

## 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：

芝加哥期货交易所大豆期货周四收高，因美国农业部报告出口销售高于预期，且寄望中美恢复贸易磋商能推动双方达成贸易协议。但涨幅受限，因天气预报称美国中西部大部分地区直到早秋的气温都将高于常年水平，这缓解了部分大豆可能被对产量有害的霜冻打击的忧虑。预计未来至少15天内，美国中西部地区将持续温和的天气。在此期间高于常值的降水有助于本月缺乏雨水的作物，但同样可能会推迟一些早期收割。

美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，9月12日止当周，美国2019/2020年度大豆出口销售净增172.81万吨，高于分析师预估的70-110万吨。9月12日止当周，美国2018-19市场年度豆油出口净销售18,900吨，较之前一周和前四周均值大幅增加，市场预估为0-25,000吨。美国2019-20市场年度豆油出口净销售1,700吨，市场预估为0-10,000吨。9月12日止当周，美国2018-19市场年度豆粕出口销售净增9.37万吨，市场预估区间为净增0-20万吨。当周，美国2019-20市场年度豆粕出口销售净增34.21万吨，市场预估为5-25万吨。Zaner Group首席市场策略师Ted Seifried表示，“良好的出口销售数据抵消了无威胁的天气预报。”Seifried表示，市场对于近期中国发出的善意姿态“谨慎乐观”，其中包括对美国大豆的采购，可能推动中美双方接近达成协议来解决贸易争端。中国与美国的经贸副部长级官员周四将时隔近两个月首次进行面对面磋商，两国试图拉近双方巨大的政策立场歧异，设法为持续已久的贸易战寻找终结出路。

自去年中美贸易战爆发以来，国内加强农产品进口多元化的步伐就没有停止。在放开俄罗斯豆粕、菜粕及葵粕进口后，下一步的目标是放开阿根廷豆粕进口。2019年9月，中国代表团参观了邦吉、路易达孚、嘉吉等公司下属的7家压榨厂，成为放开进口阿根廷豆粕前的最后一步。根据阿根廷官方周二消息，按照布宜诺斯艾利斯双边协议，中国将首度批准进口阿根廷豆粕作为饲用原料，协议将于周三签订。获得对华出口机会对阿根廷的压榨商是个好消息。由于豆价上涨以及去年阿根廷的税收改革，大豆出口更具竞争力，极大影响了压榨商的利润，阿根廷国内大豆闲置压榨产能已超过50%。阿根廷作为全球第一大豆粕出口国，国内大豆压榨产能超过6500万吨，压榨厂主要依产区而建分布于巴拿马河沿岸。近几年阿根廷大豆年压榨量在4000多万吨，豆粕产出达3000多万吨，主要出口至东南亚、欧洲及北非。如果中国在国内不恢复美豆采购，今年有着1820万吨产量增长的阿根廷将有显著的能力来补充国内豆粕供应。

有些人担忧阿根廷豆粕进口放开后将挤占国内大豆压榨，利空豆粕而利好油粕比及豆油，但问题的关键在于国内大量进口阿根廷豆粕的可行性。除了进口利润是关键之外，豆粕作为保质期较短的饲料原料，在海上经历长途跋涉后的质量问题也需关注。进口利润方面，当前根据天下粮仓9月10日报价，当前11-12月阿根廷豆粕进口完税价2900元/吨左右，对01豆粕盘面呈现升水状态，与远月基差报价基本持平，进口利润整体处于倒挂状态。至少从目前来看，因国内豆粕供应并不短缺，无法给出阿根廷豆粕进口利润，短期内进口的积极性是不足的。

当然，从长期来看，阿根廷豆粕放开后，一旦国内豆粕价格因阶段性供需失衡出现大幅上涨，阿根廷豆粕进口将快速增加作为补充，届时阿根廷豆粕的进口成本也将像阿根廷豆油进口成本那样成为国内定价

的天花板。然而，正常国家进口至国内的大豆、豆粕及豆油进口关税分别为 3%、5%及 9%，从进口关税的角度来看，进口大豆到国内压榨的经济效益要好于直接进口豆粕和豆油。若国内大豆进口不出问题，阿根廷豆粕进口利润可能是比较难给出的。

从现货商的角度来看，阿根廷豆粕的质量口碑并不好。目前全球大豆及豆粕的主要出口国包括美国、巴西和阿根廷，由于地理位置和气候条件不同，生产出的豆粕营养成分不尽相同。学者 Hurburgh 研究发现巴西大豆的粗蛋白含量高达 48.8%，美豆次之 47.5%，阿根廷仅 46%。此外，在海上漂了四五十天的豆粕质量将会出现下降，可能需要折价才能吸引购买兴趣。正常的豆粕保质期在半年左右，天气炎热会缩短保存期限。按照正常的进口流程，阿根廷豆粕压榨后运至国内港口约需要两个月，豆粕水分、霉变等指标容易出现，需要折价才能被买家接受，将进一步削减其进口优势。

总体来看，无论从进口关税还是质量的角度来看，进口阿根廷豆粕都不比直接进口大豆压榨更具优势。若国内大豆进口不出问题，阿根廷豆粕进口量预计将较为有限，放开阿根廷豆粕只不过是给国内豆粕上涨加上了一个约束，对国内豆粕市场的冲击相对有限。

中美贸易谈判仍然具有较大不确定性，但市场无疑对本次谈判仍然抱有一定希望，再加上阿根廷豆粕进口的问题导致国内豆粕仍然承压。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。操作上暂时观望等待低位企稳的机会。

**期权策略： 观望。**

## 棉花

第二十周 (9.16-9.20) 储备棉轮出底价 12538 元/吨 (标准级价格)，较前一周上涨 81 元/吨。9 月 19 日储备棉轮出销售资源 11971.5431 吨，成交率 99.08%，平均成交价格 12160 元/吨，较前一交易日上涨 106 元/吨。其中新疆棉成交均价 12545 元/吨，地产棉成交均价 11837 元/吨。5 月 5 日至 9 月 19 日，储备棉轮出累计成交 92.07 万吨，成交率 86.00%。仓单方面，截止 9 月 19 日郑棉生成仓单 10846 (-98) 张，有效预报 21 张，合计折合棉花 43.5 万吨。

新棉方面，目前内地和南疆以及东疆的开始采摘，北疆大规模采摘要到 9 月中下旬开始，南疆、东疆和内地部分轧花厂也开始收购，内地收购价格基本在 3 元/斤左右，而南疆收购价格混乱，但是前期主要以絮棉收购为主，因此收购价格代表性不大。巴楚县某轧花厂 42-43%衣分籽棉最高收购价 6.1-6.2 元/公斤，阿克苏沙雅、库车、新和县等地 40 衣分籽棉开秤价大多 5.6-5.7 元/公斤。大部分收购纺棉的轧花厂都处于观望状态，操作谨慎，以期货价格定收购价格。

棉纱方面，近期市场依旧维持低迷状态，现货价格相对持稳。纺纱厂、棉纱贸易商以去库存为主，交易略有好转，气流纺订单较好。涤纶短纤价格和粘胶短纤价格也相对稳定。近期坯布市场订单虽有所回暖，但整体回暖的速度比较缓慢。盛泽纱线市场 C32S 报价 20200 元/吨，C40S 报价 21300 元/吨。

印度棉花公司 (CCI) 日前表示，由于国内私营企业可能对新棉收购保持观望，因此 CCI 已开始准备新年度棉花收购，计划收购数量为 1000 万包，占总产量的三分之一。CCI 表示，由于全球经济衰退、国际棉价下跌、棉花进口增多，印度业内担心现货价格会低于 MSP。不过，CCI 认为只有到条件成熟之后才会入市收购，当前还没有这个必要。据悉，9 月份以来印度产棉区阴雨寡照，9 月 15 日-10 月 15 日的天气尤为为重要，新棉需要足够的光照才能确保丰收。

今年 8 月，巴西棉花出口量仅 4.15 万吨，巴西商品供应公司 (CONAB) 预测全年度出口 150 万吨，要实现这个目标，巴西月均出口量需要达到 12.5 万吨。当月，巴西棉主要出口到越南 (10648 吨)、印

尼 (6200 吨)、土耳其 (5465 吨)、中国 (5440 吨)、孟加拉国 (5401 吨) 和印度 (4459 吨)。根据 CONAB 的 9 月份报告, 2019 年巴西棉花产量为 272.6 万吨, 出口量为 150 万吨, 期末库存为 115.8 万吨。巴西棉花出口商协会的预测是 159.4 万吨。截至目前, 巴西棉农已在巴西商品交易所 (BBM) 登记销售 937087 吨 2019 年棉花, 如果棉农的销售占 BBM 总销售的 60%, 总销售量预计在 131.2 万吨。2020 年棉花的远期销售接近 53 万吨。

国内市场, 据奎屯、库尔勒棉花监管库反映, 9 月中旬以来皮棉汽运出库量缓慢回升, 其中不仅新疆手摘棉的占比有所增长, 而且以“双 28/双 29”高品质棉花为主, 发运方向主要是河南、山东、江苏、湖北等省份。河南某贸易企业表示, 8-9 月份郑棉仓单流出数量比较大, 手摘棉现货销售触底反弹, 部分内地采购商“等米下锅”(铁路运输需要提前一个月报计划和流向), 因此公路运输成为首选。当前公路运输价格持续小幅增长, 主要受新疆车辆减少、油价上调及疆内外部分地区低温降雨等影响, 导致公路与铁路发运费用的价差越来越大。

近日皮棉行情略有好转, 市场出货速度加快, 其中山东地区三级皮棉出厂价在 12300-12500 元/吨, 较节前上调 100-300 元/吨, 河北地区三级皮棉出厂价在 12400 元/吨, 较节前上调 200 元/吨。籽棉收购价格也不同程度上涨, 上涨幅度 0.05-0.15 元/斤。其中山东地区籽棉收购价格在 3.05-3.30 元/斤, 河北地区籽棉收购价格在 3.10-3.15 元/斤, 较节前上涨 0.05-0.15 元/斤; 湖北地区籽棉收购价格在 3.00-3.20 元/斤, 较节前上涨 0.05-0.10 元/斤。

**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, 而且郑州仓单较大, 需要时间继续消化。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, 等待将来企稳做多的机会。**

#### 期权策略: 观望

#### 白糖

近期国际糖业组织 (ISO) 再次上调了 2019/2020 榨季全球食糖供应缺口的预估量, 新榨季全球食糖供给偏紧的预期逐步加强; 国内糖市进入传统的“金九银十”消费旺季, 现货销售火爆, 主产区销糖率同比增加, 地方收储政策再现。郑糖价格中枢将逐步抬升。

国际糖业组织发布的最新预估显示, 受印度和泰国产量下降的影响推动, 2019/2020 年度全球食糖缺口预计将达到 476 万吨。全球糖产量预计下降 2.35%, 至 1.798 亿吨, 而消费量将增长 1.34%, 至 1.7674 亿吨。报告表示, 基本面让市场有理由对全球价格未来走势保持谨慎乐观态度。ISO 预计将于本月底结束的 2018/2019 年度全球将过剩 172 万吨。

近期, 郑糖上演宽幅振荡行情, 主力合约 2001 自高位 5600 元/吨附近回调 300 点至 5300 元/吨一线, 随后又走出增仓急速反弹行情。纵观基本面, 国内白糖需求趋淡, 供应压力将逐步显现。

进口糖加速进入国内市场, 海关总署公布的数据显示, 7 月进口食糖 44 万吨, 同比增加 19 万吨, 环比增加 30 万吨。2018/2019 榨季, 截至 7 月底累计进口糖 235 万吨, 同比增加 26 万吨; 2019 年 1—7 月累计进口 150 万吨, 同比减少 13 万吨。从进口数据来看, 7 月单月的进口量大高于 6 月, 而且今年总进口量仍然不到配额内的一半, 综合考虑后半年每月都将至少进口 30 万吨, 数量可观。近期以来, 进口糖利润维持在较高水平, 巴西糖配额内成本 3200 元/吨左右, 配额外成本 4980 元/吨左右; 泰国糖配额内成本 3000 元/吨左右, 配额外成本 4600 元/吨左右。截至目前, 国内糖加工企业均已开机, 销售压力较大。

新榨季即将来临, 9 月, 北方糖厂将逐步投入生产, 有消息称 9 月 25 日有糖企开榨, 较去年有所提前, 届时新糖供应市场, 排挤老糖, 将对现货形成一定冲击。另外, 新糖入市也会压制期货盘面, 结合北方糖

的生产成本，大部分企业在价格涨至 5500 元/吨以上时有较强的套保意愿。

在当前的时间节点，考虑各方面因素，尤其是现货价格相对较高，广西现货价格在 5700 元/吨上方，离传闻的 5800 元/吨抛储价相距不远，加之进口配额延迟发放，为国产糖的销售腾挪出了很大的销售空间。目前广西、云南工业库存均处于较低水平，放储时机比较恰当。

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，工业库存或将继续降低，但进口食糖增加及白糖继续上涨面临抛储威胁，使得白糖期货在 5600 左右面临较大压力。短期国内白糖期货近期仍然为高位震荡，但后期调整性行情或许来临。操作上多单逢高离场，反弹短线抛空。

**期权策略：卖出看涨期权**

### 螺纹钢

本周螺纹产量较上周增加 9.5 万吨。厂内库存较上周增加 0.2 万吨，社会库存较上周减少 20.4 万吨。由于产量增加，库存降低幅度收窄，导致市场承压下跌。

铁矿石大幅下跌带动黑色系集体下挫，本周库存降速缩窄，另外产量方面却在提升，另外今年秋冬限产征求意见稿中未提及对钢铁、建材、焦化等高排放行业实施“错峰生产”，限产力度放宽使得市场情绪悲观。品种现货方面，受盘面钢价小幅收涨，其中螺纹均价跌 24 元/吨，热卷均价跌 20 元/吨，其他品种均呈现不同程度下跌，市场交投不畅；唐山钢坯出厂降 30 元/吨，报 3340 元/吨。

具体来看：建筑钢材现货市场报价继续下调，本周库存降速缩窄，另外产量方面却在提升，此外秋冬季限产力度较前几年据说会有所放松，种种迹象使得市场情绪悲观。

钢坯：钢坯基本面支撑难抵期货市场影响，近期唐山市场仅钢坯直发资源相对顺畅，钢坯现货、下游调坯成材交投均显压力。本周调研下游对坯需求虽仍处高位，仓储现货库存降速已显放缓。下游停产期限再次临近，下游轧钢企业已逐步减弱采坯情绪，厂内库存上已降坯补材为主。不过本周华北（除唐山）、华东等市场，受建材价格回暖影响，钢厂端在钢坯接单上显饱满，部分区域钢厂目前钢坯以排产为主。另外 9 月下旬环保背景错综，秋冬季环保限产大概率公布，下游轧钢 23 日-10 月 4 日执行限产，钢厂端 9 月 28 日-10 月 4 日执行 9 月第二阶段限产政策，钢坯供需同步受影响，但一定程度上或对市场提振，带动价格上行。不过由于目前市场对限产政策心态上多显看淡，钢坯价格类似去年大涨难现。从今日期现市场及短期下游轧钢企业限产预期看，短期内钢坯价格承压之势或持续。

国产矿：19 日国产矿价格暂稳。具体看来：华北——唐山 66%干基含税现金出厂 880 元/吨，迁西 66%干基含税现金出 891 元/吨，迁安 66%干基含税现金出厂 900 元/吨；遵化 66%干基含税现金出厂 850 元/吨；宽城 65%干基含税现金出厂 760 元/吨；滦平 63.5%钒钛粉干基含税现金出厂 813 元/吨；沙河 64%（碱）湿基不含税现汇出厂现执行 650 元/吨。

进口矿：19 日进口矿市场弱势下行，贸易商报价较昨日下跌 10-15 元/吨，钢厂补库积极性较好，成交尚可。早间山东地区 PB 粉报价 745，沿江地区 PB 粉报价 765；全天连铁合约弱势下行，贸易商出货心态一般，但随着钢厂询盘增多，贸易商担心下周成交缩量，所以转而以出货为主。

从数据层面看，主动去库周期价格从低点拉涨 200 元/吨左右后，产量开始出现复苏，厂内库存微增，社会库存降幅收窄，表明供需差值并不大，平衡易被打破，所以市场面临的风险不言而喻。目前市场仍以主动避险为主，价格冲高困难，下行仍有成本支撑。

环保是目的，限产是手段，环境问题已有了明显改善，环保限产逐渐由政策手段回归市场手段。截至 8 月底，京津冀及周边地区“2+26”城市平均优良天数比例为 77.0%，同比上升 15.0 个百分点；PM2.5 浓度为 27 微克/立方米，同比下降 12.9%。1-8 月，平均优良天数比例为 50.0%，同比下降 3.3 个百分点；PM2.5 浓度为 56 微克/立方米，同比上升 1.8%。由此看来，京津冀地区环境问题得到了明显改善。

今年冬季环保限产可能有所放松的预期再加上钢材库存降幅收窄，产量上升，导致今天反弹结束市场掉头向下。进入 10 月后，尤其是进入冬季，钢材市场的需求绝对令人担忧。在高产量以及产能释放，叠加低经济增长背景下，尤其是今年年初以来房地产土地购置面积断崖式下跌导致今年冬季需求会受到较大影响。今年冬季钢材价格仍然将迎来弱势下跌行情。操作上，市场绝对价格并不高，不排除仍然有反弹机会，策略上还是建议反弹后逢高做空。

场外期权策略：卖出看涨期权。

## 铜

据当地媒体报道，全球最大的铜生产商 Codelco 的首席执行官表示，由于全球贸易紧张局势引发的不确定性不断加剧，明年铜价格将继续走低。Octavio Araneda 最近接替长期担任 Codelco 首席执行官的 Nelson Pizarro 执掌 Codelco。他在参观这家国有矿商在智利北部的业务表示，Codelco 将寻求立即提高产量。

对 Codelco 来说，悲观的前景出现在公司的艰难时期。2019 年上半年，尽管这家国有矿业公司对其老旧矿山进行了为期 10 年、耗资 400 亿美元的大修，但利润却暴跌 74%，至 3.18 亿美元。Araneda 称，在 2019 年剩余的时间里，公司的目标是将生产率提高 30%。

本周统计局发布了 19 年 1-8 月份房地产行业数据，投资同比增长 10.5%，增速较 1-7 月份下滑 0.1%。1-8 月份的销售面积同比下降 0.6%，比 1-7 月的-1.3%提升 0.7%；1-8 月商品房销售额同比增加 6.7%，比 1-7 月提升了 0.5%。1-8 月新开工面积累计同比 8.9%，增速较上月回落 0.6%，竣工面积累计同比增速-10%，较上个月回升 1.3%。从数据的结果来看，调控之后的地产行业也没有预期当中的那么差。由于 7,8 月份也是行业的销售淡季，同时叠加去年基数较小的原因，未来几个月，房地产销售面积增长由负转正是有极可能的。

2019 年 1-8 月份全国商品房累计销售面积是 101849 万平方米，同比增速是-0.6%，1-7 月是-1.3%，降幅收窄了 0.7%。但是从 8 月份单月来看，全国商品房销售面积同比增长 4.7%，同时 8 月份的销售均价是 9346 元/平米，同比增长 5.1%；销售均价和销售面积的增速提升带动了销售金额的继续反弹，8 月份全国销售金额是 12211 亿元，同比增长 10.0%，前值是 9.8%。

在土地成交方面，8 月份土地成交额是 1579 亿元，同比增长 1.3%，前值是-27.3%，8 月份的成交额大幅反弹。1-8 月份累计土地成交额同比增速是-22.0%，较之前的-27.6%也有所止跌回升。1-8 月份土地购置面积仍然下降 25%，虽然比上个月收窄，但全年大幅下跌已成必然。政策调控之后，融资渠道受阻，地产商的拿地力度开始减弱，后期也很难维持正增长。从行业的整体数据来看，只有房地产投资增速一直维持在高位，在经济增速构成里，除了消费以外也只有地产保持高增速了。地产投资保持高增速，这也是政策调控规范行业融资的原因所在。调控趋严以后，上游投资没有冷却，下游的销售端却出现了严重分化，一二线城市的房子销售还是保持正增长，只有三四线以及低线城市的销售情况开始大幅下滑。从土地购置面积看，明年房地产投资难以保持较高速度增长。房地产投资总体可能趋于增速下降过程。

中国 8 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，预期 5.2%，前值 4.8%。工业增加值各项数据基本都出现下滑，主要由制造业和采矿业下滑明显，注意到执行国六标准后车企补库，汽车产量增速从 7 月的-11.5% 大幅回升到-0.6%，但这不可持续。2019 年 1-8 月份，全国固定资产投资(不含农户)400628 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点，也低于预期的 5.6%。其中，民间固定资产投资 236963 亿元，增长 4.9%，增速比 1-7 月份回落 0.5 个百分点。其中 8 月当月总体固定资产投资和民间投资同比增速分别下滑至 4.2%、1.1%，民间投资增速持续滑落、几近归零。

基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 4.2%，增速比 1-7 月份加快 0.4 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 11%，增速回落 1.7 个百分点;道路运输业投资增长 7.7%，增速加快 0.8 个百分点;水利管理业投资增长 0.7%，1-7 月份为下降 0.3%;公共设施管理业投资下降 0.3%，1—7 月份为增长 0.1%。

固定资产投资增速在 6 月小幅改善后持续下滑，特别是民间固定资产投资下滑较大。7 月制造业的固定资产投资还能保持增长，但在 8 月几乎全面下滑，其中 8 月制造业投资当月同比增速下滑转负至-1.6%。唯独第三产业增速还稳定。

2019 年 8 月份，社会消费品零售总额 33896 亿元，同比名义增长 7.5%(扣除价格因素实际增长 5.6%)。

在 7 月增速大幅下滑后，8 月还算稳定，扣除汽车外，整体增速还是保持不错的。特别要留意限额以上的增速，6 月是 9.8%和整体一致，但 7 月竟然只有 2.6%，8 月更是只有 2%。

美联储如期再度降息 25 个 BP，带动全球多国央行同步降息，全球货币进入宽松。

矿业工会自 9 月 10 日开始的无期限罢工未能吸引大量工人参与，并未影响该国矿业运行。秘鲁国家采矿、能源及石油协会(SNMPE)在一份声明中称，秘鲁全国的矿业活动正常运行。秘鲁能源与矿业部长称秘鲁预计将在 2022 年之前将铜产量提高 27%。3.2019 年 8 月汽车销量不足 200 万辆，同比降 6.9%。

**铜价近期横盘震荡，技术上暂时铜市场处于没有驱动的横盘震荡状态。宏观上和行业上并没有大的实质性利好，而库存处于低位也不支持大幅下跌，铜市场暂时难以走出趋势行情，需等待中美贸易谈判等重大事件驱动。但长期看中国房地产未来对铜需求值得担忧，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 471956 (+5127)，交易所仓单 427400 (+5210)。原料：生胶片 39.75 (-0.45)，杯胶 33.75 (0)，胶水 40 (0)，烟片 41.79 (-0.60)。截止 9 月 12 日，国内全钢胎开工率为 71.81% (+0.15%)，国内半钢胎开工率为 67.11% (+0.20%)。

沙特原油事件对橡胶的影响较小，随着氛围的转淡，橡胶价格继续走弱，当下主要是阶段性需求呈现下滑态势，且供应端并没有缩紧的趋势，带来短期橡胶供需格局依然宽松。泰国产区原料价格继续下跌，随着雨水天气的过去，旺季产量依然正常释放。国内现货价格小幅走低，期现价差有小幅拉大。目前国内橡胶库存并不高，显示供需矛盾并不突出，或决定橡胶大幅下跌动能不足。总体而言，本周开始主产区天气基本恢复正常，在加工厂有利润的前提下，供应量大概率逐步回升，只是反映到国内库存上还需要时间。而国内下游轮胎厂，则因为国庆假期的临近，后期还有阶段性开工率走低的过程，需求端尚无支撑，且上周公布的汽车数据依然较差，需求没有亮点。9 月下旬，供需依然宽松，宏观面由于公布的经济数据并无较大支撑也没有向上驱动。

**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。经过前期上涨近期橡胶市场开始调整，但由于涨幅不大调整空间也有限，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

PTA 受原油影响出现一次反弹，但仅仅是一次小的井喷行情。从基本面分析，随着供应压力不断增加，PTA 期现货价格将继续承压。

近期 PX-石脑油价差处于低位，继续压缩的空间有限，从成本端来看，PX 供需面变化不大，PX 开工率维持在 65%附近，PX 价格主要取决于供需关系。16 日，原油价格大幅上行，PX 跟涨积极。但随着油价回归理性，PX 价格也将回落。

从自身供应来看，预计 PTA 开工区间将稳定在 94%—97%，不排除意外检修停车的可能。恒力老装置的检修大概率将推迟到新设备投产后，从目前的情况来看，PTA 供应将维持高位。同时，在新凤鸣、恒力、新疆中泰等新产能投放预期下，PTA 供应压力将进一步加大。当前，PTA 产量依然较高，后期将延续小幅累库行情。未来 PTA 大概率将进入累库周期，PTA 工厂的操作手法将极大影响 PTA 的加工差。近期 PTA 加工差稳定，继续压缩的空间有限。

聚酯库存下降明显，从产销和库存来看，9 月中旬，涤纶短纤、DTY、POY 及 FDY 的库存天数分别为 2.5 天、19 天、5 天及 8 天，由于聚酯产销回暖，8 月末库存天数相较于 8 月初降低 4 天、1.5 天、0 天和 3 天，去库存较为明显。总体来说，终端对“金九银十”的预期和刚性采购需求较强，驱动聚酯产销回暖，库存下降明显。截至 8 月末聚酯开工已经恢复至 90.42%，但仍有近 200 万吨聚酯装置处于停车阶段。此外，近期恒逸 25 万吨新增产能有投放计划，若利润保持，聚酯开工整体将维持当前的开工水平。传统旺季“金九银十”到来，以盛泽地区织造企业为代表的江浙综合坯布库存量下降明显，整体走货量有所好转。但织造企业的利润依然维持在较低水平。根据以往经验，中秋节后国庆节前订单到达顶峰，不过当前差异化面料订单已经出现回落迹象。

PTA 库存近两个月或稳中有降，但由于后期新增产能投产较多，年底附近预计逐步进入大过剩周期。

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。虽然原油市场受沙特袭击事件反弹，但难以持续。目前原油市场仍然需求增幅下降，供应压力较大。目前宏观方面利空仍然较重，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。操作上反弹逢高短空为宜。

### 乙二醇

上周末沙特油田及相关设施遭到空袭破坏，由此导致能化系众多商品大涨，其中 EG 价格大幅上涨。国内 EG 从去年四季度附近就开始进入持续累库，一直到今年 4 月，期间库存迭创历史新高、最高库存达到 200 多万吨，供需过剩异常严重。随着价格利润的长时间持续走弱，国内外 EG 工厂开始被迫大规模减产降负，促使 5 月终于迎来库存去化，反过来使得利润价格在二季度中期附近开始企稳。不过，前期库存过高以及没有大规模检修的支持 EG 价格利润的回升修复难以延续，最终令价格在 5 月以后呈现虽有支撑但却难有明显反弹空间之窘境。

前期的持续库存，虽然没有带来价格利润的显著回升，但随着 EG 库存持续去化到中等水平附近，潜在的进一步去库对所产生的边际积极作用也开始显著增强。在此背景下，部分 EG 工厂群体对价格利润的阶段性修复也采取了积极应对措施，一定程度上主动抑制生产负荷的回升速度以改善阶段性生产经营状况；

最终我们看到 8 月以来 EG 能够继续维持较为明显的库存去化，相应价格利润在此阶段出现了相对明显的回升修复。至 9 月中旬附近，由于 EG 价格利润的明显修复回升，行业检修规模已经面临越来越大的下降压力，潜在的去库力度及可持续时间均趋于下降，但沙特遭袭为 EG 供应端收缩规模维持贡献了新的助力。

2018 年，中国乙二醇表观消费量达到 1710.7 万吨，其中国内产量在 730 万吨附近，进口量约 981 万吨、对外依存度高达 57.3%。虽然去年以来国内 EG 大量新增产能逐步投放，但就 2019 年前七个月来看，我国 EG 对外依存度仍高达 56.3%，整体 EG 市场份额争夺竞争激烈、国产替代进口过程较为缓慢，目前来看国内 EG 竞争力并未体现出明显优势。

中国 EG 进口来源分析，我国 EG 供应结构中进口占比非常高，一直远超 50%，外围 EG 生产供应的变化是国内 EG 价格走势的重要影响因素。从近几年进口数据来看，我国乙二醇进口主要来源于中东、东北亚以及北美和东南亚，其中中东占比超过 60%、东北亚进口占比超过 20%。分国别或地区来看，沙特多年来一直是中国最主要 EG 进口来源国、近十年来占比高达 45%左右，2019 年前七个月其占比亦维持在此水平附近、约 46%，其次中国台湾、加拿大、新加坡近年来则稳居前四，此外韩国与中东阿联酋、科威特等地亦是重要来源国之一、占比均接近 5%左右，近年来韩国占比逐步被中东部分国家超越。

根据上述我国 EG 供应结构及进口货物来源能够看到，沙特及中东区域的 EG 供应占比很高，尤其对我们 EG 进口量的变化潜在影响巨大。所以，上周末沙特油田及相关加工设施遭袭，导致近期原油以及 EG 价格反应剧烈。

中东地区是全球 EG 产能的重要分布区域，而且是最重要的出口地区，目前其约在 910 万吨偏上、约占全球产能 26.5%。其中，沙特是中东地区最大的 EG 产能分布国家，产能接近 650 万吨、占中东产能 72%左右，剩余产能分布在科威特、伊朗等地。

乙二醇市场大幅反弹之后跟随原油回落，长期看，后期产能仍然投放较多，市场仍然具有压力。而且目前价位各种装置大部分有一定盈利，所以市场未来在原油价格如果不大幅上涨情况下仍然承压，但短期仍然处于反弹趋势之中，操作上追高需谨慎，有库存企业需要抛空套保。投机者仍然以反弹逢高抛空为宜。

## 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