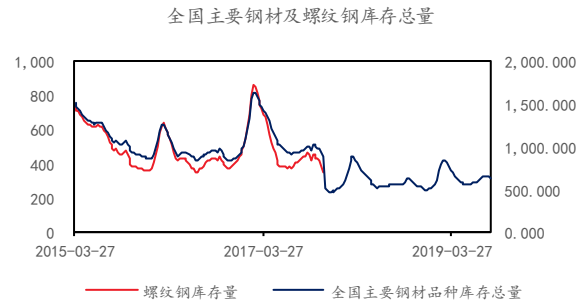
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 38：钢厂铁矿库存及高炉开工率



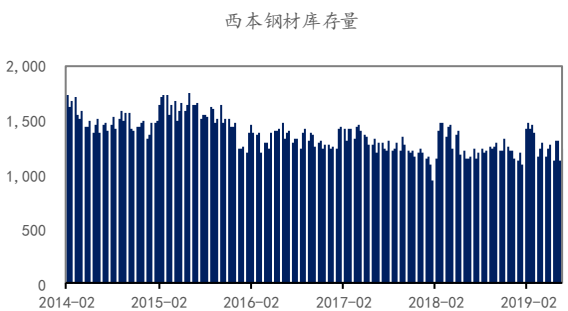
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



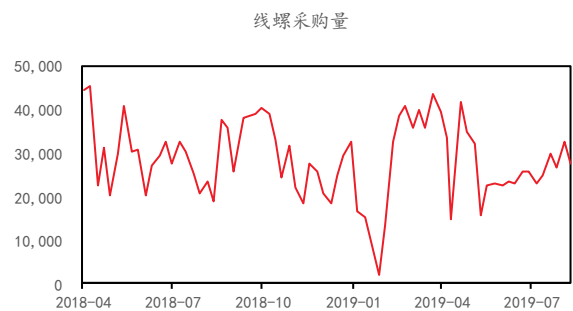
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：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 41：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，本周库存延续第三周下降。从主要品种社会库存看，截止8月28日，国内主要钢材品种库存总量为1253.53万吨，环比减少29.41万吨，环比降幅2.29%；国内螺纹钢社会库存量由633.24万吨减少21.78万吨至611.46万吨，环比降幅3.44%，钢厂螺纹钢库存增加8.68万吨；热卷社会库存减少5.14万吨至245.47万吨，环比降幅2.05%，钢厂热卷库存减少0.76万吨。库存连续下降，有望对旺季需求预期产生转化。

8月新订单指数为37.5%，较上月下降8.3个百分点，连续4个月运行在收缩区间。8月份受国内高温多雨天气影响，需求较弱，叠加供给端持续增压，价格承压下行。短期看，从天气角度看，工地施工将不大受影响，传统金九银十旺季需求有望启动，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19.38万吨的成交，本周日均成交18.124万吨，成交有所转弱。沪市终端线螺采购数据本周为27300吨，较上周减少5300吨。中长期看，房地产利空消息较多，多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，房地产下行较为确立。

综合看，9月环保限产不及预期，利润下滑下钢厂有主动减产意愿，需求端金九银十仍有需求预期，若需求持续好转，供需关系有望改善，价格短期有望反弹。需关注9月1号关税问题，若关税延迟则利好工业品，否则对工业品偏利空。

### 3 原料端：铁矿震荡偏弱，焦炭第二轮价格下调

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡偏弱，截止8月30日，普氏62%进口矿指数报85.85美

元/吨，较上周回落4.1美元/吨。

从供应端看，主流矿山铁矿石发货趋于正常，叠加国内矿山、非主流矿山的复产，前期巴西矿难造成的供应缺口逐步弥补，而下游需求端钢材中长期受环保限产扰动，铁矿石中长期供需关系趋于平衡，9月份矿山需求端看，唐山地区限产预计影响铁矿石日均减少量为9.9万吨/天，基本与8月份持平。

上周发货到港数据方面：上周澳洲巴西铁矿发运总量2198.2万吨，环比上期减少130.6万吨，澳洲发货总量1360.3万吨，环比减少246.9万吨，澳洲发往中国量1170.2万吨，环比上周减少169.7万吨，巴西发货总量837.9万吨，环比上期增加116.3万吨，其中淡水河谷发货量690.3万吨，环比增加74.4万吨，CSN发货量79.2万吨，环比增加7.7万吨。全国26港到港总量为2116.2万吨，环比减少136.2万吨；北方六港到港总量为1063.9万吨，环比减少94.9万吨；全国26港主流高品澳粉到港489.9万吨，环比减少77.1万吨，主流低品澳粉到港250.9万吨，环比减少58.1万吨，主流澳块到港237.8万吨，环比减少68.2万吨。

全国45个港口铁矿石库存为12131.4万吨，较上周增加147万吨；日均疏港总量310.4万吨，较上周增加1.9万吨。

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，短期跟随钢价反弹，后期反弹持续性仍须看钢材走势。

焦炭方面，焦炭现货价格表现偏弱，日照钢企开启第二轮焦炭采购价格下调100元/吨。根据Mysteel统计数据，全国230家独立焦企样本产能利用率75.73%，下降0.39%，日均产量67.74万吨，减少0.35万吨，本周焦化开工率有所回落，东北、华北、华东个别焦企由于检修、环保组检查问题，小幅限产，其他地区开工相对平稳；焦炭库存72.56万吨，增加1.69万吨；炼焦煤总库存1426.66万吨，减少6.95万吨，平均可用天数15.84天，增加0.01天。全国110家钢厂焦炭库存455.17万吨，减少3.77万吨，平均可用天数14.41天，增加0.06天。港口焦炭库存总库存457万吨，减少11万吨。焦企库存有所增加、钢厂库存减少，钢厂采购有所放缓。

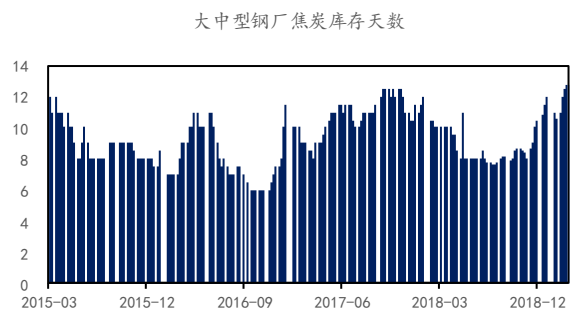
焦企与钢企博弈加剧，需求端钢厂在限产不确定性，放缓采购节奏，钢企开启第二轮价格下调，焦炭现货价格承压。

图表 42：国内铁矿石港口库存



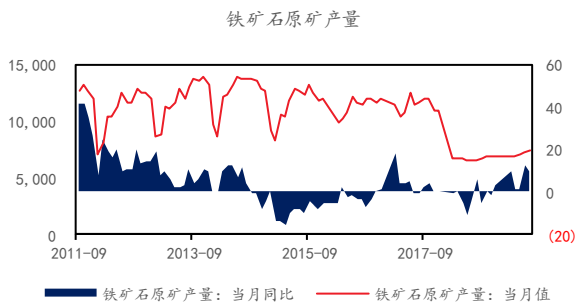
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：焦炭库存可用天数



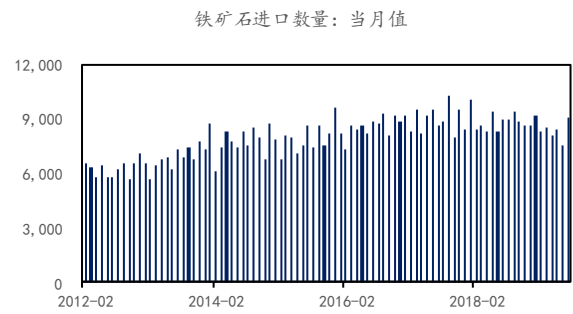
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45：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

9月环保限产不及预期，利润下滑下钢厂有主动减产意愿，需求端金九银十仍有需求预期，若需求持续好转，供需关系有望改善，价格短期有望反弹。需关注9月1号关税问题，若关税延迟则利好工业品，否则对工业品偏利空。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，短期跟随钢价反弹，后期反弹持续性仍须看钢材走势。焦企与钢企博弈加剧，需求端钢厂在限产不确定性，放缓采购节奏，钢企开启第二轮价格下调，焦炭现货价格承压。



## 油脂油料：美豆延续震荡，大连豆类品种冲高回落

### 1 外部豆类市场分析

#### 美豆优良率回升，霜冻担忧情绪提振盘面抗跌

美国农业部公布的大豆周度生长报告显示，截止8月25日当周，美国大豆生长优良率为55%，较此前一周上升2个百分点，去年同期为66%。当周美豆开花率为94%，五年均值为99%；美豆结荚率为79%，五年均值为91%。当前美豆生长状态较正常年份大约滞后两周。随着气温下降逐渐进入秋季，市场对美国大豆生长状态滞后可能遭受的霜冻影响的预期越来越强。2019年美国大豆遭遇罕见的种植延误，如果美豆在霜冻到来前无法结束生长，大豆的产量和质量均将受到明显影响。近日，CBOT大豆市场对未来几周天气的关注度明显上升，受此预期影响，美豆盘面价格呈现低位抗跌状态。因此，在9月下旬美豆进入成熟期以前，霜冻预期仍会是盘面重要支撑。

#### 美豆减产大局已定，库存偏高阻碍价格回升

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%。受美国大豆产量下降影响，国际谷物理事会（IGC）本周下调全球2019/20年度大豆产量预估400万吨至3.44亿吨。整体来看，2019年美豆产量大幅下降已经获得各方广泛认可，实际减少幅度还需等待秋季收获时的实际测产。尽管美豆产量大幅下降，但由于中美贸易战不断恶化升级，中国再度提高进口美豆关税，美豆对华出口毫无竞争力，巨大的库存压力无法化解，成为美豆市场对减产反应冷淡的重要原因。

### 2 国内油脂油料市场分析

#### 南美大豆贴水报价居高不下，国内进口大豆成本持续上升

自8月初中方停止采购美国农产品以来，巴西大豆贴水报价持续走高，截止8月29日，巴西大豆9-11月船期报价已达到260-264美分/蒲式耳，8月初时约为200美分/蒲式耳。1-7月份中国扩大阿根廷大豆进口规模，累计进口数量达到347.8万吨，有效缓解了因进口美豆下降对国内市场的影响，但阿根廷大豆出口贴水报价也出现较大涨幅，致使中国大豆进口成本持续上升。从当前中美贸易形势看，美豆恢复对华出口遥遥无期，巴西可供出口大豆减少，南美大豆出口贴水报价会继续保持坚挺。截止8月30日，11月船期的巴西和阿根廷大豆到中国港口的完税成本分别为3465元/吨和3374元/吨。按沿海四级豆油价格6150元/吨折算，豆粕理论成本约分别为3130元/吨和3015元/吨。远期进口大豆成本偏高为国内油厂对豆粕和豆油挺价带来重要支撑。目前豆粕2001合约价格在2960元/吨左右，较远期巴西大豆生产的豆粕成本价偏低170元/吨左右，油厂的保价动力很强，豆粕期货市场继续向成本靠拢的可能性较大。

### 猪瘟疫情发生频率下降，国家出台生猪扶持政策改善远期豆粕需求

近期，国内非洲猪瘟疫情报告病例仍偶有发生，但发生频次较去年同期已经大幅下降。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。为恢复生猪产能保障局面正常消费，国务院召开常务会议，多措并举恢复生猪生产，改善市场预期，有利于国内生猪存栏数据尽快触底回升。受此影响，国内豆粕需求也有望逐渐走出低谷，随着生猪数量的恢复而步入复苏通道，从而从需求端为豆粕价格提供支撑。

### 油脂市场利多兑现，回调压力逐渐增大

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，中美贸易形势恶化，双节消费启动，进口大豆成本传导，豆油库存偏低、豆粕需求偏弱，马来西亚棕榈油产量下滑等因素不断为油脂板块反弹注入动力。随着油脂市场纷纷反弹至年内高点位置，市场追涨动力逐渐减弱。尤其是豆油价格在经历快速反弹后，油厂压榨收益获得明显改善，目前沿海油厂的压榨利润普遍在230元/吨，较7月底增加300元/吨，已经进入油厂的保值区间，对豆油的套保动力大幅提升。与此同时，经过本轮上涨，豆油库存已大量转向需求端，油厂库存压力得到明显缓解，对豆油的挺价动力也随之下降。此外，对于棕榈油来说，每年10月份前后都是东南亚种植园的高产期，印度可能提高棕榈油进口关税，欧盟市场对棕榈油的消费也已降至低谷，棕榈油价格冲高后的震荡回调风险仍在积聚。整体来看，油脂市场供需稳定，价格继续上行空间受限，易受利空因素冲击而进入调整状态。

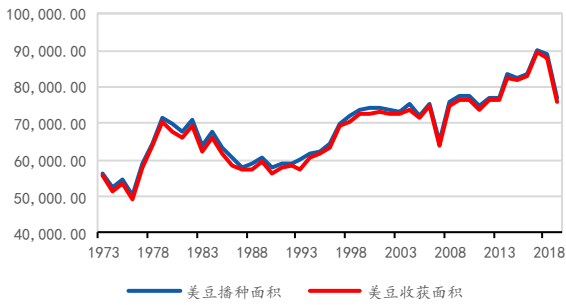
### 3 油脂油料市场操作建议

中美贸易关系谈判波折不断，从美国准备遏制中国发展的长期战略看，期待短期内解决中美贸易摩擦并不现实。美豆库存压力完全覆盖减产因素对市场影响，在库存压力得不到有效缓解前，美豆价格很难出现持续型反弹，并且也会削弱市场对霜冻等不利天气的敏感性。

中美贸易紧张，南美大豆坐收渔翁之利的情形再度上演。不断升高的大豆进口成本为国内豆油和豆粕市场带来支撑，缓解了需求不旺对价格的影响。猪周期有望提前进入复苏阶段将改善豆粕远期需求预期，国内豆粕市场仍会表现抗跌，波段性逢低买入是参与四季度国内豆粕市场的主要思路。油脂板块已经整体进入高价区间，在缺少新上涨动力的情况下继续追高风险明显增大，宜以逢高抛空思路适量参与油脂期货单边交易，或选择卖油买粕的套利模式做空油粕比。国产大豆市场受关注程度下降，需求不足限制市场对产区持续降雨可能造成产量下降的担忧，豆一2001期货合约有望继续在3400-3600元/吨区间波动，同时容易受豆粕市场的影响，可采取区间内低买高平的思路少量参与豆一期货交易。

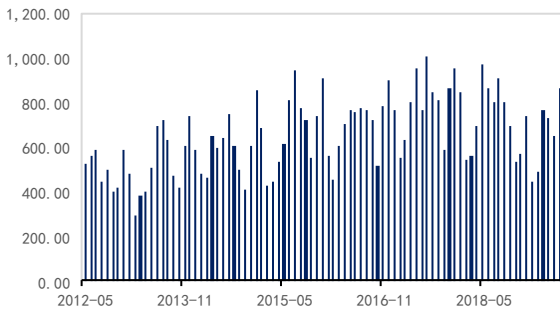
## 4 油脂油料市场主要数据

图表 46: 美国大豆种植收获面积



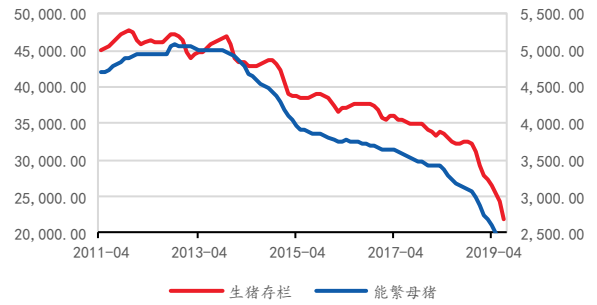
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 大豆进口数量



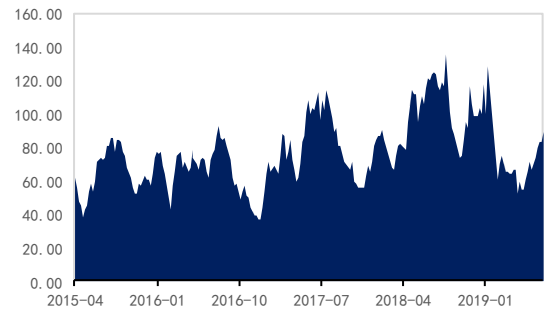
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: 国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 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