

## 中投期货策略周报（2019年第34期）

研究员：

### 周度投资视点

**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

**宏观策略：**近期商品市场在中美经贸谈判于10月份重启以及可能达成实质性成果的预期下大幅反弹，国内外股市大幅上涨，黄金调整，市场风险偏好明显回升。在利空消息逐渐减少且利多消息开始增加的情况下，部分品种的报复性反弹比较具备代表性，如沪锌等品种，预计尚没有明显修复的品种亦有反弹机会。中美经贸谈判以及关税问题对工业品市场乃至宏观经济走向都有决定性影响，建议密切关注这一事件的走向。短期内可根据市场情绪进行操作。

**股指期货：**周四两市成交量接近8000亿，如果当前成交量可以维持，则指数的强势将持续。建议投资者关注关键位置如沪指3000点突破情况和场外资金态度的变化，如果这一位置强势突破，市场有望出现超预期上涨，如果中美经贸出现明显改善，指数将有较大的回升空间，场外投资者仍可关注逢调整的买入机会。

**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，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。需求方面，环保力度趋严，对于华北地区而言，下游部分镀锌厂订单前置，对锌价有一定支撑。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，锌价上方空间有限。

**黑色金属：**宏观政策利好驱动，近期供需表现为供弱需强，季节性需求旺季启动，价格震荡反弹为主，重点关注需求持续性。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，关注回调做多机会。短期焦炭价格偏震荡，向上缺乏驱动，下方在第二轮价格下调，焦企利润处于盈亏平衡位置后，下方1800-1850附近有支撑。

**聚酯化纤：**成本方面，原油价格易跌难涨使得乙二醇价格下方的支撑并不强。此外，乙二醇装置的复产以及进口利润的回暖使得现有价格存在一定的向下的调整空间。目前乙二醇库存处于中性偏低水平，下游聚酯行业较为谨慎的采购使得现货价格震荡剧烈。整体来看，乙二醇近期将呈现出区间震荡。

**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。作为橡胶消费市场的主要胶种，20号胶上市后将逐渐成为橡胶期货主力品种，并和全乳胶期货形成跨市及跨品种套利机会。

**纸浆：**宏观方面转暖，纸浆供给依然充足、库存高企，不过下游原纸库存基本去化，刚需开始体现。消费旺季提振需求有所改善。投资者可背靠4500-4600元/吨的支撑位，关注需求旺季的反弹机会。

**油脂油料：**油脂板块整体较为抗跌，粕弱油强状态较为明显。周五油脂板块持仓大减，上行难度增加，继续追高风险较大，需合理减持多单防止市场再度走弱。豆一2001期货合约重回弱势，再度考验低位支撑，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，可维持滚动思路适量参与。

## 目 录

期货市场概况 .....	- 4 -
周度策略：市场情绪继续缓和 .....	- 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 城镇失业率上升至高位提升稳增长的迫切性 .....	- 6 -
3 流动性：本周净回笼 1000 亿元 .....	- 7 -
4 宏观策略 .....	- 7 -
5 股指期货市场分析 .....	- 8 -
铜：宏观主导铜价 .....	- 10 -
1 基本面分析 .....	- 10 -
2 结论：延续震荡态势 .....	- 11 -
3 铜期货现货数据 .....	- 12 -
锌：供应压力，上方空间有限 .....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 锌：后市难言乐观 .....	- 14 -
3 锌期货现货数据 .....	- 14 -
黑色金属 .....	- 15 -
1 行情分析及市场运行逻辑 .....	- 15 -
2 供需端：产量继续降，需求好转，库存降幅扩大 .....	- 16 -
3 原料端：铁矿反弹，焦炭偏弱 .....	- 17 -
4 总结 .....	- 19 -
聚酯化纤： .....	- 20 -
1 基本面分析 .....	- 20 -
2 总结与思考 .....	- 22 -
天然橡胶 .....	- 23 -
1 行情概要 .....	- 23 -
2 基本分析 .....	- 23 -
3 内在逻辑 .....	- 27 -
4 总结 .....	- 28 -
纸浆：下游纸厂连发涨价函，原纸库存去化明显 .....	- 29 -
1 纸浆运行逻辑 .....	- 29 -
2 上游市场：中国对进口自美国的木浆产品加征 5%关税 .....	- 29 -
3 下游市场：8 月涨价潮后，纸厂 9 月延续发布涨价函 .....	- 31 -
4 库存情况：木浆库存依然处于高位 .....	- 32 -

---

5 结论 .....	- 33 -
油脂油料：中美元首会晤在即，全球豆类市场等待指引 .....	- 34 -
1 外部豆类市场分析 .....	- 34 -
2 国内豆类市场分析 .....	- 34 -
3 油脂油料市场展望 .....	- 35 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 35 -
免责条款 .....	- 37 -



## 周度策略：市场情绪继续缓和

经历连续两周的震荡行情之后，本周市场开始出现反弹，其中铁矿石涨幅一度达到6%，原油反弹幅度也达到3%，但是周五有所回落。与宏观关联度较高的有色金属也出现反弹，沪铜站上47000整数关口，沪锌主力合约也上弹到19000元以上，整个工业品联袂反弹。

对于市场的反弹，我们在之前的策略中提到过，当前工业品连续下跌，对利空消息的反应开始钝化，一旦有利好方面的刺激，则极易出现反弹。而本周消息面的刺激可谓强势，因此反弹走势在情理之中。

宏观政策方面大级别利好不断，首先是国常会透露的降准预期。9月4日国常会明确表示，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，降准预期升温。会议还表示，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。历史数据看，国常会提到降准之后1-2周都实现了降准，预计未来央行利用货币政策工具调控的力度会加强，包括MLF、SLF等工具常态化操作，尤其是会议明确提到降准等政策工具的运用，预计降准有望迅速跟进。9月6日，国家发改委副主任宁吉喆在中国发展高层论坛专题研讨会上表示，下一步中国经济将重点推进四方面任务，及时运用普遍降准和定向降准等工具。进一步释放了降准信号。

政策方面另外一个利好是稳增长政策升级。本次国常会指出“国内经济下行压力加大”：7月工业增加值当月同比超预期下行至4.8%的历史低位；城镇调查失业率超预期上行至5.3%的历史高位。在7月政治局会议定调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的背景下，如果不采取一定的逆周期措施，按照目前的趋势，3季度GDP增速有可能突破前低。本次会议的核心精神是加大稳增长的力度，体现在三个方面：一是会议通稿的主标题是部署精准施策加大力度做好六稳工作等，重点在加大力度上；二是会议指出，把做好“六稳”工作放在更加突出位置，重点在更加突出上；三是会议指出，要压实责任，增强做好六稳工作的合力，确保经济运行在合理区间，其中，压实责任表明做好六稳是目前的重点，是硬性要求，“合力”二字表明做好六稳工作需要各部门与各地区的协同配合。会议指出，“确保经济运行在合理区间”。从力度、广度和协调的部门情况来看，此次稳增长政策力度超过今年任何一次会议，稳增长政策明显升级。

专项债政策的使用直接体现了以基建稳经济的政策意图。9月1日金融委会议提出“金融部门继续做好支持地方政府专项债发行相关工作”之后，关于专项债提前下达2020年额度的预期升温。但具体以什么样的模式提前下达，使用是落在今年四季度，还是按照去年经验落在明年一季度，并没有更多信息。此次会议相当于做了一个明确，会议指出“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”，预计政策效果类似于2018年。会议同时明确指出，“专项债资金用于项目资本金的规模占该省专项债规模比例可为20%左右”。2015-2019年，专项债新增限额增速分别为300%、100%、69%、59%。若分情况假设2020年专项债新增限额同比增长20%、30%、40%，则2020年专项债新增限额预计约为26000、28000、30000亿元。若其中的20%全部投向基建，则其中将有5200、5600、6000亿元可用作项目资本金，将理论上撬动约2万亿、2.2万亿、2.4万亿元增量资金，大大超过去年的水平。

中美经贸谈判是另外一个影响市场情绪的重大事件，根据商务部的消息，9月5日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。工作层将于9月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备。双方一致认为，应共同努力，采取实际行动，为磋商创造良好条件。商务部部长钟山、中国人民银行行长易纲、国家发改委副主任宁吉喆等参加通话。9月5日下午的商务部例行发布会上，商务部新闻发言人高峰表示，10月初举行的第十三轮中美经贸高级别磋商将力争取得实质性进展。至此市场情绪迅速升温，全球股市大涨，避险品种如黄金等出现大跌走势。

考虑到中美经贸关系是影响全球经济的重大事件，贸易战之后全球投资环境受到了明显影响，2018年，全球直接投资下降了19%，是2008年以来最低的一年。中美经贸关系紧张不仅给全球贸易带来压力，也影响了全球投资者的信心，使得世界经济的不确定性越来越多。因此，如果中美能够达成一定程度的协议，对市场风险偏好的改善会很大。

近期商品市场在中美经贸谈判于10月份重启以及可能达成实质性成果的预期下大幅反弹，国内外股市大幅上涨，黄金调整，市场风险偏好明显回升。在利空消息逐渐减少且利多消息开始增加的情况下，部分品种的报复性反弹比较具备代表性，如沪锌等品种，预计尚没有明显修复的品种亦有反弹机会。中美经贸谈判以及关税问题对工业品市场乃至宏观经济走向都有决定性影响，建议密切关注这一事件的走向。短期内可根据市场情绪进行操作。



## 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	9月4日	维稳力度增强	9月4日国常会明确表示，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，降准预期升温	货币政策进一步宽松
	9月4日	万亿2020年专项债额度提前下达	会议确定，根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。	加快发行使用专项债、提前下达2020年额度等系列部署，就是积极财政政策主动作为、精准施策的表现之一
数据	9月4日	英8月服务业表现创11年来最差	英国8月服务业PMI值为50.6，低于7月份的51.4，虽然连续五个月高于荣枯线，但8月数据是6月以来的最低值，并且远低于长期平均值	8月份服务业增长疲软是由于新业务增长放缓，深层因素是英国脱欧相关的不确定性和企业投资减少等下行趋势
	9月2日	8月份中国制造业PMI小幅回落至49.5%	2019年8月份，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。	整体看经济下行压力较大
事件	9月5日	中美双方将于10月展开新一轮经贸高级别磋商	9月5日上午，国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商。	预计对市场情绪有明显提振

资料来源：中投期货研究所

### 2 城镇失业率上升至高位提升稳增长的迫切性

国家统计局的数据显示，1-7月份，城镇新增就业867万人，完成全年计划的79%，远远超过时序进度。7月份全国城镇调查失业率则上升了0.2个百分点，达到5.3%。

国家统计局新闻发言人刘爱华表示，7月份全国城镇调查失业率因受到毕业生集中进入就业市场的影响，比上个月上升0.2个百分点，但是就业主体人群，也就是25-59岁的人口调查失业率是4.6%，与上个月持平。

今年毕业生总数达到830万左右，7月份毕业生集中进入就业市场，调查失业率就有所上行，上行0.2个百分点。从往年经验来和目前高校监测数据来看，高校毕业生陆续找到就业单位，正在逐步落实之中。随着就业工作的推进，相信未来调查失业率的数据会有所体现。

7月全国城镇调查失业率处于5.3%的历史高位，趋近于5.5%的政府预期目标，表明就业压力依旧较大。目前非制造业就业状况表现较好，7月非制造业从业人员指数为48.90，较前值上行0.20个百分点，其中，服务业从业人员为48.20，较前值上行0.10个百分点；建筑业从业人员为52.70，较前值上行0.60个百分点，9月4日国务院常务会议提出，用好逆周期调节政策工具，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需，预计基建投资是有效投资的主力军，是稳增长的主要途径。在此背景下，建筑业从业人员指数有望保

持在景气区间。制造业方面，7月制造业从业人员指数为46.90，较前值下行0.20个百分点，持平于2019年6月，续创2009年3月以来最低值。其中，大中小型企业的从业人员指数分别为48.50、44.80、45.60，分别较前值上行0.60、-0.90、-1.30个百分点。虽然小企业的利润增速领跑，但是在宏观经济下行压力加大，以及中美贸易摩擦加剧的背景下，小企业的抗风险性较弱，就业压力依旧较大，是稳就业的“主要阵地”。

政策方面，多措并举稳就业，抓紧推进高职院校扩招100万人和运用1000亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作，研究进一步增加高职、技校招生规模和技能培训资金规模。稳就业的大局更加凸显运用一切手段稳增长的必要性，只有经济增长稳定在合理区间，就业稳定才有良好的基础。

### 3 流动性：本周净回笼1000亿元

在暂停6个交易日后，央行今日开展400亿元逆回购操作，因今日无逆回购到期，实现净投放400亿元。据Wind数据显示，本周(8月31日至9月6日)央行公开市场有1400亿元逆回购到期，其中周二、周三分别到期800亿元、600亿元，无正回购和央票等到期。因此本周净回笼1000亿元。

5日Shibor大部上涨。隔夜Shibor报2.5360%，上涨9.10个基点；7天Shibor报2.6360%，上涨3.20个基点；3个月Shibor报2.7040%，上涨0.20个基点。

近日，国常会会议明确指出，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。

虽然资金利率中枢上行，但9月流动性缺口有限。9月自然到期压力一般，地方债缴款影响有限，财政资金影响正面，预期流动性总量缺口在3000亿元左右，规模总体有限。同业存单到期集中于中下旬，期间财政资金投放或将形成平抑。

对于资金面而言，短期矛盾在于汇率，9月资金缺口边际加大，央行或维持中性偏紧的操作，资金利率水平或在中枢附近区间窄幅波动，后续随着国外经济体货币政策宽松操作的落地，汇率预期进一步稳定，资金面边际或再次回到宽松状态。

### 4 宏观策略

近期商品市场在中美经贸谈判于10月份重启以及可能达成实质性成果的预期下大幅反弹，国内外股市大幅上涨，黄金调整，市场风险偏好明显回升。在利空消息逐渐减少且利多消息开始增加的情况下，部分品种的报复性反弹比较具备代表性，如沪锌等品种，预计尚没有明显修复的品种亦有反弹机会。中美经贸谈判以及关税问题对工业品市场乃至宏观经济走向都有决定性影响，建议密切关注这一事件的走向。短期内可根据市场情绪进行操作。

## 5 股指期货市场分析

### 9月首周A股大涨

在一系列政策利好支持，以及中美经贸磋商将在10月份举行的刺激下，两市本周大幅上涨，沪指周涨幅接近4%。

政策利好狂轰滥炸，指数趁势上涨、大盘8月中旬后在政策利好刺激下结束调整，重拾升势。周一沪指突破2900点整数关口和60日均线双重压制，市场全面走好。周三盘后国常会传出利好，拟定向降准及普遍降准，受此影响周四大金融板块全线启动，沪指一度收复3000点。周五大盘缩量整理，5G冲高回落带动科技股退潮，猪肉、黄金、玉米等回调明显；尾盘券商、银行带动股指回升，北上资金持续大笔净流入。总体看，市场重返强势区域，预计连续单边上涨半个月之后，沪指将出现一定程度的震荡整固，但是整体的强势特征已经十分明显。

两融标的正式扩容已过去半个多月时间，在此期间，沪深两市融资融券余额始终保持稳步增长态势。数据显示，截至9月3日，沪深两市融资融券余额达9344亿元，其中，融资余额为9209亿元，这也是今年5月27日以来，融资余额首次回升至9200亿元上方；融券余额为135亿元。从时间轴上看，目前距离8月19日两融标的正式扩容仅过去12个交易日，但两融余额却从8月16日的8939亿元，累计增加405亿元。

### 指数：市场的空间取决于中美经贸关系走向

截至本周四收盘，万得全A动态市盈率为17.34倍，剔除金融、石油石化后为27.56倍，整体估值大幅上涨，行业估值水位大部分上涨。本周中美贸易磋商释放积极信号，内部政策持续释放暖意，市场情绪整体偏乐观，成长和高市盈率占优。主力资金方面，过去一周行业主力流向分化，非银金融一枝独秀，银行、建筑装饰、家用电器和计算机也受资金青睐，共23个行业主力外流，其中医药生物和食品饮料主力流出幅度最大。

8月份市场超预期强势埋下了反弹的种子，8月份中美经贸进一步恶化，市场一方面经历中美贸易摩擦不断反复的外部变化，另一方面，也迎来了业绩因素对市场的考验。但从市场的表现来看，外部和自身问题的影响并未带来市场的过度恐慌，上证综指在8月份仅下跌了1.58%，创业板指甚至在8月上漲了2.58%。市场对于利空的反应正在趋于弱化，与此同时政策预期正出现全面回升，随之而来的资本市场改革正进入到提速阶段，这也为后期行情的发展打开了空间。

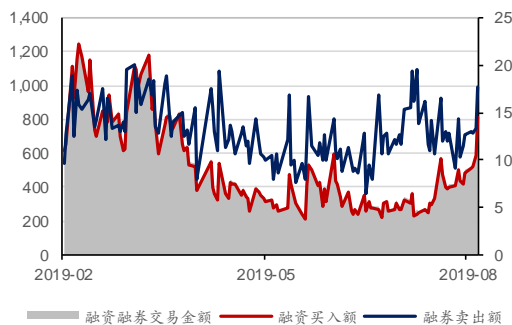
进入8月后，监管层对于A股市场持续释放利好。8月初，证监会副主席李超表示“美国的极限施压对A股市场的影响趋于弱化”，“市场估值水平较低”，为A股市场打气。而8月25日，证监会有关负责人召开会议研讨细化资本市场改革总体方案。以大力度的资本市场改革，完善多层次资本市场的建设，并对提升上市公司质量，完善司法诉讼体系等方面做了顶层设计。8月31日，国家金融稳定委员会召开第七次会议再度强调“以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为更多长期资金持续入市创造良好条件，构建良好市场生态，增强资本市场的活力、韧性和服务能力，使其真正成为促进经济高质量发展的‘助推器’”，强化资本市场改革的顶层方案预期。从时点来看，



这三次预期管理的时点也较为巧妙，不仅弱化、对冲了美国关税行为对A股市场的影响，而且使市场在8月份后走出了上行的态势。市场能有这样的表现，除了A股投资者自身对中美贸易因素已经有较清晰预期之外，管理层在市场预期的管理方面经验也是越来越成熟，这有利于市场情绪的维持稳定。

多重利好刺激，以及中美经贸摩擦如果缓解，将是市场上超预期的利好，因此市场选择此时上行，是较为有利的。政策上对房地产抑制的坚决态度，叠加极度宽裕且低成本的流动性，刺激场外资金大幅流入市场，周四两市成交量接近8000亿，如果当前成交量可以维持，则指数的强势将持续。建议投资者关注关键位置如沪指3000点突破情况和场外资金态度的变化，如果这一位置强势突破，市场有望出现超预期上涨，如果中美经贸出现明显改善，指数将有较大的回升空间，场外投资者仍可关注逢调整的买入机会。

图表 7: 融资融券数据图



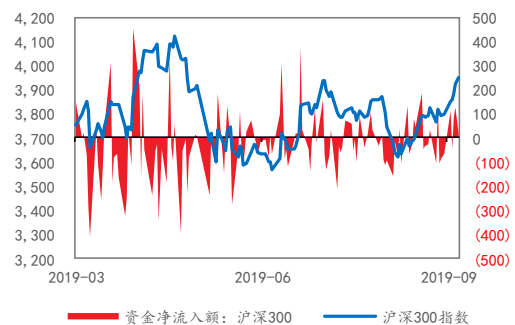
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9: 恒生AH溢价指数



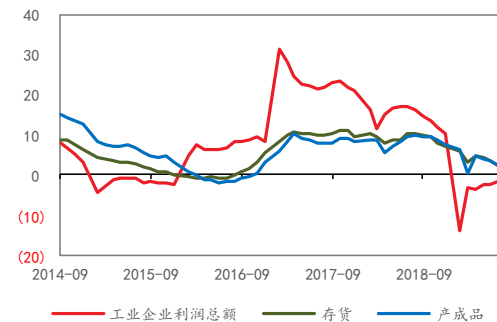
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：宏观主导铜价

### 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 Chuquicamata 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。

从国内市场来看，三季度冶炼厂检修结束将使铜矿需求提升，虽然南国铜业一季度投产的 20 万吨新产能不断上量、赤峰云铜二季度新投产年产 25 万吨的新产能，但产量释放有限，相应铜矿需求力度变化不大，因此铜矿的紧张程度预计较难超越上半年。

#### 废铜转向规范而不是限制

据海关总署数据显示，7 月我国废铜进口量同比降低 39.3% 至 13 万吨，1—7 月累计进口量同比降低 27.8% 至 98 万吨。有分析认为 7 月进口废铜量受第二、三批批文发放时间晚拖累，同时部分企业因担忧批文政策影响，有抢进口现象，预计 8、9 月废铜进口量会回升。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。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。

电源建设完成情况自4月起便持续回落，电网建设在7月虽然有所加速，但建设力度仍然不够，铁路建设基本维持在相对稳定水平。今年上半年空调生产超预期强劲，1—7月累计生产量同比增长8.7%至13853.1万台，在去年空调产量较高基数以及高库存背景下尤其难得。6、7月间，国内空调产量减弱，但出口出现了强于往年的现象，对国内空调库存的消化起到了一定作用。9月，国内炎热的夏季已经过去，外销也季节性回落，库存将开启新一轮累积过程，空调生产力度预计将较为有限。

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。中央明确“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，并加大了对房地产企业的融资监管，但房地产行业作为中国经济的“压舱石”，其在经济中的作用仍至关重要。因此在宏观经济环境不明朗的前景下，房地产调控政策将继续以“稳”为主。

## 2 结论：延续震荡态势

上游矿山虽然偶有扰动，但加工费对于铜矿收紧反应钝化。需求端则主要等待是否有刺激政策落地。9月铜价仍将主要跟随宏观节奏，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。

**3 铜期货现货数据**

图表 11: 长江有色铜价



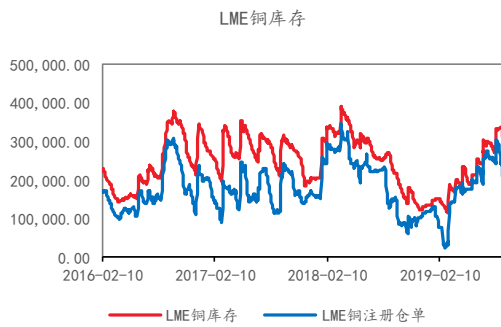
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 上海保税区铜库存



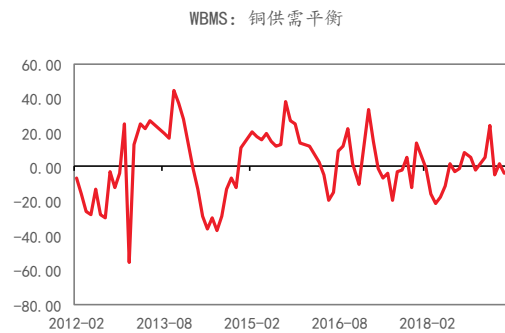
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



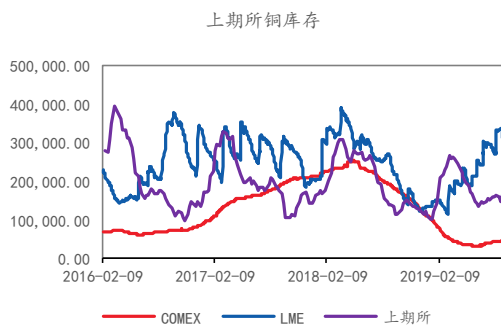
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



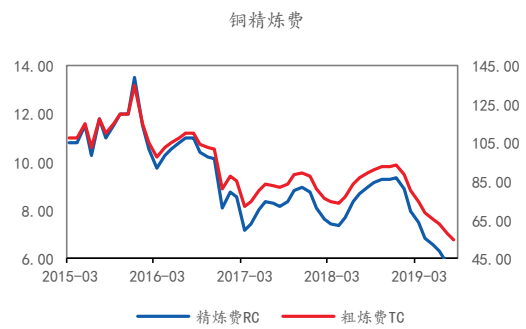
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：供应压力，上方空间有限

### 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。

海关数据显示，2019年7月锌精矿进口29万吨，同比增长40.3%；2019年1-7月锌精矿累计进口171.4万吨，去年同期累计进口176.2万吨，同比减少2.7%，缺口环比大幅收窄。

#### 精炼锌供应宽松

9月国产锌精矿现货加工费均价为6325元/金属吨，进口锌精矿现货加工费均价240美元/千吨，环比均持平且位于近年来高位。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。

锌锭方面，8月豫光锌业、陕西锌业等检修结束，但兴安铜锌及赤峰中色持续检修，西部矿业亦存在部分产量减少情况，炼企产量增加亦有限。根据炼企排产计划来看，预计8月产量环比7月微增1500吨。据了解，9月东岭计划检修，预计影响产量1万吨，西部矿业因环保原因减产一半，影响产量约4000吨。

#### 需求无亮点

锌的下游初级消费领域主要是镀锌、压铸合金、黄铜、氧化锌以及电池。而中国的锌初级消费结构中，镀锌占据一半以上份额。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。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。

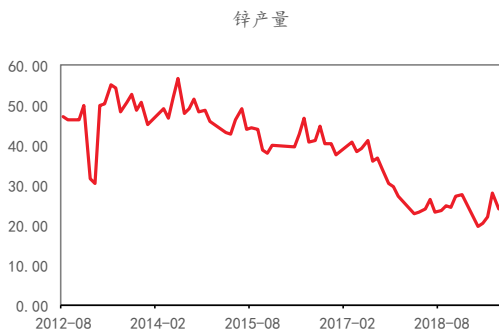


## 2 锌：后市难言乐观

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。需求方面，环保力度趋严，对于华北地区而言，下游部分镀锌厂订单前置，对锌价有一定支撑。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，锌价上方空间有限。

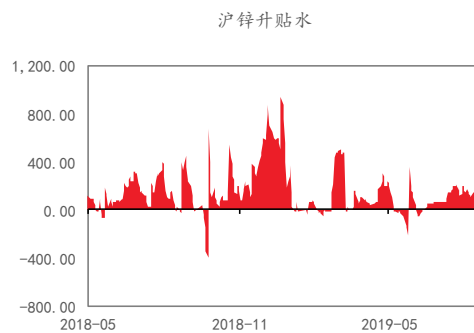
## 3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



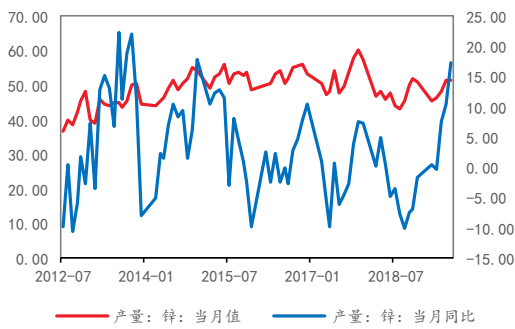
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：沪锌升贴水



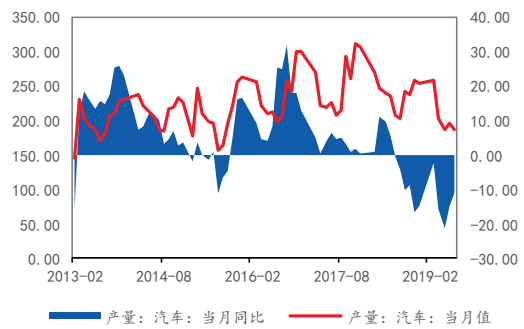
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

## 黑色金属

### 1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系品种呈现先反弹后略有调整的节奏，钢材价格的反弹主要源于两个方面驱动，首先自身供需关系好转，钢材周度产量继续下降，表观消费量回升，体现在库存角度也是出现降幅扩大；其次国内陆续出台政策，宏观情绪有所好转，无论是金融委第七次会议还是国常委会议，都释放积极的信号，并于周五收盘后公布了降准。原料端铁矿石价格反弹幅度较大，前期跌幅较大的情况下超跌反弹，从571元/吨到663元/吨，涨幅高达16%，但周四在工信部发布大力发展短流程炼钢，提高短流程炼钢产能的情况下，长流程炼钢对原料的需求预期产生变换，铁矿石开始调整。焦炭现货方面较弱，第二轮价格提降100元/吨基本落地，两轮调降200元/吨，多数焦企处于盈亏平衡边缘，盘面已经不再体现价格下调影响，当上行缺乏驱动，短期仍然维持震荡。

宏观层面，美国8月ISM制造业PMI为49.1，大幅不及市场预期并失守荣枯线，其中新订单指数和就业指数双双进入萎缩区间，美国作为目前最强的经济体出现下滑，全球经济下行压力较大。市场比较关注9月中旬美联储议息会议，美联储主席鲍威尔在苏黎世发表关于经济展望和货币政策主题的讲话时表示，美联储降息支撑了经济，依然看好经济前景，并不认为美国经济会陷入衰退。他承认美国经济前景面临诸多显著风险和多重挑战，如全球经济增速放缓、贸易政策不确定性和通胀持续疲弱等，并且重申，美联储将继续采取适当行动，来帮助维持美国经济扩张，市场普遍将其解读为进一步降息的信号。

国内方面，8月财新PMI50.4，预期49.8，前值49.9，主要源于产出回升。

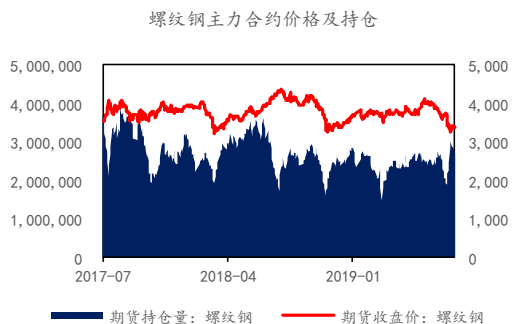
政策层面，国务院金融稳定发展委员会第七次会议会议，会议表示要加大宏观经济政策的逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导。国常会会议提出，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。会议内容对货币政策的表述，由此前的“松紧适度”变成了“适时预调微调”，并且强调“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”。国常会一般提出降准后，月内都回落实降准，周五央行公告称，决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。根据央行测算，本次全面定向降准释放长期资金约9000亿，其中全面降准释放资金约8000亿，定向降准释放资金约1000亿。市场对后期仍有降息预期，整体利好工业品价格反弹。

9月6日财政部召开“加快发行使用地方政府专项债券”发布会，以专项债作为手段，进一步扩大有效投资，是出发点。有专家简单测算，“提前批”中20%资金可用作项目资本金，这部分可撬动投资万亿元。加上其他“提前批”债券资金，简单加总就可达到2万亿的投资额。根据财政部要求，土储、棚改、保障房项目不纳入，“房住不炒”的基调不变。

中美谈判方面，商务部表示中美双方经贸团队一直保持着有效的沟通，并且双方牵头人进行了很好的通话，明确了下一步磋商的时间安排，双方一致认为，应共同努力，采取实际行动，为磋商创造良好的条件。

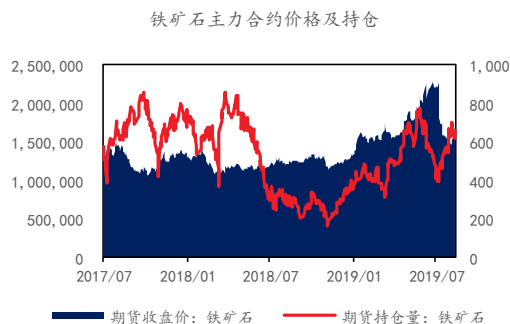
产业层面，工信部引导电炉炼钢指导意见《征求意见稿》出炉，文件指出国内电弧炉短流程炼钢产量仅占总产量的9%左右，远低于美国67%、欧美39%、日本22%的水平，发展目标方面力争到“十四五”末，短流程炼钢企业市场竞争力显著增强，炼钢工艺结构不断优化，我国电炉钢产量占粗钢总产量的比例提升至20%左右，全国钢铁工业的废钢比例达到30%以上，废钢供给能力提升至3亿吨左右。长期看，对原料端属于利空因素。

图表 21：螺纹钢主力合约价格及持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 22：铁矿石主力合约价格及持仓



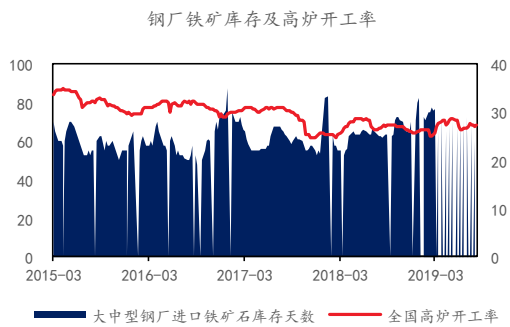
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 2 供需端：产量继续降，需求好转，库存降幅扩大

据中钢协统计数据显示，2019年8月上旬重点钢企粗钢日均产量204.81万吨，旬环比增加10.24万吨，增长5.26%。8月上旬粗钢产量数据回升，反应8月份环保限产相比于7月份有所放松。最新高炉开工率数据看，本周为68.23%，较上周回升0.27%。五大钢材周度产量减少7.37万吨，螺纹钢减少10.15万吨至338.48万吨，热卷产量增加3.54万吨至342.96万吨。电炉方面，截止9月5日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂开工率为64.29%，较上周减2.66%，产能利用率49.04%，降1.93%；102家电弧炉开率70.11%，较上周降2.64%，产能利用率57.14%，降2.15%。近期产量的下降主要来源于电炉钢产能及开工率下降，长流程波动不大，螺纹、热卷产量分化也说明这点。

成本利润角度看，本周末生铁成本2565元/吨，较上周涨24元/吨，钢坯成本3186元/吨，近期铁矿石价格的上涨是成本上升的主要原因，螺纹钢吨钢毛利润384元，热卷吨毛利润194元，利润回升主要在现货价格回升。

图表 23: 钢厂铁矿库存及高炉开工率



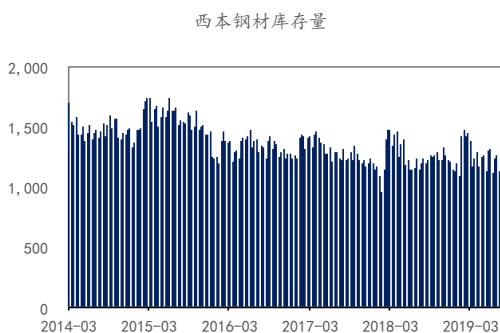
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 24: 全国主要钢材及螺纹钢库存总量



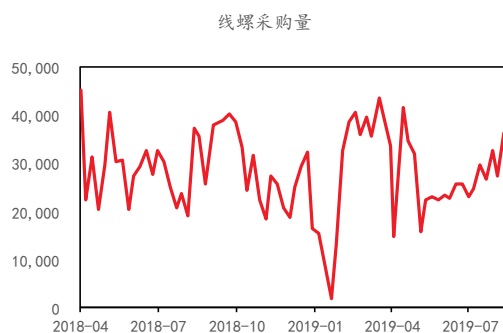
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 25: 重点企业钢材库存



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 26: 沪市终端线螺每周采购量监控



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

库存数据方面, 本周库存延续第四周下降, 并且降幅扩大。从主要品种社会库存看, 截止 9 月 5 日, 国内主要钢材品种库存总量为 1217.74 万吨, 环比减少 35.79 万吨, 环比降幅 2.86%; 国内螺纹钢社会库存量由 611.46 万吨减少 23.15 万吨至 588.31 万吨, 环比降幅 3.79%, 钢厂螺纹钢库存减少 22.2 万吨; 热卷社会库存减少 2.31 万吨至 243.16 万吨, 环比降幅 0.94%, 钢厂热卷库存增加 3.38 万吨。库存连续下降, 利好钢材价格反弹。

9 月份以来, 终端需求逐步恢复, 整体成交有所好转, 从钢联日成交数据看, 本周日均成交 20.882 万吨, 20 万吨以上日均成交反应需求旺季行情。沪市终端线螺采购数据本周为 36300 吨, 较上周增加 9000 吨。供需关系好转下, 9 月份时间窗口整体处于反弹周期。中长期看, 房住不炒的基调不改, 专项债新增也不准投放到房地产领域, 地产下行基本确立, 关注四季度喜下行风险。

综合看, 宏观政策利好驱动, 近期供需表现为供弱需强, 季节性需求旺季启动, 价格震荡反弹为主, 重点关注需求持续性。

### 3 原料端: 铁矿反弹, 焦炭偏弱

铁矿石方面, 本周进口矿市场价格震荡偏弱, 截止 9 月 6 日, 普氏 62% 进口矿指数报 88.1 美元/吨, 较上周上涨 2.25 美元/吨。

铁矿石在经历从 800 元/吨以上高位快速下跌, 最低跌至 571 元/吨位置, 跌幅高达 30% 以上, 在钢价出现反弹情况下, 铁矿石也出现超跌反弹, 并且反弹幅度较大。周四在工信部发布提高

短流程电炉钢炼钢产能的影响下，价格回调幅度也较大，整体呈现高波动。

上周发货到港数据方面：澳洲巴西发运总量 2366.1 万吨，环比增加 167.9 万吨。澳洲发货总量 1667.9 万吨，环比增加 307.6 万吨，澳洲发往中国量 1306.4 万吨，环比增加 136.2 万吨。巴西发货总量 698.2 万吨，环比上期减少 139.7 万吨，其中淡水河谷发货量 604.1 万吨，环比减少 86.2 万吨，CSN 发货量 69.3 万吨，环比减少 9.9 万吨。全国 26 港到港总量为 2094.4 万吨，环比减少 21.8 万吨；北方六港到港总量为 915.3 万吨，环比减少 148.6 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 471.7 万吨，环比减少 18.2 万吨，主流低品澳粉到港 254.4 万吨，环比增加 3.5 万吨，主流澳块到港 201.1 万吨，环比减少 36.7 万吨。

全国 45 个港口铁矿石库存为 12091.7 万吨，较上周下降 39.74 万吨；日均疏港总量 317.93 万吨，较上周增加 7.53 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，关注回调做多机会。

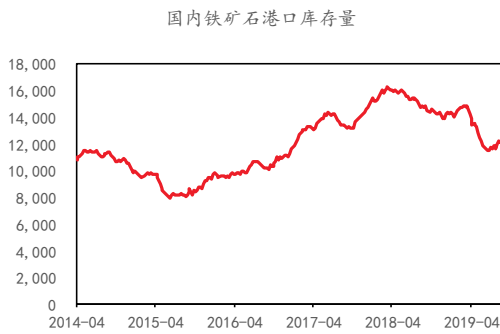
焦炭方面，2019 年 9 月 5 日中焦协焦炭市场委员会在太原召开了“2019 年第二次执委工作会议”，来自山西、河北、山东、河南、安徽、内蒙古、陕西、宁夏等地执委焦化企业的董事长和营销总经理以及山东焦化行业协会、河北焦化行业协会秘书长参加了会议。会议对焦炭市场形势进行了全面分析。会议认为，当前焦炭整体供需仍处于平衡状态。后期看，从 9 月 15 日起至 12 月底，河北、山东、山西、江苏等主要商品焦生产省将陆续实施压减焦炭产能计划，将会有约 2850 万吨在产焦炭产能被压减；河北、山西、山东、河南、陕西等省的主要焦炭生产地市完成年度煤炭消费压减任务和减排目标面临着较大的压力，焦化企业大幅限产不可避免，后期焦炭供应将会出现明显缩减，焦炭供应将会出现紧张状态。关注四季度去产能带来的区域性供应失衡问题，届时可考虑做多焦炭。

短期看，焦炭现货价格表现偏弱，焦炭价格第二轮提降后，多数焦企处于盈亏平衡边缘。根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 75.38%，下降 0.36%，日均产量 67.42 万吨，减少 0.32 万吨；焦炭库存 91.14 万吨，增加 18.58 万吨；炼焦煤总库存 1438.37 万吨，增加 11.71 万吨，平均可用天数 16.04 天，增加 0.21 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 462.26 万吨，增加 7.09 万吨，平均可用天数 14.63 天，增加 0.22 天。港口焦炭库存总库存 449.7 万吨，减少 7.3 万吨。钢厂控制采购进度，焦企库存累库，港口库存延续下滑。

短期焦炭价格偏震荡，向上缺乏驱动，下方在第二轮价格下调，焦企利润处于盈亏平衡位置后，下方 1800-1850 附近有支撑。

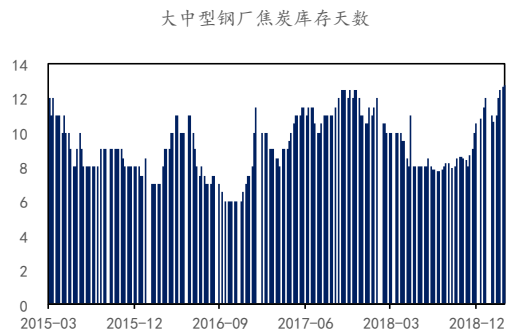


图表 27：国内铁矿石港口库存



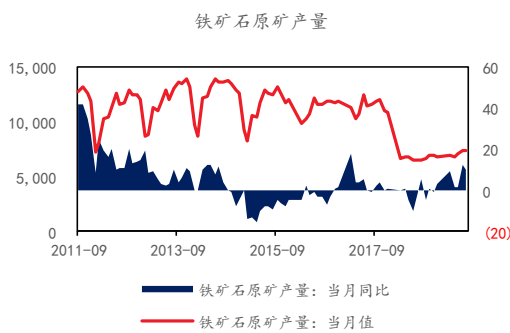
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：焦炭库存可用天数



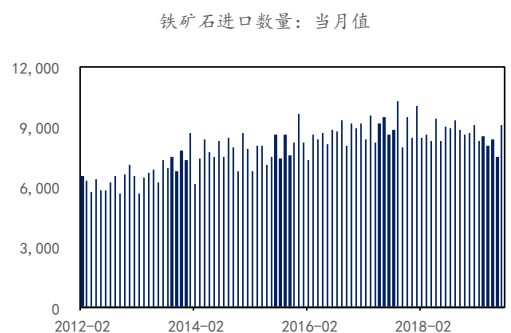
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：铁矿石原矿产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：铁矿石进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 4 总结

宏观政策利好驱动，近期供需表现为供弱需强，季节性需求旺季启动，价格震荡反弹为主，重点关注需求持续性。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，关注回调做多机会。短期焦炭价格偏震荡，向上缺乏驱动，下方在第二轮价格下调，焦企利润处于盈亏平衡位置后，下方 1800-1850 附近有支撑。

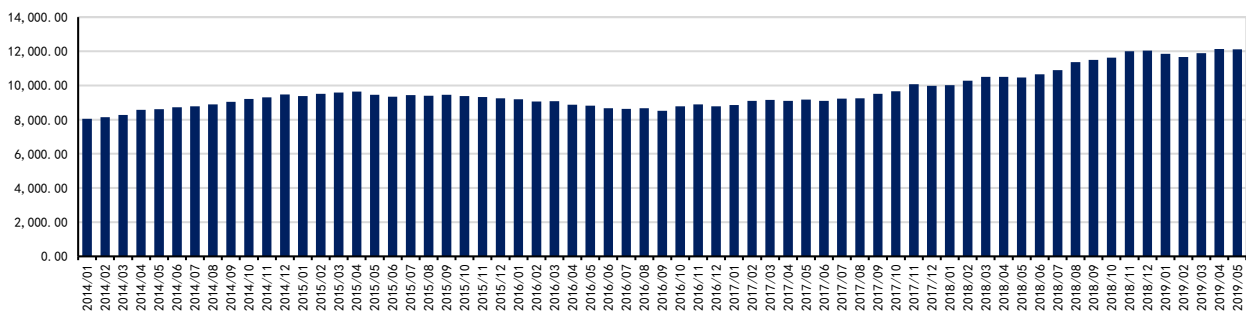
## 聚酯化纤：

### 1 基本面分析

#### 原油价格预期易跌难涨

原油价格经历了2019年上半年的大涨大跌之后，8月至今，油价呈现出窄幅区间震荡的态势。WTI连续合约维持在53-57美元/桶区间，布伦特连续合约维持在57-62美元/桶区间。EIA在8月29日公布的数据显示，美国原油产量已经增加至1250万桶/天，整体处于偏高的水平。其中，8月份平均原油产量为1215万桶/天，环比上涨0.75%同比上涨11.26%。与此同时，美国原油及石油制品出口达到了530万桶/天，增幅为9.7%。从目前形势来看，美国原油及石油制品的出口在短期内尚能够部分有效化解快速增加的产量，但是长期来看，美国原油及原油制品供应过剩的隐患并未彻底消除。

图表 31：美国原油产量继续维持高位

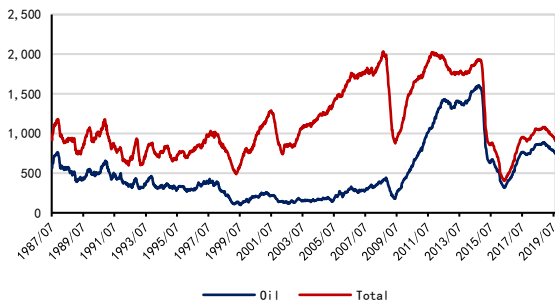


资料来源：美国农业部，中投期货

8月30日，Baker Hughes公布了活跃钻井数据，美国地区活跃钻井数为904座，较前期下降了12座，维持下降走势。与此同时，EIA原油库存近期也呈现小幅回落的态势。但是随着页岩油技术的发展，绝大多数产区的页岩油产量衰减基本达到了60%-80%左右，少量的页岩油产区甚至可以维持在80%以上。可以认为，长期的原油产量能够继续维持当前水准，后期一旦终端需求不振的状况传导到上游，原油大概率会出现累库状况。

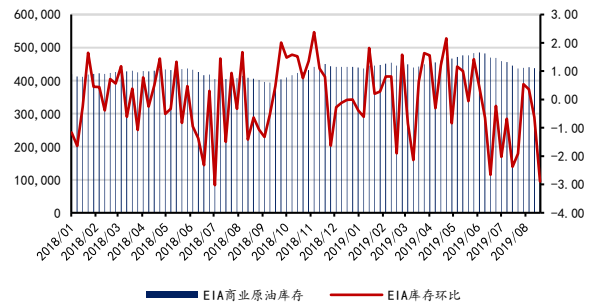
从生产利润来看，有调查报告显示，多数美国的油服企业原油开采的盈亏平衡点在46美元/桶左右，少量的企业可以达到35美元/桶左右。目前美国页岩油主产区的生产成本已经下降至30-40美元/桶，部分产区的生产成本甚至达到了20美元/桶。结合目前的油价可以判断，原油价格如果长期维持在55美元/桶附近，这些企业的生产积极性会被极大的调动，继续增加的原油产量会给油价带来更大的压力。综合来看，原油价格在当前价格下将会呈现易跌难涨的态势。

图表 32：活跃钻井数量延续下降



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：EIA 库存报告显示库存较为宽松



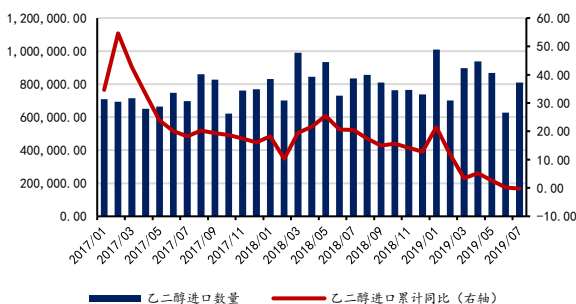
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 乙二醇供给回升库存偏低

从装置角度来看，与上半年相比，目前国内乙二醇装置的整体负荷已经回归历年的合理区间。目前整体装置负荷在 65%附近。其中，煤制乙二醇装置自第二季度的接近 90%左右回归至 60%左右后，并无明显的调整；油制乙二醇装置没有重现 2018 年同期的大幅上涨走势，依然稳定在 70%左右。在经历了近期的装置检修后，9 月份将会有部分装置重新启动，对于市场整体供给会有一些的影响。

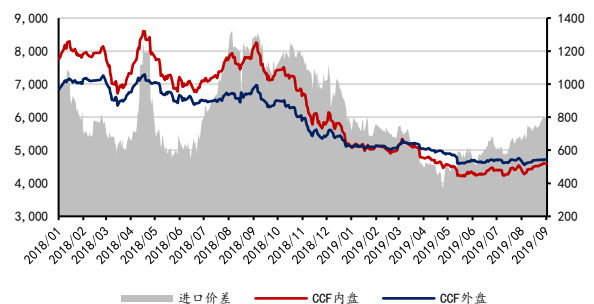
从进口的层面来看，7 月份乙二醇进口量为 81 万吨，同比上涨 14.09%；今年 1 至 7 月，乙二醇累计进口量达到 580 万吨，同比下降 0.25%。考虑到近期华南地区台风频发，乙二醇进口将会受到一定的影响，船运效率会有降低。目前乙二醇华东地区库存总量为 81.38 万吨，从绝对数量来看处于往年同期正常水平，库存驱动并不明显，但是从进口价差角度来看，随着乙二醇价格的回升，进口价差持续回暖。后期如果台风因素影响削弱，乙二醇价格上行压力会快速集聚，乙二醇价格回暖或将结束。

图表 34：乙二醇进口增速处于低位



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：乙二醇进口利润回暖



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

**下游需求难以根本好转**

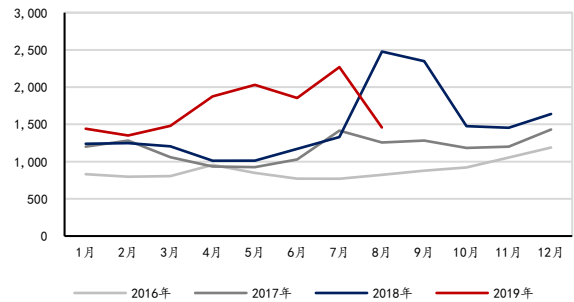
乙二醇供给预期好转的状况下，下游聚酯和终端服装纺织的景气程度却并无好转。终端坯布库存虽然在近期有一定的下降，但是库存规模依然处于历年同期偏高的位置。从下游调研的反馈来看，目前外贸服装企业的生产订单依然较为冷清，很多材料仓库的可用库容十分低，原材料堆积现象严重。在中美贸易摩擦持续背景下，很多厂商对于未来的预期也在不断的降低。终端不景气现象持续，也使得聚酯企业对于原料采购和装置负荷调整十分谨慎。

图表 36: 坯布库存依然处于高位



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37: 聚酯产销率水平偏低



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

在经历了 2018 年产能扩张周期后，目前聚酯产能为 5600 万吨。2019 上半年，聚酯装置新增产能 123 万吨/年。下半年预计聚酯装置新增产能 345 万吨/年，实际能够投放产能约为 295 万吨/年。其中，三季度投放 125 万吨/年，四季度投放 170 万吨/年。2019 年上半年，聚酯产量快速增加，1-6 月份总产量 2400 万吨左右，同比增加 8.4%。聚酯整体现金流被大幅压缩，各产品盈利分化并不明显。瓶片利润随着“禁废令”政策效应的衰减，利润大幅下滑，长丝利润较去年小幅回落。预计随后的时间内，聚酯负荷将会继续调整，乙二醇需求增速长期难以保持较高水平。近期随着乙二醇库存快速回落以及下游聚酯负荷提升，目前现货端受到聚酯工厂采购影响，呈现出脉冲的走势。

**2 总结与思考**

成本方面，原油价格易跌难涨使得乙二醇价格下方的支撑并不强。此外，乙二醇装置的复产以及进口利润的回暖使得现有价格存在一定的向下的调整空间。目前乙二醇库存处于中性偏低水平，下游聚酯行业较为谨慎的采购使得现货价格震荡剧烈。整体来看，乙二醇近期将呈现出区间震荡。

## 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。

20 号胶上市以来，在围绕万元大关的争夺中逐渐企稳。20 号胶实行保税交割和净价交易，10000 元/吨的价位是天然橡胶的生产成本线，因此成为重要的分水岭。从全球天然橡胶供需平衡表看，天然橡胶市场整体处于供大于求刚刚开始向再平衡过渡的状态。就目前来讲，仍表现为供应增速高于需求增速，对价格变化的反应上供应弹性大于需求弹性。在长期历史性底部，天然橡胶产业结构正在进行深度调整。无论橡胶加工厂还是轮胎企业，天然橡胶产业链上下游均处于整合兼并的阶段，淘汰落后产能，提高行业集中度。但就此言底为时尚早，底部并不是某个时间或价格节点，而是一段反复确认的过程。橡胶作为重要的战略物资，大趋势上跟随全球经济增长，自身基本面却又非常疲软。只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观和中观周期向好形成共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来，现在抄底的条件显然不够成熟。

### 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，初期开割率缓慢回升，但近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。

东南亚天然橡胶主产区处于雨季，后期原料供应料将逐渐回升。目前泰国中北部雨水相对偏少，



胶水产出恢复缓慢，而南部产区雨量充沛，割胶活动陆续增多。7月以来泰国橡胶原料收购价大幅下跌，但降雨频率过高时会阻碍割胶作业，令原料价格短暂止跌。马来西亚产区天气良好，原料产出情况正常，产量已经达到旺产季的7成左右。随着供应的逐渐增加，原料收购价格承压走低，但橡胶加工厂的加工利润空间仍十分有限。印度尼西亚产区一直产出不畅，真菌性落叶病害肆虐，南苏门答腊、北苏门答腊、邦加勿里洞、加里曼丹等地区大片橡胶园受灾。印尼农业部官员表示，预计2019年印尼天然橡胶产量较上年的376万吨将下降约15%。三大产胶国总体来看，天然橡胶产量在恢复阶段呈递增态势，雨季期间割胶活动不时会受天气短暂影响，但难改供应增长的大趋势。

其他产胶国方面，越南、柬埔寨产区割胶进度基本正常。7月雨水较多影响割胶作业，8月天气良好产出逐渐恢复。据了解，目前越南3L胶加工成本在1320—1330美元/吨，但中国市场可接受价格仅为1300—1310美元/吨，仍存在面粉比面包贵的现象，导致橡胶加工厂出货积极性偏低。然而，正因为橡胶加工厂库存不多，市场报盘尚且保持坚挺。对于橡胶加工行业来说，加工乳胶相比加工干胶利润更好，鲜胶水多流入乳胶加工厂，而干胶加工厂原料不多。中国是越南天然橡胶最主要的出口国，越南3L胶在中国市场具有明显的价格优势，但今年受海关关税新规的影响较大。市场需求来看，后期随着天气逐渐转凉，下游消费或将有所复苏，下游采购情绪季节性好转。近期东南亚天然橡胶产区原料收购价格震荡向下，受天气影响阶段性小幅波动。四季度天然橡胶逐渐向旺产季过渡，预计未来供应压力有增无减，原料收购价格面临下跌风险。

## 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。

海关发布7月进出口数据，橡胶轮胎出口量保持稳步增长态势。2019年7月中国新的充气橡胶轮胎出口数量为4651万条，同比增长6.8%；1—7月中国轮胎出口量总计2.95亿条，比去年同期增长5.6%。7月中国轿车轮胎出口重量为21.04万吨，同比增加7.82%；中国商用车轮胎出口重量为32.47万吨，同比上升1.57%。近年来，中国轮胎出口环境愈发严峻，美国、欧盟、印度和巴西先后启动对华轮胎“双反”，中美贸易战持续升级，加征关税的商品几乎囊括了所有主要类型的轮胎产品。不过有产业人士认为，中国轮胎出口受到的影响已经逐渐被企业和市场消化。美国此前进行的多轮“双反”已经基本把中国轮胎拒之门外，后来加征关税的实际影响被边际弱化。通俗地讲，在置之死地而后，轮胎外销市场的境遇已经不会更糟糕了。与此同时，中国轮胎企业积极布局海外工厂并开拓新市场，国家出台相应鼓励政策，提高出口退税额度，维持轮胎企业出口的稳健发展。从统计数据上看，7月中国轮胎出口表现意外良好，解释了橡胶走势好于预期的一个原因。

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，新上市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年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年下半年重卡市场累计销量或出现5%—10%的滑坡。

## 进出口

天然橡胶进口市场整体买气不佳。泰国海关公布的数据显示，2019年7月，泰国天然橡胶（包括标胶、乳胶、烟片胶、邹橡胶、复合橡胶及其他）出口量总计28.94万吨，同比减少4.58%，环比下降1.92%。随着主产区供应逐渐恢复，市场预期未来船货仍有一定下跌空间，出于买涨不买跌的心态采购情绪欠佳，拖累泰国天然橡胶出口量。分胶种来看，标胶占出口总量的55%，但占比较上月缩窄；乳胶出口量占27%，占比环比扩大；烟片胶出口量占14%；其他胶种出口量占比相对较少。

7月泰国标胶出口量为15.87万吨，同比增长24.9%，环比下跌11.4%。其中，出口至中国的标胶为9.8万吨，同比增长44%，环比下跌25%。混合胶出口量4.8万吨，同比下降54.7%，但环比增加54.8%。中国海关检查混合胶的政策力度不及预期严格，陆续开始有混合胶顺利通关，导致泰国标胶出口环比减少，而混合胶出口环比增多。不过毕竟混合胶进口仍需海关查验，因此泰国混合胶出口量明显不及去年同期水平。

7月泰国乳胶出口量为7.92万吨，其中出口至中国的数量同比大减54%，环比下降14%。随着泰国全面进入雨季，当地胶水原料产出逐渐增多，但2019年上半年整体产出不畅，供应量恢复相对滞后于往年同期水平。随着中国海南产区供应逐渐恢复，价格低廉的国产胶入市量增加，对进口美金胶市场造成明显冲击。泰国由于前期原料价格坚挺，乳胶船货报盘仍处高位，中国市场接盘意愿较差。中国下游橡胶制品企业利润空间受到挤压，为降低生产成本，尽可能多使用国产及越南乳胶，导致贸易商对泰国货源采购情绪低迷。

7月泰国烟片胶出口量为3.94万吨，其中出口至中国的数量同比骤降69%，环比下滑20%，环比降幅进一步扩大。7月泰国三号烟片胶船货报盘在1830—1980美元/吨，国内市场难以接

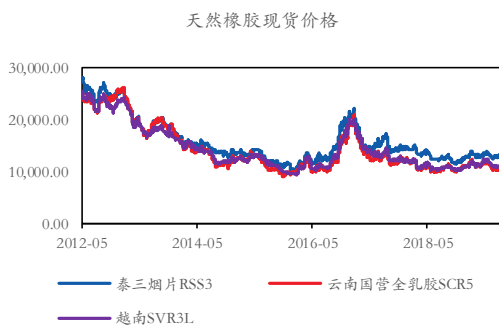
受如此高价，除刚需外少有接盘。

业内人士认为，8月泰国天然橡胶出口量将环比小幅回升至30万吨左右。理论上金九银十下游需求将有所改善，厂商有提前备货的预期，市场补货情绪或出现好转，支撑近期橡胶行情表现偏强。但随着泰国天然橡胶主产区供应的恢复，原料价格将明显走跌，后市不宜盲目乐观。

### 产业政策

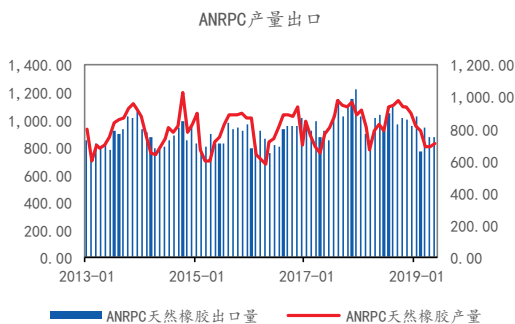
据悉，泰国天然橡胶政策管理委员会决定，遵照泰国、马来西亚和印度尼西亚三国橡胶联盟约定，执行砍伐橡胶树以提振胶价的政策。随着2019年三大产胶国限制出口政策的到期，全球天然橡胶供应逐渐回升，叠加雨季后原料产出自然增长，将对市场构成较大压力。为延缓胶价下跌趋势，三国总共需要砍伐橡胶树62.5万莱，其中泰国应砍伐的橡胶树占比为45—50%。此外，泰国橡胶委员会准备向内阁提议，增加150亿铢预算给农业合作社银行，作为维持橡胶价格稳定的流动资金。泰国农业与合作社部官员呼吁橡胶种植户不必对砍树计划感到恐慌。事实上产胶国每年都要砍伐一定数量的橡胶树来重新翻种，更新种植的面积大约为30万莱，按照三国协定的指标计算，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 38：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 40：ANRPC 产量出口



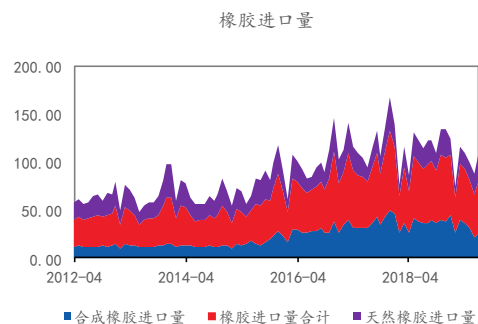
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



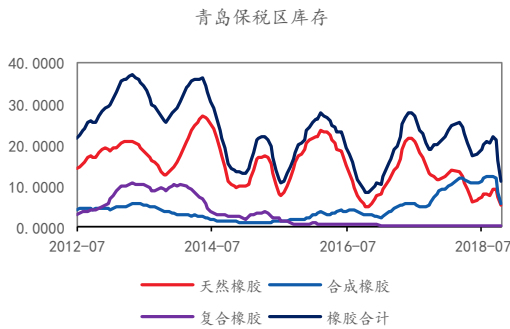
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：橡胶进口量



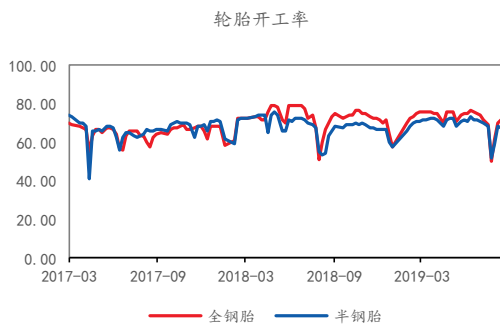
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：轮胎开工率



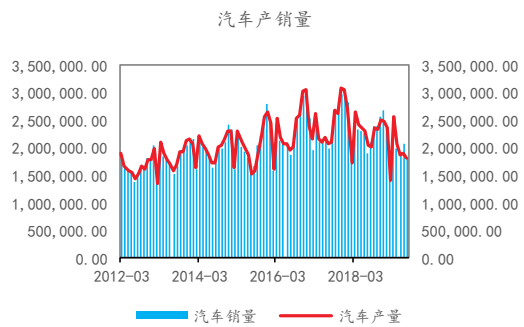
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 45：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°C，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

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：下游纸厂连发涨价函，原纸库存去化明显

### 1 纸浆运行逻辑

近期宏观方便利好消息不断。9月5日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。商务部新闻发言人表示将在此次谈判中力争取得实质性进展，市场解读乐观。国务院常务会议提升国内降息预期，国务院提前下达明年专项债额度，且可申请提前使用。

全球木浆出运量维持高位，中国木浆进口再创新高，整体供应充足。市场对中美贸易摩擦导致的进口自美国漂针木浆加征关税带来的供应影响担忧有限。随着纸浆需求旺季的到来，下游纸厂连续发布涨价函，原纸库存去化明显，双胶纸厂满负荷运营。但是，大型纸厂往往与国外浆厂签订长协购进木浆，小型企业短期内很难消化国内纸浆的高库存。全球主要港口和地区木浆库存维持高位，国内青岛、常熟、保定地区的木浆库存水平也继续累积，对浆价依然有压制作用。

对于纸浆期货价格走势有引领作用的国际浆价止跌企稳，短期来看纸浆的需求有所回暖，4500-4600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：中国对进口自美国的木浆产品加征5%关税

中美贸易摩擦再起风云后，中国进口自美国的木浆也受到加征关税的影响。8月23日中国宣布对美的反制措施，计划对750亿进口自美国的商品分两批加征5%或10%的关税，分别自9月1日和12月15日起实施。而主要的木浆产品在此前加征5%税率的基础上，将自12月15日起再加征5%的关税。按照2018年的数据来看，中国进口的漂白针叶浆中有约18%来自美国，一度引起市场的担忧。不过有两点因素需要注意：第一，纸浆期货的可交割品牌中不包含任何美国品牌的漂针木浆；第二，中美10月将举行新一轮贸易谈判，且商务部发言人标志将在此次的第十三轮中美经贸高级别磋商将力争取得实质性进展，市场对此解读偏乐观。所以，短期来看，在国内木浆供应充足的情况下，市场对于加征关税对国内供应产生的影响担忧有限。

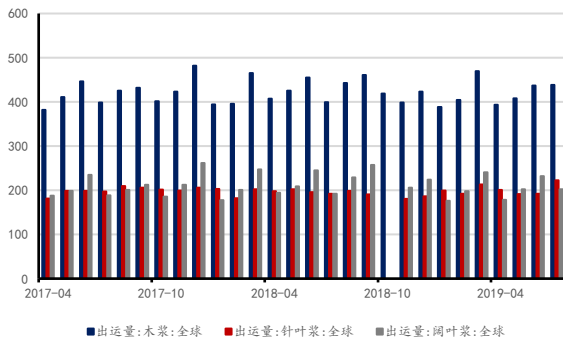
从纸浆产业链来看，上游拥有充分的话语权，国内浆价一直都呈现出跟随国际浆价变动的特点。所以，伴随着国际浆价的止跌企稳，市场还有传闻称9月国际浆价有可能进一步提价，虽然具体情况现在无法确定，但是也可以基本确认国内4500元/吨的价格底部相对夯实。

从纸浆的上游来看，依旧表现出供应充足的状况。2019年7月，全球木浆发运量小幅增加1.9万吨至438.60万吨，同比增加9.84%。其中，全球针叶浆出运量增加30.9万吨至222.80万吨，同比增加15.92%；阔叶浆出运量减少29.3万吨至202.50万吨，同比增加5.47%。总体来说，全球木浆的出运量维持平稳，相较于去年同期有所增加。

7月份国内纸浆到货量继续增加。7月份全国进口纸浆258.00万吨，比上月增加12.1万吨，再创新高。其中，进口漂针木浆75.43万吨，同比增加19.33%；进口漂阔木浆125.97万吨，同比增加61.65%。1-7月份进口1516.80万吨，比去年同期增加92.4万吨。目前来看，木浆

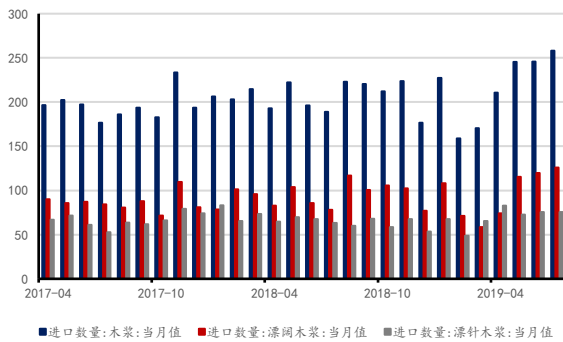
供应压力不减，推高国内库存水平。

图表 46：全球木浆出运量



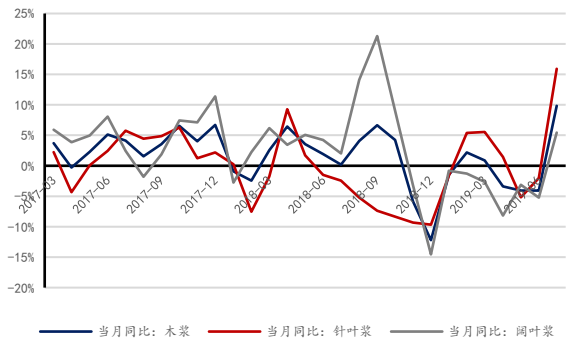
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：中国木浆进口量



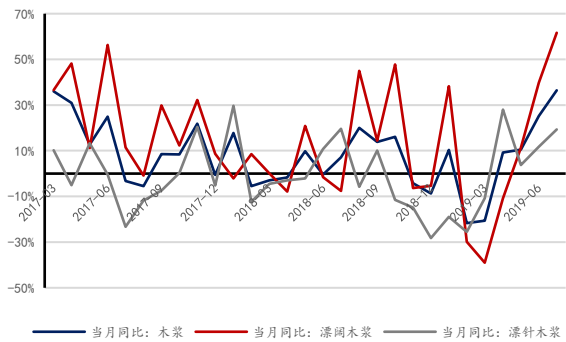
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：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 49：中国木浆进口量当月同比



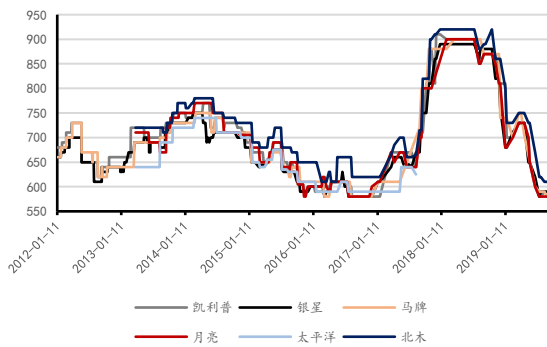
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

基差方面，近期浆价有所反弹，现货价格回调企稳。基差转负，不过整体处于合理区间。

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。

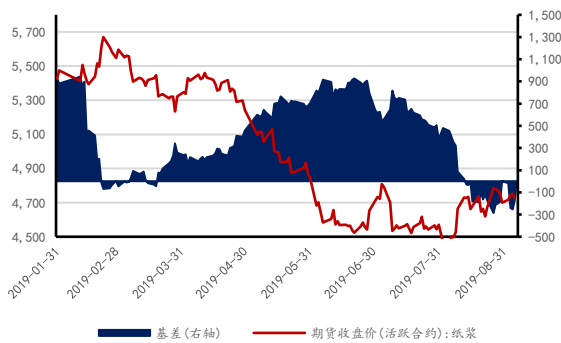
一般来说，针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是，阔叶木浆生产集中度更高，挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元/吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。目前，阔叶浆挺价困难，国内阔叶浆现货价格进一步走跌，针阔叶价差大约 600 元/吨。

图表 50：国际漂针木浆 CFR 现货价



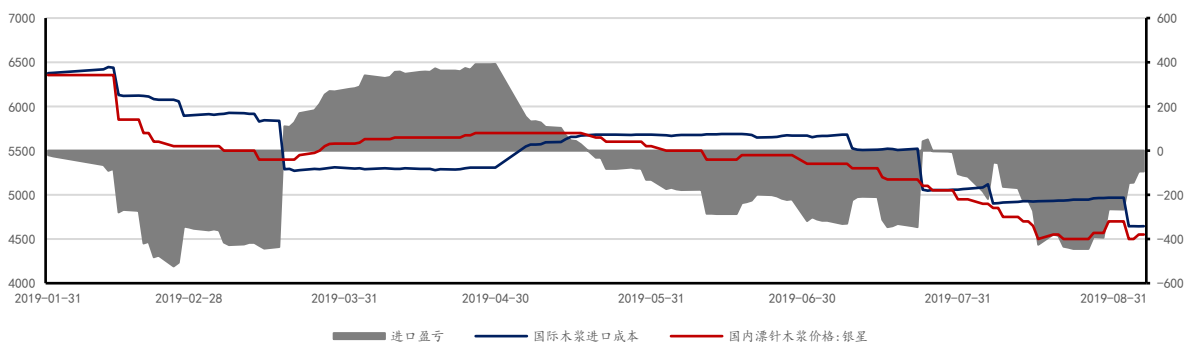
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52：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 54：国内外纸浆现货价差

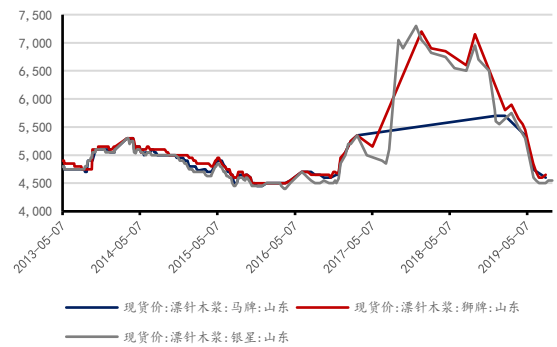


资料来源：万得资讯，中投期货研究所

### 3 下游市场：8月涨价潮后，纸厂9月延续发布涨价函

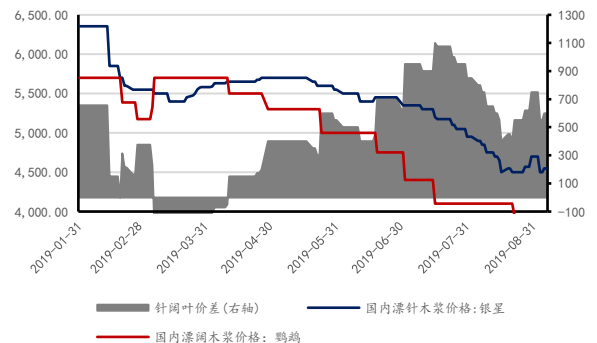
上半年纸浆价格的持续低迷和下游需求的不振对下游纸厂的伤害大于对上游浆厂的伤害，国内头部纸厂利润下降非常巨大。理文造纸8月13日公布今年上半年业绩，截至6月30日，公司实现收入129.47亿港元，同比下跌20.9%；纯利16.80亿港元，同比下跌43.6%。晨鸣纸业披露半年报，上半年营收133.49亿元，同比下滑14.16%；归属于上市公司股东的净利润5.1亿元，同比下降71.43%；基本每股收益0.013元。

图表 51：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 53：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

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。根据市场统计，8月涨价潮最终以97张涨价函落幕。进入9月，包括山鹰、理文、玖龙等龙头延续发布涨价函，截止9月5日已有约32张涨价函发布。

9月3日，山东德派克纸业有限公司发布涨价函：近段时间以来公司成本居高不下连续亏损，9月3日起，所有原纸各等级的销售价格原基础上统一上调100元/吨。9月3日，沙河市太行涂布纸业有限公司发布涨价函：由于原料上涨和环保压力加大而导致生产成本不断上涨，9月3日起，公司所生产的原纸在原基础上每吨上调100元（包括预付款）。9月2日，浙江上游纸业有限公司发布涨价函：受原材料等综合因素的影响，公司成本不断提高，9月3日起，白板纸在现价格基础上上调100元/吨。原有未完成订单也在此调价范围内。9月2日，浙江三星纸业股份有限公司发布涨价函：由于受原材料价格上涨影响导致成本大幅增长，9月3日起，单面涂布白板纸再原价基础上涨100元/吨。原有未完成订单也在此次调价范围内。9月2日，杭州金泰纸业有限公司发布涨价函：受市场与政策因素的影响，以及污水、蒸汽等费用的上涨，9月3日起，我公司成品纸价格再原供应价格基础上上调100元/吨。正大规模开片加50元/吨，特规开片加70元/吨。9月2日，浏阳市天和纸业有限公司发布涨价函：因近期原材料上涨，导致生产成本增加，9月4日起，本厂成品纸价格上涨100元/吨。原有已接未完成的也在涨价范围之内。山鹰纸业：9月3日起红杉箱板纸，T纸，瓦纸各涨50元/吨。江苏理文：9月2日起，全部品种涨50元/吨。天津玖龙纸业：9月2日起，地龙牛卡上调50元/吨。东莞玖龙纸业：9月1日起，地牛、地瓦110g/120g/140g上调50元/吨。太仓玖龙纸业：9月1日起，地龙牛卡纸价格上涨50元/吨。泉州玖龙纸业：9月1日起，地龙牛卡、地龙再生上调50元/吨。

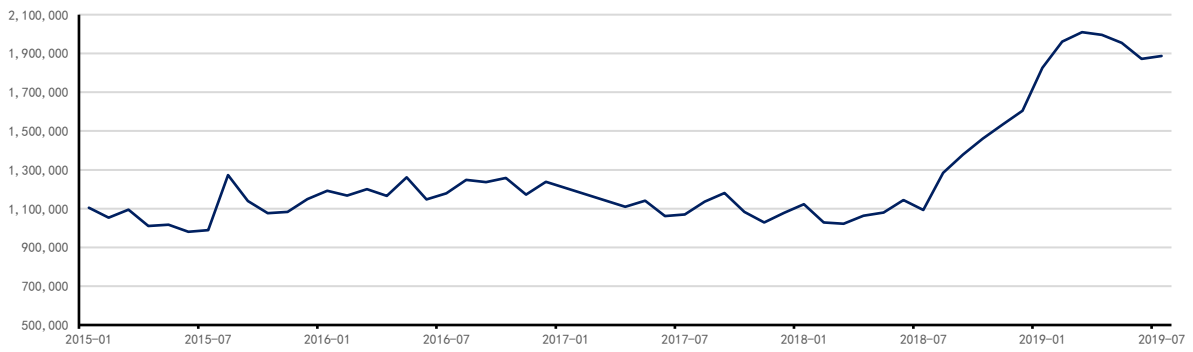
市场有调研称，下游纸厂成品纸的去库存已经基本完结，刚需开始体现，需求相对回暖。特别是对于备货春季教辅资料印刷的双胶纸厂订单充足，不过大型纸厂大部分通过与国外浆厂的长协订单进口纸浆，小型企业短期内很难消化国内纸浆的高库存。

#### 4 库存情况：木浆库存依然处于高位

2019年7月全球木浆港口库存188.68万吨，环比小幅增加0.75%，同比仍然大幅增加72.66%。全球木浆港口库存减少1天至52天，其中漂针木浆库存天数减少3天至40天，漂阔木浆减少1天至63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 55：全球木浆港口库存情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

## 5 结论

宏观方面转暖，纸浆供给依然充足、库存高企，不过下游原纸库存基本去化，刚需开始体现。消费旺季提振需求有所改善。投资者可背靠 4500-4600 元/吨的支撑位，关注需求旺季的反弹机会。



## 油脂油料：中美元首会晤在即，全球豆类市场等待指引

### 1 外部豆类市场分析

#### 美豆优良率持稳，减产形势愈加清晰

美国农业部公布的大豆周度生长报告显示，截止9月1日当周，美国大豆生长优良率为55%，与前一周持平，去年同期为66%。当周美豆开花率为96%，五年均值为100%；美豆结荚率为86%，五年均值为96%。进入9月份，美豆生长进入中后期，但由于春季种植进度延误，当前美豆生长状态较正常年份推迟两周左右。目前市场仍比较担心9月下旬可能出现的霜冻天气会提前种植大豆生长，进而造成美豆产量和质量的下降。美国商品经纪公司福四通国际本周提高美国大豆单产预估值，将8月1日的47.2蒲式耳/蒲式耳预估值提高到48.3蒲式耳/英亩，仍低于美国农业部8月份的美豆单产预估值48.5蒲式耳/英亩，由于福四通预计美豆收割面积将比上月下降，该机构预计美豆总产量将由上月的37.43亿蒲式耳下降到36.61蒲式耳。整体来看，2019年美豆产量大幅下降已经成为市场广泛共识，美豆的最终产量还要看秋季是否会受到霜冻灾害影响。

#### 中美贸易战持续，巴西新季大豆产量预期增加

中美贸易战开打一年多来，美豆对华出口锐减，而巴西大豆则成为中国进口大豆的最大来源国，在中国上半年大豆进口总量中占比达到71%。根据福四通公司的最新数据，巴西2019/20年度大豆播种面积将达到3640万公顷，较上年度增加1.6%。巴西新作大豆产量预计将增至1.2141亿吨，上年度福四通评估的巴西大豆产量为1.1507亿吨。福四通预测2019/20年度大豆出口量同比将增加500万吨达到7500万吨。巴西大豆种植范围广，播种时间跨度较大，部分地区的大豆播种工作将于9月中下旬开始。

### 2 国内豆类市场分析

#### 中美宣布重启贸易谈判，豆粕市场承压大跌

本周四，中美贸易谈判团队高层代表通电话，确定新一轮中美贸易磋商将于10月初在美国举行。尤其是新闻稿中关于“工作层将于9月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备”的表述，大幅改善当前市场对中美贸易前景的担忧。此消息一出，国内豆粕和菜粕期货应声大跌，市场的运行方向无疑将朝向中美贸易关系改善中方扩大美豆进口的预期演进。非洲猪瘟疫情对国内豆粕需求的打压效应仍在持续，如果开放美豆进口，国内豆粕市场供大于求的形势将更加突出。与此同时，南美大豆对华出口贴水报价持续坚挺的局面也会受到冲击，成本端的支撑效果出现松动以及市场情绪的突然变化，均导致粕类市场反弹节奏受挫，进入调整运行状态。

## 油脂板块宽幅震荡，上行阻力依然较大

本周国内豆油市场表现强于豆粕，虽然也受到中美重启贸易谈判消息的打压，但市场抗跌性较好，低位买盘较为活跃，调整幅度明显受限。随着中秋节临近，节前备货将有所下降，预计将推升豆油库存。此外，因进口利润改善，本周三中国至少买入 15 船棕榈油，套保盘对国内棕榈油市场形成压力。整体来看，中美贸易谈判进展和国内豆粕需求不佳仍会影响近期国内油脂市场行情，油厂因较高的大豆进口成本仍会积极挺价，但由于市场缺少新的上涨动力，油脂板块继续冲高或向上突破的概率不大。

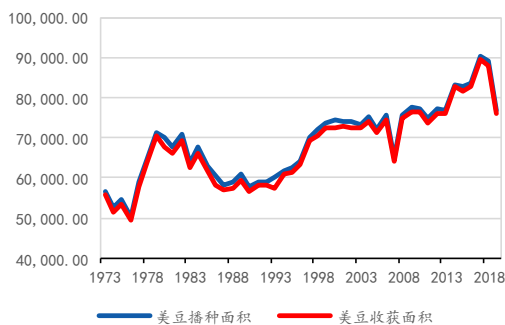
### 3 油脂油料市场展望

中美重启贸易谈判有可能改变中国大豆进口路径，进而影响 CBOT 盘面走势和南美大豆出口贴水报价水平。因此，在中美贸易谈判团队启动工作层面沟通后，市场的交易重点将是中美谈判的进展。当然，随着秋季气温下降，早霜预期也会对美豆盘面起到抗跌作用。

国内豆粕市场阶段性反弹行情再遭阻力，除中美贸易谈判因素外，国内豆粕需求困境也是市场保持相对谨慎的重要原因。虽然国家相关部门采取具体举措努力恢复和扩大生猪生产，即使 9 月份生猪存栏规模触底，带动豆粕需求恢复还需要很长一段时间，豆粕市场也会逐渐试探国内需求变化，同时因为南美大豆进口成本偏高，对豆粕底部的支撑性仍在，多空交织，短期内豆粕市场难以形成持续性行情，宜维持震荡观点短线参与。油脂板块整体较为抗跌，粕弱油强状态较为明显。周五油脂板块持仓大减，上行难度增加，继续追高风险较大，需合理减持多单防止市场再度走弱。豆一 2001 期货合约重回弱势，再度考验低位支撑，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，可维持滚动思路适量参与。

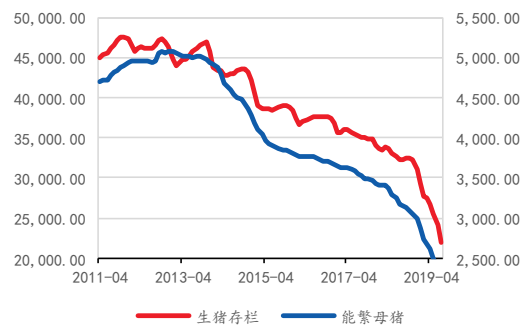
### 4 油脂油料市场主要数据

图表 56: 美国大豆种植收获面积



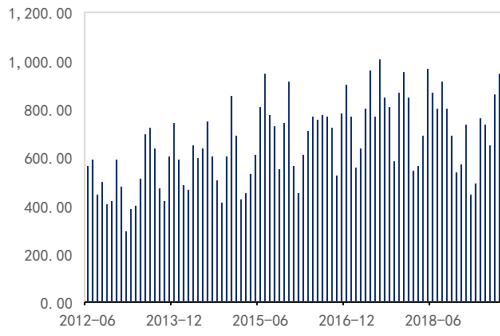
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57: 国内生猪存栏量



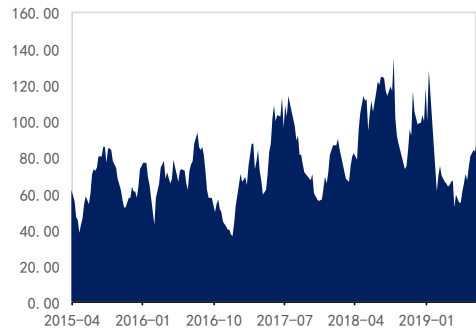
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 58：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：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