

中投期货策略周报 (2019年第44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
yuruihuang@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

刘坤

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

宏观策略: 宏观经济阶段性企稳, 向上空间有限, 这是市场最大的压力。OPEC 延长减产协议时间刺激油价回升, 化工类超跌品种出现反弹, 但是以沪锌为代表的品种再度创出调整以来的新低。盘面上看, 部分化工和有色品种陆续创出调整行情的新低, 显示宏观面的压力依然较大。建议继续关注四季度专项债的发放, 以及中美第一阶段协议的落实情况。预计此轮欧美率先企稳的经济回升空间有限, 对于尚处在相对高位的工业品, 如黑色系, 仍可关注反弹后的沽空机会。

股指期货: 当前市场估值水平无论对比历史数据还是外围市场都不存在显著低估。而我们认为宏观经济、企业营收以及 PPI 数据为显著转势前, 市场难以有趋势性机会, 预计沪指的短期震荡区间在 2800-3100 之间概率较大, 建议在区间上下沿波段操作。

铜: 中外经济数据偏弱, 引来对未来宏观经济的持续疲态的担忧, 铜价冲高回落。智利抗议活动引发市场对铜矿供应的担忧, 矿端干扰事件频发使得矿端紧缩进一步加剧, 但实际上, 短期对铜矿供应影响有限。四季度是铜传统消费淡季, 预计铜需求难有起色。仅靠铜矿供应紧张支撑铜价, 供需双弱背景下, 预计铜价继续维持震荡走势。

锌: 在全球经济普遍下行的格局下, 锌价整体走势偏弱, 处于振荡下行通道。从基本面看, 供求仍处于矿松炼紧格局, 矿松态势仍需一段时间才能传导到精炼锌端。锌锭产量的持续大幅增加, 锌市由供不应求已转为供过于求, 且供过于求行情正在加重; 需求方面, 锌市需求冷淡, 没有明显利好刺激。总体来说, 锌市供给逐月增加, 需求没有明显回暖, 锌市供过于求行情加重, 锌价将继续疲弱走势。

黑色金属: 钢材短期市场供需较好, 但通过季节性看, 需求下滑临近, 北材南运发运逐步正常, 高现货价格对需求产生抑制, 冬储意愿不足, 同时利润高企对供应增加刺激明显, 市场拐点临近。钢材价格大幅回升下, 钢企利润回升明显, 铁矿石价格开启补涨行情, 市场多铁矿空钢材套利较多。考虑年底补库行情, 等价格回调后可逢低做多 2005 合约, 或者多 5-9 正套。中长期看, 密切关注山东 12 月份去产能执行情况。短期看, 焦煤对焦炭产生支撑, 上下游利润分配下焦炭价格向钢企要利润, 价格短期有望继续上行, 第一轮提涨有望落地, 关注 1850 一线压力。

原油: 今年以来, 国际原油价格在中低区间持续震荡, 地缘政治等突发性事件给市场带来更多风险, 整体趋势不甚明朗。宏观经济和货币政策预期对国际原油的影响整体偏向利空, 供给侧影响不断边际弱化, 需求端逐渐占据主导地位。OPEC 进一步加大减产力度的意愿减退, 2020 年全球原油市场或将面临新一轮供应过剩的冲击。原油围绕基本面供需关系形成价格中枢, 受不确定因素的影响产生价格波动和价值回归, 业界普遍认为未来走势向下的可能性大于向上。

橡胶: 橡胶基调为底部整固, 长周期从低点逐渐向上, 中期季节性规律承压, 短期病害题材炒作令重心大幅抬升。本次病害的发生, 其根本原因是胶农没有条件使用足够的化肥, 导致橡胶树不健康而容易患病。ITRC 承认, 过去五六年全球天然橡胶价格低迷, 胶农生产活动在经济上是不可持续的。东南亚产区新增开割面积见顶的节点上, 叠加真菌性病害的爆发, 标志着全球天然橡胶进入产能出清阶段, 新一轮大周期价格上涨或将开始。但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, 橡胶价格在重要压力位 13000 一线或有震荡调整。

油脂油料: 大连豆一期货继续保持横盘震荡走势, 交易重心持续向 3400 元/吨关键位靠拢, 尚难打破成本支撑与季节性供应压力形成的窄幅震荡区间, 市场关注度下降, 可继续保持观望。国内豆粕市场与美豆保持较强联动性, 成本下降以及需求偏弱导致豆粕市场尚未止跌, 尤其是豆油的压榨贡献率提升后, 油厂对豆粕挺价动力不足, 导致豆粕市场仍可能继续承担美豆下跌压力。当前油脂板块整体价格已大幅提升, 棕榈油仍是油脂板块的风向标, 东南亚棕榈油市场进入利多敏感期, 国内棕榈油因完全依赖进口而紧跟外盘节奏。随着春节前油脂需求高峰期的到来, 油脂市场有望保持偏强运行, 但需防范市场累积涨幅过大后引发的回吐压力, 提高对行情节奏的把握能力。

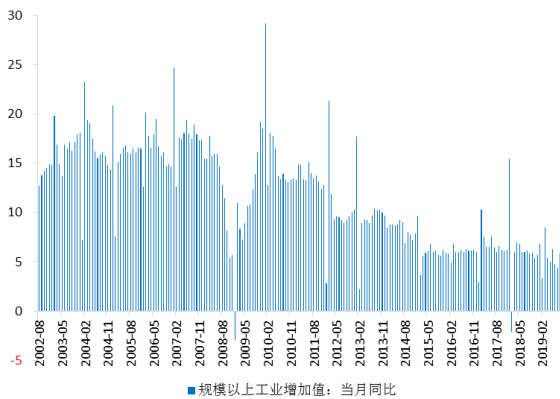
目 录

重要经济指标概况.....	- 4 -
周度策略：国内外经济小幅分化 工业品弱势震荡	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读.....	- 7 -
2 财政收入反弹 但持续性存疑.....	- 7 -
3 流动性：央行重启逆回购操作 且中标利率下调 5 个基点.....	- 8 -
4 宏观策略	- 8 -
5 股指期货市场分析.....	- 8 -
铜：难以摆脱区间震荡格局.....	- 11 -
1 基本面分析	- 11 -
2 结论：延续震荡态势	- 13 -
3 铜期货现货数据.....	- 13 -
锌：将维持疲弱走势	- 15 -
1 锌：影响因素	- 15 -
2 总结	- 16 -
3 锌期货现货数据.....	- 16 -
黑色金属.....	- 18 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 18 -
2 供需端：产量回升，需求延续旺季状态，库存维持下降.....	- 19 -
3 原料端：价格补涨.....	- 21 -
4 总结	- 23 -
原油	- 24 -
1 OPEC 月度报告	- 24 -
2 OPEC 年度展望	- 24 -
3 大体维持减产	- 25 -
4 西方机构观点	- 26 -
5 沙特阿美 IPO	- 27 -
6 要点归纳总结	- 27 -
天然橡胶.....	- 29 -
1 产业周期概况	- 29 -
2 真菌病害蔓延	- 29 -
3 下游刚需犹存	- 30 -
4 泰国释放库存	- 32 -
5 印度供需两弱	- 32 -
6 观点总结预测	- 32 -
油脂油料：美豆跌至 900 美分关口，大连盘油强粕弱持续深化.....	- 34 -

1 外部豆类市场分析	- 34 -
2 国内油脂油料市场分析	- 35 -
3 油脂油料市场操作建议	- 36 -
4 油脂油料市场主要数据	- 36 -
免责条款	- 37 -

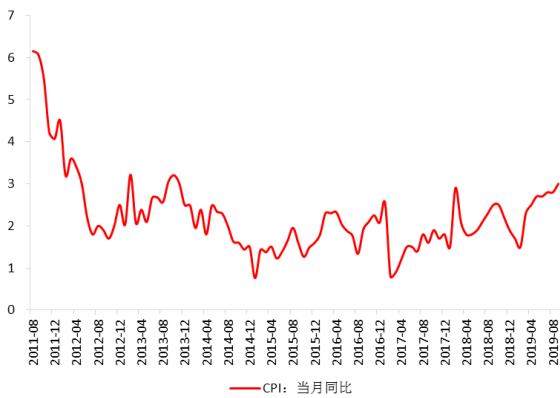
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



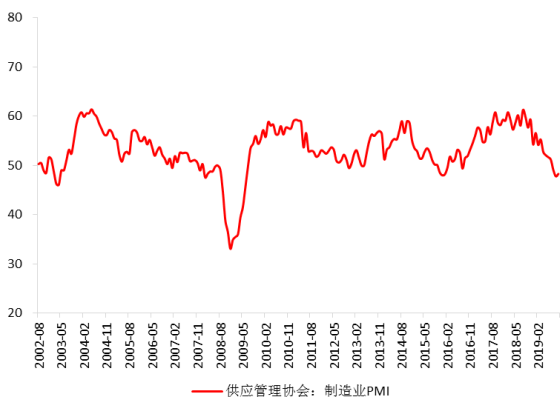
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



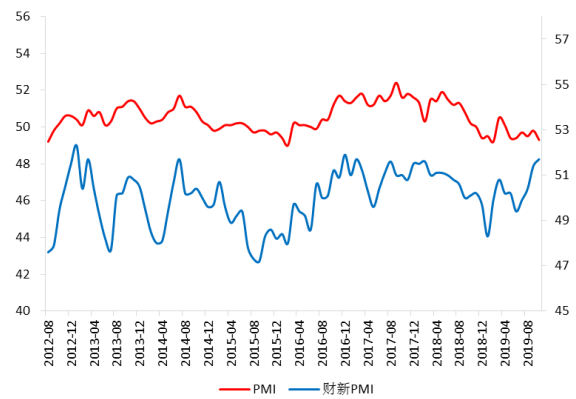
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



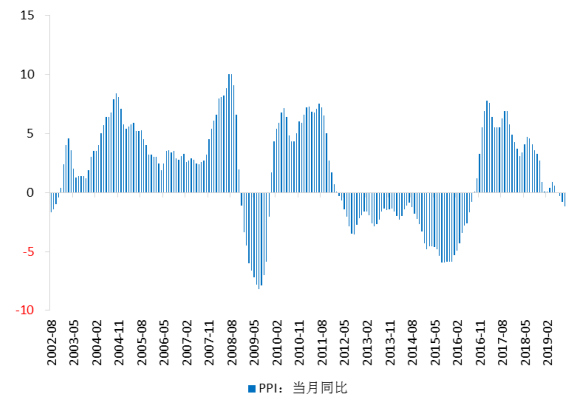
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



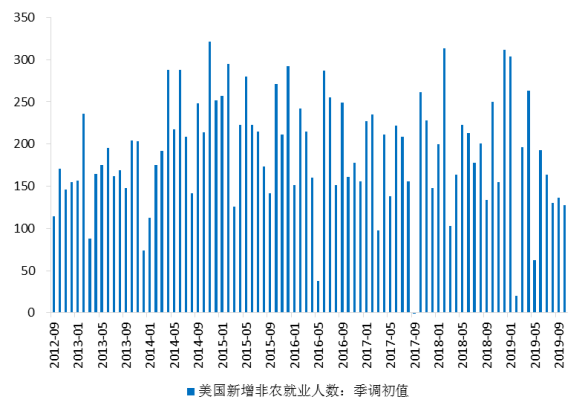
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

周度策略：国内外经济小幅分化 工业品弱势震荡

本周市场分化较为明显，前期连续大跌的品种出现明显反弹，如创调整以来新低的PTA和甲醇，但是也有部分品种创调整以来的新低，如沪锌创近4年的新低。另外板块之间分化也明显，本周黑色系极其强势，原油化工类震动回升，有色金属回落，板块之间错落有致。

以欧美股市大涨为代表的宏观背景是外围经济的阶段性好转，这也是近期大部分外围工业品强于国内的主要原因。

欧洲部分经济指标出现触底迹象。欧元区10月制造业PMI终值45.9，初值45.7，前值45.7。尽管欧元区制造业PMI终值较初值有所上修，但仍然远低于荣枯线，为过去七年以来第二差。其中，投资商品和中间商品生产商出现了明显的萎缩。从分项来看，新订单数量大幅下降仍然是影响整体经营状况的一个关键抑制因素。由于国内外市场需求的显著疲软，10月欧元区出口订单大幅减少，尤其是奥地利和德国降幅明显。而伴随着订单数量的恶化，欧元区制造商进一步削减了产出和采购活动的开支。此外，随着制造业闲置产能仍在持续，10月欧元区裁员幅度创2013年初以来最大。德国10月制造业PMI终值42.1，较此前创下的123个月新低41.7小幅回升，但仍是2009年6月以来的第二低。数据显示，各个主要工业产业的运营情况处于恶化状态。其中，包括机械工程和运输设备在内的资本商品部门急剧萎缩。10月社消名义增速7.2%，前值7.8%。实际社消增速下滑得更快，从5.8%下降到4.9%。两者的缺口从2.0%上升到2.3%，创下今年的新高，显示实物性消费品的通胀压力有所增加。法国10月制造业PMI终值50.7，较9月的50.1小幅回升，显示法国制造业领域的商业状况略微有改善。制造业数据回升的一个关键因素就是生产的回升，为四个月以来最快增速。不过，尽管新出口订单增加，但是整体新业务下滑。IHSMarkit经济学家EliotKerr点评称，新订单小幅下滑，其中企业10月的新出口业务略有复苏，这意味着法国制造业疲软主要集中在国内市场。

从PMI数据可见，欧洲经济更像是喘息，而不是企稳反弹。

美国经济数据有拐点迹象，美国3季度实际GDP环比折年率初值为1.9%，低于前值2.1%，高于预期1.6%，其中私人消费支出环比折年率为2.9%，低于前值4.6%；私人投资总额环比折年率为-1.5%，高于前值-6.3%；商品和服务出口环比折年率为0.7%，高于前值-5.7%；商品和服务进口环比折年率为1.2%，高于前值0.0%；政府消费支出和投资总额环比折年率为2.0%，低于前值4.8%。总体来看，3季度实际GDP增速的下降反映了私人消费支出、私人非住宅投资和政府支出的下降。当前数据显示，美国的私人消费也开始出现逐步放缓迹象。消费意愿下滑较为明显，原因是整体债务升至创纪录水平和工资增长缓慢。随着企业削减开支，公司将开始裁员以节省成本，劳动力市场近期有放缓的迹象，意味着接下来对消费的支撑效果也将回落。私人投资同比增速大幅下滑，制造业投资拖累明显，但房地产投资有所支撑。虽然三季度商业投资的回落存在部分临时性因素，但全球经济增长放缓和贸易战对供应链的中断从一定程度上削弱企业的盈利能力，预计私人投资分项短期内仍将比较疲软。

另外，全球宽松的节奏放缓，是考验宏观经济韧性的一大考验。

根据美联储议息会议以及纪要显示，大部分官员认为货币政策已经调整到位。11月13-14日，美联储主席鲍威尔先后出席美国国会联合经济委员会听证会与参议院预算委员会听证会并发表讲话，两次讲话内容基本一致，并与10月底美联储议息会议声明内容相近。鲍威尔表示美国经济基本前景依然乐观，但仍存风险，主要是指全球经济增长放缓、贸易摩擦与低通胀环境给全球经济下行带来压力，这也是促使美联储在2019年8-10月连续三次降息的主要原因。但同时，鲍威尔也表示未来在低利率环境下降息空间并不大，在美国经济未出现实质性恶化的情况下，理解并应对回购市场的流动性问题才是当前工作的重点。而根据本周公布的会议纪要，美联储不仅在当前美国经济仍在增长的情况下不愿采用负利率，也对经济陷入衰退时采用负利率的效果深表怀疑。他们认为，将借款成本推低至低于零的水平，“在美国似乎并不是有吸引力的货币政策工具”。同时，决策者们也不热衷于通过购债来控制长期利率，一些决策者认为，这样做会被视为干涉财政部对国家债务的管理，其他决策者担心这会使美联储资产负债表继续膨胀。

简单总结当前的宏观状况：欧洲经济小幅回升，但是空间有限；美国经济展现韧性，更多受到房地产等后周期行业景气的支撑；中国经济大幅不及预期，下行压力明显。美联储降息按下暂停键，按照既往经验，观察期可能在6个月以上，需要观察全球经济能否适应没有宽货币的“哺乳期”。

从策略的角度看，宏观经济阶段性企稳，向上空间有限，这是市场最大的压力。OPEC延长减产协议时间刺激油价回升，化工类超跌品种出现反弹，但是以沪锌为代表的品种再度创出调整以

来的新低。盘面上看，部分化工和有色品种陆续创出调整行情的新低，显示宏观面的压力依然较大。建议继续关注四季度专项债的发放，以及中美第一阶段协议的落实情况。预计此轮欧美率先企稳的经济回升空间有限，对于尚处在相对高位的工业品，如黑色系，仍可关注反弹后的沽空机会。

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 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	11月20日	1年期和5年期以上LPR均较上一期下降5个基点	1年期LPR为4.15%，5年期以上LPR为4.8%。	央行引导资金利率下行的态势未变
	11月17日	央行发布三季度中国货币政策执行报告	加强逆周期调节，加强结构调整，妥善应对经济短期下行压力。	强调不搞大水漫灌，但是强调了短期内要加大对经济的支持力度
数据	11月20日	上周全国食用农产品市场价格比前一周下降2.8%	肉类价格以降为主，其中猪肉批发价格为每公斤47.76元，下降6.9%。	物价上行压力缓解，给货币政策一定的宽松空间
	11月19日	1-10月累计，全国一般公共预算收入16.77万亿元，同比增长3.8%	财政收入恢复增长	财政收入增长，支出缩小，财政政策空间扩大
事件	11月22日	经合组织将2020年全球增长预测从9月份的3%降低至2.9%	这意味着今后两年的全球经济年度增长率都将维持自2008年金融危机以来最疲弱的态势。	贸易冲突、商业投资不振和持续的政治不确定性正在困扰着世界经济。全球经济增长正在面临陷入长期停滞的风险。

资料来源：中投期货研究所

2 财政收入反弹 但持续性存疑

2019年10月一般公共预算收入同比增长8.3%（前值5.1%，去年同期为3.1%），其中税收收入同比增长8.0%（前值为-4.2%），非税收入同比增长9.7%（前值40.4%，去年同期10.8%），税收增长带动一般公共预算收入超预期反弹。1-10月一般公共预算收入累计同比增长3.8%（前值3.3%）。

根据财政部披露，10月税收收入增幅回升，主要是去年四季度考虑将出台更大规模的减税降费，为及早支持企业纾困解难，税务部门依法办理部分税款延期缴纳，导致去年同期收入基数较低。扣除此因素后，当月税收收入下降4%左右，延续了5月份以来持续负增长的态势。

分税种来看，经济内外需承压导致增值税、进出口相关税种增速仍下滑，消费税和企业所得税的反弹均由去年同期低基数引起，不可持续，地产销售类税收反弹，但投资类税收放缓。

10月单月增值税同比下滑5.9%（前值0.8%），降幅继续扩大，主要原因在于出口拖累工业生产导致工业生产大幅弱化所致。个人所得税同比增长下滑15.3%（前值-25.3%），受个税减税政策影响，个税增长继续下滑，但降幅收窄。

10月大幅上涨的税种主要是消费税和企业所得税，10月单月消费税同比增长109.4%（前值-6.2%，去年同期-61.6%），消费税反弹主要是基数效应所致；10月单月企业所得税同比增长29.8%

(前值-31.5%，去年同期-10.1%)，去年同期的低基数是小微企业税收延期征缴引起的，导致了10月单月企业所得税反弹，在经济下行、利润下滑的情况下，反弹不可持续。

10月单月进口货物增值税、消费税同比下滑16.9%（前值-16.5%），关税同比下滑8.9%（前值-0.4%），进出口相关税种下滑主要源于进口偏弱导致。

10月地产交易类税种增长反弹，投资类税种增长有所放缓，其中契税同比增长11.2%（前值-2.7%），增速反弹，主要原因在地产销售额反弹所致。土地增值税同比增长25.0%（前值28.3%），耕地占用税同比增长9.1%（前值38.1%），城镇土地使用税同比增长2.1%（前值-2.5%），地产投资类税种放缓符合预期。

总体来看，本月一般公共预算收入的反弹主要是去年同期的低基数引起的，未来经济仍存在一定下行压力，进出口税种、增值税、企业所得税等均存在下滑压力。

3 流动性：央行重启逆回购操作 且中标利率下调5个基点

11月18日，人民银行发布公告，以利率招标方式开展了1800亿元逆回购操作，期限为7天，中标利率为2.5%，较此前中标利率2.55%下调5个基点。值得注意的是，人民银行上一次逆回购操作是在10月25日，操作量为300亿元，中标利率2.55%。

考虑11月已开展了6000亿元MLF操作，叠加今日1800亿元为期7天的逆回购操作，反映央行继续通过“OMO+MLF”的政策工具组合，长短搭配，确保流动性合理充裕，央行短期内向市场释放了巨大的流动性。

央行在今年第三季度货币政策执行报告中，将之前的“适时适度进行逆周期调节”调整为“加强逆周期调节”，今日开展1800亿元为期7天的逆回购操作，并将中标利率下调5个基点至2.5%，这是自2018年3月22日以来逆回购利率首次下调，是央行加强逆周期调节的具体体现。央行短期内加大资金投放的决心和手段已经很明显。

整体看，宽松方向明确，政策仍可期待央行近期以积极的姿态打消市场关于紧缩的忧虑，货币政策宽松方向得以明确，经济基本面仍存下行压力毫无疑问引导了央行操作的方向。

4 宏观策略

宏观经济阶段性企稳，向上空间有限，这是市场最大的压力。OPEC延长减产协议时间刺激油价回升，化工类超跌品种出现反弹，但是以沪锌为代表的品种再度创出调整以来的新低。盘面上看，部分化工和有色品种陆续创出调整行情的新低，显示宏观面的压力依然较大。建议继续关注四季度专项债的发放，以及中美第一阶段协议的落实情况。预计此轮欧美率先企稳的经济回升空间有限，对于尚处在相对高位的工业品，如黑色系，仍可关注反弹后的沽空机会。

5 股指期货市场分析

本周指数冲高回落

本周指数冲高回落，沪指微跌0.2%，围绕2900点反复震荡，中小板跌0.26%，创业板涨0.3%

两市成交量继续萎缩。

市场两个特征显示年底的参与热情不高，其一是高位抱团白马股的大跌，第二是成交量的萎缩。本周抱团股出现了明显的下跌，历史上类似的抱团情况发生过四次，分别是：2007Q1-2010Q1 抱团金融 持续 13 个季度；2009Q3-2012Q3 第一次消费抱团 持续 13 个季度；2013Q1-2016Q1 抱团信息科技 持续 13 个季度；2016Q1-当前 第二次消费抱团 已经持续了 13 个季度；但如果从 2017Q1 算正式开始抱团，目前持续了近 12 个季度。目前来看，按照历史数据测算，抱团行情逐渐接近尾声，这是市场潜在的风险之一。本周部分抱团股出现松动，算是抱团行情可能出现变化的先兆

短期内市场难以摆脱震荡行情

近两周 A 股市场资金供需矛盾加剧，资金净供给有所下降。截至上周五，资金供给净额为-204.51 亿元，环比减少 80.96 亿元。一方面，股票供给规模环比大幅增加 175.65 亿元。

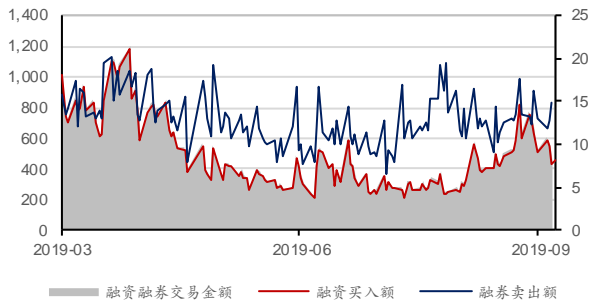
MSCI 和北上资金是主要的增量资金来源，上周内资主要净买入家用电器、医药生物和食品饮料行业，外资则大量净卖出相关板块，二者出现一定分歧。此外，上周陆股通净流入资金 17.91 亿元，环比大幅减少 90%。从中期度来看，MSCI 月底扩容或带来被动 ETF 增配机会，届时，金融、食品饮料及医药生物等行业估值或有望上修。期间，需要警惕的为：净流出较高的行业，包括非银金融、有色金属等。此外，Q4 尚有约 4800 亿元左右的解禁规模，后续仍需要警惕：交通运输、银行、非银金融等行业大规模解禁带来的资金面压力。

2019 年 10 月新增投资者 79.38 万，同比下降 12.61%，新增规模已连续三个月环比下滑，投资者增量情绪指标持续走弱。

按 Wind 基金组合加权计算，开放式基金分类股票投资比例为 61.52%，按周环比略升 0.76pct。尽管年初至今基金仓位中枢有所回升，但当前处于震荡区间，短期继续大幅抬升动力或有不足。

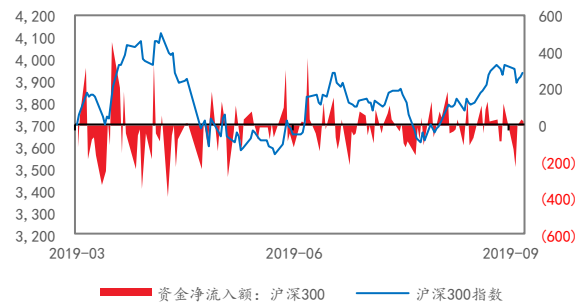
策略上看，在市场对中美经贸问题担忧情绪升温以及外围出现一定回落的压力下，沪指围绕 2900 点小幅震荡，成交量继续萎缩，市场交投清淡，市场风格逐渐转为低价股活跃，高低切换迹象明显。考虑到今年来各宽基指数的涨幅都在 20%以上，如创业板的涨幅在 40%以上，当前市场估值水平无论对比历史数据还是外围市场都不存在显著低估。而我们认为宏观经济、企业营收以及 PPI 数据为显著转势前，市场难以有趋势性机会，预计沪指的短期震荡区间在 2800-3100 之间概率较大，建议在区间上下沿波段操作。

图表 8：融资融券数据图



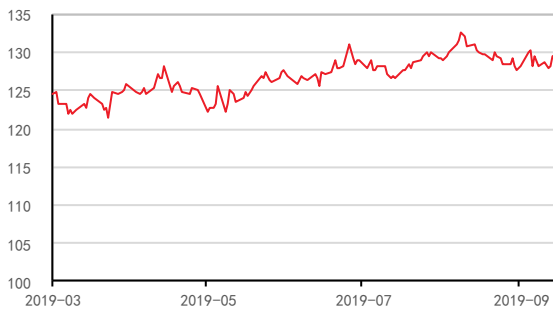
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



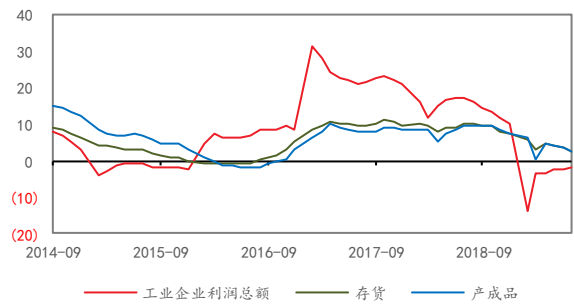
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铜：难以摆脱区间震荡格局

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%。10 月中下旬，必和必拓、英美资源、安托法加斯塔、泰克资源、智利国家铜业旗下矿山先后因智利全国性抗议出现罢工和矿山关停。智利国家铜业公司旗下 Chuquibambilla 冶炼厂的重启工作被推迟到 10 月底，该冶炼厂去年产量 32 万吨。智利国有、全球最大的铜生产商 CodeLco 今年 9 月铜产量为 145,300 吨，同比增加 7.5%，尽管年初以来该公司铜产出仍低于上年同期水平。据 SMM 海外主要矿企前三季度大型矿企铜精矿产量较 18 年同期普遍回落，目前可预见将投产的大型铜矿项目较少。另外近期智利各大铜矿罢工事件时有发生，尽管消息称智利铜矿生产大体未受影响，矿场运营正常进行，但明年铜矿薪资协议面临集中到期，近期动乱或使明年劳资协议谈判困难重重。我们预计明年矿端供给扰动率可能增加，全球矿山铜产量维持低速增长，铜价有望进一步上涨。

我国精铜矿进口持续增加，1-9 月累计进口 1600.45 万吨，同比增长 6.8%。预计 2019 年铜矿砂及精矿进口较 18 年增加 8%，由于我国是精铜主要进口国，铜矿供应仍然偏紧。

废铜需求低迷

据海关总署数据显示，进入 2019 年我国废铜进口量缩减可观。固废管理中心公布公布了第 14 批限制类进口固废进口批文，涉及废铜批文总量为 11110 实物吨，批文量仅为第 13 批批文数量的 19.4%，环比大幅减少近 80%；按照 80% 的平均品位测算，约合金属量 8888 吨；2019 年上半年因抢进口效应，进口废铜增加近 11 万金属吨，SMM 推测全年进口废铜同比仍将减少 16 万金属吨。

因人民币升值，本周沪伦比值延续下降，进口盈利窗口关闭，平均进口亏损在 200 元/吨附近。废铜方面，精废价差在 800 元/吨上下震荡，精废价差处于低位废铜毫无优势，废铜市场维持清淡格局。精废价差收窄，废铜经济效益减弱，废铜供应偏紧。废铜持货商利润较低，捂货惜售情绪浓，终端消费弱势不改，下游购买积极性仍不强，实际成交仍然有限。

冶炼厂新扩建及检修

TC 持续下滑，矿端紧缺逻辑也在持续传导至粗铜环节。受海外矿山产量释放远不及年初预期及意外生产中断等干扰影响甚至负增长，TC 一路下滑：铜粗炼和精炼费用 (TC/RC) 从 2018 年底的 93.5 美元/干吨和 9.35 美分/磅开始逐步下滑。近期铜精矿现货 TC 的抬升，主因是印尼 Grasberg 出口配额提高至 70 万湿公吨现货铜精矿，致使出口量增多，但因 Grasberg 产出的铜

精矿属于干净高金矿，对大多数没有提取贵金属设施和回收率不足的中国冶炼厂吸引力较弱，故而市场对于因 Grasberg 所拉动的这波 TC 回升颇有争议，市场博弈加大。本轮 TC 的连续下滑与中国铜冶炼产能的快速扩张有关，短期出现止跌回升，产量也出现增加。随着检修对于冶炼厂开工率影响的逐步减弱，考虑到新扩建产能的达产，以及部分冶炼厂为完成年度计划产量开始追产，开工率持续攀升概率较大。9-11 月份冶炼厂检修影响产量约 2.1 万吨，涉及金冠铜业、国投金城冶金以及江西铜业。SMM 预计 10 月国内电解铜产量将会提升至 77.83 万吨，同比增幅 8.01%，累计产量达到 733.57 万吨，累计增幅达 1.51%。

精炼铜进口下滑

10 月国内未锻造铜及铜材进口量 43.1 万吨，同比上升 2.62%，1-10 月进口量 398.1 万吨，同比下滑 9.98%。历史数据显示进口精炼铜占未锻造铜及铜材进口量的 70% 左右。2019 年 9 月国内精炼铜进口 32.05 万吨，同比降 10.48%，1-9 月累计同比下滑 10.08%。

主因沪伦比值走弱，虽然人民币有所升值，但是进口亏损幅度有所扩大。本周进口铜市场延续上周清淡格局，依然处于几无交易的状态，尽管市场报价已下调，但买卖双方价差仍难以调和，周内几无成交。贸易商手里累积较多存货，未来一周到港货源充足，短期近月到港提单入库压力陡增，若后期大量到港提单无法报关进口，保税区库存也面临增加的风险。

消费无亮点

国家统计局公布 10 月宏观经济数据，前 10 个月房地产销售面积增速为 0.1%，为年内首次转正；前 10 个月房屋竣工面积降幅明显收窄至 -5.5%，10 月出口金额同比回升至 -0.9%，四季度经济企稳曙光初步呈现。上周国常会指出下一步逆周期调节政策将加码落地，将通过降低最低资本金比例等方式进一步提振基建投资，推动重大项目尽早开工，还将加快补短板项目建设，促进有效投资和产业升级等举措逐步稳定市场情绪和信心。宏观预期短期转好将利多铜价。

据 SMM 调研，调研数据显示 10 月份铜管企业开工率为 73.63%，同比回升 9.43 个百分点，环比减少 4.43 个百分点。目前铜管行业加工费出现普遍下调，一定程度上反映出市场竞争压力较大且需求趋淡的情况。四季度是铜传统消费淡季，预计铜需求难有起色。受宏观经济影响需求较弱，终端空调企业持续高库存作用，也使得部分铜管企业需求订单表现有所下滑。10 月电线电缆企业开工率为 93.26%，环比下滑 0.19 个百分点，同比上升 7.05 个百分点。10 月线缆企业开工率同比明显上升，主因品牌效应以及很多小型的线缆企业因自己压力大、利润较低等原因无法生存，而导致产能集中所致。

电网投资累计同比增速在缓慢回升。今年前 9 个月，电网基本建设投资完成额为 2953 亿元，累计同比下滑 12.5%。虽然电网投资增速依旧处于负值，但降幅已经明显收窄。电网投资建设有经济缓冲垫的作用，预计在宏观经济环境不佳的情况下，电网投资累计同比增速仍将继续回升。

新建房价和二手房价同比增速明显回落。新建房价和二手房价同比增速继续回落。9 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比上涨 8.6%，较上月回落 0.5 个百分点，环比上涨降至 0.5%；二手住宅价格指数同比上涨 4.6%，较上月回落 0.7 个百分点，环比上涨 0.3%，和上月持平。

房地产投资增速和上月持平,2019年前9个月房地产投资增速为10.5%。地产销售有企稳回升,2019年前9个月商品房销售面积同比下降0.1%,较上月降幅收窄0.5个百分点;商品房销售额同比增速为7.1%,较上月回升0.4个百分点。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%。9、10月在地产企业保开盘下,地产呈现一定韧性。但融资收紧下,中长期地产投资偏谨慎。

2 结论：延续震荡态势

中外经济数据偏弱,引来对未来宏观经济的持续疲态的担忧,铜价冲高回落。智利抗议活动引发市场对铜矿供应的担忧,矿端干扰事件频发使得矿端紧缩进一步加剧,但实际上,短期对铜矿供应影响有限。四季度是铜传统消费淡季,预计铜需求难有起色。仅靠铜矿供应紧张支撑铜价,供需双弱背景下,预计铜价继续维持震荡走势。

3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



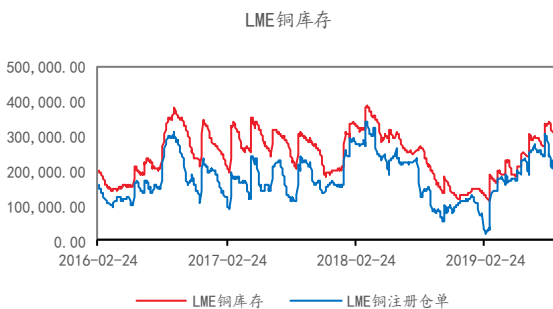
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



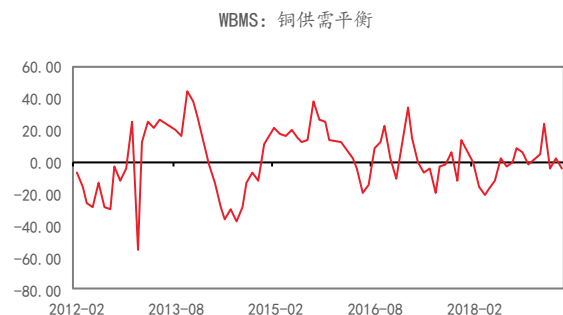
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 14: LME 铜库存



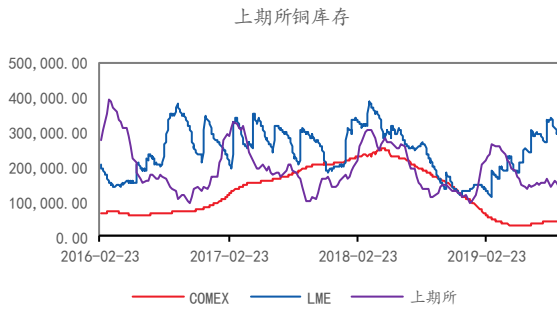
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



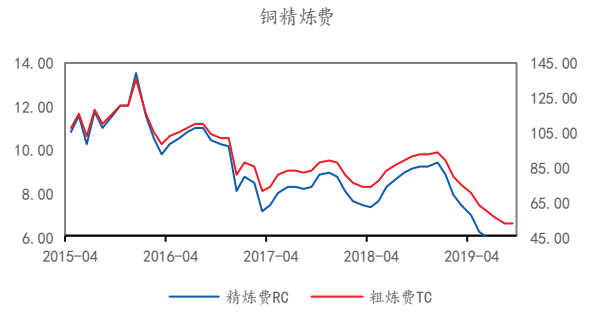
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 16: 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 17: 铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌：将维持疲弱走势

1 锌：影响因素

锌矿资源充足

据 ILZSG 数据，2019 年 1-8 月全球锌精矿产量 849.72 万吨，同比增加 2.33%，预计 2019 年锌精矿产量增速 5%，远高于精炼锌产量 2% 的增速。锌价上涨，锌矿企业复产以及爬坡阶段，锌精矿供应相对宽松。海外锌矿供应主要集中在 MMG、Newcentury、Vedanta、Antamina、Glencore 等公司。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。

开工率达到峰值

北方锌精矿加工费为 6700 元/吨，去年同期加工费为 4700 元/吨；南方锌精矿加工费为 6400 元/吨，去年同期加工费为 4550 元/吨；进口锌精矿加工费为 275 美元/吨，去年同期加工费为 140 美元/吨。截至 11 月 1 日，精炼锌冶炼厂利润为 3004.2 元/吨，较上周增加 28.00 元/吨。去年同期水平为 1736.2 元/吨。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，由于锌精矿加工费依然高企，精炼锌冶炼厂盈利依然可观，国内精炼锌产量增加明显。从企业调研中发现，冶炼企业普遍开工积极性高，高利润下炼厂增加投料量且延后检修时间以换取更多利润，连续 6 个月保持高速增长，据预计 10 月国内锌锭产量预计将进一步增加至 52.13 万吨，环比增加 1.09%，同比增加 13.50%。1—10 月份累计产量预计 7.75%。部分前期检修企业产量进一步释放贡献小部分增量。锌锭供给增加，锌市供过于求，对锌价利空明显。

进入四季度后，国内冶炼厂已无再安排集中检修，在相当高的冶炼利润支持下，国内产出推高至年内峰值。诸如此前的八一汉中、株冶均从生产瓶颈中挣脱出来。此外，四环、中金岭南等企业更是实现了正常生产以外的超产水平。因而令国内四季度冶炼开工率几乎达到历史峰值。

经济下行压制需求

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，9 月镀锌企业开工率为 81.04%，环比下降 1.06 个百分点，同比下降 3.61 个百分点。本次调研企业对象近 31 家镀锌企业，本次 SMM 调研样本产能为 1081.4 万吨 9 月镀锌企业开工率环比下降的原因在于临近国庆假期，河北、天津等北方地区镀锌企业环保限产，部分大型企业限产 30%，中小型环保不达标企业直接停产。北方地区重污染天气影响部分镀锌中小型企业生产，企业成品库存小幅累积。市场受到一批国外低价资源冲击，加剧报价扰动，淡季消费不振，贸易商库存压力增加，镀锌开工率

下行。锌合金市场在上月华南地区五金等出口订单增加，成交氛围较好，转入11月订单有所减少，但山东原先部分限产企业开始有所恢复，略有填补，但整体上，难改弱势。

进入四季度后，国内消费逐步显现出旺季特征，来自于基建的订单持续发挥效用，公路建设、市政更新等结构件订单保持良好。而汽车板、家电用板订单也环比略有改善。10月，我国汽车产销量分别完成229.5万辆和228.4万辆，比上月分别增长3.9%和0.6%，比上年同期分别下降1.7%和4%，产量降幅比上月收窄4.5个百分点，销量同比降幅比上月收窄1.2个百分点。1-10月，汽车产销分别完成2044.4万辆和2065.2万辆，产销量比上年同期分别下降10.4%和9.7%，产销量降幅比1-9月分别收窄1和0.6个百分点。行业产销数据较上月继续回升，产销同比降幅出现小幅收窄，但较往年“银十”期间行业销量提振略显疲态。这一定程度上说明终端需求提振较慢，消费者信心仍待逐步修复，经销商批发趋于谨慎，预计年底产销同比增速进一步收窄。

库存低位，支撑价格

全球显性库存共计27.08万吨，较上周减少0.15万吨，全球总比较年初减少1.44万吨，较去年同期下降2.15万吨。

2 总结

在全球经济普遍下行的格局下，锌价整体走势偏弱，处于振荡下行通道。从基本面看，供求仍处于矿松炼紧格局，矿松态势仍需一段时间才能传导到精炼锌端。锌锭产量的持续大幅增多，锌市由供不应求已转为供过于求，且供过于求行情正在加重；需求方面，锌市需求冷淡，没有明显利好刺激。总体来说，锌市供给逐月增加，需求没有明显回暖，锌市供过于求行情加重，锌价将延续疲弱走势。

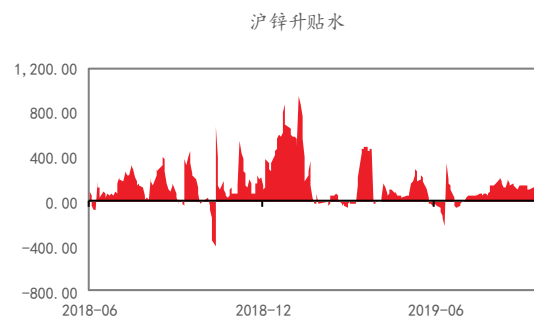
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



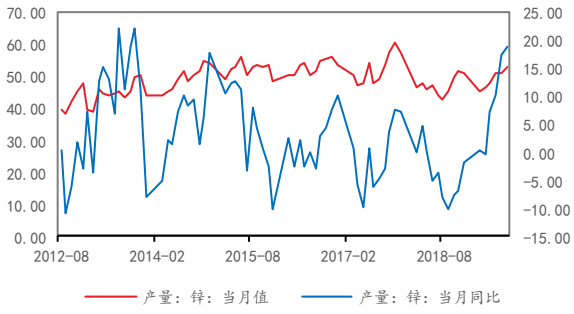
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：锌升贴水



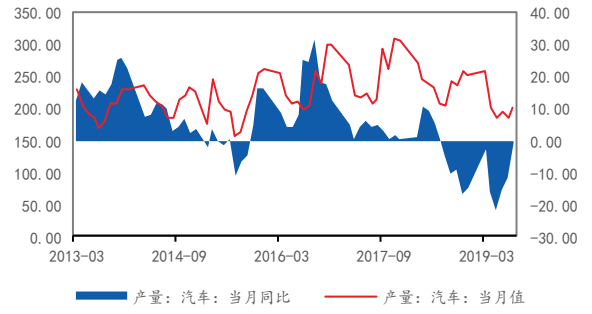
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 21：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

本周黑色系商品价格延续震荡上行，成材端继续受北材南运受阻，南方地区却规格，需求延续较好状态，支持钢材期现价格上行。在钢材上行且钢企利润大幅上行的情况下，原料端价格出现上行，上游向下游要利润，在平遥煤矿、山能煤矿事故刺激下，焦煤价格先涨，成本端对焦炭产生支撑，焦化企业利润偏低的情况下，多数焦企提涨50元/吨，铁矿走势更多理解为补涨走势，钢材价格走到高位后，多铁矿空钢材的空钢厂利润套利资金有入场。后期走势看，市场担忧点在增加，南北钢材价差走到高位，现货价格上行缺乏进一步驱动，冬储意愿较弱导致后期需求不足，季节性需求回落，重点关注需求的回落以及北材南运到货增加。

本周宏观层面主要有以下几个事件：1、央行下调逆回购利率及LPR利率，并且央行召开会议强调加强逆周期操作；2、国家统计局修订2018年GDP；3、中美谈判再添变数；4、美联储暂停降息。

中国央行下调7天期逆回购利率至2.5%；此前为2.55%。同时11月20号LPR报价出炉：1年期品种报4.15%，上次为4.20%；5年期以上品种报4.80%，上次为4.85%，同步下调5BP。11月19日，央行行长、国务院金融稳定发展委员会办公室主任易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。央行主要释放了以下几点重要信号：（1）会议肯定今年金融部门不断加大对实体经济支持力度的同时，也指出经济下行压力持续加大，局部性社会信用收缩压力依然存在；（2）会议强调金融部门要提高政治站位，发挥好银行体系为实体经济提供融资的关键作用；（3）易纲对下一步央行工作“划定”四大重点领域，包括继续强化逆周期调节、用改革的办法优化金融资源配置、推动金融机构转变贷款定价惯性思维以促进实际贷款利率下行、推进资本补充工作以提高银行信贷投放能力等。市场对后期政策宽松以及逆周期调节力度有所期待。

国家统计局修订2018年GDP数据：2018年GDP总值为919281亿元，比初步核算数增加18972亿元，增幅为2.1%。按照此前完成2020年翻两番的目标，2020年需要GDP增速在6.1%附近。修正后，明年增速进入5字头对目标影响不大，或削弱了明年维稳的力度。

中美贸易谈判方面，虽然商务部称中美双方经贸团队将继续保持密切沟通，但根据路透消息，第一阶段协议达成预计延后到明年。

美联储公布的10月政策会议记录显示，联储内部分歧日益加深，对美国利率的未来走势几乎没有提供任何指引。纪要发布后，12月利率预测不变，而明年1月维持当前利率在1.50%-1.75%区间的概率上升至81.8%，降息25个基点至1.25%-1.50%区间的概率下降至17.6%。

产业层面，三部门联合出手，将对钢企近3年产能、产量进行调查核实。为巩固钢铁行业去产能成果，日前，国家发展改革委、工信部以及国家统计局联合发布《关于做好钢铁行业产能、产量调查核实工作的通知》，要求对钢铁企业近3年的装备产能情况及变化情况进行调查核实，并说明情况。调研的主要内容：以法人企业为单位填报《钢铁企业产能、产量及固定资产投资情况调查表》，钢铁企业产能、产量及固定资产投资情况说明。对2016年以来钢铁企业产能有

变化、2019 年 1-9 月产量同比增长超过 10%、2019 年 1-9 月年化产能利用率超过 100%的应分析原因。

河北省生态环境厅副厅长李建良 19 日表示，为强力实施大气污染防治攻坚战，截至 10 月底，该省今年已完成压减钢铁产能 1451.75 万吨，压减煤炭产能 1006 万吨，淘汰火电产能 50.6 万千瓦，实施停产水泥产能 352.3 万吨。

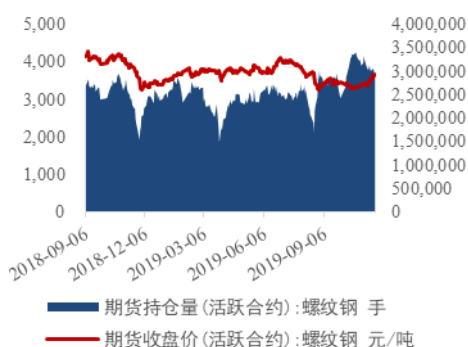
河北省启动重污染天气橙色预警和 II 级应急响应，预计 11 月 20 日起，受地面南风、逆温等影响，扩散条件逐渐转差，污染物缓慢积累；其中 21 日以后，地面湿度逐渐增大，风力减弱，我省中南部和东部地区可能出现 PM2.5 重度污染过程。目前尚未解除。

山东省生态环境厅联合省检察院、省公安厅派出 16 个检查组对 16 市钢铁、焦化、建材等大气污染排放行业突击检查。目前，共检查出存在环境违法行为的企业 12 家，其中拒绝执法 1 家、治污设施不正常运行 2 家、超标排放 6 家、未执行环评及“三同时”制度 3 家。对检查发现的环境违法行为，将依法依规从严、从重、从快处理。

产地焦煤方面，受平遥峰岩集团二亩沟煤矿瓦斯爆炸事故影响，目前平遥县所有煤矿生产已被叫停，恢复生产时间待定，平遥县煤矿涉及总产能约 570 万吨，所产煤种主要以优质中低硫主焦煤及瘦焦煤为主，由于此次事故较大，部分下游焦企比较担心后续事件影响范围扩大，目前准备着手补库事宜。平遥县煤矿全部停产，一个月影响 30 万吨的精煤量，影响品种为中硫主焦和瘦煤。平遥峰岩集团二亩沟煤矿瓦斯爆炸事故影响，煤矿安全问题受到关注，为认真汲取事故教训，山西省政府将于当日下午召开紧急会议，对全省煤矿安全生产工作做专门部署。目前，除平遥县所有煤矿停产之外，山西晋中其他地区个别煤矿反馈，自 11 月 20 日零点起，煤矿将全面停产，进行安全教育学习，暂定持续时间为一周，洗煤厂生产活动暂不受影响，晋中地区其他煤矿受影响程度有待继续追踪。

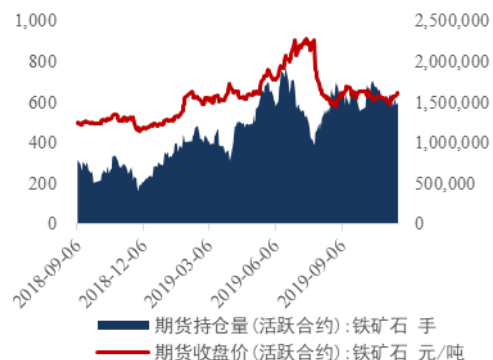
山东能源梁宝寺煤矿发生安全事故，11 人被困，目前已全部获救。关注后续安全生产对煤矿生产的影响。

图表 22：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 23：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，需求延续旺季状态，库存维持下降

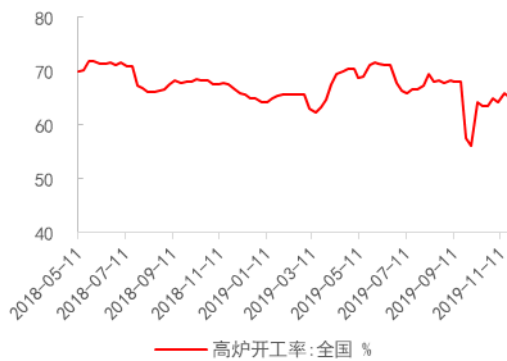
根据市场调研情况看，今年采暖季限产目前尚未明确，各地区尚未执行，唐山地区采暖季限产低于去年，根据测算去年限产比例为 30%，今年幅度在 24%左右，但不排除阶段性重污染天气

预警对生产的影响。从高炉开工率看，本周高炉开工率下降 0.69% 至 65.33%，唐山地区高炉开工率下降 2.17% 至 65.22%。近期各地重污染天气预警再次开启，高炉开工率出现下滑。螺纹钢周度产量增加 8.52 万吨至 356.99 万吨，热卷产量增加 6.74 万吨至 329.84 万吨，五大钢材本周产量增加 11.29 万吨至 1025.18 万吨。

从短流程看，近期螺纹钢现货价格出现回升，上海现货价格上涨到 4140 元/吨左右，短流程利润出现快速回升，开工率开始逐步提升。截止 11 月 21 日，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 69.75%，较上周增 0.98%，产能利用率 58.79%，较上周增 2.98%；截止 11 月 21 日，Mysteel 调研全国 102 家电弧炉钢厂，平均开工率 72.90%，较上周增 1.24%，产能利用率 62.87%，较上周增 2.89%。

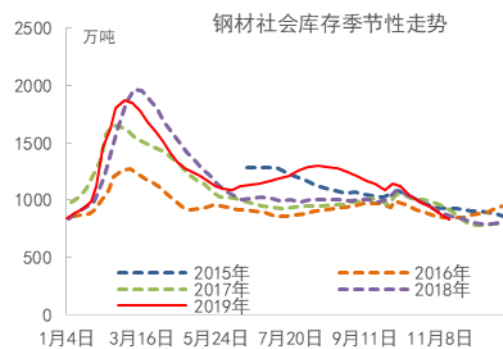
成本利润角度看，本周末生铁成本 2369 元/吨，较上周有所增加，成本上升主要在于铁矿石现货价格上涨，钢坯成本 2967 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 1063 元，热卷吨毛利润 413 元，利润回升除成本下行之外，现货价格涨幅较大。高利润势必推升产量的回升，后期关注供应压力回升，特别是短流程炼钢产量。

图表 24：高炉开工率



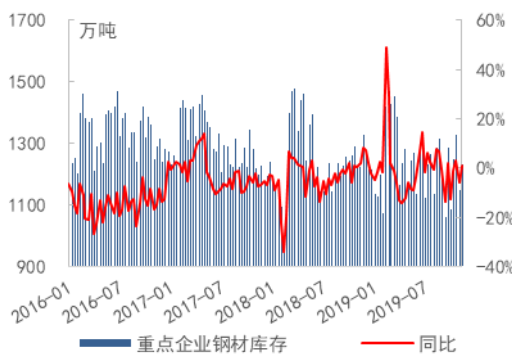
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：全国主要钢材社会库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：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 27：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

市场比较关注北材南下的量，根据卓钢链咨询，本周因大风影响港口作业，北材南下船运铜东北发运下降 17.28 万吨，合计发运微降 0.02 万吨。本期到货总量继续下降 9.17 万吨，其他各区域到货增减互现。其中区域到货减量较大为苏皖的 16.11 万吨，增量较大为浙沪的 8.17 万吨。按发货周期和到货趋势，再结合北方港口天气来看，后期北材发运大概率或会上升。

库存数据方面，本周库存延续下降，且降幅较大，钢材社会库存降至去年同期水平以下。从主要品种社会库存看，截至 11 月 21 日，全国主要钢材社会库存总量较上周下滑 53.12 万吨至 785.92 万吨，比去年同期水平低 66.48 万吨；国内螺纹钢社会库存量减少 28.71 万吨至 287.08 万吨，钢厂螺纹钢库存减少 13.43 万吨；热卷社会库存减少 5.02 万吨至 181.91 万吨，钢厂热卷库存减少 1.94 万吨。

需求方面，近期需求一直维持在较好水平，受北材南下受阻影响，加上现货市场成交较好，市场买涨不买跌心态明显，对市场产生明显提振作用，但钢价大幅提涨后，短期成交观望心态增加，关注后期北材南下对市场心态影响。从钢联日成交数据看，本周日均成交维持在 21.608 万吨，较上周下降 1.102 万吨。沪市终端线螺采购数据本周为 30200 吨，较上周增加 900 吨。从时间节点看，后期需求季节性走弱概率较大，受北方冬季的季节性影响，叠加北材南下的量开始逐渐增加。

2017 年 11 月份出现需求较好，大面积缺规格的现象，现货价格大幅快速上涨后，现货价格一度涨至 5000 元/吨，随后现货价格快速下行 1500 元/吨，因为发运导致的问题都是短期的，叠加利润回升对钢企提高产量的刺激，库存的拐点会快于市场预期出现，12 月上旬库存大概率转升，价格的见顶早于库存拐点，下周现货价格将面临较大调整压力。

短期市场供需较好，但通过季节性看，需求下滑临近，北材南运发运逐步正常，高现货价格对需求产生抑制，冬储意愿不足，同时利润高企对供应增加刺激明显，市场拐点临近。

3 原料端：价格补涨

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上行，截止 11 月 22 日，普氏 62%进口矿指数报 87.8 美元/吨，较上周涨 3.05 美元/吨。

数据方面：上周澳洲巴西铁矿发运总量 2363.9 万吨，环比上期增加 133.5 万吨，澳洲发货总量 1692.8 万吨，环比增加 82.2 万吨，澳洲发往中国量 1386.6 万吨，环比上周减少 4.7 万吨，力拓发往中国量 484.2 万吨，环比上周减少 72.1 万吨，BHP 发往中国量 497.9 万吨，环比上周增加 72.6 万吨，FMG 发往中国量 357.1 万吨，环比上周增加 34.9 万吨，主流高品澳粉发往中国量 526.5 万吨，环比上周增加 15.8 万吨，主流低品澳粉发往中国量 273.4 万吨，环比上周增加 26.4 万吨，块矿发往中国量 363.1 万吨，环比上周增加 92.2 万吨。巴西发货总量 671.1 万吨，环比上期增加 51.3 万吨，其中淡水河谷发货量 593.3 万吨，环比增加 77.8 万吨，CSN 发货量 54.8 万吨，环比减少 14.6 万吨。

全国 26 港到港总量为 2242.0 万吨，环比增加 358.2 万吨；北方六港到港总量为 851.0 万吨，环比增加 38 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 640.7 万吨，环比增加 168.9 万吨，主流低品澳粉到港 264.1 万吨，环比增加 26 万吨，主流澳块到港 237.4 万吨，环比减少 18.2 万吨。

Mysteel 钢厂铁矿石库存统计 64 家样本，进口烧结粉总库存 1546.03 万吨；烧结粉总日耗 54.34 万吨；库存消费比 28.45，进口矿平均可用天数 28 天。全国 45 个港口铁矿石库存为 12517.255 万吨，较上周增加 143.5 万吨；日均疏港总量 306.13 万吨，下降 10.3 万吨。本周港口现货成交有所回暖，现货价格逐步反弹，贸易商心态有所企稳。

根据最新公布的数据，9 月份国内钢坯进口量 36.6 万吨，较 8 月增加 10.5 万吨，为连续第三个月环比回升。除已经进口的量外，根据我们的了解，在途的钢坯数量也比较大，预计在 70 万—100 万吨，到港时间预计在 11 月下旬到明年 1 月初。进口低成本钢坯资源的增加，将对国内钢坯市场形成冲击，从而间接影响铁矿石需求。从季节性看，考虑冬季环保限产可能对港口运输产生影响以及春节期间的生产需要，钢厂一般在春节假期之间都会经历一轮补库存。市场调研钢厂普遍反映要在 12 月中旬之后才开始补库存，且有矿贸商预计，春节前补库存将消耗港口库存 2000 万吨左右，届时将对铁矿石价格形成提振。

钢材价格大幅回升下，钢企利润回升明显，铁矿石价格开启补涨行情，市场多铁矿空钢材套利较多。考虑年底补库行情，等价格回调后可逢低做多 2005 合约，或者多 5-9 正套。

图表 28：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 29：焦炭港口库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

焦炭方面，近期吕梁市发布关于印发《吕梁市 2019-2020 年秋冬季重点行业错峰生产实施方案》的通知，在 2019 年 11 月 20 日-2020 年 3 月 31 日期间，要求当地多数焦企延长结交时间至 48 小时，目前焦企普遍维持前期生产状态，关注后续限产执行情况。近期山西、河北、江苏等地焦企提涨 50 元/吨，一是基于煤矿事故导致焦煤价格上行，成本端的上升，二是焦企与钢企上下游利润之间的分配，钢企利润大幅好转下，焦企也要分配部分利润，本轮提涨落地概率较大。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 73.58%，下降 0.13%，日均产量 65.39 万吨，减少 0.11 万吨；焦炭库存 128.02 万吨，减少 20.4 万吨；炼焦煤总库存 1474.05 万吨，减少 7.46 万吨，平均可用天数 16.95 天，减少 0.06 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 458.22 万吨，增加 9.54 万吨，平均可用天数 14.97 天，增加 0.18 天。港口焦炭库存总库存 423 万吨，减少 13.5 万吨。本周焦企开工小幅下滑，其中西北、西南部分焦企由于错峰生产等环保问题开始限产，其他区域相对平稳，山西部分市区再临天气预警，但焦企落实仍待继续推进；库存方面本周焦企焦炭库存明显下滑，下游钢厂利润回升后，焦企发货压力略有缓解。

中长期看，密切关注山东 12 月份去产能执行情况。短期看，焦煤对焦炭产生支撑，上下游利润分配下焦炭价格向钢企要利润，价格短期有望继续上行，第一轮提涨有望落地，关注 1850 一线压力。

焦煤方面，山西平遥煤矿事故以及山东能源煤矿事故，令市场对后期大面积安全检查带来的供应担忧增加。山西省煤矿安全警示电视电话会议召开，全省会议结束后，吕梁市立刻召开会议安排部署当前煤矿安全生产工作，要求重点提升矿井瓦斯、水的管控水平，增强煤企现场管理、

技术支持，全面推进安全生产；要出台自查+检查+督查专攻方案，开展好为期两月的安全生产大整治。

近期下游对于部分高硫主焦等紧缺煤种采购趋于活跃，发运较前期积极，吕梁发河北及山东等地运价有 3-5 元/吨左右上涨。但是低硫煤矿进一步去库，吕梁、太原、临汾等地低硫焦煤价格再降 10-30 元/吨，产地主流出厂承兑价格下调至 1350 元/吨左右。蒙煤方面，因口岸 2019 年度通关任务基本完成，口岸进口量受有一定限制，且口岸库存高位，贸易商继续采购意向较差，主要以消化库存为主，近期甘其毛都蒙煤通关量下滑明显，日均通关量下滑至 200-300 车左右。

整体看，煤矿事故对焦煤价格影响已经在盘面有充分反应，后续继续关注产业链情况。

4 总结

钢材短期市场供需较好，但通过季节性看，需求下滑临近，北材南运发运逐步正常，高现货价格对需求产生抑制，冬储意愿不足，同时利润高企对供应增加刺激明显，市场拐点临近。钢材价格大幅回升下，钢企利润回升明显，铁矿石价格开启补涨行情，市场多铁矿空钢材套利较多。考虑年底补库行情，等价格回调后可逢低做多 2005 合约，或者多 5-9 正套。中长期看，密切关注山东 12 月份去产能执行情况。短期看，焦煤对焦炭产生支撑，上下游利分配下焦炭价格向钢企要利润，价格短期有望继续上行，第一轮提涨有望落地，关注 1850 一线压力。

原油

1 OPEC 月度报告

OPEC 发布了最新的月度报告，2020 年初原油市场将处于供过于求的状态，以美国页岩油为主的非 OPEC 供应增速将达到全球原油需求增速的两倍，继续对 OPEC 及其盟友平衡市场的目标构成压力。

供应方面，10 月 OPEC 原油产量为 2965 万桶/日，较上月增加 94.3 万桶/日；沙特 10 月上报的原油产量为 1030.3 万桶/日，环比大幅回升 173.9 万桶/日。尽管产量增速出现放缓迹象，但非 OPEC 仍是推动全球原油供应增长的主要力量。预计 2019 年非 OPEC 国家原油产量同比增加 182 万桶/日，2020 年非 OPEC 国家原油供应将增加 217 万桶/日，较前值下调 3.6 万桶/日。报告中列举，美国、巴西、挪威、俄罗斯、加拿大、哈萨克斯坦和澳大利亚是明年原油增产的主力。

需求方面，维持 2019 和 2020 年全球原油需求增长预期分别为 98 万桶/日和 108 万桶/日，与上期预测值持平。非经合组织被认为是原油需求增长的主要贡献者，以中国为首的亚洲国家需求合计增长 68 万桶/日，经合组织预计仅增加 7 万桶/日。2020 年全球对 OPEC 的原油需求预期为 2958 万桶/日，比 2019 年水平降低约 112 万桶/日。报告中指出，如果 OPEC 维持当前产量，且其他因素保持不变，明年将产生约 7 万桶/日的供应盈余，低于此前估计的 34 万桶/日，但 2020 上半年全球原油市场供应将超出需求 64.5 万桶/日。

2 OPEC 年度展望

OPEC 发布了最新的年度报告《世界石油展望》(World Oil Outlook)，核心观点是预计未来五年国际原油市场将保持稳健，OPEC 市场份额将被美国等货源抢占，并对中长期全球原油需求预期做出下调。

OPEC 在报告中坦承，过去 12 个月对于 OPEC 来说是艰难的，预计该组织在全球原油市场中所占份额将进一步遭受挤压。相比 2019 年预期约 3500 万桶/日的产量水平，到 2024 年，OPEC 原油产量将下降到 3280 万桶/日。相反，以美国为首的非 OPEC 国家原油产量将在 2026 年达到 7260 万桶/日的峰值，之后到 2040 年料将回落至 6640 万桶/日。原油需求在未来五年内将保持相对稳健的增长率，中期平均增幅维持在约 100 万桶/日的水平，主要的增长将来自非经合组织国家。然而 OPEC 下调了未来长期全球原油需求增速的预估值：到 2024 年，全球原油需求将增至 1.048 亿桶/日；到 2040 年将增至 1.106 亿桶/日，低于去年预测的 1.117 亿桶/日。

OPEC 描绘出未来 20 年全球能源需求的演变。尽管国际原油市场体量庞大，但 OPEC 担忧局部市场很快将停止增长，最终结果是全球原油需求走向零增长。预计从 2020 年开始，经合组织国家的原油需求增长率或将变为负值。亚洲市场仍保持相对可靠的稳定发展，不过增速会有所下降。到 2040 年全球原油需求将仅以 10 万桶/日的速度增长，相较彼时 1.1 亿桶/日以上的需求量，这一增长率统计上接近于零。原油需求增长高度集中在少数几个行业。公路运输业是目前的石油消费之王，但受技术成熟和政策扶持等推动，电动汽车将迅猛发展，预计到 2040 年经

合组织国家近一半的新乘用车将是电动车。石化行业是原油第二大下游市场，需求增长相对刚性。相对而言，航空业对原油的需求将取得最大的增长比率。

OPEC 认为，未来世界能源总需求将会继续增长，而石油仍为最重要的能源。然而，石油并不是能源消费的主要增长点，传统化石燃料需求增速落后于新型能源。预计 2018—2040 年，太阳能、风能、地热能等可再生能源将是需求增长最快的，年平均增长率预计达到 6.9%。综上所述，全球原油需求的拐点将在可预见的未来慢慢显现，奠定了需求端平稳增长的长期基调。

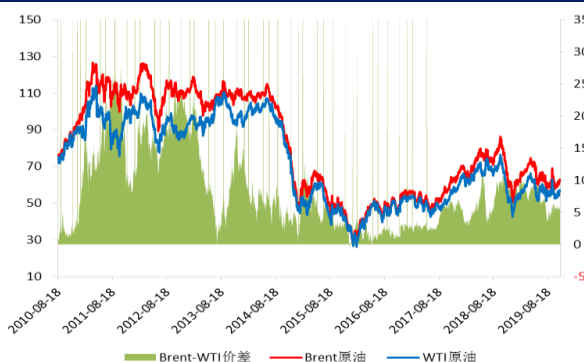
3 大体维持减产

在 12 月 5—6 日的维也纳会议前，市场普遍预期 OPEC 及其盟友将延长现有减产协议，但不会在 120 万桶/日的基础上进一步深化。OPEC 现阶段减产支撑的利好出尽，明年油市或将进入新一轮供应过剩，油价面临进一步下行的风险。

目前国际基准油价仍低于大多数 OPEC 成员国财政收支平衡所需的水平，随着更多的美国页岩油流入市场，而全球经济放缓制约能源需求，未来油价可能出现进一步下跌。尽管 9 月 OECD 原油库存有所下降，但仍较减产目标 5 年均值高出 2800 万桶，2020 年初原油市场将处于供应过剩状态。因此沙特做出保证，沙特阿美上市不会影响沙特在 OPEC 的角色以及该国对减产的承诺；俄罗斯表态称，支持现有减产规模但不会承担额外义务。两大巨头的态度奠定了明年 OPEC+ 仍将留在减产协议框架内的基础。

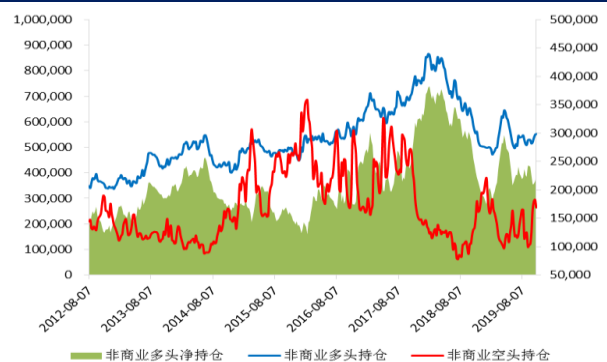
然而，一方面 OPEC 通过清理过剩产能提振油价，另一方面油价回升也刺激其他竞争对手供应增长，OPEC 在与美国页岩油的博弈中陷入被动。OPEC 最新报告对非 OPEC 国家原油供应的预期基本不变，认为 2020 年美国原油产量将增加 150 万桶/日。但 OPEC 秘书长 Mohammad Barkindo 近期表示，根据美国页岩油商自身预计，2020 年美国原油产量仅会增加 30—40 万桶/日，对非 OPEC 供应增速的预估可能需要大幅下修。基于对前景更加乐观的预期，OPEC 选择不加大减产力度，以免间接给主要对手提供支持，并缓和产油国内部分歧。按照 OPEC 的设想，预计其市场份额将在未来几年内下降然后逐渐恢复，做好了减产持久战的准备。

图表 30：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 31：CFTC 原油期货持仓



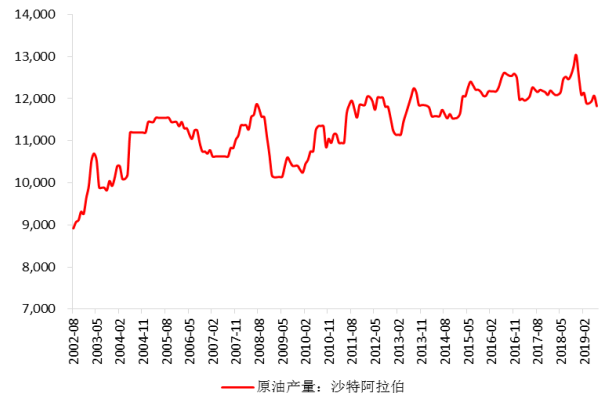
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：美国原油产量



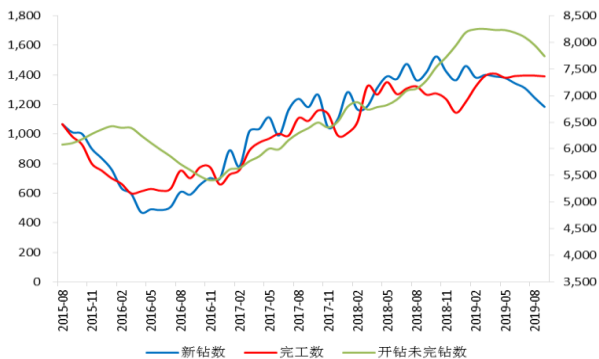
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：沙特原油产量



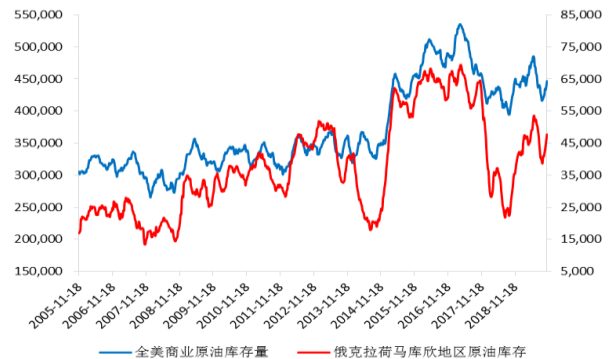
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



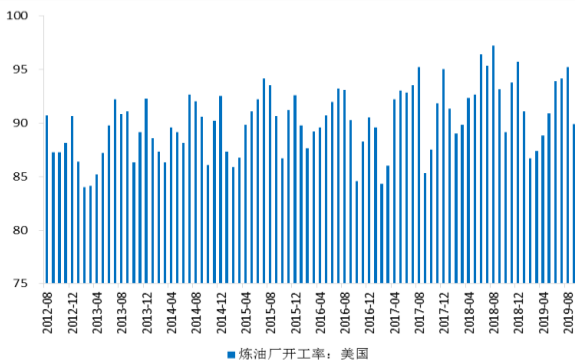
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



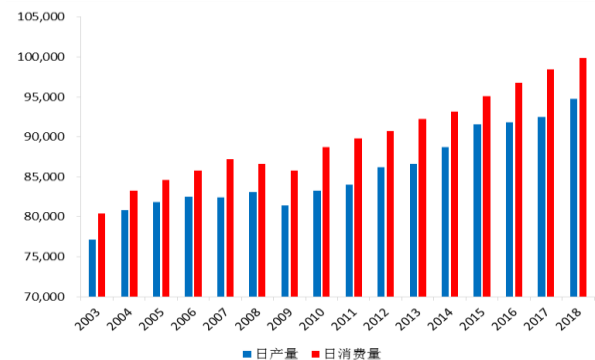
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

4 西方机构观点

美国能源信息署 (EIA) 署长表示，美国仍将在今明两年内创造新的原油产量最高纪录。EIA 数据显示，11 月美国国内原油产量将达到历史新高的 1303 万桶/日，到 2020 年 11 月美国原油产量将攀升至 1341 万桶/日。EIA 预计，2019 年美国原油平均产量为 1229 万桶/日，高于 2018 年的 1099 万桶/日，2020 年美国原油产量将在此基础上增加近 100 万桶/日至 1329 万桶/日，较前期预测值均有上调。根据 EIA 的跟踪预测，2017 年 12 月—2018 年 11 月美国原油产量增长 193 万桶/日，过去的 12 个月美国原油产量增速降至 103 万桶/日，而未来一年美国原油产量将

仅增加 38 万桶/日。EIA 报告清晰地反映出，2020 年美国原油产量将继续保持增长态势，但增速将大幅放缓。

IEA 也类似地认为，2020 年以美国、巴西和挪威为首的非 OPEC 国家石油供应增长将从目前的 180 万桶/日上升到 230 万桶/日，而美国将占据增量的绝大部分。IEA 月报显示，2019 年全球原油需求增速预期为 100 万桶/日，2020 年原油需求增速预期为 120 万桶/日，对 OPEC 原油需求为 2890 万桶/日。除了担忧供应增长，IEA 强调需求平淡带来的相对性产能过剩，市场在 2020 年将面临下行风险。

5 沙特阿美 IPO

目前原油行业备受瞩目的是，沙特阿拉伯国家石油公司（沙特阿美）实现上市。沙特阿美首次公开发行（IPO）规模有望成为世界之最，估值约为 1.5 万亿美元。《华尔街日报》刊文称，关于投资者所反映估值过高的问题，沙特阿美的股息可能适当高于同行，从重要投资者指标股息率来衡量，1.5 万亿美元的估值较为合理。

对比其主要竞争对手，美国埃克森美孚公司市值接近 3000 亿美元，雪佛龙公司市值约为 2290 亿美元，沙特阿美稳居石油行业上市公司巨擘的地位。不单是体量庞大，在盈利上沙特阿美也号称是全球最赚钱公司。根据披露的财务业绩，该公司 2018 全年净利润高达 1110 亿美元，是全球盈利最多的公司。同年埃克森美孚净利润为 208.4 亿美元，苹果公司净利润为 595 亿美元，仅相当于沙特阿美两到三个季度的盈利。

在沙特阿美 600 多页的招股说明书中，透露出对油市的一些主要观点。内容警告称，当前可能面临突出的地缘政治风险，强调了恐怖主义和武装冲突可能对公司运营产生重大负面影响。沙特保护其贵重资产和抵御攻击的能力，是计算沙特阿美拟议 IPO 价值时的一个重要因素。文中还指出，全球石油需求可能在未来 20 年内达到峰值水平，反映出沙特内部观点正在逐渐转向原油需求见顶的预期。市场愿意相信，沙特阿美上市的预热可能会对油价构成支撑，沙特的护盘资金或起到一定作用。

6 要点归纳总结

今年以来，国际原油价格在中低区间持续震荡，地缘政治等突发性事件给市场带来更多风险，整体趋势不甚明朗。

原油供应端主要取决于 OPEC+ 和美国页岩油两大势力的博弈。OPEC+ 减产政策自 2017 年起开始执行，中间经历短暂的动摇和中断后，还将至少延续至明年一季度。诚然，除美国外的主要产油国通过大幅削减自身原油产量，确实将原本临近冰点的油价重心抬高至中低水平。不过 OPEC+ 一厢情愿的主动控产，相比历史上因第四次中东战争、两伊战争和海湾战争引发的大规模石油危机，对国际油价的刺激远不及被动减产的效果。另一方面，美国页岩油储量丰富，技术先进，且受价格驱动可灵活调整生产，与 OPEC+ 产量政策形成动态博弈。

原油需求端受全球经济增速放缓的拖累，未来或将长期持续对价格施压。2019 年三季度全球经济复苏全面放缓，加重了市场对原油需求的担忧情绪。全球经济增长难以在短期内加速，还存

在于未来某个时间陷入衰退的可能性。须知 2008 年经济危机造成油价跌至谷底，可见能源需求窒息的破坏之大。在供应端没有新的题材之时，需求端逐渐占据对走势的主导地位。

供需之外，中东地缘政治局势对原油市场具有更强烈的影响。突发事件可能在一瞬间扭转市场预期，短时间内引发价格剧烈波动。但事件驱动的冲击通常不会持续太久，难以改变市场对基本面的认知，原油价格长期仍由供需关系决定。

原油围绕基本面供需关系形成价格中枢，受不确定因素的影响产生价格波动和价值回归，业界普遍认为未来走势向下的可能性大于向上。

天然橡胶

1 产业周期概况

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。近三年来，天然橡胶基本面一直处于供强需弱库存高的尴尬境地，整体仍未摆脱底部形态，但存在一些微妙变化。供应稳定增长，庞大基数尚在，但边际增速放缓，未来三年有望转入负增长。在 2010—2012 年东南亚橡胶树种植的爆发式增长过后，每年新增种植面积呈加速下降的态势，最终传递至新开割面积的减少。原料价格低迷使得胶农工作积极性不高，劳动力密集型产业工人流失，胶林管理松散保养欠佳导致病害频发，对产量的正常释放产生较大影响。需求持续疲软，但刚需不可或缺。由于宏观经济下行，汽车市场负增长，及轮胎出口双反，橡胶下游需求难有提振行情的亮点。然而国内汽车保有量可观，国六刺激重卡需求，替换胎和配套胎市场存在相当大的刚需。过去几年非标套利盛行，目前国内橡胶社会库存仍相当巨大。套利行为由价差引发，随着价差收窄和盈利空间压缩，内外盘强弱结构改变。非标套利活动受到抑制，令国内橡胶库存累积速度减缓。

2 真菌病害蔓延

据雅加达消息，国际三方橡胶理事会 (ITRC) 表示，2019 年三大产胶国天然橡胶产量预计共约减少 80 万吨，产量预期下滑主要是由于真菌性落叶病在这三个东南亚邻国的种植园间蔓延肆虐。这种名为 *Pestalotiopsis* 的橡胶树落叶病害由真菌引起，受感染的橡胶树叶片会变黄且斑驳。研究表明，树龄较大的橡胶树更容易感染这种疾病，最后 90% 的叶子会掉光，并阻碍胶乳的产出。真菌扩散速度很快，处置不利或将造成受灾地区橡胶产量最高损失 50%。如果灾情得不到有效的抑制，该病害可能造成旺季严重减产，引发市场对橡胶供应短缺的炒作行情。

橡胶树真菌性落叶病疫情的传播扩散路径是印尼—马来西亚—泰国。国际橡胶联盟表示，这种疾病严重危害到印尼约 38.2 公顷的橡胶种植园，尤其是苏门答腊和加里曼丹的部分地区最为严重。受此影响，印尼已经将 2019 年天然橡胶产量的预期值下调 15%，出口量预期下滑高达 54 万吨。在马来西亚半岛，2135 公顷种植园据统计从 2017 年 11 月至 2019 年 9 月的落叶率在 50%—90%。在印度尼西亚和马来西亚的种植园肆虐数月之后，该病害最终传播到泰国与马来西亚接壤的至少 5 万公顷种植园，近期在泰国南部重要橡胶产地—那拉提瓦府 (Narathiwat) 被发现。泰国是世界最大的天然橡胶生产国和出口国，占全球橡胶供应量的 40%，三大产胶国共约占世界天然橡胶总产量的 70%，至此悉数受到威胁。

根据泰国最新消息，真菌性落叶病已经感染了该国南部四个省的橡胶树，泰国农业部正在试图阻止病疫的蔓延。自从 9 月在泰国境内被发现以来，此种真菌 (*Pestalotiopsis*) 侵害了包括那拉提瓦 (Narathiwat)、也拉 (Yala)、北大年 (Pattani) 和董里 (Trang) 四个省总面积超过 33 万莱的橡胶种植园。落叶病顾名思义会使橡胶树的叶子掉落，阻碍割胶作业导致产量下降 50%，迄今泰国天然橡胶产量已经减少了 4 万吨。泰国农业和合作社部长令橡胶局尽快控制灾情，那拉提瓦的 Waeng 是泰国与马来西亚接壤地区，因而受灾最为严重，需要使用抗真菌剂

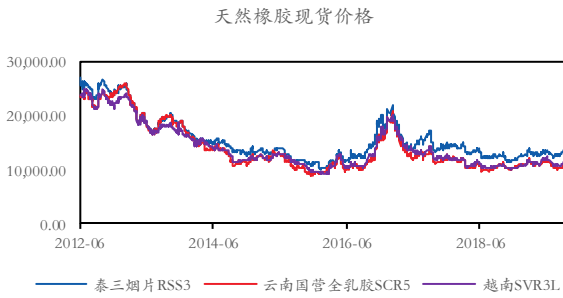
喷洒树木和地面以消灭病菌。同时，泰国政府拟向每位受灾的胶农赔偿 3000 泰铢，但该计划尚需批准。泰国橡胶管理局发布的数据显示，泰国大约有 1400 万株橡胶树，其中 800 万株分布在南部地区。尽管相比泰国胶园高达 260 万吨的年产量来说，目前造成的影响九牛一毛，但业界担忧病害传播到南部其他省份，庞大的产量基数也意味着更大的损失空间。若真菌性病害在泰国得不到有效控制，出现和印尼相似的大规模减产，2019—2020 年度全球天然橡胶供应将会出现旺季不旺的情形。

3 下游刚需犹存

天然橡胶终端需求取决于全球汽车市场状况，中国汽车市场在过去若干年以体量大、增速高而著称，是橡胶轮胎产业链未来趋势的重要参考。在 2019 年中国汽车流通行业年会上，乘联会发布了 2020 年汽车市场分析与展望报告。乘联会统计数据显示，10 月全国狭义乘用车共销售 184.3 万台，同比下降 5.7%，环比增长 3.5%。其中新能源车销量仅有 6.6 万台，同比下降 45.4%，环比增长 1%。近年来，中国新能源汽车市场一直保持高速发展，但在今年已经连续 4 个月录得负增长。根据乘联会的综合测算和预估，随着国家减税降费效应的逐步显现，汽车市场或将从衰退转为调整阶段，预计 2020 年全国汽车销量同比将提高 1%，新能源汽车销量中性判断在 160 万辆左右。受宏观经济下行压力增大，居民收入增速放缓，汽车消费周期等多重因素影响，汽车在中国市场的快速普及时代已基本结束，新车市场进入低速增长的新常态。对此发改委提出，切实稳住汽车等传统消费领域大头，破除汽车消费限制，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，推动汽车限购政策向引导使用政策转变。应关注政策性利好对橡胶产业链需求预期边际上的撬动作用。

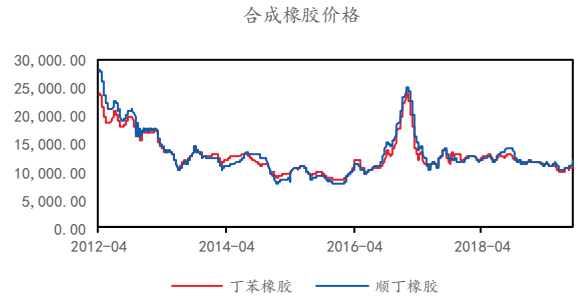
重卡配套胎对天然橡胶的消费是下游需求为数不多的亮点。根据第一商用车网数据，2019 年 10 月全国重卡市场预计销售各类车型共约 9 万辆，同比增长 12.4%，环比增加 7.7%，自 7 月以来连续第四个月录得上升。和 2016 年出台的治理超载超限政策相似，推动重卡销量增长的主要因素是政策性利好。临近年底，各地加大对国三车限行禁行的力度，全面加快淘汰老旧柴油货车。《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》中，也对国三及以下排放标准的车辆更替指标作出要求。无锡桥梁坍塌事故发生后，提醒政府加大对公路运输超载超限的治理力度，对合格的重卡新车销售起到一定促进作用。双十一即将到来，与快递有业务关系的物流运输企业纷纷购买新车，以满足网购带来的运力需求快速增长。2019 年前 10 个月，国内重卡市场累计销量达到了 97.9 万辆，已经完全追平去年同期销量。按照目前的发展态势来看，2019 全年重卡销量预计将冲击 114 万辆，可能会超越 2018 年的历史纪录。在业界此前不看好声中，重卡及配套胎市场仍然表现突出，成为支撑橡胶刚需的中流砥柱。

图表 38: 天然橡胶现货价格



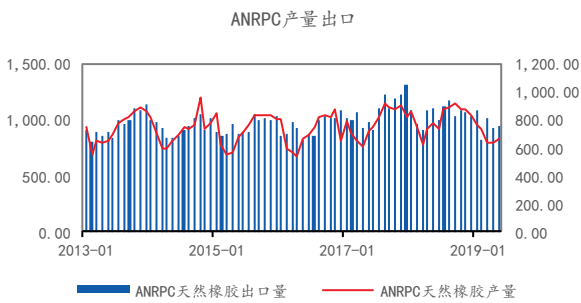
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39: 合成橡胶价格



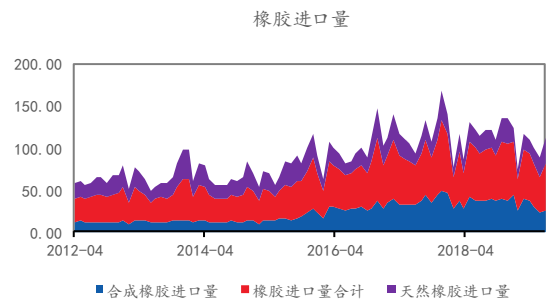
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: ANRPC 产量出口



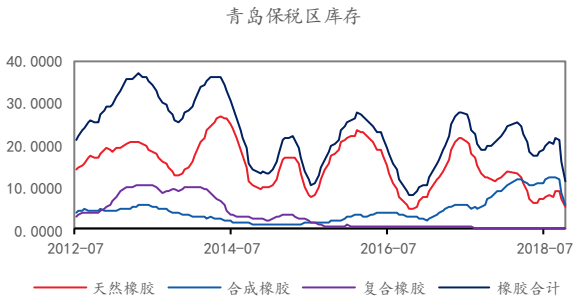
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 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



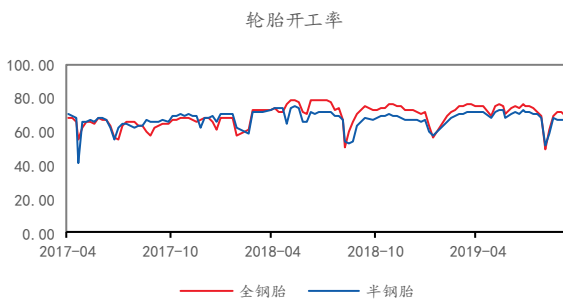
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 43: 上期所注册仓单



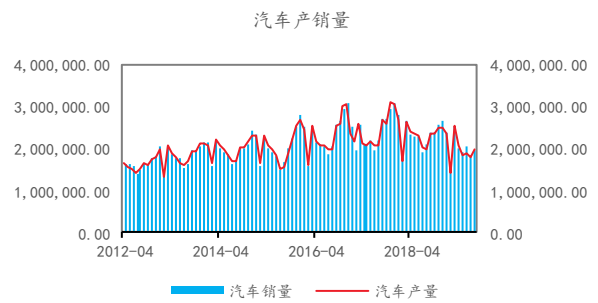
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 44：轮胎开工率



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

4 泰国释放库存

据泰国消息，在结束了长达四个月的出口禁令后，泰国通过鼓励天然橡胶出口来提高胶农收入。泰国商务部长表示，经过谈判磋商，泰国将向中国大陆和香港的两家进口商出口约 26 万吨天然橡胶，其中包括 16 万吨 20 号标准胶（STR20）和 10 万吨三号烟胶片（RSS3），以上协议价值不低于 130 亿泰铢（合 4.28 亿美元）。近期泰国也向印度出口了 10 万吨橡胶价值 75 亿泰铢，此外还将访问土耳其和德国，希望签订更多出口协议。泰国大力推广橡胶出口的目的在于，加速去化此前限制出口政策囤积的库存。

由泰国、印度尼西亚和马来西亚组成的国际橡胶三方委员会（ITRC）在今年 3 月决定共同削减天然橡胶出口量约 24 万吨，5—9 月间泰国承担起限制出口的主力。2019 上半年，三国天然橡胶出口量较 2018 年同期减少 49.2 万吨，下滑 10.6%。ITRC 对此解释为，根据此前达成的协定出口吨位计划，三大产胶国共削减出口量 44.1648 万吨，超额完成 24 万吨的目标。由于真菌性病害的爆发，三国认为今年的橡胶产量将会减少，并且已经没有多余库存，而泰国现货流入市场将部分抵消减产利好。

5 印度供需两弱

由于经济的不确定性和产业链整体低迷，印度橡胶局下修当前财政年度印度天然橡胶产量、消费量及进口量预期值。统计数据显示，2019 年 4—9 月印度天然橡胶产量为 30.8 万吨，较去年同期增长 11.2%；天然橡胶消费量为 61.4 万吨，同比下滑 7.6%；天然橡胶进口量为 25.79 万吨，同比减少 13.9%。印度橡胶局将 2019—2020 年度天然橡胶产量下调至 73 万吨，较前值减少 2 万吨；将天然橡胶消费量预期修正至 114 万吨，此前预估为 127 万吨；将天然橡胶进口目标下调 8.5 万吨至 41.5 万吨。做出调整的理由是，全球经济前景不明朗，各种不确定性因素对生产积极性、消费者信心和市场交投情绪造成消极影响，天气条件、汇率波动、投机因素等也可能令行情出现震荡。不同于天然橡胶主要出口国泰国，或者最大进口国中国，印度既是天然橡胶主产国也是消费大国，其进口依存度相对平衡。印度橡胶市场呈现供需两弱，但需求下降程度高于供给，整体对全球橡胶供需平衡产生负面影响，阻碍价格回升。

6 观点总结预测

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。

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。橡胶基调为底部整固，长周期从低点逐渐向上，中期季节性规律承压，短期病害题材炒作令重心大幅抬升。

本次病害的发生，其根本原因是胶农没有条件使用足够的化肥，导致橡胶树不健康而容易患病。ITRC 承认，过去五六年全球天然橡胶价格低迷，胶农生产活动在经济上是不可持续的。东南亚产区新增开割面积见顶的节点上，叠加真菌性病害的爆发，标志着全球天然橡胶进入产能出清阶段，新一轮大周期价格上涨或将开始。但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，橡胶价格在重要压力位 13000 一线或有震荡调整。

油脂油料：美豆跌至900美分关口，大连盘油强粕弱持续深化

1 外部豆类市场分析

美豆收割率超过九成，美豆产量大幅下降

美国农业部本周发布的作物生长报告显示，截止11月17日当周，美国大豆收割率为91%，与市场预期一致，上年同期为91%，五年均值为95%。本周美豆收率已完成九成，进入收尾阶段，2019年天气因素对美豆产量的影响基本结束。美国农业部在11月大豆供需报告中预计，美豆单产为46.9蒲/英亩，较上年度低3.7蒲/英亩，降幅为7.3%；预计美豆总产量为9662万吨，同比下降2390万吨，降幅为19.8%。随着美豆收割基本结束，本年度美豆产量大幅下降已成为市场共识。2019年美国大豆产量出现超预期下降，对于缓解美豆库存压力起到重要作用，但正是由于美豆近两年因中美贸易摩擦所累积的库存压力过大，导致市场看涨动力不足，美豆价格对减产的反应较以往明显弱化。

美豆出口销量大幅增加，中国买家贡献巨大

美国农业部出口销售报告每周发布一次，通常公布截至上周四当周美国大豆的出口销售数据，包括当前市场年度及下一市场年度的净销售和新销售数据。当出口数据增加或者超出预期时，表明市场需求增加，反之如果数据减少或者不及预期，则表明市场需求减少。美国农业部(USDA)本周四公布的出口销售报告显示，截止11月14日止当周，美国大豆出口销售合计净增151.67万吨，超出市场预估值。中国蝉联最大买家，预计购买56.86万吨美国大豆。2020/2021年度大豆出口销售净增0吨。当周，美国大豆出口装船量为170.74万吨，较之前一周增加35%，其中对中国大陆出口装船为87.36万吨。本年度以来，美豆累计出口销售1563万吨，较去年同期高出逾1倍，向中国出售741万吨，远超去年同期的净减69万吨，显示中国需求仍是减少美豆库存压力的重要力量。

巴西天气改善，大豆播种已完成三分之二

据巴西农业咨询机构AgRural称，截至11月14日，巴西大豆播种工作已完成67%，比一周前提高9个百分点，上年同期为82%，五年平均水平为70%。播种进度最快的地区是马托格罗索州，播种进度最慢的地区是巴西南部 and 东北部。在马托格罗索州，大豆播种工作已经完成了97%，相比之下，上年同期为99%，五年平均进度为91.8%。目前只有马托格罗索州东北地区的大豆播种工作尚未完成，当地大豆播种工作完成85%。自10月中旬以来，马托格罗索州大豆播种进度一直快于平均水平。在帕拉纳，截至上周初，大豆播种工作完成89%，出苗率为18%，79%的作物进入生殖生长期，3%的大豆作物进入花期。大豆差劣率为4%，平均率为19%，优良率为77%。在南马托格罗索州，大豆播种工作因为干燥天气而耽搁，部分早播大豆需要重播。整体来看，巴西大豆开局基本正常，机构保持对巴西大豆产量的较高预期。

供应缺口担忧加剧，马来西亚棕榈油重回升势

印尼能源部将2020年生物燃料项目的生物柴油配额定在95.9亿升，较2019年的66.3亿升增

加 45%。若 B30 计划能够顺利实施，预计将带来 200-300 万吨的棕榈油新增消费，能够覆盖一至两年的产量增幅，将极大促进产地棕榈油库存的消化，对棕榈油价格形成重大利好题材。马来西亚将于 2020 年初提前实施 B20 计划。当前马来西亚实施 B10 计划，年生柴消费大约 70-80 万吨，如果全面执行 B20 计划，该国生柴消费及棕榈油用量将翻一番。印尼和马来西亚两大主产国明年产量增幅有限，市场担心随着两国生物柴油需求的增加，出现供应缺口的预期导致本轮棕榈油强势行情仍在持续。

2 国内油脂油料市场分析

大豆进口成本下降，豆油压榨贡献率提升，豆粕生产成本承压回落

本周美豆价格继续承压回落，导致大豆进口成本继续下降。截止本周五，美湾大豆 12 月完税价 4198 元/吨，较上周 4232 跌 34 元/吨；巴西大豆 12 月完税价 3281 元/吨，较上周 3300 跌 19 元/吨。受豆油价格重回升势影响，本周大豆盘面毛利反弹，截止本周五，巴西大豆 12 月船期盘面压榨盈利为 257 元/吨，上周同期盈利为 221 元/吨。如按本周豆类市场现货价格体系核算压榨利润，巴西大豆 12 月船期压榨盈利高于 400 元/吨。当前油厂压榨利润处于年内高位状态。在 33%高关税下，美湾大豆压榨仍处于深度亏损状态。截止本周五，美湾大豆 12 月船期盘面榨利亏损 724 元/吨，上周同期亏损 774 元/吨。如果按关税排除措施免征 30%关税，进口美豆的盘面利润和现货压榨利润分别为 200 元/吨和 350 元/吨。

油厂压榨利润高企，豆粕保本价格则持续低迷。以山东沿海为例，按 12 月船期进口的巴西大豆核算的豆粕保本价约为 2690 元/吨，低于当前豆粕现货和期货主要合约的盘面价格。因此，在成本趋降以及需求预期不佳的影响下，豆粕市场仍缺少主动反弹动力，尚有回落空间。

油脂板块重回强势，品种间出现分化

本周有媒体报道马来西亚将于 2020 年初提前实施 B20 计划，原本处于调整节奏的棕榈油市场重新凝聚买盘人气，国内外棕榈油价格迅速止跌回升，并纷纷创出本轮反弹新高。马来西亚 B20 计划的实施预计仅能带来 30-35 万吨左右的棕榈油消费增量，该题材炒作情绪明显大于实质利好。最新消息显示，马来西亚产区 B20 政策可能有调整，B20 计划是不同区域分阶段实施，其中明年第一季度在兰卡威首次亮相，随后是 4 月份的纳闽、7 月份的沙撈越，以及随后的沙巴。按此分阶段实施计划，马来西亚生柴需求很难达到预期水平。因此，市场将谨慎评估东南亚生物柴油政策能给棕榈油带来多大新增需求。

棕榈油市场的强势表现仍是本周国内油脂板块重回强势的主要诱因。国内港口进口美豆因保证金问题滞港现象仍然突出，企业大豆库存同比大幅下降，北方多地大豆供应紧张局面仍在持续，油厂开机率偏低，且近期工厂卖出大量豆油远月基差，豆油市场整体仍处去库存的状态，对价格有一定支撑作用。与此同时，受巴西大豆盘面压榨毛利较高影响，近期中国进口商积极采购巴西大豆，有望缓解远期供应偏紧局面。油脂板块内部也开始关注各自供需基本面，连涨效应有所下降。当前油脂市场整体处于强势氛围，对利多因素较为敏感。棕榈油两大主产国明年产量增幅微乎其微，随着生物柴油需求增加，市场随时可能炒作供应缺口，从而限制油脂价格回调空间。

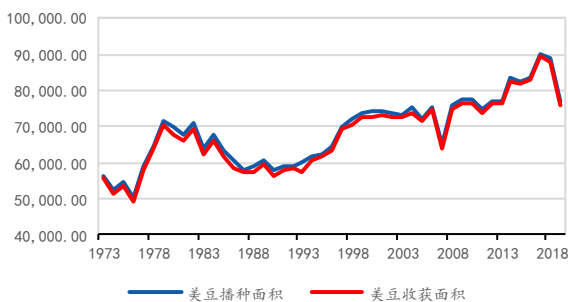
3 油脂油料市场操作建议

中美贸易谈判进展缓慢，市场对双方达成第一阶段贸易协议的预期降温，美国新豆季节性供应压力仍在显现，CBOT 大豆市场因利多题材匮乏而保持震荡偏弱节奏，1月大豆合约正在考验 900 美分关口的支撑性。CBOT 豆油市场先扬后抑反弹遭遇明显阻力，开始摆脱棕榈油市场影响回归自身供需基本面。当前美豆市场仍缺少有效利多因素提振止跌回升，在中美第一阶段贸易协议落地前，有望保持震荡偏弱的运行状态。

大连豆一期货继续保持横盘震荡走势，交易重心持续向 3400 元/吨关键位靠拢，尚难打破成本支撑与季节性供应压力形成的窄幅震荡区间，市场关注度下降，可继续保持观望。国内豆粕市场与美豆保持较强联动性，成本下降以及需求偏弱导致豆粕市场尚未止跌，尤其是豆油的压榨贡献率提升后，油厂对豆粕挺价动力不足，导致豆粕市场仍可能继续承担美豆下跌压力。当前油脂板块整体价格已大幅提升，棕榈油仍是油脂板块的风向标，东南亚棕榈油市场进入利多敏感期，国内棕榈油因完全依赖进口而紧跟外盘节奏。随着春节前油脂需求高峰期的到来，油脂市场有望保持偏强运行，但需防范市场累积涨幅过大后引发的回吐压力，提高对行情节奏的把握能力。

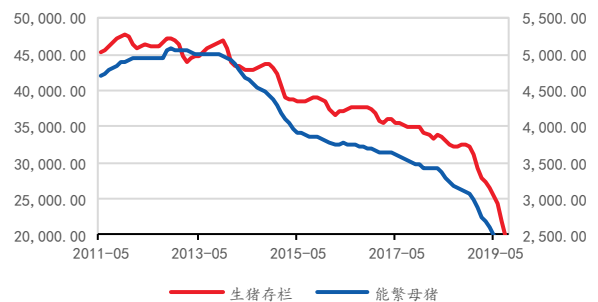
4 油脂油料市场主要数据

图表 46: 美国大豆种植收获面积



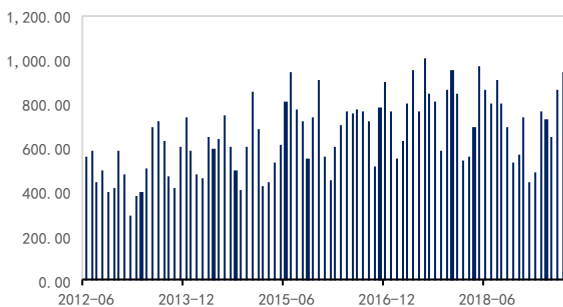
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 47: 国内生猪存栏量



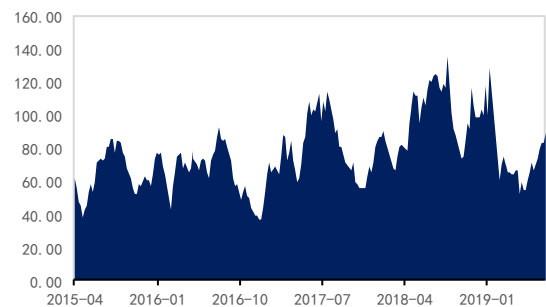
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 48: 大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 49: 国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中投天琪期货有限公司

公司网站：<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900