

中投期货策略周报（2019年第47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：整体看消息面明显偏暖，但是大部分工业品前期已经连续反弹，表现较为平稳。建议密切关注第一阶段贸易协议达成情况，以及房地产等行业政策的变化，短期内工业品震荡偏强，但我们维持反弹空间有限的判断。

股指期货：预计关税问题乐观预期以及经济工作会议对指数仍有明显提振，但考虑到近期指数连续反弹，成交量放大，需要关注券商、保险、银行等板块的持续性，注意回落的风险，维持沪指2700-3000区间震荡的观点，如果出现关税方面的实质变化，我们的观点将进行调整。

铜：我国逆周期政策调整确认，本周有色市场普涨。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，受TC/RC和硫酸价格持续下降的影响，冶炼企业现金亏损，开工率逐步下降，预计精铜供应将出现下滑，叠加铜库存低位，经济企稳复苏需求保持稳定，总体上利多因素逐步累积，目前铜价已触及波动区间上沿，未来存在继续走高并打破区间波动的可能，谨慎追高。

锌：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，供应稳步攀升。消费方面，金九银十旺季需求结束，受淡季消费不振，贸易商库存压力增加，镀锌开工率下行。锌矿过剩持续无可争议，出清则需要锌价继续下跌，未来锌价的重心仍将继续下移。短期在宏观数据陆续改善和中美贸易可能缓和的情况下，锌价弱势震荡。

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，后期进入累库阶段，现货价格仍延续下行，短期价格仅受基差支撑，盘面更多表现为震荡走势，需求端驱动下卷螺差有望继续修复。铁矿石价格近期走补库行情，烧结矿库存出现明显回升，前期空钢厂利润操作止盈，05合约基差快速收敛，短期继续上行空间较小。本周焦炭第二轮价格提涨落地，基差快速收敛，后期仍需关注山东去产能落实情况，若严格执行，区域阶段性缺口将出现，有望提振焦炭价格进一步上行。

原油：OPEC+维也纳会议落下帷幕，最终结果是加大减产力度但不延长减产期限，与此前市场普遍预期南辕北辙。当前的形势可概括为，在明年全球原油供应过剩到来的情况下，OPEC仍选择限制自身原油产量来稳定油价，美国则继续增加其在全球市场上的供应份额。OPEC+释放出一定积极信号，但新方案说服力不足，本次会议结果整体偏中性，构成的利好空间有限，业界对明年原油市场走势预期并不乐观。

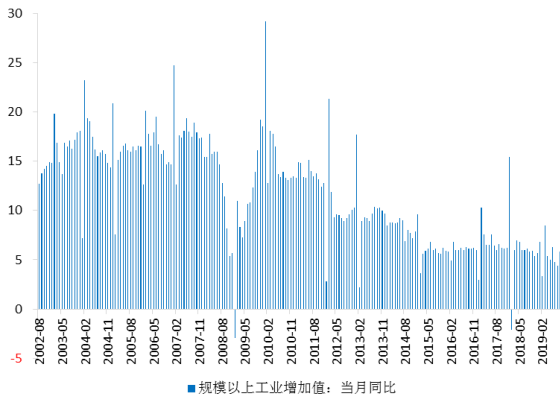
橡胶：结合历史周期来看，2019—2020年是全球天然橡胶产能释放的高峰期，也是供应触顶回落的拐点。由于天气、病害以及割胶成本等因素对产量造成影响，今年前三个季度全球天然橡胶供应持续偏紧。不过后期随着胶价回暖，胶农割胶的意愿升温，直到2020年2月旺季产量释放可期。天然橡胶的生产成本已经反映在前期坚实的底部上，目前的价格水平将有利于产能释放，未来价格路径大概率率为曲折往复的螺旋式上升。橡胶整体供需两弱，后市逻辑在于供需关系的相对强弱变化，未来市场整体趋向供需再平衡是必将到来的经济规律。

目 录

重要经济指标概况.....	- 3 -
周度策略：利好频传 工业品维持强势	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读.....	- 5 -
2 美联储进入政策观察期	- 5 -
3 流动性：央行连续 17 个交易日暂停逆回购.....	- 5 -
4 宏观策略	- 6 -
5 股指期货市场分析.....	- 6 -
铜：供应忧虑，推动铜价.....	- 9 -
1 基本面分析	- 9 -
2 结论	- 11 -
3 铜期货现货数据.....	- 11 -
锌：将维持疲弱走势	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 总结	- 14 -
3 锌期货现货数据.....	- 14 -
黑色金属.....	- 15 -
1 行情分析及市场运行逻辑	- 15 -
2 供需端：产量增加，需求走弱，库存低位波动	- 16 -
3 原料端：基差大幅收窄.....	- 18 -
4 总结	- 19 -
原油	- 20 -
1 OPEC 改弦更张	- 20 -
2 各国履约变化	- 20 -
3 沙特施压盟友	- 21 -
4 均衡有待观察	- 22 -
5 美国能源独立	- 23 -
6 市场归纳总结	- 23 -
天然橡胶.....	- 24 -
1 生产周期拐点	- 24 -
2 产量旺季预期	- 24 -
3 轮胎产销不佳	- 24 -
4 削减种植面积	- 26 -
5 成本利润计算	- 27 -
6 长期走势预测	- 27 -
免责条款.....	- 28 -

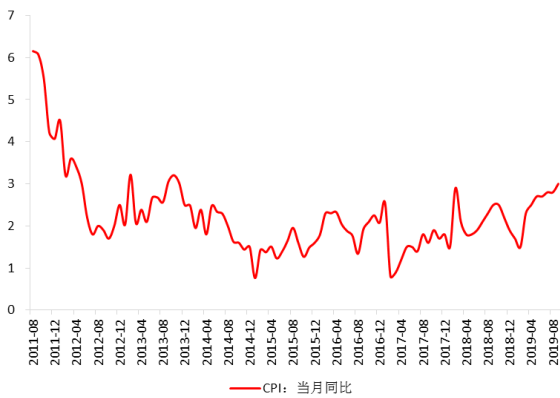
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



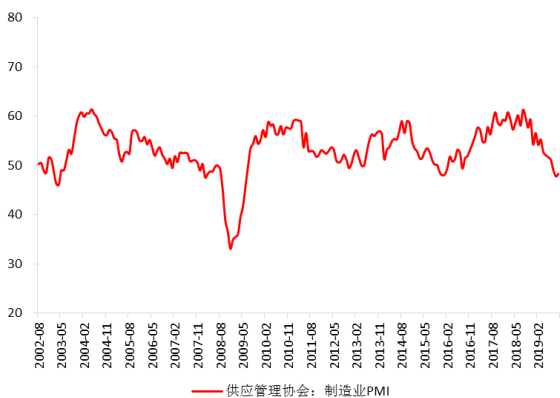
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



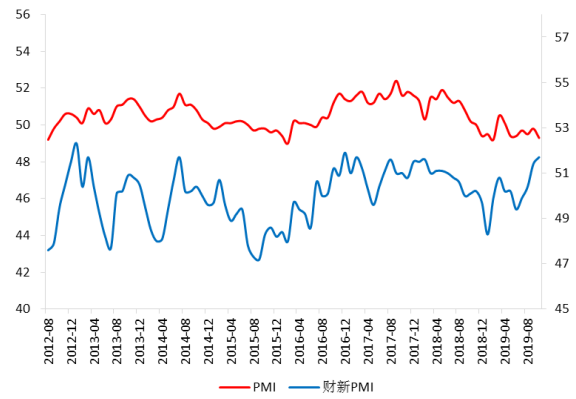
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



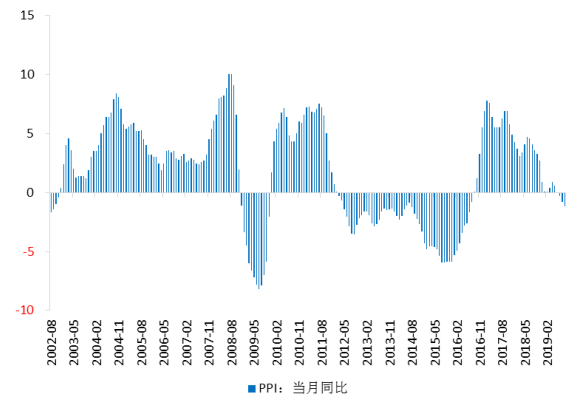
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



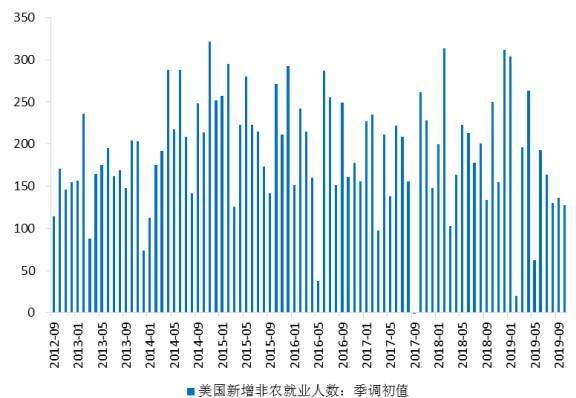
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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：利好频传 工业品维持强势

本周市场延续反弹，但是市场整体涨幅不大。走势较强的是原油化工类，美原油逐渐向 60 美元关口迈进，化工类跟随反弹，但是品种分歧也十分明显。有色金属维持偏震荡的格局，黑色系高位震荡，整体看市场较为强势，但是出现了明显的滞涨迹象。

据外媒报道，特朗普在美东时间 12 月 12 日下午在白宫与其贸易官员开会讨论中美经贸事宜。当日上午，在美股开盘五分钟后，特朗普发推称，“我们非常接近与中国达成一个非常大的协议。他们想要协议，我们也是。”但特朗普还未就中美协议宣布任何正式的决定。美国多家媒体报道称，特朗普已同意双方协商所达成的方案，但并不确定是否会取消部分对华已加征关税。

外媒表示，特朗普与经贸官员的会议中，讨论了减少对已加征关税的 3600 亿美元中国产品加征关税的税率，以换取中国对购买美国农产品的承诺。特朗普此前希望中国承诺两年内能达到 400 亿—500 亿美元的农产品年购买额，但近日，一些特朗普的顾问对他说，目标应集中在让中国的农产品购买额，超过 2012 年的最高纪录——260 亿美元即可。这样，特朗普就可以在竞选中宣称自己与中国达成了最大的协定。

受此消息影响，美国三大指数大幅上涨，均创历史新高。作为 15 日即将到来的加征关税敏感时点，这个消息的确是市场上大级别的利好。

12 月 12 日，商务部举行例行新闻发布会，商务部发言人高峰在会上回应了上周中方宣布对自美进口的大豆和猪肉等商品开展关税排除的问题。他表示，目前国务院关税税则委员会正在根据相关企业的申请，有序开展部分大豆、猪肉等商品加征关税排除工作。中方目前释放的信息仍然是十分诚恳和善意的。

总体看，经贸问题朝着缓解的方向而去，但是能否削减关税，目前看难度较大，因此我们仍需要动态关注事态的进展。

另外一个方面是中央经济工作会议，其中货币和财政政策的表态值得密切关注。

会议强调了积极的财政政策和稳健的货币政策。货币政策方面，相比 2018 年，货币政策措辞更加积极，强调“灵活适度”。体现了明显的政策空间，降低社会融资成本仍然是货币政策重要目标。在经过年初通胀压力阶段后，利率下行确定性较强。财政政策方面，维持了积极的定调，强调“大力提质增效，更加注重结构调整”：要加强战略性、网络型基础设施建设，如川藏铁路、通信网络建设等，但在今年财政赤字压力上升的情况下，也强调坚决压缩一般性支出。财政支出目标更清晰，强调财政支出带来的效率。

另外一个变化较大的是去杠杆，会议强调“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”。相较 2018 年“坚持结构性去杠杆的基本思路”措辞有所缓和，预示着去杠杆暂时告一段落。

因此，总结本周的消息面，一共有以下几点：一是中国的降息周期会继续，货币边际放松，二是财政上专项债额度的上调，三是房地产政策的渐进放松，四是中美之间的缓解。因此本周消息面非常偏暖。

回到策略上来，整体看消息面明显偏暖，但是大部分工业品前期已经连续反弹，表现较为平稳。建议密切关注第一阶段贸易协议达成情况，以及房地产等行业政策的变化，短期内工业品震荡偏强，但我们维持反弹空间有限的判断。

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	12 月 10 日	政治局 12 月 6 日召开会议	坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定。	以基建为主的稳增长政策力度较大
	12 月 12 日	美联储、欧洲央行维持利率不变	美联储按下降息暂停键，欧洲央行宣布维持利率不变	美联储前 3 次降息为美国经济发展提供了良好支撑，将进入观察期
数据	12 月 11 日	11 月 CPI 同比增长 4.5%	创 2012 年 2 月以来新高	CPI 短期之内仍有压力
	12 月 11 日	中国 11 月新增人民币贷款 1.39 万亿元	预期 1.2 万亿元	央行短期宽货币的政策特征十分明显
事件	12 月 12 日	中央经济工作会议 12 月 10 日至 12 日在京举行	实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架	稳增长重新成为政策目标。

资料来源：中投期货研究所

2 美联储进入政策观察期

联储按兵不动，符合市场预期。在今年完成三次降息之后，12 月美联储会议选择按兵不动，10 月美联储会议中，美联储去掉了“采取恰当行动”的表述，更改为“评估未来合适路径”，暗示决策者准备维持利率不变一段时间，符合市场的一致预期。

降息现成效，对经济的判断变得乐观。本次会议也公布了季度的美联储经济数据预期，与 9 月份相比，美联储进一步下调了未来的失业率预测。一方面，贸易摩擦出现阶段性缓和；另一方面，联储三次降息取得一定的效果，随着 10 月制造业 PMI、11 月非农等数据的边际改善，市场也开始修正前期过于悲观的预期。

美联储短期内或仍将维持利率不变。12 月会议给出了一条较 9 月更低的利率路径预期，但暗示暂时对 2020 年没有进一步降息计划。从当前的市场预期来看，市场对 2020 年上半年的降息预期较低，目前 2020 年 7 月份会议前的市场降息预期仅约 50%。短期内，美联储货币政策或将继续按兵不动，观察前期降息对经济的效果。

美联储利率决议结束后，市场风险资产与传统安全资产“齐涨”，显示市场对本次鲍威尔表态倾向于鸽派解读。主要美联储下调明年经济增长预测，并认为经济存在大量闲置资源，就业与物价联系弱等，预示美联储将继续维持宽松货币金融环境，以支持经济、就业，带动通胀接近 2% 目标。

3 流动性：央行连续 17 个交易日暂停逆回购

12 月 12 日，央行发布公告当日不开展逆回购。这已是央行自 11 月 20 日以来，连续第 17 个工作日暂停逆回购操作。央行表示，目前银行体系流动总量处于合理充裕水平。

虽然央行连续 17 个工作日未开展公开市场操作，但是在此期间，央行于 12 月 6 日在当日 1875 亿元中期借贷便利（MLF）到期基础上加量续作了 3000 亿元 MLF。在分析人士看来，本次操作一方面是在明年元旦和春节前加大中长期流动性投放，另一方面也是加大 MLF 操作规模、提高操作频率来强化贷款市场报价利率（LPR）锚的作用。

12 月 14 日，还将有年内最后一笔 MLF 到期，资金量为 2860 亿元。由于 12 月 14 日时值周六，因此该笔资金将延后至 12 月 16 日（周一）到期。针对于央行近期连续暂停逆回购、超额续作 MLF 的情况，央行是否还会继续超额续作 MLF，从政策上看，在短端资金宽松、跨年资金需求上升的背景下，近期央行公开市场操作“锁短放长”倾向明显，持续暂停逆回购操作，而加大 MLF 操作，兼顾流动性与稳增长需求。

结合中央经济工作会议的表述，当前我国央行坚持稳健货币政策基调，保持定力、“以我为主”。预计央行依然会根据经济增长与物价环境实施渐进式预调微调，珍惜货币政策空间，坚持定向滴灌制造业、民营及小微企业等领域，重点疏通货币信贷传导机制，引导融资成本下降，政策基调不会发生变化。

4 宏观策略

整体看消息面明显偏暖，但是大部分工业品前期已经连续反弹，表现较为平稳。建议密切关注第一阶段贸易协议达成情况，以及房地产等行业政策的变化，短期内工业品震荡偏强，但我们维持反弹空间有限的判断。

5 股指期货市场分析

本周指数大幅反弹

自上周指数明显反弹以来，本周指数再度大幅上涨。

影响因素上看，正如我们上文分析，中美可能达成第一阶段协议，以及中央经济工作会议对明年工作的安排等利好强势助推，周五指数出现大涨，奠定了一周的涨势。

沪股通方面，北上资金连续第 21 个交易日净买入，21 日累计净买入逾 800 亿元，成为市场最大的增量资金来源。

本周 ETF 份额略有下降，结构上中证 500 涨幅最大。股票型基金仓位上升，混合型基金仓位下降。潜在配置股票规模为 7.89 亿元（前值 63.80 亿元）。北上资金净流入下降，全周资金净流入 465 亿元，卖中买大为上周北上资金投资趋势。本周 RQFII ETF 净申购规模南方 A50 规模基本持平。场内杠杆小幅回落，融资余额环比上升 0.20%。

解禁市值持续走低，解禁股减持规模下降。上周新股核发数量为 2 家，前周末披露定向增发公告。IPO 方面，截止到 2019 年 12 月 9 日，据中国证监会的数据统计，IPO 已过会 36 家，待上会 381 家，已过会与待上会家数比值为 0.094。本周解禁股市值 352.97 亿元（前值 513.66 亿

元) 环比增量-160.69 亿元。解禁股减持规模 23.27 亿元 (前值 23.74 亿元)。

市场成交量回暖, 涨跌停比攀升。市场单周累计成交额 18,624.34 亿元(前值 18,120.35 亿元), 环比上升 2.78%; 全市场自由流通换手率下降至 1.40%, 减少 0.03 个百分点。本周涨跌停比攀升至 6.71。

关注中美经贸问题走向 市场情绪仍是主导

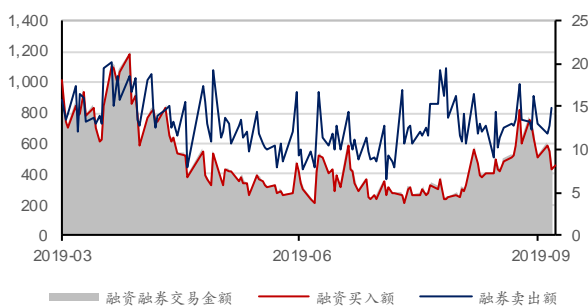
经贸问题不仅与中国经济和资本市场关联度很大, 也影响全球市场走向。

关注 12 月 15 日美对华约 1600 亿美元中国商品加征 15% 关税是否会落地 10 月中美谈判后, 美国的让步较为有限, 关税推迟增加的是 10 月 15 日 2500 亿美元商品从 25% 税率升级到 30% 的部分, 而 12 月 15 日的关税特朗普尚未决定。12 月 15 日, 即将面临的是包括智能手机、笔记本电脑、玩具和服装在内的总价值约 1600 亿美元的中国商品是否会被加征 15% 关税。认为, 当前中美贸易摩擦处在“停”的阶段, 尽管近期谈判有所进展, 但未来需要重点关注 12 月 15 日关税是否会生效, 是否有贸易协议落地以及是否就已征关税批次取消达成共识。目前来看, 延迟加征关税的概率很大

如果仅仅是延迟加征, 并不算超预期利好, 但是如果取消加征关税, 则属于超预期利好, 值得特别关注。

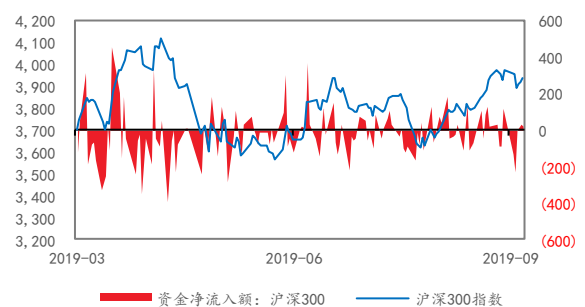
预计关税问题乐观预期以及经济工作会议对指数仍有明显提振, 但考虑到近期指数连续反弹, 成交量放大, 需要关注券商、保险、银行等板块的持续性, 注意回落的风险, 维持沪指 2700-3000 区间震荡的观点, 如果出现关税方面的实质变化, 我们的观点将进行调整。

图表 8: 融资融券数据图



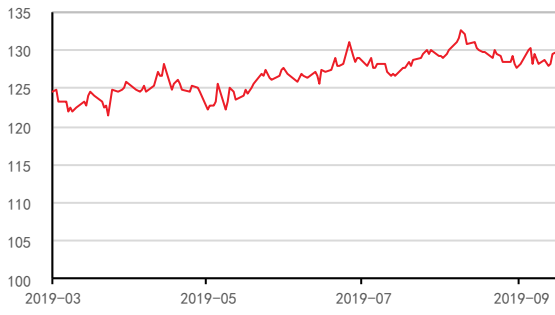
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 9: 合约持仓和市场表现



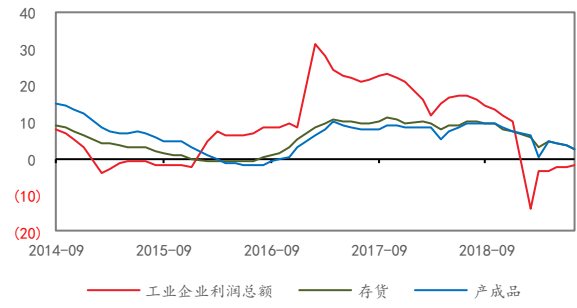
资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

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：供应忧虑，推动铜价

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。智利政府机构公布的数据显示，该国 10 月铜产量同比减少 3.2%，因冶炼厂检修及矿石品级下滑。智利国家统计局(INE)公布，10 月铜产量为 495923 吨。统计局称，减产是由于冶炼厂进行检修工作，以及矿石品级下降。智利 1-10 月总产量为 480 万吨，同比下降 6.0%。其实整个南美地区 2019 年铜产量数据都表现不佳，铜矿压力也较为明显，这也为铜价形成利好。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量增加 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；粗铜方面加工费也持续走低，市场仍表现清淡格局；废铜年内共计发了 7 批废铜进口批文，总共金属吨达 56.07 万吨，截止到 10 月进口废铜量已达 46.81 万吨，所以预计 11 月 12 月废铜报关量将大幅下降，用废企业会加大对废铜锭和电解铜的需求。

国内废铜供给造成中低品废铜冶炼厂产量受到影响，部分小型废铜粗炼厂因环保和资金问题还在持续发生关停的情况。在进口废铜减少的情况下，国内粗铜供给更加紧张。2020 年批文发放情况依旧不乐观，但由于大约二季度开始废铜转资源自由进口政策将会开始实施，所以明年的废铜实际进口量存在较大的不确定性。当前至明年的一段时间内，废铜紧张的局面仍将维持。2019 年以来国内精废铜价差持续在合理区间下沿运行，精炼铜对废铜形成潜在的消费替代，这对精铜消费是有利的。

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。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。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%。

由于2019-2020年我国仍处于粗炼产能的释放期，2019年国内粗炼产能65万吨，2019年国际铜矿产出不提供增量，需求与供应的不匹配导致铜精矿现货与长单加工费TC/RC持续走低。

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

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。

冰柜持续高增长，彩电负增长扩大。2019年前10个月，空调产量同比增速继续回落至6.2%，家用电冰箱产量同比增长回落至3.8%，冰柜产量同比增长创新高至18.9%，彩电产量今年连续第三个月陷入负增长，同比下降3%。

房价同比增速继续回落。10月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比上涨8.0%，较上月回落0.6个百分点，环比上涨维持0.5%；二手住宅价格指数同比上涨4.2%，较上月回落0.4个百分点，环比增速回落至0.1%。房地产投资增速回落，2019年前10个月房地产投资增速为10.3%。地产销售有继续回升，2019年前10个月商品房销售面积同比上升0.1%，较上月降幅收窄0.1个百分点；商品房销售额同比增速为7.3%，较上月回升0.2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。

事件导致供应短缺

山东某重要铜冶炼厂申请破产，主因银行抽贷资金链断裂。据悉，该铜冶炼厂粗炼能力60万吨/年，精炼能力60万吨/年。从2019年9月受废铜批文影响，10月开始精炼能力下降至30万吨/年，月度产出2.5万吨精炼铜。国家统计局数据显示，2019年10月我国精炼铜产量86.8万吨，该企业产出月度占比为2.8%。12月10日宣布破产之际，该企业的生产仍在维持，但后期涉及到原料货权问题，存在潜在的生产中断威胁。铜价继宏观情绪改善推升后，受潜在供应中断的担忧刺激，铜价主力再度录得超过1%的涨幅。

2 结论

我国逆周期政策调整确认，本周有色市场普涨。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，受TC/RC和硫酸价格持续下降的影响，冶炼企业现金亏损，开工率逐步下降，预计精铜供应将出现下滑，叠加铜库存低位，经济企稳复苏需求保持稳定，总体上利多因素逐步累积，目前铜价已触及波动区间上沿，未来存在继续走高并打破区间波动的可能，谨慎追高。

3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



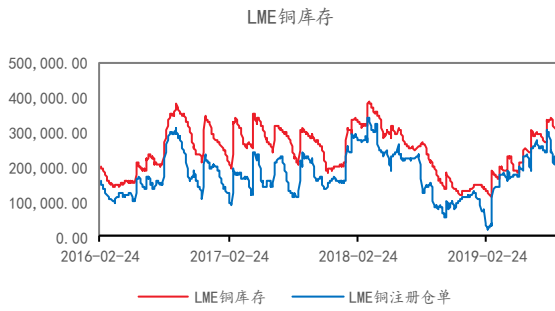
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



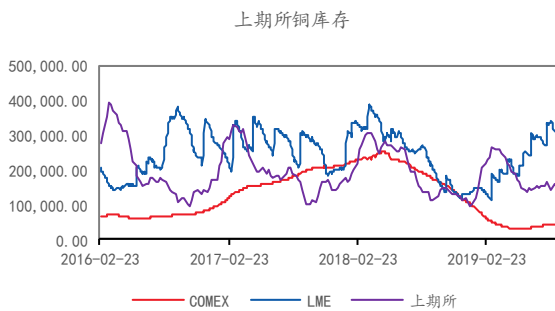
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14: LME 铜库存



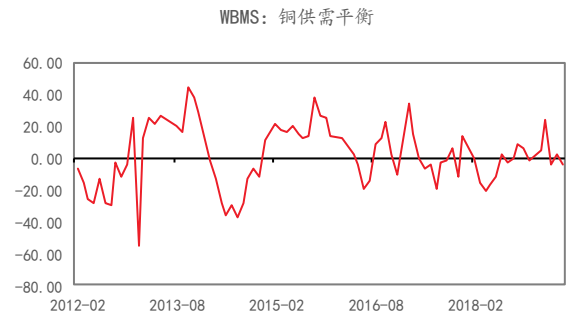
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16: 上海期货交易所铜库存



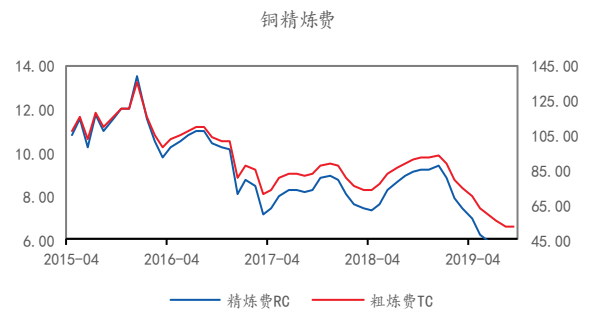
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



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。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，2019 年 11 月中国精炼锌产量 53.08 万吨，环比增加 0.29%，同比增加 16.31%。SMM 调研样本产能 608.5 万吨。1-11 月份累计产量 530.7 万吨，累计同比增速 8.71%。进入 11 月，文山锌铟、河南豫光等炼厂常规检修，影响产量释放，但在高利润的推动下，冶炼企业保持高负荷生产，其中如广东中金岭南、云南驰宏锌锗等企业处于检修后复产的产能爬坡阶段，并逐步达到满产，此外，汉中锌业第三条线如。进入 12 月，精炼锌企业稳定生产，无检修计划，此外，文山锌铟、河南豫光复产后产量释放并逐步恢复至满产，预计 12 月国内精炼锌产量保持增速。

下游需求疲弱

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。

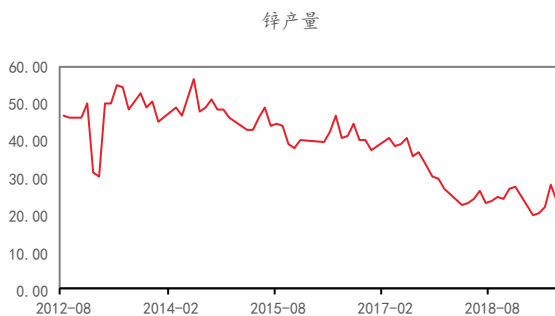
进入四季度后，国内消费逐步显现出旺季特征，来自于基建的订单持续发挥效用，公路建设、市政更新等结构件订单保持良好。而汽车板、家电用板订单也环比略有改善。10月我国汽车产销量分别完成229.5万辆和228.4万辆，比上月分别增长3.9%和0.6%，比上年同期分别下降1.7%和4%，产量降幅比上月收窄4.5%，销量同比降幅比上月收窄1.2%。1-10月汽车产销分别完成2044.4万辆和2065.2万辆，产销量比上年同期分别下降10.4%和9.7%，产销量降幅比1-9月分别收窄1%和0.6%。行业产销数据较上月继续回升，产销同比降幅出现小幅收窄，但较往年“银十”期间行业销量提振略显疲态。这一定程度上说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。

2 总结

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，供应稳步攀升。消费方面，金九银十旺季需求结束，受淡季消费不振，贸易商库存压力增加，镀锌开工率下行。锌矿过剩持续无可争议，出清则需要锌价继续下跌，未来锌价的重心仍将继续下移。短期在宏观数据陆续改善和中美贸易可能缓和的情况下，锌价弱势震荡。

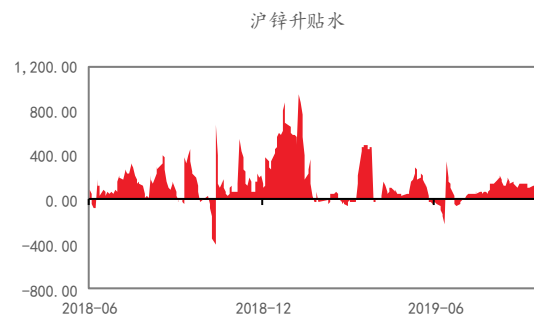
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



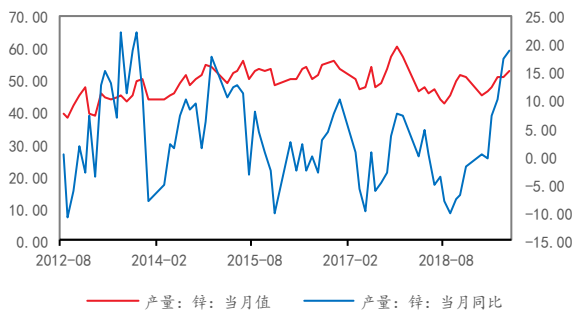
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



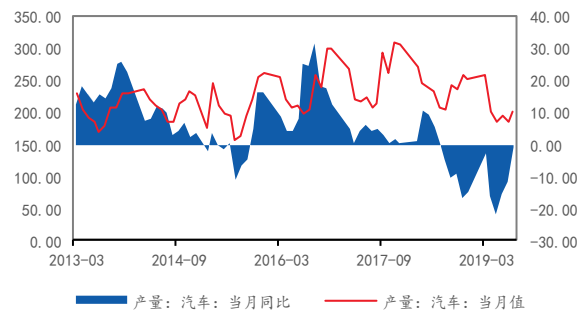
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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表现为高位震荡，钢材在现货价格下跌，期货盘面上行后基差有所收敛，进一步上行缺乏驱动，宏观层面中美贸易达成第一阶段性协议对市场有所提振，原料端基差收敛较快，后期继续上行还需看钢厂进一步补库情况，短期看缺乏上行驱动。

本周宏观层面主要有以下几个事件：1、国内公布CPI、PPI和金融数据；2、中美达成第一阶段贸易协议；3、中央经济工作会议召开。

通胀数据方面，CPI同比上涨4.1%，涨幅比上月扩大0.6个百分点。其中，食品价格上涨17.1%，涨幅比上月扩大2.2个百分点，影响价格总水平上涨约3.52个百分点；非食品价格上涨0.7%，影响CPI上涨约0.55个百分点。食品中，畜肉类价格上涨70.5%，涨幅比上月扩大4.3个百分点，其中：猪肉价格上涨123%，涨幅比上月扩大1.9个百分点，再创历史新高，影响价格总水平上涨约2.28个百分点；牛肉价格上涨22.1%，羊肉价格上涨12.2%，鸡肉价格上涨27.6%，三者合计影响价格总水平上涨约0.31个百分点。食品项涨幅扩大驱动CPI同比上行。

11月份PPI同比下降1.4%，降幅有所收窄。目前来看，随着基建开工和房地产建安业的持续韧性，短期需求端有所改善。再叠加整体工业品库存保持低位，工业企业很有可能在明年初之后进入主动补库阶段，这在一定程度上对价格有所支撑。

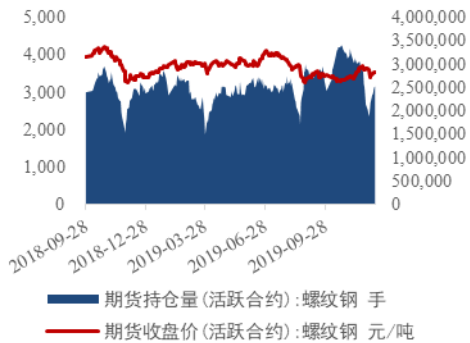
金融数据方面，央行发布最新金融统计数据显示，11月M2同比增长8.2%，预期8.4%，前值8.4%；社会融资规模新增1.75万亿元，前值6189亿元；新增人民币贷款1.39万亿元，预期1.26万亿元，前值6613亿元。M2增速回落一方面跟财政存款减少有关，一方面也体现了央行不搞“大水漫灌”。信贷和社融都有所放量，一方面与上月信贷和社融偏低有关，另一方面表明逆周期宏观调控政策逐渐发力，金融支持实体经济的支持力度增强。

中美达成第一阶段协议。美方取消12月15日对约1560亿美元中国商品加征新一轮关税，对约3600亿美元的中国商品关税减半；中国购买大量美国农产品和其他产品的承诺，并且更好地保护美国知识产权，以及允许扩大中国金融服务业的市场准入；如果中国不履行潜在协议中的部分承诺，美国将会把关税恢复至原始水平，被称为贸易谈判中的回弹条款。随后中国召开发布会，确认中美达成第一阶段协议。

中央经济工作会议12月10日至12日在北京举行。会议提出，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。完善和强化“六稳”举措，确保经济运行在合理区间。会议指出，结构性、体制性、周期性“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大，世界经济仍处在国际金融危机后的深度调整期，但我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有改变。要完善和强化“六稳”举措，健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间。房地产政策提出“三稳”长效管理调控机制。会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。我们认为，房地产政策重点在于“稳”。

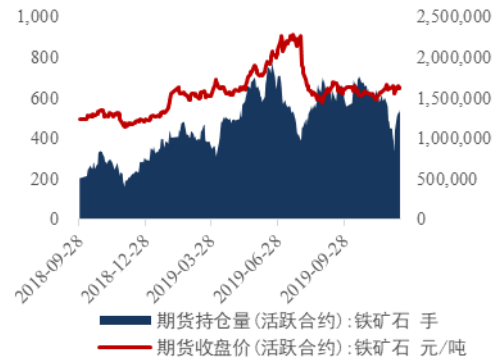
产业层面，近日山东省发布《关于落实焦化产能减压及违规项目停产工作的通知》其中一项要求各市要坚决按照《工作方案》时间节点要求，落实炭化室高度小于4.3米及热回收焦炉产能压减工作，确保按期完成焦化产能压减任务。

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：产量增加，需求走弱，库存低位波动

近期北方各地区雾霾天气较为严重，多地开启重污染天气预警，并启动相继应急响应，高炉开工率略有下滑，从高炉开工率看，本周高炉开工率下降 0.97%至 65.88%。螺纹钢周度产量增加 3.14 万吨至 366.33 万吨，热卷产量增加 0.6 万吨至 225.85 万吨，五大钢材本周产量增加 3.95 万吨 1048.52 万吨。

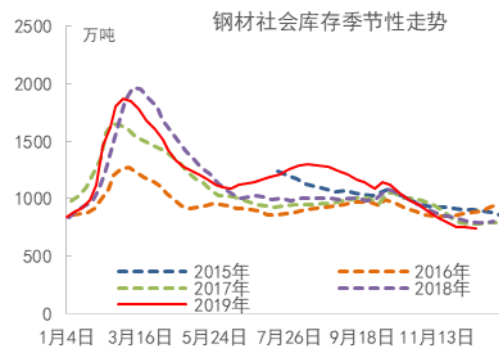
从短流程看，利润回升下开工率延续小幅回升，截止 12 月 12 日 Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 72.55%，较上周持平；产能利用率为 63.9%，较上周增 1.84%；Mysteel 调研全国 102 家电弧炉钢厂，平均开工率 75.54%，较上周持平；产能利用率 66.08%，较上周增 1.76%。

图表 24: 高炉开工率



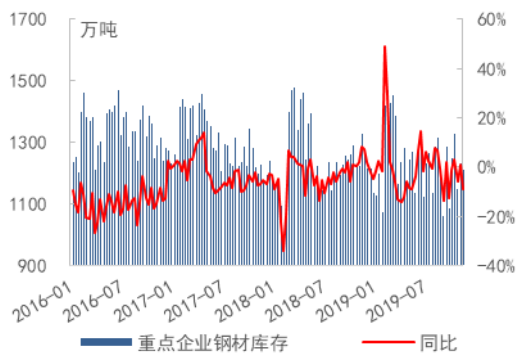
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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

成本利润角度看，本周末生铁成本 2479 元/吨，较上周增加 58 元/吨，成本上升主要在于铁矿石现货价格上涨，焦炭价格第二轮提涨 50 元/吨落地。钢坯成本 3077 元/吨，螺纹钢吨钢毛利润 743 元，热卷吨毛利润 493 元，螺纹钢利润回落主要在于成本上升，热卷利润有所回升，热卷现货价格表现坚挺，并且有所上涨。热卷利润进一步回升。

库存数据方面，本周库存略有下滑，但分化依然明显。从主要品种社会库存看，截至 12 月 12 日，钢联统计全国主要钢材社会库存总量较上周减少 10.93 万吨至 743.84 万吨；国内螺纹钢社会库存量增加 0.84 万吨至 289.65 万吨，钢厂螺纹钢库存减少 0.04 万吨；热卷社会库存减少 11.87 万吨至 163.85 万吨，钢厂热卷库存减少 1.38 万吨。虽然短期库存有所反复，但后期仍是需求走弱格局，库存大概率逐步增加。

需求方面，进入 12 月份后，需求季节性走弱明显，成交明显出现回落，从钢联日成交数据看，本周日均成交 16.84 万吨，依然维持低位。沪市终端线螺采购数据本周为 25300 吨，较上周下降 1600 吨。从时间节点看，后期需求将继续维持弱势。

据海关总署数据显示，2019 年 11 月我国出口钢材 457.5 万吨，较上月减少 20.7 万吨，同比下降 14.0%；1-11 月我国累计出口钢材 5966.3 万吨，同比下降 6.5%。11 月我国进口钢材 104.2 万吨，较上月增加 1.7 万吨，同比下降 1.7%；1-11 月我国累计进口钢材 1082.1 万吨，同比下降 11.0%。钢材出口依然维持弱势，同时需关注低价货源冲击。

板材需求有所增强，卷螺差继续上行。据中国工程机械工业协会统计，2019 年 11 月纳入统计的 25 家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机 19316 台，同比增长 21.7%。国内市场销量 17159 台，同比增长 21.2%。出口 2157 台，同比增长 25.6%。1-11 月累计总销量 215538 台，同比增长 15%；累计内销 191839 台，同比增长 12.8%；累计出口 23699 台，同比增长 36.6%。2019 年 11 月纳入统计的 22 家装载机制造企业共销售各类装载机 10157 台，同比增长 9.72%。其中：3 吨及以上装载机销售 9600 台，同比增长 12%。总销售量中：国内市场销量 7679 台，同比增长 2.65%；出口销量 2478 台，同比增长 39.5%。1-11 月累计总销量 113415 台，同比增长 4.07%；累计内销 90515 台，同比增长 2.85%；累计出口 22900 台，同比增长 9.18%。

钢材供需关系转换，利润刺激供应回升，需求季节性走弱，后期进入累库阶段，现货价格仍延续下行，短期价格仅受基差支撑，盘面更多表现为震荡走势，需求端驱动下卷螺差有望继续修复。

3 原料端：基差大幅收窄

铁矿石方面，本周进口矿市场价格震荡上行，截止12月13日，普氏62%进口矿指数报94.45美元/吨，较上周涨5.05美元/吨。

数据方面：上周澳巴发运总量2168.5万吨，窄幅波动。分国家来看，上周澳洲发运总量1694.8万吨，环比增加190.2万吨，略高于上月周度发运均值；巴西发运总量473.7万吨，环比减少130.7万吨，比上月周度发运均值低29.3%，值得关注的是，巴西发往中国、新加坡、马来西亚的比例已连续三周走低，本期达到71%。分矿山来看，澳洲三大矿山中，FMG发运量有所回落，BHP与力拓发运量大幅回升，主要因为前期泊位检修结束、以及目前新增检修较少，且力拓发运量达到半年来的高点，BHP发运量为3个月以来的高位；巴西方面，VALE矿山发运量持续一个月回落至419.3万吨，主要因为PDM与TUBARÃO港口检修；CSN矿山发运量因发货节奏问题有所回落，托克矿山变化不大。

全国26港到港总量为2041.1万吨，环比减少157.6万吨；北方六港到港总量为896.5万吨，环比减少290.7万吨；全国26港主流高品澳粉到港406.9万吨，环比减少193.7万吨，主流低品澳粉到港238.9万吨，环比减少47.8万吨，主流澳块到港296.1万吨，环比减少40.4万吨。

海关总署数据显示，11月我国进口铁矿砂及其精矿9065.2万吨，较上月减少221.2万吨，同比增长5.1%；1-11月我国累计进口铁矿砂及其精矿97069.3万吨，同比下降0.7%。整体看，全年铁矿石进口维持平稳。2020年四大矿山铁矿石增量较多，主要来自淡水河谷复产以及S11D项目满产，市场大概率转向供大于求格局。

Mysteel统计64家钢厂进口烧结粉总库存1638.5；烧结粉总日耗57.93；库存消费比28.28，进口矿平均可用天数27天。钢厂延续补库，但补库力度有所减弱。全国45港进口铁矿库存统计12307.54万吨，较上周降36.34万吨；日均疏港量318万吨，增加4.01万吨。

铁矿石价格近期走补库行情，烧结矿库存出现明显回升，前期空钢厂利润操作止盈，05合约基差快速收敛，短期继续上行空间较小。

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，近日山东省发布《关于落实焦化产能减压及违规项目停产工作的通知》其中一项要求各市要坚决按照《工作方案》时间节点要求，落实炭化室高度小于4.3米及热回收焦炉产能

压减工作，确保按期完成焦化产能压减任务。12月9日，按照济宁市政府焦炭压减工作安排，市工信局党组成员、副局长陈夫靖带领督导组赴微山同泰能化有限公司现场督导焦炉关停工作。陈夫靖要求微山县工信局立即成立工作专班进驻企业，严格按照市政府要求于12月10日完成关停工作。据Mysteel调研了解济宁、淄博、济南、聊城等地多家焦企大概率本月关停，如政策落实，山东地区焦炭市场将出现阶段性短缺，焦炭阶段性上涨行情可期。

11月我国出口焦炭32.3万吨，较上月增加5.3万吨，同比下降62.9%；1-11月我国累计出口焦炭575.6万吨，同比下降33.3%。受外部需求较弱影响，今年焦炭出口受阻，叠加外部焦炭价格较低，焦炭缺乏价格竞争优势。

根据Mysteel统计数据，全国230家独立焦企样本产能利用率73.41%，上升0.34%，日均产量65.24万吨，增加0.3万吨；焦炭库存99.55万吨，增加0.34万吨；炼焦煤总库存1533.3万吨，增加25.58万吨，平均可用天数17.67天，增加0.21天。全国110家钢厂焦炭库存475.51万吨，增加5.87万吨，平均可用天数15.59天，增加0.26天。港口焦炭库存总库存411万吨，减少5.5万吨。本周焦企开工率微增，其中山东济宁、山西吕梁部分焦企环保限产小幅加剧，焦企利润提升后，生产积极性较高。本周第二轮上涨目前已基本落地。

本周焦炭第二轮价格提涨落地，基差快速收敛，后期仍需关注山东去产能落实情况，若严格执行，区域阶段性缺口将出现，有望提振焦炭价格进一步上行。

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，后期进入累库阶段，现货价格仍延续下行，短期价格仅受基差支撑，盘面更多表现为震荡走势，需求端驱动下卷螺差有望继续修复。铁矿石价格近期走补库行情，烧结矿库存出现明显回升，前期空钢厂利润操作止盈，05合约基差快速收敛，短期继续上行空间较小。本周焦炭第二轮价格提涨落地，基差快速收敛，后期仍需关注山东去产能落实情况，若严格执行，区域阶段性缺口将出现，有望提振焦炭价格进一步上行。

原油

1 OPEC 改弦更张

OPEC+维也纳会议落下帷幕，最终结论是加大减产力度但不延长减产期限，可谓意料之外情理之中。

OPEC+会议声明，在现行的减产 120 万桶/日的基础上，再增加 50 万桶/日至 170 万桶/日，占全球原油供应量的 1.7%。同时，沙特将在其产量配额之外自愿超额减产 40 万桶/日，即实际减产可能将多达 210 万桶/日，使减产规模扩大 75%。具体来看，在 50 万桶/日新增减产规模中，OPEC 将会承担 37.2 万桶/日，非 OPEC 承担 13.1 万桶/日。

减产协议将按照原计划持续到 2020 年一季度。第 18 届 OPEC 与非 OPEC 产油国部长级监督委员会（JMMC）会议将于 2020 年 3 月第一周在维也纳召开，3 月 6 日将举行 OPEC+部长级会议，6 月 10 日 OPEC+将于维也纳再度召开部长级会议。

单纯从数字上看，这是 OPEC 近十年来最大幅度的减产计划。然而，市场对新的减产方案存在三大疑点。

首先，OPEC 改变了原油产量的计算方法，凝析油将不再被列为石油产出的一部分，此举被视为针对俄罗斯提出的特殊政策。依据此前标准，俄罗斯大部分时间内均未达到规定的减产配额，但将凝析油排除在外后，该国已经完成了减产承诺。

其次，据悉新协议提出的沙特额外减产 40 万桶/日，只是将沙特一直以来超额减产的部分计入官方协议，对供应的实际影响和此前差别不会太大。

最后，新的减产协议有效期限仅为 2020 年一季度，不及此前延长 3—6 个月的预期，反映出出官方随机应变的观望态度。

2 各国履约变化

新的减产协议主要争议集中在计算俄罗斯原油产量的方法。俄罗斯能源部数据显示，11 月俄罗斯原油和凝析油总产量达到 1124 万桶/日，数字上仍超出 OPEC+减产协议规定的 1119 万桶/日的目标水平。值得注意的是，11 月俄罗斯凝析油产量为 83.3 万桶/日，新协议对原油产量的统计剔除了凝析油，使得俄罗斯减产执行率高于 100%。俄罗斯能源部长强调该国已经履行了减产承诺，同时认为改变计算方式并不是 OPEC 减产协议的漏洞。按照新的标准，2020 年一季度俄罗斯减产配额为 30 万桶/日，追加减产的 50 万桶/日中俄罗斯将承担 7 万桶/日。凝析油是指从凝析气田或油田伴生天然气凝析出来的液相组分，是石油在高温高压条件下溶解在天然气中形成的混合物，开采出到地面后则呈液态。由于凝析油是天然气而非石油的伴生产品，俄罗斯并不想减少天然气生产，所以希望在协议框架内减少原油产出以换取凝析油产量份额。从 OPEC 会议的最终结果来看，俄罗斯的主要诉求已经得到满足，缓和了延续减产协议的内部矛盾。

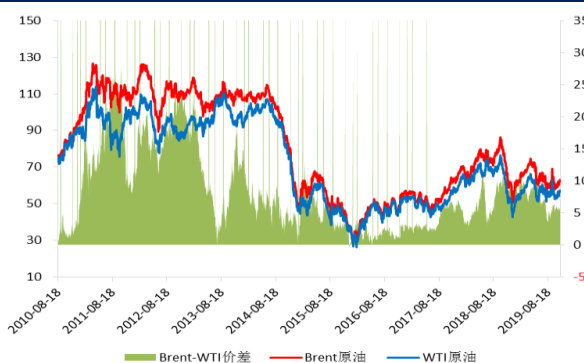
新的减产协议强调对参与成员国纪律的约束。伊拉克和尼日利亚是重点监督对象，两国此前以社会经济秩序混乱为由，一直未承担减产义务，实际上借助 OPEC 限产背景大量增产。在沙特

施压下，伊拉克同意深化减产，表示到12月底将100%完成减产执行率，并开始按照新的标准调控产量。尼日利亚油长表示，到11月底该国已经遵守了减产协议，执行2.1万桶/日的额外减产也不难完成。伊朗、委内瑞拉及利比亚依然不在减产约束范围内。10月伊朗原油产量仍有214.6万桶日，但出口量仅为26.26万桶日。自今年5月美国对伊朗制裁豁免结束后，伊朗原油出口规模基本稳定在25万桶/日的水平。近期伊朗内外部因素导致国内局势动乱，美伊关系再度恶化，美国对伊朗的制裁大概率将继续下去。委内瑞拉原油出口量保持在60万桶/日附近。受到美国全面制裁后，委内瑞拉向中印两国原油出口比例进一步加大，由2018年的48.5%提升至2019年的近60%，但10月中国停止购买委内瑞拉原油，后续情况有待观察。利比亚一直在谋求增产，但由于该国最大油田Sharara的生产受军事影响较大，时常陷入不可抗力状态，可视为不定期的自我对冲。整体来看，伊朗和委内瑞拉原油出口量已经降至历史低点，豁免国供应预计不会发生太大变化，对市场的边际作用逐渐减弱。

3 沙特施压盟友

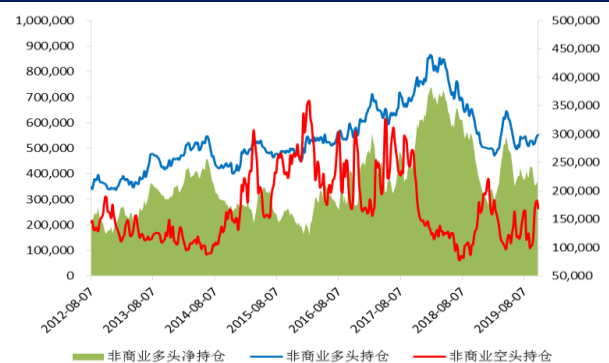
关于本次OPEC+大刀阔斧地更改减产协议，一个解释是以沙特为首的OPEC对非OPEC产油国变相施加压力。沙特提出额外减产40万桶/日，将减产总额提升至210万桶/日，该承诺远超市场预期，但注意条件是在其他所有盟国都完成减产目标后才会执行。OPEC成员国在2019年1—11月的整体减产执行率为143%，平均削减产量为116.4万桶/日。此前的协议中规定OPEC减产份额为81.4万桶/日，也就是说在无须进一步减产的情况下，事实上OPEC已经接近完成了纸面上新增的37.2万桶/日的减产配额。即使剔除9月沙特遇袭导致的产量异常波动，OPEC需要追加减产的份额也仅为10万桶/日左右。相对而言，新协议下参与减产的非OPEC国家将会付出更大的实际代价。非OPEC产油国在2019年1—11月的整体减产执行率为110%，平均削减产量为42.1万桶/日。此前的协议中规定非OPEC减产份额为38.3万桶/日，即仍需进一步减产近10万桶/日才能够达成目标。综上分析，新的减产协议本质上是OPEC对非OPEC提出了更高的要求，不过俄罗斯是个特例。

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



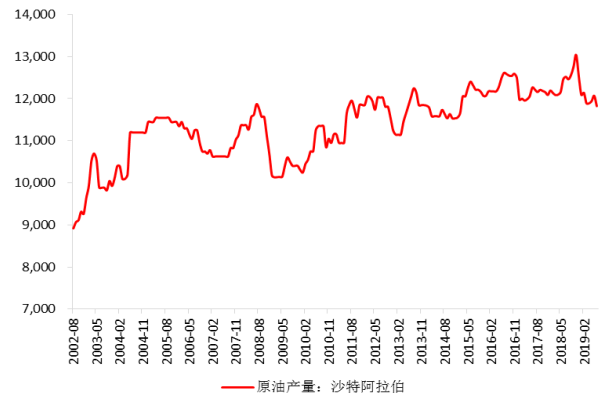
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：美国原油产量



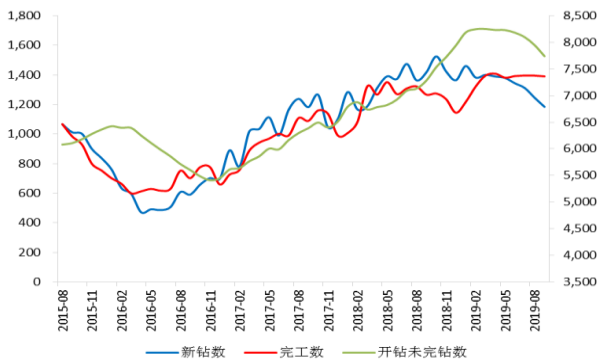
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：沙特原油产量



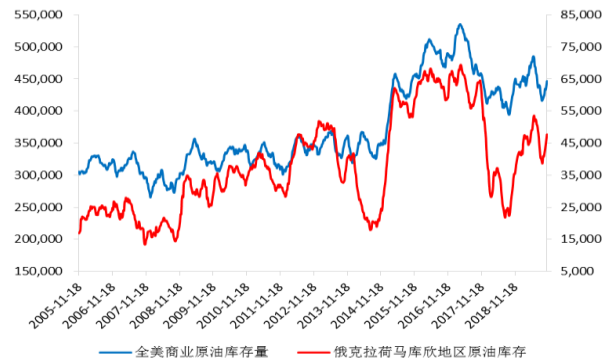
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



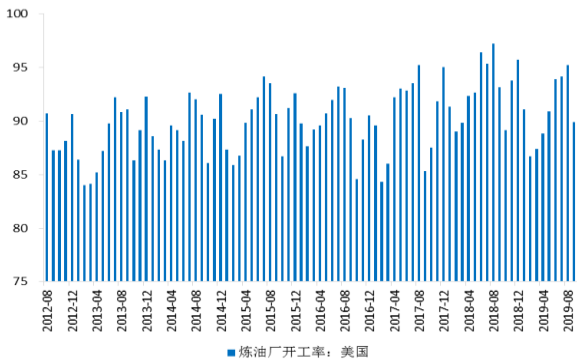
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



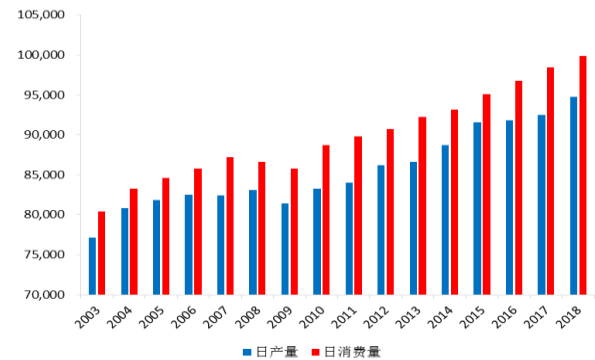
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 均衡有待观察

OPEC 加大减产力度的决定可能是参考供需平衡表做出的。由于非 OPEC 供应增长和全球原油需求下滑，11 月 OPEC 报告中预计，2020 年一季度全球对 OPEC 原油需求 (call on OPEC) 仅有 2913 万桶/日，环比 2019 年四季度大幅下降 157 万桶/日。EIA 和 IEA 预计 2020 年一季度对 OPEC 原油需求分别为 2925 万桶/日和 2820 万桶/日，由于统计口径的差异，二者预期差别殊为巨大，但认为对 OPEC 原油需求将大幅下滑的基本观点方向一致。综合来看，三大机构对 2020 全年 OPEC 原油需求的预期在 2923 万桶/日附近，低于 10 月 OPEC 原油产量 42 万桶/日。平均

估算，OPEC 需要在今年 10 月产量的基础上进一步减产大约 50 万桶/日才能够维持明年开局供需基本平衡，因此新的协议中提出在明年额外减产 50 万桶/日的要求。此外，沙特有条件承诺将在配额之外自愿减产 40 万桶/日，一定程度上缓解了市场对供应过剩的担忧情绪，但 210 万桶/日的强力减产能否完全实现存在疑问。如果减产效果不及预期，2020 年一季度全球原油市场将迎来供应压力的冲击，关注 3 月协议到期前 OPEC 会议的结果。

5 美国能源独立

美国能源信息署 (EIA) 公布的数据显示，9 月美国原油及原油制品出口量超过进口量 8.9 万桶/日。这是自 1949 年官方有记录以来，美国首次成为单月原油及原油制品净出口国。

页岩油气革命推动美国摆脱对进口石油的依赖实现能源独立，并逐渐改变全球原油市场生产和贸易结构，德克萨斯州西部二叠纪盆地和新墨西哥州东南部页岩油产量的迅猛增长是最主要的驱动力。EIA 早在 2019 年度能源展望报告中明确指出，随着美国原油和天然气产量增加以及国内需求放缓，2020 年前后美国将成为能源净出口国。EIA 预计，2020 年美国原油及原油制品净出口量将达到 75 万桶/日，未来数年内美国原油产量将继续增长直至趋于平稳。

然而，美国成为石油及油品净出口国更多是统计学意义，和以沙特为代表的典型原油输出国存在本质上的不同。最大问题是美国能否保持原油产量的高增速。在长期低油价环境下，页岩油投资者面临边际收益的下滑，开始考虑回收资本落袋为安。页岩油工业本身的技术特性也使其勘探生产活动具有相对的不可持续性。此外，美国原油及油品实现净出口只能说明其能源进口依赖度降低，实际上美国仍在从其他国家购买重质原油，以满足本国炼油厂的需求。无论如何，流入全球原油市场的美国页岩油仍在增加，供应退潮需要相当长的时间。

6 市场归纳总结

此前市场普遍预期 OPEC 可能采取延长减产期限但不加大减产力度的做法，与维也纳会议的实际结果南辕北辙。当前的形势可概括为，在明年全球原油供应过剩到来的情况下，OPEC 仍选择限制自身原油产量来稳定油价，美国则继续增加其在全球市场上的供应份额。

EIA 预计，美国平均原油产量将从 2018 年的 1100 万桶/日增加到 2019 年的 1230 万桶/日，到 2020 年将达到 1320 万桶/日。随着美国月度石油及油品进出口数据实现能源净出口，2020 年美国页岩油产量保持增长几成定局。估计 2019 年美国原油和原油制品的平均净进口量为 52 万桶/日，到 2020 年美国对该项商品将转为净出口量 75 万桶/日。尽管美国页岩油产量增长出现边际放缓的迹象，但无疑 2020 年美国将是为数不多的向全球市场提供更多原油的出口国之一。

另一方面，OPEC 预计未来五年内，自身原油及相关产品的产量将呈下降态势，在市场份额的竞争中处于不利地位。无论 OPEC 还是非 OPEC 产油国，都必须面对全球宏观经济下行压力，放弃减产的高昂代价是任何一方都承受不起的。时值沙特阿美首次公开募股 (IPO) 之际，该公司的经营业绩是沙特经济高度依赖的生命线，沙特将不遗余力稳定油价为沙特阿美上市保驾护航。

OPEC+ 释放出一定积极信号，但新方案说服力不足，本次会议结果整体偏中性，构成的利好空间有限，业界对明年原油市场走势预期并不乐观。

天然橡胶

1 生产周期拐点

结合历史周期来看，2019—2020 年是全球天然橡胶产能释放的高峰期，也是供应触顶回落的拐点。

全球天然橡胶开割面积处于稳定增长的状态，从 2003 年的 619 万公顷到 2018 年已经升至 906 万公顷，累计增长达 46%。2019 年 ANRPC 开割面积大体延续递增，其中泰国 4.9%，马来西亚 7.2%，但印尼下降 2.2%，印度、越南、中国分别增长 15.7%，3.2%和 2%。天然橡胶新种植面积在 2012 年达到峰值，按照 7 年的生产周期推算，对应的产量峰值应出现在 2019 年。但随着橡胶价格底部徘徊，近年来多数产胶国橡胶种植面积和新开割面积增速有所放缓。

2018 年全球天然橡胶产量为 1396 万吨，综合预计 2019 年全球天然橡胶产量将同比下降 5%，2020 年全球天然橡胶产量预估为 1300 万吨，较今年回落 2%。由于天气、病害以及割胶成本等因素对产量造成影响，ITRC 下调今年天然橡胶产量预期。无论出于何种原因，橡胶市场整体趋向供需再平衡是必将到来的经济规律。

2 产量旺季预期

今年前三个季度全球天然橡胶供应持续偏紧，不过后期随着胶价回暖，胶农割胶的意愿升温，未来直到 2020 年 2 月旺季产量释放可期。

国内方面，最主要的云南产区今年春季干旱较为严重，导致开割季有较长时间停割，但下半年物候条件转好，部分弥补了前期的产量下滑。12 月云南进入停割季，海南虽有割胶但年底前也将陆续停割，对缓解国内现货库存压力起到一定作用。国际方面，东南亚主产区进入高产期之际，真菌性落叶病害的爆发给市场造成一种旺季不旺的印象。此种病害会影响橡胶树新叶生长，叶片枯黄脱落阻碍胶水的产出。然而，在天气没有明显异常的情况下，胶农补贴与胶价低迷形成对冲，旺季天然橡胶产量仍有平稳释放的预期。

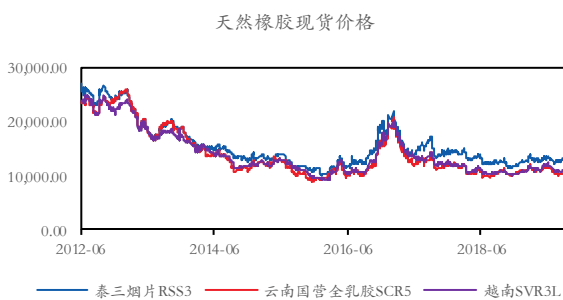
据泰媒报道，在泰国国际橡胶博览会上，泰国国家橡胶局共签署 9 份谅解备忘录（MOU），其中 5 份是橡胶局与私企签订，还有 4 份是橡胶园基金会组织与私企签署。为期三天的出口展是农业部及橡胶局执行泰国政府政策的成果，此次签订的协议促进泰国天然橡胶出口量约 14 万吨，总价值共计 80.70 亿泰铢。泰国商务部长表示，该国近期签订的出口合同价值已经累计达到 340 亿泰铢（合 11.3 亿美元），后期同橡胶贸易商之间还会继续进行谈判协商，希望能进一步促进橡胶出口。在今年 5 月底至 9 月底，泰国曾连续四个月限制天然橡胶出口，虽然对胶价的提振并不显著，却积攒了大量现货库存。现在泰国政府转而采取措施促进橡胶出口，流入市场的货源缓解了供应偏紧的局面，部分抵消对病害造成减产的担忧情绪，或将抑制橡胶价格的上涨空间。

3 轮胎产销不佳

11月国内全钢轮胎替换市场保持低位运行，季节性需求淡季已经显现，尤以北方地区销量下降较为明显。根据卓创对国内62家轮胎经销商的调研，11月样本企业全钢轮胎销量下滑为主流趋势。统计结果来看，销量环比下滑占样本总量的58%，下滑幅度多集中在10%—20%左右，个别样本降幅高达50%。轮胎市场销量下滑主要为政策性和季节性因素。进入供暖季大气污染治理力度加大，部分行业企业开工受错峰生产限制，工业原料货运量有所减少，物流车辆配货周期延长导致需求降低。随着国三车辆的全面淘汰，国四车辆紧接着受到影响，部分企业要求使用国五车辆进行运输，在运力短期难以补充完毕的情况下，实际可用车辆数量减少，使轮胎需求受到影响。此外，全国各地严查超载超限，令现有物流运输车辆使用降低，轮胎消耗量减少。北方地区下游需求具有明显的季节性规律，当前轮胎仅维持刚需采购，销量环比下滑50%及以上并不罕见。随着后期轮胎销量基数走低，预计数据或有恢复性的好转。

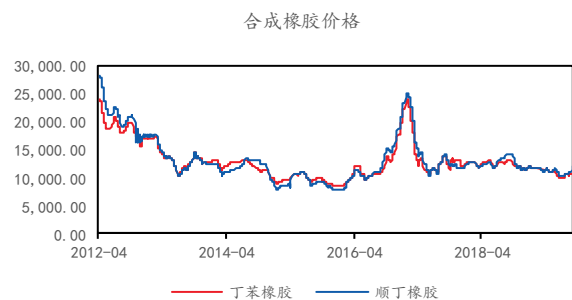
海关发布进出口数据显示，中国轮胎出口量出现环比大幅下滑。10月中国新的充气橡胶轮胎出口量为3659万条，同比下降0.6%，环比大幅减少11.43%；出口金额为76.63亿元，同比下降5.4%。1—10月，中国新的充气橡胶轮胎累计出口量为4.1614亿条，同比增长3.8%；累计出口金额为850.23亿元，同比增长4.2%。山东省是中国轮胎制造业主要基地，前10个月山东共计出口新的充气橡胶轮胎334.34万吨，同比增长7.3%；出口金额为512.46亿元，同比增长8.0%。全国整体来看，橡胶轮胎出口量及出口额均同比下滑，但出口额下降幅度明显大于出口量，表明10月轮胎出口价格有所走低。10月轮胎出口通常处于季节性低点，受圣诞节前备货等因素支撑，预计11—12月海外订单数量将有所回暖。当前，中国轮胎出口市场面临多国双反及中美争端打压，贸易摩擦愈演愈烈。对此，有实力的中国轮胎品牌选择向海外扩张，但后期仍面临美国对东南亚建厂的政策围堵。出口市场难以打开局面，对于以进料加工模式为重要支柱的中国轮胎行业，原料天然橡胶需求疲软难改。

图表 38：天然橡胶现货价格



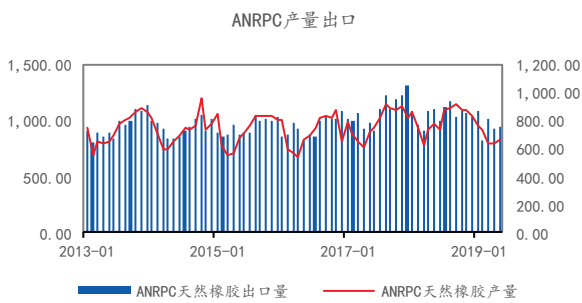
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



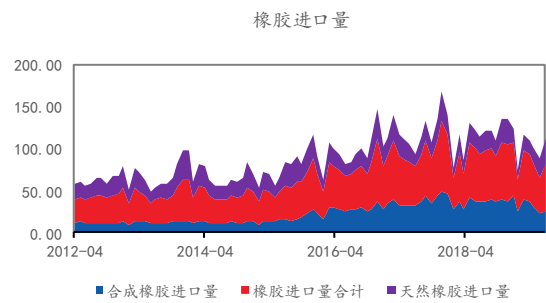
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40: ANRPC 产量出口



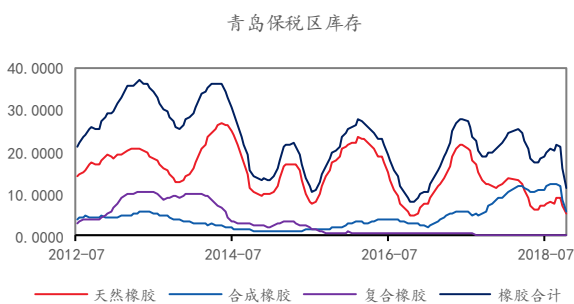
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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



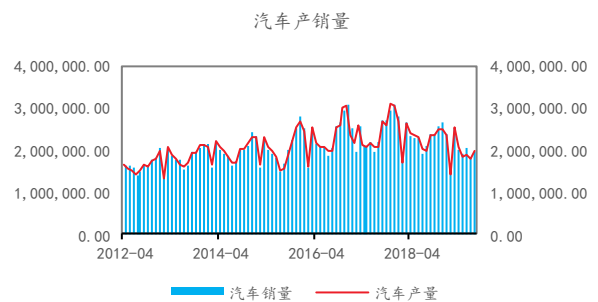
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

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 削减种植面积

泰国是全球最大的天然橡胶生产国和出口国，大约占世界天然橡胶供应总量的 40%，同时也在本轮长达八年的胶价熊市中深陷泥淖。为提升橡胶价格，泰国内阁已经批准一项为期近 20 年的橡胶战略计划，主要从供需两方面调节市场平衡。

泰国规划到 2036 年之前需要实现的 5 个目标是：将国内橡胶树种植面积从 2016 年的 2330 万莱（373 万公顷）削减至 2036 年的 1840 万莱，20 年间减少 21%；将平均单位面积产量从 2016 年的 224 公斤/莱提高至 360 公斤/莱；将橡胶种植收入从 11984 泰铢/莱提高至 19800 泰铢/

策；将天然橡胶和橡胶制品的出口额从 2500 亿泰铢（82.8 亿美元）提高至 8000 亿泰铢（265.0 亿美元）；将国内橡胶使用比例从 2016 年的 13.6% 提高至 35%。

消息一出极大刺激了短期行情，但该政策实际上并不算石破天惊，甚至有取巧之嫌。和其他大宗商品类似，天然橡胶也存在着内生周期规律，只不过由于割胶特性演进的相当漫长。在胶价长期低迷的阶段，胶农割胶积极性尚且欠佳，更遑论种植新的橡胶树。橡胶树产胶量下降较多时即被砍伐以补种树苗，实生树的经济寿命可达 35—40 年，但更多的芽接树仅有 15—20 年。该计划横跨 20 年时间，2012 年种植高峰期的老树大量淘汰而新苗补种不足，泰国天然橡胶种植面积下降是自然而然的。

5 成本利润计算

在行情筑底企稳的阶段，计算天然橡胶的生产成本，对于把握安全区间的边际非常重要。

天然橡胶的生产成本主要由种植成本、割胶人工和加工费用三部分构成。种植成本包括土地承包、苗木分摊、化肥农药、农业工具、人工管理等费用，总计约为 425 元/亩。按照云南、海南产区天然橡胶单产分别为 105 公斤/亩和 75 公斤/亩的平均标准，两地对应的单位生产成本分别为 4048 元/吨和 5667 元/吨。以当地的胶水折干胶价格和六四开的割胶分成比例计算可得割胶人工成本，橡胶加工厂加工费用通常约为 1500 元/吨。综合计算，云南地区天然橡胶生产成本为 12748 元/吨，当前价格下仍略有利润；海南地区天然橡胶生产成本为 14367 元/吨，已经高于新胶价格。参考城镇居民人均工资性收入，以及胶农平均割胶数量，倒推云南、海南两省对应的天然橡胶边际生产成本分别为 10808 元/吨和 13081 元/吨。考虑自有胶园胶农生产成本较低的情况，按照 300 元/亩种植成本换算的弃割临界点为云南 9942 元/吨，海南 12448 元/吨。

由此可见，天然橡胶的生产成本已经反映在前期坚实的底部上，目前的价格水平将有利于产能释放，未来价格路径大概率为曲折往复的螺旋式上升。

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，同时也是产胶国政策密集出台的窗口。

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。

天然橡胶整体供需两弱，后市逻辑在于关注供需关系的相对强弱变化，预计未来天然橡胶市场将由供应过剩转入供需弱平衡状态。

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