

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

✉:shenexian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

9月5日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通，工作层将于9月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备。双方一致认为，应共同努力，采取实际行动，为磋商创造良好条件。

前期因贸易环境影响，南美大豆贴水上涨明显，直至最近几日小幅回落；阿根廷方面因国内比索大幅贬值，农民对大豆有一定的惜售心理。这些因素支撑大豆进口成本。自8月以来的国内下游买需旺盛的节奏或将有所放缓，由我的农产品网统计，8月全国豆粕成交量合计473万吨，较6-7月的184万吨和328万吨明显回升。产业中下游在经历了6-7月的去渠道库存后，于8月重新建库回升。尤其是本月面临中秋国庆双节，下游有一定的备货习惯，受此提振，国内大多工厂本月头寸销售进度非常好，从近日油厂的挺价态势可以发现。但由于反反复复的贸易消息，早已令贸易商和饲料企业采购维持谨慎心态，后续料继续加大采购力度较难，或许更多的是维持随用随采，逢低补库。

行业机构 Allendale 周三称，其基于8月19-30日期间对美国29个州的农户的调查，预计美国今年大豆单产料为46.13蒲式耳/英亩，大豆产量料为34.99亿蒲式耳。该机构还称，预计美国今年玉米作物单产料为167.71蒲式耳/英亩，玉米产量料为137.55亿蒲式耳。

经纪商 NTL FCStone 三在一份报告中称，上调今年美国大豆单产预估至483蒲式耳/英亩，而其8月初的预估为47.2蒲式耳/英亩。ntl FcStone 称，预计今年美国大豆产量料为36.61亿蒲式耳，低于其此前预估37.43亿蒲式耳。该机构还上调今年美国玉米单产预估至168.4蒲式耳/英亩，而其8月初的预估为167.4蒲式耳/英亩。NTLFCStone 称，预计今年美国玉米产量料为138.09亿蒲式耳，低于其此前预估139.92亿蒲式耳。该机构称，其在进行产出预估时，种植面积是基于美国农业部8月报告中收割面积数据，其他数据是基于对客户调查，同时考虑其他因素，是对美国今年的最终产量预估。

中美贸易谈判仍然具有较大不确定性，对于市场上担忧因贸易环境的关系，四季度国内豆粕供应将面临偏紧张的忧虑由于近日领导人的通话有所缓解。但仍然面临较大不确定性。从目前的大豆进口进度来看，9-11月国内大豆供应无紧张问题。长期看国际上供应压力仍然较大，但中美贸易磋商的不确定性另市场无所适从。操作上暂时观望或等待反弹抛空的机会。

期权策略： 卖出宽跨式期权。

油脂

自8月初豆油期价迎来强势上涨之后，近两周出现明显的冲高回落走势，资金也出现小幅流出迹象。

但在豆油去库存持续进行的背景下，短期豆油期价的下行空间受到制约。

首先，美豆油库存拐点显现给国内豆油期价带来提振。美国全国油籽加工商协会发布的报告显示，7月底的豆油库存为14.67亿磅，低于市场预期的15.3亿磅，较6月份环比下滑4.46%，也低于去年7月份的17.64亿磅。至此，美国豆油库存拐点确立，出现显著下行，这给美豆油期价带来强支撑。

今年由于南美阿根廷市场受到比索汇率大幅波动的影响，阿根廷豆粕出口量出现下滑，从而减轻了美国豆粕的出口压力。同时美国大豆价格低廉，令油厂开工积极性大幅提升。因此，市场将会重点关注接下来美国国内大豆压榨量是否会再创历史新高，从而帮助消化当前庞大的大豆库存压力，随之带来的豆油供应增量是否能被市场及时消化则决定了豆油的库存去化进程。上周开始，市场预期美国总统特朗普会在未来数周内宣布一项生物燃料需求振兴计划，因为政府希望安抚因为扩大炼油厂豁免数量而激发的农户愤怒情绪。如果该项计划增加豆油使用量，届时将由于消化压榨提升带来的豆油供应增量，从而延续美国豆油的去库存进程。

国内市场来看，截至9月3日，来自主要豆油出口国家的毛豆油9月份船期进口完税价格为6337~7871元/吨，其中阿根廷进口成本最低为6337元/吨，但即便如此，阿根廷豆油进口完税价格仍旧处于进口亏损的局面。10月份以后船期的进口完税价格亏损幅度明显扩大，集中在228~272元/吨区间，这将继续制约中国从这3个国家进口豆油的数量。

截至9月3日当周，国内主要港口豆油库存为115.2万吨，较2018年11月末的高点164.75万吨回落近50万吨。一方面由于受到非洲猪瘟疫情的影响，国内市场需求出现明显下滑，另一方面中美关系持续牵动市场神经，此前部分油厂压榨节奏放缓，在需求并未明显改善之前，不急于生产。随着市场需求的逐渐回暖，豆油库存压力逐渐被市场消化，豆油库存加速去化。但随着8月末油厂压榨利润的明显改善及市场中豆粕需求的显著提升，油厂开工率有所上升，从8月中旬的47.83%攀升至51.66%，豆油产出增长是否会带来库存出现重建值得关注。截至8月23日当周，豆油未执行合同数量稳定在114万吨，至此8月份豆油未执行合同数量始终稳定在110万吨水平之上，反映出市场需求稳步回升。因此整体来看，油厂豆油库存压力不大，对价格而言难以构成明显压力。

国内油脂市场近期确实出现了一些利好因素，菜油供应紧张，油脂总体库存去化，猪瘟导致豆粕需求减少压榨量导致豆油产量下降是主因，但全球大豆市场压力仍然很大，而且国内随着猪肉价格的走高生猪存栏将逐渐增加，豆粕需求未来会逐渐增加，虽然时间可能滞后但长期趋势如此。所以豆油市场没有长期支撑，短期库存没有积累之前可能仍然支撑市场，但长期向上驱动不强。操作上豆油市场追高需谨慎，暂时观望为主。

场外期权策略：观望。

棉花

9月4日郑棉生成仓单11565(-86)张，有效预报0张，合计折合棉花46.3万吨。第十八周(9.2-9.6)储备棉轮出底价12335元/吨，较前一周下跌352元/吨。9月4日储备棉轮出销售资源11894吨，成交率91.97%，平均成交价格11616元/吨，较前一交易日下跌58元/吨。新疆棉成交均价11740元/吨，地产棉成交均价11424元/吨。5月5日至9月4日，储备棉轮出累计成交80.32万吨，成交率84.25%。现货供应量大，需求端却是不见明显的好转，郑棉价格大跌之后带来了现货价格的下降。近期现货价格下跌，疆内企业加大力度促销，由于8月份期货价格够低，而且也临近新年度，现货价格也给了非常大的优惠，因此现货成交较活跃，纺织企业开始补库。新棉方面，目前已经有内地和南疆以及东疆的出现零星采摘，大规模采摘要到9月中旬开始。虽然纺织行业逐渐进入的传统旺季“金九银十”，但是销量却迟迟起不来，棉纱价格走弱。

2019/20 年度，印度植棉面积为 1270 万公顷，比 USDA 预测高 10 万公顷。根据最新官方统计，截至 8 月下旬印度植棉面积达到 1220 万公顷，同比增长 6%，较近五年同期均值增长 8%。印度中部地区播种进度同比增长 3%，北部地区进度增长 19%，南部地区增长 5%。今年棉花种植情况良好的原因是农场价格理想和最低支持价 MSP 提高。2019/20 年度，印度棉花出口量预计为 91.4 万吨。近一个月来，随着国外需求的减少，印度内外棉价差缩小。同时，8 月份以来卢比汇率贬值 4%也使印度棉的出口竞争力提高。尽管如此，由于国际市场需求整体疲软，印度棉花出口仍然受限。另据统计，2018 年 8 月至 2019 年 6 月，印度棉纱出口量同比减少 10%，仅 6 月份的出口量环比就下降了 23%，足见国外需求之差。

美国农业部 9 月 3 日发布的美国棉花生产报告显示，截至 2019 年 9 月 1 日，美国棉花结铃率为 97%，比去年同期增加 2 个百分点，较过去五年平均值增加 1 个百分点。美国棉花吐絮率为 36%，比去年同期增加 8 个百分点，比过去五年同期增加 9 个百分点。美国棉花生长状况达到良好以上的为 48%，较前周增加 5 个百分点，较去年同期增加 7 个百分点。

棉花价格下跌之后暂时横盘，基本上美国农业部报告表明 2019/20 年度全球棉花供应压力仍然较大，而且目前看需求并不乐观。从供应端来看棉花市场大量供过于求，短期内新花的销售压力很大，近期有效预报仓单增多也能侧面反映出现状。此外新花上市需要资金收购，部分企业新花收购需要资金，不排除集中抛售的情况，棉花市场的整体下跌趋势不论是美棉和郑棉都没有止跌企稳迹象，而且郑州仓单较大，需要时间继续消化。9 月份交割是压力比较大的时期。但不论美棉还是郑棉目前绝对价格已经很低，向下空间即使还有下跌空间也不会很大，所以操作上目前建议暂时观望。

期权策略：观望

白糖

从已公布的产销数据来看，截止 8 月末广西工业库存剩 90.2 万吨、云南工业库存仅剩 34.56 万吨、广东工业库存 2.65 万吨、海南工业库存为 5.03 万吨，同期相比四大产区库存共减少 51.1 万吨，可以看出本榨季以来国产糖去库存速度是非常迅速的。

近日，云南省发改委公布了《云南省省级食糖储备管理办法》（征求意见稿）（下称《办法》），《办法》指出，省发展改革委负责根据省政府确定的省级食糖储备要求，牵头向省政府提出省级食糖储备的规划，拟定省级食糖储备的年度总量计划。省级食糖储备遵循“政府调控、企业收储、银行贷款、财政补助、市场运作、自负盈亏”的原则。《办法》规定，榨季结束后，由承储企业对本榨季食糖生产成本与上半年公开市场价格进行比较测算，当上半年公开市场价格低于承储企业本榨季平均成本 5%时，由承储企业在每年 6 月底向省糖业协会提出在下一个榨季启动省级储备食糖收储意见，省糖业协会根据意见汇总并分析相关信息，实事求是形成书面报告在 7 月上旬报省发展和改革委员会，省发展和改革委员会报省政府批准后，由省粮食和物资储备局组织落实省级食糖储备收储计划，省财政厅对相关费用预算提供必要协助。

收储的品种是以云南甘蔗为原料生产的白砂糖，储备规模为云南省制糖企业生产的白砂糖 50 万吨，储备期为 4 个月（每年 2 月至 5 月）。承储企业由省粮食和物资储备局会同省发展改革委、省财政厅确定，原则上按照公开招标程序每 3 年招标确定一次。

《办法》规定，收储资金可由企业自有资金垫付，也可通过以收储的食糖质押、银行业金融机构认可的抵（质）押或担保方式向农业发展银行及其它各银行业金融机构申请贷款，并确保专款专用。省级财政按规模数量和 100 元/吨（含利息、适当的仓储费用等）定额标准给予补贴，补贴费用由承储企业包干使用，超支不补。承储企业必须切实落实社会责任，保护蔗农利益，及时足额兑付糖料款，不得拖欠，不准打“白条”。

郑交所白砂糖仓单数量为 106371 张，较前一交易日减少 244 张，有效预报仓单 500 张。国内主产区白砂糖柳州现货报价 5725 元/吨，较前一交易日上涨 70 元。外盘原糖方面，虽然基于下一年度供需缺

口预期持中长期看多观点，但考虑到旧作库存压力依然存在，泰国出口放缓，印度延续出口补贴政策，而新作天气影响大局已定，后续或逐步转向新作供应压力。在这种情况下，原糖期价或持续弱势。内盘郑糖方面，国内供需偏紧带动国内期现货价格走出相对独立行情，内外价差继续扩大后持续高位，在这种情况下，外盘原糖期价及其对应的进口成本因素影响相对有限，更多关注国内供需变动，如果供需未能得到改善，不排除内外价差继续扩大的可能性。

今日早盘盛传会议利好（中糖协理事扩大会议），郑商所白糖期货早盘上扬下榨季的全球食糖减产周期逐步到来，目前权威机构预估的产销缺口均在 350 万—600 万吨区间，缺口值不断上升。综合来看，巴西、印度新年度减产预期支撑远期价格，但印度和泰国高库存仍然令市场担心，抑制中短期国际糖价。国内下榨季增产预期偏强，目前甘蔗和甜菜长势良好，进入 8 月，国内迎来白糖终端消费高峰期，工业库存或将进一步降低，支撑糖价偏强运行。国内白糖期货近期仍然为强势，操作上调整时逢低短线做多。

期权策略：观望

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周降 22.23 万吨至 587.25 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年高 154.81 万；钢厂库存本周下降 22.2 万吨至 247.7 万吨（历史最高 457 万吨），同比去年高 67.04 万吨。合计库存下降 44.43 万吨。本周产量环比下降 10.15 万吨至 338.48 万吨（去年同期产量 321.08 万吨）。本周产量连续第五周下降，且降幅进一步扩大；社库和厂库降幅同步扩大。

随着下半年经济下行压力加大，逆周期调节政策要重新加码提前应对，全面降准或将很快在本月落地。据中国政府网消息，国务院总理李克强 9 月 4 日主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。

本次会议的重中之重，在于从两大方面着手部署下一步稳增长举措：一是把做好“六稳”工作放在更加突出位置，梳理强化逆周期调节的六大重点领域关键问题精准施策，具体包括稳就业、稳物价、落实减税降费举措、货币政策适时预调微调等。二是为稳基建投资，部署四大新举措加快发行使用地方政府专项债券，具体涵盖提前下达明年专项债部分新增额度、扩大专项债使用范围、专项债额度向部分地区倾斜、明确专项债作为项目资本金的使用占比上限等。

究竟下一步有哪些重点的逆周期调节政策工具会“祭出”？国常会“圈定”了六大范围，其中一些政策近期已落地：1、要多措并举稳就业，抓紧推进高职院校扩招 100 万人和运用 1000 亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作，研究进一步增加高职、技校招生规模和技能培训资金规模。2、保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。3、要切实落实简政减税降费措施，优化营商环境，激发市场主体活力。4、要着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资，今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。5、坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。6、要压实责任，增强做好“六稳”工作的合力，确保经济运行在合理区间。

在上述六大逆周期调节工具中，对于货币政策的表述引起市场高度关注。业内普遍分析认为，本月全面降准和定向降准将大概率落地，而下调中期借贷便利（MLF）利率等降息举措也存在空间。

关于专项债的重点政策国常会主要部署了以下四方面新内容：

一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见

效。严格意义上讲，这并不是新举措，只不过本次是官方明确了明年专项债可以提前下发额度。去年12月底，十三届全国人大常委会第七次会议决定，授权国务院在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。因此，理论上今年可提前下达2020年的新增地方债限额最高规模为1.85万亿元，但今年四季度能否提前发行明年的地方债尚不确定。二是扩大专项债使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。三是将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。四是加强项目管理，防止出现“半拉子”工程。按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区。各地和有关部门要加强项目储备，项目必须有收益，要优选经济社会效益比较明显、群众期盼、迟早要干的项目，同时也要防止一哄而上，确保项目建设取得实效。

螺纹期货在前期大跌之后短期受库存下降影响开始反弹。目前库存持续下降又逢金九银十的需求旺季，市场短期估计将仍然处于反弹状态。操作上目前追高风险报酬比已经不合适，市场不排除仍然有反弹空间，但空间也不会很大，暂时观望，等待市场后期反弹乏力之后逢高做空的机会。

场外期权策略：观望

铜

新华社北京8月23日电（申铖、吴之越）财政部日前发布数据显示，7月份，全国发行地方政府债券5559亿元。其中，发行一般债券1620亿元，发行专项债券3939亿元。按用途划分，7月份，全国发行新增债券3765亿元，发行置换债券和再融资债券1794亿元。数据显示，7月份，地方政府债券平均发行期限10.4年，其中新增债券8.8年，置换债券和再融资债券13.7年；地方政府债券平均发行利率3.46%，其中新增债券3.41%，置换债券和再融资债券3.57%。前7个月累计，全国发行地方政府债券33931亿元。其中，发行一般债券14478亿元，发行专项债券19453亿元；按用途划分，发行新增债券25530亿元，发行置换债券和再融资债券8401亿元。截至7月末，全国地方政府债务余额210653亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务119674亿元，专项债务90979亿元；政府债券206745亿元，非政府债券形式存量政府债务3908亿元。地方政府债券剩余平均年限4.9年，其中一般债券4.9年，专项债券4.9年；平均利率3.52%，其中一般债券3.52%，专项债券3.53%。

Wood Mackenzie: 2019年中国精炼铜需求将仅增长1%。道琼斯8月20日消息，Wood Mackenzie高级研究经理Eleni Joannides称，“主要驱动因素是市场情绪。”其称，“这是围绕贸易争端的所有论调，现在它对其他国家的影响亦是如此。”Joannides预测，随着经济增长放缓，中国今年的精炼铜消费量只会增长1%。根据Wood Mackenzie的数据，2018年中国精炼铜消费量仅略高于全球的一半。

WoodMac: 预计未来十年全球风电市场耗铜量超过550万吨。据Wood Mackenzie（伍德麦肯兹）最新研究，2018年至2028年期间将新建超过650GW陆上风电容量和130GW海上风电容量，这将消耗超过550万吨铜金属。Wood Mackenzie研究顾问Henry Salisbury表示：“风电技术是耗铜量最高的发电技术，预计未来十年内将消耗最多的铜金属。政府已经开始从依赖碳排放密集型电力转型至更多可再生能源。风电和光伏已成为一种流行的技术选择。”

由于风电项目的耗铜量较高，未来风电需求将日益增加，因此预计未来十年耗铜量将大幅增长。风电

项目中 58% 的铜消耗来自于电缆设备。基于我们对 2018 年至 2028 年间全球新增风电安装容量的预测，集电器和输配电缆的耗铜量将超过 300 万吨。预计全球风电技术在 2018 年至 2022 年期间每年平均需要 450ktpa 的铜，2023 年至 2028 年每年增加至 600ktpa。预计中国新增陆上风电增长最强劲，2028 年前，平均每年消耗 110ktpa 铜。其次是美国，预测期内，年均消耗量达到 35ktpa。英国、荷兰和德国是大型海上风电市场。欧洲市场预计 2018 年至 2028 年间平均每年消耗 80ktpa 铜。海上风机的铜消耗量较大。大兆瓦机型的逐步发展也将增加铜的消耗量，因此 2024 年前的铜市场交易的带来风险。

替代性材料会减少铜的消耗。较高的铜价促使一些制造商考虑在特定情况下使用替代材料，以减少铜的使用，节约成本。铝制电缆具有轻量化和价廉的特点，但需要更多的维护，并且横截面积需比铜电缆多 50%，才能实现与铜电缆类似水平的电阻率和电导率。在发电机生产中，制造商在保证质量和可靠性后才会完全使用替代材料。Enercon 已经开始发布 EP3 发电机，采用铝绕组代替多股铜线。

铝技术的进一步发展可能让电缆铜的替代品增加，超过我们目前的预期。此外，大功率风机机组的增加会导致每个风电场的风机数量减少。考虑到电缆对铜的需求达到风电项目的 58%，铜的替代品增加会降低未来铜的消耗量。

铜价近期横盘震荡，昨日伦敦铜探底大幅回升，技术上暂时铜市场处于反弹之中。但宏观上和行业上并没有大的实质性利好，虽然在中国逆周期调节政策和美联储降息的刺激下可能会出现反弹，但难以改变总体的需求弱勢。操作上，等待反弹后的逢高抛空机会。

期权策略：暂时观望。

橡胶

截至上周末：交易所总库存 463555 (+4046)，交易所仓单 421180 (+4070)。截止 8 月 30 日，国内全钢胎开工率为 69.61% (+8.38%)，国内半钢胎开工率为 68.46% (+8.38%)。

市场氛围继续转暖，周边工业品均有所反弹，基于对后期需求转暖的预期，全乳胶及 20 号胶期货上涨明显，其中 20 号胶表现相对更强。周一盘中公布的 8 月国内重卡销售数据弱稳，主要是部分国三标准车辆的更新带来的销量提升。就橡胶自身基本面而言，供需驱动不足，主要是估值偏低，产区原料价格抗跌带来下方空间有限。泰国主产区原料价格维持小幅上涨，全乳胶现货价格较前一天跟涨明显好转，使得全乳胶期现价差缩窄，20 号胶主力期现价差有所扩大。从主产区天气以及上游加工厂生产利润来看，9 月供应尚能维持季节性增加，而需求端则因为夏季的过去，轮胎厂开工率将逐步走出淡季，但终端汽车消费依然较差，8 月份的汽车刺激政策提振有限，预计 9 月需求弱稳，在当前橡胶价格低位下，9 月合约下市之后，盘面仓单压力或有所减缓，在国内后期出台刺激政策预期下都将使得期价偏强震荡，但受制于供需宽松，预计上方空间有限。20 号胶预计 9 月份下行空间较小，而上方亦受到期现套利空间的抑制。

橡胶下游需求当前依然维持疲弱，或决定橡胶价格难以大幅上升，预计天然橡胶或将迎来较长时间的低位震荡期，但因为价格处于偏低区间，一旦供应端受到天气或相关政策等因素的扰动，也容易出现反弹。同时，全乳胶期货 9 月合约还面临老胶仓单压力的问题。总之橡胶市场仍然处于较大压力之下，虽然价格已经到达低位支撑区域，但仍然难以出现大幅上涨行情，操作上暂时观望，等待市场下探企稳之后的在远月份上的做多机会。

期权策略：观望。

PTA

当前下游聚酯产销一般，终端金九银十的旺季行情暂未有利好消息出台，而 PTA 整体供应较为充裕，大厂继续稳定出货，并无挺价意向，加之上游 PX 的成本支撑力度较弱，短期维持窄幅振荡格局。

上游 PX 低位振荡拖累 PTA 上行。当前 9 月 ACP 开始商谈，SKGC 报价为 880 美元/吨，JXTG 报价为 900 美元/吨，但是后期能否达成一致，还需市场验证。截至 2019 年 8 月 27 日，PX CFR 中国主港价达到 782 元/吨，较月初 836 美元/吨下滑 54 美元/吨，跌幅达到 6.46%，不断创近期新低。市场如此低迷，主要是因为除了上半年 PX 装置投产外，下半年恒逸文莱 150 万吨/年的 PX 装置、浙江石化 400 万吨/年 PX 装置以及海南炼化 100 万吨/年 PX 装置有相继投产的预期，造成 PX 价格上行受阻，国内 PX 进口依存度大幅下挫。据统计 2019 年 1 月份 PX 进口量为 148.4 万吨，至 6 月份 PX 进口量缩减至 98.2 万吨，降幅达 33.8%，PX 进口依存度降低至 44%附近。

由于前期集中检修的华彬石化 70 万吨、扬子石化 65 万吨、逸盛宁波 65 万吨、利万聚酯 70 万吨装置于近期先后重启，造成短期开工率上行。截至 8 月 27 日，PTA 装置开工率达到 86.5%，引发市场对供应的担忧。而且 PTA 大型装置检修计划未能按预期执行检修，反观小型装置短停增多，后期仪征石化 35 万吨装置，佳龙石化 60 万吨装置将于 9 月初至 9 月中旬陆续重启。而今年三季度至四季度新投产的装置新凤鸣 220 万吨/年以及恒力石化 4 期 250 万吨/年 PTA 投产消息颇多，或将直接抵消前期大厂制订的检修计划。

从加工费来看，目前 PTA 加工费处于 950 至 1000 元/吨上下，对工厂而言此利润较为可观，所以大厂停车检修的意愿偏低，也证实了大厂频频推迟检修计划，造成在金九银十之前都无利好消息传出。

作为聚酯产业链的旺季，按照往年市场运行轨迹，在“金九银十”期间下游终端会采购大量原材料准备秋冬订单，所以有每年的旺季之说。但从近期下游的反馈结果来看，聚酯厂家降价促销，涤丝产销在 134%，短纤和切片依旧偏弱状态，整体的开工率维持在 90%附近。终端高库存依旧对市场仍形成压制。虽然市逸盛、桐昆、新凤鸣等企业存在新增产能计划，但根据终端行业的反馈情况来看，聚酯大厂新投产部分装置存推迟的可能，PTA 需求攀升幅度有限。

PTA 今日反弹但仍然处于近期震荡区间之内。对于 TA2001 合约而言，其面临较大的产能投放压力，包括新凤鸣 9 月底 220 万吨/年的 PTA 新装置投放、12 月底中泰昆玉 120 万吨/年的 PTA 新装置投放、2020 年 1 月恒力石化 250 万吨/年的新装置投放，整体偏空。目前宏观方面利空较重，特朗普加征关税的措施给市场带来宏观压力仍然是短期最主要影响因素 PTA 期货中短期仍然处于弱势，1 月合约将保持震荡下探态势可能性较大。关注前期低点的支撑力度。PTA 价格相对已经比较低了，目前原油市场也处在低位而且有企稳迹象，未来或许会出现由于原油上涨带动的向上行情，操作上目前可以根据分时图采取短线操作的策略。下探企稳时逢低做多，反弹上去之后再抛空。

乙二醇

EG 去库逐步收窄、年底前预计处小幅去库至持平状态。供应方面，国内外几套检修装置陆续重启，全球 EG 检修规模高位逐步回落，后期关注 EG 重启进度及利润变化。下游需求，9 月 4 日聚酯产销依然较好，聚酯库存维持历史低位、利润整体尚可，未来关注聚酯产销及利润演变情况。全球检修规模阶段从高位逐步回落，需求中期内有望维持高位，整体 EG 供需而言去库力度趋于收窄、而年底前整体仍预计处于小幅去库至持平状态。价格走势方面，短期国内财政及货币积极政策信号的释放提振市场信心预期、对 EG 有一定支撑作用

从基本面看，近期到港预期偏低，港口库存有所回落。同时，国内煤制乙二醇装置近期调整较多，装置生产负荷小幅回落。短期来看，压力并不突出，市场相对均衡，价格震荡为主。但从未来中期来看，MEG 处在大的产能投放周期之中，中期弱势局面难以扭转。

乙二醇市场近期仍然处于区间震荡之中，长期新产能投产与中期去库利多、宏观利空与成本支撑多空交织导致震荡，短期这种震荡走势仍然将延续，目前还没有什么重大因素打破这种僵局。短期反弹上方接

近前期高点附近压力渐重。上方空间也有限，操作上追高需谨慎，按区间震荡交易比较好，1月合约震荡参考区间 4300-4700。

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

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799