

## 沈时度势——期货市场投资策略周度分析

研究员：沈恩贤

期货从业证号：

F3025000

投资咨询从业证号：

Z0013972

☎:021-65789219

✉:shenenxian\_qh@chinastock.com.cn

### 豆粕菜粕：

近日豆粕延续大涨，豆粕本次上涨主要原因是前期利多因素的持续发酵，而导火索则是 28 日美豆夜盘和 29 日早盘率先大涨。据悉，厄尔尼诺可能在 2019 年彻底告吹；而美国中西部的洪水泛滥则彻底阻断了大豆的播种之路，新作美豆面临大幅减产的可能。这或许将扭转全球大豆市场供需格局，从“过剩”一步跨越到“短缺”。

中美贸易摩擦继续发酵，豆粕价格支撑明显。国内 5 月至 6 月大豆到港同比下降，在豆粕提货未出现明显下滑的情况下，6 月份豆粕供应预计维持紧平衡状态。综合考虑，6 月份，若贸易摩擦不能和解，豆粕价格顶部区间预计在 2850~2900 元/吨，底部区间在 2650~2700 元/吨；若贸易摩擦和解，顶部区间在 2700~2800 元/吨，底部区间在 2550~2600 元/吨。

6 月份厄尔尼诺发生概率下降，北美降水有望减少，农民很可能补种大豆，利空美豆价格。中美贸易摩擦短期利多豆粕价格，但对 6 月至 9 月豆粕供应影响有限；榨利回落，不过近月船期仍有利润，限制豆粕价格上涨空间；5 月至 6 月大豆到港量同比下降 17.9%，豆粕提货恢复，库存震荡下降。大豆压榨利润虽然回落，但近月船期仍有盈利，限制豆粕价格上涨空间。

美国玉米面积有转移至大豆的可能，对 6 月美豆价格潜在利空；美豆资金持仓处在空头结构，压制美豆价格难以大涨；沿海油厂大豆库存呈上升趋势，但开机率提升，豆粕供应增加，对豆粕价格仍有压力；油厂豆粕未执行合同周环比增加 4 万吨，但仍低于去年同期，对豆粕价格有压制；生猪养殖利润走高，但存栏量下降，对 6 月至 7 月豆粕需求不利。

本周国内豆粕现货成交量较前两周有所下降，一方面，国内非洲猪瘟频发，生猪存栏大幅削减，在价格快速上涨后，部分饲企及养殖企业的采购情绪趋于谨慎；另一方面，舆论显示中美两国领导人大概率将在 6 月 28 日 G20 峰会会晤，大国博弈背景下，市场也较为担心不可控风险因素。

美国农业部(USDA)昨日在每周作物生长报告中公布称，截至 5 月 26 日当周，美国大豆种植率为 29%，逊于市场平均预估值的 31%，此前一周为 19%，去年同期为 74%，五年均值为 66%。

阿根廷周三举行全国性罢工，抗议总统毛里西奥·马克里领导的紧缩措施，罢工使该国的航空服务陷入停滞，并导致主要谷物港口工作停止。

新华社北京 5 月 29 日电 农业农村部新闻办公室 29 日发布消息显示，云南省西双版纳傣族自治州勐海县发生非洲猪瘟疫情。5 月 29 日，农业农村部接到中国动物疫病预防控制中心报告，经云南省动物疫病预防控制中心确诊，西双版纳州勐海县格朗和乡部分养殖户饲养的生猪发生非洲猪瘟疫情。截至目前，相关养殖户存栏生猪 80 头，发病 37 头，死亡 12 头。

因泥泞的田间状况和更多降雨的预报威胁到美豆种植的进一步延迟，阻碍农民完成整个春季的种植任务。但美豆市场仍然存在玉米转种大豆的可能。因中美贸易战后续的不确定性以及豆油市场的弱势，厂家已然将重心放在豆粕上。目前豆粕价格高位，下游操作谨慎，在中美贸易谈判最终结果出来前市场仍然存

在很大不确定性。基本面上看，豆粕市场国际上长期供应压力仍然较大，而且贸易谈判仍然有达成协议的可能，市场高位追高风险增大。操作上建议多单下破 10 日均线止盈。

**期权策略：** 暂时观望，等待买入看跌期权的技术信号的到来。

### 油脂

船运调查公司将于周五发布马来西亚 5 月份棕榈油出口数据。船运调查机构 ITS(Intertek Testing Services) 发布的数据显示,2019 年 5 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,397,359 吨,比 4 月份同期增加 15.6%。船运调查公司 SGS 马来西亚公司称, 2019 年 5 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,387,062 吨, 比 4 月份同期提高 8.53%。

5 月 30 日连盘豆油主力合约最新价格 5486 跌 22 元;棕榈油主力合约最新价格 4470 跌 12 元。今日现货沿海一级豆油现货报价 5250-5400 元/吨, 24 度棕榈油报价统一于 4400 元/吨。今日油脂现货市场维持整理格局, 部分地区报价小幅回落。目前油脂基本面不支持行情走高, 短期上涨是外围因素提振所致, 如美豆展开回调, 国内油脂仍将回归弱势震荡。

**国内油脂期货市场受美豆和豆粕影响近日大幅震荡, 美国大豆主产区气候和贸易战谈判 都具有不确定性, 而且最终油脂市场还是要回归基本面。油脂市场长期仍然压力较大。操作上避免追涨杀跌, 多单逢高离场。**

**场外期权策略：** 宽幅震荡期间尝试卖出宽跨式期权或观望。

### 棉花

5 月 30 日郑棉生成仓单 18181 (-212) 张, 有效预报 958 张, 合计折合棉花 76.6 万吨。棉花现货价格指数 CC index3128B 价格 14581 (-8)。5 月 30 日储备棉轮出销售资源 9771 吨, 实际成交 8834 吨, 成交率 90.41%。平均成交价格 12958 元/吨, 折 3128 价格 14221 元/吨。其中: 新疆棉成交均价 13279 元/吨, 新疆棉折 3128 价格 14322 元/吨, 地产棉成交均价 12534 元/吨, 地产棉折 3128 价格 14087 元/吨。5 月 5 日至 5 月 30 日, 储备棉轮出累计成交 19.5 万吨, 成交率 91.44%。期货价格大跌后, 市场上棉花基差点价成交活跃, 一口价销售企业的报价没优势, 报价很少, 多观望。近期疆内库“双 28”机采棉公重报价 14400-14600 元/吨, “双 29”机采棉(含长度 29mm 及以上批次)公重报价 14700-14800 元/吨(出库费用由卖方支付), 而库尔、阿克苏、喀什等地手摘棉轧花厂鲜有报价。若毛衣战全部加关税的话, 对国内纺织品服装出口将产生较大的影响。近期下游企业压力逐渐凸显, 纱布库存增加, 纺织企业停机限产。目前行业上下游信心缺失, 市场悲观情绪增加, 预计消费端短期难有起色。但是郑棉目前价格处于近三年低位, 长期看也属于低位, 且目前是棉花消化库存的阶段, 此外现货价格跟跌现象也比较缓慢, 期现价差较大, 因此短期内行业人士也比较迷茫, 多空双方在该位路僵持。国际市场

国际市场上, 澳大利亚, 上周, 国际现货市场各品种维持日常成交, 高等级澳棉的销售难度超过预期, 中国市场需求前景难料。目前, 澳棉 SM 1-5/32 基差为 2200 点。最近半年左右, 涤短价格持续下跌, 棉花期货却没有跟跌, 澳棉在中国市场的价格远高于涤短价格, 基差持续坚挺, 竞争力逐渐下降。从最近一年的情况看, 总体上澳棉对 30 支和 40 支生产厂家的吸引力提高了, 尤其是在印巴市场。不过, 棉花价格往往给棉纱市场带来影响, 而现在各地纱线价格都在下跌, 因此对于澳棉销售不可盲目乐观。目前, 澳棉 SM 1-5/32 和南非棉、巴西棉和美棉相比竞争力明显下降, 主要原因是澳棉基差过高。按目前的基差, 澳棉除了 SM 1-5/32 级棉之外几乎没有任何需求可言。由于澳棉今明两年大幅减产, 价格已经迫使买家对 SM 1-5/32 级棉更加理性。

印度，最近一周，随着棉花价格的反弹，印度棉纱价格止跌，纱厂利润再度下降，由于未来不确定性增加，未来纱厂甚至可能上调报价。由于国内棉花供应不足、国际棉价上涨，而且新花上市还有好几个月的时间，因此印度棉花价格相对强势。随着 ICE 期货的反弹，上周印度棉花价格大幅反弹，S-6 现货价格单周上涨 1400 卢比，涨幅 3.1%。印度 J-341-3/32 轧花厂出厂价涨到 84-85 美分，比 ICE 期货高 17-18 美分，S-6 1-1/8 为 81-82 美分。新棉日上市量在 1.5-2 万包。截至 5 月 13 日，本年度新棉累计上市量达到 491 万吨。随着产量的减少，古吉拉特邦轧花厂数量已经减少 90%，最终的产量估计只有 510-540 万吨，对进口棉的需求将进一步增加。

国内市场，近期，山东各地干旱少雨，滨州博兴地区近日天气高温晴朗为主，棉田干旱较重，棉花生长迟缓。调查获悉，受棉市运行不佳拖累，滨州地区本年度籽棉收购价格偏低运行，多集中在 3.30-3.55 元/斤，棉农收益不大，多数农民放弃了种植棉花。目前，滨州地区棉花种植相对集中地区在博兴县。因当地盐碱地较多，种植棉花较为适宜，本年度当地多数农民仍选择了种棉。5 月 28-30 日，疆内库 3128/3129 级断裂比强度 26-27.5cN/tex 机采棉公重报价集中在 14050-14250 元/吨，“双 28”机采棉公重报价 14400-14600 元/吨，“双 29”机采棉（含长度 29mm 及以上批次）公重报价 14700-14800 元/吨（出库费用由卖方支付）。而库尔勒、阿克苏、喀什等地手摘棉轧花厂鲜有报价，对于贸易商“双 28/双 29”手摘棉 14800-15100 元/吨的“点价”，疆内棉企普遍表示不理解，惜售、等待成为棉花加工企业的唯一选择。

前期棉花价格大幅下跌，主要受贸易战影响，近期市场价格跌势趋缓，而且贸易谈判还有较大不确定性，中美贸易谈判仍然具有达成协议的可能性。所以在相对低位大幅杀跌策略不可取。市场短期仍然会出现震荡之中等待贸易谈判的最终结果。操作上暂时观望。

期权策略：观望或者随着 6 月份 G20 峰会的临近，贸易谈判可能具有新的进展，如果近期价格波动收窄，则期权波动率下降，建议逐渐可以买入跨式期权以博取贸易谈判的可能消息刺激出现的机会。

### 白糖

近期国内白糖期货大幅下跌，主要是因为巴西糖业 Unica 在一份声明中表示，中国同意在 2019 年 5 月反倾销税到期后不再延长征收期限。但巴西政府尚未在官方证实。

O.Licht：预计 2019/20 榨季全球糖市短缺 310 万吨，分析机构 F.O.Licht 更新 2019/20 榨季全球食糖供需平衡表预估显示，2019/20 榨季全球食糖供应缺口上调 160 万吨，至 310 万吨。预计 2018/19 榨季出现 20 万吨的小幅缺口。巴西南部糖产量预计下降是全球供应缺口增加的关键因素，最新预计该地区本榨季产糖量仅为 2780 万吨，低于前次预估的 2830 万吨。

印度 2018/19 榨季糖产量预估上调 50 万吨至 3590 万吨（白糖值为 3300 万吨），泰国 2018/19 榨季糖产量预估上调 20 万吨，至 1490 万吨。墨西哥糖产量预估上调 20 万吨，为 650 万吨。中国糖产量预估保持不变，但糖消费量预估下调 20 万吨，至 1660 万吨。

UNICA 巴西双周报：截至 2019 年 5 月 16 日，19/20 榨季巴西中南部累计压榨甘蔗 8414.9 万吨，同比减 18.27%；累计产糖 297.5 万吨，同比减 28.43%；累计产乙醇 40.16 亿升，同比减 17%；甘蔗出糖率为 11.49%，同比减 0.56 个百分点；制糖比为 32.29%，较上榨季同期降低 2.86 个百分点。

国际糖业组织 ISO 周四表示，全球 18/19 年度糖市供应过剩量为 64.1 万吨，低于此前预估的 217 万吨。

国内方面，从有关市场机构发布的信息来看，云南近期大面积干旱天气的出现，不仅令天胶产量不乐观，而且将造成云南白糖产量减少近 30 万吨。有消息称，干旱或将导致云南 2019/2020 榨季甘蔗产量下降，当前有近 10 万公顷甘蔗遭受严重干旱，占该省甘蔗总种植面积的 35%左右，其中约 8.4 万公顷甘蔗轻微受损，1.3 万公顷甘蔗严重受损，约 2420 公顷甘蔗完全损毁。有机构预计云南 2019/2020 榨季甘蔗产量

或将同比减少 223 万吨，糖产量或将同比减少逾 28 万吨，蔗农收入或将减少近 10 亿元。由于旱情仍在持续，预计将造成更多损失。

据了解，云南保山、临沧、版纳墒情还好，普洱干旱的有点严重，且普洱地区甘蔗还有螟虫，玉溪则有枯苗现象。未来 20 天云南地区的天气情况最为关键，如果未来 20 天干旱持续，那么会形成实质性干旱灾害，将造成甘蔗与白糖产量明显减少，当前还不好明确判定，毕竟部分蔗区的夏蔗还没种完，大部分蔗区预报在未来数日有降雨出现。如果未来大部分地区确实有降雨，那么当前的干旱天气对甘蔗产量不会形成太大不利影响。

从近日云南有关机构发布的气象信息分析，2019 年以来，云南天气气候有两个特点，一是冬春季、初夏气温持续偏高，二是初夏降水显著偏少，干旱突出。据了解，厄尔尼诺事件是造成 2019 年云南冬春季气温偏高，初夏气温偏高，降水偏少，初夏干旱的重要原因。而为了缓解今年入春以来该省因降水持续偏少、气温异常偏高造成的气象干旱范围不断扩大情况，该省气象部门于 5 月 14 日进入人工增雨应急状态，对具备有利天气条件地区积极实施飞机增雨和地面增雨作业。5 月 19 日 14 时 30 分至 27 日 12 时，该省气象部门在昆明、曲靖、保山、昭通、西双版纳、普洱、临沧、楚雄、大理、德宏、文山、红河、丽江等 13 个州(市)有作业条件的区域增加飞机和地面增雨频次，作业影响区累计有 1056 个乡镇出现降水，下一步该省气象部门将继续抓好人工增雨措施准备，一旦具备有利天气条件就全力投入实施人工增雨。

中国农业部发布 5 月食糖供需预测分析，发布了对 19/20 榨季关注现货价的供需预估分析：由于糖料收购价稳定，农民种植积极性得到维护，格变化、走农业农村部预计白糖增产周期将延续，因产销缺口依然较大，预计私情况及销进口有所增加，同时，国内外食糖价格企稳回升。 中国农业 5 月供需报告出炉，其中 18/19 榨季预计产糖总量为 1073 万吨。 截止 4 月底，全国制糖进入尾声，仅有广西、云南少数糖厂生产。累计产糖 1068.15 万吨，同比增 47.01 万吨；累计销糖 576.94 万吨，同比 103.36 万吨，累计产销率为 54.01%，同比增 7.63%。

总结：全球糖价持续低迷，印度出口出现滞后，随着巴西出口至中国政策的放宽，巴西糖出口压力或缓解。国内糖市：盘面价格逐渐下调，但糖厂挺价意愿仍偏强烈，现货价格保持稳定状态。进口糖许可证即将发放，叠加泰国糖出口继续增加，市场供应量增加对糖价有所承压。此外，今日巴西糖业 Unica 在一份声明中表示：巴西与中国在世贸组织就蔗糖问题的协商中达成协议，中国同意在 2019 年 5 月反倾销税到期后不再延长征收期限，后市进口税的放宽，给予远月合约一定的利空。需求不温不火状态，大多随用随采，预计糖价盘整为主。技术上，郑糖 1909 合约大幅增仓，均线系统开始向下，技术指标偏空。操作上建议郑糖主力偏空思路为主。

近期美国原糖下跌之后企稳，但从美国原糖长期周线图上仍然处于横盘震荡的第二浪调整之中可能性较大。而国内食糖市场受白线糖业协会的声明影响大幅下跌，如果中国未来取消对配额外的进口食糖增加的关税那么国内市场确实仍然将承受压力，而且既然巴西糖业协会已经发布声明，这个消息将来落实的可能性很大，所以国内市场不论是技术面还是基本面中短期都将处于弱势。操作上反弹逢高短空。

**期权策略：反弹卖出看涨期权。**

### 螺纹钢

昨日 Mysteel 公布最新钢材周库存数据：本周螺纹社会库存较上周下降 17.36 万吨至 552.47 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年高 23.36 万，降幅继续收窄；钢厂库存本周上升 6.74 万吨至 211.18 万吨（历史最高 457 万吨），同比去年高 6.99 万吨。合计库存下降 10.62 万吨。本周产量环比下降 0.33 万吨至 381.19 万吨（去年同期产量 310.58 万吨）。本周社库减、厂库增，总体降幅进一步趋缓，库存水平已经比去年同期略高；产量结束“十连增”，但绝对量仍处高位。

30日全国线螺价格稳中偏弱，个别上涨。52个样本城市中，上涨城市有6个，占比11.5%，涨幅10-20；下跌城市有24个，占比46.2%，跌幅10-30；保持平稳的城市22个，占比42.3%。成品材市场来看，期螺盘中跳水下滑拖累现货市场心态，从午后公布的全国库存来看钢厂库存增量较大，现货交投氛围主流偏弱，今市场报价多弱勢调整，下游询价者较少，且时逢月末，商家多去库存缓解资金压力。

有消息称，国家发改委不仅是要将年度长协价和月度长协价降到黄色区间，而是希望动力煤价格整体下降，包括市场现货价格。29日，中煤协会、中煤运销协会发布倡议书，号召中大型煤炭企业积极挖潜增产，特别要采取有力措施增加电煤资源有效供给。

近日，铁矿石价格突破每吨100美元，自年初以来世界铁矿石价格上涨超过44%。根据澳大利亚多家矿业咨询机构预测，今年下半年铁矿石价格有望突破每吨110美元大关。瑞银大宗商品分析师今年已二次上调铁矿石预测价格，认为今年平均价格将在每吨83美元左右。受铁矿石价格快速回升影响，澳大利亚各大矿企收益颇丰，并纷纷开始加大新矿勘探和开采力度。据澳华财经在线透露，澳大利亚第三大铁矿巨头弗罗斯特金属集团(FMG)计划投资约2.87亿美元，用于开发西澳皮尔巴拉地区女王谷的新矿区。此举在于增加更高品位的铁矿石产品，以满足市场需求，同时提高企业竞争力。

市场回顾：步入五月以来，市场整体月初需求释放尚可，市价小幅上涨，然月中受贸易战影响贸易战升级影响，致使现货市场心态悲观，交投氛围欠佳，市场主流多暗降出货为主，钢价震荡下调，然跌后市场低位成交好转，钢坯回涨，且期螺震荡上扬，提振现货心态，前期部分累积的需求有所释放，带动现货交投氛围，市价止跌反弹，成交有所放量；后市来看，步入月底，资金压力尚有，短期钢价续涨较为乏力。

对于螺纹主力10月合约未来变数还是比较大。近期期螺受制于中美谈判出现曲折影响而调整，但影响钢材价格的中期基本面没有大的变化。在夏季钢材的消费淡季，钢价有一定的调整应该是大概率事件，但考虑到今年钢材消费很好，钢厂库存不高背景下，挺价意愿仍然较坚决，下游需求在高温季节来临之时虽有一些下降，但总体表现仍具韧性；铁矿石、焦炭等原料价格处在高位或拉涨阶段，使得钢厂生产成本上升，使其挺价意愿维持偏强；环保限产适度发力，对供给端减产会有一定的影响以上这些因素对钢材市场仍然构成支撑。但钢价经五月下旬上涨后，进一步大幅上行空间有限，故市场在近期有适当调整的可能；季节性需求规律使得钢材需求会有逐步下滑的可能，钢价拉高后部分地区需求跟不上会陷入调整阶段；中美贸易摩擦尚未彻底解决，还有一定的潜在风险。但10月合约目前的价位已经比现货价格低了300元左右，而且9、10月份又是需求旺季，而且去年以来几个主力合约相继在高位摘牌，所以如果未来库存不能大幅积累则未来10月合约仍然有高位摘牌的较大可能。短期10月合约可能仍然处在区间震荡行情，但随着时间推移，未来现货价格如果继续坚挺则期货合约将向现货回归。操作上逢低短多为主。

场外期权策略：观望

## 铜

ICSG：预计2019年全球精铜缺口将达到19万吨。ICSG预计今年精铜产量将增长2.8%，2020年将有所放缓，增速为1.2%。在需求方面，目前由于随着电气化的发展，今年全球表现精铜消费量预计将增加2%，2020年将增加1.5%。所以在铜精矿供给不足叠加需求旺盛的市场背景下，ICSG预测今年全球精铜缺口约仍达到19万吨，2020年进一步上升到25万吨。

SMM5月14日讯：据Investing News网站报道，国际铜业研究组织(ICSG)在发布对2019年和2020年铜产量预测，表示今年全球铜产量将与2018年2.5%的增幅基本持平，而2020年的增长目标有所下滑，增

幅为 1.9%。在全球精铜产量方面, ICSG 预计今年精铜产量将增长 2.8%, 2020 年将有所放缓, 增速为 1.2%。在需求方面, 目前由于随着电气化的发展, 今年全球表观精铜消费量预计将增加 2%, 2020 年将增加 1.5%。所以在铜精矿供给不足叠加需求旺盛的市场背景下, ICSG 预测今年全球精铜缺口约仍达到 19 万吨, 2020 年进一步上升到 25 万吨。但是与此同时, 中国扩大的电解产能以及刚果 (Democratic Republic of Congo) 提高的电解铜产量, 都将在一定程度上缓解市场供应紧张的局面。ICSG 预测, 到 2020 年底中国仍将是全球精炼铜产量增长的最大贡献者。

SMM 网讯: 据外电 5 月 30 日消息, 智利国家铜业公司 Codelco 周四称, 该智利铜业巨擘在 2019 年第一季度自其矿山中生产了 342,000 吨铜, 同比下降 18%。该全球最大的铜矿商在 1-3 月期间录得税前利润 3.72 亿美元, 铜生产成本为每磅 1.347 美元。

2019 年 5 月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.4%, 比上月回落 0.7 个百分点。从企业规模看, 大型企业 PMI 为 50.3%, 比上月回落 0.5 个百分点, 仍高于临界点; 中、小型企业 PMI 为 48.8% 和 47.8%, 分别比上月下降 0.3 和 2.0 个百分点。从分类指数看, 在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中, 生产指数和供应商配送时间指数高于临界点, 新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 51.7%, 比上月回落 0.4 个百分点, 仍位于临界点之上, 表明制造业生产继续保持扩张态势。新订单指数为 49.8%, 比上月下降 1.6 个百分点, 位于临界点之下, 表明制造业市场需求有所回落。原材料库存指数为 47.4%, 比上月回升 0.2 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有所收窄。从业人员指数为 47.0%, 比上月下降 0.2 个百分点, 位于临界点之下, 表明制造业企业用工量回落。供应商配送时间指数为 50.9%, 比上月上升 1.0 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有所加快。

总体来看, 目前铜市场受贸易战谈判不确定性影响近期下跌, 但供给端增量较少及供给干扰和低库存的利多因素有一定支撑, 但未来长期决定铜市场的主要还是需求因素。随着中国经济下行压力增大, 国内在基建等方面会加大刺激力度, 前期美国国会两党达成开启基建的一致共识, 长期看铜需求仍然不会太悲观。估计铜市场还是在区间震荡之中, 目前区间为 46000-51000。近期接近区间下部区域。尽管贸易战仍然具有不确定性, 但铜下方空间应该有限。操作上逢低仍然可以少量建仓做多。

**期权策略: 等待企稳技术信号出现之后逢低做多看涨期权。**

## 橡胶

截至上周末: 交易所总库存 422428 (-8956), 交易所仓单 413880 (-8310)。截止 5 月 24 日, 国内全钢胎开工率为 75.85% (+0.56%), 国内半钢胎开工率为 72.59% (+0.98%)。

近期沪胶震荡偏强, 增仓上行, 短期表现仍然强势。昨天国内现货价格继续上涨, 其中混合胶上涨 175 元/吨, 全乳胶上涨 100 元/吨, 基差小幅扩大, 但目前的基差依然不能吸引套利盘介入, 该因素对沪胶依然有支撑。泰国原料价格依然坚挺, 昨天个别原料价格继续小幅上涨。东南亚产区供应释放有限使得烟片略显紧张, 交割品担忧推升日胶近期上涨明显, 沪日比值处于同期低位。目前供应端关注点主要有三: 一是国内云南产区的干旱及虫灾何时缓解以及泰国等主产区天气情况, 二是海关严查混合胶的事件还未远去; 三是泰国、印尼、马来西亚三国限制出口带来的短期内国内进口量减少, 以上都将造成国内供应端短期暂难大量释放。需求端来看, 下游轮胎厂成品库存高, 原料库存低的现状依然没有改变, 后期将以消化成品库存为主, 轮胎厂短期难有大量原料采买, 需求季节性弱势还将维持; 下游最大的风险则来自于中美贸易战带来的深远影响。上周国家出台的购置税优惠或有利于后期汽车库存的去化。目前来看, 期现结构以及库存回落对期价依然有支撑。

从基本面来看，尽管西双版纳产区已有少量降雨，但各胶园仍处于停割状态，同时东南亚主产区开割初期新胶产出释放比较有限；本周国内力轮胎企业开工环比略微走低，市场方面交投相对平淡，半钢胎市场稍好于全钢胎，终端市场需求乏力使得厂家的出货压力较大，库存水平有较明显的增加，部分轮胎企开始主动调整其开工负荷以控制库存。

ANRPC 最新公布数据显示，2019 年第一季度全球天然橡胶产量同比喜爱将 5.2%至 298.9 万吨；全球天然橡胶消费量微幅减少 0.4%至 338 万吨。

综合来看，云南产区虽已出现降雨，但目前云南产区因干旱导致的停割还在持续，而东南亚主产区割胶作业相对正常，短期内天然橡胶还将维持供给偏紧的状态，而从中长期来看天然橡胶供给仍将有所增加；近期轮胎企业开工整体稳定在相对高位，但受制于终端市场需求疲软，厂家出货压力较大，整体库存有所增加，目前已有一些厂家开始主动下调开工负荷，后期轮胎企开工进一步提升的难度较大，近期天然橡胶需求难有明显提升；昨日泰国合艾市场原料价格继续稳中上涨，天然橡胶成本支撑稳定。近期海关查验混合胶趋严以及云南产区遭遇干旱出现大面积停割的影响仍存，预计短期内天然橡胶将宽幅震荡偏强运行。

刺激沪胶冲高的重要题材是关于近来海关查验进口混合胶的传闻。混合胶是天然橡胶与部分合成橡胶的混合物，比如国内市场常把含有 97.5%天然橡胶和 2.5%丁苯橡胶的混合胶作为天然橡胶的替代品，主要原因是混合胶的进口关税较低（最惠国 7.5%，带产地证为零关税），天然橡胶则要按 1500/吨或 20%（两者从低）的规定征收关税。在 2015 年调整复合胶国家标准之前，复合胶因享受进口零关税而具有明显的优势，但在将复合胶标准由天然橡胶含量不超过 97%-99% 改为不应大于 88%之后，复合胶的吸引力大大降低，混合胶则逐渐受到市场青睐。2015 年下半年起，混合胶进口量大增，逐渐替代了原复合胶的地位。

今年四月底，市场上流传海关发布对于 4002.8000 项下“混合胶”归类认定的通知，“通知指出：‘实质性混合’是指天然橡胶与合成橡胶按一定比例的均匀混合，所得产品的任意剖面均可通过红外光谱法等常规检测方法检出合成橡胶（合成聚异戊二烯除外），仅在天然橡胶表明含有少量合成橡胶的产品，应按天然橡胶归入税目 40.01 项下”。这样，部分以“混合胶”为名进口的准天然橡胶将面临征收 1500/吨或 20%（两者从低）的关税，从而大大增加进口成本。同时，在海关严格查验的背景下进口橡胶通关进度也将放缓，可能造成阶段性供应偏紧的情况。

以认定标准调整为由对胶价的投机行为曾多次出现。比如 2015 年 4、5 月实施修改后的复合胶标准导致复合胶进口量大减，沪胶价格 12200 元左右上涨到 15200 元；2016 年 7 月传闻海关严查天胶冒充混合胶进口，沪胶由 10100 元反弹至 12200 元。但是，这种阶段性的题材炒作难以持久，除非橡胶供需面出现实质性的变化。目前的情况是，严查混合胶对胶价会有利多刺激，但新胶上市量逐渐增加，而下游需求暂时没有起色。5、6 月份东南亚地区割胶旺季来临，国内汽车月度产量一般在此阶段逐渐萎缩，直到 7、8 月份才能到达年内底部。这样看，除非产区出现严重灾害性天气或是国内出台新的汽车消费刺激政策，否则上半年剩余时间内国内橡胶供需形势难有实质改变。此外，近期应密切关注中美贸易谈判的进展，若有实际成果则有可能推动沪胶延续反弹行情。

橡胶市场近期偏强震荡，从技术上看国内橡胶虽然弱于日本橡胶和新加坡橡胶，但三者都表现出一定的低位支撑，而且国外橡胶已经出现较大的涨幅。国内和日本橡胶及新加坡盘都表现出一定的共振，技术上似乎表现出一定的反转征兆。国内库存压力犹存，而下一年度天然橡胶市场仍然是供应充足。所以未来仍然需要底部反复震荡磨底之后才能有更大的上升动力。目前橡胶期货处于底部震荡过程之中，操作上每次下探企稳之后都是逢低做多的机会。

期权策略：下探时买入 9 月合约看涨期权。



## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

### 银河期货有限公司 大宗商品部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenexian\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenexian_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799