

## 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 12 月 4 日消息：巴西农业产区天气继续改善，不过情况依然不均衡，巴西中南部部分地区和东北地区干燥。巴西天气的天气改善足以使得状况从中性到偏差到目前的基本中性。只要剩余时间天气良好，巴西晚播大豆仍有望取得不错的单产。大豆播种耽搁的最大影响是第二季玉米播种。巴西 2019/20 年度大豆播种工作已经完成 88 到 90%，相比之下，上年同期为 93%，五年平均进度为 85%。马托格罗索州和帕拉纳州的大豆播种工作已经基本完成。巴西东北部和南部还有一些大豆播种工作尚未完成。

在马托格罗索州，2019/20 年度大豆播种工作基本完成。巴西部分最早播种的大豆作物集中在西部的 Sapezal 地区。虽然播种季节开始时天气不稳定，但是农户仍预计大豆单产不错，将达到每公顷 55 袋左右，约合每英亩 49 蒲式耳。收割工作将于 1 月初开始。该地区收获大豆后，几乎全部种上第二季玉米或棉花。

帕拉纳州农村经济厅 (Deral) 称，帕拉纳州大豆播种完成 98%，出苗率为 4%，84% 的大豆已经进入生殖生长期，11% 进入花期，1% 进入鼓粒期。4% 的作物状况糟糕，19% 正常，77% 良好。在帕拉纳州中东部的 Castro 地区，大豆播种进度慢于正常，不过大豆作物长势正常。Castro 农村社团主席预计大豆单产在每公顷 66 袋，约合每英亩 58 蒲式耳，这将高于上年因干旱减产的水平。当地农户已经预售了 25% 的大豆，相比之下，上年同期为 19%。近来价格在每袋 85 雷亚尔，约合每蒲式耳 9.65 美元。

南里奥格兰德州农业研究机构 Emater 称，南里奥格兰德州大豆播种工作已经完成了 72%，相比之下，上年同期为 84%，五年平均进度为 80%。大豆播种进度比一周前提高 19%，目前大豆作物处于生殖生长期。过量降雨造成部分大豆播种耽搁。例如在 Sao Pedro do Sul 地区，大豆播种完成 50%，相比之下，上年同期为 80%。南里奥格兰德州相当一大部分比例的大豆作物是在小麦收获后种植的双季作物，目前小麦收割工作已经完成。即使该州大豆播种出现耽搁，但是农户仍预计大豆单产不错。他们非常满意当前的大豆价格，约为每袋 80 到 82 雷亚尔，约合每蒲式耳 8.85 美元到 9.10 美元。

12 月 5 日消息，芝加哥期货交易所 (CBOT) 大豆期货周四上涨，交易商表示，大豆跟随豆粕市场上涨 1.7% 的强势。豆粕期价上涨至近两周高位，因担心全球供应趋紧。美国农业部 (USDA) 周四公布，民间出口商报告向未知目的地出口销售 24.5 万吨大豆，其中 12 万吨 2019/2020 市场年度付运，另外 12.5 万吨 2020/21 市场年度付运。这也支撑大豆价格。但美国农业部发布利空的周度出口销售数据，以及中美贸易磋商相互矛盾的信号抑制大豆涨势。美国农业部公布的出口销售报告显示，11 月 28 日止当周，美国大豆出口销售合计净增 68.38 万吨，为六周低点，略低于市场预估的 70-130 万吨，较之前一周减少 59%，较前四周均值减少 55%。

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。

中美贸易谈判仍然没有明确的结果，如果签订第一阶段贸易协议则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。操作上目前技术状态下观望等待中美谈判情况。

期权策略： 观望。

### 棉花

行业：截止 12 月 5 日郑棉已经生成的仓单有 20603 (+606) 张，有效预报量为 4752 张，合计折合棉花 101.4 万吨。截止 12 月 3 日新疆累计加工棉花 360.2 万吨，其中地方加工量累计 226.8 万吨，兵团累计加工量为 133.4 万吨。由于今年春节在 1 月份，轧花厂都加快进度加工籽棉。今年新疆棉花质量下降，且收储以高等级棉花为主，因此越到后期高等级棉花价格预计将越强势。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 200 万吨左右，预计新疆能够做成仓单的大部分会做成仓单。

2019 年度新疆棉轮入方面，12 月 4 日新疆棉轮入上市数量 7000 吨，实际成交 6560 吨，成交率 93.71%，平均成交价格 13146 元/吨，较前一日下跌 86 元/吨，其中新疆库成交 200 吨，内地库成交 6360 吨。受郑棉价格走弱影响，近两天储备棉成交率上升，竞拍交内地库的企业增加，预计今明两天交储量仍不小。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。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，下游市场的压力不减。此外企业积极交储也体现出棉花现货销售压力大。

11 月，澳大利亚新南威尔士州的降雨明显增多，但无法改变旱地田的灌溉，只是改善了土壤表层的水分，部分地区的集水量有所增加。当月降雨量最大地区的累计雨量在 30-50 毫米，其他地区在 20 毫米以下。上周，澳大利亚新南威尔士州和昆士兰州有几场阵雨，但总的来说棉花产量估计仍只有不到 70 万包。目前，澳棉销售非常平静，2020 年的出口报价基差在 1365 点，大部分未售库存都在中国保税区。由于后续供应紧张，目前澳棉的亚洲报价基差也很坚挺。

根据印度棉花公司统计，截止 2019 年 12 月 3 日，印度棉花公司共收购 2019/20 年度棉花 750200 包棉花（折合 12.75 万吨）。其中特伦甘纳邦收购量最大，收购 465000 包棉花（折合 7.9 万吨）。

12 月 4 日新疆棉轮入上市数量 7000 吨，实际成交 6560 吨，成交率 93.71%。平均成交价格 13146 元/吨，较前一日下跌 86 元/吨；成交最高价 13319 元/吨，与前一日持平；成交最低价 12939 元/吨，较前一日上涨 60 元/吨。其中新疆库成交 200 吨，内地库成交 6360 吨。

12 月 3 日，河北衡水地区籽棉收购价小幅回落，籽棉主流收购价 3.0-3.1 元/斤（衣分 40%，回潮率 12%），较上周五 3.15 元/斤的最高收购价格小跌 0.05 元/斤，部分 200 型轧花厂也同步将籽棉收购价格下调 0.05 元/斤左右，200 型小厂以收购正喷花（10-11 月收获、品质最好的新花）为主，主流价格水平在 2.85-3.05 元/斤，相比 400 型轧花厂价格低 0.05-0.1 元/斤。现今当地皮棉报价在 13000-13100 元/吨，品质特别好的皮棉报价也仅在 13400 元/吨左右，维持弱势平稳，但因为下游厂家拿货消极。

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

2019/20 年制糖期截至 2019 年 11 月底，北方甜菜糖厂已有 3 家收榨，南方甘蔗糖厂相继开机生产。全国已经开工生产的糖厂有 86 家，比上制糖期同期多开工 35 家。截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计产糖 127.26 万吨（上制糖期同期产糖 72.68 万吨）。其中，产甘蔗糖 37.5 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 5.28 万吨）；产甜菜糖 89.76 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 67.4 万吨）。

截至 2019 年 11 月底，本制糖期全国累计销售食糖 56.85 万吨（上制糖期同期 32.12 万吨），累计销糖率 44.67%（上制糖期同期 44.19%），其中，销售甘蔗糖 21.62 万吨（上制糖期同期 4.01 万吨），销糖率 57.65%（上制糖期同期 75.95%）；销售甜菜糖 35.23 万吨（上制糖期同期 28.11 万吨），销糖率 39.25%（上制糖期同期 41.71%）。

泰国和澳大利亚受长时间干旱天气影响，面积减少，单产降低，印度主要蔗区受洪涝灾害及制糖比例降低等不利影响，本榨季上述三国蔗糖产量将减少。巴西气象条件较好、单产提高，种植面积略减，蔗糖产量持平。预计 2019/2020 榨季，泰国、澳大利亚和印度蔗糖产量分别为 1250、455 和 2750 万吨，比上榨季分别减少 14.3%、3.7%和 19.9%；巴西蔗糖产量为 2950 万吨，与上年持平。

预计 2019/2020 榨季中国蔗糖产量与上年比减少。

中国蔗糖主要产自广西、云南、广东、海南等地，其中广西蔗糖产量约占全国蔗糖总产量的三分之二。11 月上旬以来，中国各蔗区甘蔗陆续进入成熟砍收期，部分糖厂已开榨，本榨季将持续至 2020 年 4 月。

卫星遥感长势监测结果显示，10 月下旬我国大部蔗区甘蔗长势同比以中等偏差为主；田间调查发现，后期干旱导致部分蔗区蔗茎出现蒲化、红心现象，长势较差，与卫星遥感监测结果一致。综合分析 2019 年我国甘蔗种植以来气温、光照、降水等农业气象条件以及卫星遥感监测、实地调查和产量预报模型预报结果，预计 2019/20 榨季我国甘蔗单产比上年度减少 5.1%，种植面积减少 1.9%，总产减少 6.9%；全国蔗糖产量约为 885 万吨，比上年度减少约 60 万吨，降幅为 6.3%。

预计 2019/2020 榨季印度、泰国、澳大利亚将减少，巴西蔗糖产量持平。

巴西蔗糖产量持平。巴西甘蔗主要种植于中南部（全国总产量 85%以上），每年 2-3 月播种，次年 6-10 月收获。2018 年 6-9 月，巴西中南部大部蔗区晴雨相间，降水量比常年同期略偏少，对甘蔗茎伸长略有不利；2019 年 2-3 月的季节性强降水过程缓解了 2018 年 12 月至 2019 年 1 月的旱情，4 月份的持续降水和 5-6 月的阵性降水为甘蔗生长补充了水分，6 月后总体干燥的气候条件利于甘蔗的收榨工作。受国际糖价持续走低影响，甘蔗制糖比例低于去年。预计 2019 年巴西甘蔗单产比上年度增加 3.7%，种植面积下降 1.3%，总产略增 2.4%；蔗糖产量为 2950 万吨，与上年度（2950 万吨）持平。

印度蔗糖产量大减。2019 年印度季风降水有所推迟，5-7 月总体气象条件良好，利于甘蔗的播种、出苗和正常生长，8-10 月约占全印蔗糖产量 80%的北方邦、马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦三邦降水异常偏多，导致洪水泛滥，蔗田大面积受损，各邦甘蔗可收获面积均大幅减少。且印度政府批准提高乙醇汽油的采购价格，促使更多的甘蔗用于乙醇生产，蔗糖产量进一步减少。卫星遥感监测显示，印度北方邦 10 月下旬甘蔗长势同比以中等稍偏差为主（图 2），其中 18.5%的甘蔗长势好于去年，55.3%与去年持平，26.2%不如去年。预计 2019/20 榨季印度甘蔗单产比上年度减少 2.7%，面积减少 16.2%，总产减少 18.5%；蔗糖产量 2750 万吨，比上年度（3430 万吨）减少 19.9%。

泰国蔗糖产量大减。2019 年 1-3 月泰国大部地区降雨量较常年偏少 4-7 成，影响甘蔗的播种和出苗；5-7 月东北部和中部主要蔗区降水量较常年偏少 2-4 成，持续的干旱天气将导致甘蔗产量降低。受干旱天气和国际糖价低迷影响，甘蔗种植面积较去年减少一成左右。预计本榨季泰国蔗糖产量将减少。卫星遥感监测显示，泰国 2019 年 10 月下旬甘蔗长势同比以中等偏差为主。其中 2.5%的甘蔗长势好于去年，57.0%与

去年持平，40.5%不如去年（图3）。预计2019/20榨季泰国甘蔗单产比上年减少5.4%，面积减少9.9%，总产减少14.8%；蔗糖总产1250万吨，比上年度（1458万吨）减少14.3%。

澳大利亚蔗糖产量减少。澳大利亚甘蔗主要种植于昆士兰州东部和新南威尔士州东北部沿海地区，每年10-11月播种，次年6-11月收获。2018年10月至2019年5月期间，大部时段光、温、水条件总体利于甘蔗分蘖、生长、茎伸长及后期糖分转化、积累。其中2019年3月季风带来的强降水过程缓解了甘蔗主产区1-2月因降水偏少、气温偏高造成的旱情；但进入4月后降水持续偏少，旱象又生，特别是7-9月甘蔗主产区大部的降水不足常年平均的25%，严重地影响了甘蔗最终产量。目前澳大利亚甘蔗收获已进入尾声。预计2019年澳大利亚甘蔗单产将比上年度减少3.3%，种植面积减少1.3%，总产减少4.6%；蔗糖产量455万吨，比上年度（472.5万吨）减少3.7%。

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增加5.57万吨至289.9万吨（近10年最低284万吨），同比去年高0.82万吨；钢厂库存上升11.56万吨至201.35万吨（历史最低153万吨），同比去年高19.25万吨。合计库存上升17.13万吨。本周产量环比上升6.98万吨至363.19万吨（去年同期产量338.13万吨）。利润刺激产量环比继续上升，同比涨幅也较大；库存环比也首次出现回升，但总体库存水平仍处绝对值低位。

从该数据的环比变动情况来看，本周螺纹钢社库存止跌转升，虽然环比增幅并不大，但从定性的角度而言，属于数据面很明显的拐点信号。冬季，需求受气温下降而出现季节性萎缩，钢材市场将开始进入到垒库阶段，且由于十一月全国钢价不同程度地普涨，导致当前有估值回归的需要。和螺纹钢社库的表现一样，本周线材社会库存也出现了拐点信号，虽然库存环比微增，但终结了此前连续七周的降库。从调研了解的情况来看，近期多地的盘、线价格均有较大幅度的下调，与同品牌的三级大螺纹价差进一步收缩，而很多商家们多在钢厂下调价格之前便把盘螺和线材库存降了下来，所以本周来看，仅仅出现微增，符合预期。

11月份，全国多数地区钢价普遍强势拉涨，导致吨钢利润不断地走扩，因而在利润驱动的情况下，钢厂生产积极性随之大增，尤其短流程钢厂的开工率已是连续两周出现攀升促使本周周度产量延续趋势性上行。

总体来看，钢材市场毕竟淡季来临，从每天的销售数据看需求开始走弱，库存也开始积累，而且产量仍然处在高位。明年需求虽然没有想象的悲观，但也很难在今年基础上再有较大的增长，这些因素对未来需求淡季的钢材市场构成压力。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

财政部 12 月 4 日公布的数据显示，今年前 11 个月，地方债券发行 43244 亿元，完成全年发行任务的 99%，其中，发行新增专项债券 21297 亿元。随着今年新增债券发行渐近尾声，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。专家认为，随着 2020 年部分新增专项债的提前下达，预计明年初将迎来新增专项债的快速发行，将提振基建投资。

前 11 个月地方债新增债券合计发行 30366.34 亿元，占 2019 年新增地方债发行限额的 98.6%，今年新增地方债发行限额并未使用完毕。其中，新增一般债合计发行 9073.68 亿元，剩余 150.37 亿元尚未使用，完成进度 97.56%；新增专项债合计发行 21213.96 亿元，完成进度 98.68%。分地区来看，湖南、青岛新增债券额度剩余较多，分别为 81.47 亿元及 40 亿元，而江西、福建、广东、贵州、海南、江苏、陕西、上海、深圳等 20 个地区的全年新增限额已经使用完毕。

从专项债券来看，安徽、云南、广西、福建、广东、贵州、海南等 29 个省份及地区的全年新增专项债券额度已经使用完毕，山东发行的新增专项债超过全年限额。截至 9 月 28 日，仅山东省新增专项债发行规模超过今年新增专项债限额，使用往年额度的比例为 6.57%，目前来看，2019 年利用未使用专项债限额情况相对较少。

11 月 27 日，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%。财政部要求，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。

2019 年开始，地方专项债的发行时间就有所提前。从投融资角度看，提前下达部分专项债发行计划，一个作用是协助地方政府做好建设资金的提前安排，而同时也可以匹配金融机构上半年资金面相对宽松的基本面，使地方政府整体融资成本降低。此外，因新时期的专项债可兼顾项目资本金的筹资作用，所以，提前下达任务，有利于地方政府获得充分的时间对新品类的债券服务于不同类型项目之可行性进行分析、论证。

11 月 30 日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。11 月份，制造业 PMI 为 50.2%，连续 6 个月低于临界点后，重回扩张区间，处于年内次高点。非制造业商务活动指数为 54.4%，处于 4 月份以来的高点。11 月份 PMI 指数出现较为明显的回升，重新回到荣枯线以上，表明经济运行开始显露由降转稳迹象。非制造业在供需回升带动下，企业信心有所增强，对未来市场预期趋于乐观。

从 13 个分项指数看，同上月相比，生产指数、新订单指数、新出口订单指数、采购量指数、进口指数、原材料库存指数、供应商配送时间指数和生产经营活动预期指数上升，指数升幅在 0.4 至 2.9 个百分点之间；产成品库存指数、购进价格指数、出厂价格指数下降，指数降幅在 0.3 至 1.4 个百分点之间；积压订单指数和从业人员指数与上月持平。

11 月制造业 PMI 的回升总体上略超市场预期。11 月的 PMI 数据反映了三点信息：一是经济边际上在企稳，供需两端都有小幅改善，但需求端改善可持续性存疑，有待进一步确定。二是内外需改善中，内需改善强于外需，结合细分项数据来看，主要是建筑活动所拉动的。三是 PMI 超预期反弹，除了基本面弱改善之外，可能的原因还包括：10 月低基数的影响以及暖冬因素带来施工活跃的影响。

具体来看，11 月 PMI 分项数据反映出以下几点：首先，制造业去库进程延续，产成品库存下降，原材料库存小幅回升，体现了当前制造业位于被动去库。其次，出厂价格和原材料购进价格两大价格指数回落，体现需求端改善的可持续性仍然需要确认，我们倾向于认为改善是结构性的，且 11 月 PPI 环比仍然面临压力。此外，进出口指数回升，出口与海外圣诞订单增多有关，进口与内需改善方向一致，年内后两个月贸

易基数都比较低，进出口大概率都会出现出边际改善。最后，分企业规模来看，大中小型企业均回升，但仅大型企业位于荣枯线上，中小企业持续位于荣枯线下。从各个分项 PMI 来看，只有建筑业基本持平季节性，其他各个分项都弱于季节性。因此综合观察，经济动能的修复相对较弱。

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。中美经贸磋商 近期消息反复迷离，但总体仍然认为在不远将来签署第一阶段贸易协议的可能性较大。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

泰国计划削减橡胶树种植面积 21%。据泰国 12 月 4 日消息，泰国政府女发言人 Rachada Dhnadirek 周三称，泰国内阁已经批准一项为期 20 年的计划，按照该计划，期间该国削减橡胶树种植面积 21%，以将橡胶出口额提升逾两倍。泰国是全球最大的天然橡胶生产国和出口国，该国的橡胶产出大约占全球总量的 40%，但是泰国胶农近年来抑制深受需求下滑导致的胶价低迷之苦。

Rachada Dhnadirek 称，未来提升橡胶价格，泰国政府已经指定了一个至 2036 年的橡胶目标价格的规划。这些目标包括到 2036 年，将国内橡胶树种植面积削减 21%，自 2016 年的 2330 万莱（373 万公顷）削减至 1840 万莱；并将天然橡胶和橡胶产品的出口额自 2500 亿泰铢（82.8 亿美元）提升至 8000 亿泰铢（265.0 亿美元）。泰国政府还希望在上述 20 年内将每莱橡胶园的平均收入提升 65%，将每莱橡胶单产提升 60%，同时还增加国内橡胶消费量占比至 35%，目前约为 13.6%。数月前泰国政府已经采取措施来促进橡胶出口，该国自 5 月未开始削减橡胶出口量，为时四个月至 9 月末，这也是该国提振国际橡胶价格计划的一部分。

泰国商务部长 Jurin Laksanawisit 上周曾表示，该国近期已经签订橡胶出口协议，价值 340 亿泰铢（11.3 亿美元）。他还表示，该国在上周举行的为期三天的橡胶出口展中还签订了 14 万吨橡胶产品的出口协议，价值 80.7 亿泰铢。

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。

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。

沪胶在消息刺激下及季节性供应趋弱的支撑下继续反弹。但由于需求不给力向上大幅突反弹的持续性存疑，而且泰国的计划过于长远对短期影响有限。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

目前 PTA 整个产业上游都在扩张，而终端的需求一直不景气，这种情形下，依靠变化莫测的原油市场和个别装置检修一两周对市场预期也不会有太大的影响。虽然昨日 PTA 在原油反弹的带动下出现小幅反弹，但持续性值得怀疑。

今年 PTA 价格不断创出新低，PTA 价格重心下移的原因十分明显，主要是大量 PTA 新装置、尤其是大炼化配套 PX 新装置年内持续投产。PTA 新投产装置开车及计划投产，供应格局由紧平衡转为过剩

截止目前，国内 PTA 产能增加到 5170.5 万吨，逸盛、恒力、福海创三大企业占现有产能逾 52%，国内 PTA 产业完成了主导权从国企向民企的反转，市场从供不应求到供过于求反转。

听闻 2019 年年底仍有 480 万吨(恒力 250 万吨、中泰 120 万吨、新凤鸣 110 万吨)的新装置投产，届时 2019 年年底国内 PTA 产能将达到 5650.5 万吨，产能回归过剩局面指日可待。

1、四川能投化学 PTA 装置于 2019 年 5 月底投产。5 月 22 日，四川能投化学新材料 PTA 项目正式投产，这是我市工业行业的一件大事，将为我市打造油气化工千亿产业集群打下了坚实基础。该项目位于南充经济开发区，是西部地区第二套大型 PTA 项目装置，总投资约 45 亿元，占地约 960 亩，PTA 年产量可达 100 万吨，年产值约 60 亿元。

2、新凤鸣独山能源 PTA 一期 220 万吨项目顺利投产。10 月 30 日 5 点 08 分，独山能源 PTA 一期装置正式投入运行，新凤鸣集团迈出了产业链整合的全新一步!独山能源是新凤鸣首个向上游延伸的项目，从无到有，克服种种困难，经过前期的设备安装、单机调试、联动调试等阶段，终于，一期项目在今日整装出发!

3、中泰石化 120 万吨 PTA 项目计划试车。2019 年 8 月 23 日，新疆库尔勒中泰石化有限责任公司 120 万吨 PTA 项目建设进展顺利，该项目建设正在加速推进，预计于 9 月 30 号进行机组联动试车，12 月 20 号前后进行投料试车。

4、恒力石化一套 250 万吨 PTA 装置计划 2019 年年底投产。恒力石化一套 250 万吨 PTA 装置计划 2019 年年底投放到市场，另外一套 250 万吨 PTA 装置计划 2020 年投放到市场。

5、荣盛石化：关于投资建设年产 600 万吨 PTA 工程的公告。2019 年 9 月 18 日，荣盛石化针对计划建设年产 600 万吨 PTA 项目工程发布公告，为进一步增强公司完善的产业链优势和提升市场竞争力，扩大公司产品的市场规模，降低产品的单位成本，荣盛石化股份有限公司子公司浙江逸盛新材料有限公司拟投资建设“年产 600 万吨 PTA 工程”，项目分两期实施，项目预计总投资 67.31 亿元。

6、总投资近 600 亿！久泰集团将在内蒙古新建 240 万吨/年 PTA 装置。据久泰集团官网 9 月 6 日报道，内蒙古久泰新材料有限公司拟在内蒙古自治区呼和浩特市托克托工业园区建设内蒙古久泰新材料有限公司乙二醇配套聚酯新材料产业技术升级示范项目。从公告中可以发现，项目总投资近 600 亿，将新建 240 万吨/年 PTA 和 60 万吨/年聚苯乙烯等装置。

聚酯产能投放难掩 PTA 产能过剩风险，PTA 的漫漫跌势或许远还没结束！从聚酯行业的利润分配来看，PTA 加工费已经下降至 500 元/吨以内，部分装置的 PX 加工已经进入亏损区间，并且接近历史最低，不排除在悲观预期之下，PX 及 PTA 加工费再创新低。

另一方面，在 PTA、MEG 等产品价格低廉的情况之下，聚酯产能在 2020 年也有扩产能的计划。据统计，2020 年新投产聚酯产能预计达到 515 万吨，对应 PTA 的需求新增 430 万吨左右，远远小于 2020 年计划投产的 PTA 产能 1530 万吨。成本下行、加工费下行，将导致 PTA 价格重心下行较难发生逆转。

目前 PTA 已经到达低位受到成本支撑,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，操作上等待反弹逢高做空，目前区间震荡暂时观望。

## 乙二醇

现货市场近期港口到货逐步恢复正常，供应偏紧预期得到一定缓解，市场价格重心缓慢下移为主。近期由于港口库存低位，现货偏紧，价格坚挺之下乙二醇走出一轮反弹行情。低库存为 EG2001 合约提供了很好的反弹契机。但目前已至高位，且临近移仓换月，期价向现货价靠拢，因此预计 01 合约短期较为坚挺，只有等待现货价格松动时其才有下探的机会。

对于 EG2005 合约，基本面与 1 月合约可能有一定差异。未来新的产能投产对 05 合约压力更大。而且但需要注意的是，当前时点距离 5 月仍有很长的时间，基本面毕竟长期供应压力明显。

目前来看，港口发货已较为顺畅，且市场消息，一艘载有约 5 万吨乙二醇的大船周三已至太仓港口，若卸货顺利，周四港口库存数据或有体现，或小幅累库。按照当前张家港、宁波未来一周的天气预报情况，未来一周港口天气较好，预计入货发货顺畅。据悉下周船货到港预报仍较多在 23-24 万吨附近，港口供应有望恢复正常。

乙二醇市场近期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