

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：

中美贸易谈判进展顺利，中国陆续购入美豆，利好美豆价格。另外，由于天气不佳及播种面积下降，美国农业部10月报告中，大幅下调了美豆产量和库存的预估，该利多报告抬高了美豆价格底部。但由于美豆面临集中上市压力，以及来自南美大豆的竞争，导致美豆向上动能并不强。

10月上旬美国中西部地区天气一直处于持续降雪中，这很大程度上限制了美豆收割进展工作，而到了上一周中西部地区天气变得晴朗干燥，美豆收获进度也明显加快。USDA最新作物生长报告显示，截至2019年10月27日当周，美国大豆落叶率为97%，前一周为94%，上年同期为100%，五年均值99%；美国大豆收割率为62%，市场平均预期为62%，前一周为46%，上年同期为69%，五年均值为78%。随着美豆收获进度加快，新作即将大量上市，给美豆价格带来拖累。

目前巴西陈作12月船期大豆CNF中国报价为+198F，美湾大豆CNF中国报价为+186F，美西大豆CNF中国报价为+174F，考虑到巴西大豆较美湾有15美分左右的升水，较美西则有25美分左右升水，巴西及美国大豆12月报价实际基本持平，美豆暂无比价优势，且中国压榨利润良好（巴西新作大豆盘面毛榨利不低于210元/吨），因此中国外企及其他有配额的油厂并不急于购买美豆，暂时仍趋向于采购南美大豆，亦不利于美豆价格。

但中美双方签订第一阶段贸易协议可能性越来越大，基本障碍已经扫除，一旦正式签订协议国内大豆将供应充足。

中美贸易谈判取得实质性进展，签订第一阶段贸易协议可能性越来越大，这样国内大量进口美豆再加上南美大豆的竞争势必国内大豆供应充足对豆粕构成压力。虽然对美豆构成利好但美豆库存较大仍然没有强有力的向上动力。技术上目前豆粕冲高回落，生猪存栏量处于低位，消费回升为时尚早，所以国内豆粕承压重心逐步下移。操作上目前技术状态下，反弹逢高抛空仍然是合适选择。

期权策略： 卖出看涨期权买入看跌期权组合。

棉花

行业：截止10月31日郑棉已经生成的仓单有9910(+219)，有效预报量为1537，合计折合棉花45.8万手。截至2019年10月30日，新疆累计加工棉花146.1万吨，其中地方加工量累计94.3万吨，兵团累计加工量为51.8万吨。新棉收购方面，机采棉继续上涨趋势，机采棉涨跌有分歧。

根据中国棉花信息网消息，30日新疆部分地区籽棉收购价机采棉价格在5.1-5.3元/公斤，南疆手摘棉差异大，有的地方5.6-5.9元/公斤，有的地方价格6元/公斤以上，阿克苏许多地方收购价格都超过6元/公斤。棉籽价格近几天有回升，收购价格在1.65-1.7元/公斤左右。最近两天郑棉价格大涨给部分成本低的轧花厂套保空间。

新花大量上市，陈花大量未销售，棉花销售缓慢，供应端压力仍是比较大，现在许多轧花厂或者贸易商都在期货市场上套保锁定一部分利润导致近几日仓单大量生成。最近中美贸易谈判成了影响市场的重要因素，市场对于最终能够达成协议抱有很大期望。近期内外棉价差很小，给内外套利带来了操作空间。

棉纱方面，纯棉纱行情相对稳定，粗支纱和气流纺走货相对较好，今年整体下游仍然是比较淡的。经过最近几个月的去库存，纺织企业纱布库存较前几个月都有所下降，但是和往年同期比仍是比较高的位格。

印度行业人士称，印度棉价偏高使纺织业赚钱能力下降，虽然印度棉花没有出口竞争力，但政府却认为价格合情合理。最近两年，政府将 MSP 价格提高了 38%，但棉农还是愿意把棉花卖给私营棉商，去年棉农卖给政府的棉花数量只占总产量的 3%。从今年的情况看，印度棉花丰产无疑，各方都对产量持乐观态度。今年棉花产量预计增长 20%，为近五年来最高。不过，虽然今年印度棉花丰产，但政府还是希望抬高棉花价格，预计本年度印度棉花仍将保持坚挺，而由于国产棉含杂多而且没有长绒棉，因此棉花进口仍会保持在高水平。

巴基斯坦 最近一周，巴基斯坦棉花价格持续上涨，纺织厂蜂拥采购高等级棉，但却无法同步上调纱线价格，导致纱厂利润缩水。据悉，近期巴基斯坦下游纺织企业需求十分旺盛，纱厂都积极抢购高质量的棉花，订购了大量美棉和巴西棉。受其影响，巴基斯坦卡拉奇 现货价格指数蹿升 2.75%，达到 9350 卢比/毛德。在棉花需求猛增的大潮下，BCI 棉和有机棉的销量增长更为突出。与此同时，巴基斯坦棉纱价格涨跌不一。虽然棉花成本增加，但由于卢比汇率走强，巴纱出口价格没有变化。

国内市场 巴楚周边籽棉收购情况平稳，籽棉收购量多的企业能累计达到 1.6 万余吨。当地手摘籽棉收购价接近 6.2 元/公斤（40%衣分），机采籽棉收购价 5.6-5.7 元/公斤，棉籽价格 1.71 元/公斤。据了解，今年当地的棉花产量预计略低于去年，籽棉收购量也大幅低于去年同期，并且收购难度很大，棉农惜售现象严重。企业为了规避风险不敢敞开收购，部分企业选择在期货市场挂单销售皮棉。以近几日的收购价核算，手摘棉收购加工成本合计 13800 元/吨左右（毛重），机采棉加工成本 13300 元/吨左右（毛重）。据了解，今年新疆沙雅地区棉花机采率能达到 50%左右，采摘进度在 60-70%区间，预计完全采摘仍需 1 周时间左右。今年沙雅 5-6 月份积温较低对棉花生长带来较大影响，顶桃成熟期不足，从而导致单产有所下降。今年沙雅地区棉花产量或下降 15%左右。雅地区机采棉（39-40%衣分）开秤价约在 4.8 元/公斤，目前价格约 5.8 元/公斤，从开秤初期至今机采棉平均收购价格约 5.6 元/公斤，折机采棉平均加工成本 13100 元/吨（毛重）；手摘棉（40%衣分）开秤价 5.6 元/公斤，目前价格约 6.1 元/公斤，从开秤初期至今手摘棉平均收购价格约 5.9 元/公斤，折手摘棉平均加工成本 13400 元/吨（毛重）左右。根据当地棉农介绍，按照种子 30 元/亩、地膜 60 元/亩、犁地 65 元/亩、滴灌带 120 元/亩、土地承包费 700 元/亩、水电费 200 元/亩、化肥 350 元/亩、滴灌费 200 元/亩、土地管理费 210 元/亩、脱叶剂 5 元/亩、人工费 600 元/亩来计算，种植成本约在 2300 元/亩（包含 700 元土地承包费用）。

最近郑棉期货反弹，但现货市场销售压力仍然较大。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，等待将来下探后的低位做多的机会。

期权策略：观望。

白糖

9 月全国食糖产销达 96.71%，高于去年同期水平，加之工业库存处于低位状态，不过考虑到目前白糖需求处于传统淡季，且各省份糖进入清库阶段。随着产区甘蔗陆续压榨，新糖上市量将逐步增加，叠加 9 月进口糖量为 42 万吨，此数据高于市场预期，可缓解食糖流通库存偏紧的局势。30 日广西召开 2019/20

榨季全区食糖会议，会议中提及加强糖业金融服务体系建设，加大扶持糖业力度，有利于糖厂在开榨集中期资金压力；此外，据悉广西首家开榨糖厂时间意外推迟，市场主流资金大量流入，关注 2019 年 11 月 1 日-2 日关于新年度全国食糖产销会议的相关政策的指引。

白糖目前市场关注点从巴西逐渐转移到北半球各个主产国，巴西压榨推后供应压力后移，印度及泰国暂未开榨，价格压力相对较轻。全榨季而言，国际市场处在由过剩向短缺转变的过程中，下方空间有限。中国市场上，广西开榨在即且预计减产，来宾柳州减产约 5-10%，现货市场价格仍坚挺。

白糖市场在进入 19/20 榨季之后，开始由过剩转向短缺，多家机构继续上调 2019/20 榨季供需缺口，主要源于巴西制糖率、泰国新作产量、印度新作产量及其乙醇需求等，下一年度全球食糖供需缺口可能会在 500-600 万吨，后期原糖期价或趋于震荡上行，但其上方空间或仍受到原糖-乙醇价差及其印度出口补贴政策的压制。内盘郑糖方面，因下游需求尚未进入节前备货期，而北方甜菜糖持续构成新的供应，进口加工糖库存继续回升，再加上广西糖厂开榨有望提前，市场供需或阶段性趋于改善。但考虑到目前期价较真现货存在较大幅度贴水，对期价构成一定支撑。总之郑糖仍然处于上升趋势之中，但技术上显示目前是上升第五浪，后期在冲高之后可能出现调整。操作上防止市场冲高之后回调，多单设好止盈，新单等待回调之后的做多机会。

期权策略： 等待将来调整后的买入看涨期权的机会，暂时观望。

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周下降 29.09 万吨至 372.17 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年高 16.25 万；钢厂库存下降 10.07 万吨至 235.98 万吨（历史最高 457 万吨），同比去年高 65.19 万吨。合计库存下降 39.16 万吨。本周产量环比上升 2.42 万吨至 356.14 万吨（去年同期产量 350.48 万吨）。整体库存下降速度环比加快，产量小幅回升，显示当前阶段消费整体较好，与昨天中西部库存数据一致。

近两周来，螺纹钢呈现窄幅震荡的走势。从本月公布的经济数据看，房地产主要指标继续小幅下滑，周期性的向下拐点大概率已经出现。房地产开发投资 1—9 月累计同比增长 10.5%，与 1—11 月持平。2019 年 1—9 月商品房销售面积累计同比下降 0.1%，环比 1—8 月上升 0.5 个百分点。当前房地产市场出现加速销售，但是开工放缓的状态。产生这种现象的主要原因是因为在 7 月国家通过多种途径收紧了房地产融资，使得房地产企业需要加速销售来回笼资金。短期脉冲过后，房地产融资压力越来越大。7 月 30 日中央政治局会议明确不将房地产作为短期刺激经济的手段是定调性表述，再次明确未来“房住不炒”方向。此前，发改委，银保监会接连对房地产企业融资进行窗口指导。房地产作为一个典型的资金依赖型行业，收紧地产企业融资对房企投资将构成非常大的压力。近日又有消息称多家银行近期收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度。调控的内容是原则上开发贷控制在 2019 年 3 月底时的水平。这就意味着，房地产开发贷余额将从二季度末的 11.04 万亿元减少至一季度末的 10.85 万亿元规模。消息称，未来还有进一步减少的可能。根据央行数据，2019 年一季度末，房地产开发贷款余额为 10.85 万亿元，同比增长 18.9%，增速比上年末低 3.7 个百分点。2019 年二季度末，房地产开发贷款余额为 11.04 万亿元，同比增长 14.6%，增速比上季末低 4.3 个百分点。

10 月 25 日当周，全国建材钢厂螺纹钢产能利用率 77.54%，较上周下降 0.1 个百分点。其中，长流程产能利用率为 85.57%，较上周下降 0.2 个百分点。产量方面，10 月 25 日当周，全国建材钢厂螺纹钢产量 353.72 万吨，较上周下降 0.42 万吨。其中，长流程螺纹钢 309.89 万吨，较上周下降 0.73 万吨。随着钢材价格稳定，叠加废钢价格下跌，电炉利润开始下降。根据利润模型模拟，华东地区电炉利润仍有盈利。数据显示，53 家独立电炉生产企业，10 月 25 日当周，产能利用率 61.48%，较上周减少 1.09%。

综合来看，虽然本周螺纹钢产量出现小幅下降，但是原材料下跌给螺纹钢带来利润，螺纹钢的产量已经恢复至国庆节前的水平。

前期生态环境部印发《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，目标秋冬季期间 PM2.5 平均浓度同比下降 4%，重度及以上污染天数同比减少 6%。相较于意见稿中的 PM2.5 同比下降 5.5%，重度及以上污染天数同比减少 8%，有一定程度放松，钢材供应收缩预期落空，导致市场情绪再度转弱。

总体来看，当前供需的因素大致与当前价格相对平衡，期货价格的贴水是对远期需求走弱的预期。国庆节后供给和需求的恢复都比较符合市场整体预期，这也造成了当前螺纹钢横盘振荡的走势。在没有新的矛盾出现之前，预计螺纹钢仍将维持振荡。当前螺纹钢现货销售良好，库存不断去化，随着 1910 合约进入交割月，螺纹钢 2001 合约价格与现货价格如何接轨成为市场炒作焦点。未来的需求下降预期已经反映在现在的螺纹期货之中，所以螺纹 1 月期货合约目前价格向下空间并不大，但向上也缺乏反弹动能，估计目前螺纹期货就是区间震荡行情。操作上，市场绝对价格并不高，不排除仍然有反弹机会，策略上暂时观望，如果出现较充分的反弹还是建议反弹后逢高做空。

场外期权策略：卖出看涨期权。

铜

近日，中国铜原料联合谈判组 (CSPT) 敲定 4 季度铜精矿 TC 66 美元/吨，较去年降低 20%。而 LME 周会议期间，一份对分析师、交易商、矿工和冶炼商的调查结果显示，2020 年铜精矿粗炼费(TC)基准价格预计将较今年下滑至少 13%，至每吨 60-70 美元，市场预期供应仍将偏紧。下游方面，9 月铜管企业开工率同比回升 6.11 个百分点，各铜材开工率均环比增加，需求存在边际改善。且终端数据看，9 月房地产销售面积和竣工面积、汽车产销同比降幅缩窄，空调产量同比大增。而电网领域电源投资和电网投资增速差仍然存在需求的未兑现预期。

近日，工信部对十三届全国人大二次会议第 4104 号建议的答复称，铜冶炼和加工项目已实行备案管理，目前不宜改变项目管理方式，大幅缩减或全面停止项目审批。下一步，我部将会同有关部门，要求各地严格执行环保、能耗、质量、安全等相关法律法规，同时更好发挥行业发展规划、规范条件的引导作用，促进铜行业高质量发展。同时，鼓励有色金属企业开展行业内上下游及跨行业联合重组，增强企业实力和竞争力。

23 日，据国际铜业研究组织(ICSG)数据，今年全球铜市预计供应短缺 32 万吨，2020 年预计供应过剩 28.1 万吨。

经济下行压力凸显，3 季度 GDP 同比增加 6%，已经逼近官方目标的下边沿。从目前政府官方的表态以及央行的动作上来看，目前管理层还是保持一定的定力和克制。

其次，在美联储确认后全球央行进入了降息周期当中，宽松的货币政策有利于促进窘迫的实体经济进入上修状态，数据显示央行降息数目占比领先于全球制造业 PMI8 个月左右，这与信贷脉冲的领先关系表现一致。

关于出口，美国已经对我们 2500 亿商品进行了征税，关税效应基本上已经充分反应出来，对于未来由于关税导致进一步恶化的可能性很小；关于剩下的 3000 亿关税，从目前的谈判进展和美国政坛局势来看，今年再征税的可能性也不大。其次，剩下的 3000 亿商品对于关税的弹性是远远小于前期的 2500 亿商品的

关税的，也就是说即使征税，其影响力大大削弱。

截止到9月底，地方债累计发行41821亿元，占2019年新增地方债务限额30800亿元（政府年初目标9300赤字+21500专项债）的135.8%，去年同期进度是174.3%，可见今年的发行节奏并没有比往年更积极。如果按照往年的超额完成情况来看（17年2.7,18年1.9倍），今年也大概率超额完成，我们中性假设今年超额完成2.3（取近两年的平均值）倍。如果按照这个假设，目前的地方债的发行进度依然落后于去年同期水平的，去年同期91.2%，今年59.2%，同样证实了今年截止到目前地方债发行力度不及去年同期水平的。

按照往年地方债的投资情况，地方债发行资金的56%用于在建项目，逾60%用于稳投资。鉴于当年政府对于经济下行的容忍度以及结合部分高频数据来看，三季度继续缓和，四季度有望再发力。四季度节奏加快，投资密度大大增加。根据中国铁路总公司近期出台的年度建设计划，2019年新开工里程预计达到6800公里，比上一年增加45%。高铁开工里程控制在3200公里，减少两成，但由于穿越山区、多隧道的重庆至昆明路段即将开工，总的投资额预计将有大幅增长。据外媒报道，中国已经确定将2019年的铁路建设投资提高到史上最高水平的8500亿元。

按照往年的投资目标完成情况来看，除了2011年铁路反腐外，其余年份均超额完成，我们认为今年大概率也不例外。按照目前的投资进度上来看，今年前三季度完成了52.9%，18年同期完成了63%，17年同期56.7%，可见今年的投资进度落后于近三年同期水平，四季度加码发力的可能性大大增加。从近期的地方项目加码投放可以印证这一事实。

同样地，电网投资也面临同样的情况。前三季度电网投资累计同比-12.9%，过往五年同期水平6.6%，大幅落后于往年同期水平。今年有点类似2018年，但18年前三季度累计同比-9.6%，今年的投资力度还是落后于去年同期的。其次，我们从投资进度上来看，前三季度累计完成了52.4%，刚刚完成了目标值的一半左右，五年同期是61.2%，落后近10%，后期的投资压力挺大的，赶工效应见凸显。

尽管挖掘机利用小时数与基建投资额基本上是一同步指标，但从验证的角度上来可以给我们更加直观的感受。根据小松和中联重科的挖掘机利用小时数据可以验证基建已渐入佳境，月平均利用小时基本上接近历史峰值200小时，同比增加4.7%，因此可以确定地说，后期基建可期。

供需来看，进口精炼铜现货TC持续低迷，粗铜、铜杆加工费仍维持低位，表明供给偏紧局势不变，但目前并未给冶炼厂和加工商的生产带来影响，各类型冶炼厂开工率相对较高，短期铜供应仍处于较高位。中国8月进口铜矿砂及其精矿、精铜矿产量同比均显增幅，由于8月传统消费淡季需求不足，出库速度缓慢，库存有一定累积。8月铜管等铜材等下游开工率处于低位且有所下滑，地产施工和新开工面积同比增速逐渐下滑，空调汽车等下游需求也难言利好。9月，电线电缆、空调和汽车消费有回暖迹象，交易所库存维持低位，保税区库存持续下降。电网领域电源投资和电网投资的增速差依然存在，四季度来自电网领域的订单或将增多，电网投资有望继续发力。中长期随着5G+工业互联网线路的持续铺进，老旧小区改造计划的启动，需求存在利好。供应端来看，矿源端已经很难依赖矿商降低成本来带来利润，并且随着时间的推移，铜矿品位下降是较为普遍的问题，这对于整体原生精炼铜的成本变化是有抬升趋势的。且从十大铜精矿企业新增产能进展来看，预估较大程度后延，下半年铜精矿维持偏紧格局不变。另外，考虑到2019年长协加工费比较高，而2020年长协加工费较低，因此，一旦执行新的长协加工费，产量受到影响的概率较大。宏观上，中美经贸关系出现缓和的迹象。中美经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，所以我们觉得铜市场仍然是震荡时期，难以大幅突破。但如果美联储继续降息，中美签署第一阶段协议市场仍然有反弹可能。但长期看中国房地产未来对铜需求值得担忧，操作上，如出现反弹则逢高抛空。

期权策略：暂时观望。

橡胶

一种真菌疾病最近在泰国南部一个重要橡胶产区那拉提瓦府 (Narathiwat) 的三个地区被发现。该疾病会导致叶片变黄, 且变得斑驳。主要病症为胶树大量落叶, 落叶后产胶量会减少 30%—50%。印尼在今年 7 月下旬通报了相同的真菌病害, 预测病害将导致天胶减产约 15%, 具体的损失尚无统计数据, 估计要等到停割期到来时才能明确。目前此病害由印度尼西亚逐渐扩散到马来西亚和泰国地区, 尽管目前已发病的胶树并不很多, 但似有蔓延迹象。

由于今年以来全球天然橡胶现货价格低迷不振, 进一步打击相关政府和胶农抗病害的积极性, 才导致真菌病大规模地扩散开来。如果主要产胶国未能有效采取措施抗击病害, 那么对这些正处于高产期国家的天然橡胶产量的影响将会进一步加深。不过从目前情况来看, 此次泰国受灾面积约为 16000 公顷, 仅占泰国总种植面积的 0.44%, 泰国那拉提瓦省年产胶 20 万吨左右, 占泰国 2018 年天胶产量的比例仅为 4.1%。即便按照该地区胶树全面受灾, 且削减 50%产量的悲观情况来测算, 对泰国总产量的影响也仅为 2%左右, 并且此病害的治疗周期通常为 2—3 周。因此真菌病对总供应的影响较为有限, 难以引发趋势性上涨行情。

近期橡胶反弹主要驱动来源于以下几个方面: 从事件影响来看, 一是国庆前后某大型橡胶贸易企业违约事件影响导致盘面超跌, 十一后对超跌进行修复; 二是无锡大桥事件使得各地再次严查治超, 运输成本成倍提升; 同时还有产业消息的各种助攻, 例如泰国补贴胶农、中国购买泰国 20 万吨橡胶议题以及本次泰国和印尼胶林遭遇病害灾; 此外, 中美贸易谈判达成第一阶段的协议也令宏观氛围偏暖, 提振市场信心。

中国汽车工业协会最新统计数据显示, 2019 年 9 月份, 中国汽车产销量分别为 220.92 和 227.07 万辆, 同比分别下滑 6.24%和 5.15%, 环比分别增长 10.98%和 15.99%, 1—9 月中国汽车累计产销量分别为 1814.9 和 1837.1 万辆, 累计同比分别下降 11.4%和 10.3%。截至 2019 年 10 月 18 日, 中国全钢胎开工率继续回升了 13.53%至 71.95%, 半钢胎开工率继续回升了 7.2%至 64.8%。

目前沪胶依旧处于供需两弱的局面中, 预计本轮反弹后可能再度回落。从供应端来看, 泰国原料价格从历史低位小幅反弹, 真菌病影响较为有限, 后期旺季来临, 预计泰国原料收购价格将持续低位运行。同时在政策方面, 泰国试图补贴胶农的举措大概率只会加剧供应过剩。从国内看, 由于同样处于旺季, 原料价格偏弱为主, 压制沪胶价格上行。从需求端来看, 目前“金九”并未带动乘用车销量回暖, 后市消费情况仍不乐观, 他预计后期重卡销量基本维持个位数增长。伴随供应的季节性增长以及需求的持续弱势, 不排除现货库存再度上升的可能。12 月在老胶仓单注销出库而新胶仓单压力偏小, 同时国内停割期的影响下, 盘面或将迎来反弹行情。目前价格处于偏低区间, 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。操作上不建议追高, 等待市场下探时逢低做多。

期权策略: 观望。

PTA

消息面: 1、华东一套 150 万吨/年 PTA 装置于 10 月 14 日开始降温停车, 计划检修 14-15 天。2、恒力石化 220 万吨/年 PTA 装置于 10 月 7 日晚间进入检修, 计划停车 12 天左右。上游原料: 10 月 30 日亚洲 PX 市场收盘价 793.5 美元/吨 CFR 中国和 773.5 美元/吨 FOB 韩国, 较前一工作日降 2 美元/吨。MX 价格为 702 美元/吨 CFR 台湾, 涨 9 美元/吨; 石脑油价格为 527 美元/吨 CFR 日本, 涨 2.375 美元/吨。

仓单库存: 郑商所 PTA 注册仓单为 3416 张, 较上一个交易日 0, 有效预报为 0 张。

美国原油库存增长, 全球经济放缓拖累需求预期, 国际油价下跌, 目前 PTA 加工费 704.3 元/吨附近, 加工费小幅下滑。PTA 装置负荷为 82.95%左右, 环比有所上升, 下游聚酯开工负荷在 89.49%左右, 聚酯产销为 55%, 仍处低位水平。从基本面来看, 下游聚酯多数品种以及终端加弹工厂价格弱势延续, 市场整体预期偏向悲观。叠加 10 月 30 日晚新凤鸣装置正式投料生产, 压制市场价格上涨。

长期来看, 按照聚酯工厂 90%的平均开工率来计算, 现有的 PTA 产能已经相对过剩。在后期 PTA 产能

高速增长背景下，行业产能过剩现象将愈加明显。进入四季度，随着 PTA 新产能投产，行业供应过剩预期增强，压制市场看涨信心。尽管年内还有多套装置计划检修，但供给端减少力度较为有限，同时下游市场表现欠佳，难以有效拉动市场需求，因此后市 PTA 价格走弱概率大。

成本支撑已不再，2018 年四季度是 PX 行业利润最好的时候，随着国内大炼化装置释放，PX 新产能纷纷投放市场，2019 年开始 PX 利润急剧压缩。今年三季度 PX 平均加工费只有 331 美元/吨，较去年四季度下滑 245 美元/吨。前期，在沙特油田遭袭背景下，化工品价格纷纷上涨，而 PX 价格则相对弱势，彰显出 PX 供需面的疲弱。9 月中下旬，PX-石脑油价差降至 300 美元/吨之下，不足年初的一半，考虑到未来 PX 新产能待投产量依然庞大，PX-石脑油价差将维持低位状态。

目前原油市场仍然需求增幅下降，供应压力较大。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

乙二醇目前煤制利润处于亏损，外盘乙烯和石脑油制乙二醇基本无利润，内盘甲醇制乙二醇也是亏损，总体上产业链目前仍然处于生产亏损状态，港口库存继续去化，但后期装置继续投产造成市场心理预期偏弱，近期国内负荷从极低水平回升、目前整体仍处低位，外围装置检修规模近期则有明显回落。但从技术上看乙二醇又回到前期低点附近，这个位置估计库存难以大幅积累，由于现有产能已经亏损，继续深跌亏损幅度更大会导致库存进一步降低，所以我们判断未来乙二醇难以大幅下跌，估计保持低位区间震荡状态，但后期原油或宏观如有好转乙二醇价格也会在低位跟随反弹。长期看产业链长期亏损不可持续。后期还是有反弹的机会。操作上我们建议采取现货或期货结合场外期权规避风险的方式操作。方案是买入现货或期货的同时买入虚值看跌期权卖出虚值看涨期权操作，这样能规避下跌风险同时我们又不需要付出或者即使付出权利金也是很少而且价格上涨的时候我们又能盈利。如果企业想操作我们可以具体沟通详细方案。

乙二醇市场近期大幅回落，目前看期货价格回到前期低位震荡区间，当时价格在这个位置的时候由于上游亏损导致去库明显。这次回到这个低位区域，情况有所不同，主要是新增产能即将投放导致。但如果价格进一步下跌势必导致目前产能继续降低利用率，如果这样库存难以积累。市场价格也会出现反复震荡。操作上，目前位置不建议继续杀跌，如果有反弹逢高短空或观望，中期看，如果市场价格进一步下跌导致库存不能积累后期市场仍然有反弹可能。

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