

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

✉:shenexian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

上周五晚间，USDA 供需报告显示：美豆产量 35.58 亿蒲（预期 35.19、上月 35.50、上年 44.28）；单产 47.4 蒲（预期 46.6、上月 46.9、上年 50.6）；收获面积 7500 万英亩（预期 7560、上月 7560、上年 8760）；期末库存 4.75 亿蒲（预期 4.32、上月 4.75、上年 9.09）。巴西产量预估维持上月预估 12300 万吨，阿根廷产量亦维持上月预估 5300 万吨。虽然美豆收割面积略有下调但单产意外上调导致美豆产量预估最终有所调高，这也掩盖了期初库存调低的利好影响，同时结转库存预估亦在压榨及出口均维持不变情况下稍高于此前市场预期，本次报告对大豆影响略偏空。

USDA 报告利空，但是，周五晚间美豆整体走势并没有受到 USDA 报告太大的影响，收盘反而上涨。美豆之所以如此强劲，主要有以下几点原因：其一，当仁不让的即为中美贸易战乐观前景的预期，中国商务部表示中方应美方邀请将于 1 月 13 日-15 日访问华盛顿，与美方签署第一阶段经贸协议。毕竟自中美贸易关系突破实质性的进展以来，中国也已经减少了向其他国家进口的数量，比如巴西，据巴西贸易部发布的数据显示，2019 年 12 月份中国买入 300 万吨巴西大豆，同比减少 27%。12 月份巴西大豆出口总量为 344 万吨，同比减少近 16%。船运公司 Cargonave 的数据显示：巴西 1 月对中国的大豆出口量料降至 2019 年 1 月水平的一半左右，这表明中美之间即将签署贸易协定令巴西大豆贸易承压。根据截至 1 月 31 日的运输时间表，从巴西港口发往中国的大豆船货总计约为 80 万吨，远低于去年同期的 140 万吨。其二：最新周度出口数据显示，中国继续进口美豆，截至 2020 年 1 月 2 日的一周，美国当周出口量为 1,118,800 吨，虽比四周均值低了 8%，但比上周高出 4%。主要目的地包括中国(353,800 吨)，埃及(128,500 吨)，墨西哥(102,500 吨)，印度尼西亚(98,100 吨)，以及德国(75,800 吨)。数据显示，上周中国进口美豆的数量明显要高于其他国家，由此也可以反应出来中美贸易前景的乐观性。在中美贸易将签订第一阶段协议消息出台后，美国商品期货交易委员会（CFTC）的报告显示，截至周二的一周，投机基金在大豆期货和期权市场继续减持空单，持仓从净空单转为净多单。截至 2019 年 1 月 7 日，投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货以及期权部位持有净多单 1,159 手，上一周是持有净空单 3,159 手。这也是连续第四周减持空单，可见市场乐观情绪也在蔓延。另外，还有一则消息，美国农业部表示，将对北部五州的农户重新进行调查，因为恶劣天气造成许多耕地无法收获。这也令 2019 年美国玉米和大豆产量规模仍存在不确定性。其三：布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布报告，将阿根廷大豆播种面积调低到 1750 万公顷，比早先预测值调低 1.12%，因为部分产区天气干燥。此外，在近期出现一些有利的降雨后，巴西东北部地区再度变得较为干燥。12 月的炎热干燥天气预期将令作物产量不及预期。而 2019 年 12 月 15 日，阿根廷新政府发布政令，提高了大豆、小麦和玉米的出口税，此举旨在扩大税收收入以避免即将到期的庞大主权债务上违约。大豆、豆油和豆粕的出口税从当前的 25%左右提高到了 30%，玉米和小麦的出口税从 7%左右提高到了 12%。牛肉出口税也从 7%提高到了 9%。随着税收的提高，其他加家如若进口，那么进口成本也将会随之提高，何况当前又是在市场预期阿根廷将减产的情况下。

中美贸易谈判已经正式签署了第一阶段贸易协定，未来中国势必大量进口美国农产品。在国内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，再加上中国将进口更多美国农产品，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。操作上市场仍然处于弱势，

目前技术状态下反弹逢高抛空或观望。

期权策略： 观望。

棉花

第七周 (1.6-1.10) 新疆棉轮入竞买最高限价 14107 元/吨 (标准级 3128B 价格)，较上周上涨 238 元/吨，储备棉竞买最高价已经连续调高，该价格收储对新疆许多轧花厂而言是盈利的。但是最近一段时间市场看涨情绪持续，部分棉花加工企业挺价、惜售较强，储备棉轮入竞拍仍然非常不积极，今天新疆棉计划轮入 7000 吨，实际成交 720 吨，成交率 10.29%，平均成交价格为本周最高限价 14107 元/吨。新花加工方面，截止 1 月 15 日新疆累计加工皮棉 494.9 万吨，同比增加 0.33%。仓单方面，截止 1 月 15 日郑棉已经生成的仓单有 32486 (+502) 张，有效预报量为 7099 张，合计折合棉花 158.3 万吨，郑棉价格大涨后流入仓单量大幅增加。

据海关统计，2019 年 12 月我国纺织品服装出口 249.5 亿美元，同比增加 7.9%。2019 全年我国纺织品服装出口 2719 亿美元，同比减少 2.2%。

本轮郑棉上涨，主要受美棉价格上涨影响，但是本轮下游消费并没有出现实质性的好转，部分地区棉纱价格虽然有提高，但是销售并没有好转，而且临近春节，消费预期下降，因此郑棉上涨乏力。今天中美第一阶段协议在美国签署，协议内容中涉及到农产品方面的在 2017 年基数之上，中国 2020 年自美采购和进口规模不少于 125 亿美元，这其中包括美棉，这对美棉市场来说的较大的利好。此外美国贸易代表办公室发文表示对中国的 3000 亿 4A 清单加征关税从 15%降至 7.5%正式将于 2 月 15 日生效。这对国内的棉花消费而言也是一个较大的利好，虽然短期内市场认为利多兑现，但是我们预计后面利好影响将慢慢凸显出来，因此长期来看是对郑棉的利好影响。

最近一周，印度棉纱价格止跌反弹，纱厂在近几周棉花价格上涨的带动下开始上调报价减少利润损失。印度棉花价格近日上涨的原因是印度棉花公司的收购和棉花出口增加。ICE 期货上涨使印度棉价格保持优势，S-6 价格近四周累计上涨 4.1%。印度纱厂再次面临出口需求下降而原料价格上涨的窘境，为此，纱厂突然上调了棉纱出口报价以减少利润损失。据悉，印度国内棉纱和混纺纱价格都有所上涨。本年度，印度棉花产量同比增加，出口随之反弹，进口需求也在增加，说明高等级棉供应还是跟不上，尤其是南部地区纺织厂。最近十年，印度棉花出口减少了 42%，进口量则增长了 356%。

澳大利亚，目前，澳棉出口装运开始减慢，截至 11 月底已经装运大约 174 万包，12 月至 2 月份可能再装运 40-50 万包，平均每月估计在 15 万包的样子。由于澳棉出口预测并不高，每月装运这个数字算是很高了。另外，还有相当数量的澳棉还未装运。11 月，澳棉对中国装运 14.83 万包，越南 10.95 万包，孟加拉国 1 万多包。

从疆内部分棉企调查来看，现货市场冷清，延续有价少市的状态。阿克苏、巴楚等地轧花厂表示，随着内地贸易商、棉纺织厂采购人员返程，不仅中后期低品质机采棉出货困难，而且“双 28、双 29”等高品质皮棉也询价寥寥。1 月 12-13 日，疆内监管库“双 28”手摘棉基差公重报价普遍达到 14100-14300 元/吨，“双 29”北疆机采棉基差公重报价 14200-14400 元/吨，较 12 月中旬上调 800-1000 元/吨。奎屯、乌鲁木齐、阿克苏等地监管库表示，1 月份以来新疆棉汽运出库数量小幅增加，重点流向河南、山东、江苏、湖北等省。

棉花市场前期反弹之后近日回落，市场步入调整状态 目前的需求毕竟难以出现持续性的大幅上涨，而从全球棉花的供需平衡表上看，本年度棉花并不存在大幅去库的情况。2020 年棉花市场虽然底部在抬高，但在目前价位上大幅的单边上漲趋势暂时难以出现，。操作上有库存的企业待反弹乏力之后进行套保做空，

投机者暂时观望，等待充分调整之后的做多机会。

期权策略：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增加 82.21 万吨至 495.6 万吨（近 10 年最低 284 万吨），同比去年高 99.1 万吨；钢厂库存上升 11.95 万吨至 234.87 万吨（历史最低 153 万吨），同比去年高 49.97 万吨。合计库存上升 94.16 万吨。本周产量环比下降 23.41 万吨至 312.46 万吨（去年同期产量 321.13 万吨）。临近春节，供需双向大幅下降，库存累积速度进一步上升，绝对库存水平已经接近中性，预计春节前后还要进一步上升。

对于 2020 年钢材市场，我们认为主要关注以下几个影响因素：

考虑到 2020 年仍然需要“逆周期调节”的支撑，预计 2020 年全年地方专项债计划在保守、中性、乐观的三种预期下分别为 2.5 万亿元、3 万亿元和 4 万亿元。考虑到基建方面除去专项债的带动之外，政治局会议将老旧小区改造列入补短板的供给侧改革重点方向，带动保障房建设投资上升，同时金融周期的扩张带动中长期贷款增速震荡回升，而中长期贷款增速通常领先基建投资增速 1 年时间，有望带动 2020 年基建投资规模增速逐步回升至 5.0% 附近（详见宏观研究部分）。

钢材产能产量预计平稳增长，钢铁行业经历了 3 年的供给侧改革，已经完成了既定的任务，钢铁行业的资产负债率已经从 2015 年的峰值 67.5% 下降到了 2018 年末的 60% 以下，行业系统性风险基本解除。且在 2018 年后并没有对应的硬性去产能计划。因此我们对 2019 年全年的供给判断是增量可观。在继续供给侧改革，钢铁产业去产能任务后，目前的重心开始转移到产能改造上面来。根据 2019 年上半年的情况来看，有 32 家钢厂披露了产能置换项目，拟退出 1.11 亿吨产能，新增 9436 万吨产能。而从 2020 年的计划来看，产能置换进程速度没有放缓。总的来看，表 1 中所列的 11 个省份的产能置换计划中，合计将退出 16784.51 万吨钢铁产能，新增 14043.35 万吨产能，拟新建高炉 48 座、转炉 45 座、电炉 16 座。其中河北省投产产能将接近 1 亿吨。从产能置换的时间来看，大部分的置换时间发生在 2020 年下半年。对于产能置换，从绝对数值上看，投产产能的要略小于退出产能。但值得关注的是，新产能总比例虽然低于被置换的产能，但新产能代表着更大的高炉容积和更环保的生产。无论是从产能利用率，还是环保效率上讲，新置换的产能利用效率更高，且对抗环保的能力更强，在面对突发环保政策时，其供应受到的影响更小。

电炉产能大幅增加，近几年电炉端的供给对粗钢的产量影响越来越重要，这一点尤其在 2019 年反映明显。除了对供给总量的影响，电炉的生产还和成材价格形成“相互作用”效应。比如在 2019 年上半年，整体钢材价格处于高位，配合电炉产能走高，电炉的开工率和产能利用率均高于往年，这也是粗钢产量增速创近几年新高的原因之一。而在 2019 年 7-8 月份，整体黑色系价格下跌，螺纹钢的价格触碰到了电炉成本线。作为短流程生产工艺，电炉的开工率在短时间内作出调整，大幅下降，这是长流程钢材生产所做不到的。因此我们说，电炉端的生产对价格有着极其重要的影响，其成本支撑的作用会更加明显。

从富宝咨询数据，整理了目前的电炉端产能和电炉数量。就总量来看，目前全国范围内统计样本的电弧炉产能数据为 18124 万吨，共 359 座设备。从区域来看，主要的电炉产能分布在东部及沿海地区。内陆部分以四川的产能最为集中，达到 1405 万吨。和高炉炼铁产能不同的是，传统的钢铁大省河北的电炉产能并不高，只有 600 万吨，而江苏地区的电炉产能最多，达到 2335 万吨，广东其次，达到 2051 万吨。从电炉产能新增和退出情况来看，2019 年新增 1719 万吨电炉产能，而拆除 980 万吨产能，净增加 739 万吨。这个数值在 2020 年预计继续扩大且达到顶峰，1593 万吨。往后的几年中将进入到平稳发展的过程中。也就是说，预计 2020 年电炉部分的钢材产量将继续高速增长，整体电弧炉的产能占比将超过 20%。

铁矿石: 供应量稳增。从矿山的全年发运情况来看, 力拓 Q3 销量 8606 万吨, 前三个季度发运量 2.42 亿吨, 完成进度 74%, 同比减小 869 万吨; 必和必拓 Q3 销量 6829 万吨, 前三个季度累计发运 2.06 亿吨, 完成进度 75%, 同比减小 392 万吨; FMG 第三季度完成销量 3996 万吨, 累计发运 1.24 亿吨, 同比减小 282 万吨, 完成进度 74%。淡水河谷 Q3 销量 8510 万吨, 前三个季度累计发运 1.98 亿吨, 同比去年减少 5532 万吨, 完成进度为 72%。

对于 2020 年的海外主流矿山的供给, 淡水河谷方面, 前期由于矿难事件合计影响 9300 万吨产能, 目前通过 Brucutu 的恢复运营、Vargem Grande 于 7 月恢复的 500 万吨干选产能(年化 1200 万吨)和 Alegria 的复产, 剩余的未复产产能约 4200 万吨。根据市场统计情况来看, 以及巴西其他矿山的生产情况, 预计巴西 2020 年铁矿石供应总量增加 3500 万吨。而澳大利亚的几个矿山在 2020 年也有不同程度的增产。力拓公司预计在 2019 年完成 3.25 亿销量, 从今年力拓加拿大公司的预期调整和皮尔巴拉地区的增产情况来看, 预计 2020 年增产 1500 万吨左右; 必和必拓预计增产 500-1000 万吨至 2.8 亿吨左右; FMG 预计增产 200 万吨至 1.7-1.71 亿吨左右; 罗伊山预计增产 500 万吨至 6000 万吨左右。

对于非主流矿区, 根据市面数据统计, 澳洲非主流矿山增产 300 万吨左右; 印度由于有涉及 8000 万吨左右的矿山租约到期(也就是采矿证), 且届时拍卖延迟, 因此这一部分的矿石供应或在 2020 年 4 月及以后出现短缺, 影响年供应量 4970 万吨, 当然这一部分主要是影响印度内矿供给, 其影响程度比淡水河谷的事件要小。其他区域矿石供应暂稳。

总体来看, 钢材市场淡季来临, 由于专项债等提前发放使得市场对今年的基建回升抱有良好预期, 2020 年春季需求可能并不悲观。目前关注库存积累速度与往年同期对比。目前主要分析方法就是库存积累的速度对比和今年春季需求预估与去年对比, 这样就能从供给和需求两方面进行动态对比分析之后得出钢材未来的基本面演绎情况。从近两周看钢材累库速度不低, 如此累库速度不减的化估计钢材累库的总量将和去年同期相差无几。近两周在库存上升的同时产量不断下降, 说明部分电弧炉可能已经触及成本而减产。产量仍然存在变数, 就是电弧炉产量在近期钢材库存积累之后价格下跌导致电弧炉减产多少的问题。从技术上 5 月螺纹和铁矿石都比较坚挺, 在需求淡季比较坚挺, 如果库存积累不能超出预期那么后期还有回升机会。操作上, 5 月合约以强势调整看待, 有下探时候逢低做多 5 月螺纹。

期权策略: 买入看涨期权。

铜

据外媒报道, 未来几年全球铜矿产量预计将稳步增长, 预计将有一些新项目和扩建投产。据惠誉(Fitch Solutions)预测, 到 2020-2028 年, 全球铜产量将以年均 3.1% 的速度增长, 总产量将从 2160 万吨增至 2780 万吨。惠誉在 12 月 15 日的一份报告中指出, 在 2028 年之前, 铜价上涨和需求上升将为新项目和扩张提供支持。到 2021 年、2022 年和 2023 年, 全球铜产量的年增长率将超过 4%, 其中秘鲁和刚果民主共和国(DRC)的产量增长尤为强劲。惠誉预计, 秘鲁的矿山产量增长将超过全球最大的生产国智利。并表示, 尽管存在反采矿抗议活动, 但跨国公司仍将继续在秘鲁投资, 原因是该国拥有丰富的矿产储量、低成本和有利的监管环境。

例如, 南方铜业拥有强大的项目渠道, 包括价值 14 亿美元的 Tia Maria 项目、25 亿美元的 Michiquillay 项目和 28 亿美元的 Los Chancas 项目。“我们相信中国的投资将在秘鲁的铜业中扮演越来越重要的角色。矿工正在寻求多样化的供应链, 以弥补中国国内消费量大于其供应量的情况。”惠誉表示。惠誉援引秘鲁能源和矿产部的数据称, 未来十年, 中国企业将向秘鲁的五个矿业项目投资总计 102 亿美元。

中铝的 Toromocho 矿于 2015 年开始商业化生产, 并计划投资约 13 亿美元扩大项目规模。由中国五矿集团持有 74% 股份的 MMG 公司, 于 2014 年从嘉能可(Glencore)手中收购了 Las Bambas 铜矿, 并持有 Galeno

铜金银项目的多数股权。Galeno 项目是中国五矿集团和江西铜业集团共同投资的一个新项目，预计投资 35 亿美元。鉴于中国铝业的 Toromocho 扩建项目和 Minsur 的 Mina Justa 的生产时间表尚不确定，惠誉将秘鲁 2020 年铜矿产量增长预测从 5.0% 下调至 1.0%。

对于智利，惠誉解决方案预测，由于全球矿业公司必和必拓（BHP）今年下半年扩大了 Spence 增长选项，伦丁矿业（Lundin Mining）的 Candelaria 矿产量增加，以及 2019 年初受暴雨影响的矿山产量反弹，智利产量将温和增长 0.5% 至 589 万吨。由于矿石品位下降和泰克资源（Teck Resources）旗下 Quebrada Blanca 的产量损失，这些发展应超过安托法加斯塔公司（Antofagasta）的 Centinela 业务的产量下降。惠誉指出，生产的下行风险将来自全国各地矿石品级的下降、不利的气候、阻碍供应链运营的抗议活动和工会罢工。在老化的采矿项目中，企业可以通过提高生产率和整合技术来维持产量水平，从而缓解矿石品位下降的问题。

在刚果（金），铜生产商正艰难应对铜价下跌，这迫使铜矿关闭。随着嘉能可宣布将停止穆塔达（Mutanda）矿山的开采，惠誉已将其对 2020 年平均每年 8% 的预测下调至 -15%。预计到 2020 年，该国的年产量将达到 111 万吨。惠誉表示，铜产量增长可能在 2019 年见顶。“从长期来看，我们认为，在铜价上涨和外国投资持续增长的推动下，该国的铜业前景将会复苏，高品位储备将吸引外国投资。”

惠誉以上的报告对未来铜矿的增长预期与前期麦肯锡的报告一致。

今年新增铜矿项目稀少，在产矿山品位下降，同时矿山生产干扰事件频发，预计全年铜矿较去年微跌 9.2 万吨。2020 年，虽然缺少大型矿山投产，但巴拿马铜矿、智利 Chuquibambilla 铜矿、印尼 Grasberg 铜矿及秘鲁 Toromocho 铜矿产能仍预计较 2019 年增长 40 万吨，叠加我国多宝山二期、甲玛二期等矿山扩产，预计 2020 年全球铜矿项目增加产能 61.9 万吨。但嘉能可旗下的位于刚果金的 Mutanda 铜矿已于 11 月底停止运营，智利罢工干扰或将延续，因此 ICSG 预计 2020 年全球铜矿产量为 2092.1 万吨，较 2019 年增长 43.8 万吨。随着近两年冶炼厂大量扩产，2020 年铜精矿长单 TC 仅 62 美元/吨，较今年下滑 18.8 美元/吨。2021 年仍有大量冶炼产能释放，不排除未来冶炼企业原材料紧张的可能性，届时铜市供给增长将由铜矿增量决定。

铜下游消费：1、国家电网投资：不及预期，年末增速有待观察。2019 年 1--10 月累计完成 3415 亿，完成全年计划的 66.6%，同比降 -10.5%。据中电联预计 2019 年电网投资 5126 亿元同比降 -4.6%。（2018 年 5373 亿，2017 年 5314 亿）2、家电：相对平稳 2019 年 10 月冰箱月度产量 704.6 万台同比增 3%，累计产量 7110.9 万台同比增 3.8%。2019 年 10 月空调当月产量 1332.2 万台同比降 2.1%，累计产量 18331.7 万台同比增 6.2%。3、中国房地产：弱稳 房住不炒政策将常态化，平稳运行是正道。房屋新开工开始回升，房屋竣工面积负增长。土地市场成交明显转弱。4、汽车：今年产销量同比下降基本定型 汽车 10 月产量 227.9 万辆，同比降 -2.1%。1-10 月累计产量 2029.3 万辆，同比降 -11.1%。汽车 10 月销量 228 万辆。同比降 -4.03%。1-10 月累计销量 2065 万辆。同比降 -9.7%。2021-2035 中国新能源汽车发展规划，到 2025 年达 590 万辆。2019 年产量预计 150 万辆。国家统计局数据显示：2019 年前三季度销量 84.7 万辆，期末库存 71.3 万辆。质量与技术瓶颈限制销量增速开始放缓。5、铜材产量：略有改善 10 月产量 171.9 万吨，较上月减少 3 万吨。同比增 18%。1-10 月累计产量 1586.1 万吨，同比增 9.8%。11 月铜材下游行业开工率情况：据 SMM 统计，2019 年 11 月精铜制杆企业开工率为 68.12%，10 月为 71.7%，2018 年 11 月为 76.85%；2019 年 11 月铜管企业开工率为 74.52%，10 月为 73.11%，2018 年 11 月为 70.28%；2019 年 11 月铜板带箔企业开工率为 70.77%，10 月为 70.35%，2018 年 11 月为 72.68%。铜现货市场与铜期货市场 铜现货市场和期货市场价格密切联动，供需强弱直接体现在升贴水上。消费疲弱压制铜价。

对于 2020 年铜市场，上半年受益于全球制造业从低位缓和，中国运用更多逆周期工具调整经济增长节奏，以及房地产竣工增长带来的家电、电器、中低压电缆的消费增长，这些因素对铜市场有一定支撑。但下半年中国经济增长疲态难改，下游电力投资、房地产开工、出口受贸易摩擦负面影响，消费增长形成

阶梯式下滑，这些因素可能导致铜价运行中枢将下移至成本线附近。2020 年铜的主逻辑继续呈现供需双弱。

铜价前期反弹，受低库存及各国 PMI 数据回升及中美贸易谈判达成协议等因素影响，也与中国铜原料谈判小组 cspt 于 2019 年 12 月 26 日在福州召开会议商谈 2020 年铜冶炼企业减产计划有关。近期看各个机构数据明年铜矿增量在 40-50 万吨再加上国内废铜增量 20 万吨以上，而需求也基本与供给相匹配，从各种情况看明年铜市场仍然维持紧平衡的可能性较大。所以铜市场在中美签署协议的情况下出现一波反弹行情之后总体上仍然受经济基本面影响上方压力将逐渐加大。操作上，不建议追高，新单暂时观望。对库存进行套期保值者需要把握好时机，逐渐分批套保做空。

期权策略：暂时观望。

橡胶

截至 1 月 10 日：交易所总库存 252542 (+1978)，交易所仓单 234750 (+5700)。原料：生胶片 39.99 (-1.21)，杯胶 35.70 (+0.20)，胶水 42.20(+0.50)，烟片 44.60 (-0.28)。截止 1 月 10 日，国内全钢胎开工率为 71.79% (+7.77%)，国内半钢胎开工率为 70.13%(0.40%)。

目前供需来看，处于供应增加而需求短期将逐渐减弱的阶段，库存亦处于季节性回升态势，总体累库幅度依然不及去年同期，但上周国内库存增加有加速迹象，关注短期现货压力。上周开始，泰国主产区原料价格坚挺，主要来自上游加工厂提前备库动作的支撑，另外，泰国主产区也传来受干旱影响或提前停割的消息，市场对于旺季供应不及预期以及后期影响新一季开割的预期开始增强，但目前泰国原料价格并没有明显反映偏紧的格局。临近春节，国内市场交投走淡，下游也陆续停工，预计年前在没有更多利好推动下，价格继续上冲动能不足。从当前期现价差以及库存同比来看，矛盾尚未大量积累，预计期价高位震荡为主。

2019 年越南橡胶出口量达到 169 万吨，同比增长 7.7%；出口额为 22.6 亿美元，同比增长 8.3%。

沪胶在消息刺激下及季节性供应趋弱的支撑下反弹接近前期高点阻力位之后开始调整，虽然近两日又有所反弹，但我们认为橡胶总体上仍然处在低位区间震荡之中。由于需求不给力向上大幅持续反弹条件不具备，橡胶需求受宏观因素影响没有亮点，需求仍然疲软，所以从技术和基本面综合看市场仍然将处于低位区间震荡，操作上暂时观望。

期权策略：观望。

PTA

PTA 供应方面，前期检修装置逸盛大化 225 万吨、新凤鸣、珠海 BP110 万吨装置等短期陆续重启，开工率回升至 88.37%，福海创 450 万吨装置负荷面临提升，恒力石化 250 万吨新投产装置将产出合格品，整体供应压力逐步增大；下游需求方面，目前聚酯开工率回落至 76.97%，终端制造开工率回落至 43%。中美签署第一阶段经贸协议，对 PTA 有一定利好提振，但供需压力增大，反弹幅度有限。

节前 PTA 市场偏弱震荡，现货过剩预期之下市价承压，但逸盛大化 220 万吨/年 PTA 装置延期重启、恒力 4 期其中的 125 万吨/年 PTA 装置投产晚于预期，且 1 月期货交割在即，PTA 现货相对抗跌。12 月底中宇资讯曾经估算过 1 月 PTA 理论过剩 65-68 万吨，但 1 月部分 PTA 装置出现新的变动，1 月中旬重新估算之后发现 1 月 PTA 实际过剩量低于此前预期。四川能投 100 万吨/年 PTA 装置延期至春节之后投产，1 月新增损失大约 23 天产量在 6.3 万吨左右。逸盛大化 220 万吨/年 PTA 装置原计划 1 月 12 日左右重启，目前延期重启且尚无具体官方重启时间，有传闻可能至春节前后，若按照延期 10-20 天重启，则新增损失产量约 6-12 万吨左右；逸盛宁波 1 号 65 万吨/年 PTA 装置 1 月 1 日意外停车且无具体重启时间，1 月将新增

损失产量 5.4 万吨左右，综合来看 1 月逸盛共计新增损失产量在 11.4-17.4 万吨左右，主要取决于逸盛大化 220 万吨/年 PTA 装置重启时间。恒力 250 万吨/年新产能其中的 125 万吨/年 1 月 8 日投料、1 月 14 日开工 85%左右，另外 125 万吨/年 PTA 装置计划 1 月下旬投产，1 月份按照 85%的开工负荷按照一套 125 万吨/年运行 21 天、另一套 125 万吨/年运行 10 天估算，1 月恒力四期 PTA 装置理论产量在 10 万吨左右，较 12 月底按照 20-23 天的满负荷运行估算新增损失产量 10-13 万吨。珠海 BP 110 万吨/年 PTA 装置 1 月 3 日左右检修 14 天左右，理论损失产量 3.3 万吨左右。福海创 450 万吨/年 PTA 装置 1 月初开工 65%左右，自 1 月 10 日左右开工负荷提升至 90%，较 12 月底按照 1 月 80%的开工负荷估算的产量增加 1 万吨左右。

按照 1 月中旬已知 PTA 装置运行情况估算 1 月 PTA 新增损失产量 30-39 万吨左右(四川能投-6.3 万吨左右、逸盛-11.4/17.4 万吨左右、恒力-10/13 万吨、BP -3.3 万吨左右、福海创+1 万吨左右)，截止 1 月 14 日中宇资讯估算 1 月实际 PTA 过剩量大约在 29-35 万吨左右。

1 月 7 日左右终端印染工厂开始进入放假模式，1 月 14 日江浙织机开工负荷降至 30%左右，终端工厂结束节前备货，市场观望气氛增加，1 月中旬涤纶长丝日均产销多在 20%-40%左右，产销整体清淡。聚酯开工负荷降至 75%-76%左右，对 PTA 需求继续下降，PTA 过剩压力依旧较大，市场继续承压。

随着中美贸易谈判阶段性和解，美国取消中国的汇率操纵国标签，人民币兑美元汇率由 1 月 1 日的 6.96 升值为 1 月 14 日盘中的 6.88，升值 11.5%左右。由于人民币快速升值，且 1 月中上旬 PX 下跌 26 美元/吨左右，1 月 14 日盘中 PTA 理论加工费大约在 580 元/吨左右，回升至成本线附近。短期内若 PTA 生产不再亏损，则 PTA 开工负荷将再度回升，但长期来看 PTA 市场将持续面临过剩压力，中宇资讯安光推测 2020 年 PTA 工厂将视实际亏损情况进行不定期减产挺市。

由于增加新产能投放 PTA 期货上方仍然压力较大，PTA 市场近期开始向下重新寻底。操作上反弹逢高短空。

期权策略：卖出看涨期权或卖出宽跨式期权组合策略。

乙二醇

2019 年国内乙二醇实际产能投放持续不达预期，当前实际投放产能仅新杭能源、新疆天业扩建项目；年内有望投产的乙二醇装置有内蒙荣信、恒力石化一期项目、2020 年有望投产规模近 260 万吨，年内即将兑现及 2020 年有望投产装置规模共计 390 万吨；而在预期聚酯需求增速下，国内市场乙二醇需求增量预期在 150-200 万吨之间，同时，国内市场还不得不面临 2019 年国外新增装置对 2020 年国内市场供应的冲击；我们认为，国内供给能力的加强及国内市场竞争的加剧，驱动乙二醇价格下跌并对引导国内市场供应的再平衡。2019 年聚酯需求增速放缓，2020 年需求未见显著改善预期，乙二醇面临新增产能的投放，产能投放冲击下。

EG 供需或以显著累库为主，行业负荷维持高位攀升之态，国内部分装置负荷逐步提升，另外浙江炼化一体化 75 万吨 EG 新装置市场预期本月中下旬逐步开启；进口方面，近期外围检修规模降至很低水平、外围总产出评估或呈不断创历史新高之态，未来几个月进口量预计高位难降。下游需求，1 月 15 日聚酯产销维持低位波动态势，聚酯库存从历史低位区域逐步回升，受原料转弱影响、聚酯利润整体近期有所改善、多处小有利润状态；近日聚酯新增检修与装置重启均有，综合而言聚酯负荷仍以不断走低为主、本月下旬附近聚酯开工率预估将降至 73-74%附近。

乙二醇市场后期新增产能投产导致供需关系压力会增加，5 月合约主要面临未来新增产能投产的压力。操作上，反弹逢高短空，中期看，市场仍然将回归低位区间震荡行情之中。而且原油市场上方压力逐渐加大，后期回落可能性增加。

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