

中投期货策略周报（2019年第45期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993
投资咨询编号：Z0013973
zhangwei@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：F0231832
投资咨询编号：Z0000756
yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867
投资咨询编号：Z0012784
lixiaowei@tqfutures.com

王万超

从业资格编号：F0290005
投资咨询编号：Z0011089
wangwanchao@tqfutures.com

刘坤

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

宏观策略：宏观经济弱势，有效需求不足，大宗商品整体维持小幅震荡走势，大部分工业品进入年底消费淡季，整体走势平淡，尤其是前期大幅下跌的品种，横盘震荡迹象明显。考虑到外围经济好转刺激以及国内稳增长政策，预计短期内经济数据逐渐好转，但是回升幅度有限，建议投资者宏观面变化的影响以及市场节奏。

股指期货：两市维持震荡偏弱的走势，成交量进一步萎缩，经济数据不佳以及中美阶段性协议达成存在变数是主要压力，考虑到年底是经济会议以及重大政策出台密集点，预计指数区间行情仍能维持，但是区间有所扩大，预计沪指重心在 2800-3100 区间，需要密切关注美股走势。

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。基本面，江铜、铜陵、中铜与自由港确定了 2020 年 TC 长单为 62 美元/吨，较 2019 年下降 18.8 美元/吨，铜矿供应紧张基本确定。房地产表现较强韧性，竣工面积降幅大幅收窄 3.1%，但整体需求仍表现平平。综上所述，贸易谈判不确定性、经济数据疲软以及需求乏力施压铜价。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，供应方面，国内冶炼厂在高利润推动下，依然维持高负荷生产，9-10 月供应稳步攀升。消费方面，金九银十旺季需求结束，北方全面进入供暖季，环保检查可能影响部分河北镀锌企业生产。压铸合金市场订单略有好转，锌价跌至 18000 后下游采购意愿增强，在低库存的格局下，短期情绪的小幅改善，空头信心的稍显不足使得近日锌价录得反弹走势。但由于中远期供应增长确定性较强，锌价整体的下行趋势依旧难改。

黑色金属：钢材供需关系转换，利润刺激供应回升，需求季节性走弱，库存拐点临近，价格承压下行。铁矿石价格在没有明显驱动下，价格跟随钢材波动，在钢材价格回落下，铁矿石价格跌幅更大，短期跟随钢材下行，12 月中旬关注钢厂补库行情，届时可逢低做多 2005 合约，或者多 5-9 正套。焦炭短期受钢价下行压制，后期关注山东焦企去产能执行情况。

原油：今年以来，国际原油价格在中低区间持续震荡。宏观经济和货币政策整体偏向利空，供给侧影响力不断边际弱化，需求端逐渐占据主导地位，地缘政治等黑天鹅事件给市场带来更大波动性。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。美国页岩油产量仍不断刷新历史记录，但未来长期高增速不可持续。近期应重点关注 OPEC 会议上减产协议何去何从，对市场的影响大概率偏负面，2020 年全球原油市场或将面临新一轮供应过剩的冲击。

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。

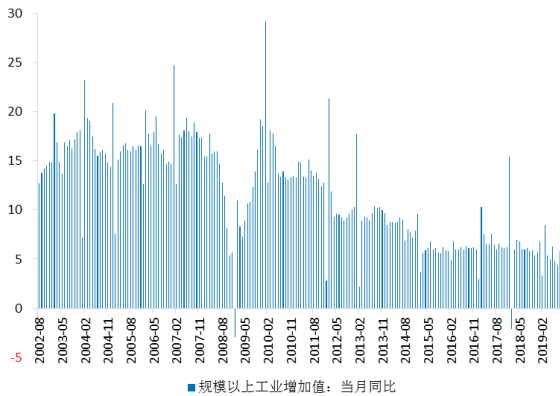
目 录

重要经济指标概况.....	- 4 -
周度策略：工业企业利润承压 工业品需求低迷	- 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 美国三季度 GDP 超预期	- 6 -
3 流动性：逆回购连续暂停	- 7 -
4 宏观策略	- 7 -
5 股指期货市场分析.....	- 7 -
铜：难以摆脱区间震荡格局.....	- 10 -
1 基本面分析	- 10 -
2 结论：延续震荡态势	- 12 -
3 铜期货现货数据.....	- 12 -
锌：将维持疲弱走势	- 14 -
1 锌：影响因素	- 14 -
2 总结	- 15 -
3 锌期货现货数据.....	- 15 -
黑色金属.....	- 17 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 17 -
2 供需端：产量平稳，需求回落，库存降幅收窄	- 18 -
3 原料端：价格跟随钢材回落，且跌幅较大.....	- 19 -
4 总结	- 21 -
原油	- 23 -
1 美国增产预期	- 23 -
2 倾听不同声音	- 23 -
3 页岩技术瓶颈	- 23 -
4 平衡临界拐点	- 24 -
5 OPEC 年度会议	- 25 -
6 市场归纳总结	- 26 -
天然橡胶.....	- 27 -
1 产业周期概述	- 27 -
2 上游供应偏紧	- 27 -
3 下游需求疲软	- 28 -
4 真菌病害近况	- 29 -
5 环保政策限产	- 30 -
6 长期走势预测	- 30 -

免责声明..... - 32 -

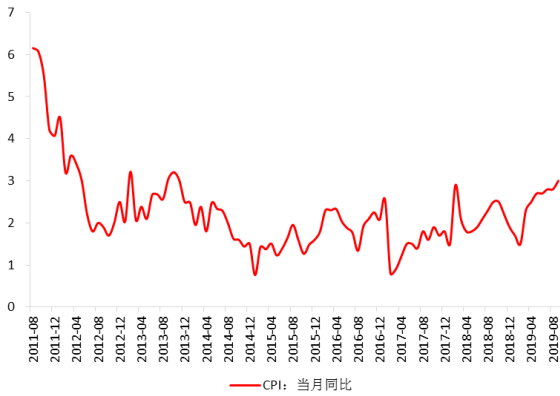
重要经济指标概况

图表 1: 国内工业增加值增速



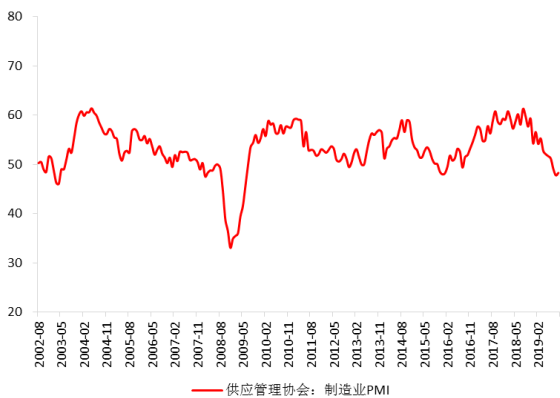
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



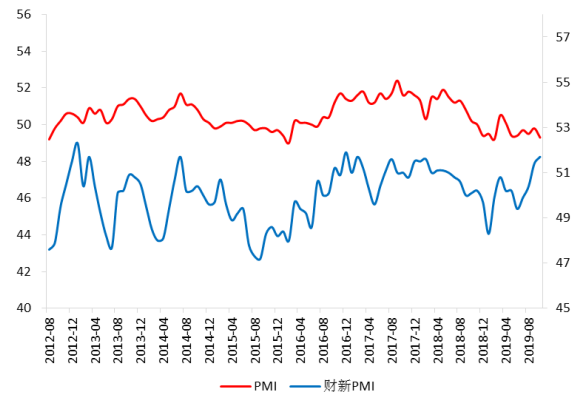
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



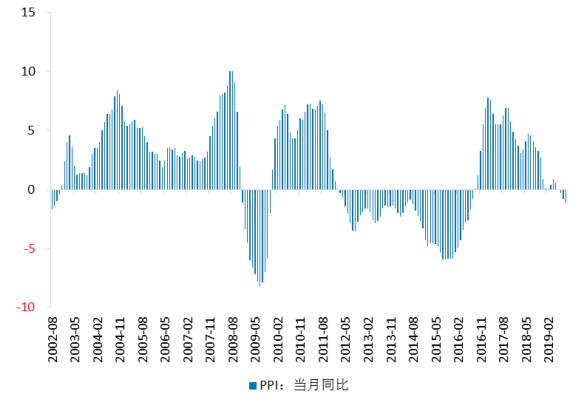
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



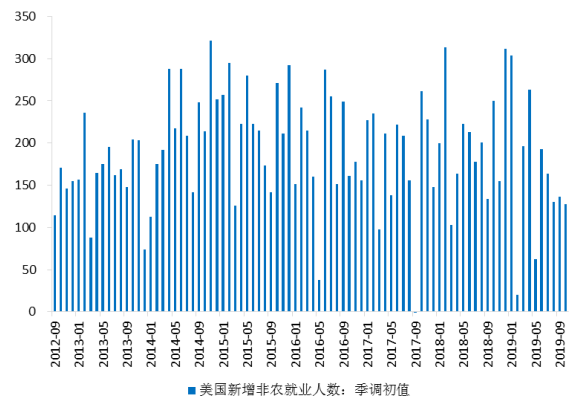
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：工业企业利润承压 工业品需求低迷

本周市场仍然呈现较为明显的震荡行情，其中黑色系冲高回落，有色金属铅和锌创出新高走势，化工类在原油反弹的情况下走势稍强，其中PVC表现抢眼，成为化工中最为强势品种。整体看市场并无明显趋势，即使反弹也更多呈现一种无序的状态，趋势性上涨品种更是寥寥无几。

上周公布的经济数据中基建、消费等数据大跌眼镜，本周公布的工业企业利润数据继续弱出想象区间，10月工业企业利润增速创出wind有统计数据以来的新低。

10月工业企业利润增速进一步下挫4.6个百分点至-9.9%，累计同比继续回落0.8个百分点至-2.9%。工业企业利润增速下降，同时体现在企业营收和出厂价格方面，考虑到10月PPI同比显著下挫至-1.6%、以及工业增加值同比增长4.7%（增速较9月回落1.1个百分点），10月份的工业企业利润可能是近期的低点，预计10月是PPI同比的底部，2020年PPI将在0附近运行，其对利润增长的拖累将逐渐减弱；其次是2020年工业增加值将从今年下半年的低点温和修复，其对利润增长有一定正面作用，因此经济数据逐渐探明阶段性低点概率较大，但是重要的是，回升的空间也会比较有限。

库存的角度看，工业企业继续去库存，去库存进程已十分接近底部，但缺乏补库存信号。9月工业产成品库存累计同比进一步下降至0.4%。根据我们构造的终端需求领先指标，后续进一步去库存的空间已较为有限，但终端需求只是企稳，近期还略有趋弱，目前看不到可靠的2020年补库存的信号。工业总资产增速磨底，制造业投资暂无回升迹象。10月工业总资产增速回落0.2个百分点至5.8%，考虑到其对制造业投资有4个月左右的统计意义上的领先性，制造业投资短期尚看不到回升迹象，但进一步下滑的空间也不大。因此，整体看来，经济数据可能经历一个阶段性的底部阶段，回升动能依然不足。

经过我们上面的简单分析，我们可以对11-12月的数据做一个简单的前瞻，那就是有所回升，但是空间非常有限，很难改变当前经济弱势的趋势。

除了经济数据之外12月份市场有几个潜在几个因素需要密切关注。

其一是中美经贸关系，8月中，美国官方宣布对华3000亿加税清单中部分商品暂缓加征关税至12月15日，其余部分从9月1日起加征10%关税。根据3000亿加税清单估算，暂缓商品规模约占3000亿清单商品的比例为57%。主要包括手机、手提电脑、电子游戏机、电脑显示器、玩具、一些鞋类与服饰等。如果在12月中国之前不能完成第一阶段协议的签署，12月15日可能是中美经贸问题的关键时点。

其二是中央经济工作会议。按照常理，中央经济工作会议将在12月中下旬举行，会对2020年的经济工作目标和重点工作进行部署。我们回顾2018年的中央经济工作会议部署“强调宏观政策层面要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策以减税为方向，货币政策也由中性变为松紧适度。基建投资依旧是本轮逆周期调节的主要工具。政策面放松的迹象已成趋势，资金面改善也持续进行，地方专项债预计大幅度增加，进而缓解地方债务压力，疏导基建投资落地。”，可以看出会议制定的政策贯穿全年，因此今年的会议也值得大家重视。

从策略的角度看，宏观经济弱势，有效需求不足，大宗商品整体维持小幅震荡走势，大部分工业品进入年底消费淡季，整体走势平淡，尤其是前期大幅下跌的品种，横盘震荡迹象明显。考虑到外围经济好转刺激以及国内稳增长政策，预计短期内经济数据逐渐好转，但是回升幅度有限，建议投资者宏观面变化的影响以及市场节奏。

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 28 日	国务院金融稳定发展委员会 28 日召开第十次会议	会议强调，下一阶段要突出问题导向，进一步深化资本市场和中小银行改革	加强金融机构风险的监管
	11 月 26 日	国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。	政策上继续加强对基建的支持力度
数据	11 月 25 日	10 月份规模以上工业企业实现利润总额 4275.6 亿元，同比下降 9.9%	单月增速创近 10 年新低。	需求不足对企业的压力依然明显
	11 月 27 日	猪肉批发价格为每公斤 43.66 元，下降 8.6%	上周肉类价格以下降为主	政策上对于价格上涨的品种监控力度增加
事件	11 月 26 日	央行 25 日晚间发布《中国金融稳定报告（2019）》	报告指出，下大力气做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期各项工作	央行短期政策上明显出现转暖的立场。

资料来源：中投期货研究所

2 美国三季度 GDP 超预期

美国劳工统计局 27 日公布了第三次修正后的 GDP 增速预测，第三季度美国经济增长快于最初的预期。在 7 月至 9 月之间，GDP 增长了 2.1%，稍稍超过了最初 1.9% 的增长预期，并超过了第二季度的平均 2% 的增长率。

美国经济在今年第一季度以 3.1% 的 GDP 增长率“强势开年”，但随后增速放缓。受全球范围内的贸易摩擦和经济增速放缓带来的不确定性影响，使得原材料上涨，市场需求下滑，为美国制造业带来沉重打击。美联储也因此从今年 7 月开始，在短短的三个月内连续实行了三次降息，将联邦基金利率从 2.25%-2.5% 降至 1.5%-1.75% 水平。

美国的经济数据表明，经济不会出现断崖式下跌。然而，长时间的全球工业衰退、持续的贸易政策不确定性和收入增长缓慢都表明，未来几个月的经济活动将减弱。

美国政府对经济的核算结果显示，尽管经济稳定增长，但企业利润仍在下降。美国商务部表示，与脸书和谷歌母公司“字母表”达成法律和和解降低了企业总体利润。未经库存估值和资本消费调整的税后利润在二季度环比增长 3.3% 后，三季度环比下降 0.6%，同比下降 0.4%。三季度经济增长的最新数据大体证实了该机构早些时候的判断，即消费者支出和房地产投资帮助抵消了该季度商业投资的下降。

因此，我们可以确定的是，虽然三季度 GDP 超预期，但是美国经济仍在缓慢回落，三季度 GDP 修正上调的关键因素来自于库存投资的调整，修正后库存投资对 GDP 的拉动由初值的-0.05%修正为 0.17%。往前看，美国 10 月 ISM 制造业 PMI 指数为 48.3，已经连续 3 个月落入枯荣线以下，10 月美国零售销售同比也连续 3 月下行，供需两端仍呈现边际走弱。

3 流动性：逆回购连续暂停

截至 29 日，央行已连续 8 个工作日未开展逆回购操作。本周内，共有 3000 亿元逆回购和 600 亿元国库现金定存到期，因此央行净回笼 3600 亿元。

当前资金面总体平稳，部分短期品种上行。29 日，银行间回购定盘利率涨跌不一，FR001 上行 30 个基点，FR007 和 FR014 分别下行 6 个基点和 10 个基点。Shibor 多品种上涨，隔夜品种涨 27.8 个基点至 2.356%，7 天品种续涨 1 个基点，升破 2.6%。银行间债券质押式回购利率方面，Wind 数据显示，截至 11:50，DR001、DR007 上行 30 个基点、0.4 个基点，DR014、DR021 分别下行 3.3 个基点、4 个基点。

截至 29 日统计，下周仅有 177 亿元国债和地方政府债券达到缴款期限，对银行间流动性影响很小，若无突发事件，央行下周开展逆回购操作的概率仍然较低。12 月 6 日（下周五）有 1875 亿元 MLF 到期，预计央行会开展 MLF 操作对冲。

前期央行连续下调 MLF 和 OMO 利率，考虑到政策利率的调整空间毕竟有限，为了推动贷款利率的更大幅度的顺畅下行，还需要通过更多改革措施加以配合，疏通货币政策传导中的“梗阻”。一方面，适时修订同业负债占比监管指标，疏通货币政策和货币市场利率向商业银行负债成本传导的渠道，引导商业银行的综合负债成本下行；另一方面，针对中小银行监管，考虑其服务三农和普惠金融的属性，参考国际监管中的“适配性”原则，在防范重大风险的同时，简化部分监管要求。

4 宏观策略

宏观经济弱势，有效需求不足，大宗商品整体维持小幅震荡走势，大部分工业品进入年底消费淡季，整体走势平淡，尤其是前期大幅下跌的品种，横盘震荡迹象明显。考虑到外围经济好转刺激以及国内稳增长政策，预计短期内经济数据逐渐好转，但是回升幅度有限，建议投资者宏观面变化的影响以及市场节奏。

5 股指期货市场分析

本周指数连续第三周回落

周五沪指震荡下行，跌幅超 0.6%，创指大跌，微盘跌幅有所收窄，高位蓝筹股集体大跌，白酒板块领跌两市，贵州茅台大跌超 4%，医疗器械紧随其后，爱尔眼科、乐普医疗、安图生物等优质蓝筹股大跌，猪肉板块也跌幅居前，牧原股份跌幅近 4%，云南白药跌幅一度超 4%，盘中保险、银行、证券都有拉升，但是上涨动能不足，持续性不强，最终冲高回落，半导体板块整体走势较强，涨幅居前。

总结 11 月行情来看，沪指 11 月累计跌幅 1.95%，高位蓝筹股大跌。

成交量上看，11 月相对于 10 月成交量小幅回升，但是 10 月份存在国庆因素，因此当前市场成交低迷的状况愈发明显。

北上资金方面，呈现加码买入的迹象，截至 11 月 28 日，年内北上资金合计净流入 2799.43 亿元。11 月份以来，北上资金净流入 616.32 亿元，约占全年北上净流入资金 22%。并且，从 11 月 14 日开始，北上资金已连续 11 个交易日净流入。随着 MSCI 的 A 股扩容第三步在 11 月 26 日收盘后正式生效，11 月 27 日北上资金的净流入金额较前已交易日缩减明显。当日早盘北上资金一度出现净流出，但全天仍维持净流入为 24.21 亿元。其中，白酒、家电龙头净流入额较大。

存量资金方面，市场热情有所减退。27 日沪市两融余额为 5519.66 亿元，较前一交易日减少 18.69 亿元；深市两融余额为 4135.63 亿元，较前一交易日减少 11.76 亿元。两市两融余额合计 9655.30 亿元，较前一交易日减少 30.46 亿元。两融余额从 8 月中的 8800 亿，目前回升到 9600 亿的年内高点，但是向上难度增加，呈现高位回落的迹象。

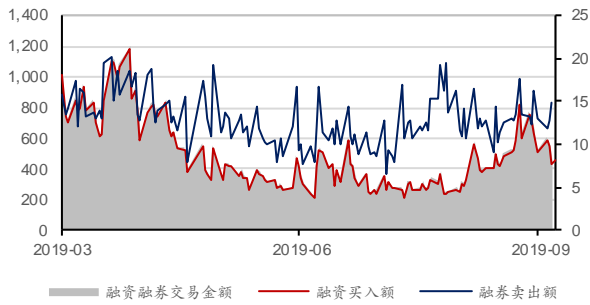
短期内市场仍以震荡行情为主 但区间扩大

市场情绪是关注的焦点，风格上，大盘蓝筹指数表现较弱，中小创指数相对较优。腾落指数、沽空比率等短期指标显示当前多空博弈上升，交易热度有所提振；换手率、成交量及两融交易额等中期指标显示市场情绪有所回暖，意味着做多动力小幅增强。长期情绪指标来看，新增投资者规模连续三个月环比下滑，基金仓位围绕中枢震荡，解禁与减持规模居高不下等等，诸多指标表明未见市场情绪显著上升拐点。

外资流入略微不及预期，截止 2019 年 11 月 26 日，2019 年北上资金累计净流入 2739 亿元，低于 A 股纳入国际重要指数估算应流入的 3163 亿元（陆股通作为外资流入的重要渠道，对外资整体具有显著代表性）。但其持仓市值较 2018 年底增加 6162 亿元，显著高于其净流入规模，考虑到外资流入对市场供需关系影响较大，因此这一指标需要密切关注。

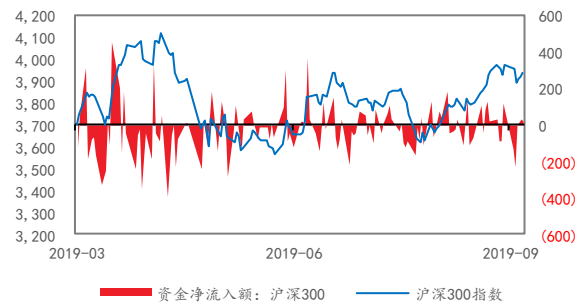
两市维持震荡偏弱的走势，成交量进一步萎缩，经济数据不佳以及中美阶段性协议达成存在变数是主要压力，考虑到年底是经济会议以及重大政策出台密集点，预计指数区间行情仍能维持，但是区间有所扩大，预计沪指重心在 2800-3100 区间，需要密切关注美股走势。

图表 8：融资融券数据图



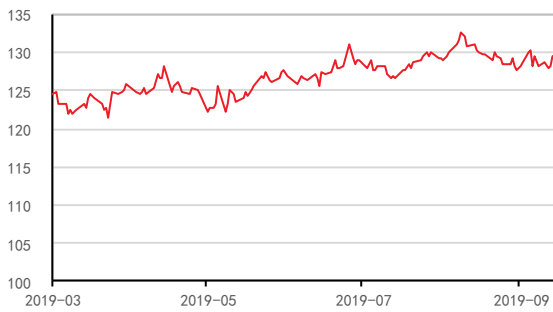
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



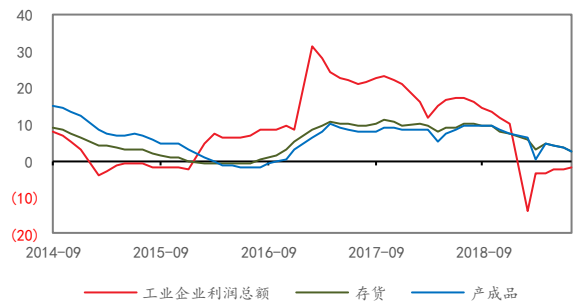
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

今年全球铜精矿供应维持偏紧，世界金属统计局(WBMS)数据显示前九个月短缺 20.3 万吨，法国兴业银行预计明年将仍存在供需缺口。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%。11 月根据各冶炼厂排产来看，部分冶炼厂产量仍受到废铜和阳极铜供应紧张影响，但新投放冶炼产能仍在继续爬产，二者增减量基本形成对冲。SMM 预计 11 月国内电解铜产量将会提升至 78.66 万吨，同比增幅 5.43%，累计产量达到 812.7 万吨，累计增幅达 1.94%。

本周亚洲铜会议上，江铜、铜陵、中铜与 Freeport 确定了 2020 年进口铜精矿 TC 长单价格确定为 62 美元/吨，同比 2019 年长单 80.8 美元/吨，大幅下降 23.27%，触及 2012 年以来的新低点。而此前七月份，Antofagasta 与江铜、铜陵有色签订 2020 年上半年 TC 长单，价格为 mids-60 (65 美元/吨上下)，已经基本达到冶炼厂盈亏线。而现货铜精矿 TC 当前只有 58.5 美元/吨，低于长单 TC。9 月份更是一度降到 53.5 美元/吨。不断下降的加工费，凸显出铜矿供应趋紧的局势，更说明进口矿增量远不及炼厂扩产增速。

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%，环比减少 4.4%。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%，同比上升7.05%。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%。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。基本面，江铜、铜陵、中铜与自由港确定了2020年TC长单为62美元/吨，较2019年下降18.8美元/吨，铜矿供应紧张基本确定。房地产表现较强韧性，竣工面积降幅大幅收窄3.1%，但整体需求仍表现平平。综上所述，贸易谈判不确定性、经济数据疲软以及需求乏力施压铜价。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



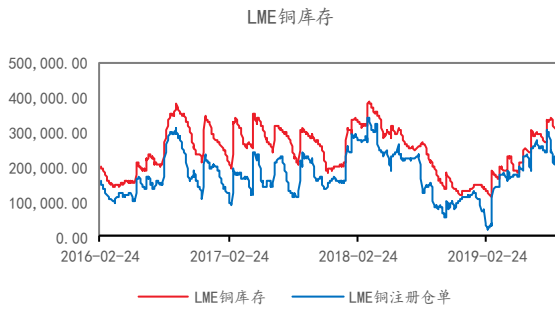
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



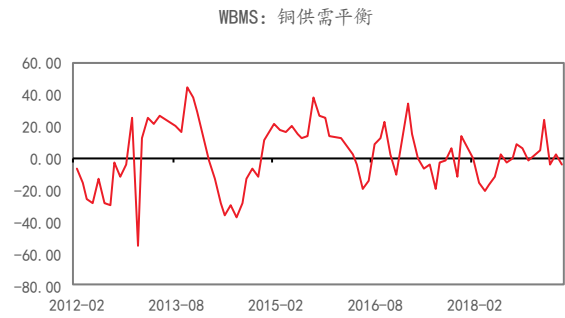
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: LME 铜库存



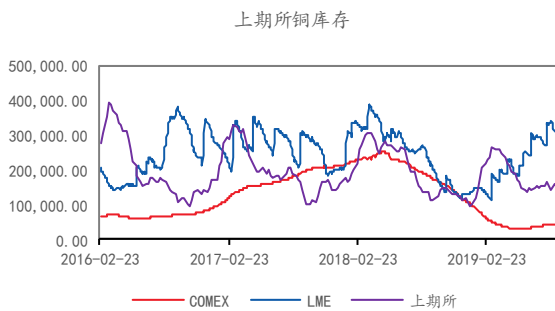
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



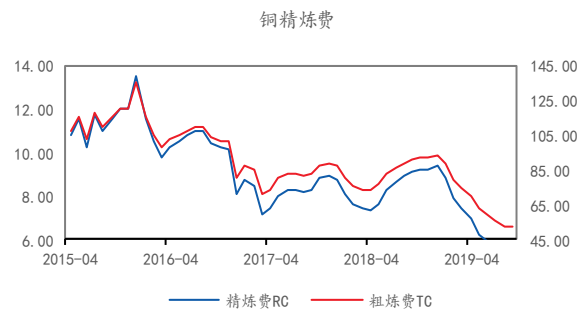
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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%。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%。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

LME 锌库存报 5950 吨，减 450 吨，连增两周至近一个月新高。同时，上期所沪锌库存报 45772 吨，减 3988 吨，连降两周至 2 月 1 日以来新低。

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，供应方面，国内冶炼厂在高利润推动下，依然维持高负荷生产，9-10月供应稳步攀升。消费方面，金九银十旺季需求结束，北方全面进入供暖季，环保检查可能影响部分河北镀锌企业生产。压铸合金市场订单略有好转，锌价跌至 18000 后下游采购意愿增强，在低库存的格局下，短期情绪的小幅改善，空头信心的稍显不足使得近日锌价录得反弹走势。但由于中远期供应增长确定性较强，锌价整体的下行趋势依旧难改。

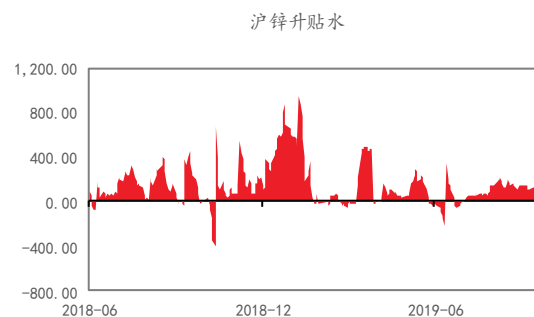
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



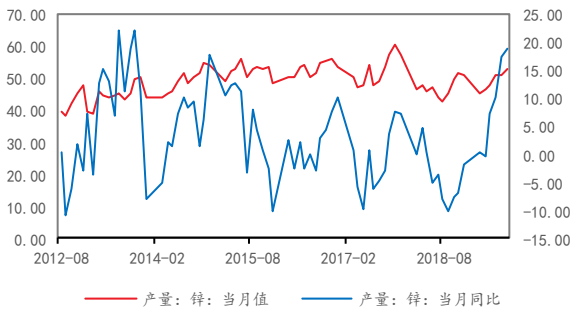
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19: 锌升贴水



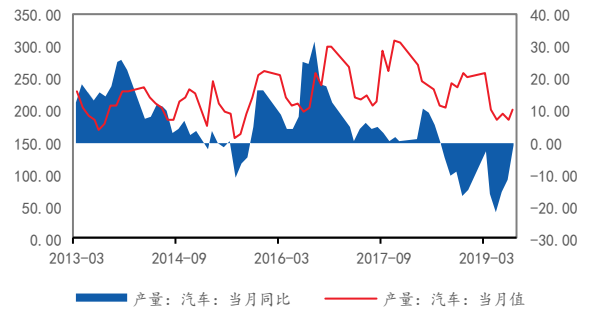
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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由涨转跌，成材现货见顶回落，主要基于以下几个原因：1、北材南下发运增加，南方缺规格的供应问题有望缓解；2、需求季节性走弱，钢联日均成交本周出现明显回落，后期大概率继续走弱；3、库存降幅放缓，在供应增加和需求走弱的情况下，库存降幅放缓，下周库存拐点大概率出现；4、钢厂套保盘介入。在上述几个因素共同作用下，后期钢材现货价格下行压力进一步增加。原料端看，焦炭本周主要受山东潍坊、临沂去产能、唐山地区焦企临时环保影响，价格出现大涨，现货价格第一轮提涨落地，但期货盘面价格涨幅达2轮以上，叠加市场对焦化行业去产能预期转弱，钢材价格下行，焦炭也震荡下行。铁矿石方面价格波动多跟随钢材，短期并无明显驱动，后期进一步观察钢厂补库。

本周宏观层面主要有以下几个事件：1、2020年提前批专项债额度已下达；2、规模以上工业企业利润以及PMI数据公布。

财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占上年总额度的47%。要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。总体新增额度高于去年，并且提前发行的专项债不能用于棚改和土储项目，因此对基建的实际拉动效果料将显著强于去年同期。

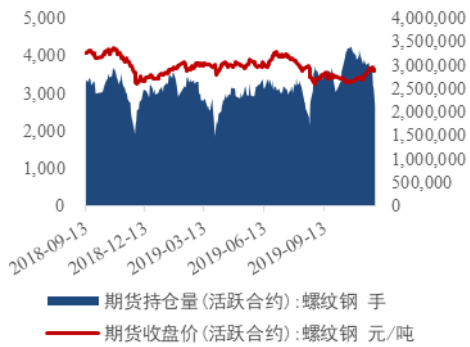
1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额50151.0亿元，同比下降2.9%，降幅比1-9月份扩大0.8个百分点。10月份，规模以上工业企业实现利润总额4275.6亿元，同比下降9.9%，降幅比9月份扩大4.6个百分点。经济下行压力依然较大。

11月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升0.9个百分点。从企业规模看，大型企业PMI为50.9%，比上月上升1.0个百分点；中型企业PMI为49.5%，比上月回升0.5个百分点；小型企业PMI为49.4%，比上月回升1.5个百分点。从分项指标看，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为52.6%，比上月上升1.8个百分点，高于临界点，表明制造业企业生产扩张加快；新订单指数为51.3%，比上月上升1.7个百分点，重返临界点之上，表明制造业市场需求有所增长；原材料库存指数为47.8%，比上月回升0.4个百分点，位于临界点之下，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄；从业人员指数为47.3%，虽位于临界点之下，但与上月持平，表明制造业企业用工景气度变化不大；供应商配送时间指数为50.5%，比上月上升0.4个百分点，位于临界点之上，表明制造业原材料供应商交货时间加快。

产业层面，河北6市重启重污染天气预警，非常规限产对供应略有扰动；国家煤矿安监局将开展为期3个月的煤矿安全集中整治。

11月份钢铁行业PMI为45.4%，较上月上升4.1个百分点，结束了连续6个月环比下降趋势。分项指数显示，本月市场需求回升，产品价格和原材料价格均有不同程度上涨，在需求回升和利润驱动的双重影响下，钢厂生产有所上升，企业采购意愿较强。

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：产量平稳，需求回落，库存降幅收窄

本月钢铁 PMI 分项生产指数为 43.4%，较上月上升 1.1 个百分点；采购量指数为 41.5%，较上月上升 8.0 个百分点；原材料库存指数为 39.2%，较上月上升 1.3 个百分点。近期在钢材利润回升下，产量整体呈现回升态势。据中国钢铁工业协会统计数据显示，2019 年 11 月上旬重点钢企粗钢日均产量 198.91 万吨，旬环比增加 2.11 万吨，增长 1.07%。从高炉开工率看，本周高炉开工率回升 0.55% 至 65.88%，唐山地区高炉开工率上升 0.72% 至 65.94%。螺纹钢周度产量略降 0.78 万吨至 356.21 万吨，热卷产量增加 3.66 万吨至 339.8 万吨，五大钢材本周产量增加 9.74 万吨至 1034.92 万吨。

从短流程看，近期螺纹钢现货价格出现回升，短流程利润出现快速回升，开工率开始逐步提升。截止 11 月 28 日，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率 69.61%，较上周减 0.14%；产能利用率 59.61%，较上周增 0.82%；Mysteel 调研全国 102 家电弧炉厂，平均开工率 73.91%，较上周增 1.01%；产能利用率 63.08%，较上周增 0.21%。

成本利润角度看，本周末生铁成本 2410 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以及焦炭价格提涨 50 元/吨，钢坯成本 3012 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 948 元，热卷吨毛利润 378 元，利润回落除成本上升之外，现货价格也下跌 100 元/吨左右。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。

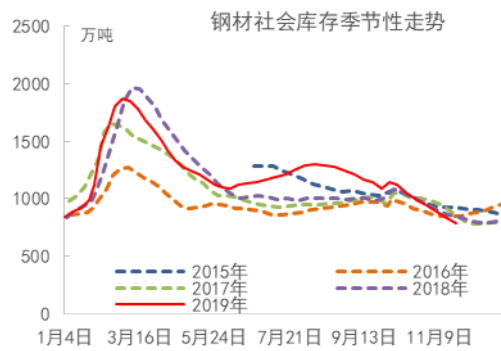
北材南下方面，本周港口发运恢复正常，北材南下船运通东北发运上升 17.89 万吨，合计发运增加 16.23 万吨。本期到货总量增加 38.85 万吨，除环渤海山东到货下降 7.96 万吨外，其他各区域到货均实现增长。其中到货增量较大为苏皖的 23.14 万吨，增量较小为华南闽粤的 7.69 万吨。按发货周期和到货趋势，结合北方港口天气看，后期北材发运大概率较大幅度回升。据 Mysteel 统计数据来看，12 月东北螺纹钢南下计划总量为 123.8 万吨，同比增加 42.6 万吨，环比增加 35.5 万吨，盘线南下计划总量为 68.2 万吨，同比增加 17.5 万吨，环比减少 6 万吨。

图表 24：高炉开工率



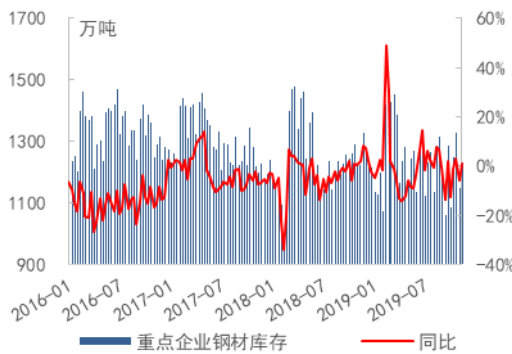
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

库存数据方面，本周库存延续下降，但降幅出现明显收窄。从主要品种社会库存看，截至 11 月 28 日，全国主要钢材社会库存总量较上周下滑 22.1 万吨至 763.822 万吨，比去年同期水平低 68.99 万吨；国内螺纹钢社会库存量减少 3.84 万吨至 284.33 万吨，钢厂螺纹钢库存减少 2.09 万吨；热卷社会库存减少 1.98 万吨至 179.92 万吨，钢厂热卷库存减少 4.1 万吨。在供增需减的状态下，库存拐点下周有望出现。

需求方面，11 月份需求表现出远超预期，整体表现与 2017 年 11 月份类似，现货价格快速上涨，但随后需求季节性走弱。当前现货价格上涨后，成交明显出现回落，从钢联日成交数据看，本周日均成交维持在 17.838，较上周下降 3.77 万吨，需求走弱明显。沪市终端线螺采购数据本周为 28300 吨，较上周下降 1900 吨。从时间节点看，后期需求季节性走弱概率较大。

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，下周现货价格下行将加速。

钢材供需关系转换，利润刺激供应回升，需求季节性走弱，库存拐点临近，价格承压下行。

3 原料端：价格跟随钢材回落，且跌幅较大

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上行，截止 11 月 29 日，普氏 62%进口矿指数报 87.25

美元/吨，较上周降 0.55 美元/吨。

数据方面：上周澳洲巴西铁矿发运总量 2124.6 万吨，环比上期减少 239.3 万吨，澳洲发货总量 1468.6 万吨，环比减少 224.2 万吨，澳洲发往中国量 1230.8 万吨，环比上周减少 155.8 万吨，力拓发往中国量 419.8 万吨，环比上周减少 64.4 万吨，BHP 发往中国量 423.8 万吨，环比上周减少 74.1 万吨，FMG 发往中国量 315.9 万吨，环比上周减少 41.2 万吨，主流高品澳粉发往中国量 459.8 万吨，环比上周减少 66.7 万吨，主流低品澳粉发往中国量 245.9 万吨，环比上周减少 27.5 万吨，块矿发往中国量 242.8 万吨，环比上周减少 120.3 万吨。巴西发货总量 656 万吨，环比上期减少 15.1 万吨，其中淡水河谷发货量 531.3 万吨，环比减少 62.0 万吨，CSN 发货量 73.7 万吨，环比增加 18.9 万吨。

全国 26 港到港总量为 2034.7 万吨，环比减少 207.3 万吨；北方六港到港总量为 878.1 万吨，环比增加 27.1 万吨；全国 26 港主流高品澳粉到港 575.9 万吨，环比减少 64.8 万吨，主流低品澳粉到港 222.7 万吨，环比减少 41.4 万吨，主流澳块到港 208.4 万吨，环比减少 29 万吨。

Mysteel 统计 64 家钢厂进口烧结粉总库存 1576.11；烧结粉总日耗 59.03；库存消费比 26.70，进口矿平均可用天数 26 天，烧结矿中平均使用进口矿配比 88.84%。全国 45 个港口铁矿石库存为 12383.41 万吨，较上周降 133.84 万吨；日均疏港量 304.35 万吨，降 1.78 万吨。

铁矿石价格在没有明显驱动下，价格跟随钢材波动，在钢材价格回落下，铁矿石价格跌幅更大，短期跟随钢材下行。12 月中旬关注钢厂补库行情，届时可逢低做多 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，上周末消息，山东政府要求 11 月底潍坊振兴焦化、华奥焦化、万山焦化等企业关停；临沂的恒昌、盛阳焦化关停。河北省生态环境厅要求唐山市 14 家持有临时环保证焦化企业依法停业，有汇丰炼焦制气、榕丰钢铁、经安钢铁、国创炼焦制气、国义特种钢铁、荣义炼焦制气、永顺实业、唐钢美锦（唐山）煤化工、东方炼焦制气、蓝海实业、宝利源炼焦、九江煤炭储运、友利焦化、宏奥工贸。受此消息提振，焦炭价格快速上冲，但在期货第一轮上涨刚落地情况下，盘面价格涨幅超过 2 轮叠加钢材价格下行，焦炭价格也出现回调。

从市场公开消息看，山东潍坊地区在 11 月 19 日印发的潍坊市大气污染防治攻坚行动方案的通知中提到，2019 年关停潍坊华奥、潍坊振华焦化公司炭化室高度 4.3 米焦炉及热回收焦炉，压

减焦炭产能 130 万吨，以上两个焦化厂在山东省 7 月份文件中被要求 2020 年 4 月底前关停。此前山东省政府公布 2019 年内涉及淘汰产能约 1061 万吨。据了解，潍坊的三家企业中，有两家多年前已经关停，剩余 1 家目前在产。在产焦企限产 3 成左右，目前手续已经完善，未收到 11 月底关停消息，原料采购基本正常。临沂地区两家焦化企业目前限产运行，日焦炭供应减量在 0.6 万吨左右。其中一家焦化企业表示暂未听到停产传闻，但后期根据环保情况，有焖炉可能。另一家焦化企业暂时观望，后期可能有淘汰压力，但目前暂无通知。

河北地区下发《关于对唐山市汇丰炼焦制气有限公司等 11 家无证排污焦化企业依法停业、关闭及处置的函》，其中发现唐山地区 14 家焦化企业存在部分设施无证排污行为。根据市场反馈情况，迁安宏奥工贸有限公司 4.3 米焦炉于 2018 年关停不在出焦，榕丰钢铁及蓝海实业目前在产，但其为纵横钢铁焦化置换设备，预计 11 月中旬停产。其他 11 家企业涉及焦化产能 1495 万吨，其中 1435 万吨均为目前在产产能。

目前焦化企业已经收到相关文件，部分企业则表示尚在观望。关于临时环保证的问题，在列有几家焦企临时环保证并未到期。唐山地区目前全部焦化产能约在 3500 万吨附近（含钢厂自有焦化），从当前了解到的情况来看，此文件早已下发，但并未要求焦企停产。当地部分焦化企业认为，考虑到经济及就业等问题，全部停产的可能性相对不大，但大范围限产的可能性相对较大，环保部门要求先焦企请第三方机构评估，再逐步关停。现上述焦企生产正常，若按照限产 5 成计算，唐山地区焦炭日供应将减少约 2 万吨左右；若要求上述企业焖炉，则影响焦炭日供应 2.7 万吨左右。

根据 Mysteel 统计数据，全国 230 家独立焦企样本产能利用率 73.25%，下降 0.33%，日均产量 65.1 万吨，增加 0.29 万吨；焦炭库存 111.27 万吨，减少 16.75 万吨；炼焦煤总库存 1483.99 万吨，增加 9.44 万吨，平均可用天数 17.14 天，增加 0.19 天。全国 110 家钢厂焦炭库存 464.9 万吨，增加 6.68 万吨，平均可用天数 15.14 天，增加 0.17 天。港口焦炭库存总库存 422 万吨，减少 1 万吨。本周焦企开工小幅下滑，山东临沂去产能、山西汾阳、陕西环保等焦企限产较为明显，其他区域相对平稳；库存方面本周焦企库存继续下滑，尤其西北地区焦企最为明显，焦炭首轮提涨逐步落实后，焦企出货、订单良好，焦企心态较为乐观，关注 12 月份山东去产能执行情况。

焦炭短期受钢价下行压制，后期关注山东焦企去产能执行情况。

焦煤方面，贵州省织金县一煤矿发生疑似煤与瓦斯突出事故致 8 人被困，在近期煤矿事故频发的情况下，煤矿安监局组织开展 3 个月煤炭安全生产检查。

进口煤方面，近期蒙煤通关的两个主要口岸的通关量均出现明显下降的现象，其中甘其毛都口岸上周日均通关量由前期正常 1000 车左右的通关量降至 373 车左右，策克口岸通关量也由前期 500 车左右的水平降至目前的 300 车左右，由于口岸海关限制及蒙古司机闹事，口岸贸易商预计短期通关难以恢复至前高，现阶段部分蒙煤贸易商开始挺价销售。

焦煤后期受安全生产检查影响，价格在 1200 附近有支撑，近月贴水下关注交割行情。

4 总结

钢材供需关系转换，利润刺激供应回升，需求季节性走弱，库存拐点临近，价格承压下行。铁矿石价格在没有明显驱动下，价格跟随钢材波动，在钢材价格回落下，铁矿石价格跌幅更大，短期跟随钢材下行，12月中旬关注钢厂补库行情，届时可逢低做多2005合约，或者多5-9正套。焦炭短期受钢价下行压制，后期关注山东焦企去产能执行情况。

原油

1 美国增产预期

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。

2 倾听不同声音

美国能源信息署（EIA）和国际能源署（IEA）一致预期，未来美国原油供应水平仍有大幅提高的空间。得益于页岩油革命，过去 10 年间美国原油产量增加了一倍以上，主要是二叠纪、巴肯和鹰福特地区原油产量的大幅提升。凭借高达 1260 万桶/日的产量纪录顶点，美国超越沙特和俄罗斯成为世界上最大的产油国。对于今后美国原油产量仍将稳定增长的预测，大部分投资者深信不疑。EIA、IEA 和 OPEC 并称全球三大能源机构，发布的报告通常会被视为分析原油市场的金科玉律，但只有基于客观准确的数据才能把握长期趋势的走向。关于美国页岩油增长具有爆发性和长期潜力的普遍认知，可能是建立在一些不正确的假设上。

IHS Markit 报告预测，2020 年美国页岩油产量将仅增加 44 万桶/日，2021 年美国将面临原油产量增速大幅下滑的局面，主要原因是油价长期处于中低位置及投资方回收资本的意愿。两大机构和实体行业之间似乎也产生了分歧，多数美国顶级页岩油生产商都认为 2020 年只能增产 40—50 万桶/日左右。其他研究机构指出，EIA 对未来市场前景做出的预测在大部分时间里都显得过于乐观，因而极难实现；越来越多的信号显示，美国页岩油产量正在放缓。

3 页岩技术瓶颈

EIA 给出过于乐观的预期，似乎是忽视了页岩油井产量往往会在几年内陷入枯竭的特性。通常来讲，一眼页岩油井完钻投产后，产量将随时间高速递减，在三五年内产量将下降 75%—90%。美国部分页岩油井产量出现大幅下降，甚至已经陷入停滞。

想要长久维持当前的高产量，唯一可行的就是不断钻探新油井。然而优质页岩油储备是有限的，

适合开采的区域可能只占总储量的 20% 甚至更少，令美国后期增产变得非常困难。页岩油革命开始后，页岩油生产商迅速利用优质产区的成本优势来扩大生产，全行业将钻探重点集中在产出效率最高的区域。最优的产区不可避免地充满井眼，由此产生的子母井问题对页岩油生产商的困扰正在逐步加大。

所谓子母井，是指在一个高产的已完钻油井（母井）附近再开钻的新井（子井）。研究表明，二叠纪盆地的子井平均产量要比母井低 23%，且与母井接近的压裂活动可能会损害母井并降低其生产潜力。在井距趋近的地区，子母井相互干涉的结果是生产效率开始变得低下，因此美国原油总采集速率实际并未获得显著提升。

由于最佳钻探地段的不断减少，页岩油商不得不通过提高钻井深度，加大水和压裂砂的使用，增加压裂阶段的次数等手段进一步提高生产率。随着新油井的勘探难度增大，无疑需要更多的资本投入来维持，直到进入下一个技术瓶颈，该做法本身的可持续性存疑。

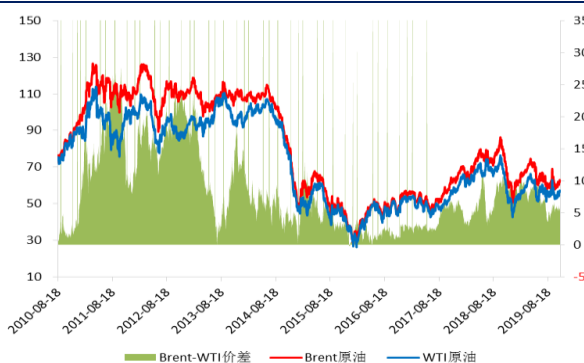
4 平衡临界拐点

美国原油市场存在一个看似矛盾的问题：2019 年以来美国活跃石油钻机数持续下降，但这并未阻止美国原油产量保持上升的趋势。事实上，美国原油产量不断刷新历史纪录，已经触及 1290 万桶/日的峰值。背后的原因，美国石油钻井完井进度加快和新开钻井数量下降相互抵消，结果是美国原油产量近 10 个月总体变化不大，甚至不降反升。

在长期中低油价的环境下，页岩油生产商资本性支出受到很大约束，同时承担投资者索取回报的压力，因此消化前期囤积的已开钻未完井（DUC）库存是当前的最优化选择。相比钻探新井，开发已有的 DUC 井，其成本远低于钻完井全周期，又可以保证原油产出增长。但这并非长久之计，按照目前的速度，到 2020 年中优质 DUC 库存将消耗殆尽，页岩油行业将面对钻井劣化的问题。

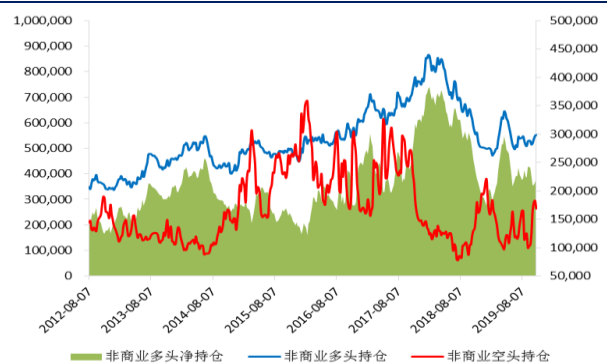
随着产量增长越来越依赖新井，意味着需要更多的投入，但勘探领域中资本开支计划占主导地位。华尔街融资的收紧令很多小页岩油商挣扎在自由现金流中断的边缘，甚至面临破产危机。除非油价大幅上涨并站稳高位，否则页岩油生产商难以扩大钻探开支和增加钻机数量。美国页岩油行业脆弱的平衡被打破只是时间问题，一旦油井开发陷入停滞，预计美国原油产量将出现大幅下滑。

图表 30：国际原油期货价格



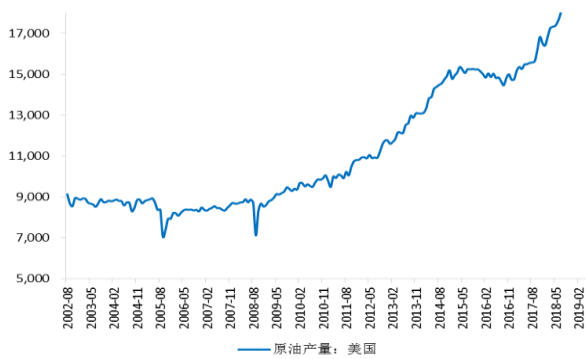
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



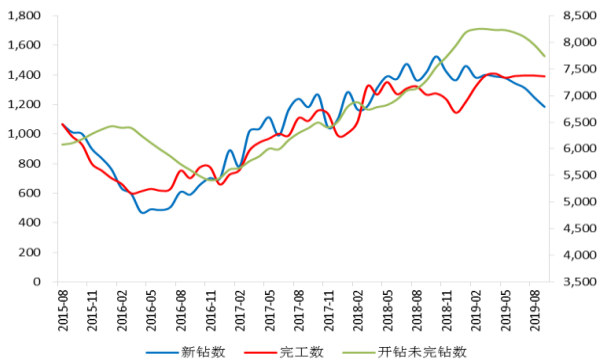
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：沙特原油产量



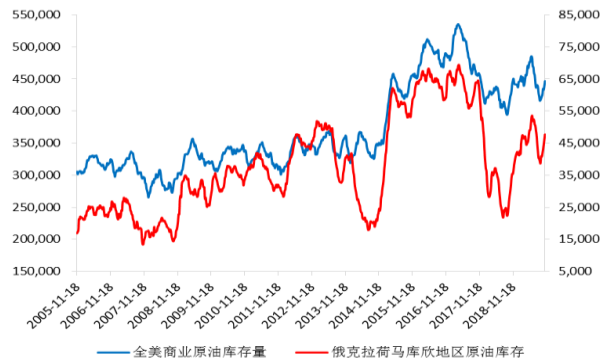
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



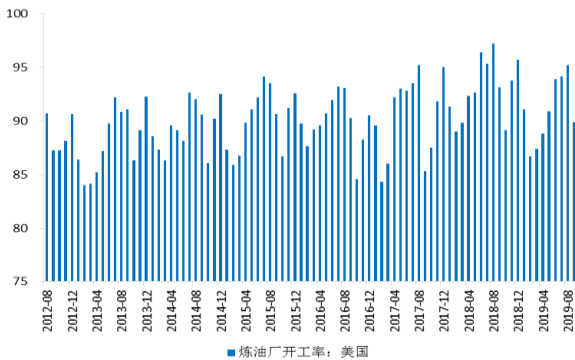
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



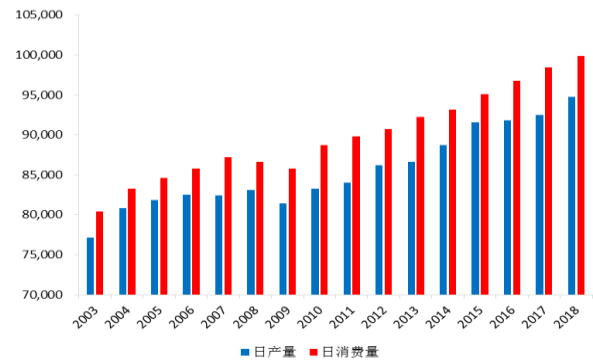
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

5 OPEC 年度会议

OPEC 全体会议定于 12 月 5 日在维也纳举行，以俄罗斯为首的非 OPEC 盟友将于次日加入谈判，以决定如何推进该协议。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。据消息人士透露，OPEC 及俄罗斯等主要合作伙伴正在考虑将减产协议延长三到六个月，现有的协议将在 2020 年 3 月到期。根据 CME 的 OPEC 观察工具，OPEC+ 在 12 月会议上维持减产政策的可能性为 81.51%，进一步减产的预期为 8.23%，增加产量的预期为 10.26%。

OPEC 现阶段减产支撑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。俄罗斯总统普京表示，俄罗斯与 OPEC 拥有共同的目标，即保持原油市场的均衡及可预见性，莫斯科方面愿意继续配合减产协议，但不支持加大减产力度。综上，明年 OPEC+ 仍具备留在减产协议框架内的基础。

从 2017 年开始减产以来，OPEC+ 确实降低了 OECD 原油库存，尽管速度比设想的要慢，但在价格提升方面未能达成预期效果。OPEC 通过清理过剩产能提振油价，然而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 已经认识到，由于美国页岩油生产的灵活调整，为刺激油价而过度牺牲市场份额是一种不成功的策略，因此决定等待美国页岩油生产商的退出，而不是继续加大减产力度。但就目前而言，这一抉择对 OPEC 来说是个长期艰巨的立场。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。

6 市场归纳总结

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。近期应重点关注 OPEC 会议上减产协议何去何从，对市场的影响大概率偏负面。

天然橡胶

1 产业周期概述

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 上游供应偏紧

东南亚天然橡胶主产区开始进入季节性供应高峰期，但由于真菌病害等自然因素，原料产出不及往年同期正常水平。三大产胶国泰国、马来西亚和印度尼西亚的橡胶产业均遭受不同程度的真菌性病害侵袭，由于胶价长期低迷，橡胶树缺乏管理维护，导致病害难以控制。东南亚天然橡胶产量整体较去年同期下滑，表现出旺季不旺的迹象。另外，局部产区天气仍有不间断降雨，割胶进程短期受阻，加强了原料供应偏紧的局面。

泰国东北部、北部和中部地区天气良好，天然橡胶原料产出正常，供应商已陆续开始储备库存。泰国南部主产区零星有雨，降水量高于去年同期，原料供应稍显紧张。就目前来看，泰国南部种植园发现的真菌性病害感染规模暂时有限，对泰国天然橡胶产量的实质影响尚不严重。今年开割季以来供应未能如期释放，叠加病害导致减产的预期，令原料收购价格相对居高，价格传导推高供应商报盘，贸易商采购意愿不强。随着雨水逐渐减少，12 月至次年 1 月天然橡胶转入供应旺季，主产区供应量存在增加预期，但并不等于流通货源完全充裕。

印度尼西亚赤道以南的巨港地区已经进入停割期，赤道以北的棉兰一带正值旺产季。真菌性病害对印尼产区造成的破坏最为严重，2019 年天然橡胶减产已成定局。由于原料紧缺价格居高，一些资金不充裕的加工厂难以维持储备，刚需随用随采为主。

马来西亚天气状况良好，橡胶原料产出相对顺畅。马来西亚东部的沙巴及沙捞越地区实施胶农补贴政策，但西部很多胶农却并未收到补贴，政策效果不及预期，对胶农割胶积极性的提升有限。此外，马来西亚亦受真菌性病害影响导致天然橡胶产量下滑。

越南和柬埔寨是天然橡胶种植的后起之秀，产区正在向旺产季过渡。中国是越南天然橡胶的主要购买方，因国内市场对 3L 胶涨价的接受度不高，进出口成交较为低迷。目前 3L 胶成本在

1400 美元/吨以上，加工厂利润空间有限。11 月上旬，越南产区遭遇台风过境，连续降雨阻碍割胶作业，近期虽然天气恢复正常，但原料供应不算宽松。由于当地橡胶加工厂存在较大的交单压力，以及停割前的备库计划，胶水货源竞争激烈，越南 3L 胶及乳胶市场仍显紧俏。

3 下游需求疲软

国家统计局公布数据显示,2019 年 10 月国内橡胶轮胎外胎产量为 7128.9 万条,同比增长 3.4%;1—10 月国内橡胶轮胎外胎产量为 70328.5 万条,累计增长 2.5%。同环比来看,虽然 10 月轮胎产量相较 9 月的 7370.7 万条减少 241.8 万条,但和去年同期相比,当月和累计值均呈小幅增长态势。直接原因来看,中国轮胎行业发展主要面临生产受限和出口遇阻的两大问题。随着北方供暖季的来临,环保督查较为严格,部分轮胎企业将会面临限产、停产。截至最新统计,全国轮胎开工率为:全钢胎 67.58%,半钢胎 67.31%,整体低于往年同期正常水平,将会反映为后期轮胎产量的下降。由于贸易战和双反等政策因素,中国轮胎出口欧美市场面临较高的关税壁垒。于是国内轮胎企业纷纷转向中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场。然而近期巴西和埃及也开始对中国轮胎发起新一轮反倾销调查,未来贸易形势可能会更加严峻。此外,轮胎需求占有量较大的北方冬季雨雪路况多发,矿山、工地等开工受限,对轮胎的使用和消耗降低,导致轮胎产量出现季节性下滑。金九银十过后,天然橡胶主要下游轮胎行业向淡季过渡,终端消费市场对橡胶需求同样偏弱。

重卡配套胎对天然橡胶的消费是终端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



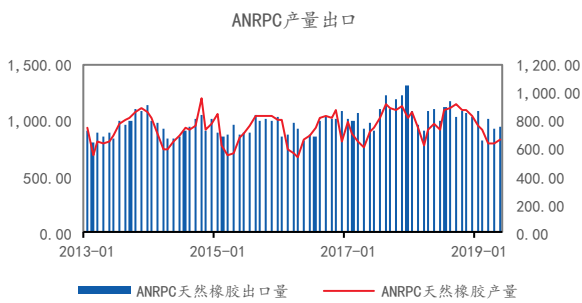
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 39: 合成橡胶价格



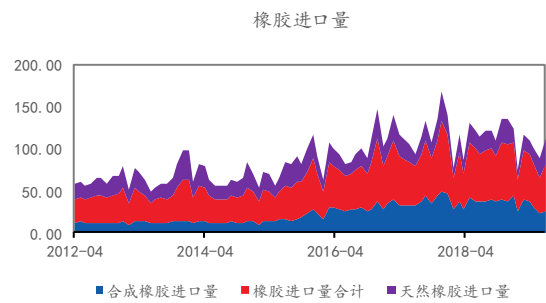
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 40: ANRPC 产量出口



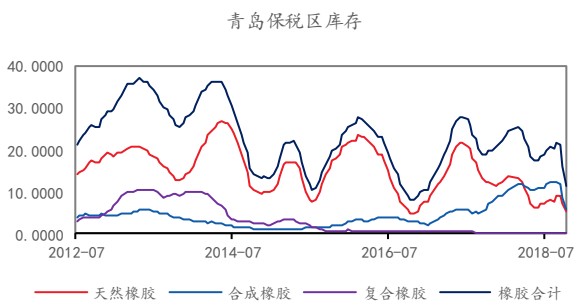
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



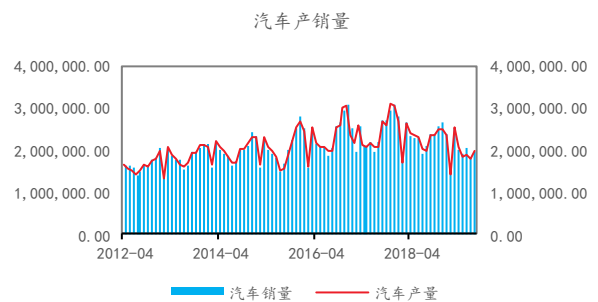
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 真菌病害近况

由于名为 *Pestalotiopsis* 的真菌引发橡胶树落叶病在东南亚种植园间蔓延肆虐，国际三方橡胶理事会 (ITRC) 将 2019 年三大产胶国天然橡胶产量预期共约下调 80 万吨。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南部重要橡

胶产地。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%。

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。泰国正努力寻找治疗橡胶树病害的最佳方法，尝试使用无人机作为工具喷洒化学药品，以遏制真菌 Pestalotiopsis 的传播扩散。在试验中，两架无人机每架次都装有10升化学药品，每次飞行覆盖面积超过32公顷，并且可以设置自动飞行模式。为期一周的测试阶段结束后，研究机构正在评估使用无人机防控的效果。无人机有助于完成橡胶园传统种植方法难以完成的任务。原产巴西热带雨林的三叶橡胶树是一种高大乔木，植株可高达30米，种植者很难使用高压软管喷洒农药。使用无人机也存在局限性，在山区工作不如在平坦地形上顺利，但仍比手动作业要好。

自从9月在泰国首次被发现以来，真菌性落叶病已经侵害了包括那拉提瓦(Narathiwat)、也拉(Yala)、北大年(Pattani)和董里(Trang)四个省的橡胶种植园。真菌性落叶病主要侵袭橡胶树叶，造成的地缘传播难以控制，泰国橡胶管理局估计已经有40万莱橡胶园受到影响，占泰国南部产区面积的5%。泰国橡胶管理局数据显示，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。病害的发展程度有待观察，但可以肯定的是，橡胶趋势性反转不会一蹴而就。

5 环保政策限产

如同此前判断，2019年四季度至2020年一季度，环保政策成为压制橡胶下游需求的主因。山东省工业和信息化厅和山东省生态环境厅联合发布《关于组织实施2019-2020年度重点行业秋冬季差异化错峰生产的通知》，实施的期限为2019年11月15日—2020年3月15日。各市根据采暖期空气质量改善目标和重污染天气预测，可结合实际制定错峰生产调控方案，明确错峰生产的行业、企业，调控的时段、时长以及具体措施。政策实施的重点范围是济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽7个通道城市的10个重点行业，其中包括石化、焦化、以及涉及VOCs排放的企业，而轮胎制造业是VOCs排放控制的重点。本次错峰生产重点强调了差异化原则，要因地制宜、因企施策、科学制定方案，实施动态管理；加强污染源头防治，严防错峰生产“一刀切”和扩大范围情况的发生。在此次错峰生产计划中，部分轮胎企业开工固然会受到影响，但市场存有预期导致政策边际效用递减，橡胶需求稳定低速增长作为一个长期事实存在。

6 长期走势预测

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。基本面的改观具有长期复杂性，重要压力位和密集成交区 13000 一线存在较大阻力。

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