

中投期货策略周报 (2019年第36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
wangwancho@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号: F3041660
投资咨询编号: TZ014346
liushen@tqfutures.com

姜云超

从业资格编号: F3043160
投资咨询编号: Z0013934
jiangyunchao@tqfutures.com

吴起睿

从业资格编号: F3053694
投资咨询编号: TN031263
wuqirui@tqfutures.com

宏观策略: 全球经济下行压力加大, 经合组织将 2019 年全球增长预测从 3.2% 下调至 2.9%, 而货币宽松也达到了史无前例的巅峰状态, 整体看经济下行压力加大和流动性极度充裕下资产价格维持高位的情况仍共存, 但商品市场溢价更小。此轮工业品反弹更多受情绪因素推动, 谨防基本面较差品种反弹后回落的风险。

股指期货: 市场情绪仍是短线上涨的主要动能, 预计在经济下行趋势未扭转钱市场缺乏趋势性机会, 更多的以结构性行情为主, 沪指有望在近期逐渐形成新的震荡区间, 建议短线交易者以波段操作思路为主。

铜: 美元高位震荡, 引发市场对全球经济趋弱的担忧。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。

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, 多头未有足够买盘信心下, 锌价上方空间有限。

镍: 镍价经历连续大幅冲高后, 目前处于高位盘整阶段。主导镍价的运行逻辑应该是自产业链上游而下的, 不锈钢库存高企的利空因素短期内仍然难以影响镍价走势。同时, 镍板结构性短缺问题值得重视, 仍然建议投资者关注 2020 年合约回调后的多单参与机会。

黑色金属: 宏观利好逐步兑现, 地产下行预期再次主导行情, 供需关系再次转弱, 价格中长期下行趋势不改, 反弹做空为主。铁矿石中长期供需关系改善, 下游钢材转弱, 到港增加以及港口库存回升, 钢厂补库后在秋冬季限产下短期难有进一步补库, 价格震荡下行。中长期看, 四季度焦化行业去产能, 区域性供需存在失衡可能, 价格有望上涨。短期看下游钢材再次转弱, 焦炭第一轮提涨难落地, 价格将跟随钢材下行。

原油: 原油形势尚不明朗, 市场对消息面较为敏感。无人机袭击造成的实际破坏有限, 但其带来的威胁和恐慌情绪非常显著。油价后市面临诸多不确定性, 诸如胡赛持续袭击, 沙特复产进程, 美国出手干预, 伊朗冲突升级等。宜观察事件影响的持续期限: 如果事态长期发酵超出预期, 不利于原油市场恢复平衡, 预计国际油价重心借此抬升; 若短期相关各方采取措施平抑异常波动, 则应作为单次事件看待而非系统性风险。

聚酯化纤: 综合来看, 沙特装置遇袭事件对于市场的冲击有逐步趋缓的迹象, 前期快速拉升的 PTA 和 MEG 均出现了不同程度的回落。从下游来看, 目前聚酯工厂的开工率已经回升至偏高的水平, 涤纶长丝三个品种的库存却仍然处于偏低的位置, 聚酯工厂对于原料的需求近期呈现偏强的状态。聚酯原料方面, PTA 目前虽然库存偏低, 但是工厂开工率较高, 现货供应暂未出现偏紧的状态; MEG 现货库存同样偏低, 但是后续进口到港量不容乐观。短期内两个品种均有偏强的走势, 其中 MEG 略强于 PTA。

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: 纸浆基本面变化不大, 基于国内大型纸厂多以与国际浆厂签订长协进口纸浆的基本情况, 国内小型浆厂消耗短期内消耗高企的库存水平比较困难。国际浆价止跌企稳带领国内浆价止跌小幅反弹, 纸浆期货价格经过连续 3 个月的低位筑底, 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。

油脂油料: 下周可继续保持震荡思路, 豆粕 2001 合约 2800 元/吨附近的多单可以继续持有, 但高位追多需谨慎。油脂板块冲高回落尚未止跌, 现货需求下降, 远期供应增加可能继续为市场注入调整压力, 原有豆油和棕榈油多单宜离场, 并可适量逢高抛空参与油脂期货调整行情。豆一期货反复震荡, 3400 元/吨对于 2001 合约的支撑性持续有效, 可保持区间震荡思路, 继续在 3400-3600 元/吨区间内顺势参与交易。

目 录

期货市场概况	- 4 -
周度策略：美联储公开反对负利率.....	- 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 财政支出负增长年内财政收支料将保持紧平衡	- 6 -
3 流动性：流动性宽裕 11 月全月未进行逆回购操作.....	- 7 -
4 宏观策略.....	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜：宏观引领铜价走势	- 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：供应压力凸显，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 -
镍：关注回调多单参与机会.....	- 16 -
1 镍价运行逻辑	- 16 -
2 镍的现货价格信息.....	- 16 -
3 基本面	- 17 -
4 总结	- 21 -
黑色金属.....	- 22 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 22 -
2 供需端：产量回升，需求有所回落，库存降幅放缓.....	- 23 -
3 原料端：铁矿石快速回落，焦炭提价难落地.....	- 25 -
4 总结	- 26 -
原油	- 27 -
1 事件概要.....	- 27 -
2 损害评估.....	- 27 -
3 应对措施.....	- 27 -
4 战略储备.....	- 29 -
5 地缘局势.....	- 29 -
6 后市预测.....	- 30 -
聚酯化纤：下游开工率回升，现货价格走势偏强	- 31 -

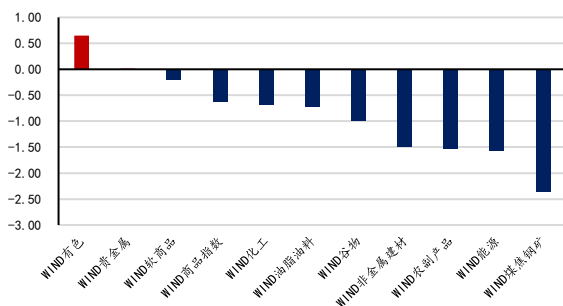
1 基本面分析.....	- 31 -
2 综合分析.....	- 32 -
天然橡胶.....	- 33 -
1 行情概要.....	- 33 -
2 基本分析.....	- 33 -
3 内在逻辑.....	- 37 -
4 总结.....	- 38 -
纸浆：下游纸厂对消费旺季充满期待.....	- 39 -
1 纸浆运行逻辑.....	- 39 -
2 上游市场：8 月纸浆进口稍有下降.....	- 39 -
3 下游市场：规模纸厂连发涨价函.....	- 41 -
4 库存情况：木浆库存依然处于高位.....	- 42 -
5 结论与建议.....	- 42 -
油脂油料：美豆冲高回落，大连豆类品种油粕比值走弱.....	- 43 -
1 外部豆类市场分析.....	- 43 -
2 国内油脂油料市场分析.....	- 43 -
3 油脂油料市场操作建议.....	- 44 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 44 -
免责条款.....	- 46 -

期货市场概况

国内市场涨幅前十 (单位: %)									
菜籽	晚籼稻	镍	铅	菜粕	鸡蛋	豆粕	胶合板	强麦	
3.78	3.34	2.03	0.54	0.31	0.15	0.14	0.00	0.00	

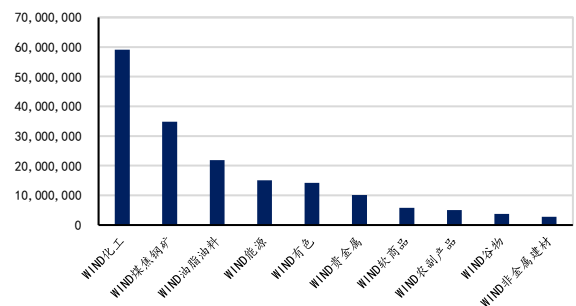
国内市场跌幅前十 (单位: %)									
铁矿石	热轧卷板	螺纹钢	苹果	普麦	焦煤	棕榈油	乙二醇	PTA	纤维板
-5.01	-3.63	-3.56	-3.26	-3.25	-3.21	-2.84	-2.66	-2.65	-2.59

图表 1: 商品板块周涨跌幅



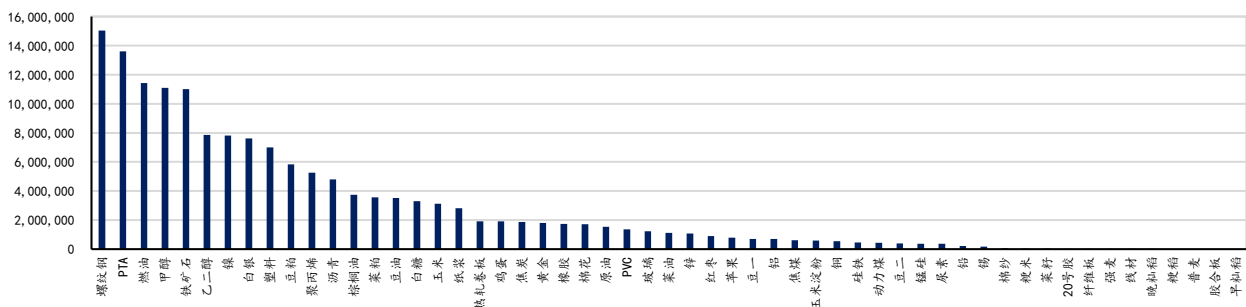
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 商品板块周成交量 (万手)



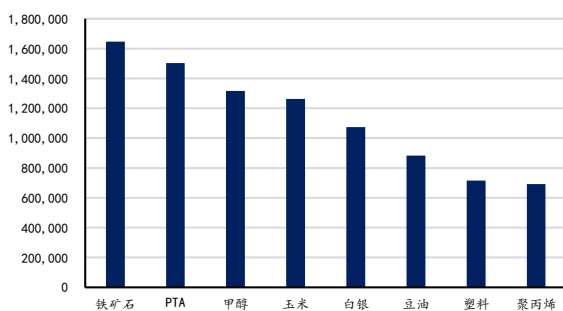
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 国内期货品种周成交量 (手)



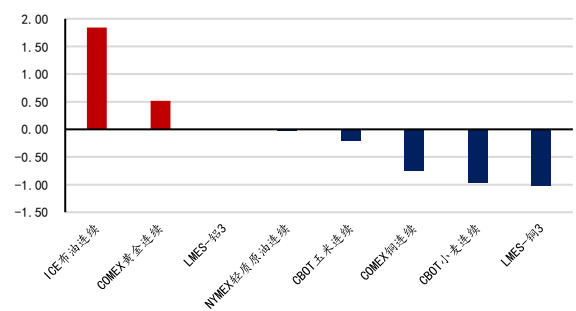
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：美联储公开反对负利率

本周市场反弹后回落，以黑色系下跌和原油类巨震为典型代表。螺纹钢在反弹后大幅下跌，周跌幅近5%，而矿石的最高跌幅达到8%。原油类的波动也较大，美原油在沙特油田遇袭后单日暴涨11%，但是随后在沙特宣布短期内可能恢复大部分产能情况下回吐大部分涨幅，对应的化工类也是大幅波动。基本面最为平静的有色系冲高回落，背后原因是大幅下行的经济数据形成的压力。

本周最重大的事件是美联储降息，美联储如预期降息，但是更多的是预防性的，且美联储点阵图显示未来降息的空间显著收窄，因此此次降息被称作典型的“鹰派降息”，市场的风向标美股表现平淡。由于没有太多超预期的因素出现，全球资本市场也是波澜不惊。

细分美联储的这次政策，有两个方面值得重视，其一是美联储降息的被动型，其二是美联储对负利率的态度。

虽然降息，但是美联储对于未来政策路径的分歧较大：首先，鲍威尔强调经济增长稳健，“适度”的政策行动应该足以维持美国经济增长。鲍威尔为必要时“更多次降息”的可能性留有余地，但强调这并非官员预期情形。其次，美联储调升了对于今年的GDP预测，由此前的2.1%升至2.2%。点阵图中值显示官员认为今年剩余时间和明年将不再降息，基准利率稳定在1.9%，并保持到2020年底不变，2021年将升到2.1%，2022年升到2.4%。

美联储对中美贸易摩擦和宽松政策的互推关系表示出担忧。当前美国财政赤字不断扩大，为了弥补财政亏空，政府只能依靠不断发债。由于市场没有足够的流动性来满足发债的需求，如若流动性不足，将导致利率快速上行。所以在财政发力的同时其实是会倒逼美联储释放更多的流动性。另外，鲍威尔曾表示将贸易政策不确定性纳入货币政策框架是新挑战。这就意味着，贸易摩擦将加大经济下行风险，打开进一步降息窗口。而货币政策的进一步宽松又为特朗普更激进的贸易立场腾挪了空间。因此，美联储首先强调了降息与中美经贸摩擦的关系，进而暗示了过低的利率会加剧贸易摩擦，其被动型已经十分明显。

关于负利率，鲍威尔反对当前肆虐全球的负利率的态度已经十分明显。鲍威尔在9月议息会议中明确表示负利率不是美联储工具箱中的首选，换句话说鲍威尔实际上是不想要美国走向负利率。但是在不扩表的情形下，如果贸易摩擦加剧，全球经济进一步下行，那么最终美国会向负利率发展。在负利率时代渐行渐近的大背景下，美联储可能是全球第一个国家站出来抵抗负利率的趋势，大概率会进行扩表来抑制全球负利率的蔓延。那么美联储扩表的操作是否有效？恐怕鲍威尔也无法确定，但是鲍威尔表态美国的潜在增长率不由货币政策所决定。财政应该做更多。支出多少、赤字有多大以及如何为赤字融资，这些事不需要美联储的建议。

压制工业品反弹空间的仍是宏观数据，8月份的经济数据显示宏观下行压力难解。8月工业增加值同比增速仅为4.4%，比上月放缓0.4个百分点。中美贸易摩擦的冲击继续压制工业生产。8月出口交货值同比下降4.3%，近三年来出口交货值增速首次负增长，这意味着未来我国出口增速将进一步放缓。从行业数据看，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值同比增速回落1.4个百分点至4.7%，这是该行业金融危机以来的最低水平。通用设备制造业零增长，专用设备制造业工业增速降至3.3%。工业生产放缓导致公用事业增加值8月下月1个百分点至5.9%，采矿业增速也明显回落，从上月的6.6%降至3.7%。总之，7、8月两月的工业数据表现当前国内供给侧正在加速萎缩，亟需需求侧发力改善供给侧的需求环境。

房地产仍是经济最强支柱之一。制造业投资增速创新低，但基建投资反弹，房地产投资保持韧性。8月制造业投资增速降至2.6%，比上月下滑0.7个百分点，民间投资增速也将下滑0.5个百分点至4.9%，制造业投资的问题是去年下半年基数过高，若不能采取有力措施稳定制造业投资，年内制造业投资将成为固定资产投资增速的拖累将明显上升。8月统计局口径的基建投资增速为4.2%，较上期反弹0.4个百分点，房地产投资增速为10.5%，仅比上期回落0.1个百分点，销售形势和竣工面积形势的持续改善，有助于融资形势收紧下的房地产投资保持韧性。

整体来看，美联储的降息以及鹰派表态表明全球的利率下行趋势得到一定程度的缓解，这对国内投资者希望央行降息的预期有一定影响。而经济数据的弱势，与经贸摩擦关联度很大，如果10月初的新一轮谈判无实质进展，则四季度中国经济压力将进一步加大。

经合组织将2019年全球增长预测从3.2%下调至2.9%，而货币宽松也达到了史无前例的巅峰状态，整体看经济下行压力加大和流动性极度充裕下资产价格维持高位的情况仍共存，但商品市场溢价更小。此轮工业品反弹更多受情绪因素推动，谨防基本面较差品种反弹后回落的风险。

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20日	9月20日，央行公布最新的月度LPR报价相比于8月的报价仅下行5个基点	本月几次续作过程中，作为LPR的“基础”利率的MLF并未下调，从而使9月1年期LPR报价相对于1年MLF的溢价缩减了5bp。	央行在降息方面非常谨慎
	9月18日	沙特称石油产量将于9月底完全恢复	沙特能源部长称产能损失已恢复50%，9月底完全恢复	原油市场不确定性依然较大，化工类波动可能依然较大
数据	9月16日	8月规模以上工业增加值同比增长4.4%	比上月放缓0.4个百分点。中美贸易摩擦的冲击继续压制工业生产。8月出口交货值同比下降4.3%。	按照工业增加值核算，3季度GDP将进一步下降
	9月16日	8月社会零售增速为7.5%	8月汽车零售同比下降8.1%，是消费下降的主要原因	消费需求低迷的核心原因还是在于就业压力较大的情况，居民消费支出意愿下降。
事件	9月18日	美联储宣布降息25个基点	北京时间9月19日凌晨，美联储宣布联邦基金利率下调25bp至1.75%-2%。	根据美联储的展望和点阵图，2020年降息的概率大幅下降。

资料来源：中投期货研究所

2 财政支出负增长年内财政收支料将保持紧平衡

9月17日，财政部公布数据显示：8月全国一般公共预算收入11,438亿元，同比增长3.3%，前值1.8%，上年同期值4.0%；1-8月累计，全国一般公共预算收入增长3.2%，前值3.1%，上年同期值9.4%。

8月全国一般公共预算支出15,106亿元，同比下降0.2%，前值为增长3.5%，上年同期增长3.3%；1-8月累计，全国一般公共预算支出同比增长8.8%，前值9.9%，上年同期值6.9%。

1-8月累计，全国政府性基金收入同比增长6.4%，前值5.5%，上年同期值31.5%；全国政府性基金支出同比增长30.8%，前值33.8%，上年同期值33.2%。

8月财政收入增速反弹，非税收入延续高增，而受减税政策效果持续显现、相关经济活动增速放缓以及PPI同比涨幅收敛等因素影响，税收收入降幅进一步扩大，各主要税种收入增速普遍下滑。支出方面，8月财政支出增速转负，近期支出增长势头减弱，一方面源于前期支出增速偏快，另一方面也与政策不搞强刺激的导向有关。

短期来看，国内经济增速将稳中趋缓，加之前期减税政策效果将持续释放，财政收入增长将继续面临较大下行压力，由此，未来几个月财政收支料将保持紧平衡。考虑到在房企融资收紧、土地市场降温背景下，政府性基金收入将持续承压，后续基建发力将主要依靠专项债资金以及发挥专项债撬动社会资本的能力。

短期来看，逆周期政策对冲下，国内消费、投资等宏观数据有望低位企稳，但出现明显反弹的难度较大，叠加外需贡献可能趋势性放缓，经济增速或将稳中趋缓。同时，前期减税政策效果将持续释放，两方面作用下，财政收入增长将继续面临较大下行压力，年内大幅反弹的可能性不大。支出方面，7月中央政治局会议定调下半年稳增长重要性提升，但也明确财政政策不会走大幅扩张搞强刺激的老路，财政赤字率大概率不会向上突破。考虑到收入端制约，后续财政支出力度明显加大的可能性较小。由此，未来几个月财政收支压力将进一步加大，加之房企融资收紧、土地市场降温背景下，政府性基金收入将持续承压，后续基建发力将主要依靠专项债资金以及发挥专项债撬动社会资本的能力，这在近期关于专项债的一系列政策安排中已经得到体现。

3 流动性：流动性宽裕 11月全月未进行逆回购操作

19日，人民银行开展1700亿元逆回购操作，中标利率维持不变。与此同时，已经接近3个月没有操作的14天逆回购重出江湖，以满足跨季度流动性需求。

9月份以来，人民银行已经开展多次7天逆回购操作，而14天逆回购操作则要追溯至6月。6月17日至21日，人民银行曾连续5个工作日开展14天逆回购操作，保持银行体系流动性合理充裕，维护货币市场利率在合理区间平稳运行。

对于此次“7天+14天”的逆回购组合操作，人民银行解释称，这是为了对冲税期高峰、政府债券发行缴款、地方国库现金管理到期等因素的影响，维护季末流动性平稳。

利率端看，银行间市场各期限利率均有所上行。20日发布的上海银行间同业拆放利率小幅向上，隔夜和7天利率分别为2.746%、2.731%，较上一个交易日上行0.9个和2.2个基点；14天利率为2.808%，较上一个交易日上行7个基点；一年期利率为3.046%，较上一个交易日上行0.1个基点。

2019年9月20日新版LPR第二次报价出炉：1年期LPR为4.20%，上次为4.25%，下降5个基点；5年期以上品种报4.85%，上次为4.85%，保持不变。以上LPR在下次发布LPR之前有效。

1年期贷款利率在LPR改革之后成本下降明显。央行1年期、5年期以上贷款基准利率自2015年10月24日以来分别维持在4.35%、4.90%，本次报价之后1年期LPR较1年期贷款利差优惠15个基点，而5年期LPR比5年期贷款利差仅优惠5个基点。期限上1年期贷款在LPR机制改革之后成本下降显著。央行数据显示目前中国金融机构各项贷款余额中短期贷款余额占比大约30%，而中长期贷款余额占比大约63%，1年期优惠明显而5年期保持不变，一方面体现了央行渐进式为实体经济降成本，但与此同时央行也考虑到了中国银行体系的自身特点，渐进式为银行降低债务负担而不至于较大压缩银行体系的息差，保证银行推行LPR改革的同时也兼顾银行的稳健经营。

LPR改革市场化贷款利率机制建设，对货币政策的传导机制疏通的效果不是一蹴而就的，未来渐进式调整LPR仍是趋势。中国的社会融资体系依然是依靠占社融大约70%的银行间接融资为主，贷款利率传导不畅阻碍了货币政策向实际融资成本的传导。LPR的改革的目的主要在于疏

通货币政策传导。未来 LPR 报价仍将渐进式调整。

4 宏观策略

全球经济下行压力加大，经合组织将 2019 年全球增长预测从 3.2% 下调至 2.9%，而货币宽松也达到了史无前例的巅峰状态，整体看经济下行压力加大和流动性极度充裕下资产价格维持高位的情况仍共存，但商品市场溢价更小。此轮工业品反弹更多受情绪因素推动，谨防基本面较差品种反弹后回落的风险。

5 股指期货市场分析

本周指数小幅震荡

本周大盘呈现先抑后扬的走势，周二市场在连续四周上涨后迎来较大幅度的回调，但是随后三个交易日震荡回升，沪指本周微跌 0.84，成交量出现一定程度萎缩，显示假日效应逐渐显现。

本周北上资金继续大幅流入，周五北向资金流入 148.62 亿元，创 2018 年 11 月以来单日最大净流入额，尾盘一度净流入逾 310 亿元。具体资金流如下：沪股通净流入 71.37 亿，港股通（沪）净流入暂为 5.14 亿。深港通资金流向方面，深股通净流入 77.25 亿，港股通（深）净流入暂为 3.19 亿。

据标普道琼斯此前公布的计划，1099 只 A 股标的将于 9 月 23 日开盘前一次性以 25% 的纳入因子纳入其指数体系；同日富时罗素将把中国 A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%。由于 21 日和 22 日是周末，所以今天是指数调整前的最后一个交易日。

另外一个增量资金是两融，8 月 19 日两融标的扩容，已运行整月。在此期间，两市融资余额平稳增长，再次接近万亿元，近七成新增标的跑赢大盘。投资者多样化需求得到满足，市场活跃度显著提升。融资余额增长 740 亿元。

数据显示，8 月 16 日两市融资余额报 8822.42 亿元。8 月 19 日两融标的扩容首日，两市融资余额报 8930.47 亿元，比 8 月 16 日增长 108.05 亿元。截至 9 月 17 日，两市融资余额报 9562.46 亿元，比 8 月 16 日增长 740.04 亿元。

从申万一级行业看，8 月 19 日至 9 月 17 日，有 21 个行业实现融资净买入。

下周指数将进入节前效应，预计涨跌幅有限

下周开始，市场将逐渐进入国庆长假前的最后一个交易周，预计在长假前市场交投清淡，呈现明显的假日效应。

10 月市场将正式进入四季度行情，预计市场防御性开始增加。

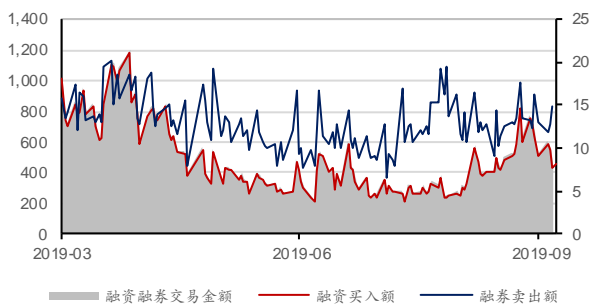
立于当下，经济继续承压，财政收入增速逼近历史低位，四季度政策环境趋暖利于低估值风格。需求疲弱，叠加“房住不炒”异化了传统地产周期，年末前经济依然承压。另一方面，当前财政收入增速已逼近历史低位，财政压力主要来自两方面：一是土地财政受限；二是财政硬约束

在“结构性去杠杆”大环境下依然显著。虽然，当下面临的经济环境及转型压力不同于以往的周期，但四季度“稳增长”的政策环境趋暖，对低估值风格将形成正向反馈

历史上，有3段相似时期，均属于经济较弱环境中财政压力大、地产销售负增情景：2008四季度、2012四季度、2014四季度。在政策环境趋暖的过程中，无一例外，低估值风格都取得了阶段性的超额收益。结合我们在此前周报中的结论，低估值风格反弹的主要原因在于：1. 稳增长政策往往会阶段性扭转市场对低估值板块的景气预期 2. 行情中段，趋暖的流动性环境易催生低估值风格的反弹行情。

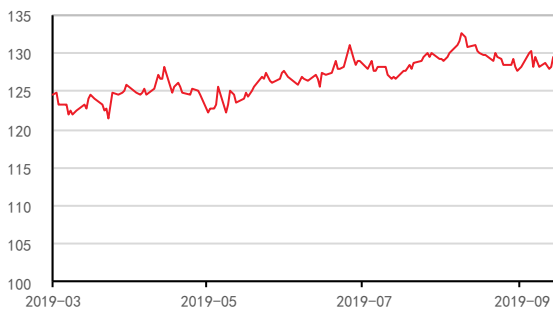
四季度低估值兼带防御板块表现可能较强，预计指数仍将维持区间震荡行情

图表 7：融资融券数据图



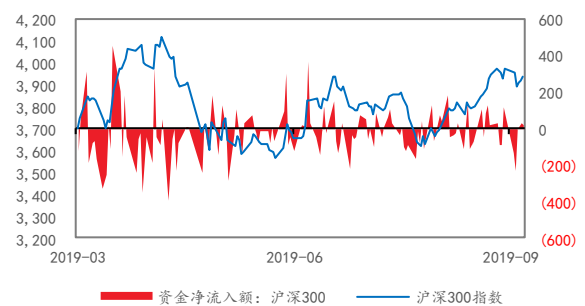
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



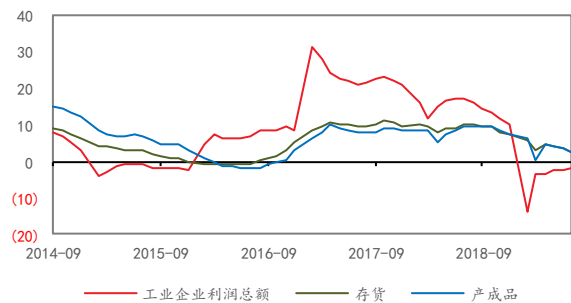
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：宏观引领铜价走势

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1-8月商品房销售面积降幅收窄，销售金额增速回升。新开工持续减速，房地产开发企业土地购置面积下降，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

美元高位震荡，引发市场对全球经济趋弱的担忧。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。

图 11: 全球铜供需平衡状况

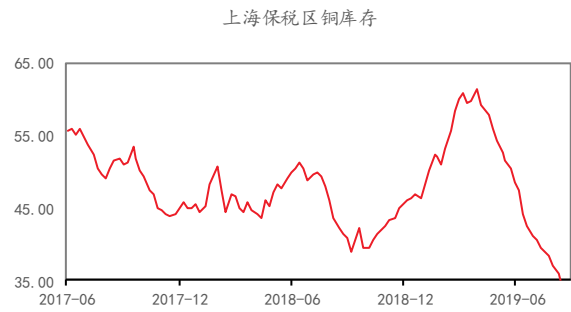
3 铜期货现货数据

图表 11: 长江有色铜价



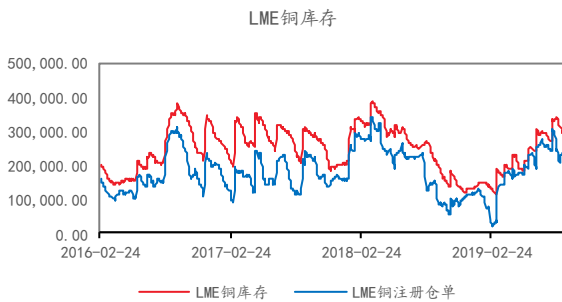
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 上海保税区铜库存



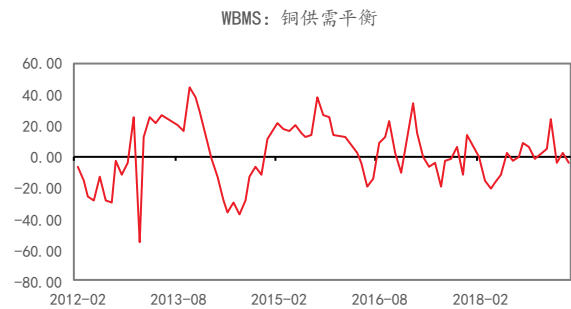
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 13: LME 铜库存



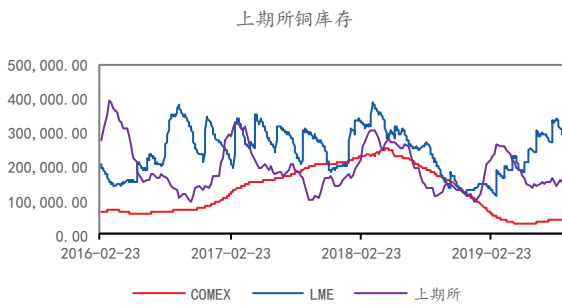
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡



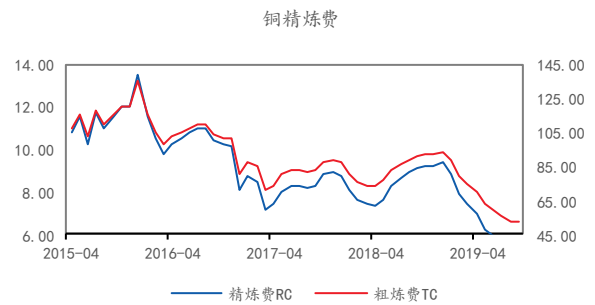
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：供应压力凸显，上方空间有限

1 锌：影响因素

锌矿资源充足

根据 ILZSG 数据 2019 年 1-6 月全球锌精矿产量同比增加 2.5% 至 634 万吨。上半年锌矿增产慢于预期，主要由于中国环保压力仍然较大，矿山复产节奏缓慢。全球除中国以外地区，锌精矿上半年累计增长 6%。随着复产矿山陆续加入，下半年边际增量将显著增加。我们预计 2019 年全年锌精矿增产 65 万吨，增幅约 5%。冶炼产能处于高盈利景气周期，预计高位可持续至 2020 年末。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。

7 月 SMM 精炼锌产量 49.07 万吨，环比 6 月降 0.64%，同比增 20.15%，1-7 月份累计产量 323.2 万吨，同比增 4.24%。从数据上可以发现，国内锌冶炼在 6 月之后边际上产量增加已经较少，7 月精炼锌环比不增反降，由于 2019 年国内除了株冶搬迁以外没有新建产能，仅有 15-20 万吨复产产能现阶段均已复产，冶炼厂复产基本完毕。国内缺乏新建冶炼产能，单月精炼锌 49 万吨产量将维持一段时间。

进口数据较弱于上月

2019 年 7 月国内精炼锌进口 4.02 万吨，同比下降 8.79%，环比下降 29.38%，1-7 月累计同比增加 19.96%。7 月进口亏损有所收窄，但国内供应较 6 月仅微降叠加消费淡季，进口精炼锌需求较 6 月下降。7 月精炼锌出口 1.65 万吨，为年内最高水平，7 月精炼锌净进口 2.36 万吨，环比下降 51.04%。7 月进口亏损收窄，但未导致保税区库存较大流动，较 6 月下降 0.16 万吨。

需求无亮点

锌的下游初级消费领域主要是镀锌、压铸合金、黄铜、氧化锌以及电池。而中国的锌初级消费

结构中，镀锌占据一半以上份额。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。

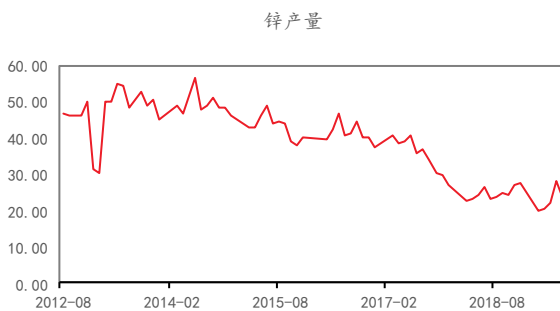
1-8 月汽车产销分别完成 1593.9 万辆和 1610.4 万辆，产销量比上年同期分别下降 12.1% 和 11%，产销量降幅比 1-7 月分别收窄 1.4% 和 0.4%。8 月进入车市产销回升期，环比开始呈现增长，但增幅并不明显，上半年国五车型促销透支影响还未完全消退。汽车产销整体下行压力依然较大。9 月 4 日国务院办公厅印发了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，商务部等部委正在深入开展相关调研，广泛征求汽车行业企业的意见，将会同研究有针对性的政策措施，并适时出台，支持汽车产业高质量发展。国家的有关政策和举措将有助于缓解汽车行业的下行压力，对我国汽车消费起到很好的促进作用。

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，多头未有足够买盘信心下，锌价上方空间有限。

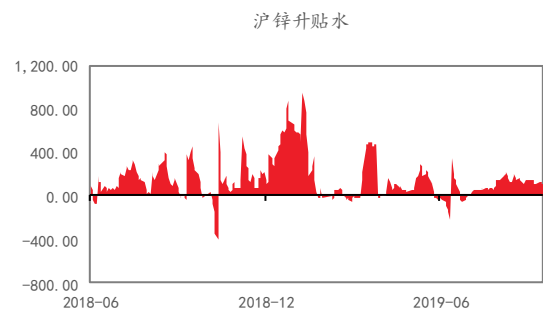
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



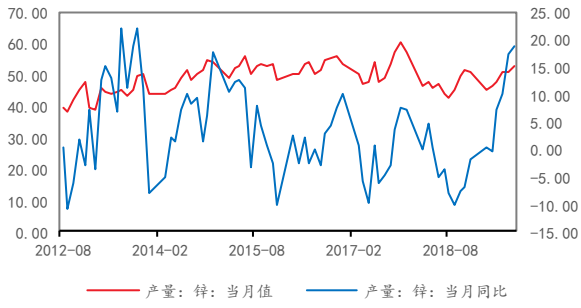
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 18：锌升贴水



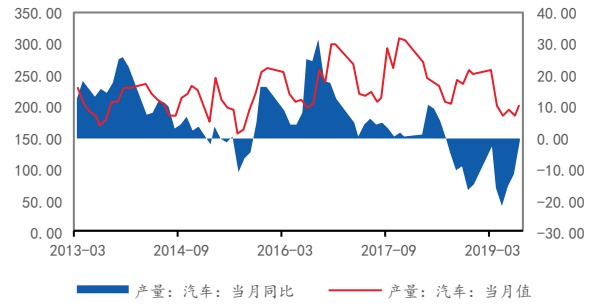
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：关注回调多单参与机会

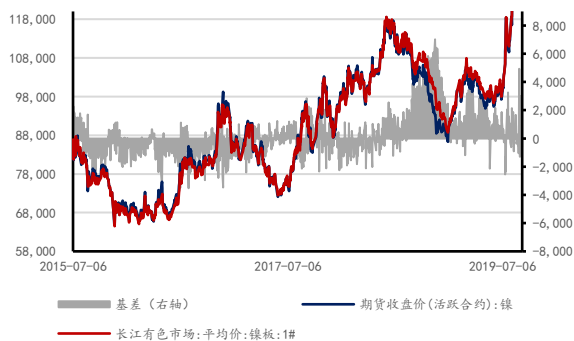
1 镍价运行逻辑

从镍本身的基本面来看，利多因素就是印尼禁矿令的提前落地引发市场对国内镍供应缺口的担忧，利空因素即国内不锈钢库存的持续创出新高。近期，有关禁矿令的炒作有所降温，镍价冲高回落。包括菲律宾、澳大利亚、巴西等多地矿商表示将加大镍矿或镍加工品的产量和出口量。2019年四季度国内对印尼镍矿的抢进口符合预期，近期包括海运费和红土镍矿价格整体上涨。不过目前来看2020年上半年国内镍矿供给仍然不足，印尼、巴西等地去镍铁产能的提速状况仍然属于不确定性因素，因此我们仍然认为2020年中国将出现镍供应缺口。但是不排除后期出现超预期的镍供应增量。另外，近期镍价大涨而不锈钢跟长缓慢，不锈钢库存问题确实短期难以解决。但是不锈钢需求弱势传导到镍价比较困难。因此，近期镍价走势的逻辑应该是自产业链上游而下的，而非需求端主导价格走势。

另外需要注意的是交易所电解镍可交割品的数量再一次出现下降。由于近年镍价的低位运行，电解镍产能几无增量，所以市场出现了镍资源供应充足，但是可交割品结构性短缺的现状。依然需要提醒投资者注意可交割品数量低位带来的风险。

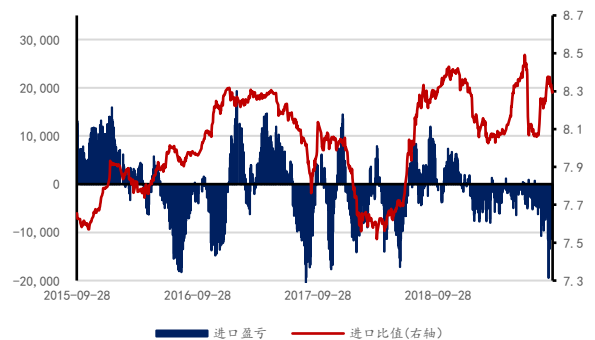
综合来看，按照目前市场上已有的信息进行梳理，我们仍然认为2020年中国将出现镍供应缺口。镍价经历连续冲高回落后，建议投资者关注回调后的多单参与机会。

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

	2019/9/11	2019/8/28	变动	变动幅度
电解镍	143100	125200	17900	14.30%
金川镍	143200	125700	17500	13.92%
俄镍	142950	124700	18250	14.64%
高镍铁	1145	1100	45	4.09%
低镍铁	3225	3200	25.00	0.78%
硫酸镍	31250	28500	2750	9.65%
LME 库存	156,672	150426	6246	4.15%
SHFE 库存	21,015	29404	-8389	-28.53%
沪伦比值	8.06	8.02	0.043	0.53%

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)最新公布的数据显示,2019年1-7月全球镍市供应缺口为7.87万吨。1-6月全球镍市供应缺口为5.55万吨。2018年全年计算的缺口为9.57万吨。

3.1 上游：巴西重启镍矿加工、菲律宾矿企停产延后

8月30日,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。印尼原计划于2022年禁止出口镍矿,这一决定的公布确认了禁矿令提前的消息。并且,结合印尼政府2017年有关于有条件的允许出口镍矿政策,从2020年开始印尼将不再出口任何品味的镍矿。

受此消息提振镍价大涨,连创新高。而其他镍矿出口国也在此消息影响下蠢蠢欲动,拟加大新矿的开采和停产重开来加大镍矿供应。

菲律宾五家矿企停产整顿期被宽限至今年底,矿产与地质局已向菲律宾环境与自然资源部建议取消镍矿石生产商Zambales Diversified Metals Corp和铁矿石生产商Strong Built Mining Development Corp的停产令。

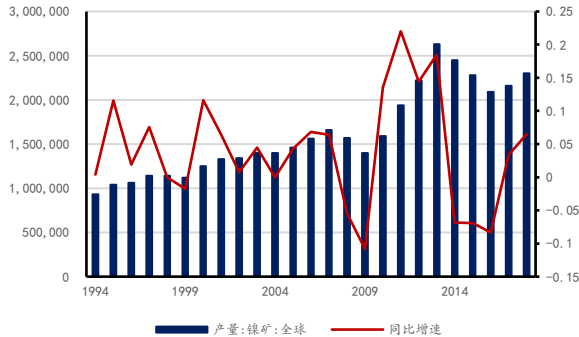
此外,巴西矿产商—淡水河谷公司(Vale)在一份文件中称,巴西最高法院已经授权重启Onca Puma矿区的镍加工,据淡水河谷数据显示,Onca Puma工厂镍年产能为58,000吨,主要为镍铁。印尼某镍铁厂新建投产的4*33000kvaRKEF中的第三条镍铁产线于9月10日点火烘窑,预计9月下旬出铁,影响月产量约600吨金属量。

不过,我们在之前的研究报告中已经计算过2020年在最乐观情况下中国可能存在的红土镍矿缺口仍有约11.5万吨。从目前菲律宾和澳大利亚放出的消息来看,依然不足以补足中国镍矿的供应缺口。另外,新矿山的开采也需要时间的积累,所以我们保持2020年中国镍矿供应存在缺口的判断不变。

7月中国进口镍矿542.13万吨,同比上升18.26%,1-7月中国累计进口镍矿2615.18万吨,累计同比增加15.22%。其中,中国进口菲律宾镍矿352.42万吨,环比上升32.74%;进口印尼镍

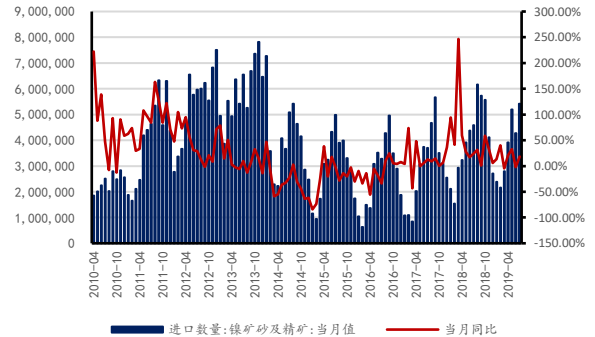
矿 176 万吨，环比上升 19.49%。按照印尼政府禁矿令的要求，预计今年四季度印尼抢出口的现象会比较明显，中国镍矿进口将明显增加。

图表 24：全球镍矿供应增速缓慢回升



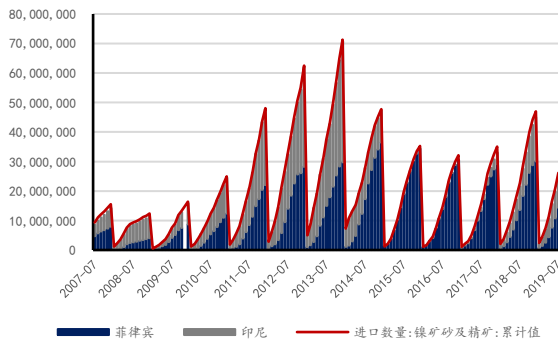
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：中国镍矿砂及精矿进口数量平稳



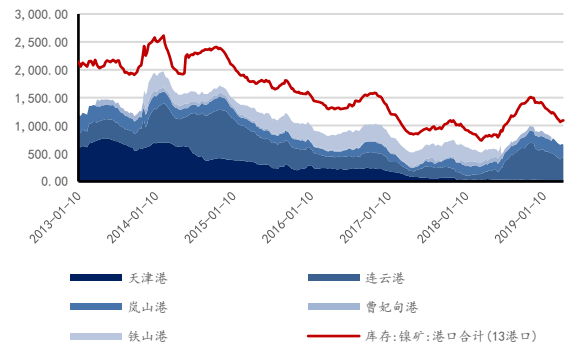
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

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。而印尼禁矿令的目的就在于把更多的附加冶炼利润留在国内，转而出口镍铁、不锈钢等中间品和产成品。虽然从 2014 年印尼政府第一次出台禁矿令开始，大量中资企业赴印尼布局了镍铁产能，但是目前还处于中国镍铁产能下降，印尼镍铁产能上升，两者不断接近的阶段。市场预计 2019 年中国 NPI 产量 58 万镍金属吨，印尼 NPI 产量 36 万镍金属吨。所以，如果想要从镍铁端的供应弥补中国镍资源的供应缺口，印尼镍铁产能需要要超过 50% 以上的单年增长幅度才行。

周三在亚洲镍 (Asian Nickel) 会议上，大型矿企的高层人士则表示，印尼的矿石出口禁令将支持该国的镍加工行业的发展。淡水河谷印尼公司总裁 Steven Brown 称，“对淡水河谷公司而言，在印尼提升我们的产出时一个绝大的机会。”

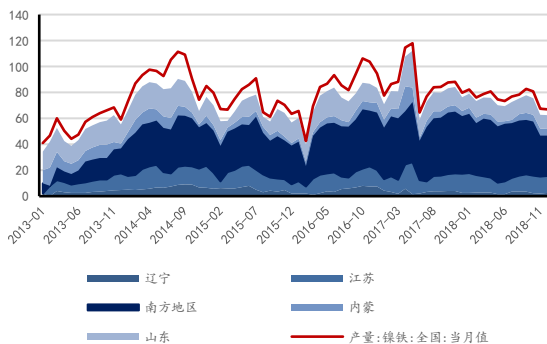
印尼方面表示，禁止出口镍矿石是未来国内迅速扩张的镍生铁冶炼、不锈钢和电动车行业所用的电池级镍工业保留矿石供应。Selby&Co 的总裁 Mark Selb 在参加该镍行业会议时称，“如果我们后退一步，看看这是否是印尼成功的产业政策，我认为答案是响亮的‘是’。“该镍矿石禁

令的结果就是数百亿美元的投资进入印尼，可能比世界上任何其他发展中国家都能获得更多的矿业投资，要知道，矿产资源不是无限的。”冶炼产能在过去的数年中，印尼境内的冶炼产商已经大幅提升了镍生铁、镍铁或其他镍矿石产品的产量。这些产品均主要用于生产不锈钢。而2014年时，印尼的镍生铁产能还计划为空白。印尼国有矿产商 Aneka Tambang 的首席财务官 Dimas Wikan Pramuditho 称，“好的一方面就是，公司旗下更多的冶炼厂将被建设并投产。”他称，该公司计划将镍铁产出在明年进一步提升至 40,500 吨/年，高于目前的 27,000 吨/年，同时 Aneka Tambang 商务总监 Aprilandi Hidayat Setia 称，其计划到 2024 年之前，进一步增加至少 93,500 吨/年的镍生铁产出。有消息人士称，印尼境内最大的镍生铁产商 Tsingshan 明年将增加 100,000 吨镍产出，其目前的镍产出水平在 220,000 吨/年。淡水河谷印尼公司则计划在印尼建设新的镍铁冶炼厂并扩张现有的镍冰铜产能。同时镍业公司还计划在印尼建设数座电池级镍项目，这是因为电动汽车行业需求前景乐观，尽管面临着融资和清洁处理废物以及获得项目运营许可方面的挑战。Tsingshan 与其合作伙伴在印尼拥有总计 110,000 吨(以镍含量计)电池级镍产能，预计在 2020 年年底投产，但主要还取决于当局的许可和融资问题。淡水河谷印尼公司和住友金属矿业公司正在对在印尼建设一个年产能为 40,000 吨的电池级镍项目进行可行性研究。而印尼的 Harita Group 和中国的宁波力勤矿业(Ningbo Lygend)正计划在印尼建设另外一座电池级镍厂。

2018 年，印尼的镍生铁产出已经大幅增加至 261,000 吨/年，行业人士预计到 2020 年将进一步升至 530,000 吨/年。按照市场预计的 2020 年中国 NPI 产能 50 万镍金属吨，印尼 NPI 产能 53 万镍金属吨计算，预计 2020 年中国镍铁总供应量 83 万镍金属吨。

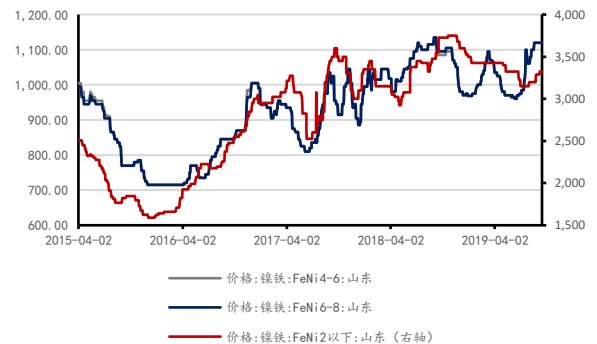
电解镍和硫酸镍方面预计维持稳步增长。2019 年 7 月中国电解镍产量 16216 吨，1-7 月累计产量 113996 吨，累计同比下降 1.07%。7 月我国进口精炼镍减少 294.97 吨至 21297.41 吨。截止 9 月 11 日，LME 镍库存小幅回升至 156672 吨，上期所镍期货库存再次减少至 21015 吨。经历 6 月挤仓担忧后，LME 库存向 SHEF 库存转移的趋势比较明显，挤仓担忧稍有缓解。但是由于镍价的低位运行，今年电解镍产能几无增量，交易所库存整体处于绝对低位。建议投资者持续关注可交割品数量风险。

图表 28：中国镍铁产量增速负增长



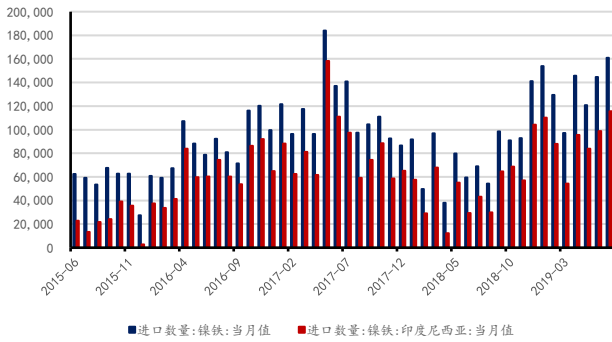
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：中国镍铁价格变化



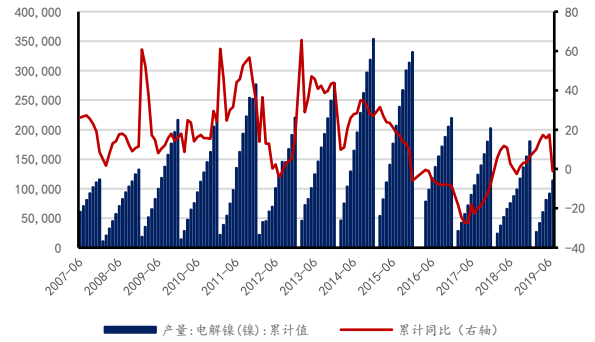
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 30：中国镍铁进口量



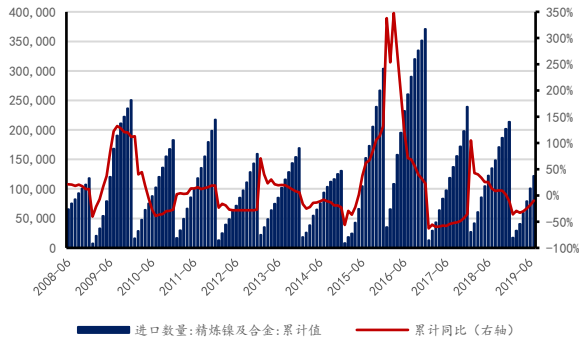
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：中国电解镍产量变化



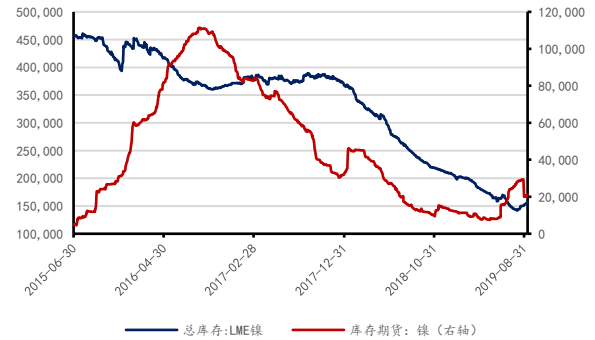
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

8月中国200系不锈钢产量减少1万吨至88万吨，300系不锈钢产量增加2万吨至115万吨，400系不锈钢产量增加2万吨至41万吨。三者合计同比增加19.02%。从产量上看，不锈钢厂基本维持高位。目前不锈钢厂生产利润下降，但是预计9月或将仍然维持较高排产。

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？

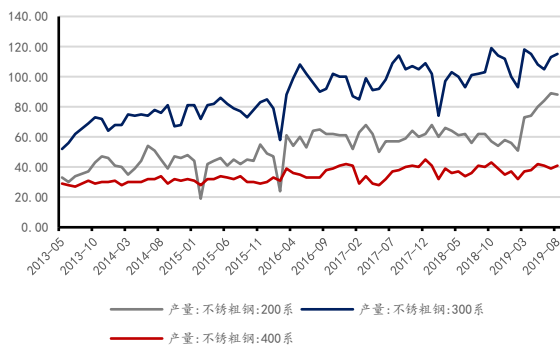
在不锈钢的冶炼过程中，一般来说如果使用镍铁的含镍量较高，那么其中需要添加的纯镍就少，如果镍铁的含镍量低那么就需要添加更多的纯镍。中国所使用的镍铁一般是镍含量较低的国产NPI和进口NPI，所以冶炼不锈钢过程中的镍铁使用比例约为65%，且国内不锈钢的成产成本一般在13000-15000元/吨左右。印尼拥有高品位矿山优势，全产业链布局优势和生产成本优势（电费、人工费），所以冶炼不锈钢的镍铁使用比例约为90%，且生产成本不超过10000元/吨。

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。

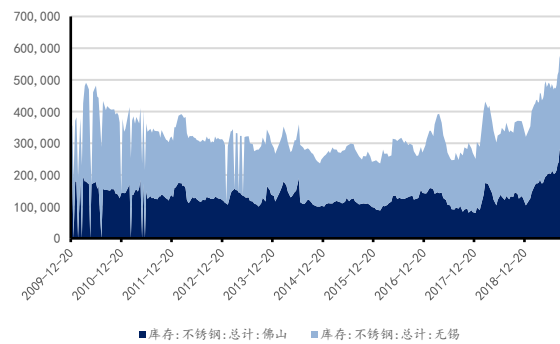
虽然，我们保持对宏观经济走势弱势的预期，不锈钢的需求或许难见明显的改善。但是不锈钢库存高企的现状或许会成为新常态。截至 9 月 6 日佛山地区不锈钢库存 288200 吨，无锡地区不锈钢库存 292200 吨，两地合计同比增加 63.31%。同时，伴随沪镍价格的高位震荡，镍矿和镍铁价格表现的相对坚挺，不锈钢价格稍有回落。截止 9 月 11 日，304L/NO.1 热轧不锈钢板:3.0mm:太钢:无锡报价 15400 元/吨，较上周调降 200 元/吨；304/2B 冷轧不锈钢卷:2.0*1219mm:太钢:佛山报价 15700 元/吨，较上周调降 200 元/吨。

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

综合来看，按照目前市场上已有的信息进行梳理，我们仍然认为 2020 年中国将出现镍供应缺口。镍价经历连续大幅冲高后，目前处于高位盘整阶段。主导镍价的运行逻辑应该是自产业链上游而下的，不锈钢库存高企的利空因素短期内仍然难以影响镍价走势。同时，镍板结构性短缺问题值得重视，仍然建议投资者关注 2020 年合约回调后的多单参与机会。

黑色金属

1 行情分析及市场运行逻辑

本周黑色系品种出现拐点并大幅下行，8月底以来的反弹行情结束。从宏观角度看，随着美联储降息靴子落地，宏观的利好基本全部兑现，国内经济数据下行压力较大；产业层面，最新出台的2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案征求意见稿，在钢铁行业限产方面并未有更严重程度的表述，短期供需角度看，电炉钢有利润情况下短流程复产，螺纹钢产量增加明显，市场担忧需求延续性，周度库存数据降幅放缓，价格下行压力显现。原料端铁矿石整体跟随钢材下行，本周大商所公布铁矿石新交割规则，从2009合约开始执行，增加了交割品牌，市场解读偏利空，供需层面看，本周到港大增，港口库存回升，钢厂进口铁矿石库存补库到中性水平，在下游钢材悲观预期下，铁矿石价格大幅下挫；焦炭方面，在秋冬季限产中提到比较多的是焦化行业去产能，四季度焦炭去产能仍值得期待，短期看焦炭第一轮价格提涨并未落地，在钢材价格下行下，焦炭难有独立行情。

宏观层面，本周公布国内工业增加值、投资等数据，整体下行压力较大。中国8月规模以上工业增加值同比增长4.4%，预期5.4%，前值4.8%；1-8月固定资产投资（不含农户）同比增长5.5%，预期5.6%，前值5.7%；1-8月房地产开发投资同比增长10.5%，前值10.6%；8月社会消费品零售总额同比增长7.5%，预期7.9%，前值7.6%。

美联储9月会议声明宣布将维下调联邦基金目标利率25bp至1.75%-2.0%区间，符合市场中性预期，但在经济形势判断延续整体积极，消费、通胀及就业等核心因素仍然稳健，中期增长预期有所上调；联储内部对于后续降息分歧进一步扩大，鲍威尔对长期政策走势亦无方向性，由此释放偏鹰信号带动市场降息预期回落。国内在9月20日公布LPR报价：1年期品种报4.20%，上次为4.25%，5年期以上品种报4.85%，上次为4.85%。值得关注的是，作为房贷利率定价“锚”的LPR 5年期以上品种利率保持不变，继续体现出决策层“房住不炒”的总基调。据央行规定，国庆假期后第一天（10月8日），房贷利率将参照LPR定价。LPR与当前的首套/二套房贷利率差别不大，甚至还高于部分银行的最低二套房贷利率。

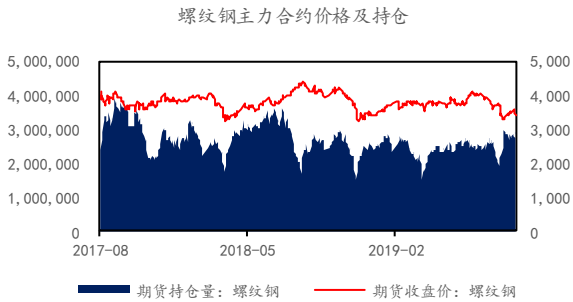
产业层面，最新公布的2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案征求意见稿，时间节点从2019年10月1日至2020年3月31日，涉及范围“2+26”城市加雄安新区，在目标方面要求更加严格，细颗粒物（PM2.5）平均浓度同比下降5.5%（去年3%），重度及以上污染天数同比减少8%（去年3%）。产能淘汰和压减力度方面，2019年12月底前，天津市关停荣程钢铁588立方米高炉1台，河北省压减钢铁产能1400万吨、焦化产能300万吨、平板玻璃产能660万重量箱；山西省压减钢铁产能175万吨、焦化产能1000万吨；山东省压减焦化产能1031万吨；河北省加快1000立方米以下高炉和100吨以下转炉淘汰；河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度4.3米焦炉淘汰工作；河北、山东、河南省要按照2020年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于0.4的目标，加大独立焦化企业淘汰力度；山东、河南积极推进10万吨以下铝用碳素生产线淘汰。错峰生产方面，对重点行业中钢铁、焦化等15个明确绩效分级指标的行业，应严格评级程序，细分分级办法，确定A、B、C级企业，原则上A级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平，在重污染期间可不采取减排措施；B级企业

应达到省内标杆水平，适当减少减排措施。超低排放方面，高标准实施钢铁行业超低排放改造，2019年12月底前，河北省完成钢铁行业超低排放改造1亿吨，山西省完成1500万吨。焦化方面，2019年10月1日起，各地焦化行业全面执行大气污染物特别排放限值，推进5.5米以上焦炉实施干熄焦改造。其他还有扬尘综合治理、应急减排措施等。整体看，在钢材限产方面没有更严格要求，在焦化去产能方面要求较为严格。

生态环境部新闻发言人刘友宾20日在新闻发布会上表示，今年秋冬季，生态环境部将继续联合有关部门和地方，开展秋冬季大气污染防治攻坚行动。此次攻坚行动措施更加强调依法依规，坚决反对“一刀切”，坚决反对“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法。最近个别自媒体把秋冬季攻坚行动和停产停工划等号，这是不符合实际的。环保限产对钢材影响有限。

整体看，宏观层面利好逐步兑现，经济下行压力较大，产业层面供需关系再次转换，价格将承压下行。

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



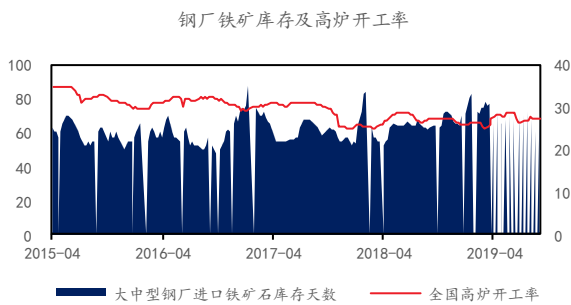
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

2 供需端：产量回升，需求有所回落，库存降幅放缓

8月份生铁、粗钢、钢材产量分别为7117万吨、8725万吨、10639万吨，同比增速分别为7.1%、9.3%、9.8%，产量增幅明显，反应8月份限产不及7月。从产量看，环保对钢材产量影响较小，利润下滑倒逼短流程炼钢开工率下降，是近期钢材产量下降的主要原因，在近期现货价格上涨电炉钢有利润后，电炉钢复产较多。截止9月19日，Mysteel调研全国53家独立电弧炉钢厂，平均开工率为72.55%，较上周增6.02%，产能利用率56.9%，较上周增8.17%；截止9月19日，Mysteel调研全国102家电弧炉钢厂，平均开工率73.45%，较上周增3.81%，产能利用率61.25%，较上周增4.4%。本周螺纹钢产量明显增加，周度增加9.55万吨。热卷周度产量减少7.23万吨，产量下滑一方面为唐山地区11号-15号限产趋严有关，另外与沙钢检修有关。

成本利润角度看，本周末生铁成本2574元/吨，较上周降26元/吨，钢坯成本3202元/吨，近期铁矿石价格回落和辅料价格下行是成本下降的主要原因，螺纹钢吨钢毛利润388元，热卷吨毛利润128元。

图表 38：钢厂铁矿库存及高炉开工率



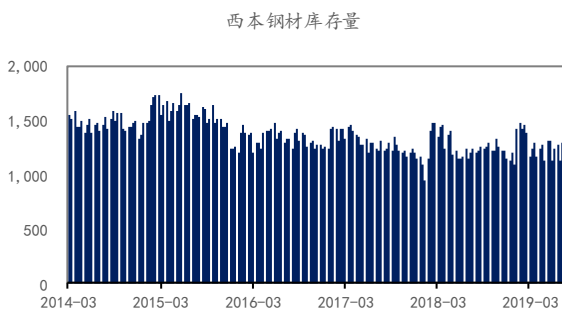
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：全国主要钢材及螺纹钢库存总量



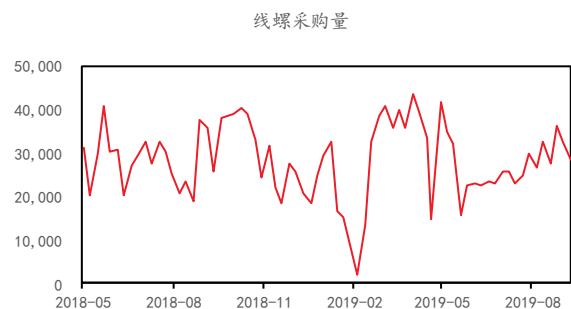
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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，本周库存延续下降，但降幅有所放缓。从主要品种社会库存看，截止9月19日，国内主要钢材品种库存总量为1145.76万吨，环比减少19.71万吨，环比降幅1.69%；国内螺纹钢社会库存量由549.61万吨减少20.71万吨至528.9万吨，环比降幅3.77%，钢厂螺纹钢库存增加0.2万吨；热卷社会库存增加0.87万吨至240.36万吨，环比增幅0.36%，钢厂热卷库存增加1.64万吨。库存连续下降，并且降幅扩大，供需关系进一步好转，利好钢材价格反弹。

需求方面，1-8月份房地产开发投资累积同比增幅10.5%，前值10.6%。分项方面，1-8月份，房地产开发企业房屋施工面积813156万平方米，同比增长8.8%，增速比1-7月份回落0.2个百分点；房屋新开工面积145133万平方米，增长8.9%，增速回落0.6个百分点；房地产销售面积累积同比下滑0.6%。制造业投资累积同比增速2.6%，前值3.3%，延续下滑态势；基建投资增速4.2%，前值3.8%。四季度政策层面加大逆周期调节，基建投资增速有望回升，但房地产延续趋严态势，政策对房地产金融将进行全方位监管，把控楼市资金“水龙头”，其中压降表外资金绕道输血房地产、防止房地产行业占用过多信贷资源将是未来一段时间的监管重点。同时，继北京、浙江近期出台文件整治资金违规流入楼市后，多个热点地区对于银行信贷流向监管细则也在酝酿中，近期有望出台。钢材需求端影响更大在地产，地产中长期下行压力较大，钢材需求端将回落。

季节性需求方面，当前需求呈现转弱趋势，市场对后期需求较为担忧，从钢联日成交数据看，本周日均成交19.45万吨，较上周22.56万吨降幅明显。沪市终端线螺采购数据本周为28600

吨，较上周减少 2070 吨。需求预期再次转弱，供需关系转换。

综合看，宏观利好逐步兑现，地产下行预期再次主导行情，供需关系再次转弱，价格中长期下行趋势不改，反弹做空为主。

3 原料端：铁矿石快速回落，焦炭提价难落地

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡下行，截止 9 月 20 日，普氏 62%进口矿指数报 91.6 美元/吨，较上周降 7.5 美元/吨。

本周大商所公布新的铁矿石交割规则，新的交割制度将于铁矿石 2009 合约开始实施。跟之前的交割规则相比，本次修改规则最大的亮点在于，大商所实施品牌交割，由之前的满足交割指标品种变成品牌交割，其中涵盖品种 PB 粉、纽曼粉、麦克粉、金布巴粉、罗伊山粉、巴混、超特粉、FMG 混合粉、卡拉加斯粉、河钢精粉、鞍钢精粉，引入新的交割规则之后，使得市场可供交割品交割量大幅增加，一定程度上可以降低铁矿石逼仓风险，其次促进基差合理回归。根据测算，当前巴混和河钢精粉是最适合交割的矿种。2009 合约上市第一天跌停，反应市场对交割规则理解偏利空。

上周发货到港数据方面：澳洲巴西铁矿发运总量 2187 万吨，环比上期增加 89.7 万吨，澳洲发货总量 1587.2 万吨，环比增加 81.3 万吨，澳洲发往中国量 1340.6 万吨，环比上周增加 20.2 万吨，巴西发货总量 599.8 万吨，环比上期增加 8.4 万吨。全国 26 港到港总量为 2411.0 万吨，环比增加 634.7 万吨；北方六港到港总量为 1163.8 万吨，环比增加 288.7 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 492.7 万吨，环比减少 32.4 万吨，主流低品澳粉到港 222.0 万吨，环比增加 54.9 万吨，主流澳块到港 234.4 万吨，环比增加 45.5 万吨。

发货小幅增加，到港量增加较多，Mysteel 统计 64 家钢厂进口烧结粉总库存 1616.58，较上周增加 26.27，钢厂补库到中性水平。全国 45 个港口铁矿石库存为 12254.29 万吨，较上周环比增加 309.51 万吨；日均疏港总量 314.23 万吨，较上周降 2.09 万吨。

铁矿石中长期供需关系改善，下游钢材转弱，到港增加以及港口库存回升，钢厂补库后在秋冬季限产下短期难有进一步补库，价格震荡下行。

图表 42：国内铁矿石港口库存



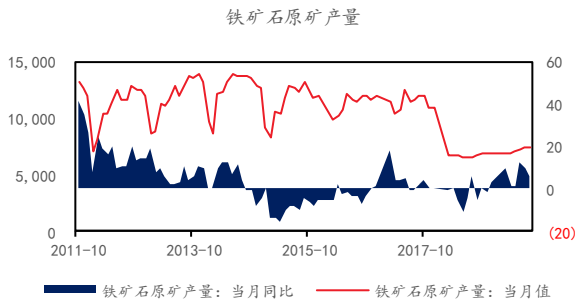
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43：焦炭库存可用天数



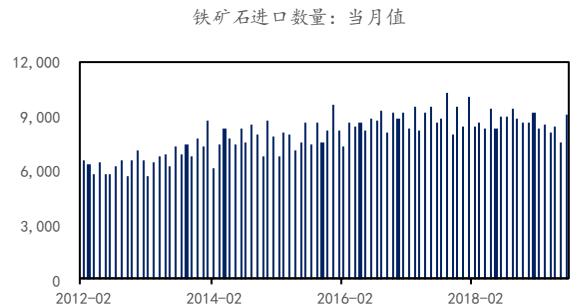
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

焦炭方面，最新公布的 2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案征求意见稿，在产能淘汰和压减力度方面，提到比较多的是焦化行业去产能，2019 年 12 月底前，河北省压减焦化产能 300 万吨，山西省压减焦化产能 1000 万吨，山东省压减焦化产能 1031 万吨，河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度 4.3 米焦炉淘汰工作，河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。焦化方面，2019 年 10 月 1 日起，各地焦化行业全面执行大气污染物特别排放限值，推进 5.5 米以上焦炉实施干熄焦改造。四季度焦化行业去产能仍值得重点关注。

焦化行业第一轮提涨 100 元/吨，但目前尚未落地，在钢材下行下，此轮提涨较难落地。根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 74.53%，下降 0.07%，日均产量 66.66 万吨，减少 0.06 万吨；焦炭库存 88.35 万吨，减少 3.95 万吨；炼焦煤总库存 1443.46 万吨，减少 16.83 万吨，平均可用天数 16.28 天，减少 0.17 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 460.89 万吨，减少 3.26 万吨，平均可用天数 14.61 天，减少 0.09 天。港口焦炭库存总库存 447 万吨，减少 3 万吨。本周焦化开工率基本持稳，近期各区域环保检查依旧频繁，短时限产居多，另外东北地区受煤矿国庆停产影响，部分焦企原料库存较低，有主动限产现象；库存方面本周焦企出货、订单压力有所缓解，从焦化厂、钢厂、港口库存看，整体库存都有下降。

中长期看，四季度焦化行业去产能，区域性供需存在失衡可能，价格有望上涨。短期看下游钢材再次转弱，焦炭第一轮提涨难落地，价格将跟随钢材下行。

4 总结

宏观利好逐步兑现，地产下行预期再次主导行情，供需关系再次转弱，价格中长期下行趋势不改，反弹做空为主。铁矿石中长期供需关系改善，下游钢材转弱，到港增加以及港口库存回升，钢厂补库后在秋冬季限产下短期难有进一步补库，价格震荡下行。中长期看，四季度焦化行业去产能，区域性供需存在失衡可能，价格有望上涨。短期看下游钢材再次转弱，焦炭第一轮提涨难落地，价格将跟随钢材下行。

原油

1 事件概要

据外媒报道，9月14日沙特阿美石油公司（Saudi Aramco）位于Abqaiq的重要石油加工设施以及Khurais油田遭到无人机和巡航导弹袭击。沙特敌对势力——也门胡塞武装宣布对本次袭击负责，作为沙特对也门武力入侵的报复。

事件发生后，沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹表示，出于安全考虑，沙特主动关闭了570万桶/日的原油产能，超过该国原油产量的一半以上，相当于全球原油市场供应总量的5%。事件引发市场风险情绪高涨，周一开盘时引发国际原油价格大幅上涨。

遇袭的两处原油基地对世界能源供应至关重要。Abqaiq地区坐落着沙特及全球最大的石油综合处理中心，该设施并非炼厂，而是将油田产出的原油分离出水、气体、天然气轻烃，再将稳定后的原油输送至港口原油储罐。该厂处理沙特原油产量的近70%并中转前往出口终端，路径上包括沙特及全球最大油田Ghawar和沙特最大的出口港Ras Tanura。此外，Khurais为沙特第三大油田。

沙特新任能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹表示，沙特动用了原油储备保证供应正常，对国际原油市场的供应已经恢复到遇袭前的水平。沙特石油生产将在9月底完全恢复正常，届时产量将回升至1100万桶/日，沙特将继续发挥原油市场稳定作用。该言论引发国际油价应声下跌。

2 损害评估

沙特国防部发言人确认，袭击沙特阿美石油公司设施的是18架无人机和7枚巡航导弹。通过可公开获取的信息，可对本次袭击给沙特石油供应系统造成的实际破坏做出合理推测。

遭遇袭击的两个地点分别是，位于Abqaiq的全球最大原油处理中心，以及沙特第三大油田Khurais。其中，Khurais油田受损程度相对较轻，重点攻击对象是Abqaiq原油处理厂。沙特Abqaiq原油处理中心并非炼油厂，而是原油预处理工厂，基本流程为：处理炉加热—物理分离轻组分—气冷—水冷，作用是将油田产出的原油原液分离出水、气体和轻烃等成分，再将稳定后的原油输送至港口码头的原油储罐或国内炼厂。

根据对卫星照片的分析，沙特Abqaiq原油处理中心厂区内的两大主要原油分离处理区域的大部分装置并未在袭击中受损，仍然保持了一定的处理能力。和遭遇袭击之前相比，受到明显破坏的主要是输油管线、NGL冷凝散热片和轻组分储罐等设施。从照片细节上可见，厂区输油管线多处受损中断，部分NGL冷凝吸热片受到爆炸波及，有四个用于存储原油原液分离出的C2和C3轻组分的圆形储罐被击中并贯穿。沙特短时间内难以修复这些设施，目前基本依靠消耗库存储备维持对外原油供应。

3 应对措施

事发前，沙特原油产量为970万桶/日，原油出口量为660万桶/日，超额完成减产使其积攒了

大量闲置产能。应对措施方面，沙特将从原油储备中拿出一部分补偿给客户，目前沙特战略原油储备约有1.88亿桶，相当于Abqaiq处理厂37天的输出量。OPEC闲置原油产能高达320万桶/日，其中主要为沙特所储备，此外科威特、阿联酋和伊拉克也能够特殊情况下进行快速增产，受制裁的伊朗和委内瑞拉原油供应难以回升。俄罗斯原油产量水平保持相对稳定，未来意向尚不明确。

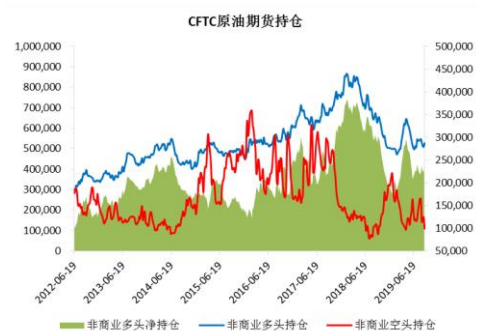
本次事件对国际原油市场的实质性影响，主要取决于沙特后续原油装船出口情况，以及本国部分原油产能是否会长期关闭。由于遇袭的石油处理厂关系到沙特最大油田和出口终端，如果原油生产出口流程能够很快恢复正常，单次事件造成的影响是短期的；倘若袭击的威胁令沙特原油复产受到制约，导致的后果将非常严重。

图表 46：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47：CFTC原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48：美国原油产量



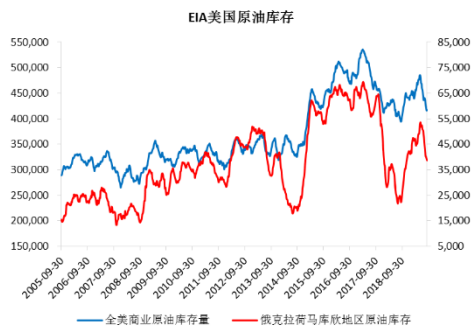
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49：沙特原油产量



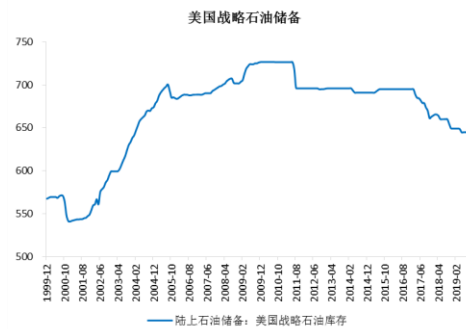
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 50: 美国商业原油库存



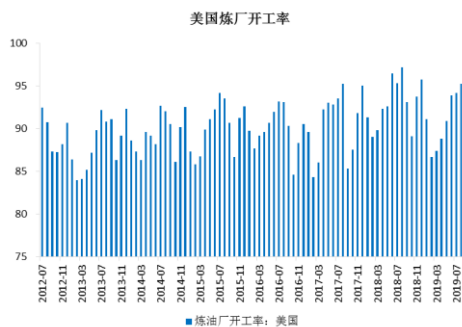
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 51: 美国战略石油储备



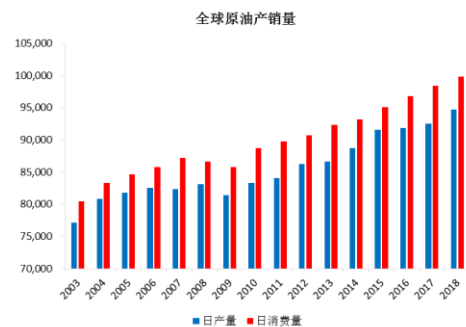
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 52: 美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 53: 世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

4 战略储备

国际能源署（IEA）表示，正在与沙特当局及其他主要的原油生产国和消费国接触，市场可以供应充足的商业原油库存，未来将密切关注沙特局势，如有必要将督促美国和欧盟释放应急储备。

美国能源部表示，将考虑动用战略石油储备（SPR）来平抑市场异常波动。美国已经准备好在必要情况下释放原油储备，政府能源部将与 IEA 合作，以便在需要的时候采取措施稳定原油市场。目前美国拥有 6.44 亿桶战略石油储备，近年来曾因利比亚动乱和飓风哈维登陆紧急使用过，为保证低油价和减轻选举压力，美国总统支持使用这一手段。后市一旦美国释放战略储备，将对油价涨幅形成抑制，美国后续行动需要尤其注意。

美国是当前全球最大产油国，在页岩油技术进步支持下，美国原油峰值产能已经达到 1250 万桶/日，明年有望进一步升至 1340 万桶/日。对页岩油生产商而言，油价大幅上涨无疑将刺激扩产，但现有资本开支水平尚不足以支持短时间内新增大量产能，因此抛售战略石油储备是最简单有效的办法。如果美国未能及时采取行动，油价的风险溢价将持续更长的时间。

5 地缘局势

全球最大的 Abqaiq 石油加工处理设施遇袭，标志着沙特和伊朗针锋相对的地缘政治冲突升级，

使得国际原油价格异常波动的风险大幅上升。本次无人机袭击沙特本土关键设施，暴露出沙特石油生产系统面临打击的脆弱性，其带来的威胁远超实际造成的破坏。

宣称对本次袭击负责的胡塞武装，是一支长期活跃在也门北部的反政府力量，种种迹象表明伊朗是其背后的支持者。伊朗和沙特分属于什叶派和逊尼派执政的国家，而胡塞武装和伊朗同属一派。也门政府军和胡塞武装之间的冲突可视为沙特和伊朗在也门地区的代理人战争，2014 年胡塞武装夺取也门首都萨那，次年沙特率领阿拉伯国家联军对也门发起代号“果断风暴”的军事入侵，战事持续至今。

事件发生后，美国国务卿蓬佩奥随即在社交媒体上声称伊朗策动了此次袭击，但伊朗外交部发言人对该指控予以驳斥。伊朗革命卫队一名高级军官警告称，伊朗已经做好全面战争的准备，美国驻扎在该地区的基地和舰队都在伊朗导弹射程范围内。

机构普遍认为，无人机袭击事件促使市场开始重新评估国际油价的地缘政治风险溢价。未来油价取决于沙特复产进度和地缘政治局势，如果最终解决方式转向报复和冲突升级，原油价格的涨幅将难以预估。

6 后市预测

亚洲原油消费占沙特原油出口量的 70% 以上，沙特暗示通过动用充裕的库存，来保持对亚洲消费国的供应稳定，能够满足主要石油客户的需求。具体来看，沙特阿美通知至少六家亚洲炼厂，石油设施遇袭不会改变 10 月的足额原油供应，不过原油品级或船期可能会有部分调整。从了解到的情况来看，主要买家中印度和韩国炼厂没有出现受到明显影响的迹象。OPEC 秘书长表示，沙特拥有充足的库存，讨论其他 OPEC 成员国是否应当增产为时过早，认为沙特当局对外通报最新复产进度将会平息疯狂的原油市场。然而也门胡塞组织声称，沙特石油设施仍是攻击目标，地缘政治风险可能会长期存在。

原油形势尚不明朗，市场对消息面较为敏感。无人机袭击造成的实际破坏有限，但其带来的威胁和恐慌情绪非常显著。油价后市面临诸多不确定性，诸如胡塞持续袭击，沙特复产进程，美国出手干预，伊朗冲突升级等。宜观察事件影响的持续期限：如果事态长期发酵超出预期，不利于原油市场恢复平衡，预计国际油价重心借此抬升；若短期相关各方采取措施平抑异常波动，则应作为单次事件看待而非系统性风险。

聚酯化纤：下游开工率回升，现货价格走势偏强

1 基本面分析

PTA 成本受到沙特装置遇袭影响波动剧烈

受到沙特原油装置遇袭影响，本周 PTA 成本端产品价格出现了快速拉升后大幅回落的走势，原油价格从 54.85 美元/桶最高上涨至 62.9 美元/桶后快速下行，周五收于 58.13 美元/桶。石脑油价格从 470 美元/吨最高上涨至 575.75 美元/吨，周五收于 520.5 美元/吨。PX 价格从 782.5 美元/吨最高上涨至 849.93 美元/吨，而后快速回落至 809.67 美元/吨。

从价差角度来看，PTA-PX 价差延续下行走势，达到了 1238.93 元/吨，逼近半年以来最低水平，PX 生产利润持续下降至负值，达到了 -10.83 美元/吨，相对而言，受益于 PTA 价格的回落，聚酯工厂的生产利润痴线了稳步提升，目前达到了半年内的最高水平。从价差角度来看，成本端对于 PTA 的支撑依然存在，产品价格下行的压力还是很大的。

PTA 工厂高开工率低库存运行

最新一起的 PTA 工厂开工率为 86.58%，受到恒力高产能装置检修的影响，开工率略有回落。但是目前的开工率状况相对于年内整体而言，依然处于偏高的位置。PTA 工厂的加工差尽管有小幅回落，但是依然对厂商的生产有积极推动。

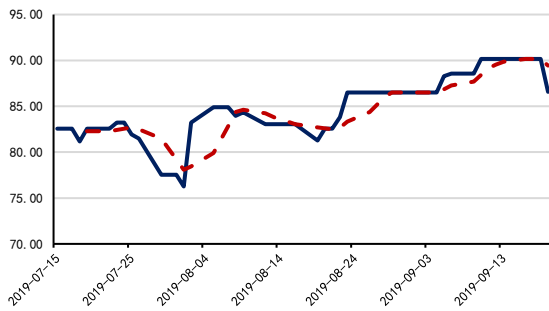
相对而言，PTA 现货库存天数继续维持低位运行。虽然最新一期的数据显示 PTA 库存恢复至 2.5 天附近，但是同年内库存横向比较来看，继续处于偏低的位置。库存对于价格的向上驱动力依然存在。

乙二醇库存偏低进口到港不足

相对于去年而言，今年乙二醇整体的进口数量偏少，最新一期数据显示，乙二醇 7 月进口数量为 81 万吨，较去年同期下降 2.9%，而 6 月乙二醇进口量仅为 62.8 万吨，同比下降 14.1%。乙二醇整体进口数量的下滑叠加近期聚酯工厂开工率上升，致使乙二醇库存下降的较快。最新一期数据显示，乙二醇华东地区总库存为 63.1 万吨，仅为年内最高水平，4 月份的 123 万吨的一半左右。

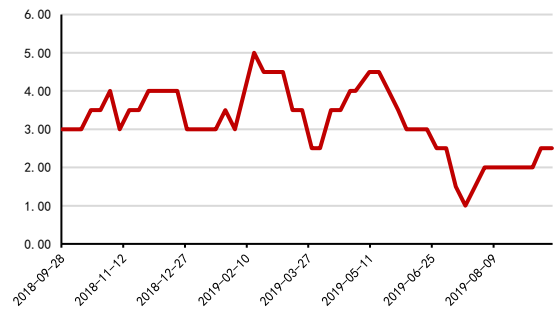
当然，考虑到十一前期，国内煤制乙二醇生产受到一定的限制，产能无法充分释放。乙二醇库存快速下降至偏低水平，叠加乙二醇到港数量不足，以及沙特遇袭事件带来的对乙二醇进口不足的悲观预期，使得本周乙二醇价格剧烈波动。虽然最后两个交易日，乙二醇库存出现快速回落，但是我们依然认为，即便是十一之后国内的煤制乙二醇产能重启，也无法充分满足下游聚酯现有开工率对于乙二醇的需求。因此从库存方面对乙二醇价格的驱动短期内还是处于偏强的态势。

图表 54: PTA 工厂开工率



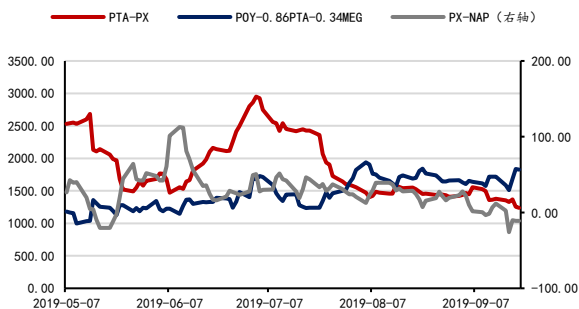
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 55: PTA 库存天数



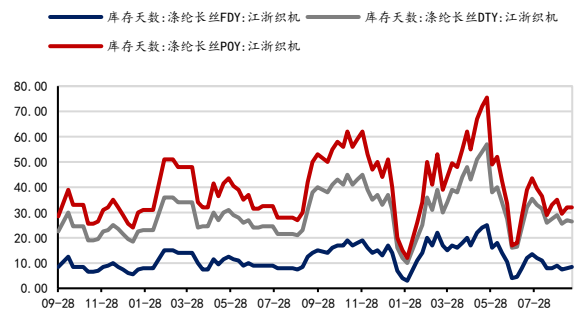
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 56: 聚酯化纤产业链价差



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 57: 涤纶长丝库存天数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

聚酯需求逐步增加

近期，涤纶长丝短纤产销略有提升，聚酯产成品库存出现回落，接近近年来的偏低水平。本周涤纶长丝短纤产销均值为 71.5%，较上周提升 5%。涤纶长丝 FDY 库存 8.5 天，增加 0.5 天；涤纶长丝 DTY 库存 18 天，减少 1 天；涤纶长丝 POY 库存 5.5 天，增加 0.5 天。相对而言，聚酯涤纶各品种的价格均呈现小幅上涨态势。聚酯切片 6800 元/吨，上涨 100 元/吨；聚酯瓶片 6925 元/吨，上涨 100 元/吨；涤纶短纤价格 755.67 元/吨，上涨 263.33 元/吨；涤纶 DTY 价格 9370 元/吨，上涨 170 元/吨；涤纶 POY 价格 7920 元/吨，上涨 185 元/吨。受此影响，聚酯工厂和织机工厂的负荷率均处于高位，最新数据显示，聚酯工厂负荷率 89.19%，江浙织机负荷率 78.5%。预计在库存偏低的驱动下，聚酯工厂开工率还将继续维持偏高的水平，对于原料方面 PTA 和 MEG 的采购近期将会继续保持偏强态势。

2 综合分析

从下游来看，目前聚酯工厂的开工率已经回升至偏高的水平，涤纶长丝三个品种的库存却仍然处于偏低的位置，聚酯工厂对于原料的需求近期呈现偏强的状态。聚酯原料方面，PTA 目前虽然库存偏低，但是工厂开工率较高，现货供应暂未出现偏紧的状态；MEG 现货库存同样偏低，但是后续进口到港量不容乐观。短期内两个品种均有偏强的走势，其中 MEG 略强于 PTA。

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

云南产区天然橡胶产量水平比较稳定，占全国的 50% 以上，其中 90% 集中在西双版纳地区。云南产区单产较高，胶林平均亩产在 100—110 公斤，处于开割期的胶林亩产超过 200 公斤。云南农垦重视橡胶树的施肥等田间管理，保养得当的橡胶树一般可以割胶 35—40 年。西双版纳地区开割季发生高温干旱，进入雨季后又降雨连绵，估计今年橡胶整体将减产 15%—20%。一方面民营橡胶加工厂原料收购不足，另一方面价格偏低打击胶农割胶积极性，局部存在少割、弃割的现象。据悉，因榴莲等水果价格涨势较好，部分民营胶林的割胶工人转向其他作业。相比云南，海南地区种植条件较差，阻碍橡胶单产的提高。由于台风频繁，海南单位面积橡胶树的保存率较低，另外海南的土壤肥力不如云南，因此产胶能力相对低下。海南地区橡胶树种植面积约 800 万亩，其中开割面积 588 万亩，平均单产约为 80 公斤/亩，折合干胶年产量在 42 万吨左右。不利的环境因素导致海南橡胶生产成本较高，当前多数加工厂都面临亏损的局面，实际很多民营胶厂并未开工。国内橡胶产区暂时供应压力不大，今年产出不及往年。

三季度末，东南亚天然橡胶主产区逐渐向供应旺季过渡，但台风和强降雨对割胶进程造成明显影响，雨季原料产出整体受限。8月底台风“杨柳”过境，泰国东北部及北部的26个府出现洪水和山体滑坡等灾情，泰国南部降雨明显增多。东北部和北部地区并不是泰国天然橡胶主产区，当地加工厂生产干胶为主；泰国南部主产区虽未受灾，但连续降雨导致割胶不畅，原料胶水供应偏紧。9月天气开始逐渐转好，但橡胶产量恢复相对延迟，加工厂反映胶水收购量不及往年。除天气因素影响外，由于胶价长期低迷，胶农对橡胶树的施肥保养工作欠妥，造成部分胶园产量降低和干含不足。

印度尼西亚主产区真菌性病害肆虐，大片橡胶林受害减产。印尼橡胶局数据显示，2019年1—7月天然橡胶出口量合计155万吨，比去年同期下降12.7%。9月底印尼巨港一带将逐渐进入停割期，原料供应将更为紧张。马来西亚并未受到台风影响而天气良好，割胶活动基本正常。但近年来橡胶行业不景气，胶农割胶积极性不高，作为三大产胶国的马来西亚已经被越南所赶超。

越南和柬埔寨产区是天然橡胶种植的后起之秀，但三季度产量同样受天气拖累。台风“杨柳”、“剑鱼”相继影响越南及柬埔寨地区，雨水偏多令割胶进程受阻，胶水供应量减少。原料采购竞争明显，胶水收购价格维持坚挺，3L胶生产成本在1330—1340美元/吨。当地工厂无明显库存压力，以交付前期订单为主。今年越南10月船期货源已经颇为紧张，由于现在采购的船期较远，市场担忧后期不确定性较大，贸易商买盘积极性不高。而供应商考虑到货源交付等因素，交投情绪谨慎，现货市场成交较为低迷。

8月下旬至9月上旬，受台风影响东南亚天然橡胶产出短期受阻，原料收购价格坚挺，美金胶市场存在一定支撑。随着泰国主产区天气状况好转，报盘略有松动。根据老胶农的经验，台风会带来丰富的雨水，排除长时间淹水导致橡胶树根腐烂的情形，一旦天气出现好转，胶水产量将会大量释放。尽管不少胶农割胶积极性不高，甚至弃割弃管，但预计9月底原料供应将显著恢复，四季度天然橡胶产量仍然不容小觑。

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。

乘联会发布数据显示，8月全国乘用车市场零售156.4万辆，同比下降9.9%，环比增长5.4%。8月零售同比增速稍低于全年累计增速，1—8月狭义乘用车零售下降8.9%。8月新能源汽车销售7.1万辆，同比下降15.5%，环比增长6%。主要是由于市场结构变化，插电式混合动力车型销量同比大减46%，下滑幅度超出预期较多。8月国内乘用车零售市场表现低迷，验证了二季度国五车清库存造成的透支效应。内外部环境经济下行压力增大，宏观数据不尽人意；房地产重压之下，居民部门高杠杆率抑制消费意愿；受高温和极端天气影响，部分汽车主机厂集中休假；多种因素造成车市淡季新低的出现。不过乘联会也指出，对9月汽车市场表现不宜过度悲观。随着各地车展的开幕，各大汽车品牌主打国六新品，成功推出新车型的概率较高。预期车市的新品增量效应相对可观，产品供给侧对需求端将发挥积极作用。金九银十传统旺季有利于刺激消费，带动产销量的回暖，算是不景气中的起色。

8月重卡市场销量保持微弱增长，好于此前的悲观预期。2019年8月，全国重卡市场销售各类

车型共约7.3万辆，同比微弱增长1.6%，环比7月的7.58万辆下降3.7%。继7月重卡销量同比微幅增长1.5%之后，今年年中传统淡季的市场表现总算差强人意，至少没有在去年同期的基础上进一步下滑。1—8月，全国重卡市场累计销量为80.52万辆，比上年同期的81.82万辆小幅下滑1.6%。前八个月的重卡市场累计销量继续保持小幅回落的态势，降幅没有进一步扩大。尽管重卡市场销量同比结束三连降（4月-3.3%、5月-4.7%、6月-7.5%），但后市金九银十亦或难以达到春节后的旺季行情（2月4.3%、3月7.1%）。8月重卡市场批发销量能够同比不降反增，主要原因并非终端消费好转，而是去年同期基数较低。2018年重卡市场进入年中以后急转直下，淡季销量环比十分惨淡，而今年7—8月重卡市场的订单与上年同期基本持平。目前重卡销量没有严重恶化，对橡胶需求形成坚实的支撑，但应对四季度可能到来的季节性供需失衡有所准备。

重卡市场能够在7—8月传统淡季保持平稳发展，主要原因是各家重卡企业对渠道库存的补充，以及车企和经销商淡季期间大力度促销，一定程度上有助于促进用户的购买。此外，上半年铁路货运量增速不及公路货运量，尽管国家大力提倡公转铁，但目前铁路货运对公路货运的大规模替代效应还不够明显，有利于钢铁、煤炭等大宗货物运输行业对重卡需求的保持。制造业的发展是刺激公路物流车购买需求的主要驱动因素，数月以来国内制造业面临的压力较大，部分细分行业产量和订货量出现减少，上游不景气逐渐影响下游重卡市场。2019年8月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，从5月以来已经连续四个月处于荣枯分水岭下方。综合制造业压力向货运车辆市场的传导，8月重卡市场淡季订单需求实属一般，和去年同期基本持平，主要依靠正常的车辆更新需求，其中包括国三车型淘汰以及部分国四车型的更新。考虑到十一国庆将至，9月华北地区部分行业生产受到限制，对重卡用户购车需求产生一定抑制。第一商用车网预测，9月全国重卡市场销量将出现5%—10%的下滑，四季度重卡行业表现将呈现下降态势。

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。

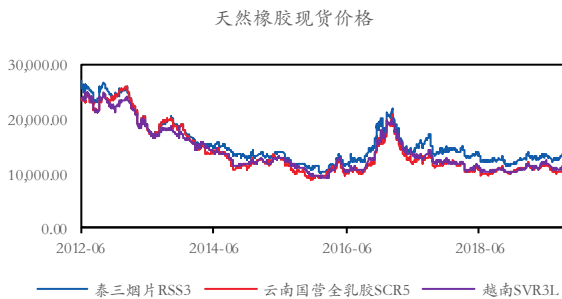
7月泰国乳胶出口量为7.92万吨，其中出口至中国的数量同比大减54%，环比下降14%。随着泰国全面进入雨季，当地胶水原料产出逐渐增多，但2019上半年整体产出不畅，供应量恢复相对滞后于往年同期水平。随着中国海南产区供应逐渐恢复，价格低廉的国产胶入市量增加，

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%，同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。

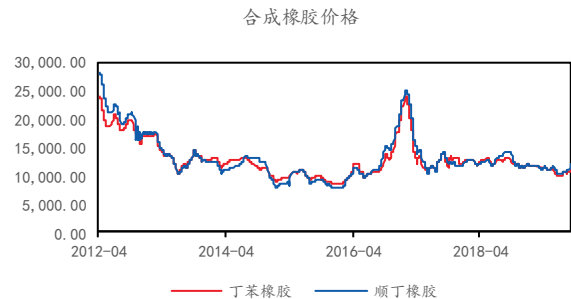
业内人士认为，8月泰国天然橡胶出口量将环比小幅回升至30万吨左右。理论上金九银十下游需求将有所改善，厂商有提前备货的预期，市场补货情绪或出现好转，支撑近期橡胶行情表现偏强。但随着泰国天然橡胶主产区供应的恢复，原料价格将明显走跌，后市不宜盲目乐观。

图表 58：天然橡胶现货价格



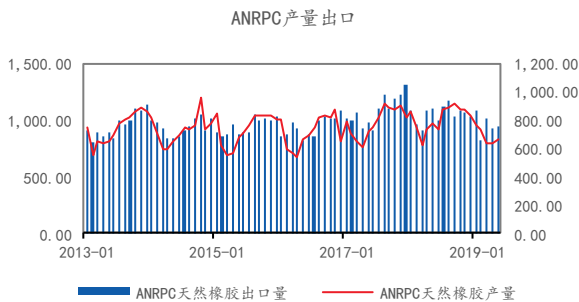
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 59：合成橡胶价格



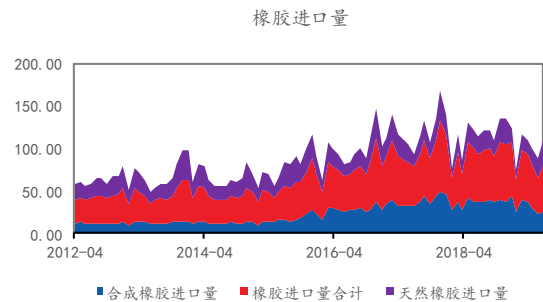
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 60：ANRPC 产量出口



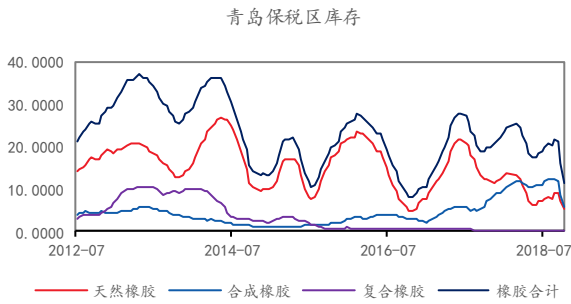
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 61：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 62：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 64：轮胎开工率



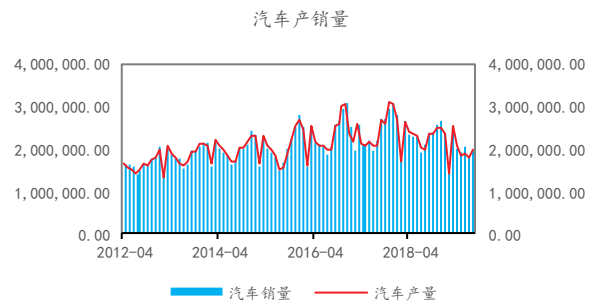
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 63：上期所注册仓单



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 65：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

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。

有泰国高级官员称，泰国政府计划提供 260 亿泰铢（合 8.497 亿美元）作为对胶农的补贴，以改善胶农的收入。如果补贴政策得到泰国内阁批准通过，将令超过 140 万胶农受益，该计划预计实施的时间为 2019 年 10 月—2020 年 9 月。泰国农业部长称，泰国将为部分橡胶产品设定最低售价，其中包括生胶片、乳胶和胶块，泰国政府将为农户提供价差补贴。三大产胶国限制出口政策将在 9 月中旬结束，新出台的措施有望接力维持橡胶市场稳定。

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：下游纸厂对消费旺季充满期待

1 纸浆运行逻辑

近期纸浆市场基本面变化不大，不过对于9月的消费旺季，下游表现出了很大的期待。根据市场统计，8月涨价最终以97张涨价函落幕，截止9月20日，原纸和纸板涨价函已经累计录得154张。根据市场调研，下游各大原纸库存已经明显去化，且双胶纸厂满负荷运营。但是，从下游到上游的价格传导还需要时间。并且，长期以来压制浆价允许的高位库存因素仍待解决，由于大型纸厂一般通过长协直接从国外浆厂购入纸浆，而小型企业短期内很难消化国内纸浆的高库存，预计库存问题短期内将依然存在。

我们一直强调国际浆价对国内的重要引领作用，俄针10月外盘海运报价涨10美元至600美元/吨，止跌且稳明显。纸浆期货价格经过连续3个月的低位筑底，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：8月纸浆进口稍有下降

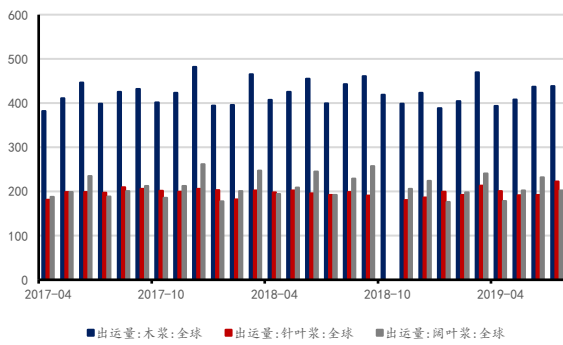
中美贸易摩擦再起风云后，中国进口自美国的木浆也受到加征关税的影响。8月23日中国宣布对美的反制措施，计划对750亿进口自美国的商品分两批加征5%或10%的关税，分别自9月1日和12月15日起实施。而主要的木浆产品在此前加征5%税率的基础上，将自12月15日起再加征5%的关税。按照2018年的数据来看，中国进口的漂白针叶浆中有约18%来自美国，一度引起市场的担忧。不过有两点因素需要注意：第一，纸浆期货的可交割品牌中不包含任何美国品牌的漂针木浆；第二，中美10月将举行新一轮贸易谈判，且商务部发言人标志将在此次的第十三轮中美经贸高级别磋商将力争取得实质性进展，市场对此解读偏乐观。所以，短期来看，在国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

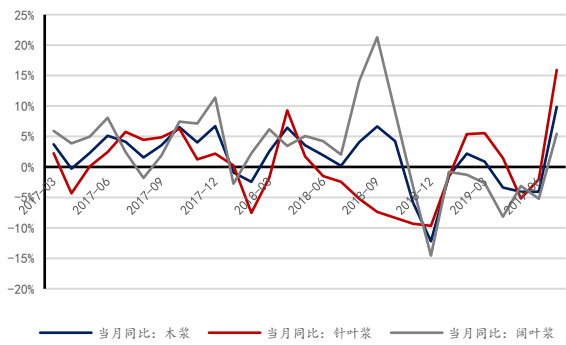
8月份国内纸浆到货量稍有下降。8月份全国进口纸浆247.7万吨，同比增加11.03%，环比减少3.99%。1-8月我国累计进口纸浆1764.2万吨，同比增加7.12%。

图表 66：全球木浆出运量



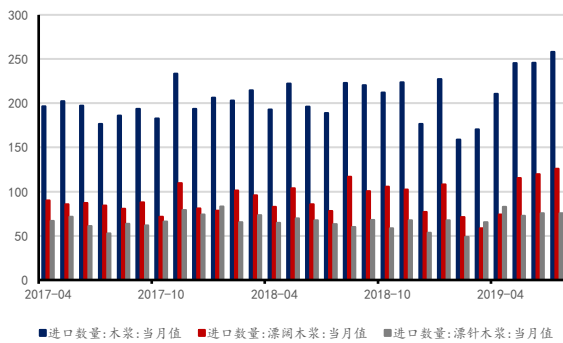
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 67：全球木浆出运量当月同比



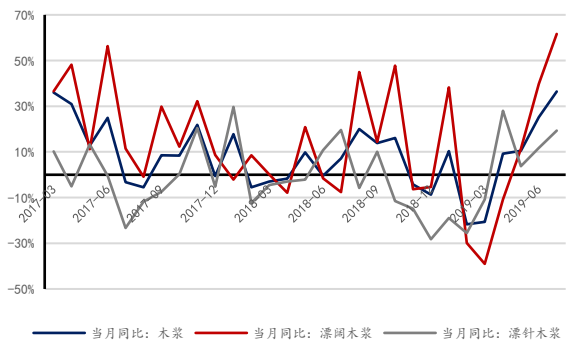
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 68：中国木浆进口量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 69：中国木浆进口量当月同比



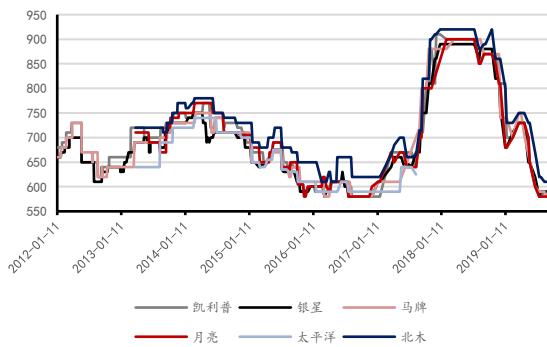
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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。

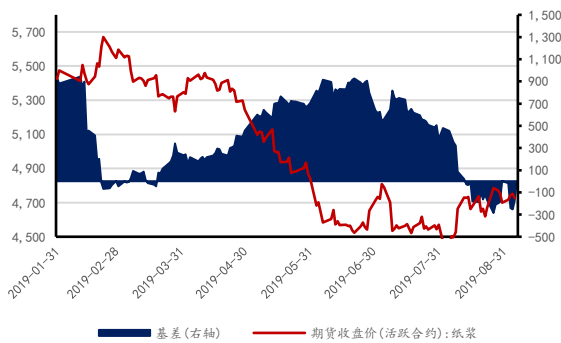
一般来说，针叶木浆的价格会高于阔叶木浆。但是，阔叶木浆生产集中度更高，挺价议价能力较强。纸浆期货上市初期，国内针阔叶价差超过 600 元/吨。随着期货盘面价格的下跌，国内漂针木浆价格下跌的幅度大于漂阔木浆价格的下跌幅度，价差不断收窄。目前，阔叶浆挺价困难，国内阔叶浆现货价格进一步走跌，针阔叶价差大约 600 元/吨。

图表 70：国际漂针木浆 CFR 现货价



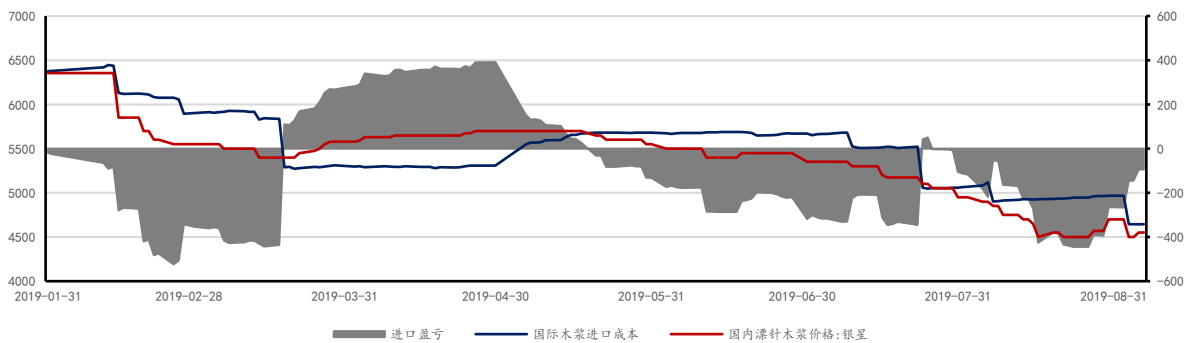
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 72：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 74：国内外纸浆现货价差



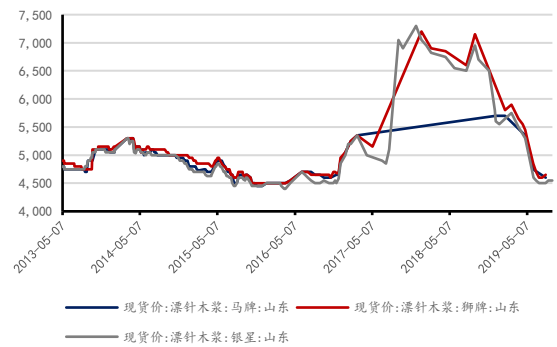
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

3 下游市场：规模纸厂连发涨价函

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。

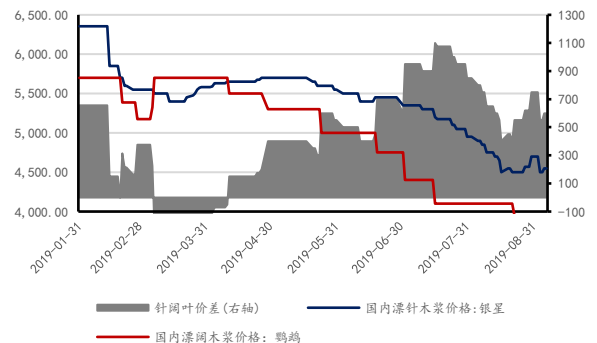
前期的涨价主要集中在小型纸厂，无论规模和数量都比较有限。但是进入9月以来，纸业龙头

图表 71：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 73：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

纷纷加入涨价行列。9月17日起，玖龙、理文等多家规模纸厂迎来新一轮涨价，涨价幅度在30-50元/吨。9月19日，安徽山鹰、浙江山鹰纸价上涨50元/吨，这波涨价潮终于集齐玖龙、理文、山鹰三大巨头。此外，又另有29家纸厂加入涨价行列。9月20日，又6家纸板厂宣布涨价。据市场统计，9月以来原纸、纸板涨价函已多达154张。另外，有东莞金田纸业发布停机函，10月1日至7日全厂停电。

9月以来，以瓦楞纸、箱板纸为代表的品种纸价出现普涨，龙头纸企带头接连发布多份涨价函。据悉，部分造纸企业9月以来调价幅度超过100元/吨，主要集中在浙江、河北、福建等地区，涉及原纸、瓦楞纸、纱管纸等多个品种。

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 75：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 结论与建议

纸浆基本面变化不大，基于国内大型纸厂多以与国际浆厂签订长协进口纸浆的基本情况，国内小型浆厂消耗短期内消耗高企的库存水平比较困难。国际浆价止跌企稳带领下国内浆价止跌小幅反弹，纸浆期货价格经过连续3个月的低位筑底，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。

油脂油料：美豆冲高回落，大连豆类品种油粕比值走弱

1 外部豆类市场分析

美豆优良率符合预期，霜冻威胁基本解除

美国农业部公布的大豆周度生长报告显示，截止9月15日当周，美国大豆生长优良率为54%，较前一周下降一个百分点，去年同期为67%。当周美豆结荚率为95%，五年均值为100%；美豆落叶率为15%，上年同期为50%，五年均值为38%。美豆整体生长进度仍较正常年份落后十天左右。本周美国大豆主产区气温回升，对大豆作物成熟较为有利。天气预报显示未来两周内美国中西部大部分地区气温高于常年水平，前期市场对霜冻影响美豆产量的担忧基本解除。美豆即将进入收割期，如果美豆收割期不出现连雨天气，本年度天气对美豆行情的影响基本结束。

美国农业部报告调低美豆单产和总产

美国农业部9月12日公布大豆月度供需报告显示，美国大豆单产为47.9蒲式耳/英亩，较上月预测数据下调0.6蒲式耳/英亩，单产同比下降3.7蒲式耳/英亩，降幅为7%，显示2019年美豆严重的种植延误对单产造成了明显的影响。美国农业部预计2019年美豆总产量为36.33亿蒲式耳（9887万吨），同比下降20%，主要是由美豆播种面积和单产双降共同所致。受产量大幅下降影响，美国农业部连续调减美豆期末结转库存，本次报告预计2019/20年度美豆库存为6.40亿蒲式耳（1743万吨），上年度曾高达10.05亿蒲式耳（2736万吨）。美国农业部对美豆产量的评估与其他机构略有差别，但2019年美豆产量大幅下降已经成为各方共识，有部分机构认为美国农业部将根据收割实测数据继续调低美豆单产和总产量。对于即将进入播种期的南美大豆，美国农业部预计阿根廷和巴西大豆产量分别为5300万吨和1.23亿吨，继续保持相对高位。

2 国内油脂油料市场分析

节前华北停机限产，豆粕价格北强南弱

受国庆阅兵及长假影响，北京周边地区油厂预计从9月20日起开始相继进入停机限产模式，多家油厂停机计划比常年多出2-7天，如沧州嘉好计划9月19日到10-17日停机，秦皇岛金海的停机计划从9月28日到10月12日。山东多家油厂在9月下旬也将陆续进入停机限产状态。受此影响，下游提前备货需求提前启动，多地油厂库存下降明显，油厂挺价惜售心理增强，现货价格抗跌性明显增强，并与华东和华南地区的豆粕价差进一步拉大，如秦皇岛报价较张家港和东莞等地高出100元/吨。预计国庆假期前豆粕市场北强南弱的分化状态仍会维持，尤其是华北豆粕价格坚挺，对豆粕期货市场起到的支撑作用也会增强。

油脂市场短期炒作结束，回归基本面指引

上周末由于沙特油田遭无人机袭击，该国石油产能受到较大影响，中东局势紧张引发国际原油

价格急速飙升。具有生物能源概念的棕榈油和豆油市场同样不甘寂寞，本周初在资金的炒作下跟随原油价格出现大幅反弹。随着市场情绪趋于理性，国际油价回吐部分过度涨幅，国内外植物油市场失去外部支撑，纷纷回归基本面指引，均出现冲高回落行情。当前国内植物油供应稳定，中秋节过后现货需求下降，多地库存攀升，现货价格出现不同程度回落。国内植物油进口保持高速增长，有效弥补了国内市场因大豆压榨量下降导致的豆油供应不足。此外，中美副部长级会谈本周在美国展开，中国连续大单采购美国大豆，市场对中美大豆贸易量增加抱有较强预期，远期国内大豆供应格局将更加宽松，国内油脂市场炒作供应不足的难度将明显加大。

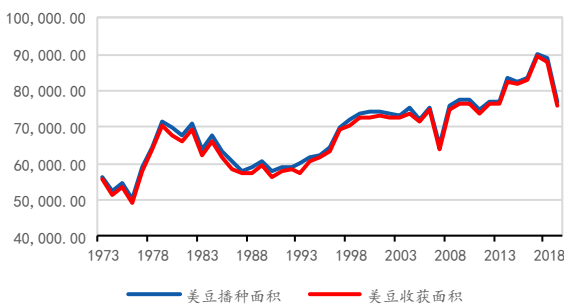
3 油脂油料市场操作建议

美豆减产获得市场共识，但对行情的提升作用已大不如以前。随着美豆产区霜冻威胁解除，美豆即将进入收割期，新豆上市压力逐渐显现。美豆11月合约在900美分关口处遭遇明显阻力，其主要原因在于市场对美豆库存压力的担忧，而美豆库存压力的化解还需要看中美能否尽快谈出一个令双方满意的结果。中美第十三轮高级别贸易谈判将于10月份举行，在此之前，美豆市场仍缺少持续性涨跌因素推动，继续围绕贸易谈判因素维持震荡行情的可能性较大。

巴西大豆出口贴水报价在连跌30美分后逐渐在210美分/蒲式耳附近企稳，基本抵消了近日美豆反弹对国内进口成本的影响。国内豆粕需求仍未见实质性好转，但华北多地油厂陆续进入停机限产模式将对现货价格启动重要支撑，新一轮节前备货也将减少油厂库存压力，国内豆粕期货有望延续抗跌表现，等待节后市场明朗化。因此，下周可继续保持震荡思路，豆粕2001合约2800元/吨附近的多单可以继续持有，但高位追多需谨慎。油脂板块冲高回落尚未止跌，现货需求下降，远期供应增加可能继续为市场注入调整压力，原有豆油和棕榈油多单宜离场，并可适量逢高抛空参与油脂期货调整行情。豆一期货反复震荡，3400元/吨对于2001合约的支撑性持续有效，可保持区间震荡思路，继续在3400-3600元/吨区间内顺势参与交易。

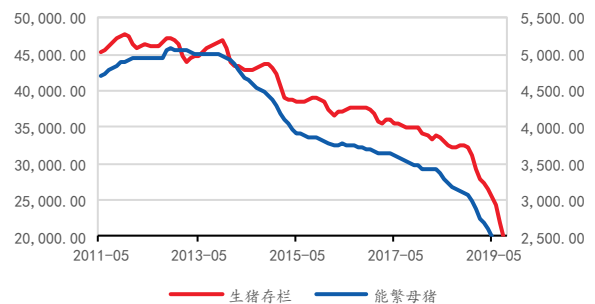
4 油脂油料市场主要数据

图表 76：美国大豆种植收获面积



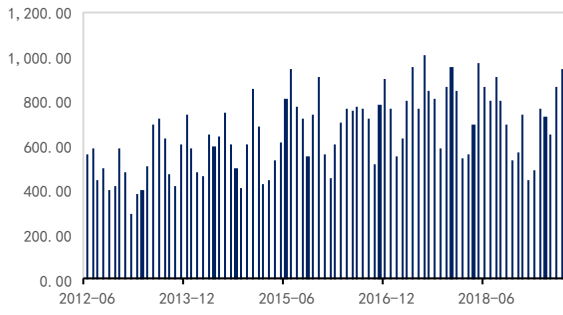
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 77：国内生猪存栏量



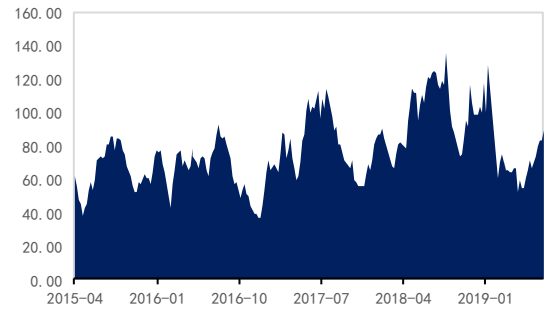
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 78: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 79: 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