

## 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：

圣保罗 11 月 27 日消息：咨询机构 AgRural 称，巴西 2019/20 年度大豆播种工作已经完成 79%，相比之下，上年同期为 89%，比一周前提高 12%，基本上与五年平均进度相一致，因为南里奥格兰德州播种进度显著加快。巴西两大大豆产区马托格罗索州和帕拉纳州的大豆播种工作基本完成。在马托格罗索州，大豆播种工作完成 98.4%，只有东北部少部分耕地尚未种植上大豆。在帕拉纳州，大豆播种工作完成 96%，出苗率为 9%，86% 的大豆作物进入生殖生长期，5% 的大豆作物进入花期。帕拉纳州约 2% 的大豆作物状况糟糕，18% 的作物状况正常，80% 的作物状况良好。在帕拉纳州南部的 Pato Branco 地区，大豆价格约为每袋 80 雷亚尔（使用 1 美元兑换 4 雷亚尔的汇率，豆价大约合每蒲式耳 9.10 美元）。帕拉纳州机构 Emater 已经在全州设置了 228 个站点，监控亚洲锈病。只要发现锈病孢子，会马上通知当地农户，并建议农户采取措施。

在南里奥格兰德州，大豆播种工作完成 59%，高于一周前的 26%。今年南里奥格兰德州大豆播种进度缓慢，因为降雨过量，尤其是北部地区。市场有些担心大豆植株较少，因为降雨过量，不过整体来看，作物状况良好，几乎没有病虫害的报道。在南马托格罗索州，大豆播种工作完成 75%，比上年同期落后 30%。大豆播种耽搁的主要原因是天气干燥。部分地区已经有 20 天没有下雨。大豆播种耽搁将会造成明年年初第二季玉米播种推迟。Aprosoja 主席建议农户不要在理想时间以外种植第二季玉米，而是建议农户种植高粱、小麦、燕麦或覆盖作物。农户利用巴西雷亚尔疲软的机会已经预售了 40% 的 2019/20 年度大豆。在巴西东北地区，当地降雨不稳定，因此大豆播种进度依然落后正常，尤其是巴伊亚州和皮奥伊州。

汉堡 11 月 27 日消息：据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，2019/20 年度全球大豆产量将出现四年来的首次大幅下滑。油世界预计全球大豆产量为 3.39 亿吨，比 2018/19 年度减少 1900 万吨。汉堡 11 月 27 日消息：据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，2019/20 年度（10 月到次年 9 月）中国豆粕用量为 6550 万吨，同比减少 200 万吨。2018/19 年度中国豆粕用量比上年减少 800 万吨。

巴西和阿根廷的有利降雨令美国大豆期货价格进一步承压，因南美是美国在出口业务上的主要竞争对手。气象公司 Maxar 称，预期下周巴西降雨量将增加，将令北部及中部种植区土壤墒情大幅改善。

在美豆减产的既定事实下，豆粕供给端中长期将会收紧。当前矛盾已在供给端显现出来，需求端矛盾主要集中在生猪存栏的恢复，由于猪肉价格大幅上涨，养殖利润大幅提升，生猪存栏预计 2020 年 1 季度末明显改善，随着生猪存栏的回升，豆粕需求端也逐渐改善。届时能否产生较大的行情还需要南美天气情况而定。而且生猪存栏因为猪瘟仍然存在也不会很快恢复，所以豆粕需求相当一段时间仍然较弱。

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，所以中短期国内豆粕承压重心逐步下移，虽然长期看豆粕由于美豆大幅减仓，生猪存栏有望在明年出现恢复增长，但中短期供应压力仍

然较大。操作上目前技术状态下，反弹逢高抛空或者观望。

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或者择机平仓。

## 棉花

截止 11 月 28 日郑棉已经生成的仓单有 17224(+385)张,有效预报量为 5482 张,合计折合棉花 90.8 万吨。截至 2019 年 11 月 26 日,新疆累计加工棉花 319.7 万吨,其中兵团棉花 117.6 万吨,地方棉花 202.1 万吨。由于今年春节在 1 月份,轧花厂都加快进度加工籽棉。新疆收购进尾期,籽棉质量大范围下降。近期仓单量快速上涨,大量轧花厂和贸易商都将手中的棉花尽快做成仓单,以备后面融资或者交割用,从目前的仓单增加速度来看,今年仓单高峰可能会达到 150 万吨左右,预计新疆能够做成仓单的大部分会做成仓单。

10 月份棉花进口量为 7.3 万吨,同比减 32%。下周国储棉轮入就要开始了,预计会对市场价格有一定的指导作用,从本周价格指数来看,预计最高限价在 13200 上下。

当前下游纺织市场仍然不见能够真正拉动反弹的有利因素出现,虽然近期有反映棉纱销售情况尚可,但是终端情况不好,好转情况也难以继。此外从仓单情况来看,近期增量明显,一旦郑棉价格上来,将有大量仓单销售到期货上来,将价格压下去。贸易谈判情况中美双方谈判都传达出积极乐观的预期但是却没有实际行动。短期内郑棉仍然受外棉价格走势以及中美谈判情况的影响。

最近一周,印度棉纱价格继续上涨,棉花价格仍在下跌,新花质量不佳迫使纱厂积极进口外棉,棉花出口商却进退两难。连续下跌数月之后,印度棉纱价格已连续三周上涨,最近一周国内棉纱价格上涨 1%,近三周上涨 3.4%。棉花价格继续下跌,棉纱价格上涨,纱厂利润开始改善。不过,今年印度新棉质量很差,CCI 也拒绝收购超标新棉,棉价便跌到了 MSP 以下。

美国农业部 11 月 25 日发布的美国棉花生产报告显示,截至 2019 年 11 月 24 日,美国棉花收获进度为 78%,较前周增加 10 个百分点,比去年同期增加 10 个百分点,比过去五年同期增加 4 个百分点。从上周的美棉出口周报看,在截至 11 月 14 日的一周内,中国签约量 1.54 万包 2019/20 年度的美国陆地棉,同时取消了 3.96 万包并转移到 2020/21 年度装运。截至目前,中国尚有 159.44 万包美棉没有装运,其中 100-120 万包可能因前期签约价格太高和中美贸易谈判尚未解决而转移到 2020/21 年度。

据近日统计,新疆库 3128B 级机采棉主流提货价在 13000-13300 元/吨,手摘棉主流提货价 3100-13500 元/吨,同等长度和颜色级皮棉,其余指标差异较大的报价差额可达 600 元/吨以上。除了因下游需求不旺,棉企间销售竞争带来的压力以外,加快回笼资金也是众多轧花厂面临的难题,因较多轧花厂通过贷款方式进行籽棉采收和加工,若不能及时回款,则无法按期完成还贷,必将给企业进行稳定经营带来较大风险。据某外商统计和估测,截至 11 月底青岛港保税+清关棉库存总量约 28-29 万吨,较 11 月上中旬小幅增加;随着 12 月/1 月 2019 年度巴西棉、美棉、印度棉装运和抵港,库存总量再破 30 万吨、32 万吨难度不大,不排除创近几年新高的可能。11 月 27-28 日,青岛、张家港 2019/20 年度巴西棉 M 1-1/8 净重报价多在 13400-13600 元/吨,高于 2018/19 陈棉 100-200 元/吨;2018/19 年度印度棉 SM 1-5/32 报价 13100-13300 元/吨,较 11 月中旬下调 100-200 元/吨。

最近郑棉期货反弹之后承压回落,现货市场销售压力仍然较大,而且仓单压力随着反弹迅速增加。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。虽然国家收储棉花减轻一部分压力,但未来明年夏天国家仍然会轮储抛售,所以收储暂时难以触发向上大幅上涨。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

据不完全统计，11月25-26日广西又有多家糖厂开榨，截至11月28日广西2019/20榨季已有43家糖厂开榨。11月28日上午，广西白糖现货市场制糖企业新糖销售价格下调至5770-5790元/吨（厂内提货价），较昨天的报价继续下调30元；个别商家12月中旬提货的新糖预售报价低于5700元/吨，具体成交情况有待进一步观察。

自11月7日大跌以来，白糖主力合约2001一直震荡至今，时间已经持续接近三周。而近期随着10月份的进口量增加以及新糖开榨供应量持续加大，高位震荡的白糖或将露出了一丝交易机会。

国际食糖产区产量预期依然为减产，目前巴西榨季接近尾声，影响不大，但因国际糖价低迷而生产乙醇效益较好，18/19榨季巴西中南部制糖比持续处于较低水平，巴西糖产量较之前榨季出现明显下降，19/20榨季预计糖产量持平或略高于上榨季。但随着巴西雷亚尔的贬值，一定程度上利于巴西国内的食糖出口，若出口到中国的糖量增加，将对国内糖价造成一定利空影响。

泰国方面：十月份共计出口糖约91.38万吨，为历年10月最高出口水平，同比增加9.67%；出口量之中，原糖为36.35万吨，同比下降8.64%；低质量白糖约6.88万吨，同比增加60.25%；精制糖48.15万吨，同比增加22.71%。欧盟方面：18/19榨季预计出口糖162.2万吨，进口191.9万吨，净进口为29.7万吨，19/20新榨季预计仍将维持食糖净进口为主。

进出口方面：海关总署公布数据显示，中国10月份进口糖45万吨，同比增加11万吨，环比增加3万吨。2019年1-10月我国累计进口284万吨，同比增加53万吨。进口的进一步增大，短期内或将能填补市场的供需缺口。

广西地方储备糖抛储竞拍方面，投放的12.7284万吨广西地方储备糖，竞拍底价为5800元/吨。通过公开招标方式，向符合条件的制糖加工企业(含食糖生产、原糖加工、冰糖生产企业等)招标竞卖，结果为竞拍成交11.81万吨，流拍0.92万吨。由此可见，短期内市场的缺口暂时被填补。

ISMA最新预计2019/2020榨季印度糖产量为2685万吨，低于2018/2019榨季的3316.1万吨。受不利天气和印度国内选举影响，印度新榨季开榨推迟。截至11月15日，主要产糖邦马邦仍未开榨，印度开榨的糖厂数为100家，远低于去年同期的310家；累计产糖48.5万吨，远低于去年同期的133.8万吨。印度国内糖存在库存和出口压力。新榨季印度糖期初库存预计为1458.1万吨，本榨季产糖量仍然略高于消费量。2018/2019榨季为缓解国内的糖库存压力，印度建立了300万吨的糖缓冲库存并制定了500万吨的糖出口目标，而直至榨季末仅达成380万吨的糖出口，印度政府将2018/2019榨季的糖出口配额期限延长至2019年12月底。新榨季印度政府又建立了400万吨的新的糖缓冲库存并制定了600万吨的新的糖出口目标。

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。技术上显示目前市场正在展开调整行情而且价格已经调整到前期支撑位附近，所以操作上建议逢低做多。

期权策略：可以采取买入看涨期权卖出看跌期权组合策略。

### 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 3.84 万吨至 284.33 万吨（近 10 年最低 284 万吨），同比去年低 10.75 万；钢厂库存下降 2.09 万吨至 189.79 万吨（历史最低 153 万吨），同比去年低 18.6 万吨。合计库存下降 5.93 万吨。本周产量环比下降 0.78 万吨至 356.21 万吨（去年同期产量 339.21 万吨）。厂库与社库降幅大幅收窄，产量基本持平，但高于去年同期，反映需求本周有所萎缩。

根据统计数据，目前国内华东、中南和西南市场 20mmHRB400 螺纹钢普遍在 4000 元/吨以上，华北市场 3800 元/吨左右，东北市场保持 3650 元/吨左右。目前，全国螺纹钢最高价格是广州市场 4850 元/吨，远高于热卷、普通冷轧、镀锌市场价格。国内钢材价格之所以在年终岁末之际迎来一波上涨行情的原因是：国内经济增速下行压力加大，基建托底效应明显。国家加大逆周期政策调节，基建项目加速落地，同时环保呈阶段性趋严态势。受北方环保限产的影响，钢材供应缩量，但同时国内建筑钢材市场库存下降，遇上年底基建赶工期，房地产投资韧性仍在，导致钢材市场供需弱平衡状态。主要还是去年第四季度土地购置面积仍然大幅增长导致目前新开工增速较高导致的需求旺盛。

下游需求端，行业虽即将进入淡季，但当前需求仍保持较高水平，库存下降至较理想水平。短期来看钢价有支撑，特别是长材价格优势相对板材更加明显。但随着年关将近，季节性建筑钢材需求淡季即将到来。预计国内钢铁需求提升幅度较为有限。

宏观的逆周期调节也在加大，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。同时，要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。

另外，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》。港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%。机场项目最低资本金比例维持 25% 不变，其他基础设施项目维持 20% 不变。其中，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过 5 个百分点。

与此同时，邯郸市再次发布重污染天气橙色预警启动 II 级应急响应，以上可看作是政策利好，需要关注市场情绪面的变化。若情绪面暂时性转好，不排除跌后企稳或小幅反弹的可能，但下跌趋势一旦形成，尤其是在供需预期发生根本性转变的情况下，若没有持续的特别大的利好支撑，大方向震荡趋弱的格局不会轻易转向。另外，中美贸易谈判高层保持沟通，最新的动向仍是关注焦点。

总体来看，短期钢材市场受库存持续去化，需求较好的影响走强，但季节性压力仍然不可忽视，而且产量仍然处在高位。明年需求虽然没有想象的悲观，但也可能还是要比今年差，这些因素未来仍然将制约钢材市场反弹高度。操作上，1 月合约逐渐回归基差修复行情，估计未来机会不会太大。5 月合约目前价位如果套保做空仍然不是理性价位，所以操作上暂时观望，如果出现较充分的反弹还是建议反弹后逢高做空。长期看需求淡季钢材市场仍然不乐观。

场外期权策略：观望。

### 铜

国家统计局发布经济数据：1-10 月房地产开发投资同比增 10.3%，前值 10.5%。1-10 月商品房销售面积同比增长 0.1%，增速今年以来首次由负转正，1-9 月份为下降 0.1%。1-10 月房地产开发投资较 1-9 月环比回落 0.2%，但依然保持两位数的强劲增长。在中央坚持“房住不炒”以及控制房价过快增长的政策框架

下，房地产的投资热情受到一定的影响，其次，环比回落也是由于临近年末，房企多注重资金回笼，投资端有适度收缩的意向，再次，去年10月份，房地产开发投资的基数较高，而今年10月环比虽有微降，但依然保持两位数的同比增速。预计今年最后两个月，来自季节性因素的影响将会使得该数据进一步缓慢回落。从1-10月的销售情况来看，数据的变动幅度虽然不大，但由负转正还是令市场感到一定的提振，符合我们跟踪楼市销售端的预期。进入十月，房企依然加大推盘和销售力度，欲加速回笼资金，降低楼盘库存。销售数据的积极变化也在一定程度上，使得开发投资数据得到较好的支撑，部分房企通过加速销售降库，从而有能力适当布局新的投资，加快现金流的周转效率并提升投资质量是当前楼市销售转好的一个重要原因。1—10月份，房地产开发企业土地购置面积18383万平方米，同比下降16.3%，降幅比1—9月份收窄3.9个百分点；土地成交价款9921亿元，下降15.2%，降幅收窄3.0个百分点。由此可见9月10月地方政府土地释放加快。

从新开工情况来看，前10个月，房地产开发企业房屋施工面积854882万平方米，同比增长9.0%，增速比1月份至9月份加快0.3个百分点。从施工和新开工的数据看，1月份至10月份的增速是明显加快的，特别是新开工增速较之1月份至9月份高出了1.4个百分点。可以看出房企仍然保持着较高的积极性，特别是加快了对存量土地资源的开发进度，这实际上也体现了经历前几个月的市场回款后，房企资金面得以改善，行业运行保持着常态。

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

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所以我们觉得铜市场仍然有可能处于震荡市之中。长期由于中国经济下行压力较大尤其是房地产需求将走弱是共识导致铜需求减弱承压，但逆周期调节政策及铜库存目前较低仍然对铜有支撑，但明年国际铜研究小组数据显示2020年过剩28万吨，而且近期看各个机构数据明年铜矿增量在40-50万吨，而需求则未必能增加这样的数额，导致过剩存在的可能性确实比较大。所以铜市场虽然不排除在中美签署协议的情况下出现一波反弹行情但总体后市仍然堪忧。操作上，反弹则逢高抛空对库存进行保值。短期波动有限投机者参与意义不大。

期权策略：暂时观望。

## 橡胶

进入12月，国外主产区供应高峰将退去，受降雨、病虫害影响产区供应不及往年，原料收购价格坚挺，国内云南、海南将停止割胶，供应边际收紧，需求端：国内汽车、重卡数据在政策刺激下存改善预期。

11月以来沪胶主力呈现震荡上行，一方面由于央行连续下调MLF与LPR，市场降息预期发酵，另一方面供需面阶段性改善，随着沪胶RU1911合约交割老仓单注销流入现货市场，远月期货合约库存压力减轻，同时主产区产量预期减少升温，国内云南、海南地区即将停割，供应压力减弱，而需求端在汽车消费政策预期下有望回暖。

由于20号胶也是天然橡胶的一种，其走势基本跟随沪胶走势，20号胶下游需求主要是轮胎，统计局公布的重卡、汽车市场销售正出现企稳回暖的迹象，近期工信部定调促汽车消费政策预期下，下游需求改善预期正逐步发酵。

1. 国外主产区供应不及往年，供应边际收紧

国外主产区原料供应不及往年，国内云南、海南将停割，供应压力有所改善。据 ANRPC,2019 年 7 月天然橡胶产量 102.13 万吨，1-7 月累计天然橡胶产量 607.93 万吨，低于 2018 年同期产量 668.17 万吨，主要是泰国、马来西亚、印尼三大主产区的橡胶树均遭受不同程度的真菌性病害影响，天胶产量较去年同期下滑。从 ANRPC 月度产量季节图看出，进入 12 月供应高峰将退去，东南亚主产区虽已进入季节性供应旺季，但受降雨、病虫害影响原料供应不及往年。

我国天然橡胶进口量同比增速下滑，混合胶再成为天胶进口最主要的品种。据金联创，2019 年 9 月我国天然橡胶（含乳胶、复合胶、混合胶）进口量为 42.87 万吨，同比下降 13.09%，1-9 月天然橡胶进口量为 371.49 万吨，同比减少 8.95%。其中，天然标胶进口占比 34%，较 8 月份下降 16 个百分点，混合橡胶进口占比为 49%，较 8 月份增长 12 个百分点，天然乳胶进口占比 13%，较 8 月份增长 4 个百分点，天然烟片胶进口占比 3%，较上月持平。沪胶 1911 合约交割老仓单注销，上期所库存压力减少。截止 11 月 22 日，上期所天然橡胶库存为 489541 吨，环比上期减少 1165 吨，较 11 月初 482173 吨上涨 1.5%。从上期所库存数据发现 2019 年累库速度较 2018 年显著放缓，随着沪胶 1911 合约交割，老仓单流入现货市场或将冲击现货市场，基差由走弱的可能，期货盘面仓单压力大幅减轻。

泰国东北部、北部、中部地区天气良好，天然橡胶产出正常，供应商已陆续开始计划储备原料库存，而泰国南部零星有雨，降雨密度高于去年同期，原料供应稍显偏紧，原料收购价格居高。泰国那拉提瓦府真菌病对橡胶市场影响有限泰国南部的一个重要橡胶产区那拉提瓦府 (Narathiwat) 的三个地区发现真菌病，树龄较大的橡胶树更容易感染这种疾病，最后 90% 的叶子会掉光，并影响其乳胶产出，市场预计此将影响受灾地区产量最高将削减 50%，据测算，那拉提瓦府 2018 年产量约为 20 万吨，按照泰国 2018 年产量 487.88 万吨，占比约 4%，此受灾地区产量占泰国总产量相对较小，同时暂时受灾影响范围没有进一步扩大，市场影响或有限。

据统计局，10 月汽车产量 229.5 万辆，同比下降 1.68%，环比增长 3.9%，10 月汽车销量 228.4 万辆，同比下降 4.03%，环比增长 0.59%，汽车产销数据同比增速均降幅收窄，环比涨幅回落；10 月我国重卡市场销售各类车型 91347 辆，环比增长 9.3%，同比增长 14%，重卡市场同比增速连续四个月增长；据乘联会，11 月前 17 日全国乘用车市场零售同比下降 13%，较 10 月同期降幅收窄 2%，乘用车数据稍有改善。

轮胎开工短期持稳，需求有所改善进入 12 月，北方秋冬季大气污染防治严格，轮胎需求有所抑制，近期山东淄博等地发布重污染橙色预警，并启动 II 级响应方案，多数轮胎厂开工已处较低水平，近期小幅度限产对该地轮胎厂开工影响不大，装置开工持稳。截止 11 月 22 日，全钢胎开工率为 67.58%，环比上升 0.38%，半钢胎开工率为 67.31%，环比下滑 0.26%。2019 年 10 月我国橡胶轮胎外胎产量为 7128.9 万条，当月同比增速 3.4%，较前值下降 3 个百分点，2019 年 1-10 月橡胶轮胎外胎产量累计 70328.5 万条，累计同比增速 2.5%，较前值上涨 1 个百分点，2019 年以来我国轮胎产量月度增速或随经济政策因素出现波动，但累计产量增速出现明显改善，或由于轮胎企业原材料价格低迷，而轮胎产品价格提价导致轮胎企业的盈利改善，企业逐步加大对轮胎的生产。

目前沪胶依旧处于供需两弱的局面中，反弹受阻后橡胶期货可能仍然处于宽幅震荡行情之中。主要是由于需求不给力难以向上大幅突破。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

近期，PTA 由于现货偏紧而走出一轮小幅反弹行情。从供给端来看，海南逸盛、嘉兴石化等大产能 PTA 装置在本周一均已重启，新风鸣 110 万吨/年的 PTA 装置将于 11 月底试车投产，现货偏紧将逐步得以缓解；从需求端来看，今日下游聚酯企业公布月底检修计划，需求有走弱预期。

短期 PX 价格因油价坚挺。截至 11 月 25 日，PX cfr 中国价为 793.25 美元/吨，较 11 月中旬 787.25 美元/吨的水平有所上涨。PX 此轮上涨主要是因为亚洲 PX 检修较多，装置负荷低位，现货偏紧，在“PX-Nap”已被压缩至 236 美元/吨的历史低位，随着原油价格偏强运行，PX 价格随之上涨。打开 APP 阅读最新报道

短期 PX 价格因油价坚挺。截至 11 月 25 日，PX cfr 中国价为 793.25 美元/吨，较 11 月中旬 787.25 美元/吨的水平有所上涨。PX 此轮上涨主要是因为亚洲 PX 检修较多，装置负荷低位，现货偏紧，在“PX-Nap”已被压缩至 236 美元/吨的历史低位，随着原油价格偏强运行，PX 价格随之上涨。

中远期看，PX 进一步上涨空间有限。从供给来看，恒逸文莱 150 万吨/年在 11 月初投产后，目前负荷 6-7 成，拟于近期提升至 8 成，预计本月底第一批 PX 成品将抵港。此外，青岛丽东 100 万吨/年的 PX 装置于 11 月 7 日停车检修，计划于 11 月底重启。因此，预计月底附近 PX 现货偏紧将逐渐扭转。从“PX-Nap”价差来看，尽管当前该价差已被压缩至 236 美元/吨的历史低位，但中远期来看，2019 年底至 2020 年，PX 合计有 880 万吨/年的产能投放计划，且考虑到炼化一体化装置成本具有极大的优势，“PX-Nap”价差仍有小幅的压缩空间，这也是未来 PTA 价格下滑的空间之一。

10 月 PTA 装置检修增多导致现货短期偏紧。10 月份以来，为对冲新凤鸣 220 万吨/年的 PTA 装置投产带来的供应冲击，PTA 装置检修增多。其中，恒力石化（2#220 万吨/年）、汉邦石化（2#220 万吨/年）等大厂装置纷纷开启检修。由于新凤鸣在 10 月底投产后只开启了 110 万吨/年的生产线，另外 110 万吨/年的生产线计划 11 月底投产。因此，10 月以来的 PTA 检修潮不仅抵消了新增产能的影响，在下游聚酯需求尚可之下，出现了 PTA 社会库存下降的情况。截至 11 月 22 日，PTA 社会库存为 129.7 万吨，环比前周下降了 2.11%，同比去年增加了 69.19%。库存持续下降之下造成了近期现货偏紧的局面。

新凤鸣月底试车大厂装置陆续重启，PTA 现货偏紧将逐步缓解。根据目前 PTA 装置的运行状况来看，近期 PTA 供应有望逐渐提升。首先，海南逸盛 200 万吨/年的 PTA 装置于周一提前重启、嘉兴石化 150 万吨/年的 PTA 装置于周一重启、亚东石化 70 万吨/年的 PTA 装置计划于 11 月 27 日重启、新凤鸣 110 万吨/年的新增 PTA 产能预计于 11 月底投产。因此，在上述装置重启、投产的预期下，PTA 供应有望逐步恢复，现货偏紧现状将得到缓解。

需求端：聚酯检修预期升起 需求将逐步走弱。聚酯生产利润分化，多数长丝品种效益尚可。目前，在聚酯产品中，除了聚酯切片和涤纶长丝 FDY 处于亏损状态外，聚酯瓶片、涤纶长丝 POY、涤纶长丝 DTY 都处于盈利状态。这主要是因为，前期 PTA 价格大幅下跌，对聚酯而言，在原材料成本下降之下，其生产效益得以改善。因此，原本市场预期的 10 月下旬开始聚酯负荷逐步走弱的现象并未发生。

聚酯生产利润分化，多数长丝品种效益尚可。目前，在聚酯产品中，除了聚酯切片和涤纶长丝 FDY 处于亏损状态外，聚酯瓶片、涤纶长丝 POY、涤纶长丝 DTY 都处于盈利状态。这主要是因为，前期 PTA 价格大幅下跌，对聚酯而言，在原材料成本下降之下，其生产效益得以改善。因此，原本市场预期的 10 月下旬开始聚酯负荷逐步走弱的现象并未发生。

终端坯布库存小幅累积，织机负荷 12 月开始或逐步走弱，聚酯向上负反馈有望逐步开始。截至 11 月 25 日，盛泽地区坯布库存至 38.5 天，这意味着终端结束了缓慢去库，转为小幅累库。一般而言，目前终端正在赶制国外圣诞节订单，但是 12 月开始随着订单的逐步减少，对应江浙织机负荷有望开始下降。织机负荷的下降将导致聚酯装置负荷的下降，最终导致 PTA 需求走弱。

聚酯减产 PTA 反弹或至尾声。终端坯布库存小幅累积，织机负荷 12 月开始或逐步走弱，聚酯向上负反馈有望逐步开始。截至 11 月 25 日，盛泽地区坯布库存至 38.5 天，这意味着终端结束了缓慢去库，转为小幅累库。一般而言，目前终端正在赶制国外圣诞节订单，但是 12 月开始随着订单的逐步减少，对应江浙织机负荷有望开始下降。织机负荷的下降将导致聚酯装置负荷的下降，最终导致 PTA 需求走弱。

12月下旬聚酯负荷或将大幅走弱。聚酯原本在10月下旬检修增多的预期因原材料和终端表现而有推迟,根据目前装置的检修计划显示,本周开始聚酯检修增多,尤其在12月下旬至1月,聚酯装置有大面积的检修计划,因此我们预计12月下旬至1月,聚酯负荷将大幅走弱,PTA需求也将随之走弱。

成本支撑作用显现。在目前PTA加工费处于低位的情况下,成本对于PTA的支撑作用将逐渐显现,在成本重心不下移的前提下,PTA价格将相对抗跌,下行空间较小。从成本端来看,由于OPEC将在12月初召开部长级会议,市场预期OPEC将出台力度更大的减产政策,加之美国活跃钻井数持续下降、库存增幅不及预期、取暖油消费进入旺季,原油价格将保持相对强势。

**目前PTA已经到达低位收到成本支撑,但由于增加新产能投放PTA期货上方仍然压力较大,中短期期货价格可能要进入横盘震荡阶段,操作上等待突破,暂时观望。**

## 乙二醇

现货市场:乙二醇受港口封航和沙比克4.7万吨船货不达标影响而上涨,因聚酯减产计划而下降。港口封航一般是短期性行为,随着天气转好,封航即可解除。而船货污染事件是由于沙比克4.7万吨的船货因为装有混合芳烃没有洗干净船舱,导致昨日在宁波卸货后检测出紫外线透光率指标超标,预计该批船货或将无法用于聚酯,聚酯要用也必须掺杂着用,因此短期该批货物无法卸进罐区。后续高到货预期对市场形成较强压力。

从需求来看,聚酯工厂目前陆续公布减产计划,减产从本周开始,但聚酯负荷大幅降低将在12月中下旬表现出来。因此,从供需来看,短期因为沙比克船货污染,下游聚酯负荷尚未大幅降低,乙二醇现货供需矛盾不突出,低库存支撑下或偏强运行。考虑到后期船货到港压力仍不减。

EG供应方面,河南新乡20万吨合成气制EG装置近日临时停车、预计持续一个月左右,国内负荷仍处较高水平,大连90万吨EG新装置12月附近预期逐步试车开启,未来关注EG利润变化与新装置投放进度。

**乙二醇市场近期低位震荡反弹,主要是港口库存持续去化导致库存较低所致。但由于后期新增产能投产导致供需关系压力会增加,反弹也不宜过高,但1月合约要考虑在低库存下交割货源是否充足问题。操作上,目前位置不建议继续追涨,中期看,市场仍然将处于低位区间震荡行情之中。策略上以低位区间震荡看待。**

## 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