

## 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：

华盛顿 11 月 7 日消息，美国农业部（USDA）周四公布的大豆出口销售报告显示：截至 10 月 31 日当周，美国 2019-20 年度大豆出口净销售 1,807,400 吨，2020-21 年度大豆出口净销售 0 吨。当周，美国 2019-20 年度大豆出口装船 1,559,400 吨。

受美豆收割接近尾声以及市场担心中美第一阶段贸易协议可能推迟签署影响，周三 CBOT 大豆期货市场延续调整再度震荡回落，盘中重回油强粕弱分化走势。截止 11 月 3 日当周，美豆收割率为 75%，与市场预期一致，上年同期为 81%，五年均值为 87%。美豆收割逐渐进入尾声，本年度美国大豆产区天气因素将逐渐退场。美国农业部将于本周五公布新的月度供需报告，分析机构对美豆单产和总产数据评估存在分歧。巴西和阿根廷部分地区的降雨改善前期旱情，农户正加快播种，南美大豆种植初期缺乏炒作题材。马来西亚棕榈油市场持续炒作供应紧张，推动全球油脂价格保持强势。美豆市场承受季节性供应阻力，保持震荡调整节奏。国内油脂市场出现分化，中加关系出现回暖信号重挫菜籽油和菜籽粕，而棕榈油则延续强势，豆粕市场则承受需求压力而保持偏弱运行状态。

周三国内沿海豆粕现货报价整体小幅回落 10-40 元/吨，东莞报价为 2990 元/吨，连云港报价为 3110 元/吨。美豆震荡走弱带动豆粕生产成本回落，国内大豆供应充足，市场观望情绪升温，远期基差报价较为抗跌。周三巴西 12 月船期大豆到岸贴水报价为 185 美分/蒲式耳，折算的国内豆粕生产成本约为 2920 元/吨。国内豆油市场强势反弹，豆油在大豆压榨中的贡献率持续提升，油厂当期压榨利润普遍较好，豆粕市场继续边缘化。中国宣布恢复进口加拿大猪肉和牛肉等商品，中加关系出现回暖信号，加拿大菜籽类商品恢复对华出口预期增强，国内菜粕市场承压跌幅居前。国内生猪产能恢复缓慢，猪料需求大幅萎缩导致豆粕需求持续不振，无法从需求端拉动价格。

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。基本面利空因素与技术面偏空形态叠加，粕类短期仍有望保持向下调整格局。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：前期策略卖出看涨期权买入看跌期权组合继续持有。

### 棉花

截止 11 月 7 日郑棉已经生成的仓单有 10766 (+77)，有效预报量为 2753，合计折合棉花 54.1 万手。截至 2019 年 11 月 6 日，新疆累计加工棉花 192.5 万吨，其中地方加工量累计 123.8 万吨，兵团累计加工量为 68.7 万吨。新棉收购方面，机采棉和手摘棉涨跌互现。根据中国棉花信息网消息，机采棉价格在 5.1-5.4 元/公斤，部分南疆机采棉价格较高达 5.4-5.7 元/公斤，南疆手摘棉差异大，有的地方 5.8-6.1 元/公斤。棉籽价格近几天有回升，收购价格在 1.7-1.8 元/公斤左右。郑棉价格在连续上涨后给部分成本低

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。11月7日商务部新闻发言人高峰对外透露说，过去两周中美双方牵头人讨论，同意随协议进展，分阶段取消加征关税。假如中国纺织品服装被列入取消加关税行列，那么对于下游消费将是很大的利好刺激。整体来看中美贸易协议逐渐释放利好消息，对于下游的消费也将起到提振作用。

上周，美国新棉检验量为 143.26 万包（32.3 万吨），新年度检验量累计达到 558.8 万包（126.7 万吨），检验指标开始下降，色级降至 41 级的比例提高，得州新棉的绒长很短，拉美萨检验所的新棉平均长度只有 34，相当数量只有 33 甚至 32，拉伯克检验所的平均长度为 34.89，得州西部的旱地田质量和单产也整体低于预期。

随着印度新棉上市量的增加，印度棉花出口报价开始走低。近期持续的季风雨导致新棉收获延迟，而且使籽棉水分偏高，因此新棉质量普遍下降。受其影响，印度棉出口报价基差走弱，当前报价中包含了 SLM 级棉，MCU 绒长 31 毫米的报价基差为 950 点，30 毫米的基差为 850 点，S-6 1-5/32 级棉为 800 点，S-6 1-1/8 为 650 点，S-6 SLM 1-5/32 为 345 点，在许多市场非常诱人。J-34 SLM 1-1/8 基差为 590 点，印度高等级棉的基差上行。目前，印度国内棉价普遍低于 MSP，新棉水分过高导致籽棉价格大幅下跌，目前籽棉价格还在继续下跌，而且已经跌破 MSP，然而印度棉花公司的大规模收购还未开始，特伦加纳邦收购新棉的只有一些私营棉商。

**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

全国糖会于 11 月 2 日圆满结束，糖会前后糖价强势上涨，主要是受云南、广西糖料种植生长期遭受干旱天气和虫灾的影响，市场对于 2019/2020 榨季减产预期加强，再加上国内原产不足需、走私严厉打击及全球食糖缺口预期。后期随着新榨季的开启，新糖上市或在短期缓解国内库存紧张，糖价面临高位回调风险。

近期，各机构对 2019/2020 榨季全球食糖供应缺口上调的预期不变，但是巴西产量和印度库存仍为影响供求周期的潜在风险点。巴西方面，2019/2020 榨季巴西中南部甘蔗产量预计持稳，甘蔗制乙醇和食糖的比例几乎保持不变。Platts 预计巴西 2020/2021 榨季甘蔗产量为 5.9 亿吨，2019/2020 榨季为 5.84 亿吨，福四通 FCStone 预计巴西 2019/2020 榨季甘蔗产量为 5.857 亿吨。Covrig 表示，预计 2019/2020 榨季巴西制糖比例为 34%，2020/2021 榨季将达到 35%或 35.5%。虽然目前来看巴西种植情况预期稳定，但 11 月 7 日巴西总统撤销了禁止于亚马逊雨林及中央湿地地区种植甘蔗的法令（该法令自 2009 年起开始实施），该法令若实施落地，或增加巴西甘蔗产量，在一定程度上冲击国际糖市。

印度方面，政府的食糖销售补贴政策 and 全球高企库存一直成为国际糖价上方的主要压力。印度糖厂协会 ISMA 发布的 2019/2020 榨季印度糖产量预估报告显示，预计印度 2019/2020 年榨季糖产量为 2685 万吨，同比下降 19%，福四通 FCStone 表示，印度糖产量下降将促使 2019/2020 榨季全球食糖供应缺口从此前预估的 590 万吨增至 770 万吨。但印度糖库存压力依然巨大，全球糖库存使用率为 45%，仅印度就有 1300 万吨—1400 万吨的库存，如果国际糖价上升至 14 美分左右，将刺激印度糖出口销售，压制糖价上方价格。

2019/2020 榨季国内仍产不足需，近期，中糖协、全国各地糖业协会对 2019/20 榨季产量做了预估，2019/2020 榨季全国食糖产量预计 1030 万吨—1050 万吨左右，考虑到配额内进口 194.5 万吨，配额外进口 135 万吨，走私打击力度预计未来仍趋严，预计在 100 万吨，因此总供给在 1479.5 万吨，而食糖消费相对稳定在 1510 万吨左右，由此看新榨季国内仍产不足需，这也奠定了长期糖价慢牛趋势。

从国内供需结构上看，在严厉打击走私糖的背景下，储备糖、进口糖已经成为国内供给缺口的重要补充。2018/2019 榨季我国食糖进口量为 323.6 万吨，较上榨季增长 33.4%；进口额为 10.8 亿美元，同比增长 13.8%。

就进口来看，政策成为影响未来食糖价格中枢关键所在，如果 2020 年 5 月食糖进口保障措施到期，一旦市场化放开，进口糖势必会对国内糖市产生冲击。值得期待的是，糖会上相关领导表示“关于贸易保障延期的报告已经提交”，若“在按需、有序、可供的原则在进口”，进口糖对于国内来说会成为保障供给、稳定价格的重要手段，如果在进口配额上进行控制，可以减小“配额外关税调到 50%”对市场的冲击，具体政策如何落地仍需跟踪，政策不确定性成为长期糖价走势的重要影响因素。

短期内，北方新糖大量上市，国内南方也即将开榨，短期新糖上市量将会增加，对于国内库存偏紧的状况将会得到一定程度缓解。目前，广西集团基本清库，11 月 10 日预计中粮屯河北海糖业有限公司正式开榨，有望成为广西第一家开榨糖厂，也标志着广西 2019/2020 榨季生产工作正式开始，后期需继续关注南方开榨动态和新糖上市情况。

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，市场供需或阶段性趋于改善。技术上显示目前是上升第五浪基本结束，市场下一步将展开调整行情。操作上前期已经建议多单设好止盈出场，新单等待回调企稳之后的做多机会。

**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 29.07 万吨至 344.19 万吨（近 10 年最低 295 万吨），同比去年高 7.75 万；钢厂库存下降 19.48 万吨至 216.5 万吨（历史最低 153 万吨），同比去年高 40.27 万吨。合计库存下降 48.55 万吨。本周产量环比下降 10.37 万吨至 345.77 万吨（去年同期产量 341.28 万吨）。产量与社库同降，整体库存下降速度环比继续加快，显示当前阶段消费整体较好，产量环比回落较大。

本周钢材价格窄幅调整为主，钢价总体来看震荡幅度不大，随着环保政策解除后，下游钢厂有复产迹象，钢坯需求陆续增加。原料市场整体趋强，期螺呈冲高回落态势，废钢由弱转强。本周建材价格呈现震荡上升的趋势，受期螺震荡走强、需求持续性良好的带动，近期市场情绪逐步回暖，各地现货价格多小幅上涨。不过目前商家订货情绪仍较谨慎，使得市场资源到货偏少，而库存继续大幅消化，部分地区资源呈紧缺状态，目前现货基本无压力，尤其是华东等市场资源规格紧缺，支撑力度较强，心态来看，目前市场高位成交略显乏力，市场心态整体较为谨慎，逢高出货多为主要操作思路，库存方面 社会库存以及钢厂库存降幅仍在继续扩大，但由于对后市淡季需求的预期，目前商家订货情绪整体仍较谨慎，不过当前库

存均处低位，需求面的逐步改善给予市场一定的心态支撑，前期强烈的看空情绪也得到改善。

本周铁矿石市场趋弱运行。周内普指降至 85 美金以下，虽然卷螺期货持红但矿焦翻绿，矿商深知当前矿石市场缺乏流动性，所以即便连铁上涨也没有急于跟进报盘，反而理性的平稳出货。远期现货方面，11 月的美金价格被打压的相当低了，由于预期不佳，使得 11 月的买盘非常稀少，因为多数矿商想在二级市场内甩掉手头资源，并不想落现销售，所以目前 11 月的在售资源很丰富且性价比很高，但钢厂并不想接手主流资源，反而更多的在非主流品种里挑选折扣高的产品。钢厂方面，部分小厂开始使用低铝巴西粉配低品矿来替代澳粉烧结，控制污染的同时控制成本。而大厂调整配比的出发点是控制污染，提高利润是次要的，因为一旦污染超标，政府介入强制执行限产就会被迫降低产能，这个损失更大。所以冬季来临后，钢厂越来越多的选择精粉造球而非烧结；另外从钢厂方面了解到，部分钢厂开始停采国产精粉，这给进口精粉带来机会，未来进口精粉的价格可能被进一步推高。从港口看，北方港口流动性不如山东港口，而且从限产预期来看，未来北方港口的流动性可能会更差。国产矿方面，普指止跌，成材稳中趋涨为市场提振，内粉由于比较滞后仍然延续下跌走势，特别是唐山地区钢企依然执意压价，如国义钢企本轮已降过 20 至 880，但今又降 20，对此贸易商接受程度低，普遍无人愿意供货，860 只是钢厂对外的单独报价，没有实际操作。东北近期却异常平静，主要源于物流成本高，导致买卖双方利润都有所缩减，原本辽东钢企打算压价，但是无奈运费高昂，打压只能让钢企上货受阻，所以仅个别钢企取消补助为由，表示压价决心，实际采购价基本维稳。市场参与者纷纷转为观望。预计国产矿市场短期内弱稳运行。

近期国内钢厂检修限产消息较前期相比有所增多，但从规模来看，安排在 11 月初进行检修的钢企大多仅为临时性限产，检修持续时间一般在 1 周甚至仅有 3-4 天，对整体产量影响有限，而检修持续时间较长的钢企多安排在 11 月 15 日即秋冬季限产开始后才进行检修，对于近期供给量并不会造成影响。由此导致的结果就是，即使本周国内钢厂检修消息增多，但整体产量并无下滑，结合需求端的平稳，目前国内钢市供需暂时处于平衡状态。

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，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

国际货币基金组织在 10 月 15 日发布的最新一期《世界经济展望报告》中，将 2019、2020 年的世界经济增速作出下调。IMF 将 2019 年世界经济增长率下调至 3.0%，相比 4 月预测下调 0.3 个百分点，这也是自 2008 年金融危机以来的最低水平；将 2020 年的世界经济增长率调至 3.4%，相比 4 月预测下调 0.2 个百分点。其中，2019、2020 年发达经济体经济增长率预计将放缓至 1.7%，新兴市场和发展中经济体将分别放缓至 3.9%和 4.6%。

美国就业数据强劲提示经济增长有韧性。美国供应管理协会 ISM 公布数据显示，美国 9 月 ISM 制造业指数跌至 47.8，为 2009 年 6 月以来新低；同期非制造业指数跌至 52.6，为 2016 年 8 月以来最低。美联储会议纪要称，美国联邦公开市场委员会大多数决策者认为，鉴于经济前景、风险管理和通胀目标，9 月份有必要降息 25 个基点。此后，美联储褐皮书显示许多企业已经下调对前景的预估。目前美国主要宏观经济指标出现分歧，制造业面临放缓局面，而就业数据却表现强劲。面对美股不断创新高，市场担心美股即将

崩盘并驱动美国经济衰退，但纵观美国就业数据，历史上美国失业率下降阶段，尚未见到提示美国经济状况的美国股市出现大的熊市，因此美国经济增长比预期更有韧性。

废铜进口批文收窄预期初步得到验证。10月17日，固废中心公布了2019年第13批固废进口批文，涉及废铜批文总量为57365实物吨，按照80%的品位测算，约合金属量45892吨。该次批文为四季度发布的第一批进口批文，批文量仅为三季度第一批批文量的24%，这与此前市场预期的四季度废铜进口批文额度收窄相一致。21世纪经济报道 21财经 APP 郑青亭 北京报道

11月7日商务部例行新闻发布会上，商务部新闻发言人高峰表示，过去两周，中美双方牵头人就妥善解决各自核心关切问题，进行了认真、建设性的讨论，同意随协议进展，分阶段取消加征关税，这么做有利于稳定市场预期，有利于中美两国经济和世界经济，有利于生产者，也有利于消费者。

11月5日，正在泰国参加东亚峰会的美国商务部长罗斯在同亚太地区媒体的电话会议中说，他对中美贸易谈判的进展有理由感到乐观(reasonably optimistic)。罗斯表示，中美贸易谈判正在向完成第一阶段谈判而努力，并且正在取得很好的进展，这部分谈判主要是围绕当前的贸易问题，如天然气、大豆等。此外，还有一些结构性问题有待解决，这些问题不是第一轮谈判的重点，可能会在此后的谈判中重点解决。原本美方希望原定11月在智利举行的APEC会议上与中方签署第一阶段贸易协议。但是，10月30日，智利总统皮涅拉在电视讲话中说，由于国内近期爆发连串示威活动，智利政府将放弃主办APEC峰会和联合国气候变化大会。对此，罗斯表示，由于智利取消了APEC会议，中美正在寻找其他会谈的场地。当场地确定之后，双方将寻找会谈的日期，并推动准备工作。“从大方向上来看，我对于达成某个协定感到合理的乐观。”

对于第一阶段的贸易协议，罗斯指出，它将具有两个重要性：第一是对贸易的直接影响，“这将有助于缓解两国的紧张关系，有利于双方每天的贸易往来”。第二，可能是更重要的，将有助于重新构建互信。“随着我们谈判的不断深入，进入到有关知识产权、强制技术转移、同等市场准入等重大问题的讨论，我们希望第一阶段的协议可以为此后的讨论铺平道路，构建良好的讨论氛围。”

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，而且中美很可能在不远将来签署第一阶段贸易协议。再加上目前低库存的背景，国内稳定经济增长的在基建上的发力，再加上技术上伦敦铜已经趋向继续反弹的技术形态，所以我们觉得铜市场虽然仍然有可能处于震荡市之中，但不排除出现一波反弹行情。操作上，暂时观望，如出现反弹则等待逢高抛空。

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

当前, PTA 市场供大于求加剧, 技术上跌破重要支撑位, 弱势格局仍将延续。10 月, 受例行检修等因素影响, 国内 PTA 开工负荷下降至 83.06%的低位, 市场供应进入阶段性趋紧期。不过, 此轮检修周期较短, 前期检修的装置在 10 月下旬和 11 月初已经陆续复产。目前国内尚在检修的装置有: 佳龙石化的 60 万吨装置在本月将会复产, 江阴汉邦的 220 万吨装置在本月中上旬将会复产, 恒力石化的 220 万吨装置在下周有望复产。相应地, 本月仅亚东石化的 75 万吨装置计划检修, 海伦石化的 120 万吨装置预计年底会进行检修。因此, 在不出意外的情况下, 后期国内 PTA 开工负荷将呈现稳步上升态势。加之年底仍然有恒力石化 4 期和新疆中泰的投产预期, 供应压力对于 PTA 价格的压制作用将不断增强。

需求方面, 10 月虽然有新凤鸣中跃 30 万吨和富威尔 5 万吨聚酯新装置投产, 但是由于目前聚酯企业利润不佳, 出现了较为密集的企业检修。据了解, 仪征石化的 25 万吨聚酯装置、泰宝的 50 万吨装置、华润的 30 万吨装置、锦兴的 7 万吨装置相继停车。并且本月仍有澄高的 60 万吨装置计划停车。在此情况下, 国内聚酯开工负荷由 10 月初的 90%下降至目前 86.72%的水平。而随着冬装备货行情的降温, 目前江浙织

机的开工负荷也呈现小幅下滑的态势，需求正在不断走弱。

从成本端角度来看，近期原油价格开启了一波小幅反弹走势。北半球进入冬季之后，取暖油消费有望增加，另一方面美国的活跃钻井数下降，在供应收紧、需求上升的背景下，美国原油有望进入去库存阶段，这有助于支撑原油价格，因此化工品不会出现成本塌陷的情况。PX 市场，虽然福海创的 PX 装置将会复产，但是在 PTA 开工上升的情况下，PX 供需结构比较稳定，预计后期 PX 价格企稳的概率较大。

目前虽然 PTA 加工费才 600 元/吨低位,但由于工艺增加新产能投放 PTA 期货中短期仍然处于弱势,期货市场仍然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

现货市场 11 月 7 日 MEG 华东现货跌 75 元/吨至 4480 元/吨附近，日内商谈成交尚可、价格在

4465-4505 元/吨附近，外盘 EG 价格跌 10 美元/吨至 530 美元/吨附近。近期市场预期 EG 供需或进入去库尾声阶段、预计 12 月附近转入缓慢累库。EG 供应方面，山东 50 万吨合成气制 EG 装置近日减停一半，湖北 20 万吨检修装置近日逐步重启、其于 10 月 20 日附近停车、期间延迟重启，外围韩国两套合计 70 万吨检修装置近日逐步恢复重启、其于 10 月中旬附近停车，目前国内行业负荷升至较高区域运行、外围检修规模继续回落至偏低水平，后期关注全球检修规模变化及新装置释放供应情况。

下游需求，7 日聚酯产销回落至低位、库存暂偏低区域波动为主，聚酯利润近期整体偏弱整理、结构差异依旧明显，聚酯负荷或在震荡中缓慢下移，未来关注聚酯产销及利润变化情况。

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。

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，前期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](http://www.yhqh.com.cn)

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

电话：400-886-7799