



兴证期货研发部 2019 年理财 11 月报 目录

股指期货	2
震荡偏强.....	2
有色金属·铜	12
成本支撑，铜价走强的概率较大.....	12
螺纹钢&铁矿石	25
取暖季开启、需求韧性钢价易涨难跌.....	25
焦煤&焦炭	38
看空远月焦煤，关注钢材利润天花板.....	38
原油	48
供需两端偏利好，油价震荡上行概率大.....	48
甲醇	67
甲醇中线预期转差，逢反弹抛空对待.....	67
PP&L	76
震荡格局延续，原油博弈或成转机.....	76
PTA&MEG	88
供增需减预期继续压制价格.....	88
豆类油脂	101
利多逐步消化，油脂偏强震荡.....	101
白糖	113
向上突破，短多长空.....	113
分析师承诺	122
免责声明	122

震荡偏强

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

金融研究团队

刘文波

从业资格号：F0286569

投资咨询号：Z0010856

韩惊

从业资格号：F3010931

投资咨询号：Z0012908

联系人：韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2019年10月A股市场走势为冲高回落，最终小幅收涨，震荡区间相比上月继续收窄，整体走势符合我们此前的预判。10月上旬中美第十三轮贸易谈判取得实质性进展，贸易摩擦阶段性缓和，A股在此利好的推动下出现连续走高。但由于中美双方还未签署正式协议，市场做多情绪在短期释放后出现冷却，再加上此后公布的数据显示我国经济仍然存在下行压力，故指数在中下旬逐步回落。虽然月末区块链概念出现集中爆发，但整个板块后劲不足，市场短期在冲高后再次回落。

10月行业板块方面涨跌参半，随着三季报陆续披露，市场更偏好业绩确定性较高的板块，其中农林牧渔、家用电器和医药生物领涨，电器设备、国防军工和有色金属领跌。

● 后市展望

短期来看，市场自身缺少出现趋势走势的力量，一方面数据显示经济下行压力依然较大，而CPI的快速上涨又制约了货币政策的空间，另一方面，目前市场在经过此前的调整后又释放了大部分抛压，整体估值继续维持低位。不过我们认为由于最近一个月是中美贸易摩擦的缓和期，外部不确定性的下降有利于提振市场风险偏好，再加上11月MSCI将进一步提高A股纳入比例，预计外资月度将再次出现大幅流入。所以我们认为目前市场虽然缺少大幅上涨的条件，但震荡上行的趋势不变。我们预计11月股指震荡偏强，建议投资者前多可继续持有，但仓位不宜过重。

● 策略建议

前多持有。

- **风险提示**

中美贸易摩擦升温，政策支持不及预期，经济大幅下行。

1. 市场回顾

1.1 股票市场

2019年10月共18个交易日，A股市场整体走势为冲高回落，最终小幅收涨，震荡区间相比上月继续收窄。10月10日至11日，中美第十三轮贸易磋商在华盛顿举行，谈判取得实质性进展，中美贸易摩擦阶段性缓和，并接近达成第一阶段协议。受此利好的影响，A股在10月上中旬出现连续走高。但由于中美双方还未签署实质性协议，市场做多情绪在短期释放后出现冷却，再加上此后公布的经济数据显示我国经济仍然存在下行压力，故A股在中下旬逐步回落。虽然在月末的时候区块链概念出现集中爆发，但后劲不足，市场短期冲高后再次回落。

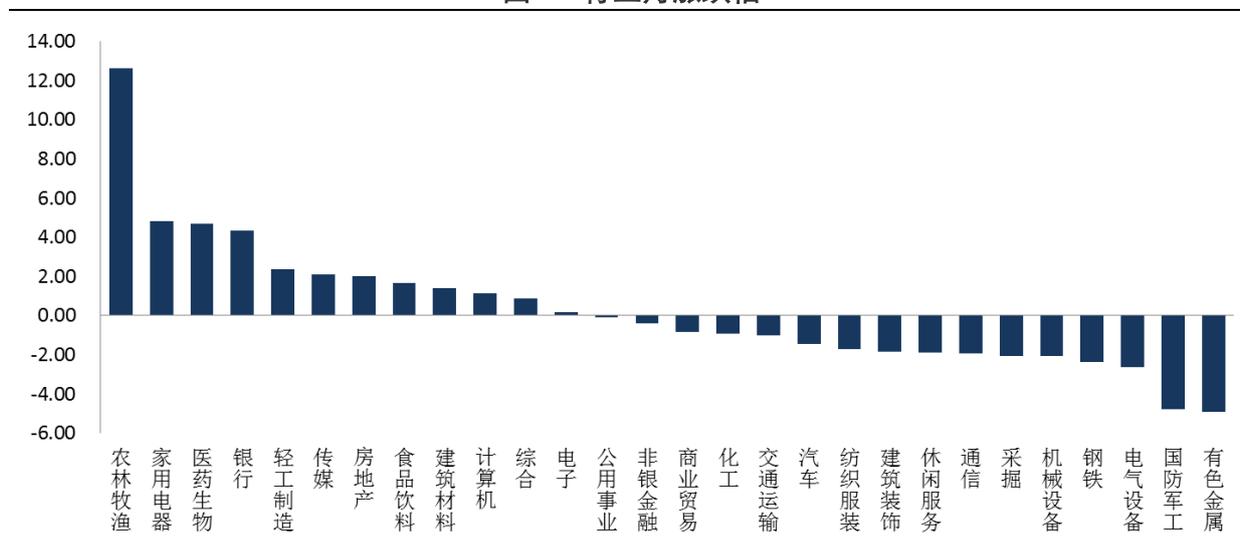
10月行业板块方面涨跌参半，由于三季报陆续披露，市场更偏好业绩确定性较高的板块，其中农林牧渔、家用电器和医药生物领涨，电器设备、国防军工和有色金属领跌。

表 1: A 股主要指数走势

	上证综指	深证成指	创业板指	上证50	沪深300	中证500
2019-09-30	2,905.19	9,446.24	1,627.55	2,897.70	3,814.53	4,940.90
2019-10-31	2,929.06	9,635.33	1,671.31	2,954.73	3,886.75	4,917.42
月涨跌幅	0.82%	2.00%	2.69%	1.97%	1.89%	-0.48%

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 1: 行业月涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.2 三大期指走势

三大期指10月整体偏强，IF1911合约上涨1.58%，IH1911合约上涨1.63%，IC1911合约下跌0.04%，三大期指走势与其对应的现货指数走势一致，IC走势弱于IF及IH。期现价差方面，截止10月31日，IF及IC主力分别贴水0.2%和0.5%，IH主力升水0.05%。

期指市场成交出现一定程度下滑，持仓整体保持平稳。IF、IH、IC 10月日均成交81004手、

34934 手、85814 手，较 9 月均值分别变动-10.53%、-0.38%、-10.38%；IF、IH、IC 10 月日均持仓量分别为 110269 手、59442 手、156143 手，较 9 月分别变动-5.99%、2.61%、0.58%。

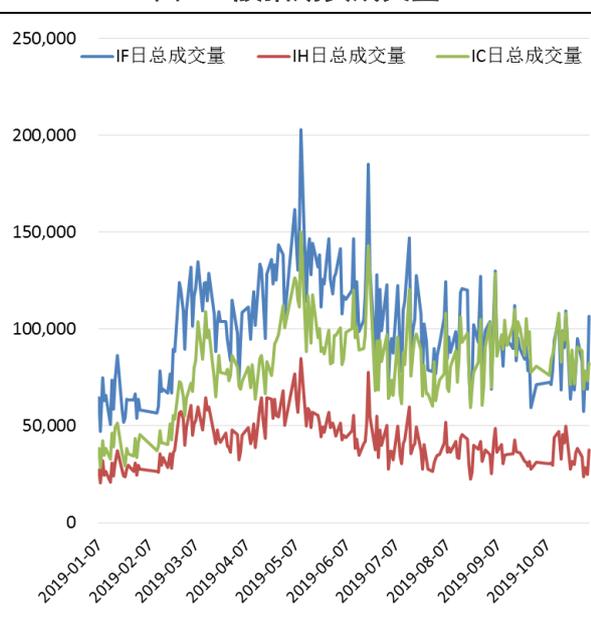
截至 10 月 31 日，IH/IF 主力合约点数比值月升 0.0017 至 0.7621，IH/IC 主力合约点数比值上升 0.0147 至 0.6042，IF/IC 主力合约比值升 0.0176 至 0.7928。

表 2：股指期货 2019 年 10 月最后交易日表现

2019/10/31	合约收盘价	指数收盘价	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	交易天数	年化升水率
IF1911.CFE	3,879.0000	3,886.7519	-7.75	-0.20%	2019-11-15	11	-4.39%
IF1912.CFE	3,873.8000	3,886.7519	-12.95	-0.33%	2019-12-20	36	-2.24%
IF2003.CFE	3,868.6000	3,886.7519	-18.15	-0.47%	2020-03-20	99	-1.14%
IF2006.CFE	3,859.0000	3,886.7519	-27.75	-0.71%	2020-06-19	163	-1.06%
IH1911.CFE	2,956.2000	2,954.7340	1.47	0.05%	2019-11-15	11	1.09%
IH1912.CFE	2,952.8000	2,954.7340	-1.93	-0.07%	2019-12-20	36	-0.44%
IH2003.CFE	2,952.0000	2,954.7340	-2.73	-0.09%	2020-03-20	99	-0.23%
IH2006.CFE	2,949.4000	2,954.7340	-5.33	-0.18%	2020-06-19	163	-0.27%
IC1911.CFE	4,892.8000	4,917.4174	-24.62	-0.50%	2019-11-15	11	-11.01%
IC1912.CFE	4,851.0000	4,917.4174	-66.42	-1.35%	2019-12-20	36	-9.08%
IC2003.CFE	4,752.0000	4,917.4174	-165.42	-3.36%	2020-03-20	99	-8.22%
IC2006.CFE	4,667.2000	4,917.4174	-250.22	-5.09%	2020-06-19	163	-7.55%

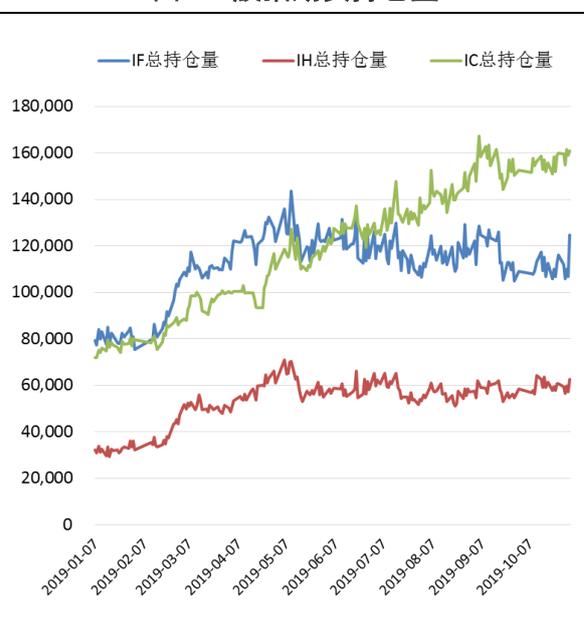
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：股指期货成交量



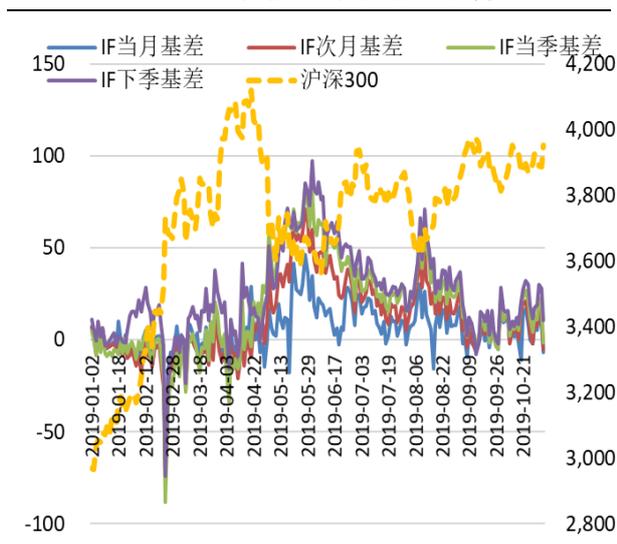
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：股指期货持仓量



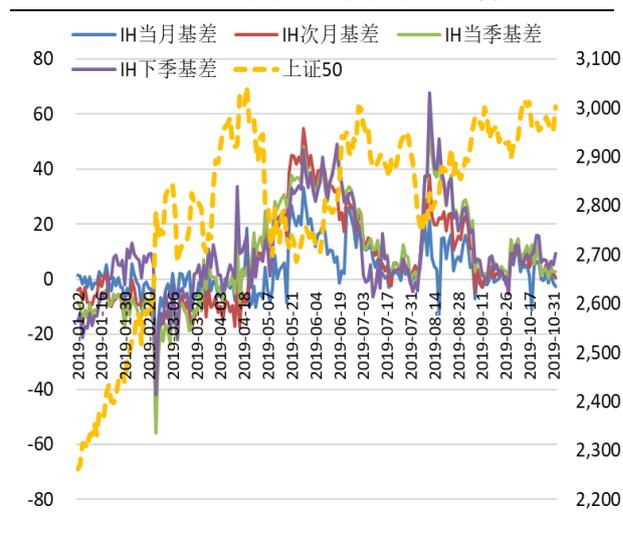
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：IF 各合约期现基差走势



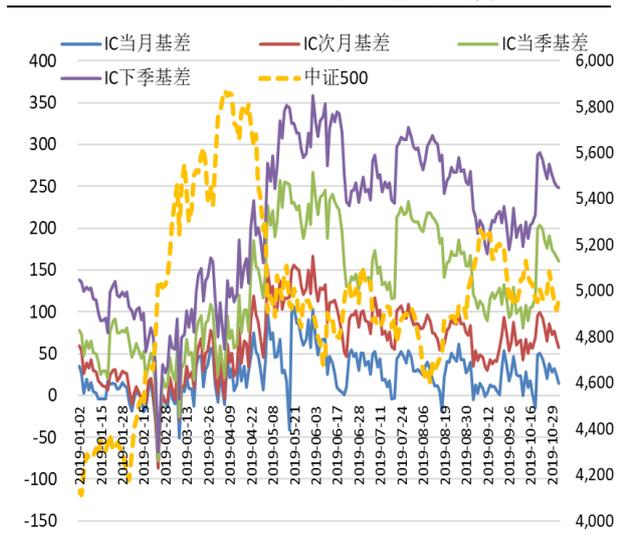
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：IH 各合约期现基差走势



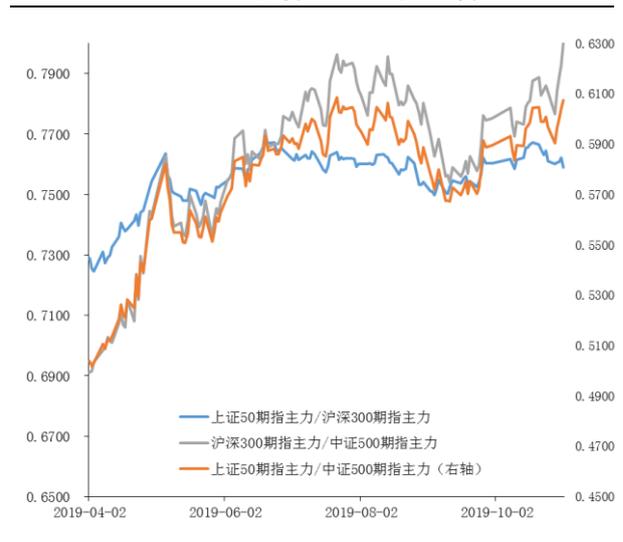
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：IC 各合约期现基差走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：跨品种合约比值走势



资料来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 指数估值分析

10月三大指数估值仍处于相对低位。对比2010年至今的动态市盈率数据，10月底沪深300处于历史分位水平的47.1%，上证50处于38.97%，中证500处于16.3%。从估值水平上来看，目前指数继续下跌的空间有限，仍然处于较好的配置时期。

图 8、9、10：三大指数估值水平

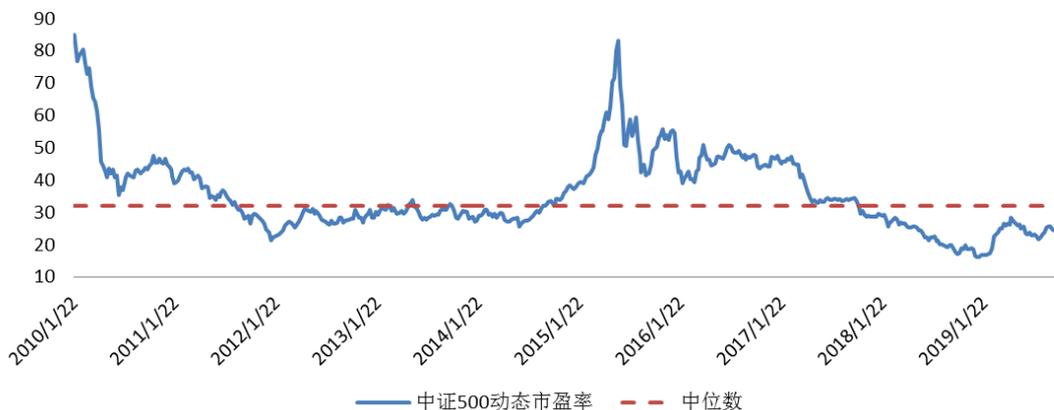
沪深300估值



上证50估值



中证500估值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.市场基本面分析

2.1 单月数据有所企稳，经济仍存下行压力

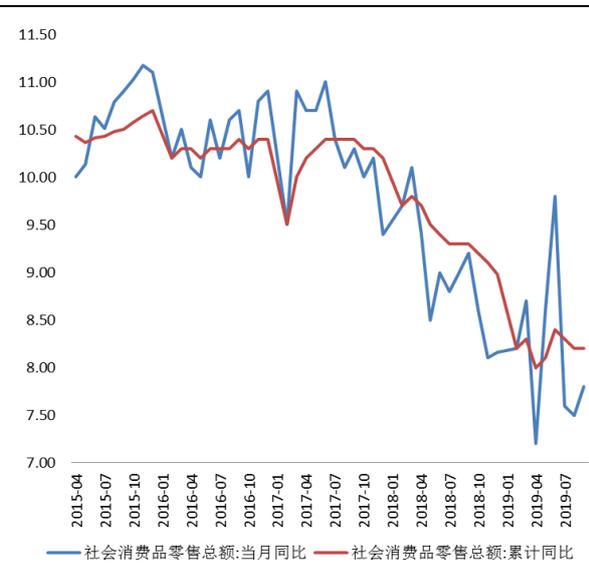
我国前三季度国内生产总值 697798 亿元，同比增长 6.2%。分季度看，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%。未来 GDP 增速有单季度破 6 的可能。

我国 9 月 CPI 同比上涨 3.0%，涨幅比上月扩大 0.2%；食品价格，尤其是猪肉价格的同比大幅上涨是主要贡献因素。目前 CPI 快速上涨并且突破 3%，使得市场担忧货币政策的宽松或受到一定抑制。我们认为 CPI 上涨主要由猪肉价格带动，逆周期调节力度不会放松，但想要继续加码也存在难度。

经济数据方面，我国 1-9 月份，全国固定资产投资累计同比增长 5.4%，增速比 1-8 月份回落 0.1 个百分点。其中房地产增速企稳，表现出较强韧性，基建和制造业投资单月出现回升。社会消费品零售总额 9 月同比名义增长 7.8%，增速加快 0.3%。除汽车以外的消费品零售额增长 9%。其中汽车的销售零售额增速为-2.2%，相较上月-8.1%的降幅出现大幅收窄。我们预计随着减税降费措施的进一步传导及汽车销售增速的见底，四季度社消或将出现企稳。

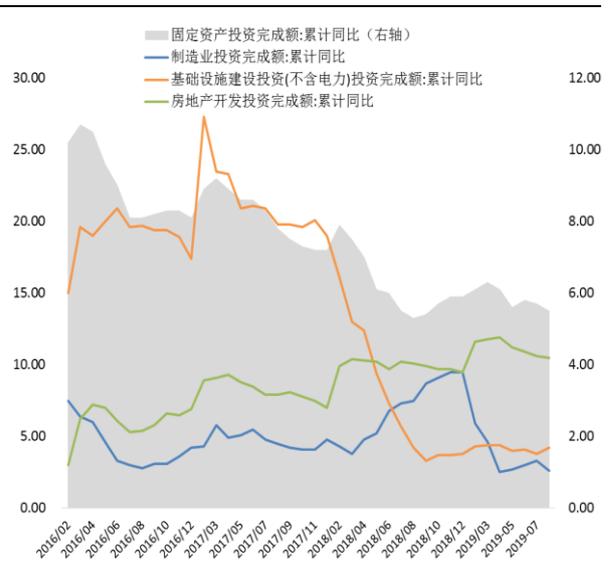
我国 10 月制造业 PMI 指数为 49.3，低于预期和前值；虽然此后财新公布的 10 月份制造业 PMI 为 51.7，连续四个月出现回升，但由于其调查样本量偏小，故我们仍然以统计局数据为主。目前 PMI 滚动均值再次转头向下，数据的疲软显示经济下行压力依然较大。

图 11：消费增速



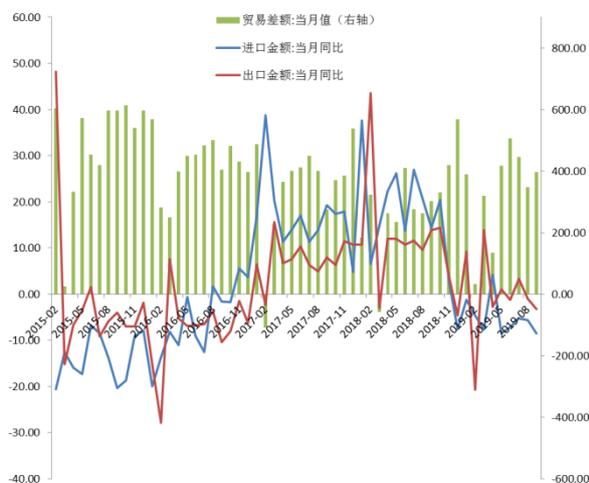
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：固定资产投资增速



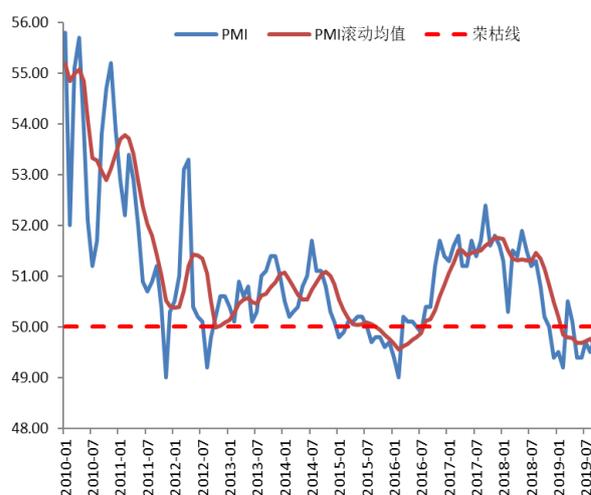
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 进出口增速 (按美元计)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

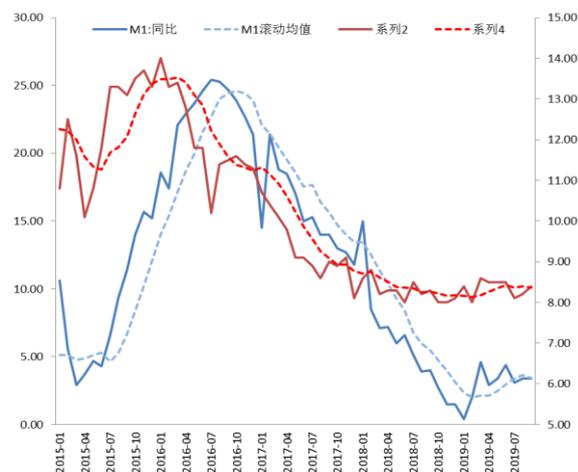
图 14: PMI 走势图



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

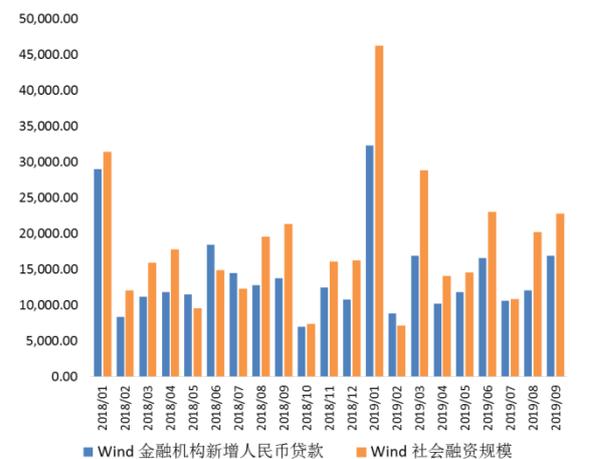
金融数据方面,我国 9 月 M2 同比增速比上月末提高 0.2 个百分点至 8.4%,M1 比为 3.4%,持平上月。9 月社融 2.27 万亿,同比多增 1008 亿,社融存量增速 10.8%。9 月金融数据出现回升,企业融资出现改善,但中长期贷款改善略显不足。由于国家经济仍存在下行压力,同时 M2-GDP 的差值仍然维持低位,我们预计货币政策仍将维持宽松。

图 15: M1、M2 增速



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 人民币贷款与社融

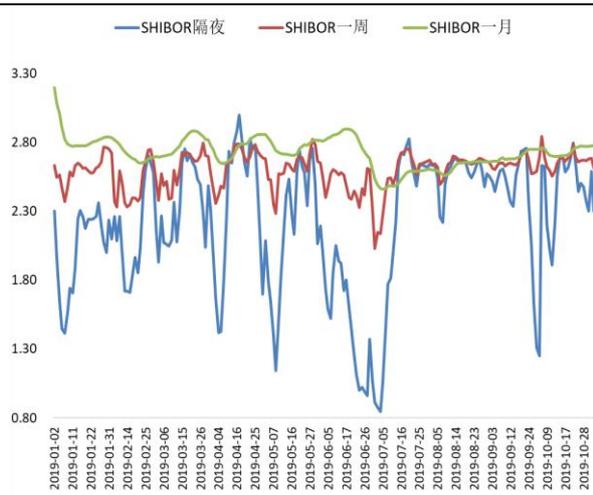


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 陆股通持续流入

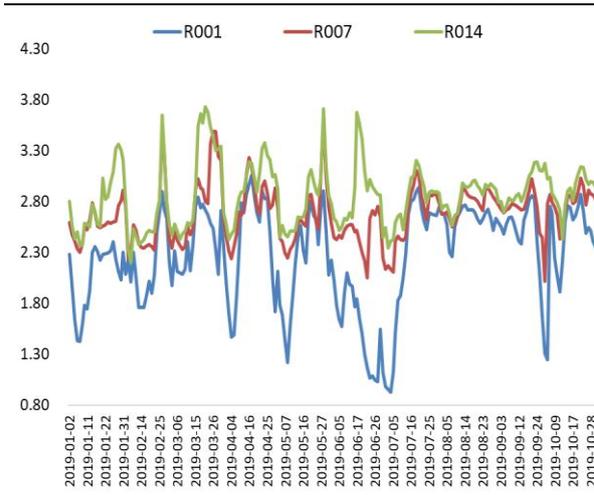
海外资金维持大幅流入。陆股通在 9 月流入达到年内新高后,10 月继续呈现大幅净流入状态,月流入达到 320.5 亿。11 月 MSCI 将再次提高 A 股纳入比例,预计陆股通将继续保持净流入状态。我们认为外资流入为中长期现象,而外资的持续流入对行情走势起到支撑作用,并对市场情绪有着积极影响。10 月国内货币面整体平稳,虽然利率在月中出现过冲高,但之后再次回落,特别是短期利率仍然保持在相对低位。

图 17: 短期 SHIBOR 走势



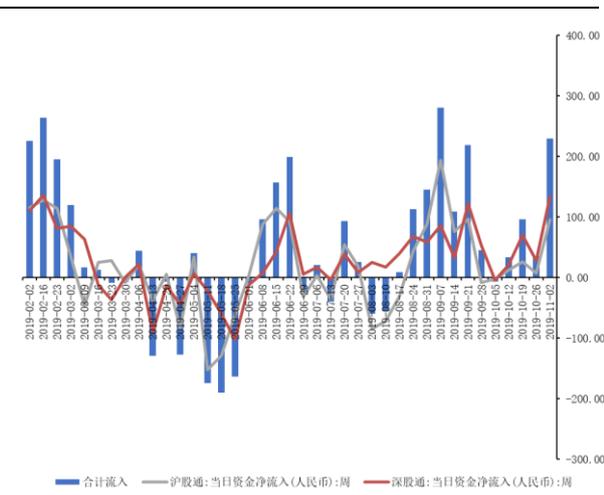
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 短期银行质押式回购走势



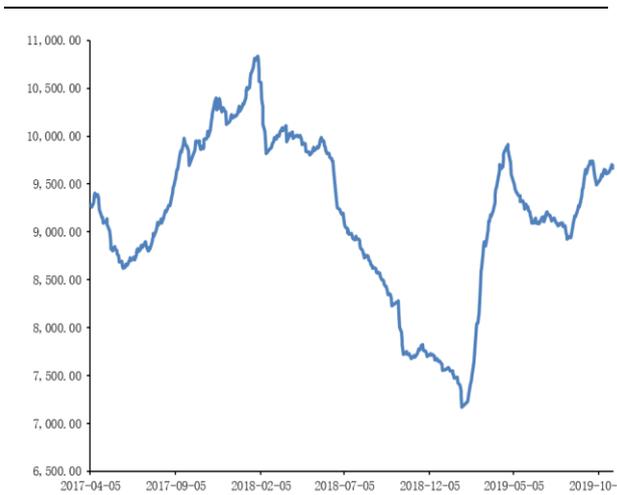
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 沪港通深股通资金流向 (周)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 融资余额



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 外盘延续反弹

10月全球股市普遍延续反弹,纳指、标普500指数更是在11月初齐创历史收盘新高。欧洲股市大部分收涨,不过英国由于受脱欧情况的影响,富时100指数月度出现回落。

10月中美贸易问题缓和,全球贸易不确定性下降,主要市场指数均有所反弹。但另一方面世界各国公布的数据显示经济仍然存在下行风险,故我们预计全球股市短期难有大涨的动力。

表 3: 我国及全球市场近期表现

	道琼斯工业	纳斯达克	标普500	富时100	法国CAC40	德国DAX	日经225	恒生指数	上证综指
2019年10月	0.48	3.66	2.04	-2.16	0.92	3.53	5.38	3.12	0.82
最近三个月	0.68	1.43	1.92	-4.46	3.82	5.56	6.53	-3.14	-0.12
2019年至今	15.94	24.97	21.17	7.73	21.12	21.86	14.55	4.11	17.45

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.总结与展望

短期来看，市场自身缺少出现趋势走势的力量，一方面数据显示经济下行压力依然较大，而 CPI 的快速上涨又制约了货币政策的空间，另一方面，目前市场在经过此前的调整后又释放了大部分抛压，整体估值继续维持低位。不过我们认为由于最近一个月是中美贸易摩擦的缓和期，外部不确定性的下降有利于提振市场风险偏好，再加上 11 月 MSCI 将进一步提高 A 股纳入比例，预计外资月度将再次出现大幅流入。所以我们认为目前市场虽然缺少大幅上涨的条件，但震荡上行的趋势不变。我们预计 11 月股指震荡偏强，建议投资者前多可继续持有，但仓位不宜过重。

成本支撑，铜价走强的概率较大

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

有色研究团队

孙二春

从业资格号：F3004203

投资咨询号：Z0012934

联系人：孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾：

截至10月31日，伦铜收于5806美元/吨，月涨幅1.65%，沪铜主力CU1912收于47330元/吨，月涨幅0.11%，铜价维持区间震荡。

● 后市展望及策略建议：

1. 铜矿相对短缺的状态延续，TC维持低位，供应端对铜价有一定支撑。铜矿产量增速快速下滑，根据我们对全球主要20家矿企2019年铜矿产量最新预期来看，铜矿产量已经负增长（-0.12万吨），远远低于2018年实际4.51%的增速。三季度，已公布的13大矿企铜矿产量微幅正增长0.09%，但由于Codelco本年产量受罢工、矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前15大矿企产量大概率仍是负增长。国内冶炼产能2019年有60万吨粗炼产能投放，铜矿加工费TC下滑至60美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂经营压力较大，随着冶炼亏损发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

2. 国内外制造业表现不佳，铜消费难有明显回升。国内铜下游各消费终端行业整体表现不佳，铜消费最大头电网投资前9月负增长-12.5%，汽车产量维持负增长。空调领域同样表现不佳，1-9月国内家用空调产量负增长-0.97%。海外方面，主要发达国家制造业表现低迷，难以驱动全球铜消费回暖。结合海内外实体经济情况来看，目前铜消费难有明显回升。

3. 全球铜显性库存处于季节性低位。截至2019年11月01日，三大交易所叠加保税区库存仅为68.51万吨，同比2018年减少18.89万吨，全球铜显性库存处于绝对低位。

铜供需双弱的基本面格局延续。供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精

铜供应形成冲击。需求端，海内外国家实体经济表现不佳，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

我们维持对未来几个月铜价的判断：[45500，50000]。

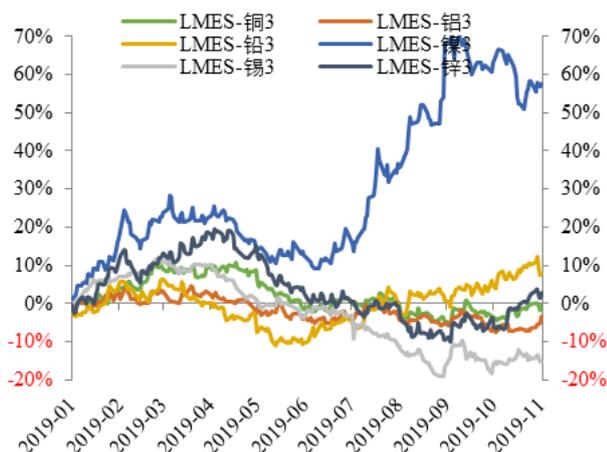
● 风险提示

1. 中美贸易摩擦再起波澜；
2. 国际宏观货币层面风险加大，打压铜金融投机属性；
3. 中国宏观经济超预期下滑。

1.行情回顾

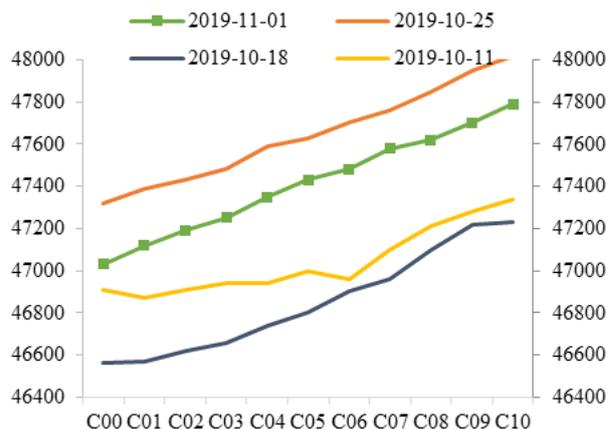
截至 10 月 31 日，伦铜收于 5806 美元/吨，月涨幅 1.65%，沪铜主力 CU1912 收于 47330 元/吨，月涨幅 0.11%，铜价维持区间震荡。

图1: LME各品种2019年涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: 沪铜期限结构



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.基本面：铜矿干扰增多，供应端对铜价有一定支撑

铜供需双弱的基本面格局延续。供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精铜供应形成冲击。需求端，国内铜消费下游电网投资有所回升，空调、汽车等行业表现不佳，海外主要发达国家制造业表现低迷，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

2.1 供应：铜矿相对短缺的状态延续，TC 维持低位

铜矿产量增速快速下滑，根据我们对全球主要 20 家矿企 2019 年铜矿产量最新预期来看，铜矿产量已经负增长 (-0.12 万吨)，远远低于 2018 年实际 4.51% 的增速。

已公布的三季度 13 大矿企铜矿产量微幅正增长 0.09%，但由于 Codelco 本年产量受罢工、矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前 15 大矿企产量大概率仍是负增长。

国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 60 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量增速快速下滑，铜矿加工费 TC 下滑至 60 美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂已经出现亏损。由于立即停产或减产导致的问题更严重，冶炼厂不会立马减停产，但随着冶炼亏损持续发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

我们认为受制于铜矿产量负增长，部分冶炼厂生产经营压力较大，有望逐步影响精铜产量，供应端对铜价支撑的逻辑延续。

2.1.1 全球主要 20 家矿企 2019 年产量预期负增长，三季度大矿企产量

仍不乐观

我们跟踪的 20 家全球主要矿业企业样本（占全球产量 65% 左右），2019 年产量增量预期已经调整为负增长-0.12 万吨（-0.01%），远远低于 2018 年接近 5% 的增速。

大矿企三季度报陆续发布，部分矿企再度调低全年铜矿产量预期，其中 Glencore 由于运营方面的调整，全年产量再度下调 1.5 万吨，2019 年产量预期相较 2018 年下滑 6.87 万吨（-4.73%）。Anglo American 由于智利地区干旱天气影响 Los Bronces 矿山产出，下调 2019 年产量预期 0.5 万吨。

其它矿企方面，主要是 Freeport-McMoRan 减少 23.18 万吨。比较大的增量主要是 Grupo Mexico 旗下的 toquepala 今年产量释放，整个集团预期有 12.57 万吨的增量。First Quantum 旗下 cobre panama 大概有 15 万吨的增量。

紫金矿业大约有 10 万吨的增量，主要是在黑龙江的多宝山二期项目以及在刚果（金）的科卢韦齐二期铜钴矿湿法项目产量释放。

表1：2019年全球前20大矿企产量负增长

序号	公司	2017 产量 (万吨)	2018 产量 (万吨)	2019E 增量	2019E 同比	2018 同比
1	Codelco	184.20	181.80	1.20	0.66%	-1.95%
2	Freeport-McMoRan	169.51	172.96	-23.18	-13.40%	2.03%
3	BHP	144.74	174.55	-5.30	-3.04%	20.60%
4	Glencore	130.97	145.37	-6.87	-4.73%	10.99%
5	Grupo Mexico	101.06	100.21	12.57	12.55%	-0.84%
6	Antofagasta	70.43	72.53	4.47	6.16%	2.98%
7	Rio Tinto	67.53	90.83	-9.83	-10.82%	34.50%
8	KGHM Polska	65.64	63.39	5.71	9.01%	-3.43%
9	MMG	59.82	51.78	-6.78	-13.10%	-13.44%
10	Anglo American	57.93	66.83	-2.83	-4.23%	15.36%
11	First Quantum	57.40	60.59	11.16	18.42%	5.56%
12	Vale	43.85	39.55	1.65	4.17%	-9.81%
13	Norilsk	40.11	47.37	0.93	1.97%	18.09%
14	Teck Resources	28.70	29.40	0.60	2.04%	2.44%
15	Kazakhmys	25.85	29.47	0.53	1.80%	14.00%
16	洛阳钼业	24.88	20.02	1.58	7.89%	-19.52%
17	江西铜业	20.96	20.83	-0.25	-1.20%	-0.62%
18	紫金矿业	20.80	24.86	10.14	40.79%	19.53%
19	LundinMining Corp	20.30	19.96	0.89	4.44%	-21.00%
20	Barrick Gold Corp	18.73	17.37	0.88	5.09%	-7.25%
	前 10 大矿企	1006.81	1063.21	-30.84	-2.90%	5.60%
	11-20 大矿企	306.54	3019.42	30.72	9.93%	0.94%
	前 20 大矿企	1313.35	1372.63	-0.12	-0.01%	4.51%
	全球-ICSG	2006.10	2050			

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

三季度已公布的 13 大矿企铜矿产量微幅正增长 0.09%，但由于 Codelco 本年产量受罢工、矿石品位下滑等因素影响较大，我们预计三季度前 15 大矿企产量大概率仍是负增长。

表2：2019年三季度大矿企产量微幅正增长0.09%

序号	公司	2019Q3 (万吨)	2019Q3 同比	2019Q2 同比	2019Q1 同比
1	Codelco	-	-	-7.13%	-16.82%
2	Freeport	39.19	-14.12%	-23.47%	-18.07%
3	BHP Billiton	42.95	4.99%	-4.12%	-8.12%
4	Glencore	35.28	-3.84%	-2.42%	-7.15%
5	Grupo Mexico	28.63	12.63%	16.35%	12.81%
6	Antofagasta	19.70	4.62%	21.69%	22.63%
7	Rio Tinto	21.50	-6.72%	0.41%	-1.69%
8	KGHM Polska	-	-	18.06%	20.85%
9	MMG	11.59	-4.97%	-26.38%	-10.48%
10	Anglo American	15.89	-7.51%	0.70%	4.00%
11	First Quantum	19.25	27.29%	11.56%	-5.77%
12	Vale	9.83	4.02%	0.41%	0.54%
13	Norilsk	12.07	0.24%	6.19%	12.89%
14	Teck Resources	7.90	9.72%	2.67%	-5.41%
15	Kazakhmys	8.29	7.38%	7.33%	4.01%
Total		261.34	0.09%	-1.67%	-3.55%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

2.1.2 TC 小幅回升，但仍维持在 60 美元/吨以下

国内冶炼产能继续大规模投放，2019 年预期有 65 万吨粗炼产能投放，但由于原料端铜矿产量持续负增长，铜矿加工费 TC 下滑至 60 美元/吨以下，部分国内中小冶炼厂已经出现亏损。由于立即停产或减产导致的问题更严重，冶炼厂不会立马减停产，但随着冶炼亏损持续发酵，铜矿紧缺对精铜供应的冲击可能在后期会逐步体现出来，供应端对铜价有一定支撑。

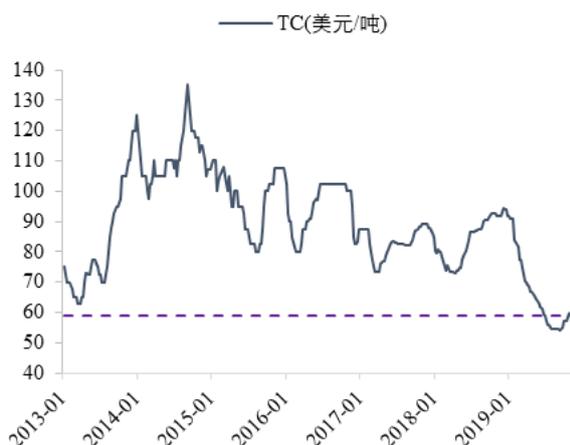
表3：国内冶炼产能继续大规模投放

公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	生产使用原料	投产年月
中国黄金（三门峡）	0	15	铜精矿	2018 年 1 月
中铝东南铜业有限公司	40	40	铜精矿	2018 年 8 月
国投金城冶金有限责任公司	10	10	铜精矿	2018 年 9 月
新金昌冶炼厂	20	10	铜精矿	2018 年 5 月
豫光金铅	0	3	铜精矿	2018 年 5 月
山东恒邦股份有限公司	10	0	铜精矿	2018 年 8 月
西矿青海铜业有限公司	10	10	铜精矿	2018 年 5 月底
梧州金升铜业股份有限公司	0	15	废杂铜/阳极铜	2018 年 9 月复产

Total-2018	90	103		
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年10月
广西南国铜业有限公司	30	30	阳极铜/铜精矿	2019年4月
山东恒邦股份有限公司	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金铜业有限公司	10	15	铜精矿	2019年9月
Total-2019	65	80		

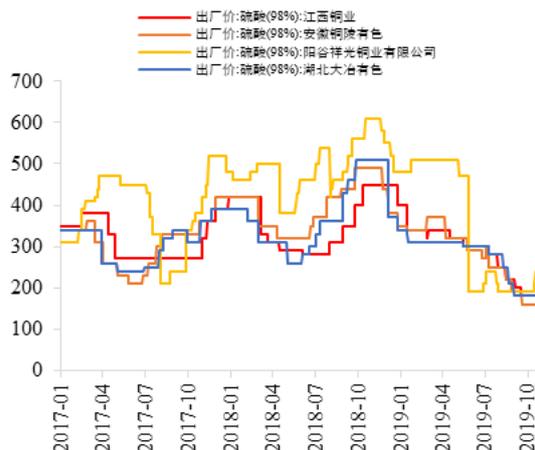
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图3：TC维持低位



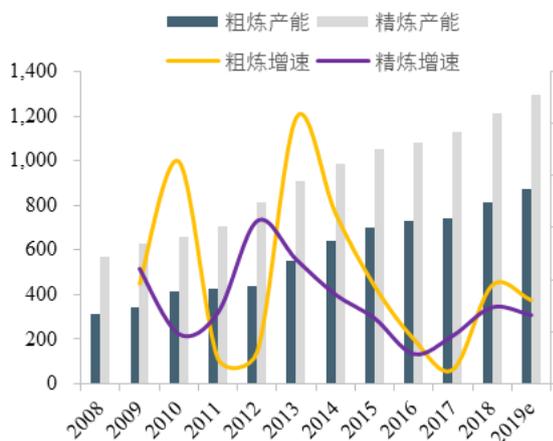
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图4：硫酸价格（元/吨）



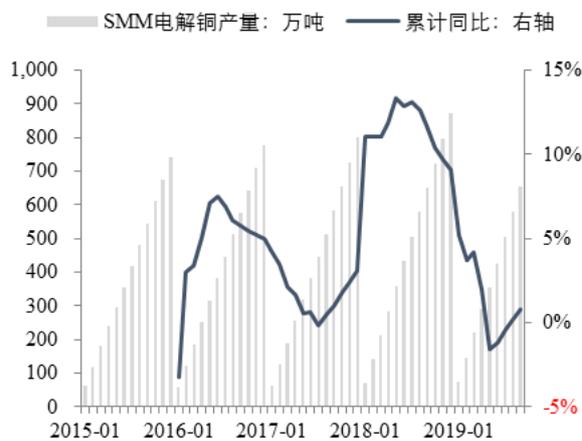
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图5：中国冶炼产能变化（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图6：国内1-9月精铜产量增速0.79%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

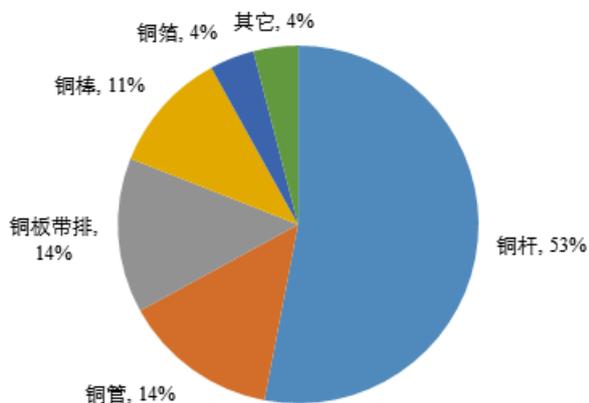
2.2 需求：下游铜材开工低迷，终端行业表现不佳

国内铜下游各消费终端行业整体表现不佳，铜消费最大头电网投资前9月负增长-12.5%，汽车产量维持负增长。空调领域同样表现不佳，1-9月国内家用空调产量负增长-0.97%。

海外方面，海外主要发达国家制造业表现低迷，难以驱动全球铜消费回暖。

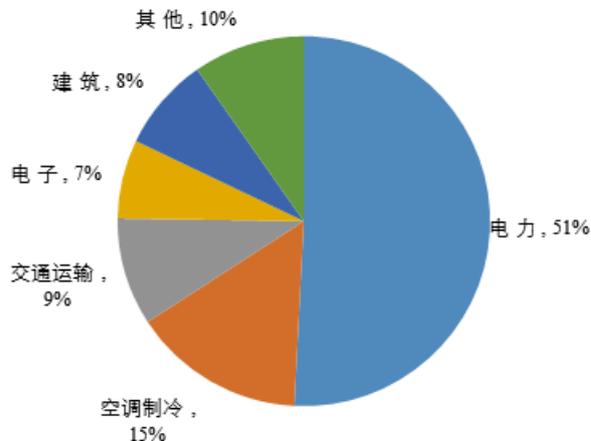
结合海内外实体经济情况来看，目前铜消费难有明显回升。

图7：国内铜消费按品种分布



数据来源：我的有色网，兴证期货研发部

图8：国内铜终端消费行业分布

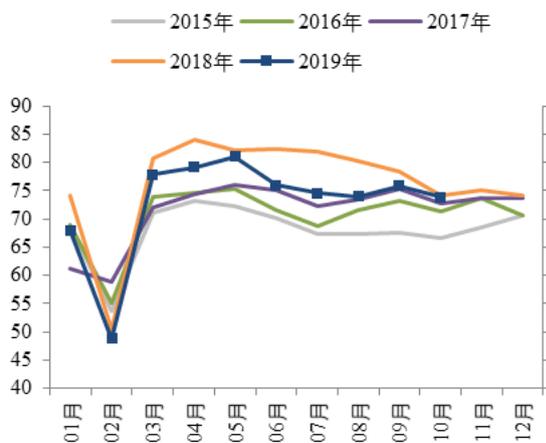


数据来源：安泰科，兴证期货研发部

2.2.1 铜材开工率整体弱于去年

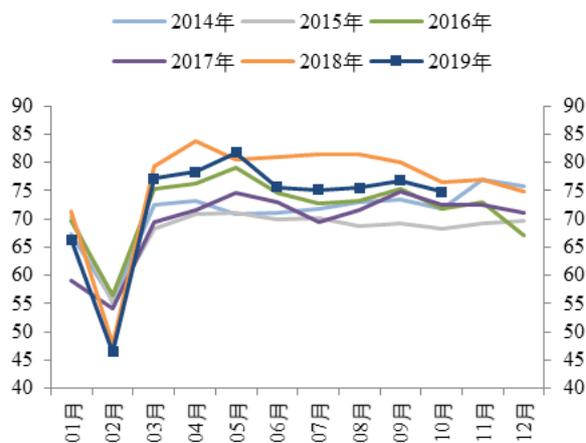
从精炼铜直接下游各铜材企业开工率来看，今年国内铜消费较为疲软，铜杆、铜板带、铜管开工率无明显好转。

图9：铜材企业整体开工率



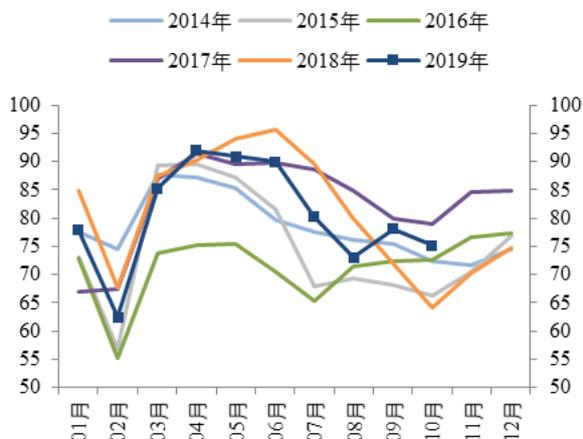
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图10：铜杆开工率



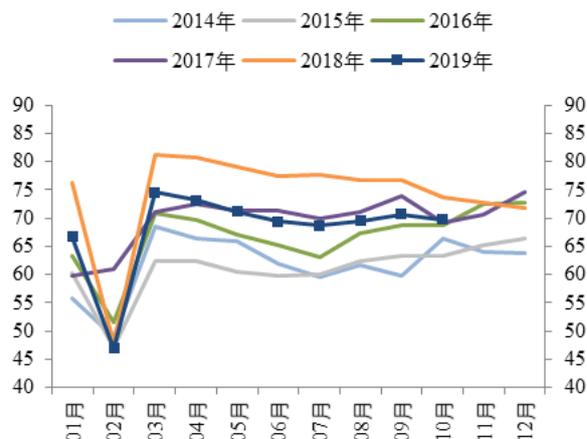
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图11：铜管开工率



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图12：铜板带箔开工率

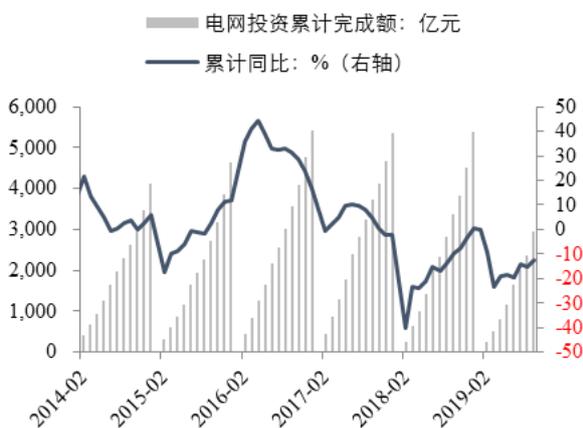


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2.2 9 月电网投资转正

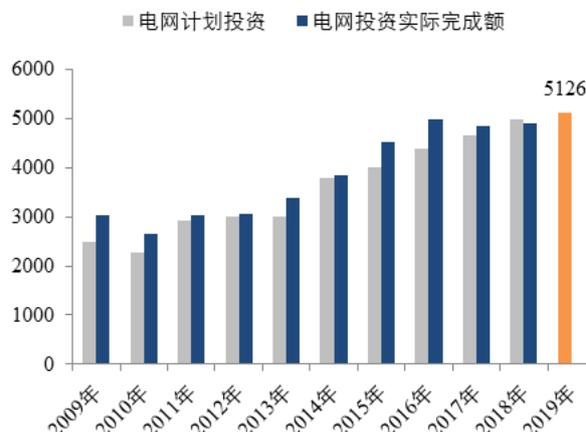
2019年2月27日公布的国家电网社会责任报告显示国家电网2019年电网投资计划达到5126亿元，比2018年实际完成额上升4.84%。1-9月电网投资仅为2953亿元，同比下滑12.5%，其中9月单月电网投资575亿元，同比小幅转正。我们认为国家电网若要完成投资计划，后期会逐步加大投资力度。

图13：1-9月电网投资负增长



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图14：国家电网2019年计划投资额5126亿元



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.3 空调产量季节性回升

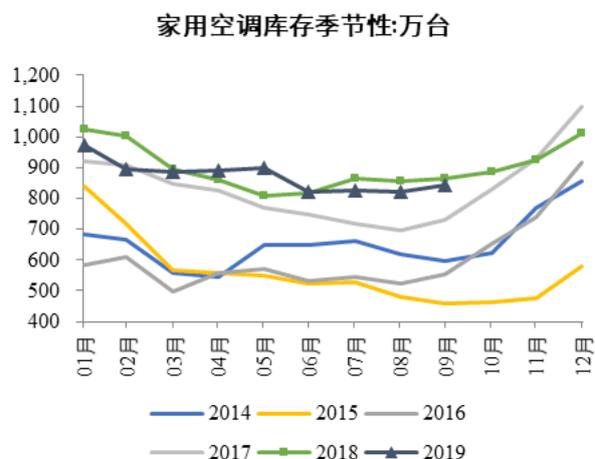
产业在线数据显示，2019年9月家用空调总产量989万台，同比增9%，1-9月空调产量11984.5万台，同比下滑-0.97%。9月空调库存环比增加18.3万台，至841.4万台，空调库存压力相对弱于去年同期。

图15: 空调产量季节性回升



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图16: 空调库存压力弱于去年



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2.4 传统汽车产量维持负增长

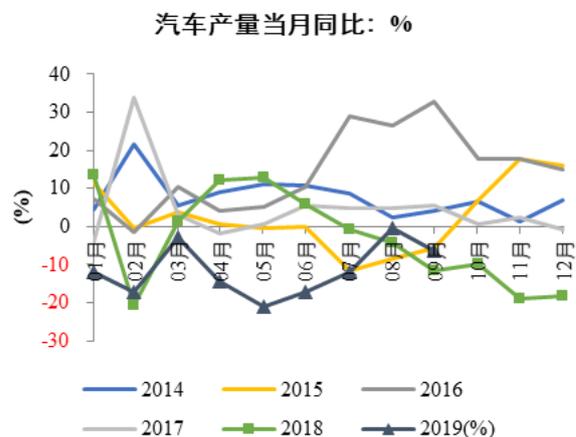
2018年下半年开始国内传统汽车产销出现断崖式下滑,据中国汽车工业协会数据显示,2019年1-9月全国共生产汽车1814.9万辆,同比下滑-11.4%,传统汽车仍然拖累铜消费。

图17: 汽车产量大幅下滑 (万辆, %)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图18: 汽车产量增速季节性



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图19：乘联会9月狭义乘用车销量负增长-6.5%



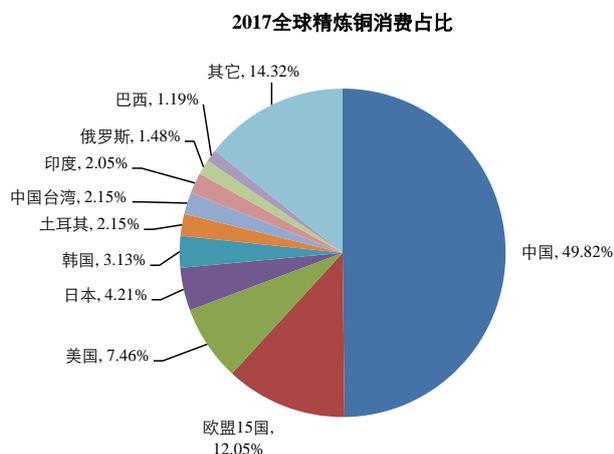
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2.5.海外欧美发达国家制造业低迷

欧美国家精铜消费占全球比例在 20%左右，是中国以外最大的两个消费区域。

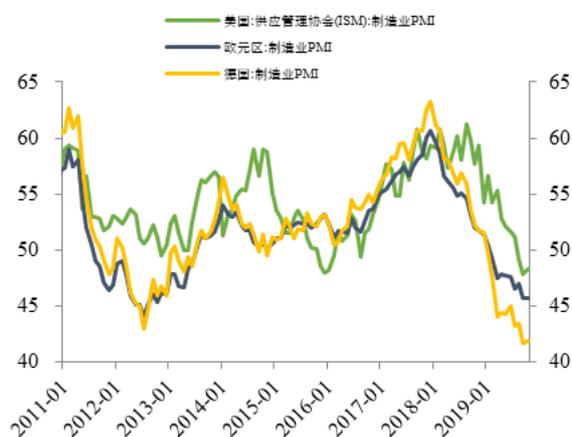
欧美国家制造业边际转弱，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 47.80，欧元区 9 月制造业 PMI 小幅下滑至 45.7，其中德国制造业 PMI 处于 41.7 低位。整体看，欧美发达国家实体经济在逐步转弱，对铜的消费相对较差。

图20：欧美国家铜消费占比20%



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图21：欧美发达国家制造业疲软

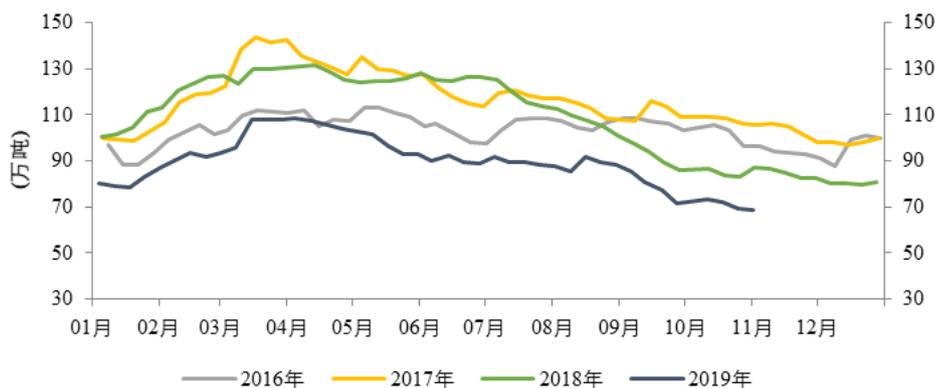


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 全球铜显性库存处于季节性低位

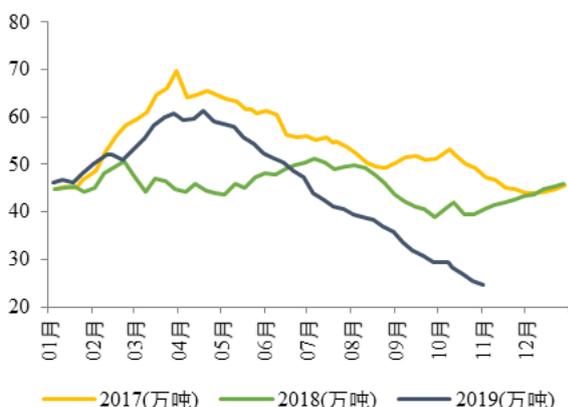
截至 2019 年 11 月 01 日，三大交易所叠加保税区库存仅为 68.51 万吨，同比 2018 年减少 18.89 万吨，处于绝对低位。

图22：三大交易所叠加保税区库存处于低位



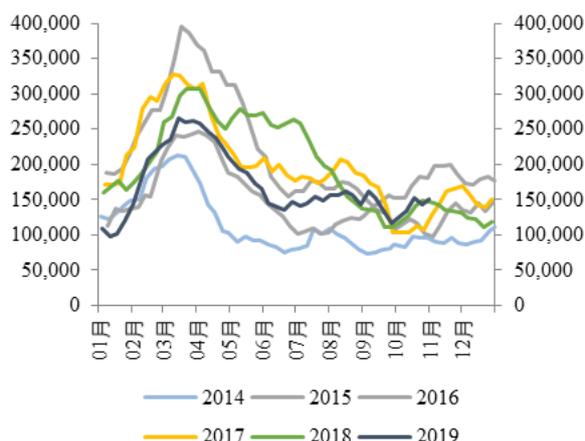
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图23：保税区库存季节性（万吨）



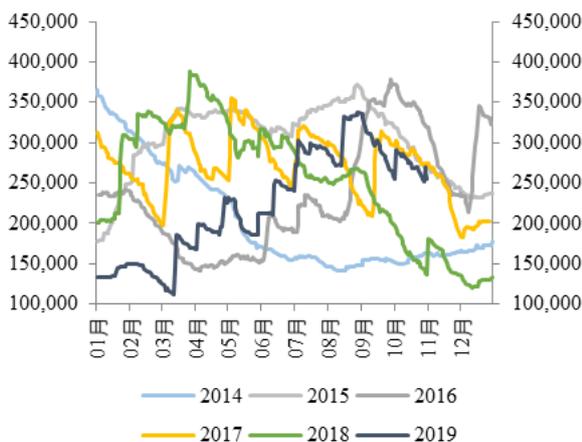
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图24：上期所铜库存季节性（吨）



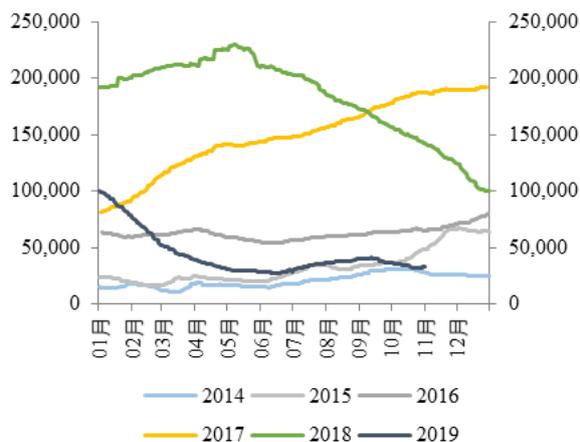
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图25：LME铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图26：COMEX铜库存季节性（吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.宏观面：美元指数小幅走弱，美联储年内三次降息

9月美元指数走弱，月末收于97.2170，较月初下跌2.0888。

图27：美元指数与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

北京时间2019年10月31日凌晨，美联储举行10月议息会议，年内第三次降息25bps。新一轮货币宽松进程逐步开启，对铜金融投机属性的抑制有所缓解。

图28：加息与铜价走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.结论

铜供需双弱的基本面格局延续。

供应端，铜矿供应负增长，国内部分冶炼厂生产经营压力较大，或将逐步对精铜供应形成冲击。需求端，国内外制造业表现不佳，难以驱动全球铜消费回暖。

展望后期，我们认为，随着近期铜矿端干扰因素增多，铜矿相对短缺的状态将延续，叠加部分小矿山及冶炼厂生产亏损，成本端对铜价有一定支撑，后期一旦冶炼厂亏损减产发酵，铜价走强的概率较大。

我们维持对未来几个月铜价的判断：[45500, 50000]。

表4：中国精炼铜供需平衡表（万吨）

中国	2018A	2019H1	2019H2	2019E	2020E
产量	873	425	478	903	910
净进口	347	142	170	312	320
实际需求	1225	565	655	1220	1245
供需平衡	-5	2	-7	-5	-15

数据来源：Wind，兴证期货研发部

取暖季开启、需求韧性钢价易涨难跌

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

蒋馥蔚

从业资格号: F3048894

俞尘泯

从业资格号: F3060627

联系人: 俞尘泯

021-20370946

yuem@xzfutures.com

内容提要

螺纹钢：需求韧性支撑钢价

上月回顾

上月我们认为钢材或维持震荡，期货实际出现明显回升：2001 合约下跌 118 元每吨，热轧卷板期货 2001 合约下跌 129 元每吨。10 月钢材需求持续向好，社库明显回落：截止 10 月 31 日，螺纹社库环比 10 月下降 118.65 万吨，厂库累积 11.29 万吨；热卷社库下降 29.22 万吨，厂库去化 5.23 万吨。目前钢材社会总库存低于去年同期 0.05%，今年 5 月以来首次低于往年同期。钢厂 10 月限产严格，钢材产量较 9 月继续回落，需求延续旺季表现，当月需求同比 9 月仅减少 3.7%。宏观方面，下行压力仍然存在：10 月 PMI 数据不及预期，9 月房企新开工增速继续回落。但拿地数据同比增加，地产对钢材的拉动作用仍有韧性；贸易摩擦存在向好预期缓和贸易压力。

未来展望

展望 11 月，我们认为需求或逐步转弱，走势前高后低。进入 11 月后，全国多地区升级重污染天气预警，多地钢厂开启检修季，钢材产量将出现明显滑坡。同时，随着取暖季到来，北方限产开启，供应压力将得到释放。原料方面，铁矿发运量逐渐恢复，需求继续下降，走弱预期仍大；焦炭反弹后继续下行，本月原料对钢材支撑趋弱。需求上，四季度地方债投资增量有限，全年棚改基本完成，地产维持下滑趋势。但拿地量出现同比增加，叠加 10 月钢材需求向好，11 月中旬的宏观数据公布或刺激市场情绪。虽然旺季尾声，现货需求逐步转弱，但本周仍存在赶工现象。制造业仍然萎靡，10 月 PMI 超预期下行，短期难有起色。本月在供给向弱，需求持稳的背景下，钢材或继续偏强走势。终端下滑趋势未见拐头迹象，中长期偏弱格局不变。

策略建议

建议投资者前多逢高止盈，品种间可关注多螺空矿机会

风险提示

11 月限产执行情况，库存表现及中美贸易摩擦变化

铁矿石：供需劈叉，价格承压

上月回顾

上月我们的观点是铁矿石上行后存在回落风险，实际走势冲高回落：I2001 月跌 4.81%。本月我们认为矿石将继续下行。港口库存方面，截至 10 月 31 日，铁矿石港口库存为 12648.5 万吨，环比增加 614.79 万吨。铁矿到港逐渐增加，10 月铁矿港口库存出现增加。发货量方面，上周澳洲巴西发货总量为 2103.5 万吨，环比增加 383.3 万吨。10 月发货量整体出现增加，虽然 10 月到港量有一定回落，但主要受到 9 月澳洲发运量的回落导致。整体来看，外矿发运量在进入四季度后，将逐渐增加；需求逐步收缩，11 月港口库存将持续累积。

钢厂方面，截至 10 月 31 日，163 家钢厂盈利比例为 77.91%，月环比下降 0.62%；高炉开工率为 57.60%，月环比下降 10.36%，钢厂烧结矿库存 1509.95 万吨，环比下降 103.6 万吨，钢厂补库基本结束，按需采购为主。目前来看，11 月开始各地钢厂进入检修季，取暖季开启，铁矿需求间持续回落，预计 11 月将向下为主。

未来展望

四大矿山三季报公布，产销符合预期，但为完成全年目标，四季度存在冲量预期。预计四季度发运量环比三季度增加 2.6%，基本发往中国。增量将在 11 月逐渐体现在国内到港，供应承压。11 月国内取暖季开启，各地钢厂增加主动检修容量，需求持续回落。虽然钢厂烧结粉矿维持低位，但市场情绪悲观，钢厂补库需求持续走低，低位厂库库存难对铁矿形成支撑。

整体来看，11 月铁矿供需继续劈叉，港口库存或继续累积，年内或突破 1.4 亿吨。11 月铁矿延续向下趋势。

策略建议

建议投资者空单持有，5-9 正套可续持。

风险提示

11 月限产执行情况，铁矿港口变化及钢厂库存变化。

1. 行情回顾

10 月份铁矿石期货 2001 合约收跌，截至 10 月 31 日，I2001 收于 620.5 元/吨，月跌 31.5 元/吨，跌幅 4.81%。月末持仓量为 156 万手，环比增加 16.5 万手。

10 月份螺纹钢期货 2001 合约收跌，截至 10 月 31 日，RB2001 收于 3367 元/吨，月跌 118 元/吨，跌幅 3.39%。月末持仓量为 320 万手，环比减增加 76.8 万手。

图 1：铁矿石主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：螺纹钢主力合约行情走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 铁矿石基本面分析

2.1 现货价格

截至 10 月 31 日，普氏指数报收于 84.00 美元/吨，月环比下跌 9.20 美元/吨。青岛港澳大利亚 61.5% 品位 PB 粉矿收于 670 元/吨，月环比下跌 72 元/吨。唐山 66% 铁精粉价格收于 689 元/吨，月环比下跌 20 元/吨。

图 3：普氏指数：美元/吨



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：铁矿石现货价格：元/吨

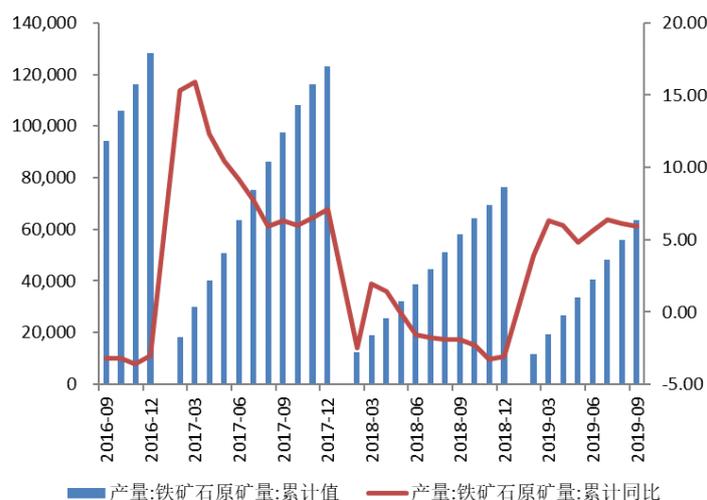


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国产原矿产量

截至 2019 年 9 月，国内铁矿石原矿累计生产 6.34 亿吨，累计同比上涨 5.9%。9 月产量环比 8 月上升 4.14%。

图 5：国内铁矿石原矿产量（万吨）

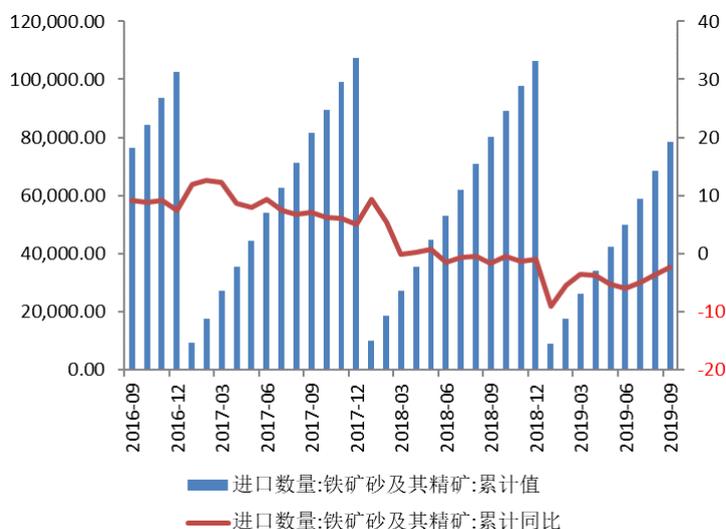


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 铁矿石进口量

截至 2019 年 9 月，我国累计进口铁矿砂及其精矿 7.84 亿吨，同比下降 2.4%。降幅继续收窄，增速较 8 月上升 1.1%，从巴西进口铁矿逐渐增加。9 月单月进口铁矿量为 9937 万吨，环比 8 月上升 4.85%，同比去年上升 6.4%。

图 6：铁矿石进口量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 铁矿石港口库存

截至 10 月 31 日，铁矿石港口库存为 12648.5 万吨，与 9 月 27 日相比增加 614.79 万吨。

图 7：铁矿石港口库存

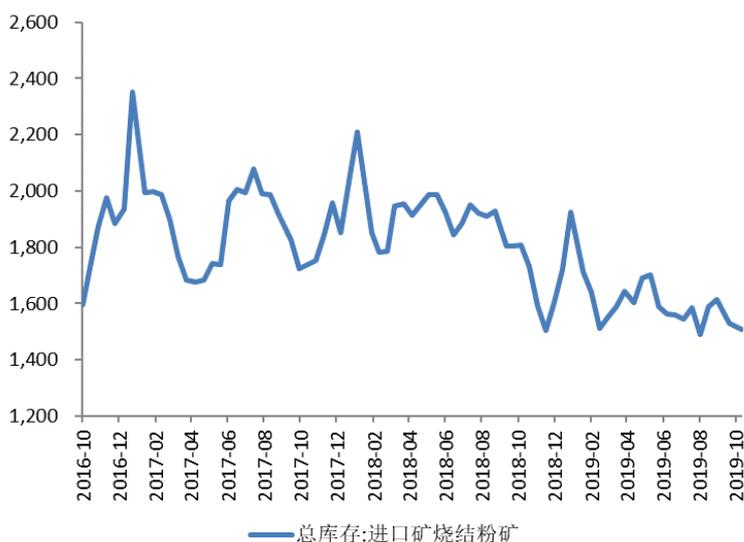


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 铁矿石钢厂库存

截至 10 月 31 日，钢厂烧结矿库存为 1509.95 万吨，与 9 月 27 日相比下降 103.6 万吨，仅高于今年最低值 21.29 万吨，钢厂库存继续低位。

图 8：铁烧结粉矿钢厂库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.5 航运指数与运费

截止 10 月 31 日，波罗的海国际干散货海运指数收于 1731，月度下跌 92。巴西到青岛的运费为 20.59 美元/吨，月跌 1.85 美元/吨。澳洲到青岛的运费为 8.927 美元/吨，月涨 0.13 美元/吨。

图 9：航运指数与铁矿石运费



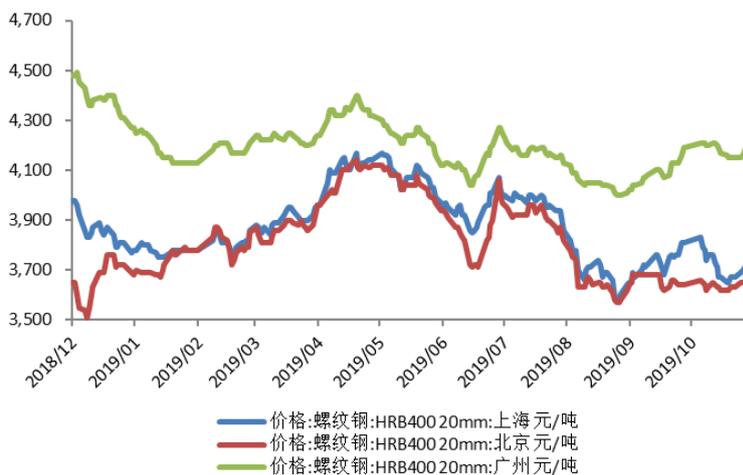
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.螺纹钢基本面分析

3.1 钢材现货价格

截至 10 月 31 日，北京螺纹钢收于 3680 元/吨，月涨 40 元/吨；上海螺纹钢收于 3730 元/吨，月跌 80 元/吨；广州螺纹钢收于 4200 元/吨，月环比上涨 10 元/吨。

图 10：螺纹钢现货价格（元/吨）

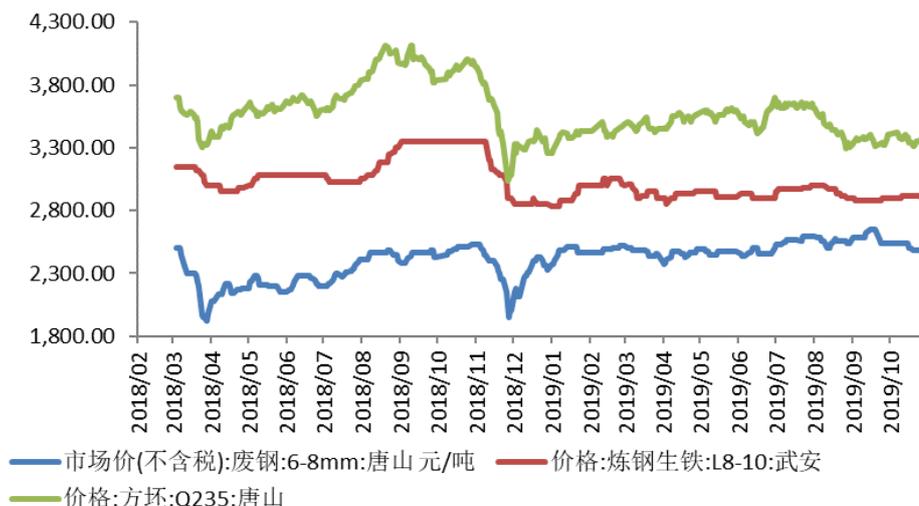


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 生铁废钢价格

截至 10 月 31 日，唐山方坯收于 3350 元/吨，月跌 50 元/吨；生铁价格收于 2880 元/吨，月跌 20 元/吨；废钢价格下跌 20 元/吨，收于 2515 元/吨。

图 11: 生铁、方坯、废钢价格 (元/吨)

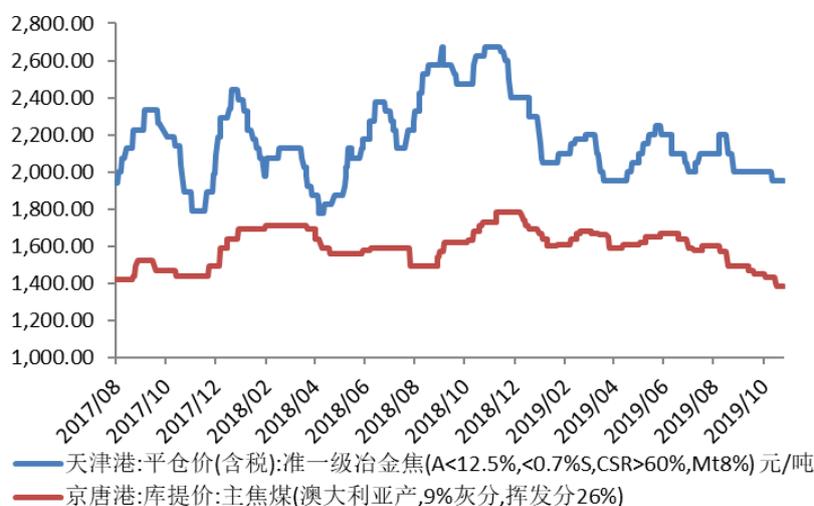


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 焦煤焦炭价格

截至 10 月 31 日, 京唐港焦煤收于 1385 元/吨, 月跌 65 元/吨; 天津港焦炭收于 1950 元/吨, 月跌 50 元/吨。

图 12: 焦煤、焦炭现货价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 钢厂日均产量与库存

与 8 月下旬相比, 2019 年 9 月上旬重点钢企粗钢日产 200.18 万吨, 环比下降 1.40 万吨; 重点企业库存 1058.62 万吨, 环比下降 126.14 万吨。

图 13: 粗钢产量与钢厂钢材库存

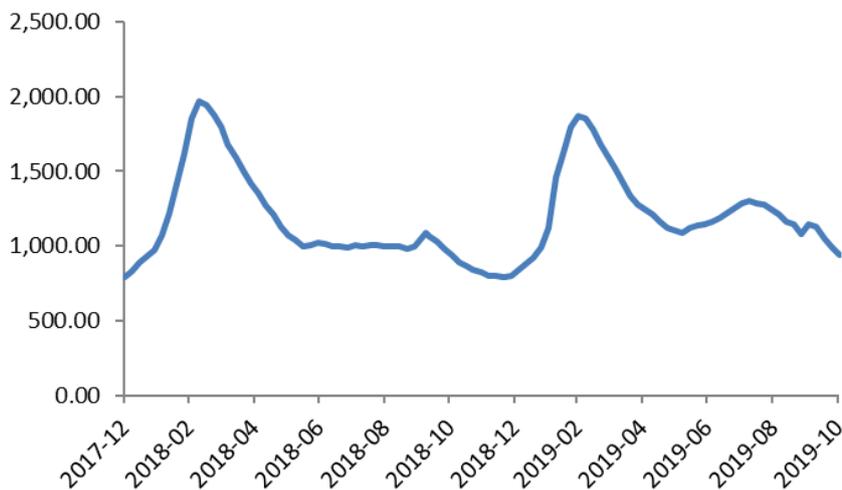


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.5 钢材社会库存

截至 10 月 31 日, 全国主要钢材品种社会库存总量为 938.47 万吨, 与 9 月 30 日相比下降 1544.70 万吨。分品种来看, 螺纹钢库存为 372.17 万吨, 环比 9 月下降 107.63 万吨, 线材库存为 138.74 万吨, 环比 9 月下降 13.51 万吨, 热卷库存为 181.22 万吨, 环比 9 月下降 31.88 万吨, 冷轧库存为 112.62 万吨, 环比 9 月下降 0.31 万吨。

图 14: 钢材社会库存 (万吨)

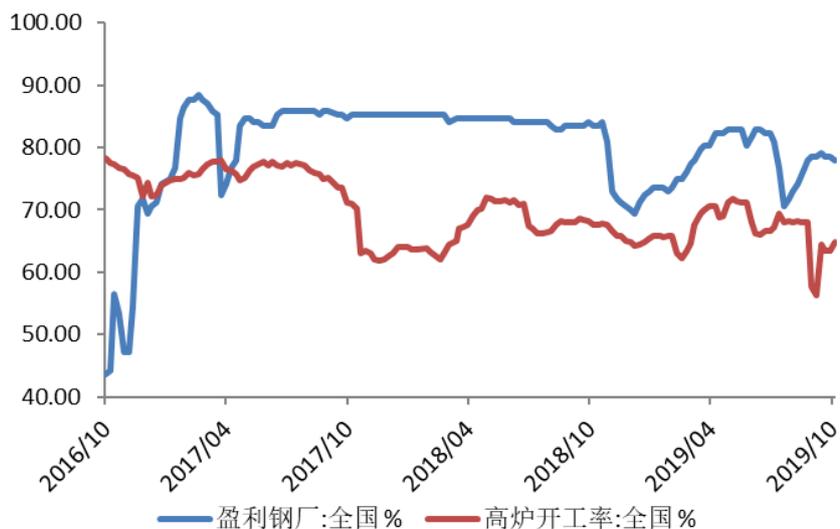


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.6 钢厂高炉开工率

截至 10 月 31 日, 163 家钢厂盈利比例为 77.91%, 月环比下降 0.62%; 高炉开工率为 64.92%, 月环比上升 1.38%。

图 15: 高炉开工率和钢厂盈利 (%)

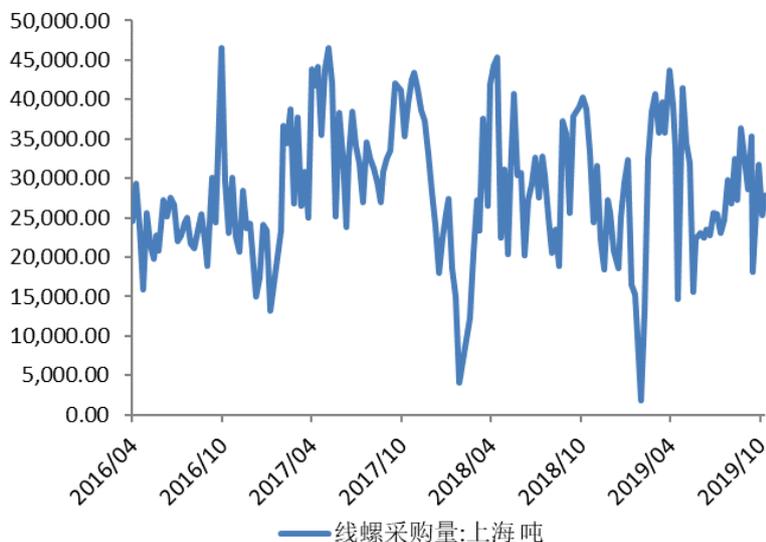


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.7 终端采购

截至 10 月 31 日, 上海地区线螺采购量 10 月周度均值 25750 吨, 环比 9 月下降 4448 吨。

图 16: 上海地区周度终端线螺采购量 (吨)

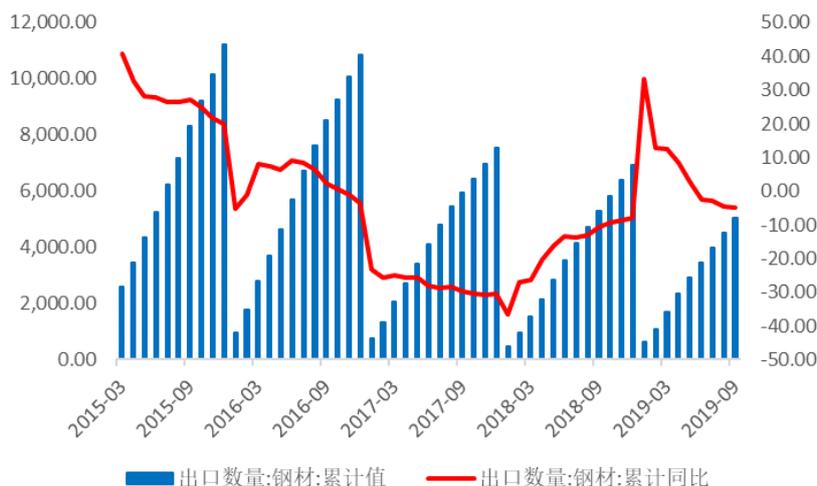


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.8 钢材出口

2019 年 9 月钢材出口为 533 万吨, 月同比下滑 10.4%, 1-9 月累计出口同比下滑 5.0%。

图 17: 钢材出口 (万吨)



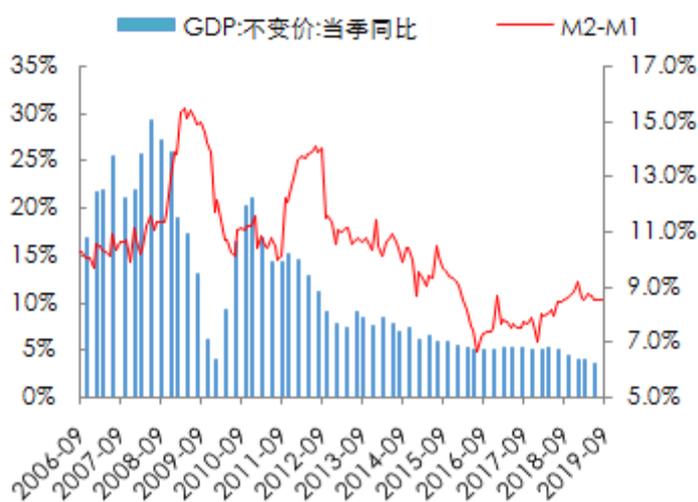
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 终端需求分析

4.1 宏观数据

2019 年前三季度，全国 GDP 累积增长 6.2%，三季度 GDP 同比增速下降至 6.0%，较二季度下滑 0.2 个百分点。三季度 M2 同比增速 8.4，M1 增速 3.4，增速劈叉较 8 月份环比收窄 0.2 个百分点。宏观经济下行压力仍大。

图 18: 全国 GDP 及社会资金变化 (%)

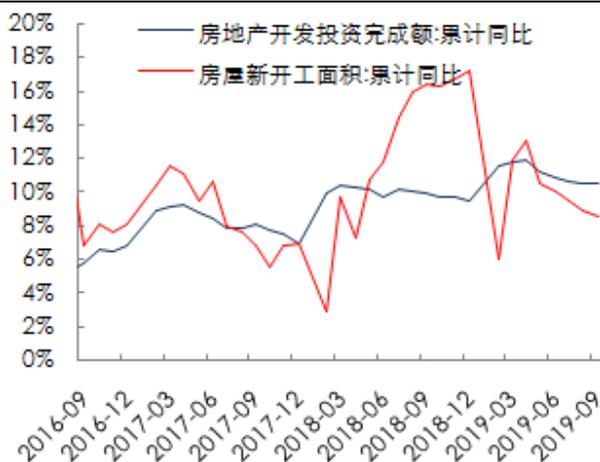


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.2 房地产数据

截至 2019 年 9 月，全年房地产累计开发投资为 9.80 万亿元，累计同比增加 10.5%，增速与 8 月持平；房屋新开工面积累计同比增长 8.6%，增速较 8 月下滑 0.2 个百分点，同比增速下滑至 6.6%。1-9 月土地成交面积累计同比仍维持 20.2% 的下滑，但降幅较 8 月收窄 4.6 个百分点；9 月单月同比去年增加 10.4%。地产投资虽然有明显回落，但维持韧性，企稳回升的土地投资或能在未来托底地产开工。

图 19：房地产开发投资及新开工累计同比（%）

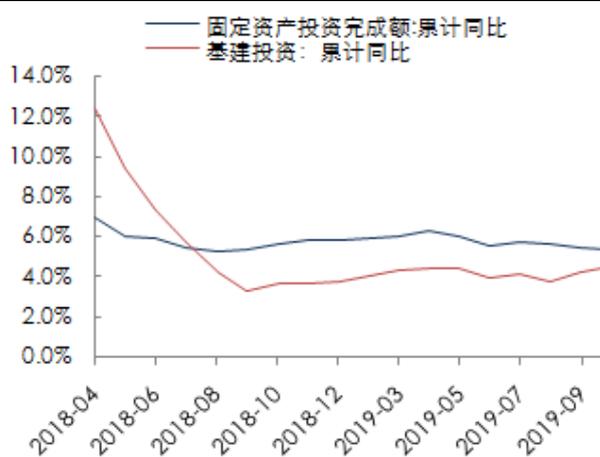


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.3 基建数据

截至 2019 年 9 月，全年固定资产投资累计开发投资为 10.7 万亿元，累计同比增加 4.5%，增速较 8 月上升 0.3 个百分点，但仍落后于 GDP 增速。基建投资累计同比增长 5.4%，仍处在较低水平，增速较 8 月下滑 0.1 个百分点。受制于今年地方债发行基本完成，四季度基建进一步拉动经济能力趋弱，基建投资或继续向下。

图 20：固定资产投资额及基建投资累计同比（%）

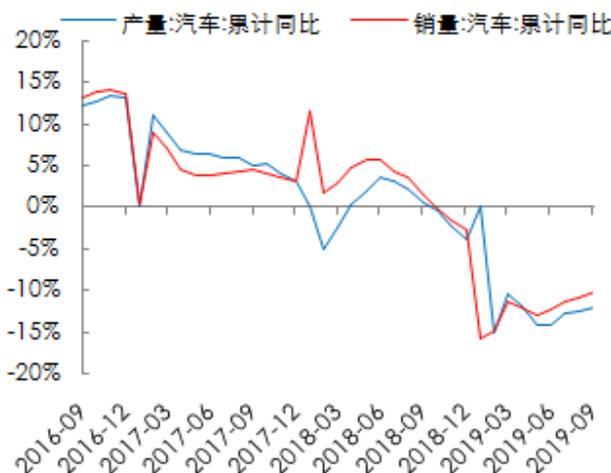


数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.4 制造业数据

截至 2019 年 9 月，全年汽车产量累计 1808 万辆，累计同比减少 12.0%，降幅较 8 月收窄 0.5 个百分点；全年汽车销量累计 1837 万辆，累计同比减少 10.3%，降幅较 8 月收窄 0.7 个百分点。10 月 PMI 指数为 49.3，低于预期的 49.8，环比 9 月下降 0.5。制造业仍处在萎缩区间。虽然目前汽车产销继续向下，但降幅已经出现企稳。随着国二十条刺激消费等条例的出台，中长期制造业仍向好发展。

图 21：汽车产销累计同比（%）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5. 总结

螺纹钢观点：

展望 11 月，我们认为需求或逐步转弱，走势前高后低。进入 11 月后，全国多地区升级重污染天气预警，多地钢厂开启检修季，钢材产量将出现明显滑坡。同时，随着取暖季到来，北方限产开启，供应压力将得到释放。原料方面，铁矿发运量逐渐恢复，需求继续下降，走弱预期仍大；焦炭反弹后继续下行，本月原料对钢材支撑趋弱。需求上，四季度地方债投资增量有限，全年棚改基本完成，地产维持下滑趋势。但拿地量出现同比增加，叠加 10 月钢材需求向好，11 月中旬的宏观数据公布或刺激市场情绪。虽然旺季尾声，现货需求逐步转弱，但本周仍存在赶工现象。制造业仍然萎靡，10 月 PMI 超预期下行，短期难有起色。本月在供给向弱，需求持稳的背景下，钢材或继续偏强走势。终端下滑趋势未见拐头迹象，中长期偏弱格局不变。

建议投资者前多逢高止盈，品种间可关注多螺空矿机会。

铁矿石观点：

四大矿山三季报公布，产销符合预期，但为完成全年目标，四季度存在冲量预期。预计四季度发运量环比三季度增加 2.6%，基本发往中国。增量将在 11 月逐渐体现在国内到港，供应承压。11 月国内取暖季开启，各地钢厂增加主动检修容量，需求持续回落。虽然钢厂烧结粉矿维持低位，但市场情绪悲观，钢厂补库需求持续走低，低位厂库库存难对铁矿形成支撑。

整体来看，11 月铁矿供需继续劈叉，港口库存或继续累积，年内或突破 1.4 亿吨。11 月铁矿延续向下趋势。

建议投资者空单持有，5-9 正套可续持。

看空远月焦煤，关注钢材利润天花板

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

黑色研究团队

蒋馥蔚

从业资格号：F3048894

俞尘泯

从业资格号：F3060627

联系人：蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月份焦煤走势呈现V字形，焦炭走势偏弱，震荡下行。10月31日焦炭主力合约收于1737.5元/吨，月跌135.5元/吨。10月份焦煤主力合约31日收于1236元/吨，月跌8元/吨。10月份盘面焦化利润缓慢下探。

● 后市展望及策略建议

双焦近期维持弱稳运行。进口煤受预期政策风险下降影响价格反弹，国内煤受进口煤冲击存在补跌行为。11、12月份焦煤面临进口煤收紧预期、部分煤矿提前停产预期以及下游冬储备货预期三大因素，短期可能存在反弹，但受钢焦利润收缩影响，上方空间有限。从中长期来看，明年1月进口配额重置后，焦煤进口继续增加库存压力，并且焦化去产能届时将减少部分焦煤需求，供需均存在隐患，远期焦煤较为悲观。

焦炭供给方面，焦炉开工恢复生产，焦化厂为保焦化复产品利润并不主动减产，短期看供应仍然高位；库存方面，有钢厂控制到货，焦化厂出货压力加大，库存继续增加，港口库存较为平稳，港口成交冷清。需求方面，高炉开工小幅回升，目前钢厂焦炭库存处于中高位水平。终端需求方面，社会库存持续下降，中间需求冷清，有淡季悲观预期。总体来看，焦炭供需两旺，库存较高，基本面与前期一样偏弱运行。

当前钢材库存持续去化，而现货降价较去年提前一个月左右时间，11月钢价或许企稳，甚至可能出现小幅反弹。

● 策略建议

单边操作建议：焦煤震荡；焦炭建议空单回避。

套利策略：

焦煤 1-5 正套可持有，在四季度焦煤进口受限、冬储利好近月，以及焦炭去产能影响焦煤需求利空远月的逻辑下，可持有 JM1-5 正套。

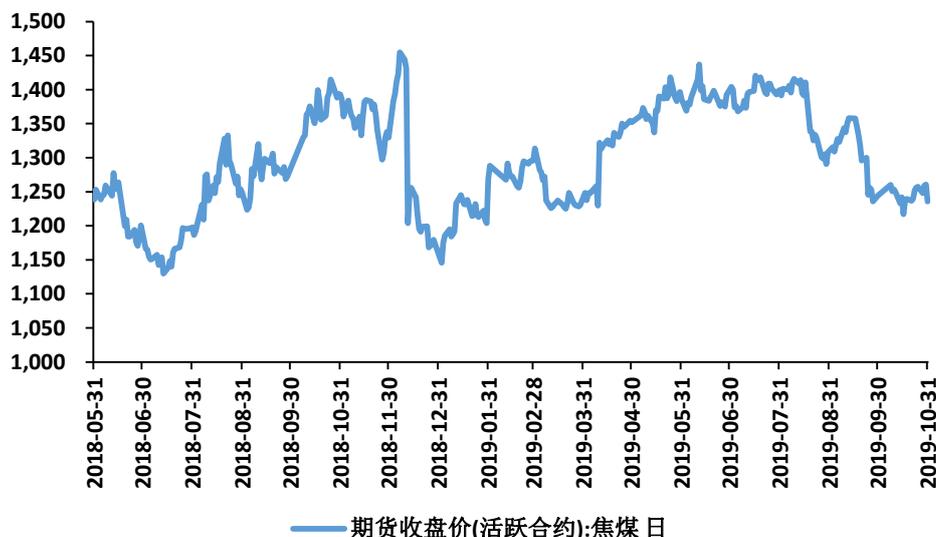
风险提示：焦炭去产能执行乏力、终端需求持续下行、进口煤政策放宽等。

1.行情回顾

1.1 期货市场价格

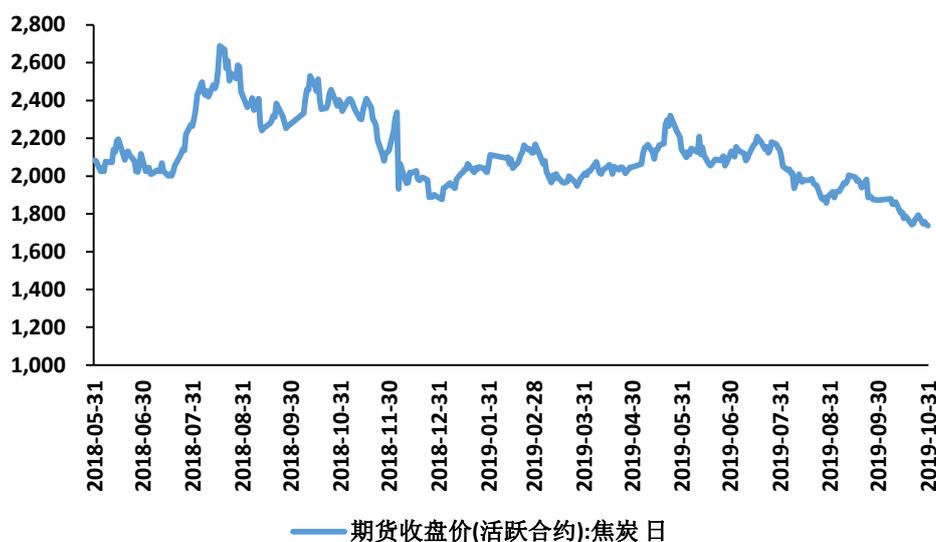
10月份焦煤走势呈现V字形,焦炭走势偏弱,震荡下行。10月31日焦炭主力合约收于1737.5元/吨,月跌135.5元/吨。10月份焦煤主力合约31日收于1236元/吨,月跌8元/吨。10月份盘面焦化利润缓慢下探。

图 1: 焦煤主力合约行情走势



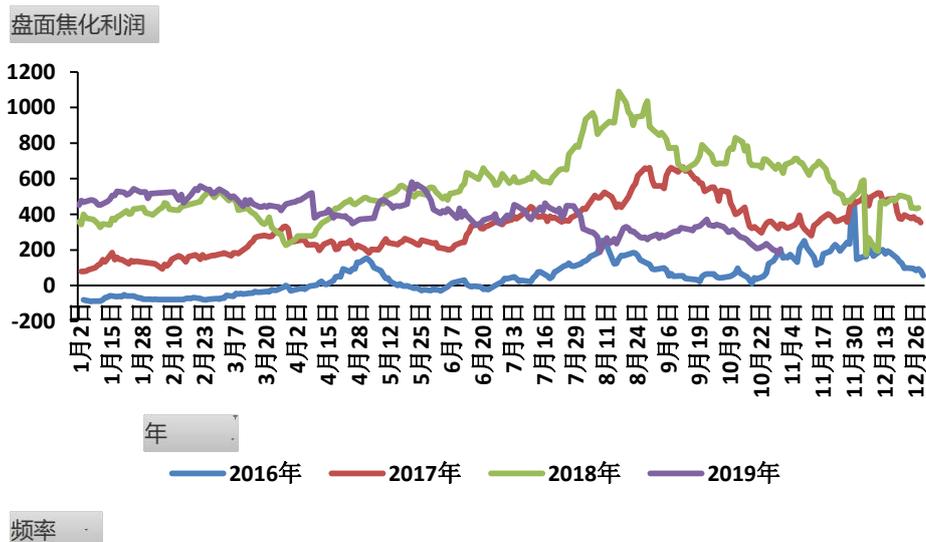
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 焦炭主力合约行情走势



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3：盘面焦化利润（元/吨）

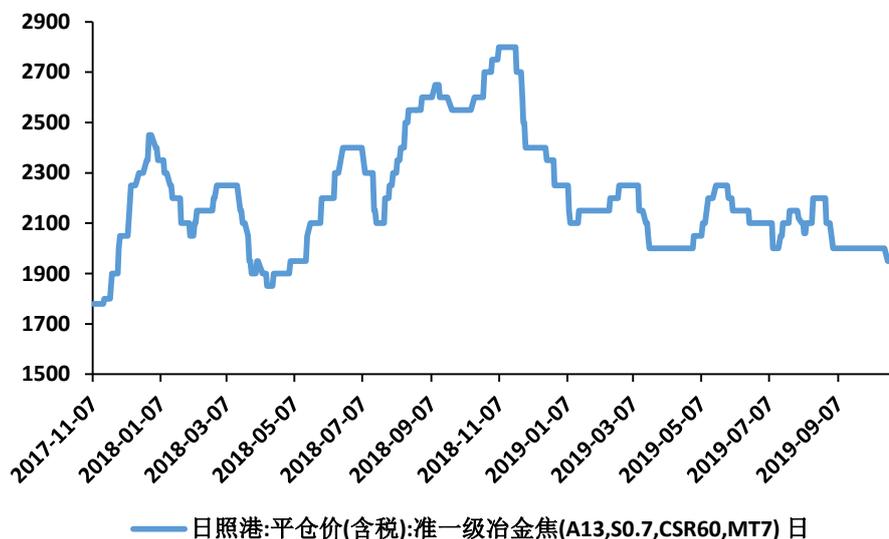


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 现货市场价格：焦炭现货市场弱势，国内焦煤补跌

10月焦炭现货价格走弱，月中实现第一轮提降50元/吨，月底有钢厂再降50元/吨，直接打到焦炭盈亏线。目前日照港准一级冶金焦报价在1750-1780元/吨之间，产地焦炭出现部分超跌资源，集港焦炭倒挂，但受短期焦炭基本面弱势影响，贸易商集港积极性仍然较低。

图 4：焦炭现货价格（元/吨）

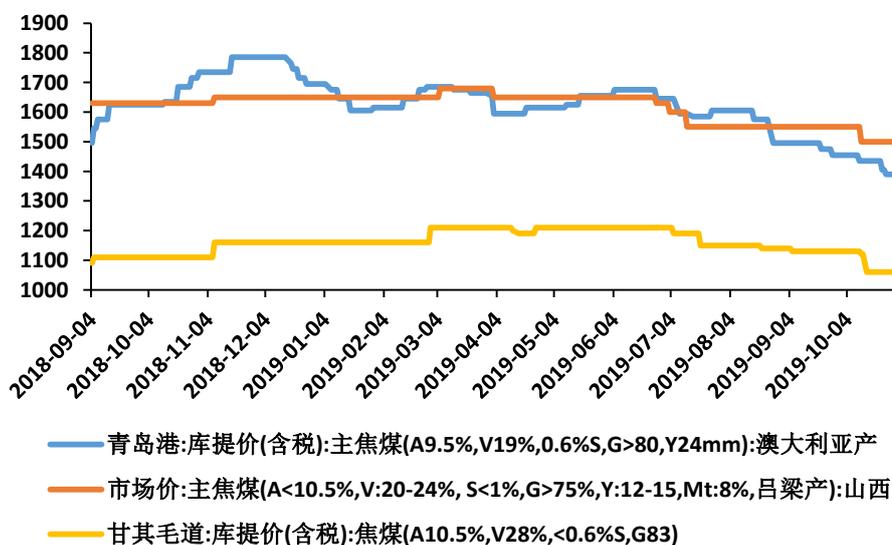


数据来源：Wind，兴证期货研发部

焦煤现货价格整体偏弱，青岛港主焦煤(A9.5%,V19%,0.6%S,G>80,Y24mm，澳大利亚产)收于1390元/吨，山西吕梁产主焦煤(A<10.5%,V:20-24%,S<1%,G>75%,Y:12-15,Mt:8%)1500元/吨，甘其毛道蒙古焦煤(A10.5%,V28%,<0.6%S,G83)价格1060元/吨。国内焦煤方面，焦炭现货市场

弱势，对焦煤多以按需采购为主，刻意打压焦煤库存，国内焦煤价格承压下行，另一方面进口煤库存较高，持续冲击国内主焦煤价格。

图 5：焦煤现货价格（元/吨）



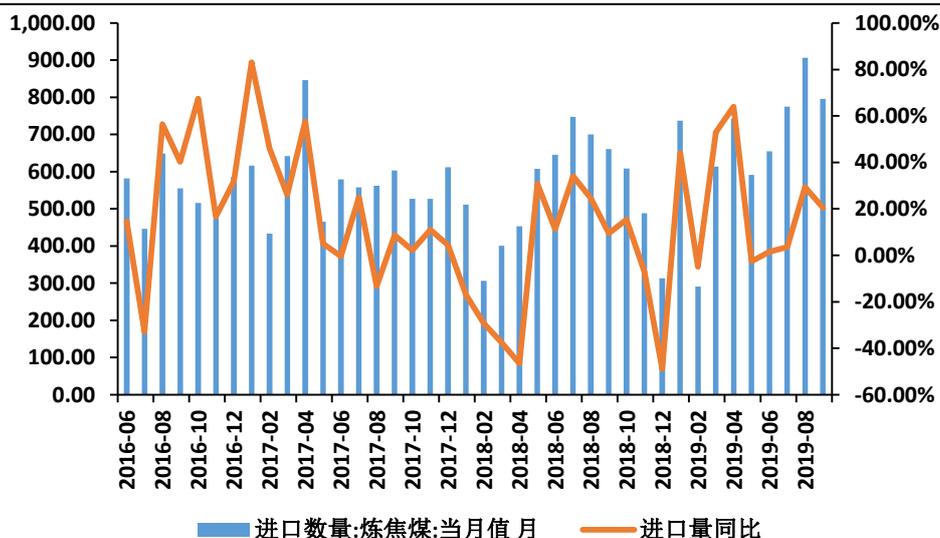
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.焦煤、焦炭基本面分析

2.1 焦煤供给：10月煤矿供应充足，11月有供应收紧预期

10月焦煤国内供给略显宽松。受焦炭现货弱势影响，对于焦煤采购意愿下降，钢焦企业刻意压减厂内原料库存，煤矿部分煤种库存有累积，存在出货压力，受低价进口煤影响，国内主焦煤需求下降，主焦煤从上半年供应偏紧转为下半年的供应宽松。根据调研统计，部分煤矿存在完成生产计划，于11月或12月初停止生产的情况。

图 6：炼焦煤进口量（万吨）



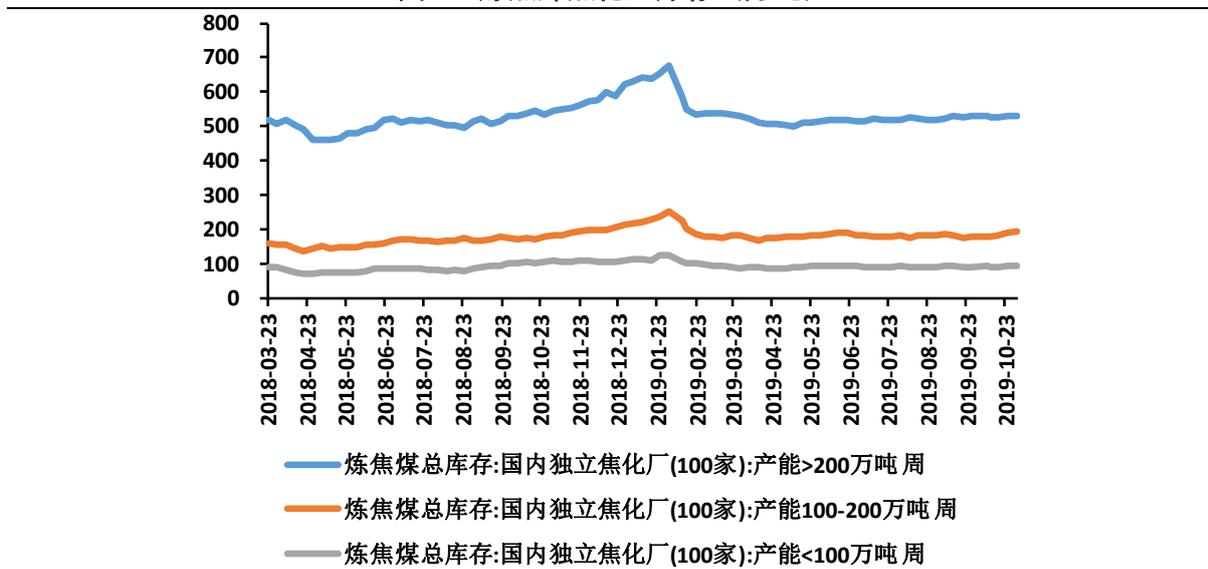
数据来源：Wind，兴证期货研发部

进口煤方面，随着海运价格下跌，以及海外焦煤需求下降，9月中国进口炼焦煤796万吨，同比增加20.5%。由于下游需求不见起色，进口煤堆积港口，库存偏高。但需要关注下半年受到进口煤平抑政策的制约，进口煤收紧的支撑。

2.2 焦煤库存：下游钢焦库存下降，港口库存持续增加

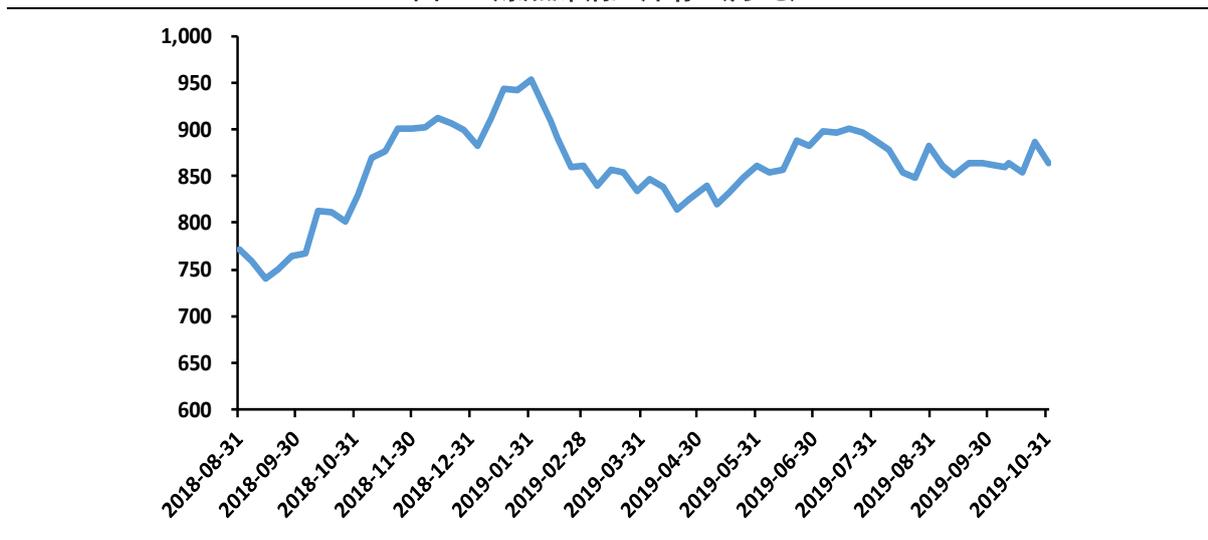
截至11月1日，(100家)焦煤焦化厂库存817.48万吨，较上月末增加15.09万吨。炼焦煤六港口库存为757万吨，较上月增加69万吨。炼焦煤钢厂库存863.4万吨，较上月减少1.03万吨。焦炭现货承压运行，减少对焦煤采购，煤矿库存增加，存在出货压力。中游港口库存持续增加，焦煤进口数量增加。下游钢焦企业考虑到后市悲观预期，均控制原料库存，华北地区钢焦焦煤库存下降。

图7：炼焦煤焦化厂库存（万吨）



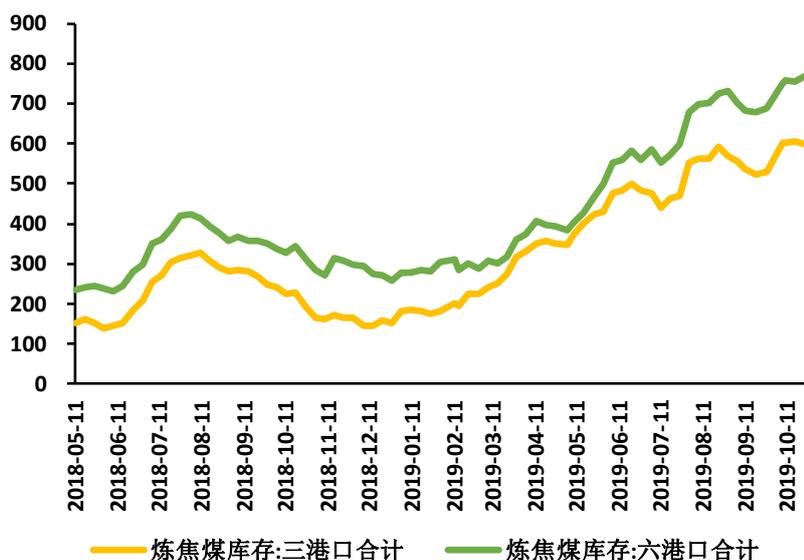
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图8：炼焦煤钢厂库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：炼焦煤港口库存（万吨）

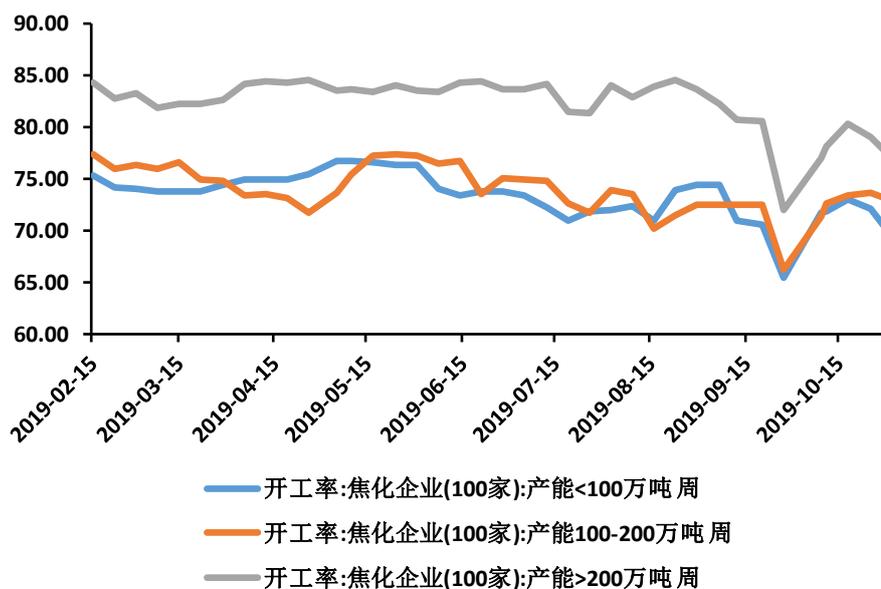


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 焦煤需求/焦炭生产：焦化开工率居高不下，供应不受影响

截至 11 月 1 日：Mysteel 统计全国 100 家独立焦企样本产能利用 75.14%，下降 1.85%。节后焦企迅速复产，但其间受到环保预警等时间影响，部分区域焦化厂出现不同程度的限产，月底在山西调研情况来看，前期限产焦化厂均已复产，保持满产状态。此外，调研企业均表示如果出现亏损，也尽量保生产保化工副产品利润，不会出现减产现象。

图 10：焦化厂开工率（百分比）



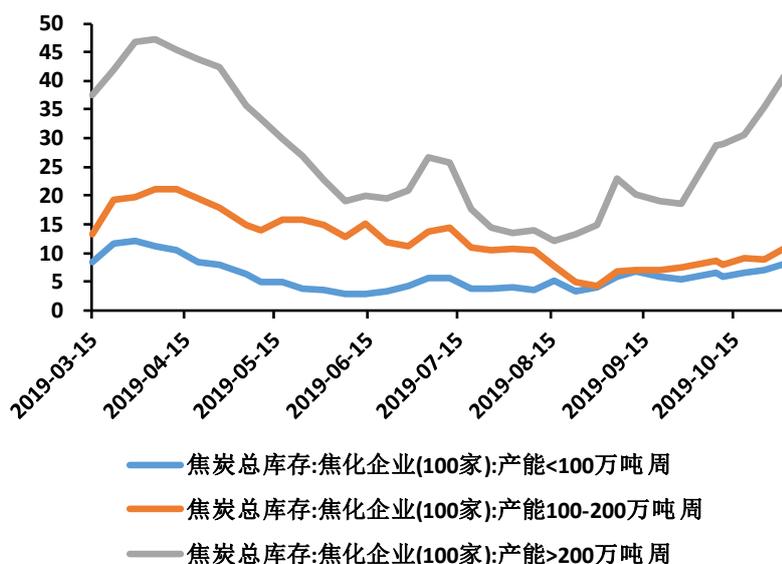
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.4 焦炭库存：焦化厂库存开始累积，港口库存暂稳

截止 11 月 1 日，焦炭焦化厂库存 60.32 万吨，较上月末增加 28.74 万吨。港口焦炭总库存 448.8 万吨，较上月末减少 4.9 万吨。全国 110 家钢厂焦炭库存 453.89 万吨，较上月末减少 2.9 万吨。

受下游需求不佳影响，本月焦化厂内库存持续增加，钢厂接货情绪转淡，港口贸易商积极出货，但下游接货意愿较差，贸易商集港积极性也不高，港口价格持续低迷有进一步下探的可能性。

图 11：焦炭焦化厂库存（万吨）



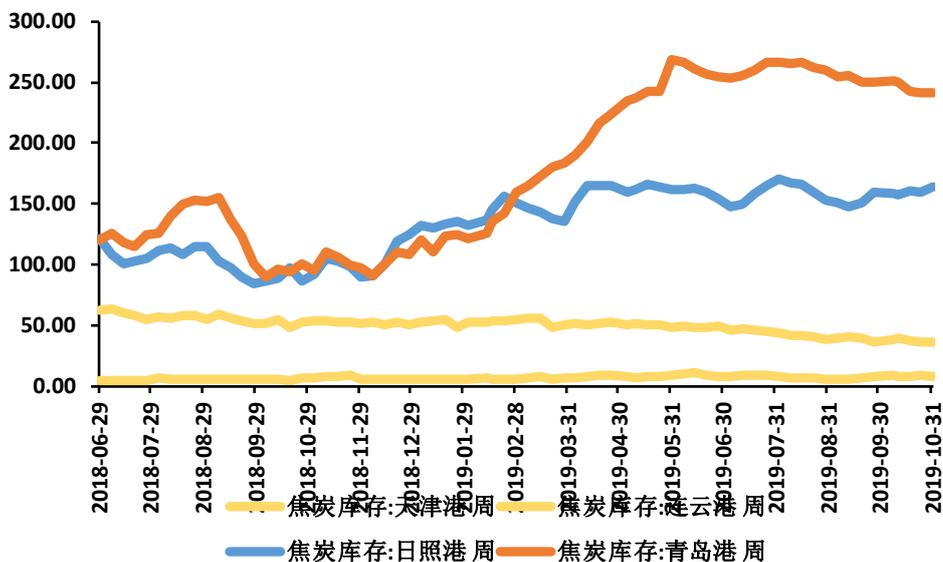
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：焦炭钢厂库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 焦炭港口库存 (万吨)

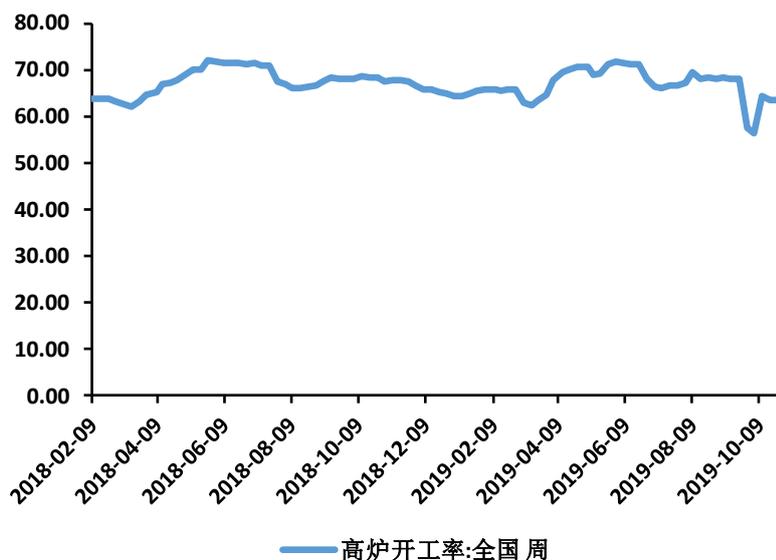


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.5 焦炭需求: 节后钢厂复产, 焦炭需求较大

截止 11 月 1 日 Mysteel 调研 163 家钢厂高炉开工率 64.92%, 环比增 1.38%。节后钢厂逐步复产, 高炉开工率大幅回升。从螺纹产量及库存数据来看, 短期终端需求不差, 社库不断下降, 已经低于 2017 年同期水平。

图 14: 全国高炉开工率 (百分比)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.总结

双焦近期维持弱稳运行。进口煤受预期政策风险下降影响价格反弹，国内煤受进口煤冲击存在补跌行为。11、12月份焦煤面临进口煤收紧预期、部分煤矿提前停产预期以及下游冬储备货预期三大因素，短期可能存在反弹，但受钢焦利润收缩影响，上方空间有限。从中长期来看，明年1月进口配额重置后，焦煤进口继续增加库存压力，并且焦化去产能届时将减少部分焦煤需求，供需均存在隐患，远期焦煤较为悲观。

焦炭供给方面，焦炉开工恢复生产，焦化厂为保焦化副产品利润并不会主动减产，短期看供应仍然高位；库存方面，有钢厂控制到货，焦化厂出货压力加大，库存继续增加，港口库存较为平稳，港口成交冷清。需求方面，高炉开工小幅回升，目前钢厂焦炭库存处于中高位水平。终端需求方面，社会库存持续下降，中间需求冷清，有淡季悲观预期。总体来看，焦炭供需两旺，库存较高，基本面与前期一样偏弱运行。

单边操作建议：焦煤下跌至当前位置，后续下跌空间不大，单边上短期以12,20-1280区间操作为主。焦炭仍然呈下跌趋势，在焦煤企稳前暂时观望。

套利策略：焦煤1-5正套价差扩至90，可继续持有，在四季度焦煤进口受限、冬储利好近月，以及焦炭去产能影响焦煤需求利空远月的逻辑下，可持有JM1-5正套。

风险提示：焦炭去产能执行乏力、终端需求持续下行、进口煤政策放宽等。

供需两端偏利好，油价震荡上行概率大

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林玲

从业资格号：F3067533

投资咨询号：Z0014903

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询号：Z0013691

赵奕

从业资格号：F3057989

联系人：孙振宇

021-20370943

sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 走势回顾

10月份，油价整体走势震荡向上，但月末几个交易日表现不佳，最终小幅收跌，但好在布伦特、WTI主力合约价格均重回沙特遇袭前盘整通道的中轨附近。截至10月31日收盘，WTI主力合约收与54.14美元/桶，环比上月末小幅下跌0.10美元或0.18%；布伦特收于60.21美元/桶，环比下跌0.54美元或0.89%；内盘上海原油收于479.00元/桶，环比上涨32元或7.16%。供应端，OPEC+深化减产问题被市场反复提及，但以沙特为首的OPEC国家态度与非OPEC中俄罗斯的态度明显相反，使得油价经历了较大波动。而美国方面，产量停滞不前，但原油库存持续反弹，给油价带来了不小的压力。需求端，全球主要经济体宏观数据表现依旧疲弱，美国GDP、欧元区GDP、中国GDP均不理想，制造业PMI更是糟糕。但中美贸易磋商进展良好一度提振市场做多情绪，使得短期需求预期不至于过度悲观。

● 未来展望

展望11月份，原油供应方面，OPEC+的产量可能受沙特恢复产量以及俄罗斯增产影响有所增加，但基本在市场预期之内，增幅不会太大。而美国方面，则受制于钻井持续下滑的压力，产量难以有显著提升，整个10月份产量均保持在1260万桶/日的水平，突破难度较大，但由于其单井产量增速稳定，使得其产量下滑的概率也并不是很大，维持现状的可能性稍大，对油价的影响有限。

需求方面，国际宏观经济形势不佳，各主要地区、国家GDP、PMI等重要指标表现疲弱，将长期压制市场对于石油需求的预期，但11月份中美贸易磋商取得新进展的概率较大，将可能有效提振市场情绪。再加上随着美国炼厂季节性检修结束，根据历史数据来看，将迎来近2个月的

上升期，对原油的需求将起到改善的作用。

因此，基本面看，短中期供需两端均偏利好，但需要谨慎中美贸易再次谈崩或者拖延的风险。

● 策略建议

建议前期多单继续持有，并做好逢低做多的准备。SC/WTI2003 合约价差的空仓已经获利离场，但随着冬季的到来，ICE 柴油-布油的裂解差空仓可以尝试布局，预计 11 月份将迎来或者确认做空柴油裂解差的拐点，合约上建议选择远月合约。

● 风险提示

中美贸易磋商失败；OPEC+深化减产失败；经济加速下行。

1.期现货行情回顾

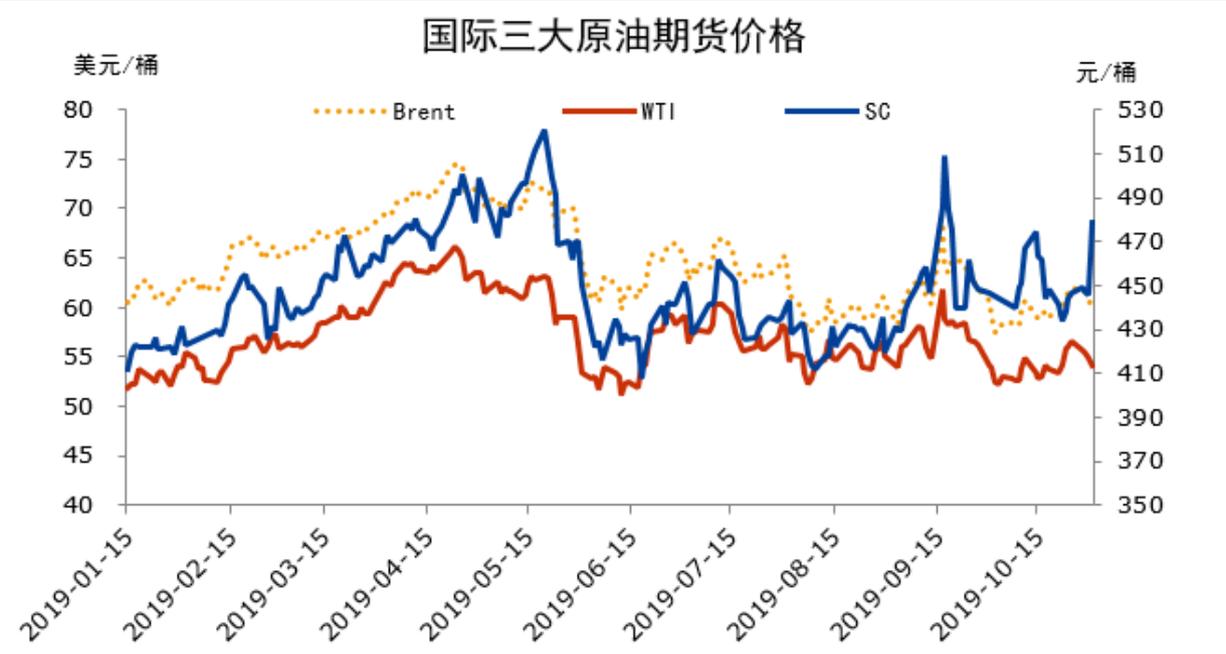
10 月份，国际原油期货价格基本震荡持平，WTI 主力经过了从 1911 合约转变为 1912 合约的过程，9 月份 WTI 主力合约收盘于 54.24 美元/桶，本月收盘于 54.14 美元/桶，收跌 0.10 美元/桶或 0.18%。布伦特主力 1912 合约 10 月收盘于 59.50 美元/桶，较上月收盘上涨 0.07 美元/桶或 0.12%。本月初，油价继续受到沙特遇袭后利多消息迅速出尽引发的油价快速下探的影响继续走弱，但随着供应端的逐渐改善以及市场对于中美贸易争端利好的预期，使得油价波动上涨。截至目前，市场对于中美贸易磋商取得阶段性成果的乐观预期仍旧是支撑油价的最主要因素。

10 月份国际原油现货价格几个重要指标中，WTI 原油、阿曼（环太平洋）、俄罗斯 ESPO 和阿联酋迪拜（环太平洋）出现小幅上涨，可以看到，现货价格依旧主要跟随期货价格水平附近波动，且变动方向几乎同步，仅需稍作关注即可。

10 月份内盘 SC 原油期货收盘于 449.3 元/桶，环比上月上涨 2.3 元/桶或 0.51%。由于本月初适逢国庆假期，且期间国际原油运费暴涨，使得内外盘走势极度偏移，也带来了做空 SC/WTI 价差的机会。随着美国解除对部分航运公司的制裁，以及中美贸易关系的缓和，运费回落至正常区间的同时，SC 价格也逐渐与外盘原油价格走势并轨，最终呈现出月内震荡持稳的态势。

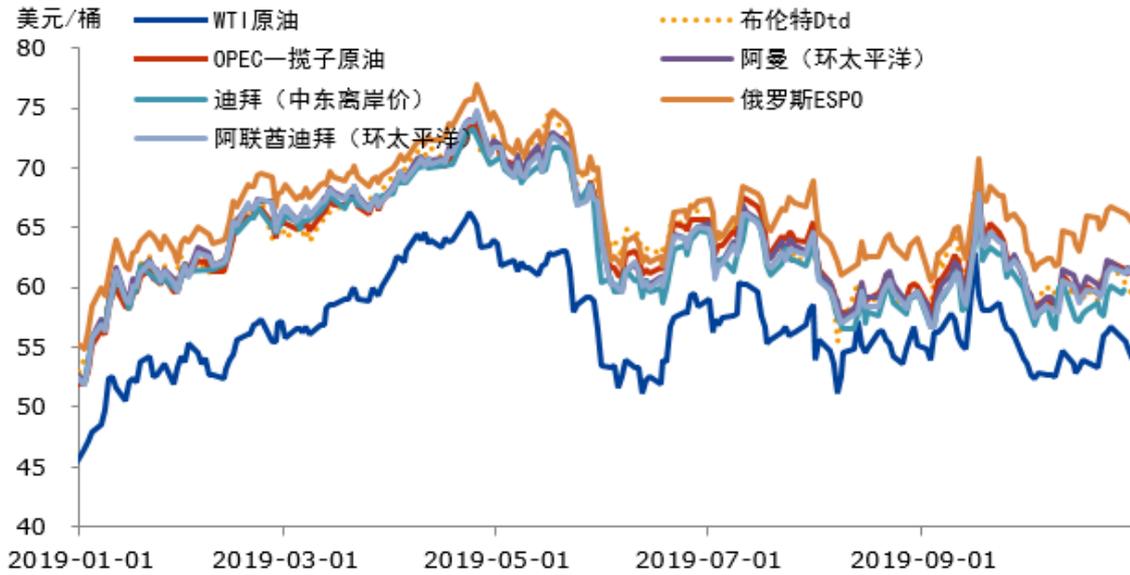
另外，布伦特基差本月呈现出逐渐下降的趋势，在本月最后一周持续表现为现货贴水，且从近几年的趋势及震荡区间来看，布伦特基差将有可能在 11 月进一步下降，但由于波幅不大且方向改变过于频繁，短期并不建议从此角度进行套利操作。但是裂解差方面，RBOB-WTI 根据其季节性，重点关注 11 月内是否会到达阶段性高点，一旦确认，可以尝试做空裂解差且风险较小。而 ICE 柴油-布伦特原油的季节性更加明显，从目前来看，柴油裂解已经开始往下走，即使年内再度出现更高点，从中长期角度来看，ICE 柴油-布油裂解差也还有 20%以上的空间，建议适当程度建立裂解差空仓。

图表 1：国际原油期货价格走势



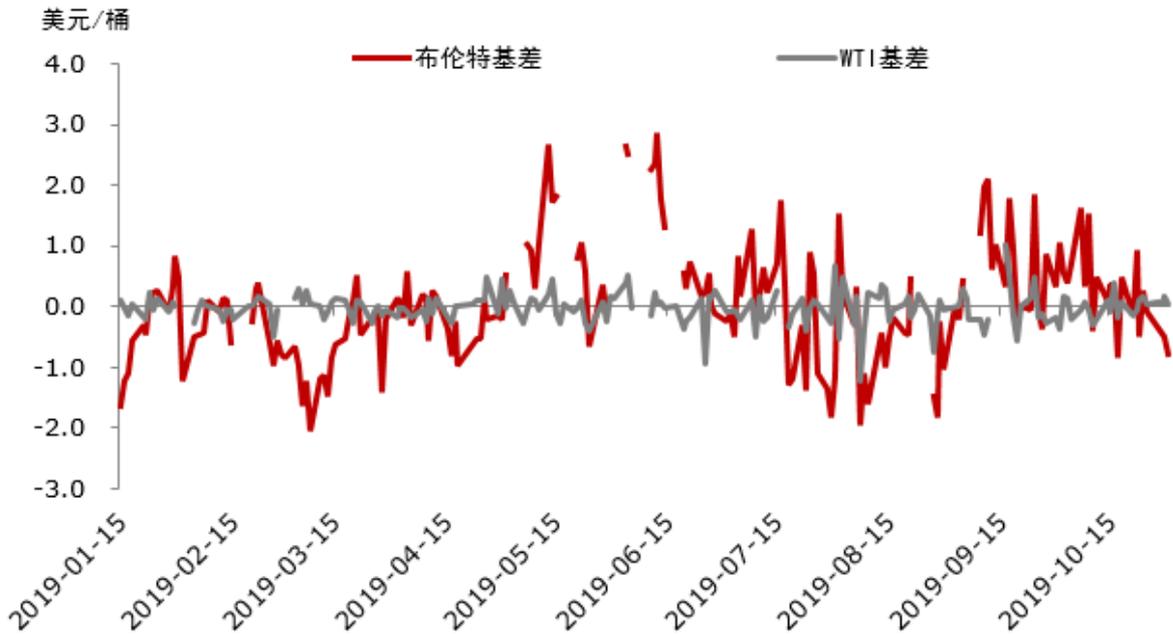
数据来源：Wind、兴证期货

图表 2：原油现货价格走势



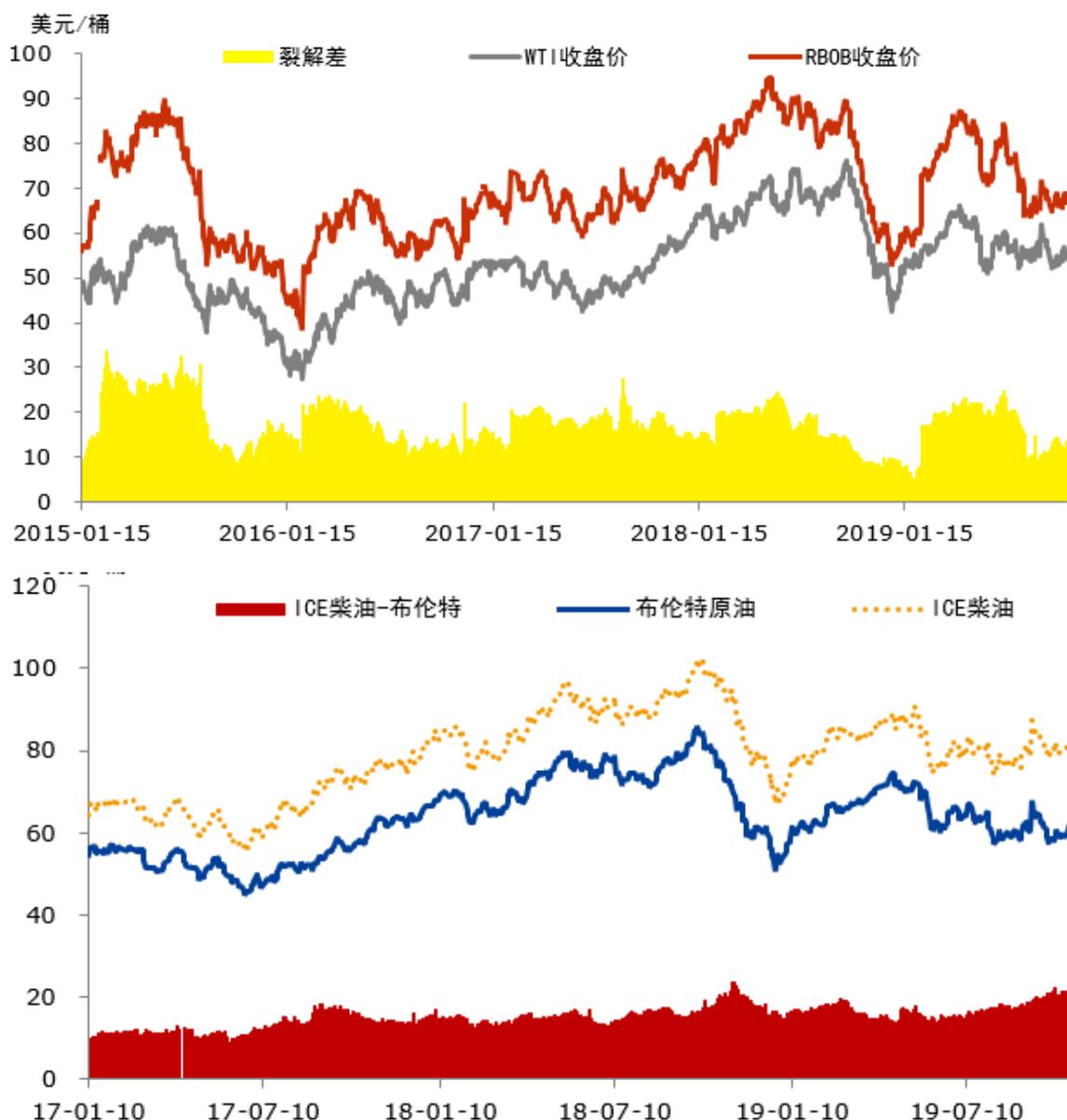
数据来源：Wind、兴证期货

图表 3：原油基差走势



数据来源：Wind、兴证期货

图表 4：品种裂解差走势



数据来源：Wind、兴证期货

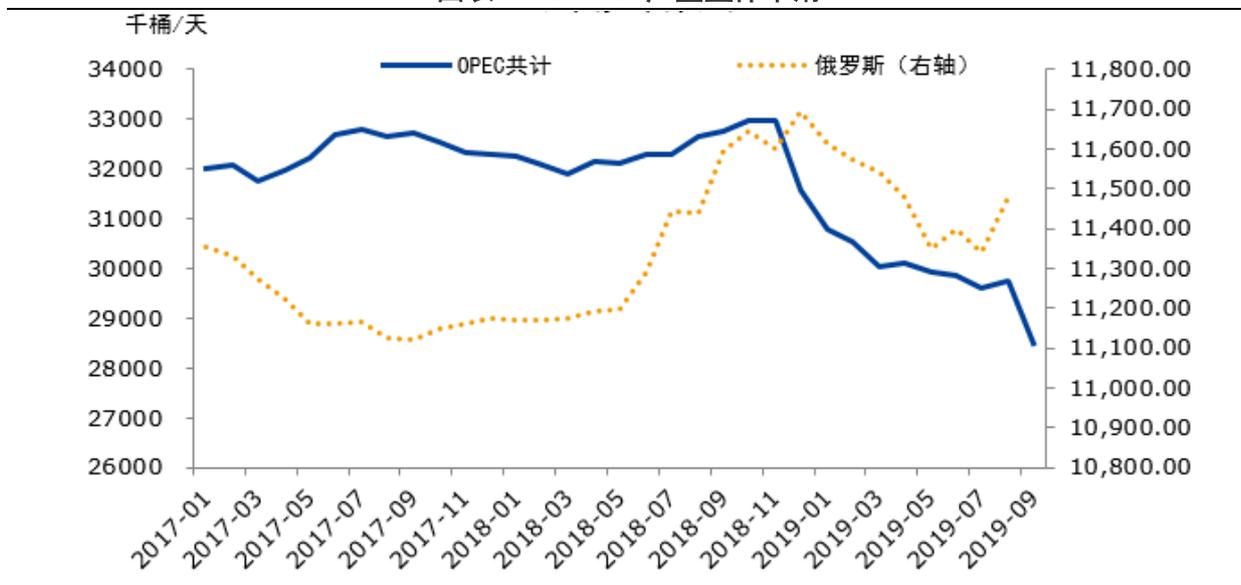
2、供需面分析

2.1 直接供给

据 OPEC 最新月报显示，俄罗斯 8 月产量有所增长，且根据市场消息来看，俄罗斯在 9 月甚至是 10 月产量都在继续增加，其给出的理由是为了冬季的需求而临时增加凝析油的产量。但好在因为沙特油田遇袭，导致 9 月份 OPEC 整体产量环比大幅下滑，且影响接近 2 个月。使得参与减产的 OPEC+ 整体供应下降，减轻了短中期石油供应压力。另外，本月 OPEC+ 在 12 月会议中深化减产的可能性被市场热炒了几次，我们认为 OPEC 达成减产协议的可能性还是比较大的，主要依据有两个：一是，自从减产协议以来，沙特基本上一直处于超额减产的状态，尤其

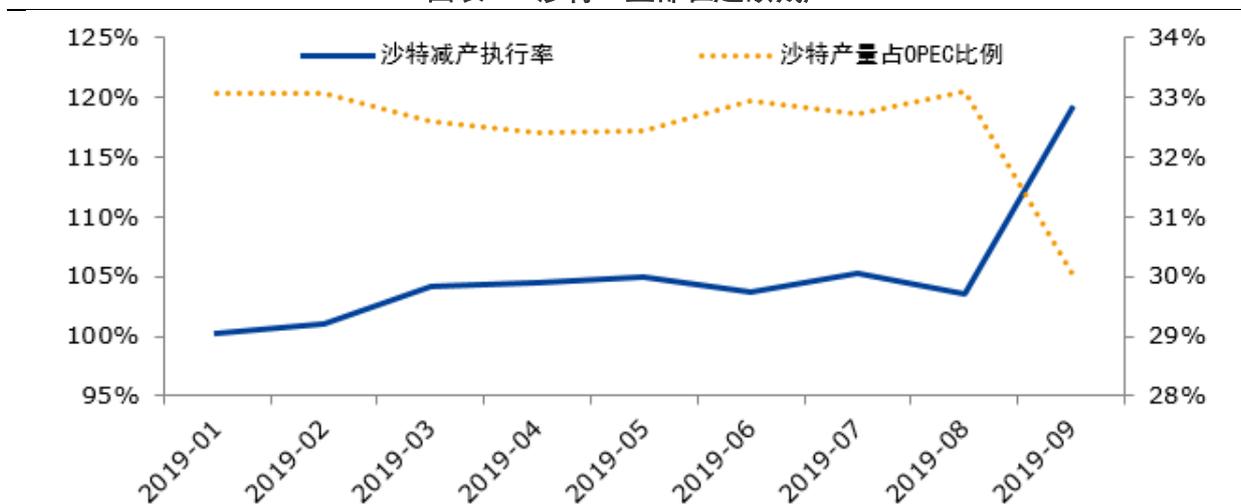
是9月份遇袭之后，深化减产对其目前来说，影响不大，反而是推动深化减产，可以提高其产量占比；二是科威特近期表示有意将2020年产能从400万桶/日下调至312.5万桶/日，根据科威特以往的态度来看，对减产一直持积极支持态度。

图表 5: OPEC+产量整体下滑



数据来源：OPEC、兴证期货

图表 6: 沙特一直都在超额减产

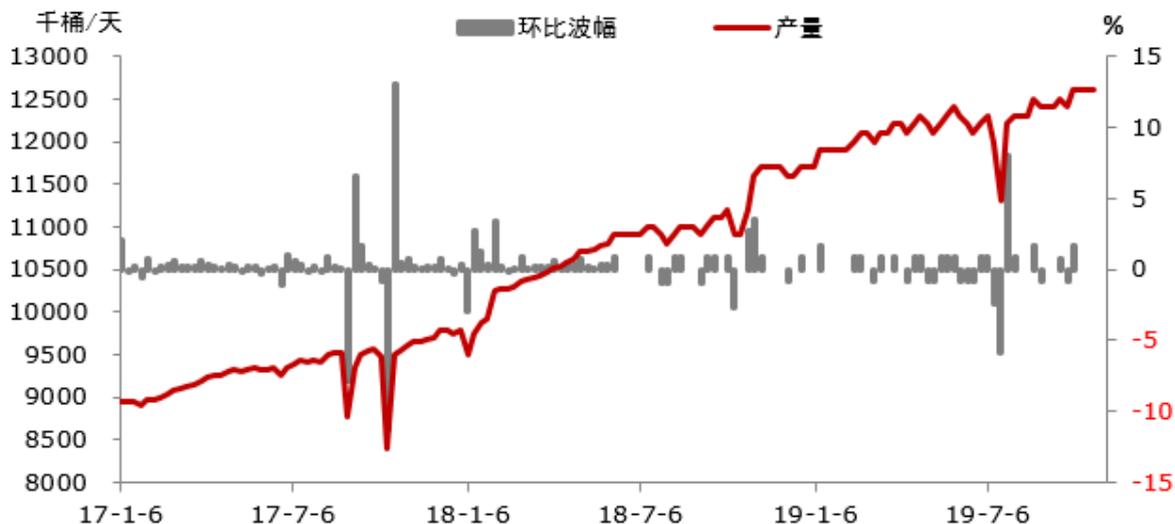


数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，自10月4日当周，美国产量再创历史新高，达到1260万桶/日之后，美国产量开始进入明显的瓶颈期。截至10月结束，EIA公布的10月份内的4周原油产量均为1260万桶/日，虽然没有出现下降，但缺乏增长动力十分明显。结合美国钻井数量短期仍旧处于下滑趋势，10月环比下降17口石油钻井，预计美国产量将继续延续增速乏力的局面，对石油供应端的压力有限。中长期来看，美国钻井单井产量增速十分稳定，且部分地区增速甚至有上涨的迹象，一旦美国石油钻井数量重回上涨趋势，那么美国产量可能迎来新一轮的上涨，需要警惕。

图表 7: 美国产量增速放缓

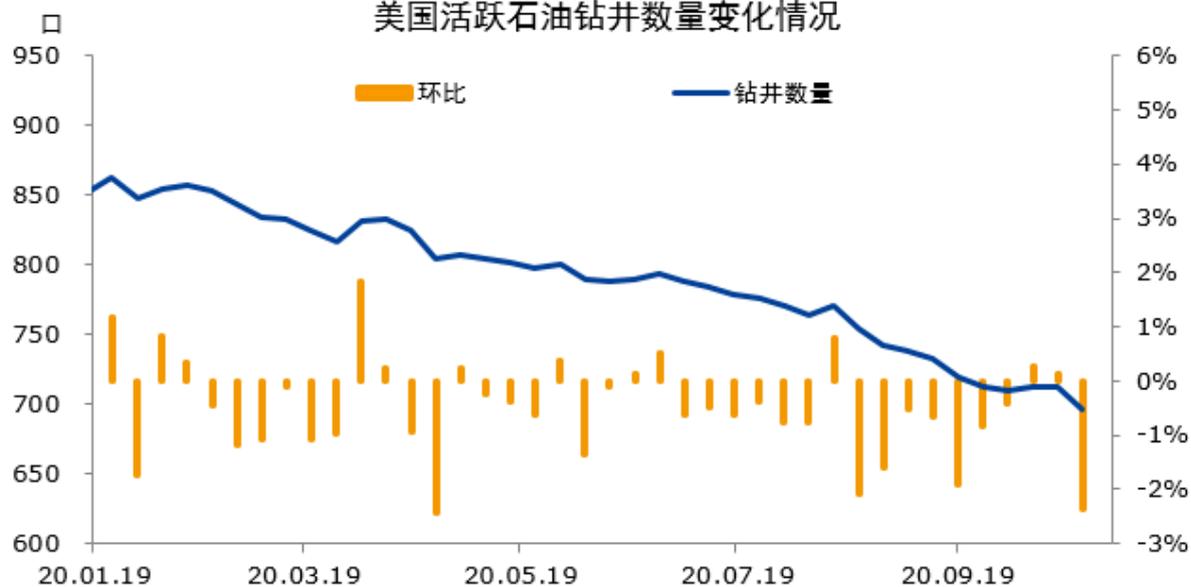
美国原油产量变化情况



数据来源: EIA、兴证期货

图表 8: 钻井数量

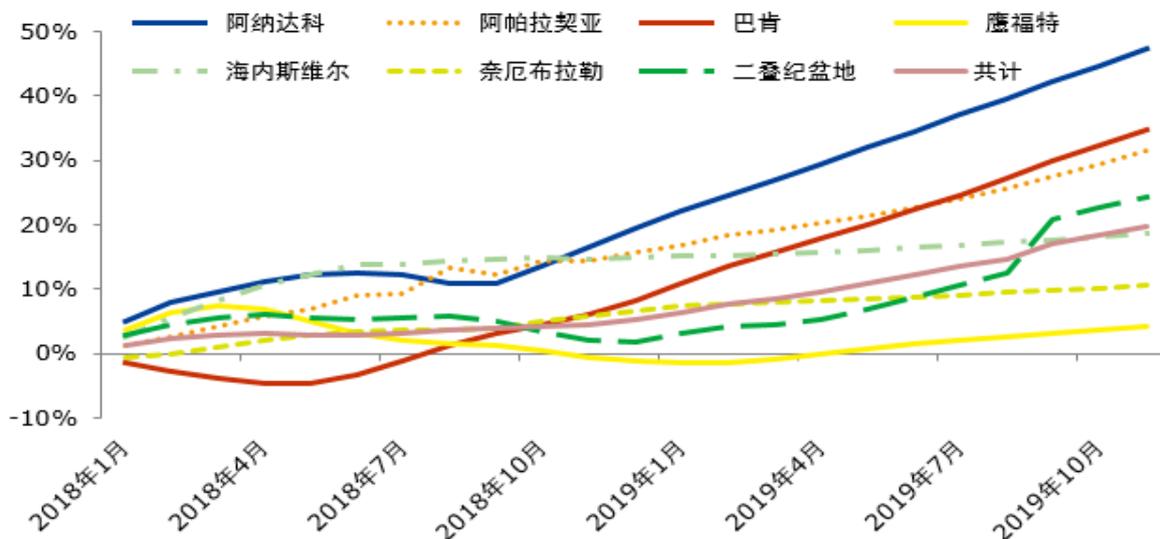
美国活跃石油钻井数量变化情况



数据来源: Baker Hughes、兴证期货

图表 9：钻井单井产量增速

美国七大产区单井产量自2017年底起增速



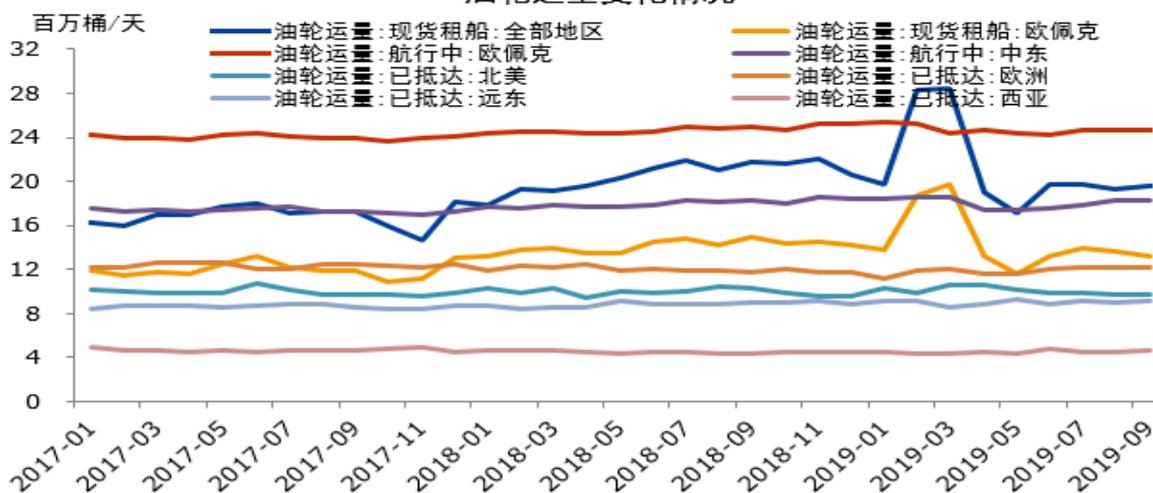
数据来源：Wind、兴证期货

综上，在产量方面，预计 11 月份全球产量方面将会是中性偏好的局面。因我们认为在 12 月会议到来之前 OPEC+深化减产的问题以及美国产量上涨失去动力均是偏向利好。即使俄罗斯方面几次表现出了不急于讨论减产以及已经做好明年油价大跌的准备，但应当不会对 OPEC+讨论深化减产产生太大的阻力。而美国未来产量潜在利空需要钻井大幅回升之后，才有可能显现出来。

另外，在出口方面，除沙特遇袭事件之外，基本都保持在常规水平波动。海上油轮运量航行中数量及现货租船数量基本保持平稳，且随着波罗的海 BDTI 回归正常范围，国际原油贸易市场将持续稳定。

图表 10：油轮运量波动

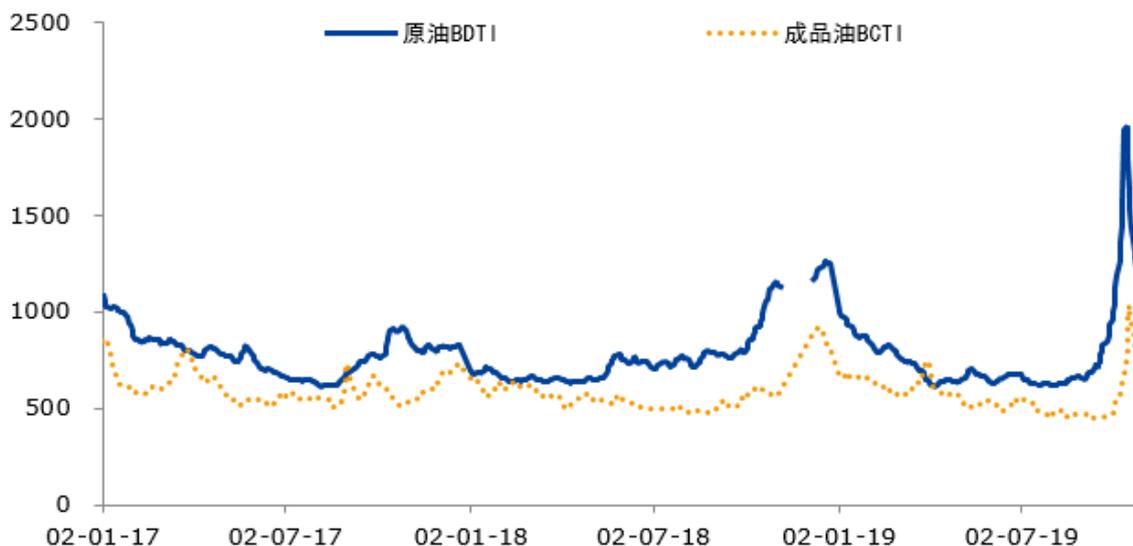
油轮运量变化情况



数据来源：Wind、兴证期货

图表 11：海上运费波动

波罗的海运费指数



数据来源：Wind、兴证期货

2.2 库存

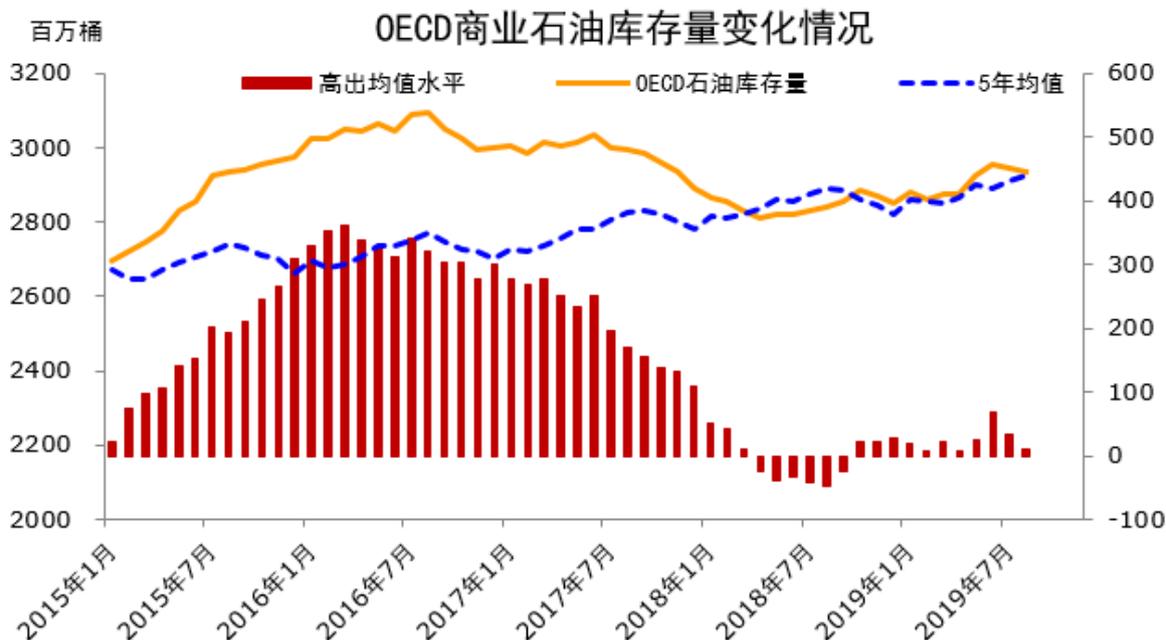
据 OPEC 最新月报显示，8 月 OECD 商业石油库存为 2937 百万桶，同比去年高 85 百万桶，但仅略高于 5 年均值 11 万桶，截至 8 月当月 OECD 商业石油库存 5 年均值为 2926 百万桶。但随着 9 月沙特产量受损，严重波及全球石油供应及库存，由于库存数据略微滞后，我们预计在 11 月月报中，OECD 库存可能重回 5 年均值以下，从而一定程度上利好油价。但需要警惕的是，如果俄罗斯以此为借口拖延 OPEC+ 的深化减产，将对市场产生严重负面影响。

据 EIA 数据显示，美国原油库存本月 4 周出现 3 周上涨，截至月底，环比上月增加 16.21 百万桶。但根据历史数据来看，美国原油库存未来一段时间的走势将大概率偏向下行并有可能创出阶段性新低，从而对油价起到支撑作用。

根据中国统计局数据，中国 7 月份原油库存出现环比上涨。根据近几年的趋势来看，后期有加大库存水平的可能性，即使保持当前水平或者出现下滑，由于其数据的滞后性严重，对油价也不太会形成利空。

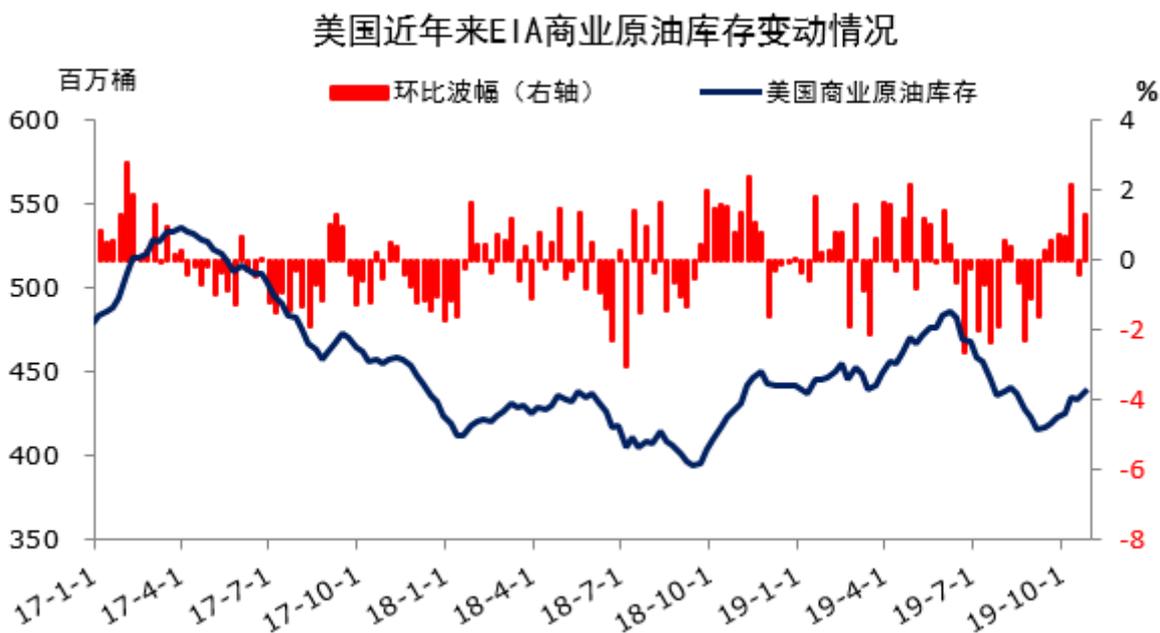
综上，全球主要地区或国家的原油库存均存在潜在利好，预计 11 月份，库存数据将可能助力油价开启反弹空间或者为油价做支撑以使其不过度下探。

图表 12: OECD 库存有望重回 5 年均值以下



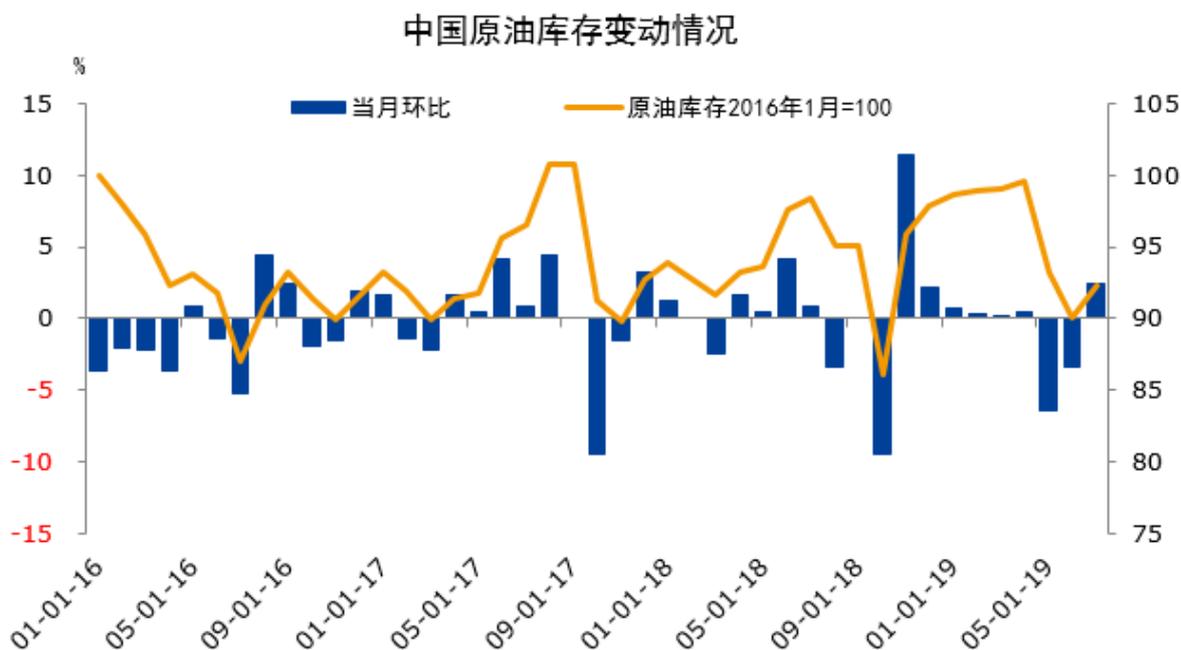
数据来源：OPEC、兴证期货

图表 13: 美国原油库存



数据来源：EIA、兴证期货

图表 14: 中国原油库存



数据来源: Wind、兴证期货

2.3 需求

10 月份, EIA 能源展望中, 对全球主要国家和地区进行了石油消费预期的下调, 包括全球 2020 年需求下调 10 万桶/天、OECD2019 年和 2020 年分别下调 8 万桶/日, 16 万桶/日、美国 2019 年和 2020 年分别下调 5 万桶/日, 9 万桶/日、OECD 欧洲 2019 年和 2020 年分别下调 8 万桶/日, 11 万桶/日。仅对中国 2019 年、2020 年消费预期以及全球 2019 年消费预期保持不变的预测, 反映出 EIA 方面认为市场需求疲弱的局面短期难以改变。而 OPEC 月报中, 同样对中国需求预期保持了环比不变, 但对全球 2019 年需求预期出现了 4 万桶/日的环比下调, 对 2020 年全球需求预期保持不变。另外, OPEC 对于 OECD 欧洲地区的 2019 年和 2020 年需求预期均进行了 2 万桶/日的上调。反映出 OPEC 方面相对较为乐观的情况, 但整体对油价的影响仍旧是偏向中长期利空。

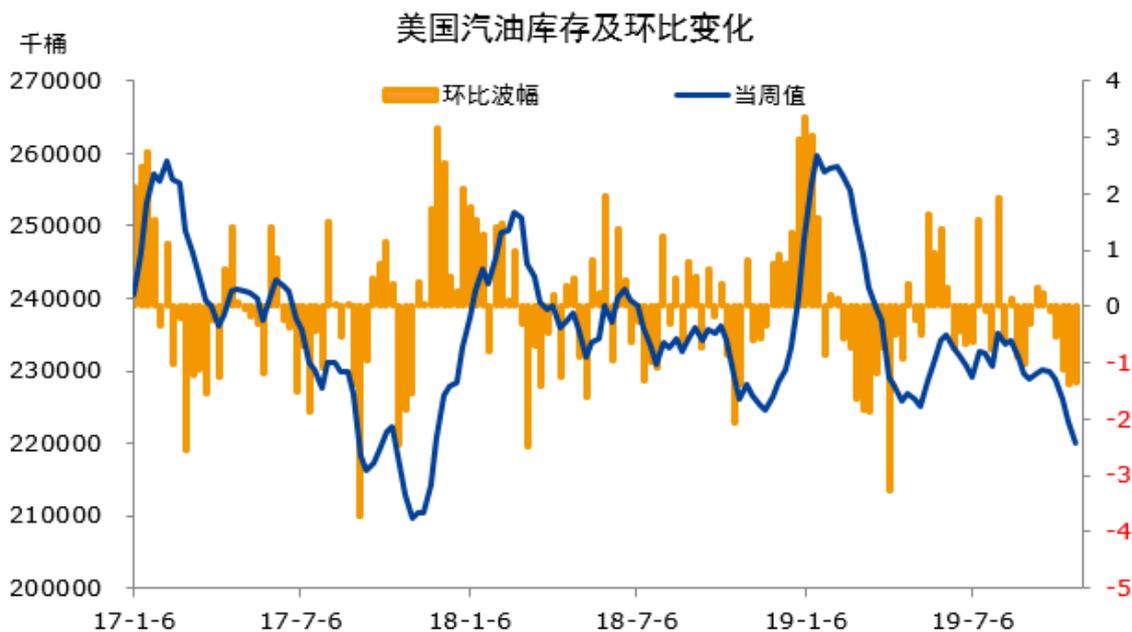
图表 15: EIA、OPEC 下调石油需求预期

单位: 百万桶/天

来源: EIA-STEO	报告期	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2019年4月	2019年5月	2019年6月	2019年7月	2019年8月	2019年9月	2019年10月
全球	2019* supply	101.79	101.89	101.57	101.52	101.11	100.85	101.11	101.02	101.06	100.80
	2019* constmput	101.54	101.45	101.39	101.38	101.36	101.14	101.00	100.91	100.82	100.82
	2020* supply	103.49	103.56	103.28	103.21	103.03	102.82	102.55	102.62	102.57	102.44
	2020* constmput	103.07	102.93	102.85	102.83	102.89	102.56	102.40	102.34	102.22	102.12
OECD	2019* supply	31.60	31.84	31.74	31.68	31.70	31.61	31.80	31.71	31.79	31.70
	2019* constmput	48.05	47.99	47.94	47.80	47.66	47.59	47.54	47.57	47.47	47.39
	2020* supply	33.17	33.58	33.37	33.38	33.70	33.62	33.62	33.63	33.70	33.58
	2020* constmput	48.40	48.24	48.19	48.01	47.88	47.79	47.79	47.87	47.76	47.50
美国	2019* supply	19.60	19.93	19.79	19.88	19.93	19.83	19.87	19.76	19.72	19.67
	2019* constmput	20.77	20.82	20.81	20.81	20.70	20.64	20.70	20.66	20.59	20.54
	2020* supply	20.84	21.20	20.99	21.09	21.39	21.28	21.30	21.30	21.33	21.25
	2020* constmput	21.01	21.04	21.03	21.06	20.98	20.89	20.91	20.92	20.85	20.76
中国	2019* supply	4.80	4.81	4.80	4.86	4.88	4.90	4.90	4.92	4.95	4.95
	2019* constmput	14.34	14.34	14.34	14.34	14.34	14.34	14.42	14.42	14.42	14.42
	2020* supply	4.81	4.82	4.81	4.87	4.87	4.93	4.93	4.94	4.97	4.97
	2020* constmput	14.82	14.82	14.82	14.82	14.82	14.82	14.89	14.89	14.89	14.89
OECD欧洲	2019* supply	-	14.38	14.37	14.31	14.30	14.28	14.26	14.25	14.21	14.19
	2019* constmput	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2020* supply	-	14.47	14.46	14.36	14.31	14.32	14.29	14.29	14.26	14.15
	2020* constmput	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注: *表示预期值

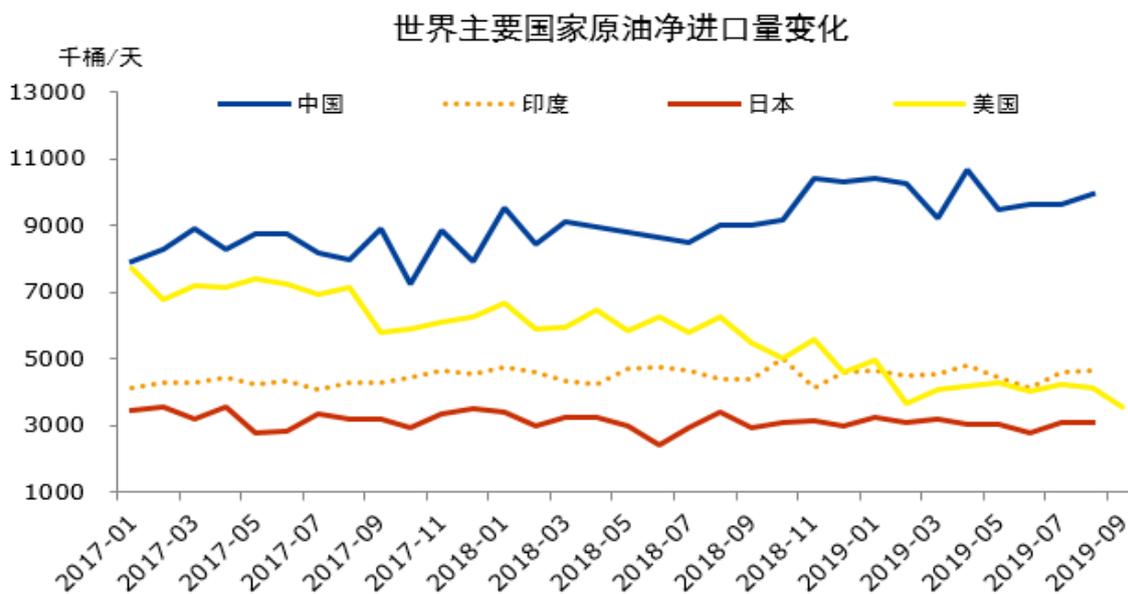
图表 17：美国汽油库存即将开始进入累库阶段



数据来源：EIA、兴证期货

据 OPEC 显示，美国 9 月份原油净进口为 353.5 万桶/日，创出历史新低，并且使得美国原油净进口长期下滑趋势保持不变，结合特朗普的一贯态度以及美国投资、产量等因素，可以看出美国在能源独立的道路上越走越远，在可预见的未来大概率实现净出口，但短期并不会对全球需求构成太大影响。作为最大发展中国家，中国的原油净进口近几年来一直保持震荡上涨的趋势，这是全球石油需求增量的一大重要来源，目前仍看不到下滑的迹象。印度和日本两大进口大国近 3 年以来的原油净进口基本保持稳定状态，未看出有下跌的迹象。综合来看，在净进口方面，中美日印几个进口大国对需求端起到稳固的作用，但也看不出明显的增量，因此短期内对油价影响偏中性。

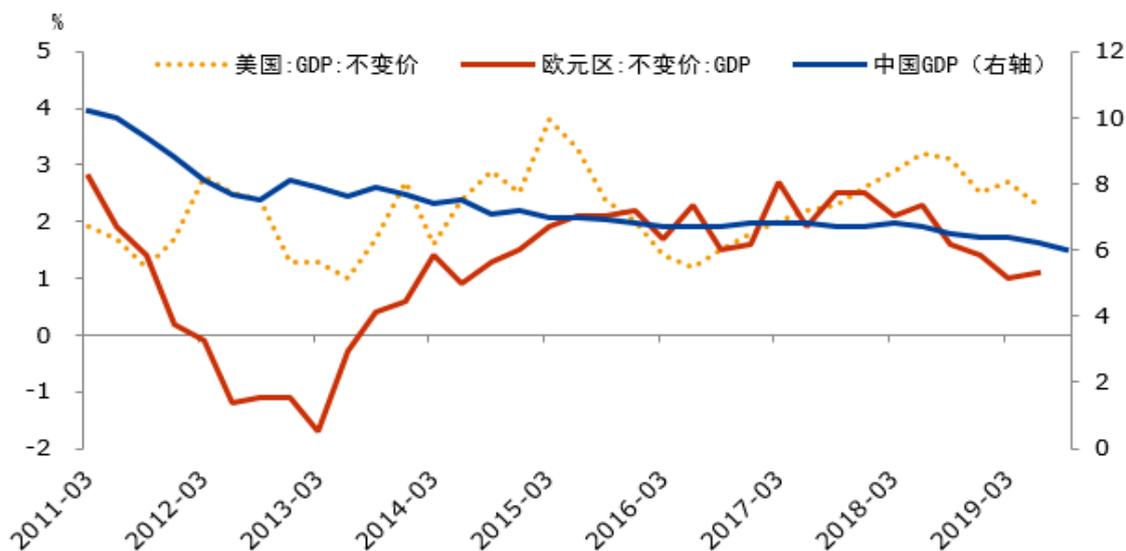
图表 18：原油净进口：中国稳步增长，美国逐渐下跌



数据来源：Wind、兴证期货

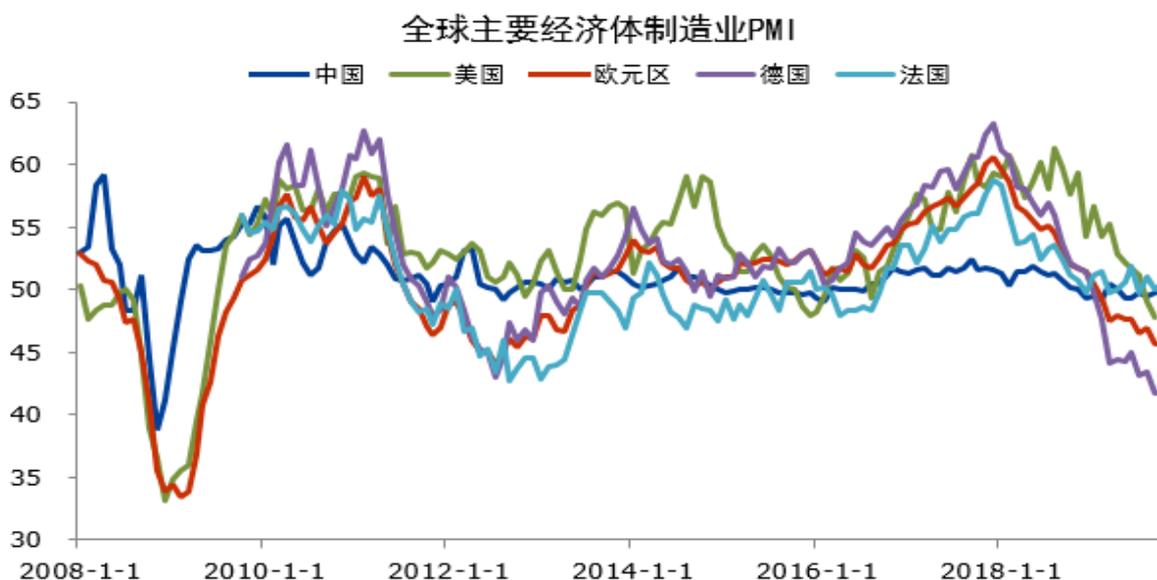
宏观因素方面,中国季度GDP近10年保持下滑状态,最新数据显示三季度更是跌到了6.0%,反映了经济十分疲弱,原因既有国内产业增速放缓的原因,也有受中美贸易争端影响的原因。根据我国2020年经济翻两翻的目标来看,明年的GDP起码要保持在今年水准,也就是2020年中国经济将大概率阻止下跌趋势,我们认为这一势头将从今年四季度开始,从而一定程度上可能对石油需求起到改善作用。但是欧元区季度GDP已经延续了近3年的下滑趋势,且根据最新数据显示欧元区制造业PMI连续9个月低于50,其中核心国德国的制造业PMI更是连续10个月萎缩,9月和10月的PMI均低于42,存在跌向40的风险,另外,就业和景气指数也并不乐观。结合英国脱欧没完没了,可能损及欧盟经济发展。我们认为未来一段时间,欧元区方面,仍旧是对需求产生利空的一项重要宏观经济指标来源。

图表 19: 中美欧 GDP 不容乐观



数据来源: Wind、兴证期货

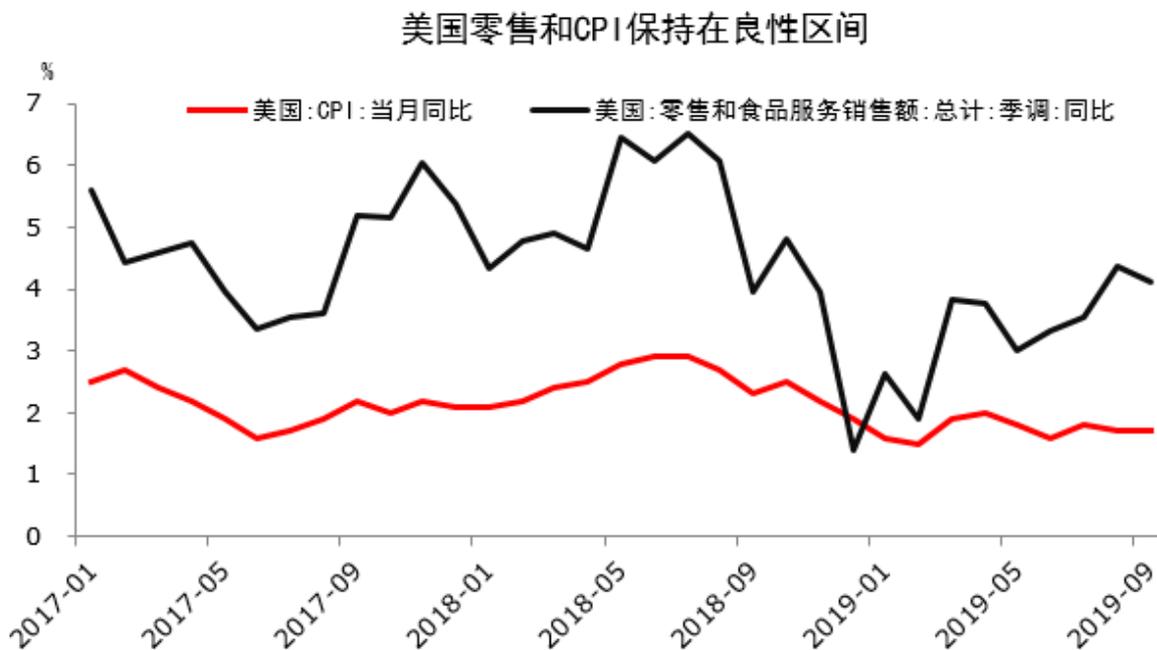
图表 20: 中美欧制造业 PMI



数据来源: Wind、兴证期货

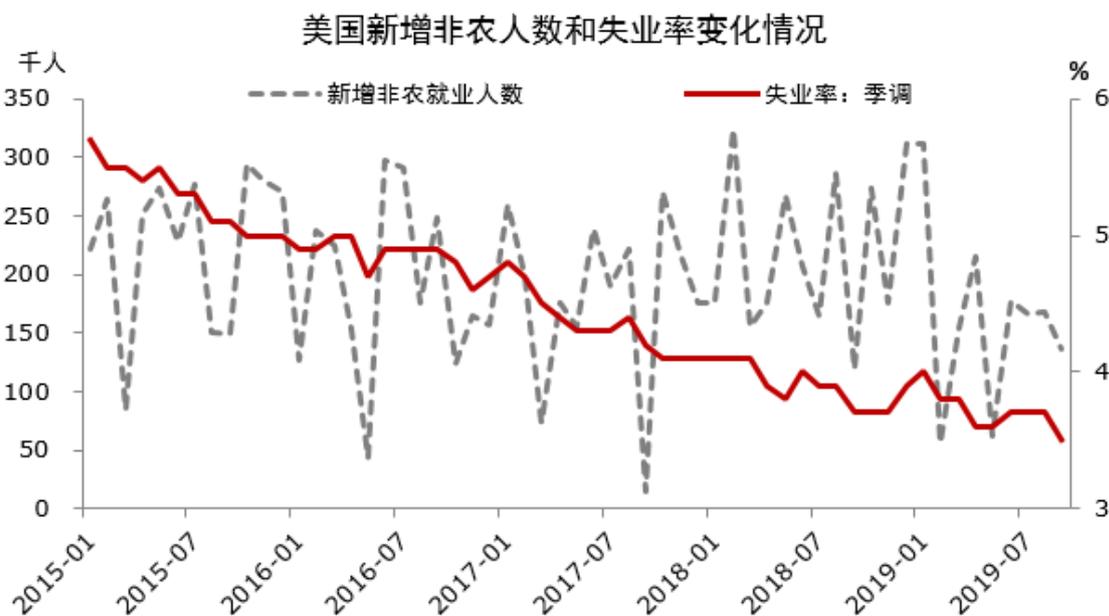
美国季度 GDP 下滑虽然已有 1 年多，且其 ISM 制造业 PMI 连续 2 个月低于 50。但目前来看，其国内就业、消费、零售、房地产等其他核心因素并未发生明显的衰退或者是衰退迹象，因此，我们认为截至目前美国经济仍旧保持在良好区间，对需求的影响偏中性。

图表 21: 美国零售和 CPI



数据来源: Wind、兴证期货

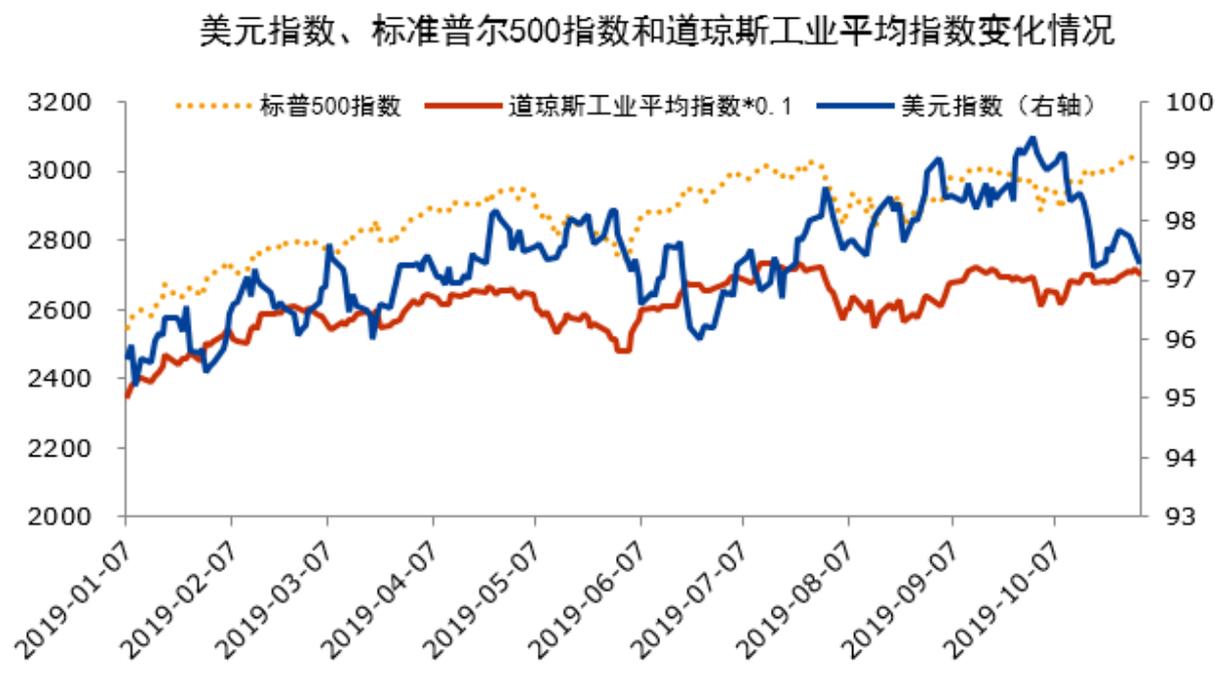
图表 22: 美国非农和失业率



数据来源: Wind、兴证期货

10 月份，美元指数整体呈现逐渐下滑的趋势，本月收盘于 97.3133，较上月收盘的 99.4021 下跌 2.0888 或 2.10%。而股市方面标准普尔 500 指数、道琼斯工业平均指数均延续震荡上涨的趋势，本月收盘分别位于 3037.56 和 27046.23，涨幅 2.04%、0.48%。美元指数持续下跌持续对油价构成支撑，同时，股市的持续向好有利于改善市场资本情绪，对商品也有所助力。

图表 23：股市及美元指数波动



数据来源：Wind、兴证期货

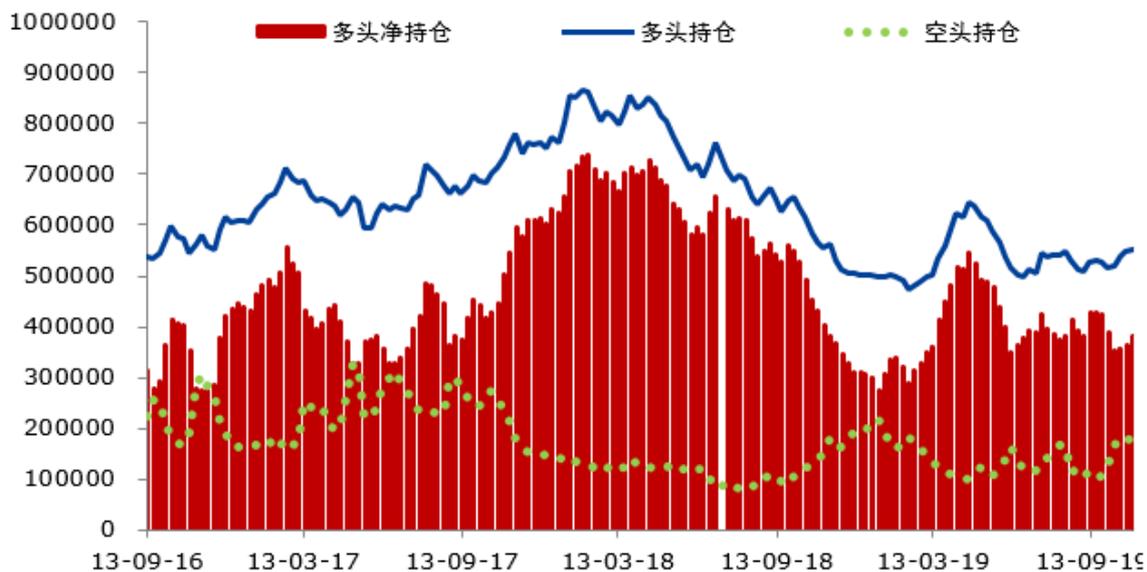
综上，需求方面，尽管由于全球宏观经济不佳使得长期需求持续偏弱，但美国短期经济并未明显衰退。美国炼厂季节性检修结束，即将迎来一波开工率的回升，对短期原油需求起到改善作用，同时美股及美元指数也都对油价构成一定支撑。再结合中美贸易磋商 11 月份有较大概率出现新的进展，我们预计 11 月份原油需求将有所改善，对油价的影响中性偏好。

2.4 市场持仓

据 CFTC 持仓报告显示，截至 10 月 29 日，NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 552242 手，环比上月底增加 23749 手或 4.49%，非商业空头持仓数量为 168895 手，环比上月底增加 64564 手或 61.88%，空头持仓的大比例增加使得多头净持仓数量环比下滑 40815 手或 9.62% 至 383347 手。虽然月环比有较大降幅，但实际除月初净多头大幅下滑外，其余四周均是环比上涨的状态，且结合基本面来看，市场情绪似乎到了反转做多的节点。这一点从 NYMEX 净持仓多头/空头前 8 名的占比情况也可窥视一二，截至 10 月 29 日，净多头前 8 名占比 19.50%，环比上涨 0.5 个百分点或 2.63%，净空头 23.30%，环比下降 0.5 个百分点或 2.10%。

图表 24: NYMEX 轻质低硫原油非商业持仓

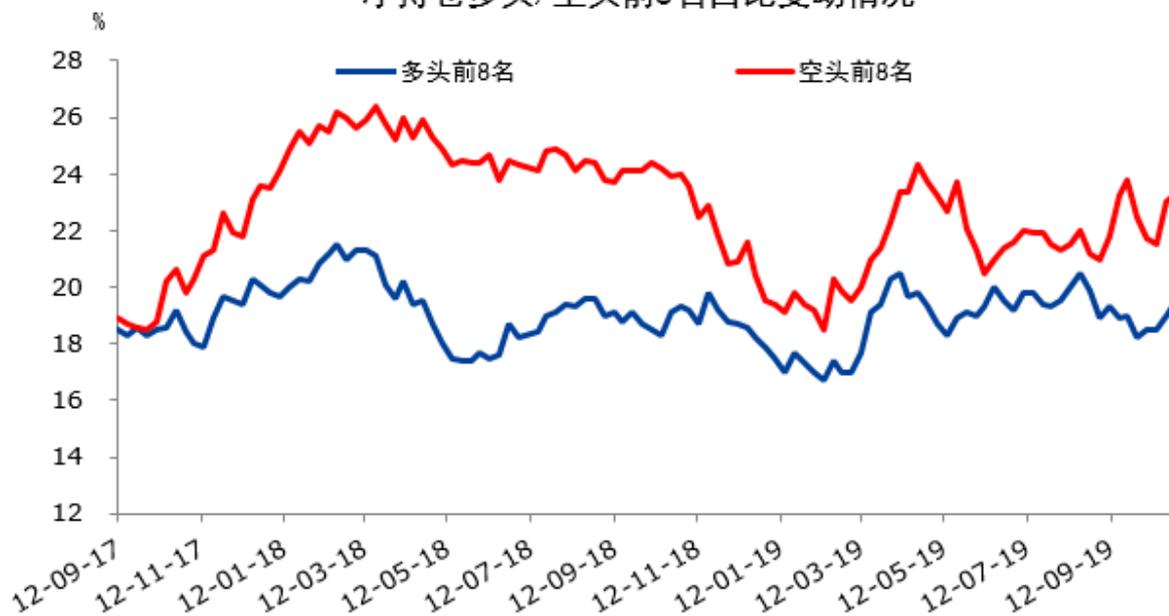
NYMEX轻质低硫原油非商业持仓变化情况



数据来源：CFTC、兴证期货

图表 25: NYMEX 轻质低硫原油非商业多头/空头前 8 名持仓

净持仓多头/空头前8名占比变动情况



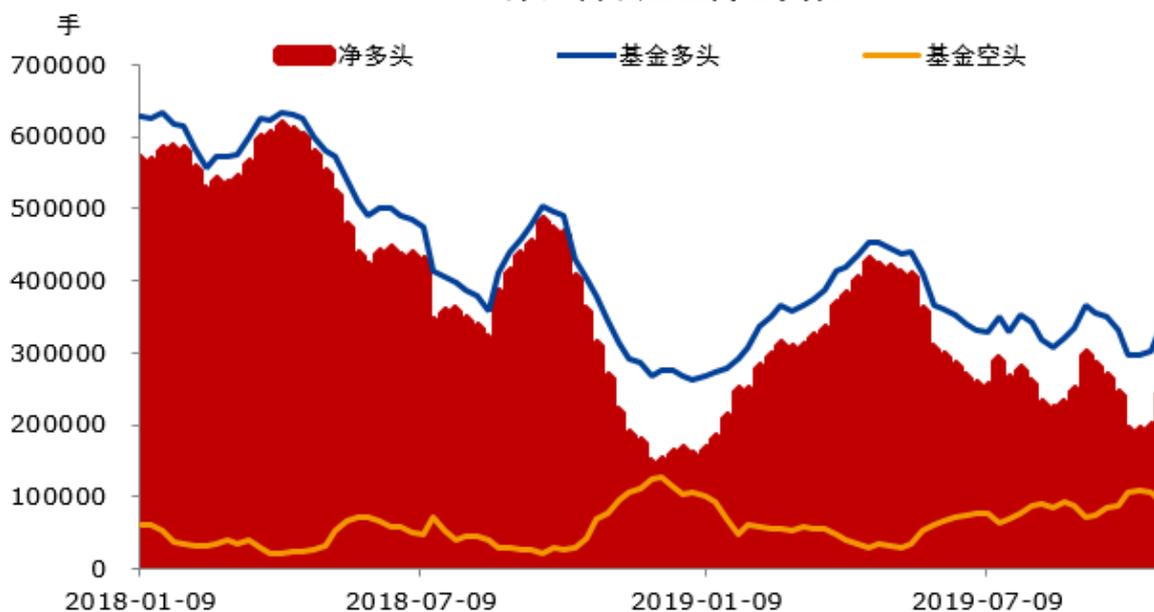
数据来源：CFTC、兴证期货

据持仓报告数据显示，截至10月29日，IPE原油管理基金多头持仓数量为335832手，环比上月底减少12971手或3.72%，管理基金空头增加9350手或11.76%至93257手，净多头减少22321手或8.43%至242575手。与NYMEX轻质低硫原油持仓数据类似，IPE原油管理基金持

仓也是经历了月初时段周环比的大幅下滑，在月末阶段开始出现反弹。净持仓多头/空头前 8 名的走势也类似，多头占比出现 0.2 个百分点的增加，而空头小幅下降 0.1 个百分点。

图表 26: ICE: IPE 原油管理基金持仓

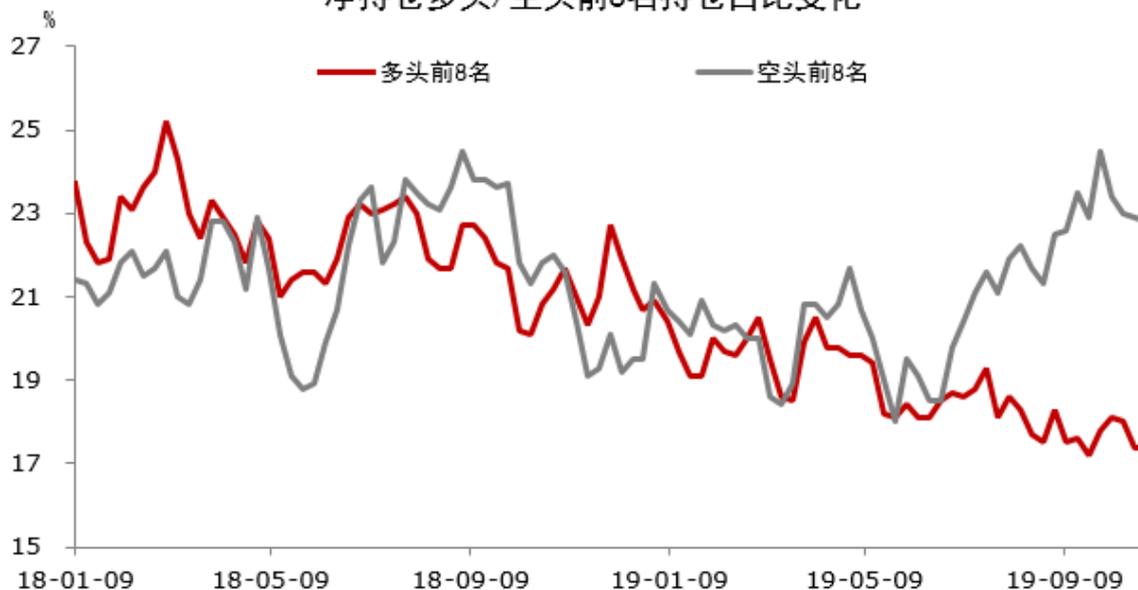
IPE原油管理基金持仓变化



数据来源: Wind、兴证期货

图表 27: ICE: IPE 原油管理基金多头/空头前 8 名持仓

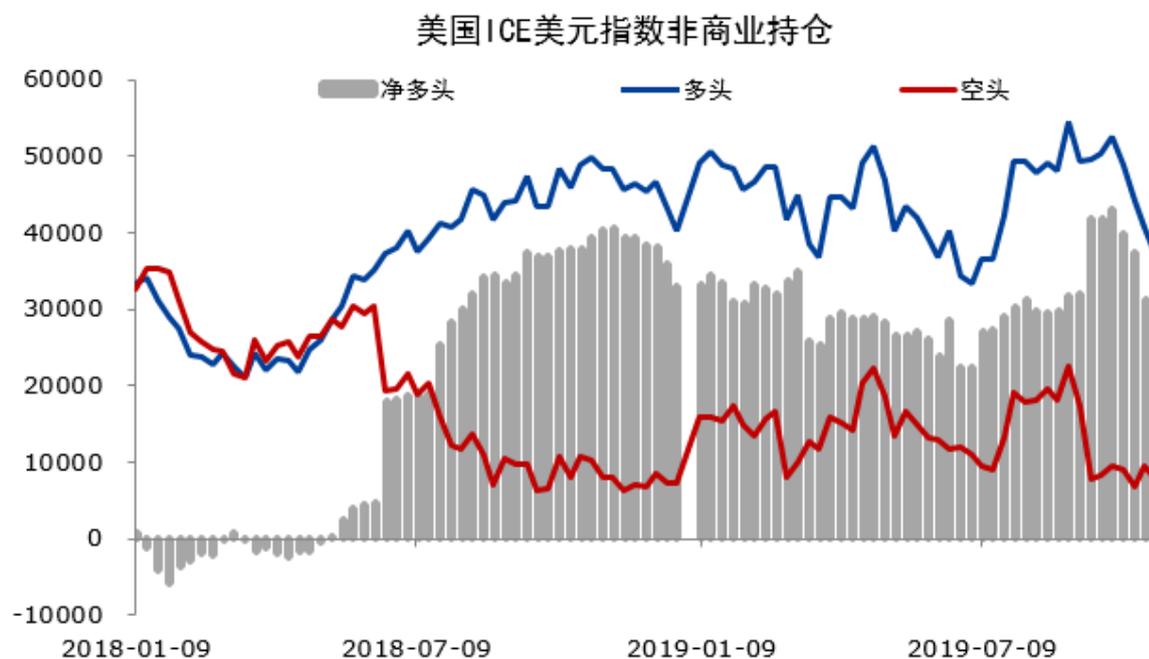
净持仓多头/空头前8名持仓占比变化



数据来源: Wind、兴证期货

据 CFTC 数据显示，截至 10 月 29 日，ICE 美元指数非商业多头持仓数量为 37183 手，环比上月底减少 13130 手或 26.10%，非商业空头持仓数量为 7674 手，环比减少 700 手或 8.36%，多头持仓的大幅减少导致净多头持仓出现环比 29.64% 的下滑，10 月 29 日美元指数多头净持仓数量为 29509 手，环比减少 12430 手。美元指数 10 月内持续下滑，暗示近期市场对美元指数的悲观情绪较为浓厚。

图表 28：美元指数基金持仓



数据来源：Wind、兴证期货

综上，在市场持仓方面，NYMEX 轻质低硫原油和 IPE 原油持仓均开始向好发展，市场情绪有做多的倾向，而美元指数的净多头持续下滑，美元潜在走弱可能性大也给油价带来一定的支撑。

3.后市展望和策略建议

综上，我们预计 11 月份国际原油基本面中性偏好的概率较大。原油供应方面，OPEC+ 的产量即使有所增加，但增幅也不会太大，基本在市场预期范围之内（主要意外因素在俄罗斯）。而美国方面，产量瓶颈十分明显，钻井数量持续下滑，但单井产量增速稳定，使得其产量维持现状的可能性稍大，或者是在当前水平小幅波动，对油价的影响有限。需求方面，随着美国炼厂季节性检修结束，根据历史数据来看，将迎来近 2 个月的上升期，对原油的需求将起到改善的作用。但长期来看，国际宏观经济形势不佳，各主要地区、国家 GDP、PMI 等重要指标表现疲弱，将压制市场对于石油需求的预期。另外，虽然 11 月份中美贸易磋商取得新进展的概率较大，将可能有效提振市场情绪，但也需要谨慎贸易磋商再次谈崩或者拖延的准备，因已有外媒对中美达成长期贸易协议表示怀疑。

操作策略上，建议前期多单继续持有，并做好逢低做多的准备。SC/WTI2003 合约价差的空仓已经获利离场，但随着冬季的到来，ICE 柴油-布油的裂解差空仓可以尝试布局，预计 11 月份将迎来或者确认做空柴油裂解差的拐点，合约上建议选择远月合约。

甲醇中线预期转差，逢反弹抛空对待

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林玲

从业资格号：F3067533

投资咨询号：Z0014903

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询号：Z0013691

赵奕

从业资格号：F3057989

联系人：林玲

0591-88560882

linling@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月份，郑醇主力合约MA2001掉头向下，月线来看，开盘2390，收盘2101，最高价2427，最低价2059，月跌幅-12.68%。10月份，甲醇现货市场价格重心先涨后跌，其中内地相对坚挺，港口地区和外盘跟随期货下跌。

● 后市展望

内地依旧有生产利润，开工积极性较高，加之有新装置投产预期，预计11月产量将较10月份继续提升，预计在540-550万吨；伊朗有新装置投产预期，且进口尚有利润，预计进口量保持100万吨；需求方面，MTO装置利润较好，目前尚未有大量采购乙烯迹象，但传统需求峰值已过，加之环保影响，预计减少甲醇需求15万吨，11月需求量在635万吨。供需整体偏宽松，对甲醇价格压力仍在。

● 策略建议

操作策略上，考虑到05合约技术上尚未创新低，且即将转为主力合约，建议中线在05合约上逢反弹抛空思路对待。

● 风险提示

原油大幅上涨。

1.期现货行情回顾

10月份,郑醇主力合约MA2001掉头向下,月线来看,开盘2390,收盘2101,最高价2427,最低价2059,月跌幅-12.68%。国庆之后烯烃采购再度支撑内地甲醇高价,但下游也表现出高价抵触情绪,期价上涨乏力,难以有效突破。中旬,沿海价格低于内地市场,港口货源倒流内地,市场情绪迅速转空,期货领跌甲醇现货市场。下旬至月底,西北天然气限气,港口库存下降等因素导致现货市场有止跌迹象,内地相对港口坚挺,但期货走势仍相对偏弱。

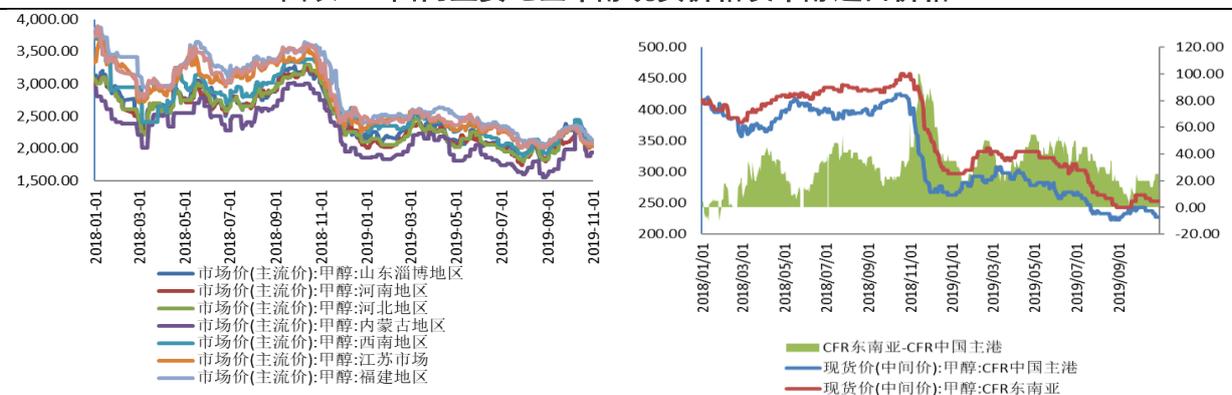
10月份,甲醇现货市场价格重心先涨后跌,其中内地相对坚挺,港口地区跟随期货下跌。截至月底,内蒙古市场均价为2158元/吨,环比上涨18.49%,同比下跌26.28%;山东市场均价为2286元/吨,环比上涨5.35%,同比下跌29.04%;华南均价在2173元/吨,环比跌0.64%,同比跌38.70%,江苏本月均价在2127元/吨,环比跌1.66%,同比跌37.60%。10月份,外盘甲醇市场先涨后跌。月内下跌15美元/吨,跌幅在6.15%。

图表1: 郑醇期货价格走势



数据来源: 文华财经, 兴证期货研发部

图表2: 国内主要地区甲醇现货价格及甲醇进口价格



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.供需面分析

2.1 国内供应

10 月份，甲醇国内供应大幅增加。据卓创资讯统计，10 月份国产甲醇产量 542.63 万吨，比 9 月份大幅增加 38.63 万吨。截至 10 月 31 日，国内甲醇整体装置平均开工负荷为：67.87%，较 9 月份环比上涨 2.73%。10 月西北地区部分甲醇装置恢复运行，导致西北地区开工负荷提升；虽然山西、山东、河北等地区部分装置降负或者停车，但国内开工负荷仍然上涨。

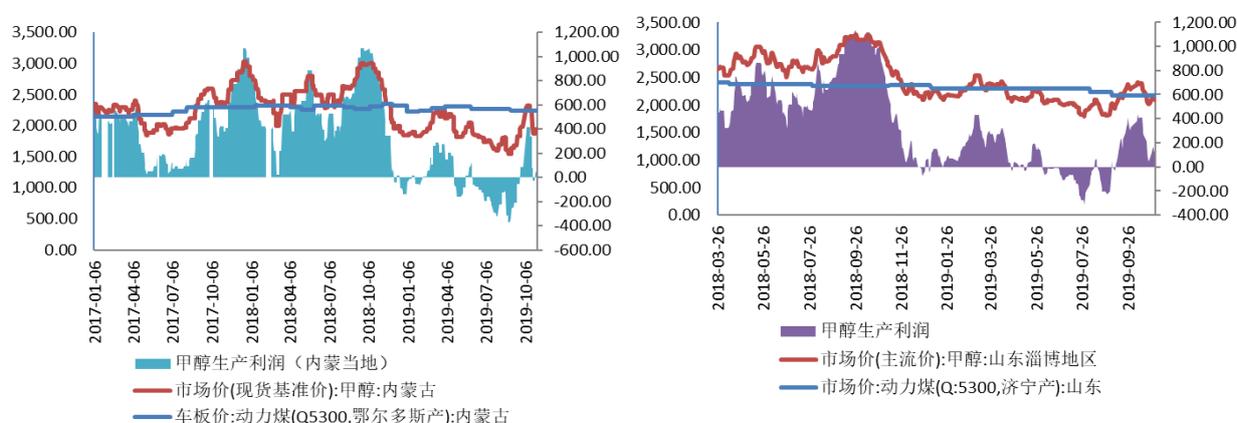
图表 3：国内甲醇产量及周度开工率



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从成本利润角度看，10 月份国内甲醇生产利润整体依旧较好，主要是月内内地甲醇价格相对坚挺。内蒙地区 10 月平均生产利润 237.92 元/吨，较 9 月份的-106.62 元/吨继续增长，但随着甲醇价格下跌，月底内蒙地区生产利润跌至 39.5 元/吨；山东地区 10 月平均生产利润 251.53 元/吨，较 9 月份的 153.43 元/吨继续增长，但月底山东地区生产利润也跟随甲醇价格回调至 116 元/吨。目前甲醇生产利润虽然不高，但依旧处于盈利状态，预计 11 月生产积极性依旧较高。

图表 4：内蒙和山东甲醇生产利润情况



数据来源：wind，兴证期货研发部

从目前装置的检修计划看，11月国产维持高负荷：（1）煤头：生产利润较前期仍偏低，然而冬季西北煤头不停，冬季减产线支撑失效。仅有部分短停，凤凰短停4日于10.31陆续重启，国宏减产（2）焦炉气头：传统采暖季限产不及预期（3）气头：青海中浩10.23至3.15，后续跟踪西南是否限气较晚。新投产装置：兖矿榆林和内蒙古荣信。

图表5：国内甲醇装置情况

地区	厂家	产能	原料	装置检修运行动态
西北	青海盐湖	140	煤+天然气	其甲醇装置运行负荷不高
	青海中浩	60	天然气	其甲醇装置于10月23日开始停车，预计2020年3月恢复
	青海桂鲁	80	天然气	其甲醇装置于7月5日停车检修，恢复时间待定
	神华包头	180	煤	其甲醇装置于10月27日陆续恢复运行，负荷逐步提升中
	宁夏和宁	30	煤	其甲醇装置于10月27日开始降负运行，于10月31日陆续提升负荷
	巴州东辰	48	煤+天然气	其18万吨/年天然气甲醇装置于1月5日附近停车，恢复时间待定；其30万吨/年煤制甲醇重启待定
	苏里格	33	天然气	其18万吨/年甲醇装置于6月18日停车，15万吨/年甲醇装置于6月18日停车，恢复时间待定
	内蒙古博源	100	天然气	其甲醇装置计划11月中旬停车
	内蒙古天野	20	天然气	其甲醇装置于8月4日停车，于10月27日恢复运行，负荷逐步提升
	延安能化	180	天然气+煤	其甲醇装置基本接近满负荷运行
华北	榆林凯越	60	煤	其甲醇装置于10月25日起停车检修，计划12月2日恢复正常生产
	内蒙古东华	60	煤	其甲醇装置于10月28日恢复正常运行，现有满负荷运行
	甘肃华亭	60	煤	其单套甲醇装置于10月31日临时停车，预计1-2天恢复运行
	新绛中信	10	焦炉气	其甲醇装置于4月20日左右停车，恢复时间待定
	山西建滔潞宝	40	焦炉气	其新20万吨/吨甲醇装置于10月29日恢复正常运行；其10万吨装置停车中，10万吨装置于10月29日停车，恢复时间待定
	大土河	20	焦炉气	其甲醇装置于10月28日附近恢复运行，目前正常运行
	河北峰峰	30	焦炉气	其甲醇装置逐步恢复，暂未产出产品
	天津碱厂	50	煤	其甲醇装置于10月27日停车检修，本周内恢复运行
	沧州中铁	20	焦炉气	其甲醇装置于10月30日停车检修，恢复时间待定
	定州天鹭	39	焦炉气	其甲醇装置于10月25日恢复满负荷运行
华东	阳煤平原	20	煤	其甲醇装置恢复时间待定
	鲁西化工	95	煤	其80万吨/年甲醇装置维持前期负荷
	兖矿国宏	67	煤	其甲醇装置于10月27日开始降负至两炉运行，预计近期恢复正常运行
	新能凤凰	92	煤	其甲醇装置于10月27日意外停车，于10月31日逐步重启中
华南	福建顺畅富宝	8	煤	其甲醇装置于7月21日附近检修，重启时间待定
东北	大庆油田	20	天然气	其甲醇装置预计11月初停车

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

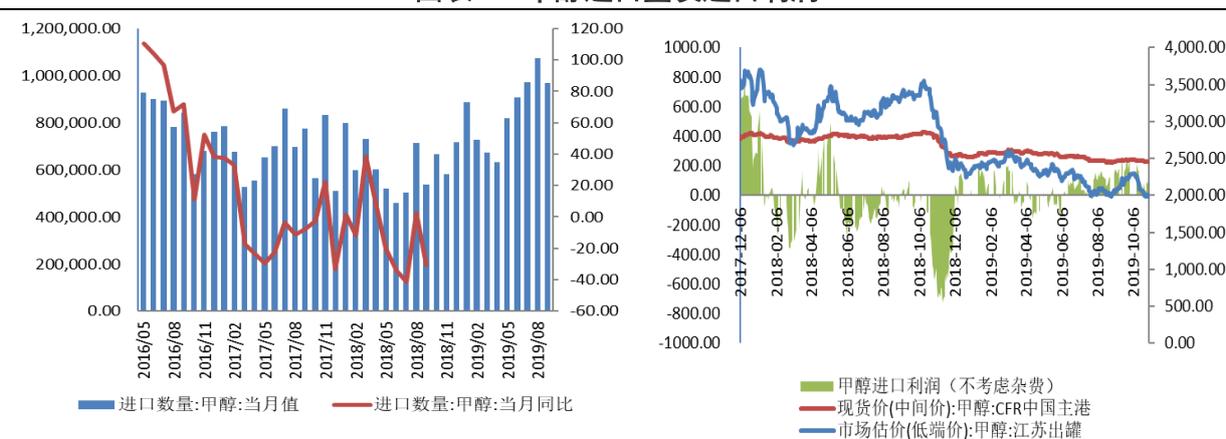
综上，国内供应方面，10月供应量大幅增加，加之全月生产利润整体较好，考虑到后续还有兖矿榆林和内蒙古荣信装置投产预期，预计11月份开工率和产量将保持高位，结合西北天然气限气对产量的影响，预计国内产量保持在540-550万吨左右。

2.2 进口

10 月份，甲醇进口量继续大幅增加。据卓创资讯预估，2019 年 10 月份甲醇进口量在 105.34 万吨，环比（9 月份进口量在 96.68 万吨）增加 8.66 万吨，涨幅 8.96%。从进口利润角度看，用 CFR 中国主港中间价计算，10 月进口平均利润有 98.46 元/吨，进口利润尚可，但随着港口甲醇价格的下跌，进口利润较 9 月份有所缩小。

对于 11 月份，我们认为进口量大概率将保持高位。首先是伊朗有 Buser 165 万吨装置投产预期；其次是由于世界范围内大部分地区（比如欧洲）甲醇需求均较弱，因而中东货源均积极发往中国地区；再次是目前纸货和期货总体还是升水于港口现货，且进口尚有利润，因此我们预估 11 月份甲醇进口量在仍将保持在 100 万吨左右。

图表 6：甲醇进口量及进口利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.3 库存

1. 港口库存

截至 10 月 31 日，江苏甲醇库存在 75.5 万吨，环比（2019 年 9 月底）快速下降 13.2 万吨。跌幅在 14.88%。同比（2018 年 10 月底）增长 35.55 万吨，涨幅在 88.99%。其中太仓地区库存大幅下降至 31.2 万吨，张家港地区库存在 7.8 万吨，江阴地区库存在 2.3 万吨，常州地区库存积极下降至 10.6 万吨。目前整体江苏可流通货源在 20 万吨附近。目前浙江（嘉兴和宁波）地区甲醇库存在 31.14 万吨，环比（2019 年 9 月底）上涨 1.06 万吨。涨幅在 3.52%。同比（2018 年 10 月底）增加 6.92 万吨，涨幅在 28.57%。目前浙江整体可流通货源 0.1 万吨。截至 10 月底（10 月 31 日），华南（不加福建地区）甲醇库存在 11.4 万吨，环比（2019 年 9 月底）减少 1.7 万吨。降幅在 12.98%。同比（2018 年 10 月底）增加 1.8 万吨，涨幅在 18.75%。其中东莞地区在 4.3 万吨，广州地区库存在 6.6 万吨，珠海在 0.5 万吨。整体广东可流通货源在 9.6 万吨。目前福建地区库存在 1.58 万吨，环比（2019 年 9 月底）减少 1.22 万吨，降幅在 43.57%。与去年同期相比减少 2.12 万吨，降幅 57.30%。其中泉港地区在 0.08 万吨附近，厦门地区在 1.5 万吨附近，福建整体可流通货源在 1.3 万吨。

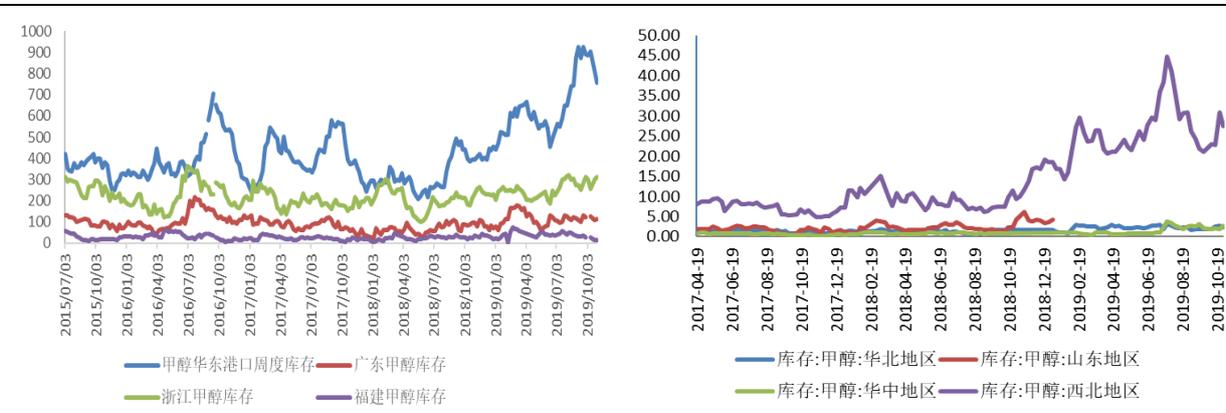
整体来看沿海地区（江苏、浙江和华南地区）甲醇库存下降至 119.62 万吨，整体沿海地区甲醇可流通货源预估在 31 万吨附近。

2. 西北库存

内地方面，10 月份西北库存先升后降。截至 10 月底，西北地区甲醇库存 27.37 万吨，较 9 月底的 21.05 万吨上涨 6.32 万吨，库存压力不大。

综上，10月份受到港口货源流向内地影响，港口库存下降明显，但考虑到后续进口量，预计去库存之路反复，后续有再度累库预期，关注下游实际消化能力。内地库存压力不大，但随着新装置投产和产量维持高位，预计后续库存将有所上升。

图表 7：甲醇港口库存及内地库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2.4 需求情况

1. 甲醇下游消费结构及开工情况概述

10月份，甲醇各主要下游开工情况，MTO装置开工提升较多，主要是大唐的两条MTP线、宁夏宝丰二期MTO装置，以及新奥20万吨烯烃装置稳定运行。传统需求方面，醋酸的开工率提升也比较明显，甲醛开工也有所提升，其他变化不大。根据卓创预估，10月甲醇消费量在650万吨左右。

图表 8：甲醇下游开工情况

甲醇下游	MTO	甲醛	二甲醚	MTBE	醋酸	DMF
10月平均开工率	80.74%	24.02%	19.35%	54.66%	87.65%	59.95%
9月平均开工率	74.98%	21.48%	20.84%	58.36%	77.12%	58.74%
涨跌（百分点）	5.76%	2.54%	-1.49%	-3.70%	10.53%	1.21%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2. 甲醇制烯烃装置运行情况及利润情况

MTO行业方面，利润整体较好，开工总体维持稳定，仅部分短停：(1) 中安烯烃 10.23 短停 2-3 天 (2) 山东联泓 10 月底 11 月初进行检修。(3) 大唐两条 MTP 装置正常开启 (4) 久泰 MTO 短停，10.30 再度 PE,PP 停 3-4 天。

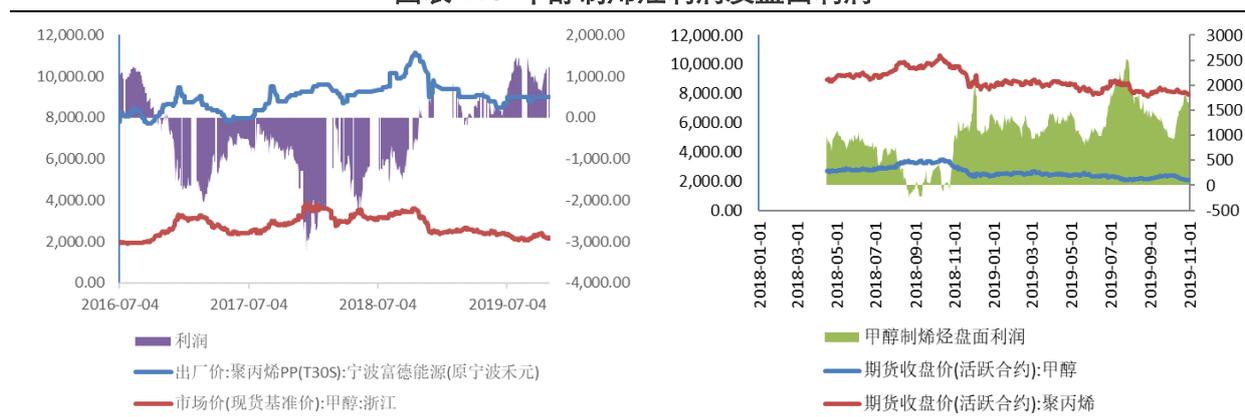
图表 9：甲醇制烯烃装置情况

企业名称	所在地	装置产能	原料甲醇产能	目前运行情况
神华宁夏煤业	宁夏	100	352	2套50万吨/年MTP装置正常运行
大唐国际发电公司	内蒙	46	168	MTP两条线基本满负荷运行
神华包头煤化	内蒙	60	180	MTO装置于10月28日恢复运行，负荷逐步提升中
中石化中原石化公司	濮阳	20	--	运行正常
宁波富德	宁波	60	--	目前稳定运行中
南京诚志（南京惠生）清洁能源有限公司	南京	29.5	50	稳定运行中
延长中煤榆林能化有限公司	靖边	60	180	MTO装置稳定运行
中煤榆林能源化工有限公司	横榆	60	180	MTO装置满负荷运行，月内少量甲醇外销
山东寿光鲁清	寿光	20	--	装置停车中
陕西蒲城清洁能源化工公司	蒲城	70	180	MTO装置正常运行
宁夏宝丰	宁夏	60	172	甲醇及MTO装置满负荷运行，部分甲醇外采；新建二期装置负荷不高
山东联泓新材料有限公司	滕州	37	--	MTO装置负荷仍未满负荷，计划11月5日开始检修15天
山东鲁深发	东营	20	--	装置停车
山东玉皇	菏泽	10	--	停车中
山东瑞昌石化	东营	10	--	停车，重启时间待定
沈阳蜡化	沈阳	10	--	装置停车，重启待定
山东华滨科技	东营	18	--	停车中
兴兴能源	嘉兴	69	--	维持满负荷运转中。
阳煤恒通	山东	30	20	装置开工维持前期
神华榆林	榆林	60	--	其MTO装置满负荷运行
山东大洋	菏泽	20	--	停车中
中煤蒙大	内蒙	60	--	MTO装置运行负荷正常，甲醇正常外采
神华新疆	新疆	68	180	MTO及甲醇装置目前运行正常
中天合创	鄂尔多斯	137	360	MTO装置运行基本正常
富德（常州）能源发展有限公司	常州	30	--	MTO装置停车检修中，具体重启时间待定。
江苏斯尔邦（盛虹）石化	连云港	80	--	目前稳定运行中
青海盐湖	青海	30	140	其MTO装置于10月25日附近停车，恢复时间待定
延长延安能源化工有限公司	富县	60	180	MTO装置满负荷运行，月底少量甲醇外采
内蒙古久泰	鄂尔多斯	60	100	MTO装置于10月30日临时停车，恢复待定
南京诚志（二期）	南京	60	--	其装置开工负荷不高

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

从利润角度看，随着甲醇价格的回落，10月份MTO行业的利润依旧较好，外采甲醇制烯烃装置利润整体依旧保持1000元/吨左右，盘面利润10月均值在1472元/吨，较9月份继续增加200。煤制烯烃行业利润更好，因而内地煤制烯烃装置保持高开工。

图表 10: 甲醇制烯烃利润及盘面利润



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.传统需求情况

(1) 二甲醚

10月,国内二甲醚市场先涨后跌。国庆节间交通运输受限,部分装置降负运行,下游消化前期库存,交投清淡。节后市场交投活跃度提升,原料甲醇及相关品液化气市场走势良好也对市场有一定提振,下游恐涨心态下积极补货,且行业开工低位,卖方库存无压,报盘连续上推,二甲醚价格再度冲高。随后液化气及原料甲醇市场走弱利空,下游消化原有库存,观望情绪增加,但因市场供应并未完全恢复,跌价后卖方库存积累稍缓,同时随着原料价格下滑二甲醚行业即时盈利水平扩大。月下旬行业开工提升明显,供应面利好转为利空,卖方库存承压,虽原料甲醇市场略有反弹,但行业前期盈利尚可,提振作用不足,下游买气难提升,市场供需矛盾突出致使市场价格重心大幅下行。截至本月底,二甲醚月均价收于3412.69元/吨,较上月上涨12.94%。

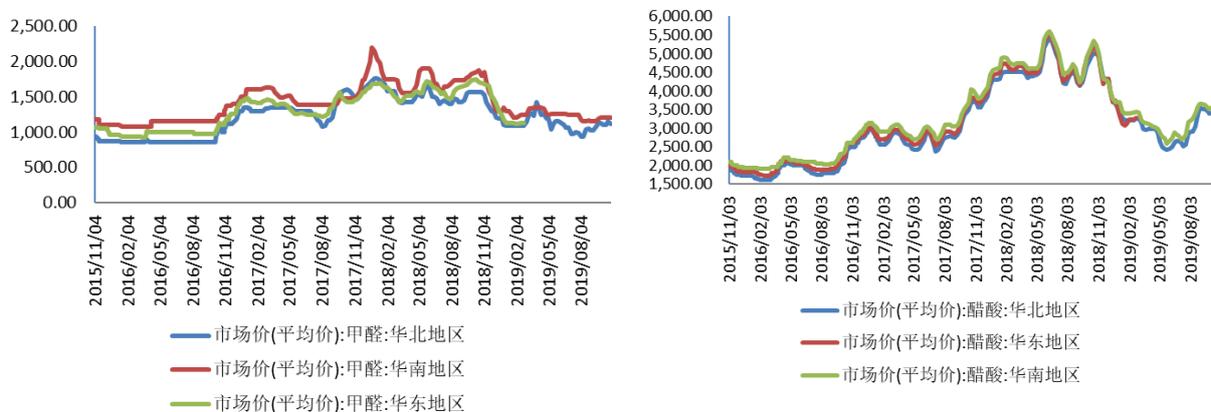
(2) 甲醛

理论上来看,10月国内甲醛厂家利润尚可,本月利润均值为179.25元/吨,较上月均值283.90元/吨下跌104.65元/吨。月内,甲醇市场震荡下行,甲醛业内人士心态欠佳,甲醛市场价格窄幅上行后下跌,下游采买气氛较弱,市场商谈气氛淡稳。综合而言,10月份,甲醛行业利润下跌。11月份,从原料面看,甲醇市场或将偏弱震荡,甲醛成本面支撑力度缺乏稳定。从供需面看,河北、山东地区下游板厂开工或将延续时开时停的状态,山东、河南、河北甲醛生产商开工负荷将窄幅提升,市场交投情况或将存在波动。各主流生产厂商心态欠佳,或将谨慎调价,下游刚需采购,市场成交量无明显释放。预计11月份国内甲醛市场震荡运行。后市继续关注原料市场和供需面的变动趋势。预计下月甲醛主流市场波动幅度为50-100元/吨。

(3) 醋酸

10月冰醋酸市场持续下行。截至10月31日收盘,华东冰醋酸市场收盘在2750—2950元/吨出罐,华东月均价3173元/吨,环比下跌10.14%。国庆假期期间冰醋酸价格稳定,华鲁恒升、天津碱厂、河南永城龙宇和中石化宁夏能化纷纷恢复正常运行,市场供应较为充足。节后归来,市场价格因商户有补货而短暂稳定,而后下游多刚需采购,且行业开工较高,部分工厂库存累积,故而降价出货。月中旬时虽江苏索普和天津碱厂开工不稳,但市场气氛依旧平淡,成交情况不够理想,市场商谈重心不断下移。月下旬下游业者保持观望的心态,需求面仍然没有明显的改善,工厂出货承压,库存释放缓慢,不断下调报盘价格。出口方面,月初气氛较为温和,成交有所放量,出口价格也有所上涨,不过随后市场气氛有所转淡,买盘与卖盘价差较大,商谈僵持。

图表 11：甲醛和醋酸价格走势



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

综上，需求方面，MTO 装置特别是内地 CTO 装置的投产开工情况较好，保持高开工，预计 11 月份需求量维持；传统需求峰值已过，预计减少甲醇需求在 10-15 万吨，总需求量预计在 635 万吨，较 10 月份减少 10-15 万吨。

3.后市展望和策略建议

从上文分析可知，内地依旧有生产利润，开工积极性较高，加之有新装置投产预期，预计 11 月产量将较 10 月份继续提升，预计在 540-550 万吨；伊朗有新装置投产预期，且进口尚有利润，预计进口量保持 100 万吨；需求方面，MTO 装置利润较好，目前尚未有大量采购乙烯迹象，但传统需求峰值已过，加之环保影响，预计减少甲醇需求 15 万吨，11 月需求量在 635 万吨。供需整体偏宽松，对甲醇价格压力仍在。

操作策略上，考虑到 05 合约技术上尚未创新低，且即将转为主力合约，建议中线考虑在 05 合约上逢反弹抛空思路对待。

震荡格局延续，原油博弈或成转机

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林玲

从业资格号：F3067533

投资咨询号：Z0014903

刘倡

从业资格号：F3024149

投资咨询号：Z0013691

赵奕

从业资格号：F3057989

联系人：赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

聚丙烯：10月份聚丙烯主力合约小幅上扬后震荡弱势下行，远月合约贴水约311(+43)元/吨，基差在600-800区间，期货深贴水。盘面重心下移，收于7944，月跌2.92%。供应面，新装置逐步转稳，巨正源、宝丰二期等大厂逐步放量，浙江石化将于11月中旬试车，石化库存逐步累库，供应面承压。需求面，下游整体呈旺季不旺态势，叠加期市打压，以低价刚需补库为主，基本无支撑。

聚乙烯：10月份LLDPE主力合约弱势下行，远月合约贴水85(+90)元/吨，收于7290，月跌3.25%。供应面，检修量环比减少，逐步进入产能扩张阶段，预计11月-12月将有大量产能释放，港口库存尚处正常区间。需求面，下游农膜开工率逐步恢复，大厂订单形成一定支撑，但受期市及环保因素影响，其余下游月内需求不济，需求量不及往年。

● 后市展望

聚丙烯：11月聚丙烯行情重点需关注存量装置及新产能的投放、原油走向。上游方面，原油短期偏弱，甲醇、丙烯基本面双弱格局或将延续，但宏观面来看原油未来季节性需求转暖、OPEC十二月大会及美国对原油挺价的表态或为上游带来转机。供应面，新装置产能全面释放将使价格承压，后市需求悲观已体现在石化累库中。需求面，下游无明显亮点，旺季不旺态势将延续。预计期货深贴水将抑制期价过度下跌，若原油回暖，期市或有一波探底反弹，预计11月盘面运行区间在7600-8150，谨防波动性反弹，建议逢高沽空，谨慎持有。

聚乙烯：11月聚乙烯需关注原油走势、中美谈判进度及下游需求。供应面，检修季基本结束，存量装置重启及大量进口货源到港预期使得供应面承压，库存前期良好结

构或改变，市场预期普遍偏悲观。需求面，后期已接近农膜旺季尾声，其余下游受管制严重，需求结构或有恶化。预计 11 月聚乙烯盘面仍呈弱势震荡，因期价已接近成本线，底部支持较强，鉴于宏观形势的不稳定性，建议谨慎看空，轻仓持有。

● 策略建议

PP：建议逢高沽空，谨慎持有；

L：建议谨慎看空，轻仓持有。

● 风险提示

中美贸易谈判、原油多空博弈、新产能释放、库存结构改变。

1.行情回顾

1.1 聚丙烯行情回顾

10 月份聚丙烯主力合约小幅上扬后震荡弱势下行，远月合约贴水约 311 (+43) 元/吨，基差在 600-800 区间，期货深贴水。盘面重心下移，收于 7944，月跌 2.92%。月初新装置不稳定，短停装置较多，标品紧平衡，叠加节后刚需采购需求，期价出现小幅反弹；月中旬贸易商挺价，下游需求完成节后补库后高价抵触，累库预期逐步兑现，期价开始下行路线；月下旬大量短停新装置重启，新增产能相对稳定，边际供给远强于边际需求，同时原油利空因素爆发，盘面空头增仓，出现超跌行情，一度跌破布林下轨，现货出货压力偏大，厂商及贸易商积极降价处理。

图 1：聚丙烯主力合约十月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

1.2 LLDPE 行情回顾

10 月份 LLDPE 主力合约弱势下行，远月合约贴水 85 (+90) 元/吨，收于 7290，月跌 3.25%。月初下游农膜开工率尚未恢复，采购意愿不强，厂商及贸易商积极降价，期现双跌；月中旬，农膜快速恢复生产，大厂订单需求旺盛，带动期现双双小幅反弹，但由于环保督察仍限制其他下游好转，叠加进口货源逐渐到港，供需矛盾抑制涨幅；月下旬，原油利空叠加旺季需求不及预期，市场心态逐步转为悲观，各方预计聚乙烯未来供应量仍将上升，贸易商降价去库，石化去库相对困难，进一步推动期价下行。

图 2: LLDPE 主力合约十月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

2.PP 基本面分析

2.1 现货价格及利润

10 月 WTI 原油现货收于 54.05 美元/桶，较月初下跌 0.11 美元/桶；Brent 原油现货收于 59.22 美元/桶，较月初下跌 0.74 美元/桶。甲醇内盘月末均价为 2015 元/吨，较月初下跌 290 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 1603 元/吨，较月初下跌 112 元/吨。丙烯内盘主流价收于 7325 元/吨，较月初跌 225 元/吨；丙烯外盘主流价收于 6186 元/吨，较月初下跌 346 元/吨。上游基本无支撑。

10 月 PP 粉料和粒料价差在 190-220 元/吨区间，较上月基本持平；本月（共聚-拉丝）价差缩小至 200-300 元/吨，注塑利润收缩，未来可能有转产预期。油制聚丙烯利润为 1305 元/吨，较上月有所增加，主因为油价坍塌而聚丙烯部分货源挺价；MTO 制 PP 毛利在 980-2000 元/吨区间，外购甲醇制 PP 利润上升主因为外盘甲醇降价较猛，内盘甲醇现货相对降幅较小；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面加工差在 917 元/吨，就资金流方面而言聚丙烯仍有向下空间。

图 3: 原油现货价 (单位: 美元/桶)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4: 国内甲醇市价 (单位: 元/吨)



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5: 进口甲醇价格 (单位: 元/吨)



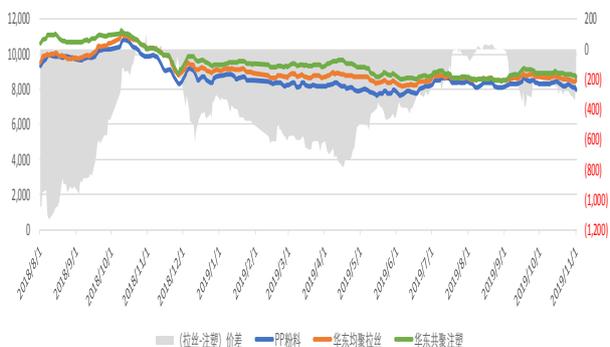
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 国内外丙烯市场价



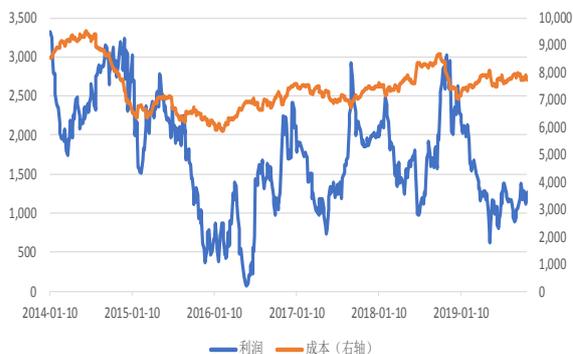
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: PP 各品种价位及价差 (单位: 元/吨)



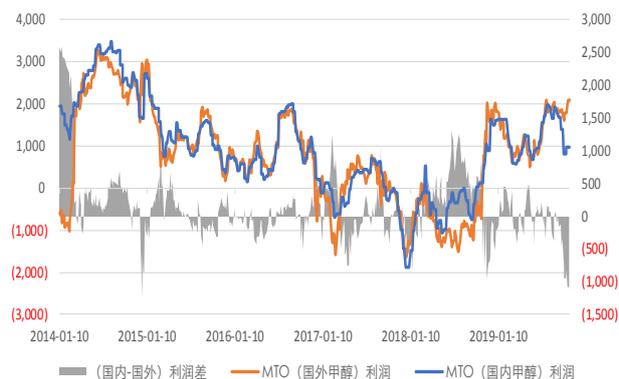
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 油制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: MTO 制 PP 成本 (单位: 元/吨)



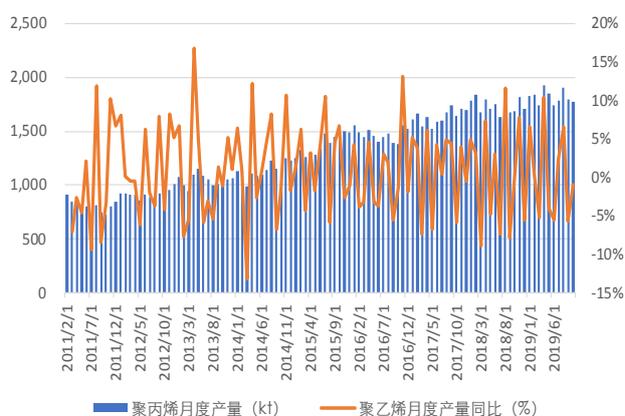
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 供应方面

截至 10 月底，聚丙烯月度产量为 1905.09kt，环比上涨 7.43%。聚丙烯 10 月末社会库存为 46.25kt，环比下跌 6.41%；石化库存为 271.85kt，环比上涨 23.08%；港口库存为 9.2kt，环比下跌 12.77%。本月石化累库预期逐步兑现，厂商去库难，社会库存、港口库存在贸易商调节下尚处低位。

聚丙烯截至 9 月底进口量为 307kt，环比下跌 0.29%，同比上涨 2.67%，较前期有所好转。9 月聚丙烯进货货源有限，多为远月预订单，主因为当前中美谈判格局的不稳定性导致，贸易商较为谨慎。

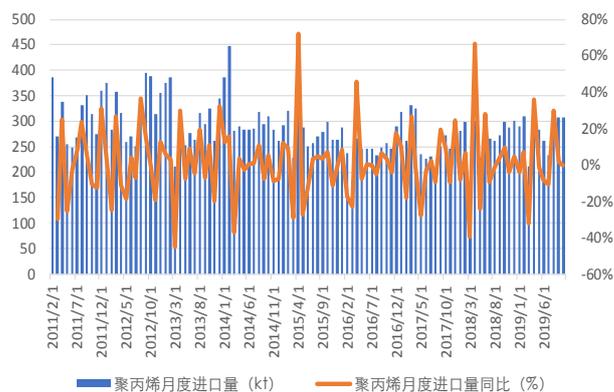
图 11：聚丙烯月度产量变化



■ 聚丙烯月度产量 (kt) ■ 聚丙烯月度产量同比 (%)

资料来源：Wind，兴证期货研发部

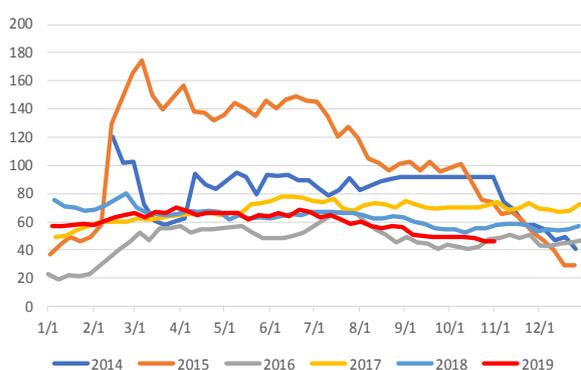
图 12：聚丙烯月度进口量



■ 聚丙烯月度进口量 (kt) ■ 聚丙烯月度进口量同比 (%)

资料来源：Wind，兴证期货研发部

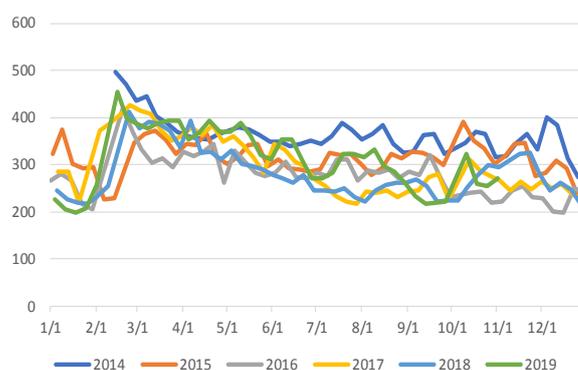
图 13：聚丙烯社会库存季节图 (单位：kt)



■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019

资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

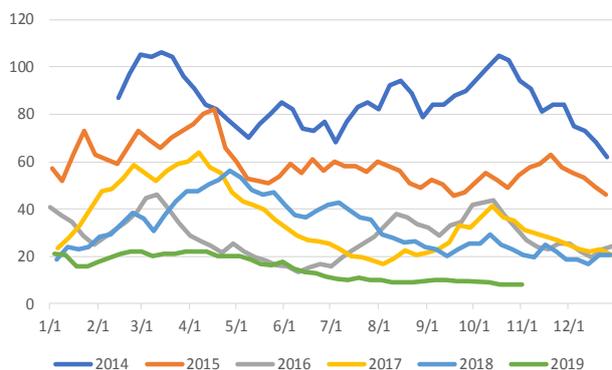
图 14：聚丙烯石化库存季节图 (单位：kt)



■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017 ■ 2018 ■ 2019

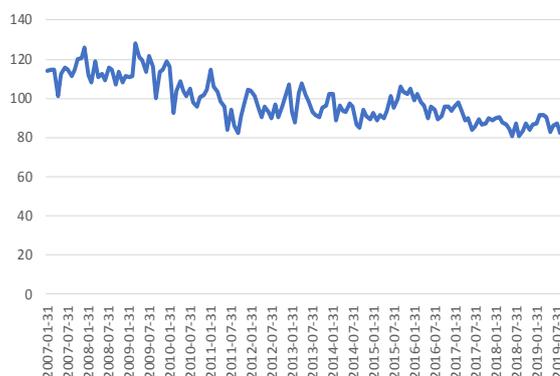
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 15: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: PP 月度开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 1: 聚丙烯 10 月装置动态表格

类别	企业名称	装置地址	涉及产能	停车时间	开启时间
新装置	巨正源 2#	东莞	30		负荷提升
新装置	宝丰二期	宁夏	30		8 成负荷
新装置	浙江石化	舟山	90		预计 2019.12
新装置	恒力石化	大连	45	2019.10.27	2019.11.6
新装置	久泰能源	内蒙	30	2019.10.25	已重启
新装置	中安联合	安徽	35	2019.10.23	2019.10.26
新装置	壳牌二期	惠州	45	2019.10.24	已重启
新装置	福建联合新 2#	福建	22	2019.10.24	已重启
合计			327		
占全部产能比重*			18.00%		
老装置重启	巨正源 1#	东莞	30	2019.9.11	负荷提升
老装置重启	延安能化	陕西	30	2019.8.25	已重启
老装置重启	神华包头	包头	30	2019.9.15	已重启
老装置重启	中海壳牌	惠州	26	2019.10.16	已重启
合计			116		
占全部产能比重			6.38%		
按计划大修中	福基石化	宁波	40	2019.10.7	2019.11.7
按计划大修中	广州石化 1#	广州	14	2019.10.10	2019.11.4
按计划大修中	广州石化 3#	广州	20	2019.10.10	2019.11.4
合计			74		
占全部产能比重			4.07%		

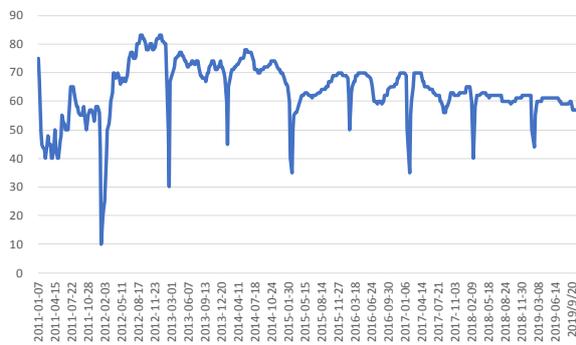
数据来源: 华瑞资讯, 卓创资讯, 兴证期货研发部

截至 11 月初，聚丙烯开工率为 88.26%，环比上涨 3.37%。10 月国内聚丙烯新装置产线 8 条，旧装置重启 4 条，月内检修损失量约为 25.50 万吨，环比减少 20%；巨正源 2 线、宝丰二期均提高负荷，浙江石化预计 11 月中旬试车，12 月正式开车。预计 11 月新装置将逐步稳定，产能继续扩张，供应面承压。

2.3 需求方面

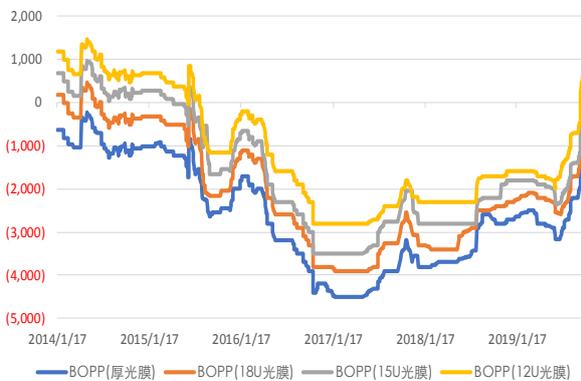
下游塑编行业月末开工率为 57%，月内持平，丙纶市场横盘整理，需求一般；本月 BOPP 膜厂开工率为 52.18%，环比下降 6.18%，据消息面 BOPP 厂商仍将维持低开工率以减少自身供应，调整供需结构保证利润回升。整体下游呈现旺季不旺态势，对聚丙烯持低位刚需采购态度，需求面无支撑。

图 17：塑料塑编行业周度开工率（%）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 19：BOPP 各规格毛利（单位：元/吨）



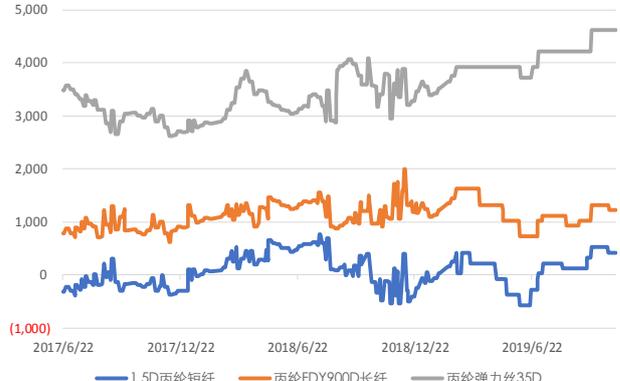
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 18：BOPP 月度开工率（%）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 20：丙纶各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：华瑞资讯，兴证期货研发部

3.PE 基本面分析

3.1 现货价格及利润

10 月乙烯 CFR 东北亚现货价收于 710 美元/吨，较月初下跌 140 美元/吨；月中旬原油价格下跌，化工板块弱势下行。

聚乙烯整体市场呈下行趋势，受期价及宏观面利空影响，价格一路下滑。本月 LLDPE 现货月均价为 7590-7850 元/吨，环比跌 0.25%；LDPE 月均 8380-8680 元/吨，环比跌 0.27%，HDPE

各品种跌幅不等，HDPE 拉丝料下跌约 50-200 元/吨，HDPE 膜料下跌约 70 元/吨（华南地区小涨 10 元/吨），HDPE 注塑上涨约 220-450 元/吨。

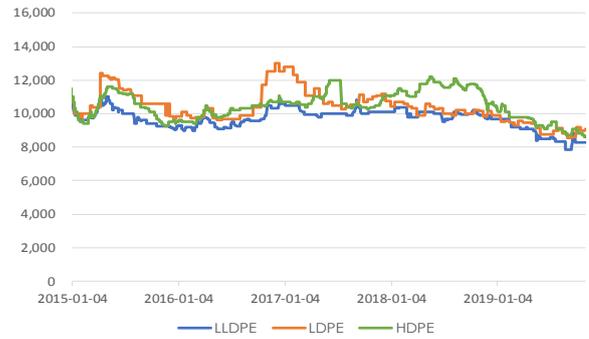
截至 10 月底，煤制 PE 方面，煤价下跌幅度大于 PE 下跌幅度导致利润回调，整体利润上升约 500 元/吨。而本月油价整体下行幅度不及 PE 下行幅度，油制 PE 利润下降约 600 元/吨。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



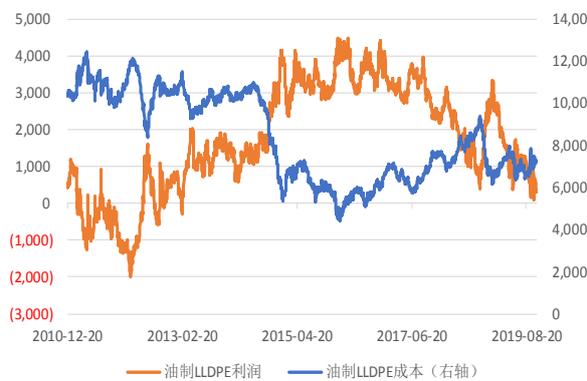
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同规格价格走势 (单位: 元/吨)



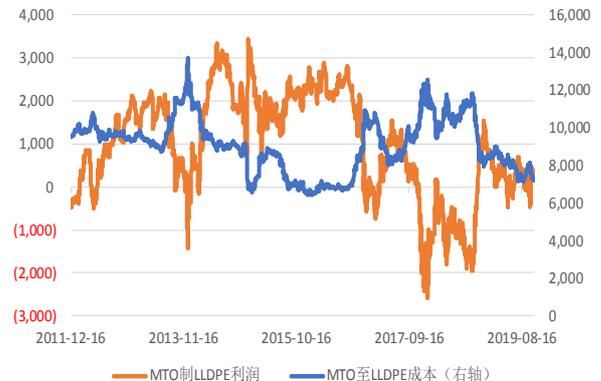
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LLDPE 油制利润及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 24: MTO 制 LLDPE 利润及成本 (单位: 元/吨)



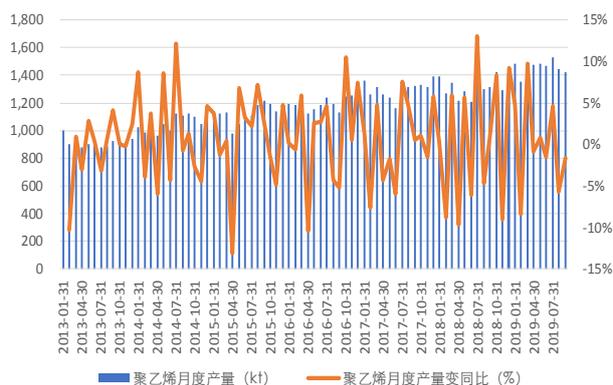
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应方面

截至 10 月底，聚乙烯月度产量为 1548.50kt，环比上涨 8.90%。聚乙烯 10 月末社会库存为 137.50kt，环比下跌 5%；石化库存为 353kt，环比上涨 26%，累库预期逐步兑现；港口库存为 206kt，环比下跌 16%。进口货源逐步消化，港口库存及社会库存压力不大，但石化库存有所累积。

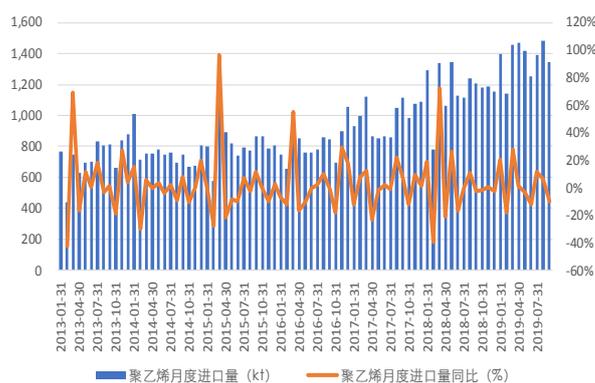
聚乙烯截至 9 月底进口量为 1341.60kt，环比下跌 9.54%，同比上涨 11%，贸易商针对中美贸易格局不稳定的情况，就进口方面持相对冷静态度，但年末西布尔、马油等国外装置完全重启后将大量货源输送至中国，后期进口方面仍然承压。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化



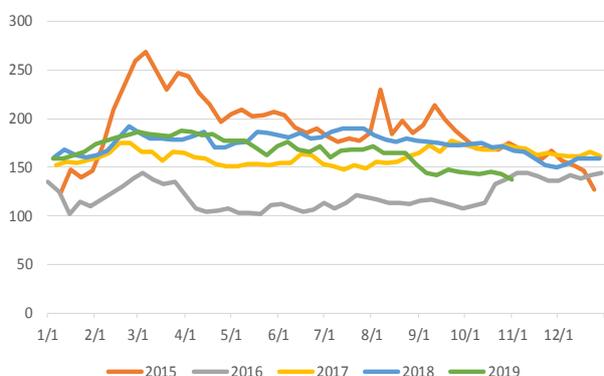
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



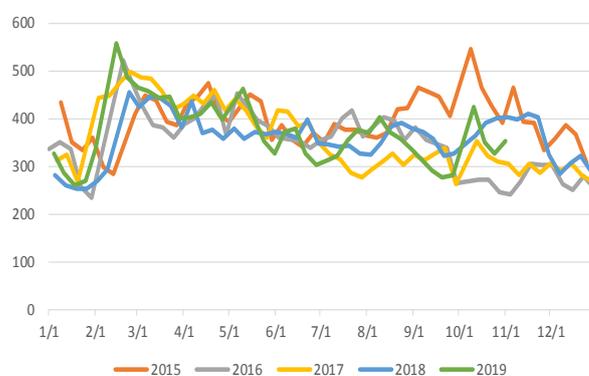
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



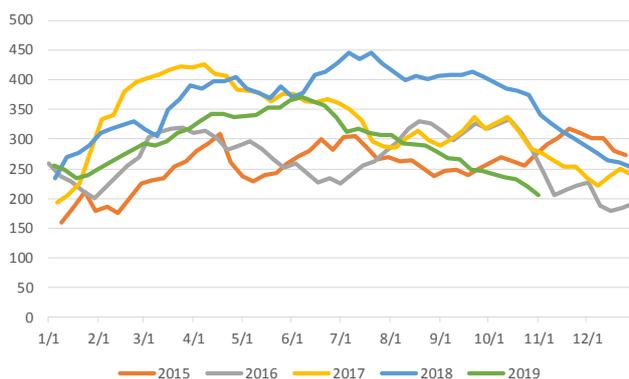
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



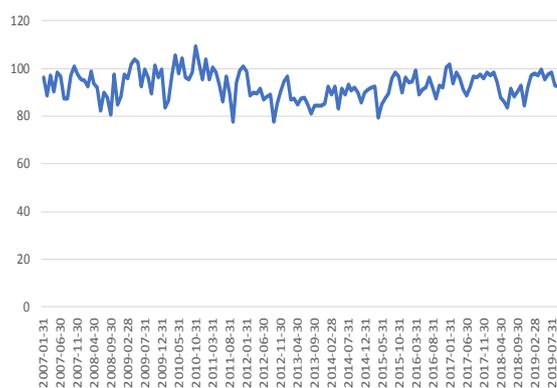
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 29: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 30: PE 月度开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 2: 聚乙烯 10 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
神华包头	FDPE	30	开车
中沙石化	LLDPE	30	周末开车
吉林石化	HDPE	30	预计开车
宝丰二期	HDPE	30	11 月 1 日开车
延安能化	HDPE	45	8.25-10.13 检修
上海石化	HDPE	25	9.16-10.7 检修
久泰能源	全密度装置	56	月中短修
合计		246	
占全部产能比重		12.52%	
兰州石化	老全密度	6	重启后月末停车一周
齐鲁石化	LLDPE	12	10.22 开始检修, 开车待定
广州石化	LDPE	20	10.10 检修, 计划检修 25 天
茂名石化	1#LDPE	11	开车时间不定
上海金菲	HDPE	15	10.21-11.13 检修
中天合创	LLDPE	35	重启时间待定
中沙天津	LLDPE	30	10.29 短修 3-4 天
合计		129	
占全部产能比重		6.57%	

数据来源: 华瑞资讯, 卓创资讯, 兴证期货研发部

10 月聚乙烯涉及检修量约为 129 万吨(不含长期停车装置), 检修损失量大致为 15.20 万吨, 环比减少 1 万吨。月内有 7 条产线已开车或预计开车, 涉及产能占截至 10 月底产能的 12.52%, 未来供应面承压。

3.3 需求方面

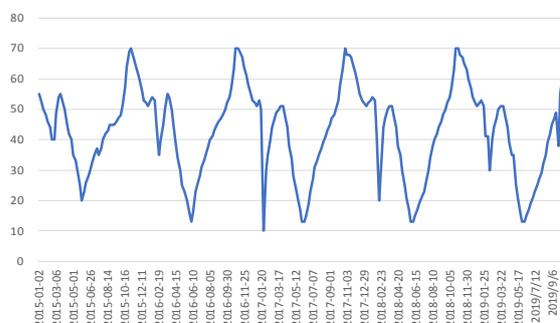
10 月聚乙烯需求尚处旺季。从农膜来看, 开工率逐步攀升至 69%, 环比上涨 31%, 月中旬大厂订单需求积极, 形成一定支撑, 但下旬受期市影响, 下游提前低价备库, 导致后期交投冷淡; 其余下游市场受环保督察影响, 开工率基本保持在 57% 的水平, 预计后期现货价将随下游需求提升而上涨, 在需求回归冷淡后让利出货, 需求面较往年偏弱。

图 31: PE 下游主要产品毛利 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 32: 农膜周度开工率 (单位: %)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4.总结及行情预测

聚丙烯：11月聚丙烯行情重点需关注存量装置及新产能的投放、原油走向。上游方面，原油短期偏弱，甲醇、丙烯基本面双弱格局或将延续，但宏观面来看原油未来季节性需求转暖、OPEC十二月大会及美国对原油挺价的表态或为上游带来转机。供应面，新装置产能全面释放将使价格承压，后市需求悲观已体现在石化累库中。需求面，下游无明显亮点，旺季不旺态势将延续。预计期货深贴水将抑制期价过度下跌，若原油回暖，期市或有一波探底反弹，预计11月盘面运行区间在7600-8150，谨防波动性反弹，建议逢高沽空，谨慎持有。

聚乙烯：11月聚乙烯需关注原油走势、中美谈判进度及下游需求。供应面，检修季基本结束，存量装置重启及大量进口货源到港预期使得供应面承压，库存前期良好结构或改变，市场预期普遍偏悲观。需求面，后期已接近农膜旺季尾声，其余下游受管制严重，需求结构或有恶化。预计11月聚乙烯盘面仍呈弱势震荡，因期价已接近成本线，底部支持较强，鉴于宏观形势的不稳定性，建议谨慎看空，轻仓持有。

供增需减预期继续压制价格

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

能化研究团队

林玲

从业资格号: F3067533

投资咨询号: Z0014903

刘倡

从业资格号: F3024149

投资咨询号: Z0013691

赵奕

从业资格号: F3057989

联系人: 刘倡

021-20370975

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

纺织旺季尾声, 10月终端订单仍无显著好转, 负荷持稳运行, 且宏观经济仍显疲弱, 终端备货力度偏低; 聚酯产销低迷, 库存上升, 聚酯负荷已有下滑态势。TA处检修季, 大量装置检修促库存下降, 截止月末在142万吨。EG供应恢复进度受阻, 库存继续走低。但盘面多反应新装置投产预期, 及11月聚酯负荷回落预期, TA&EG双双下行。

● 后市展望

“双十一”、“双十二”、“圣诞节”等订单对今年终端销售提振有限, 坯布库存去化情况不佳, 11月的终端订单和原料采购放量或仍需指望外部变化, 但全球贸易环境不佳、各国经济均显下滑苗头, 11月需求暂无向好预期, 11月面临聚酯及终端负荷走弱可能。TA检修高峰已过, 新凤鸣新装置顺利出料, 11月或以供需宽平衡为主; MEG预计仍以去库为主, 但力度因进口增加及需求走低而继续减小。

● 策略建议

当下TA及EG价格均偏低, PTA毛利及PX毛利、MEG各路线毛利均在现金流成本上方波动, 做空的盈利空间有限, 但驱动向上反弹的因素暂无, 暂预计随整体工业品波动而波动, 建议均以观望为主。关注宏观经济预期变动、聚酯及终端负荷下滑情况、新装置出料情况。

● 风险提示

中美贸易谈判、产业链装置异动、原油价格异动。

1.PTA

1.1 供需平衡表

10月，国内TA月产量预估在369万吨上下，环比减13万吨，月均负荷86%，因虹港150万吨、恒力两套220万吨、逸盛（大连）225万吨、汉邦220万吨等装置检修。国内聚酯产量预计在440万吨上下，对应TA需求375万吨。结合进出口及其它领域用量，综合估算，10月PTA预计去库约16万吨上下。

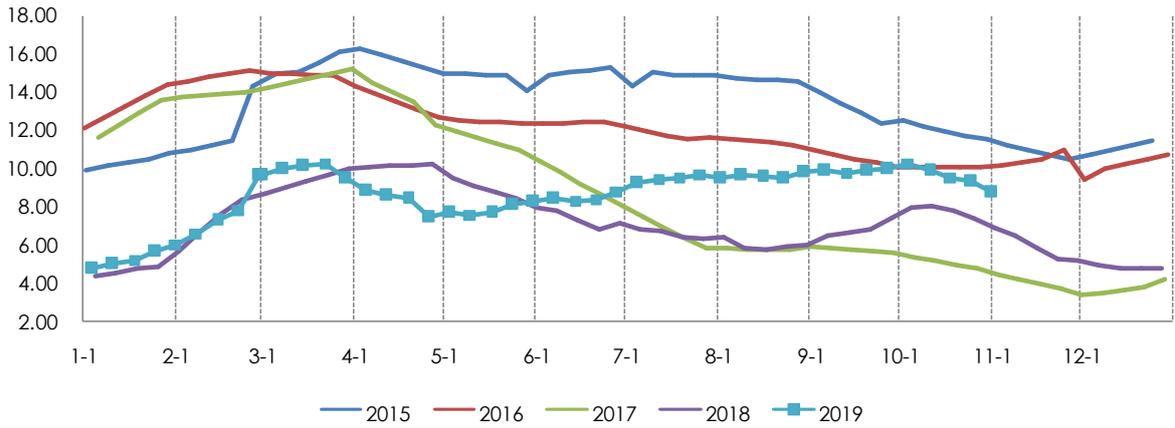
11月，独山能源（新凤鸣）于月初顺利出料，目前一条线运行，国内PTA产能基数上修至4898万吨。而装置检修方面，除仍在降负或检修的恒力、汉邦外，目前计划的为亚东石化、福建佳龙，整体计划检修量少于10月，但仍有逸盛（海南）、三房巷有潜在检修可能。聚酯方面，10月末已从下滑至89%，未来预计进一步下滑。综合估计，预计11月库存变化在-10至+10万吨。

表 1：未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
虹港石化	150	连云港	10.14 停车，10.28 重启
福化工贸	450	漳州	负荷 9 成
华彬石化	140	绍兴	负荷 9 成
逸盛（大连）	225	大连	正常运行
亚东石化	75	上海	目前正常运行，计划 11 月中旬检修
中石化洛阳	32.5	洛阳	负荷 7 成
福建佳龙	60	石狮	8.2 起停车，计划 11 月中上旬开车
汉邦石化	220	江阴	10.25 起停车
嘉兴石化	220	嘉兴	10.31 一条线短停，11.1 恢复
恒力石化	220	大连	正常运行
恒力石化	220	大连	10.26 起检修，预计下周恢复
蓬威	90	重庆	10.25 重启，目前半负荷运行
四川能投	100	四川	11.1 停车，预计 5 天
独山能源（新凤鸣）	220	嘉兴	10.30 出料，目前一条线运行

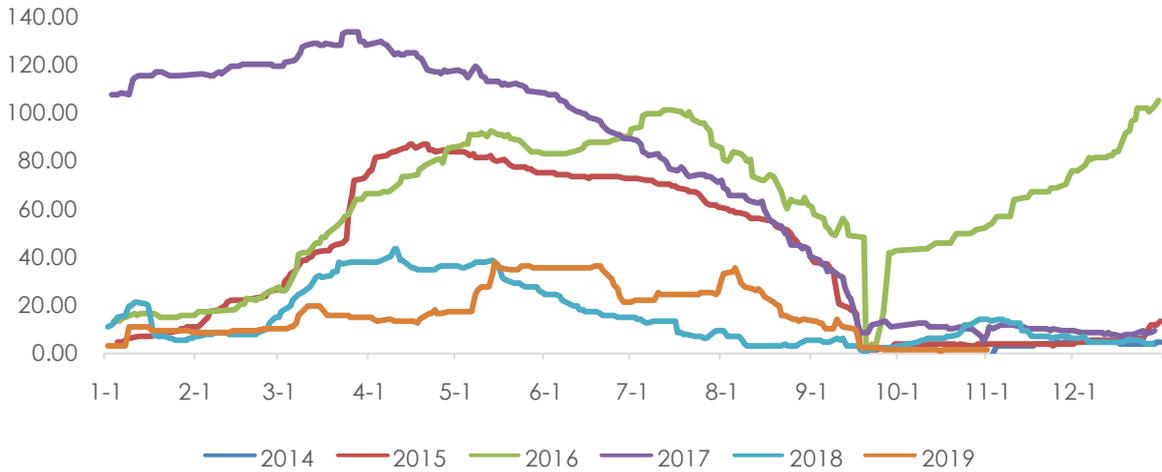
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 1: PTA 周度社会库存可用天数



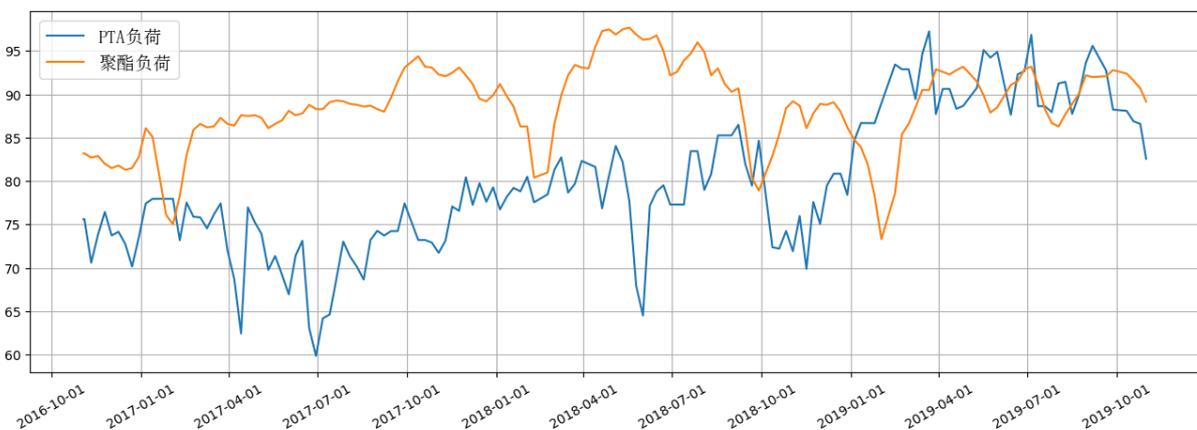
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 2: PTA 仓单



数据来源: 郑商所, 兴证期货研发部

图 3: PTA 和聚酯整体负荷



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

1.2 毛利与成本

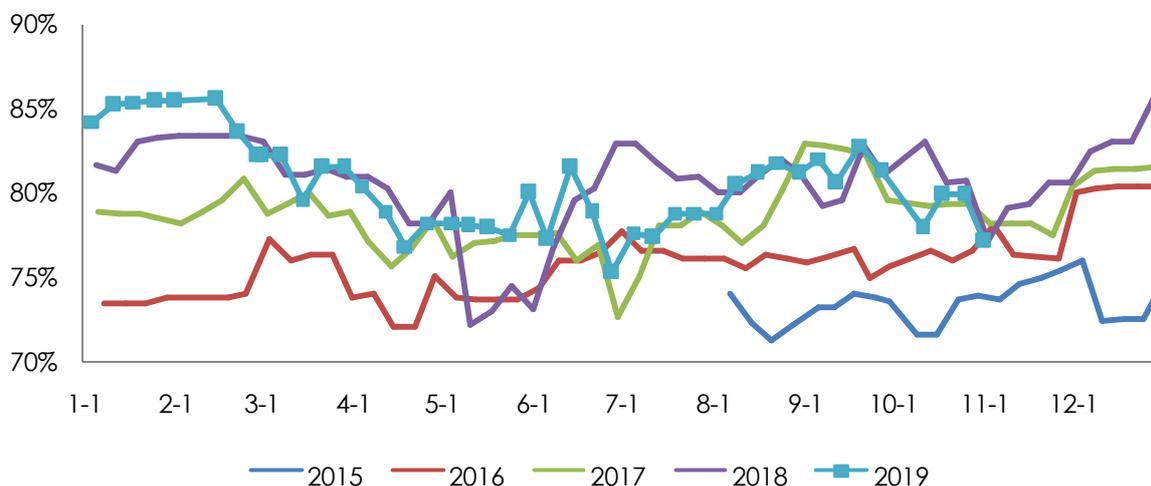
10月，PTA毛利呈现稳步走弱态势，月初在700-800元/吨水平，月末在600元/吨上下，基本贴近行业现金流成本最低值。低毛利直接促使工厂进行检修，和1-9月工厂多延后检修的情景形成鲜明反差。

而PTA大量检修也影响了PX的库存及毛利情况，10月PX亚洲负荷基本企稳，国内产量及进口均保持我呢定，整体供过于求，国内社会库存继续上升。

PX-石脑油价差方面，呈现低位窄幅波动，目前PX-石脑油价差已缩窄至260美元/吨上下，基本处于芳烃联合装置的现金流成本上下。

11月来看，若PTA检修环比缩减，叠加聚酯负荷下滑预期计算，PTA供求偏宽平衡，PTA毛利或继续维持弱势运行。而11月初恒逸PMB的PX顺利出料，尽管PTA生产恢复，但整体和算仍供过于求，PX环节毛利同样预计继续弱势震荡。

图4：PX 负荷



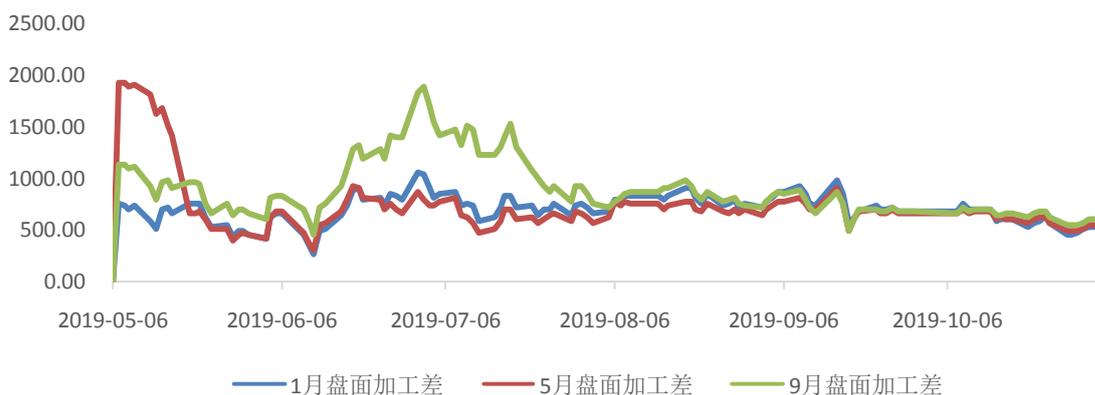
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图5：PX-石脑油，PTA-PX



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 6: PTA 盘面加工差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: PTA 基差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

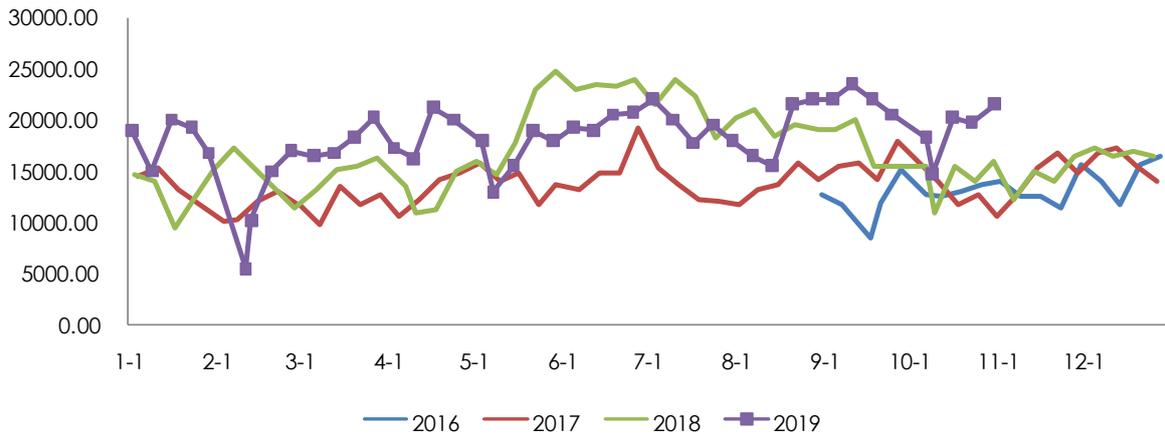
2.MEG

2.1 供需平衡表

10月,国内MEG产量预计在58万吨上下,环比略增2万吨,主要因国庆前后高价EG刺激EG装置复产,但由于EO/EG仍处于高位,复产装置多为煤制EG,且EG在10月下半快速回落,叠加煤制装置部分意外故障,国内EG负荷再度下滑,总产量恢复有限。进口方面,沙特事件影响海外装置变动有限,海外负荷基本持稳,从到港数据看,10月进口环比有所上升,暂预估在80万吨上下。10月国内聚酯产量预估为440万吨。综合估算,10月国内MEG去库约24万吨,略高于预期。

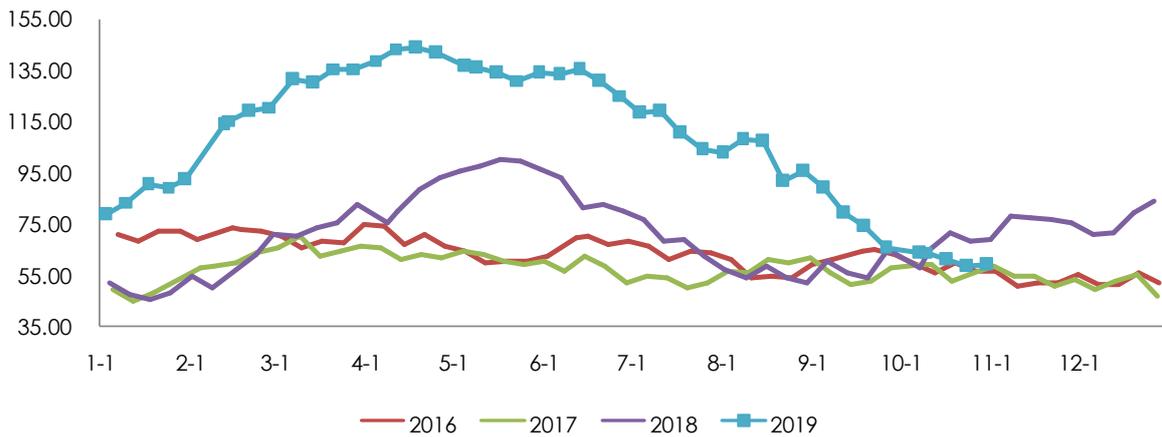
11月,恒力及浙石化新装置仍有不确定性,暂不考虑,当下EO/EG价格偏高,油制EG复产仍有困难;当下EG煤制价格仍贴近现金流成本上下,煤制EG复产同样力度暂无。因此,国内产量仍预估在60万吨上下。海外方面,南亚4#有检修计划、新加坡Shell检修中、韩国乐山两套装置计划重启,海外负荷预计环比上升,进口估80万吨上下。国内聚酯产量估420万吨上下,综合估算,11月MEG或继续去库15万吨。

图 8: MEG 港口发货情况



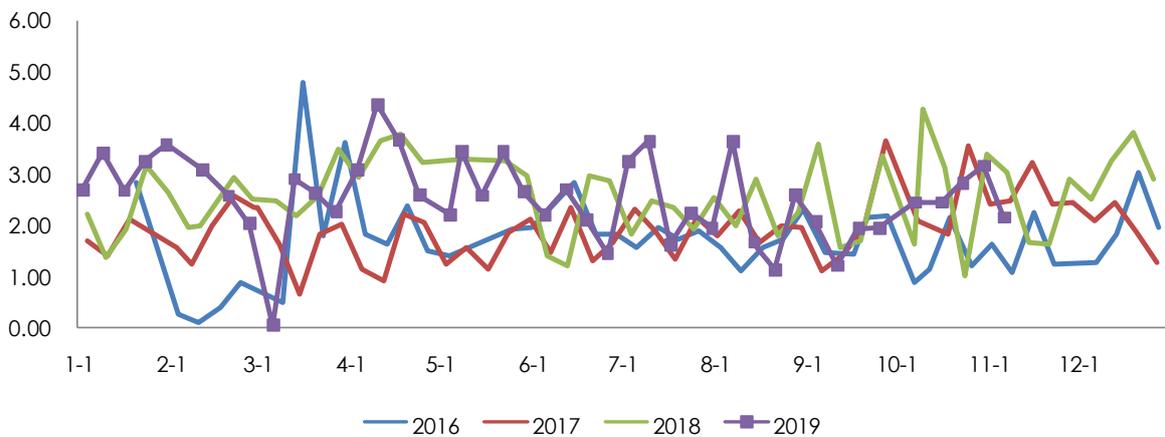
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 9: MEG 港口库存



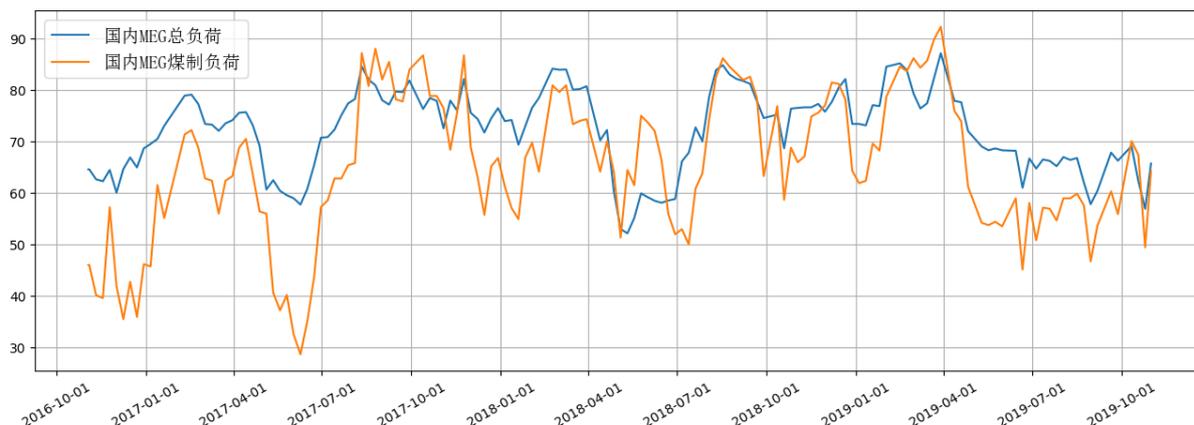
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 10: MEG 日均到港预报



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 11: 国内乙二醇整体负荷和煤制乙二醇负荷



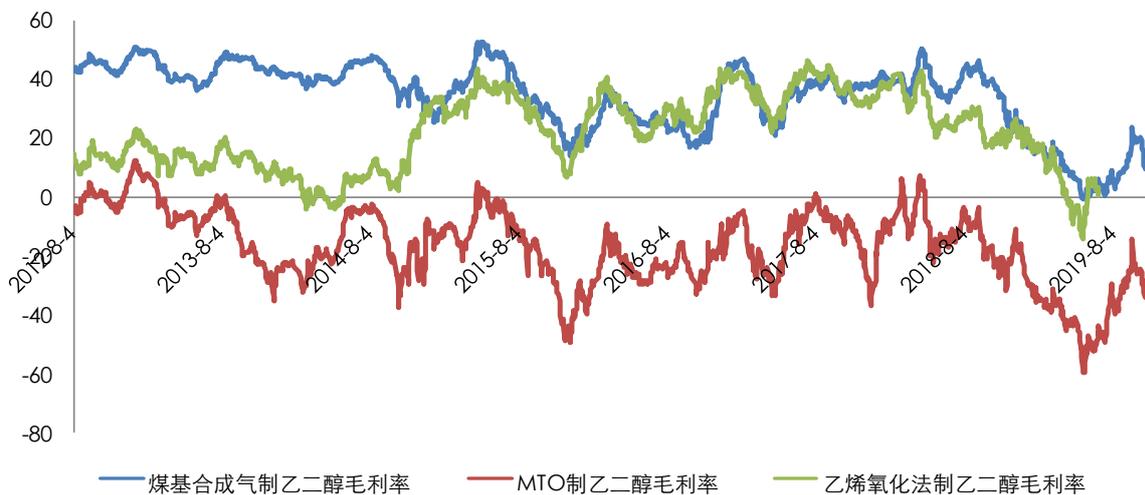
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

2.2 加工毛利

10 月, MEG 各路线现金流先走高后低, 基本随单边变动而变, 虽有反弹, 但整体毛利仍低。EO/EG 比值仍处于 1 以上。

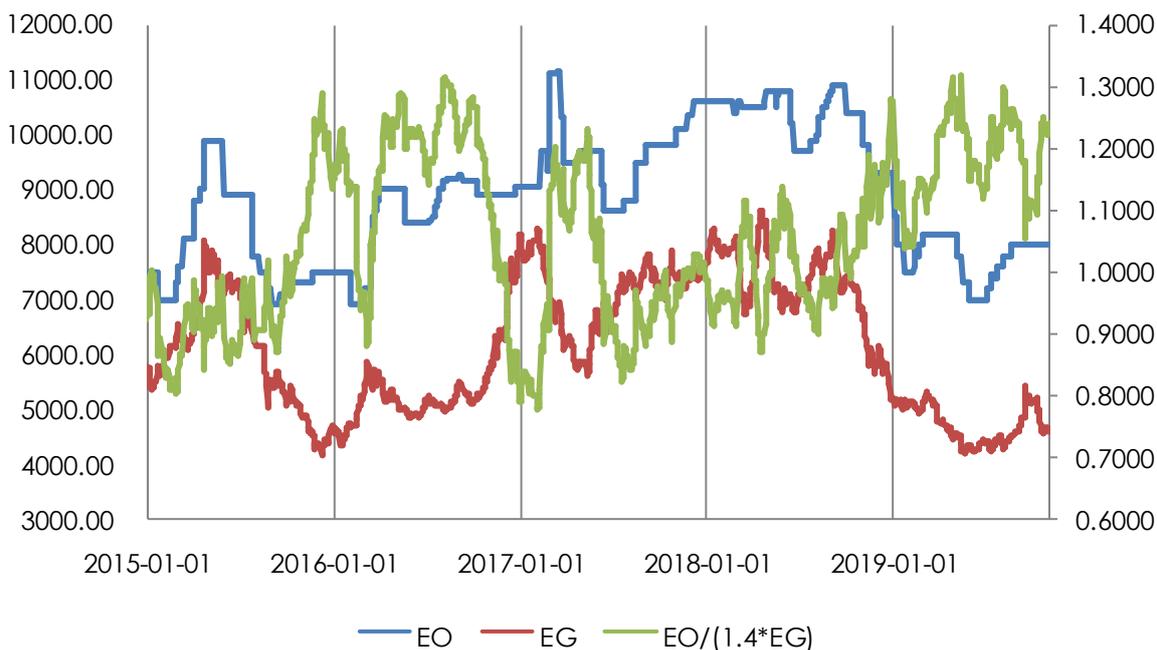
11 月, 尽管 MEG 库存继续去化, 但目前毛利更多反应恒力、浙石化的新装置投产预期和聚酯负荷下滑预期, 目前预期暂未证伪, 毛利反弹因素暂无, 若新装置投产进度偏慢, 或需求预期面有所变化, 则毛利有望反弹。

图 12: 乙二醇各路线毛利



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: EO 和 EG 比价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

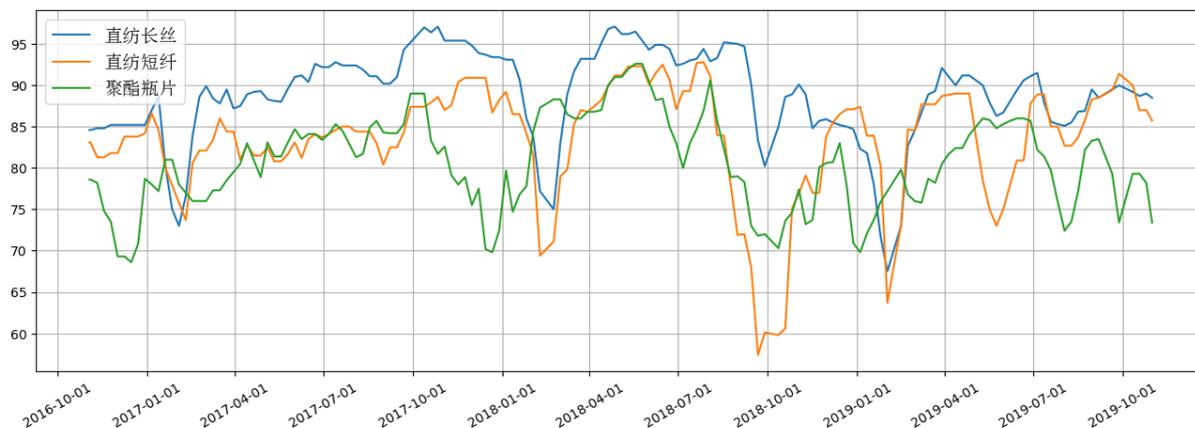
3. 聚酯

3.1 供需库存

10月, 国内聚酯产能小幅增长, 主要增桐昆30万吨长丝。产量在440万吨上下, 同比因基数问题(去年高价TA促聚酯降负)增18%, 环比增2%。月均负荷在89%, 基本属于高负荷运行, 负荷季节性旺季特点。

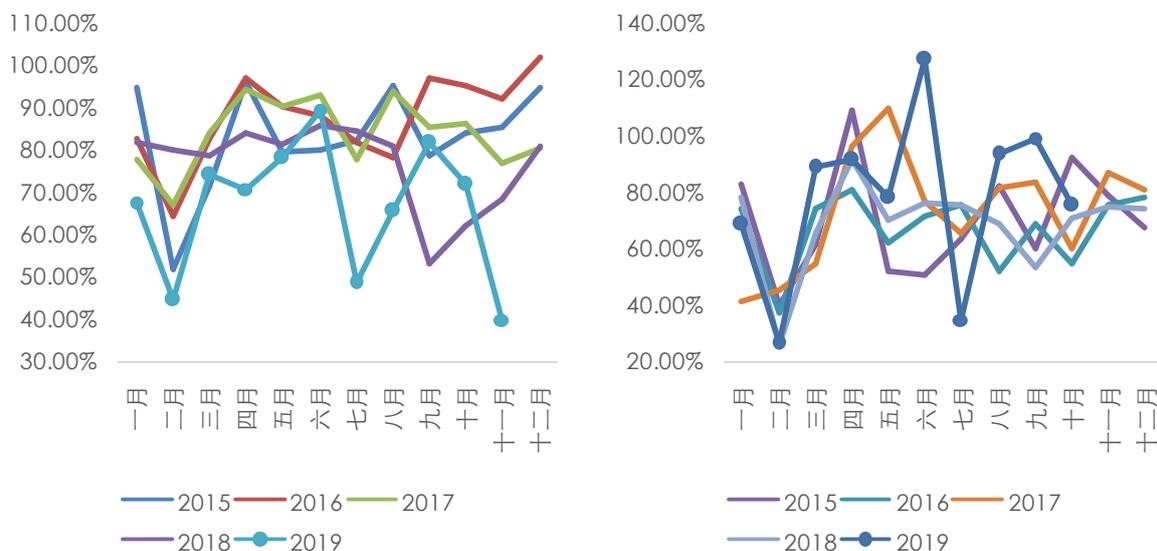
产销方面, 10月长丝及短纤产销同比尚可, 但环比走弱, 均无法做平。因此, 长丝和短纤库存均有所增加, 库存天数分别增1-3天不等, 同比去年低6-8天不等, 属于历史中位水平。

图 14: 长丝、涤短、瓶片负荷



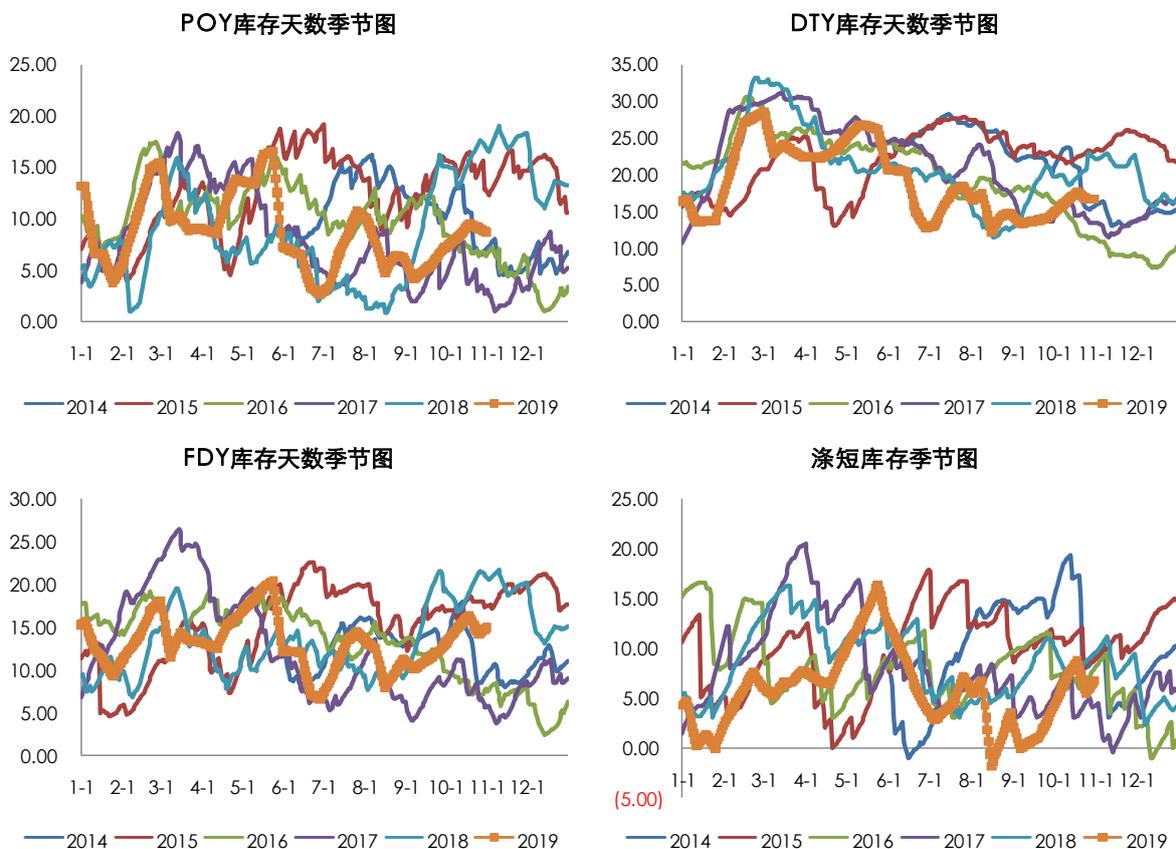
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 15: 涤丝 (左) 和涤短 (右) 月均产销



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: 长丝及短纤库存天数



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

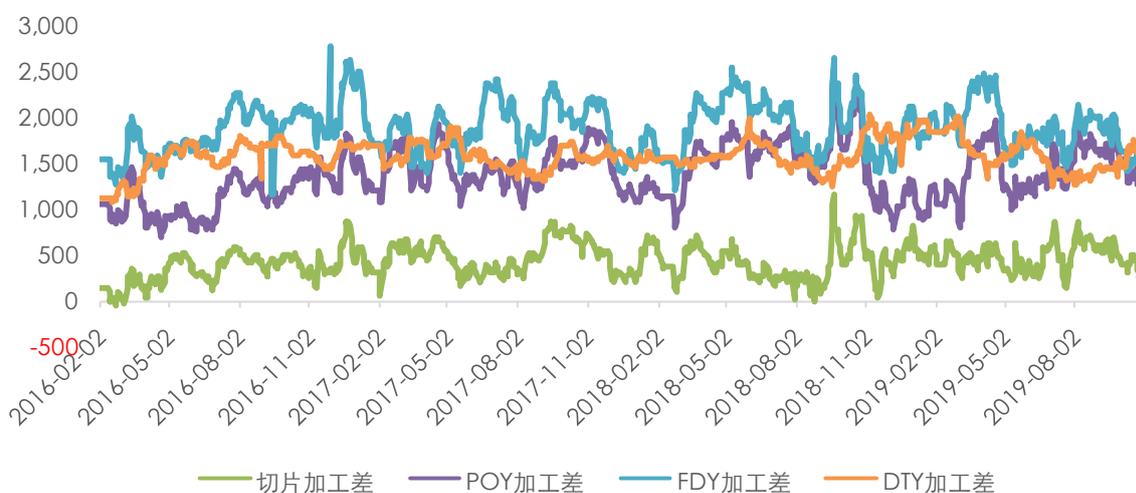
3.2 加工毛利

10月，各聚酯产品纸面现金流表现不一，后纺、瓶片现金流表现尚可，呈稳步走升，但切片、POY、FDY、短纤呈震荡走弱。

典型品种表现上，半光切片日均现金流113元/吨，环比减180元/吨；POY日均180元/吨，环比减230元/吨；FDY日均-28元/吨，环比减350元/吨；DTY日均377元/吨，环比增150元/吨；涤短日均138元/吨，环比减40元/吨；瓶片日均153元/吨，环比增20元/吨。

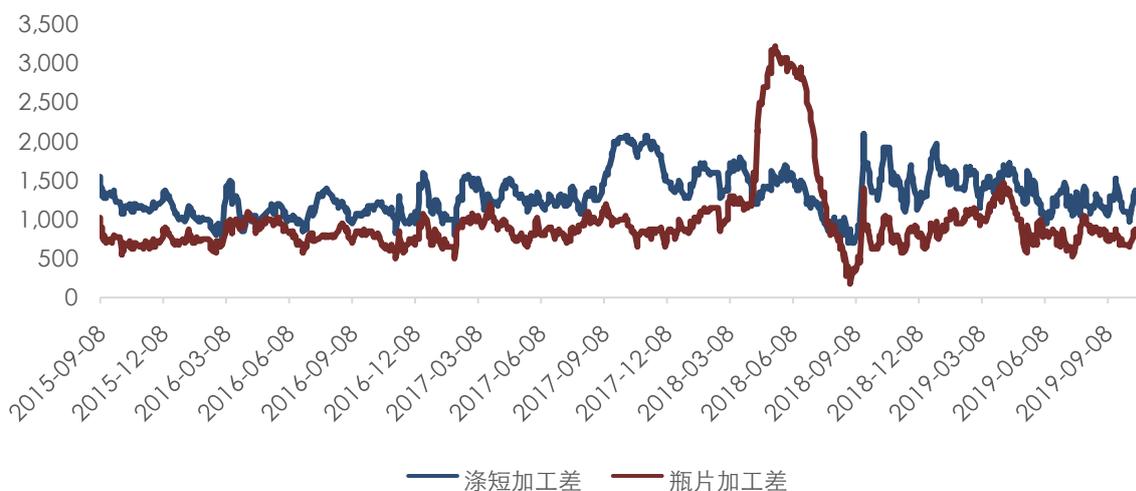
11月来看，目前终端订单数量一般，坯布盈利尚可，备货情绪偏弱，若无外部利好刺激备货情绪，则备货力度难有上抬，目前聚酯工厂以控制库存的降价促销为主，因此长丝及短纤价格在库存下降前难有反弹，或继续持稳偏弱运行。

图 17: 切片、POY、FDY、DTY 加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18: 瓶片、涤短加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

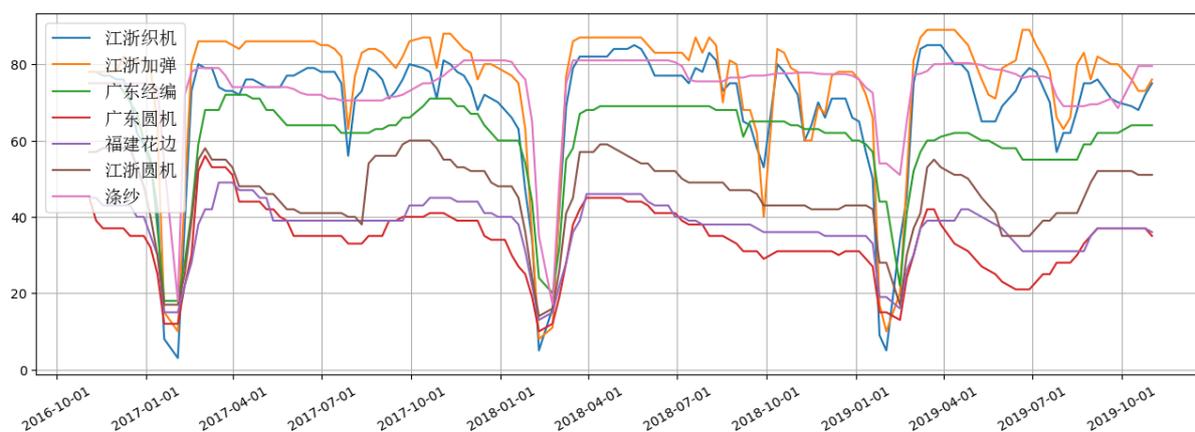
3.3 终端纺织的宏观数据

10月，终端主要的江浙织机、华南织机、江浙加弹负荷均小幅波动，绝对值上维持在高位。截止10月末，江浙织机、江浙加弹、华南织机在72%、73%、41%，广东经编、广东圆机、福建花边、江浙圆机、涤纱在64%、37%、37%、51%、79%，同比偏低。

轻纺城成交数据看，10月日均成交总量942万米上下，环比低347万米，同比低20万米左右。化纤布日均在675万米左右，环比低229万米，同比低20万米。

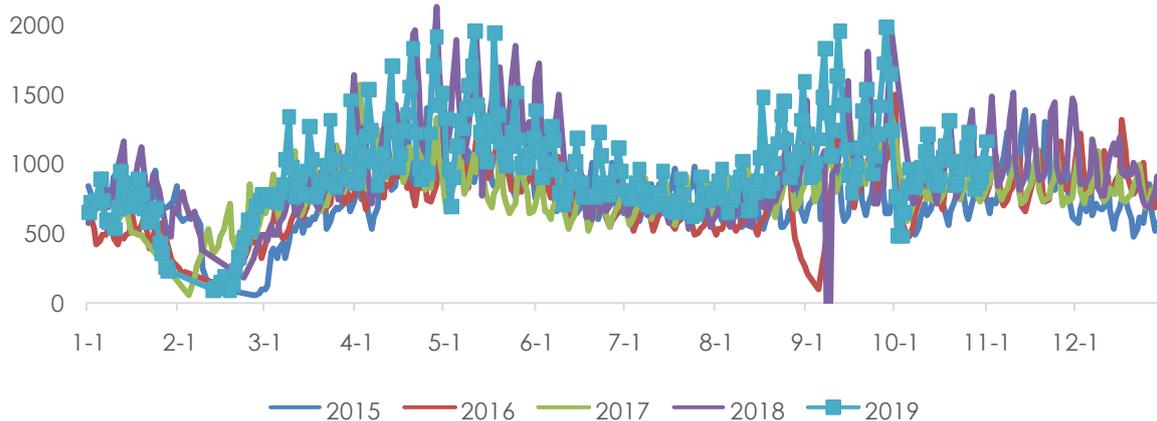
盛泽地区坯布库存环比略有下降，但同比仍偏高，月末在37.5天，去年同期在31.5天。

图 19：终端负荷



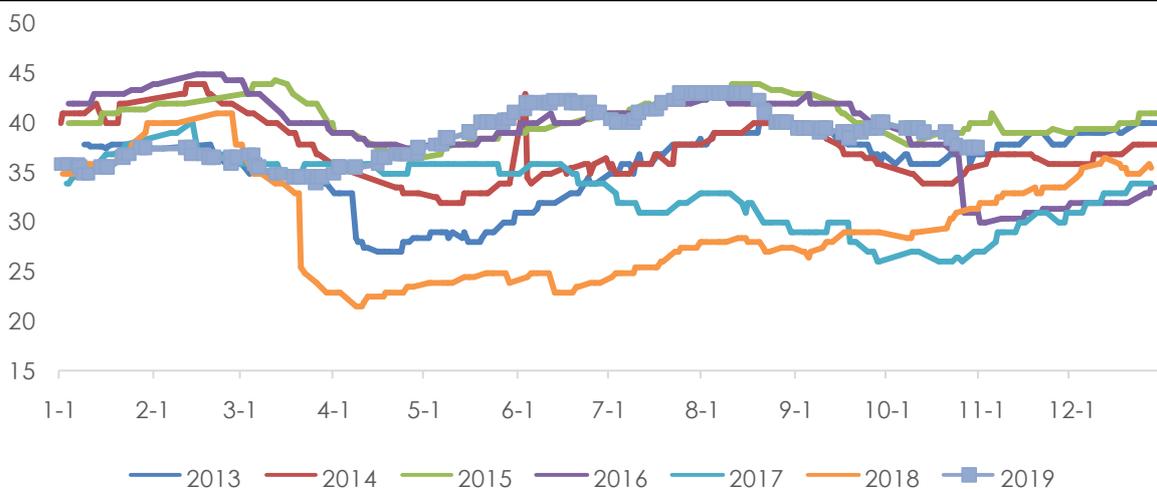
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 20：轻纺城成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

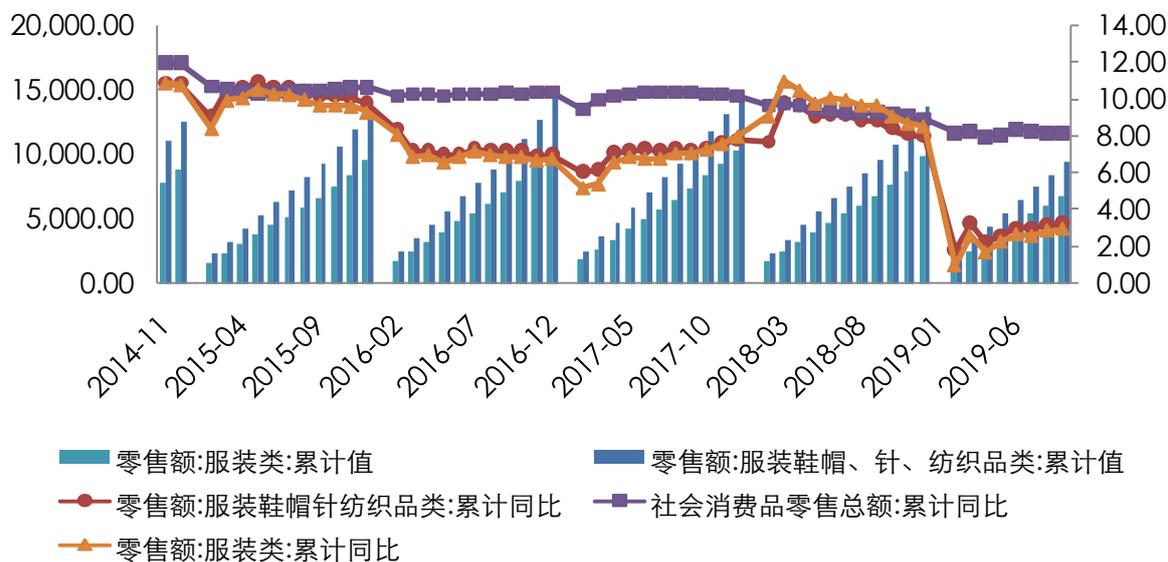
图 21：盛泽地区坯布库存天数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

内需方面，据统计局公布数据显示，2019年1-9月，限额以上服装类商品零售总额累计值在6828.4亿元，累计同比在3%，环比有所改善，去年同期在9.7%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在9479.4亿元，累计同比在3.3%，环比有所改善，去年同期在8.9%。

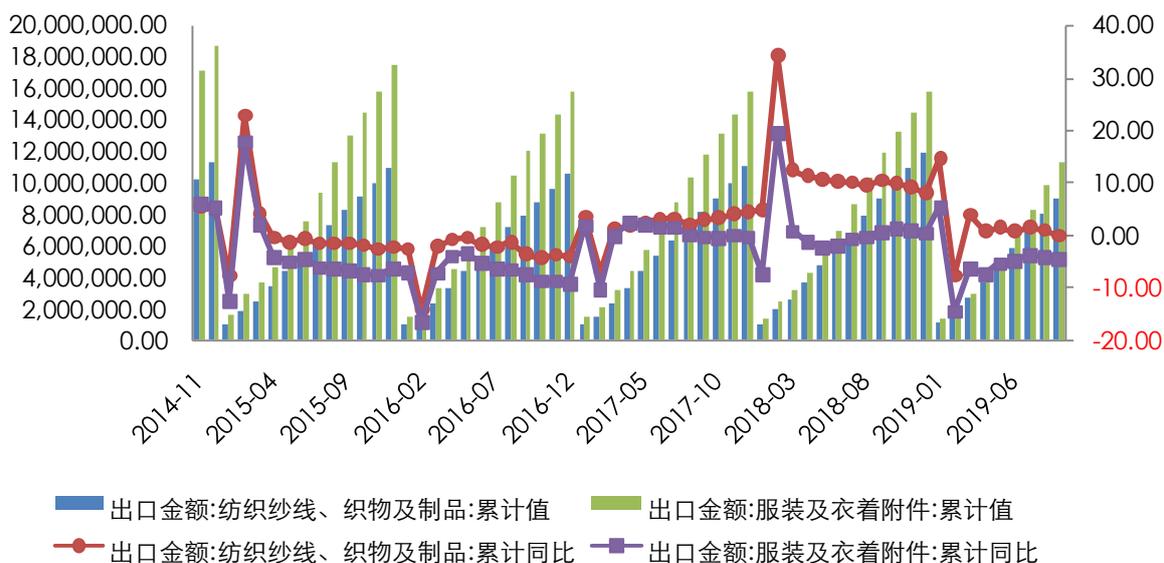
图 22：国内纺服消费



数据来源：Wind，兴证期货研发部

出口方面，据海关总署公布数据显示，按美元计，2019年1-9月我国累计出口纺织纱线、织物及制品8915845万美元，累计同比-0.1%，环比走低，去年同期在10.5%。累计出口服装及衣着附件11279471万美元，累计同比在-4.7%，环比走弱，去年同期在0.6%。

图 23: 纺织服装出口



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.操作建议

“双十一”、“双十二”、“圣诞节”等订单对今年终端销售提振有限，坯布库存去化情况不佳，11月的终端订单和原料采购放量或仍需指望外部变化，但全球贸易环境不佳、各国经济均显下滑苗头，11月需求暂无向好预期，11月面临聚酯及终端负荷走弱可能。TA检修高峰已过，新凤鸣新装置顺利出料，11月或以供需宽平衡为主；MEG预计仍以去库为主，但力度因进口增加及需求走低而继续减小。

当下TA及EG价格均偏低，PTA毛利及PX毛利、MEG各路线毛利均在现金流成本上方波动，做空的盈利空间有限，但驱动向上反弹的因素暂无，暂预计随整体工业品波动而波动，建议均以观望为主。关注宏观经济预期变动、聚酯及终端负荷下滑情况、新装置出料情况。

利多逐步消化，油脂偏强震荡

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

10月豆油维持震荡走高行情；经过一个半月的调整，油脂在利好刺激下再度大幅走高。国内方面，油厂开工率同比低于去年水平，但受压榨利润走高影响，压榨量持续走高开始对豆油价格不利。豆油期货、现货价格大幅走高后，进口豆油已经出现利润。美国国内大豆压榨数据一般，中美贸易出现转机，后期进口美豆增加。美国大豆种植面积大幅萎缩，优良率偏低，单产水平小幅下调，预期产量大幅下调，对豆类油脂价格利多。棕榈油产量维持高位，但由于印尼和马来大幅提高生柴掺混比率，未来需求将大增，为油脂上涨提供动力。国内进口棕榈油出现利润，进口数量维持高位，打压市场价格。11月马来棕榈油的产量将逐步减少供求过剩矛盾将逐步改善，而年末需求仍旧偏多，棕榈油价格将会受到支撑。预期未来供求转好对豆油和棕榈油利多。

● 后市展望及策略建议

进入11月以后，中美贸易不确定将继续对国内豆类油脂价格构成支撑。美国大豆的减产将逐步兑现，外盘大豆将震荡偏强，成本支撑明显。国内豆油的年末需求维持高位，豆油期货震荡偏强概率较大。东南亚棕榈油进入到减产周期，生物柴油掺混比率提高仍需时间兑现，短期价格涨幅过大，面临回调压力。综合来看，油脂需求向好，但短期利好逐步兑现，价格将偏强震荡为主。

1. 油脂基本面

1.1 豆油

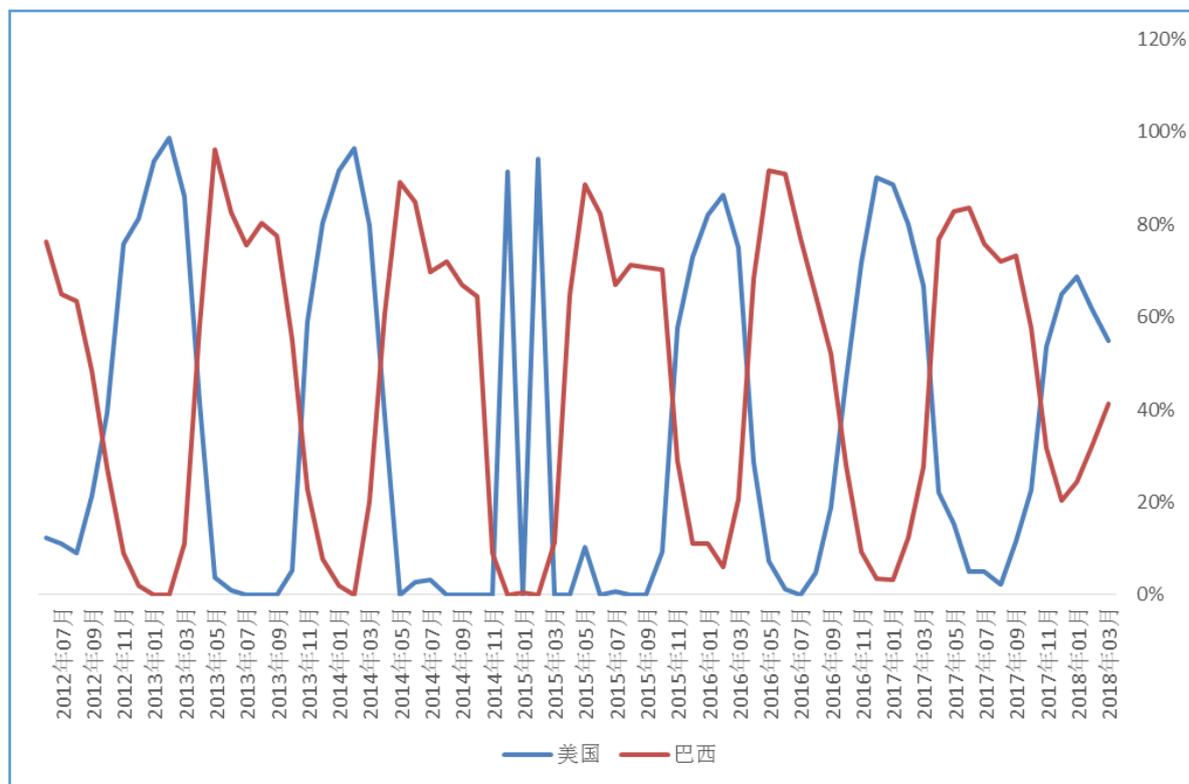
1.1.1 美国大豆单产下降对大豆利好

美国农业部 10 月报告显示，美新豆播种面积 7650 万英亩（上月 7670、上年 8920），收割面积 7560 万英亩（预期 7573.9、上月 7590、上年 8760），单产 46.9 蒲（预期 47.3、上月 47.9、上年 50.6），产量 35.50 亿蒲（预期 35.83、上月 36.33、上年 44.28），出口 17.75 亿蒲（上月 17.75，上年 17.48），压榨 21.2 亿蒲（上月 21.15、上年 20.92），期末库存 4.60 亿蒲（预期 5.21，上月 6.40，上年 9.13）。美新豆单产及收割面积双双调低导致产量预估低于此前市场预期，加上 USDA 同时调高美新豆压榨量，这令其期末库存预估亦低于此前市场预期，本次报告利多大豆市场。目前，部分机构调研显示，美豆的单产和总产水平比去年同期大幅下降，未来美豆的价格将震荡偏强。

1.1.2 中美贸易冲突缓解，对国内大豆价格利空

2018 年 4 月以来，中美贸易战开始发酵。直到 7 月 6 日，中美贸易战进入实质阶段，美国大豆进口到中国需要缴纳 28% 的关税，大大提高了美国大豆进口的成本。

图 1：美国和巴西大豆进口比重



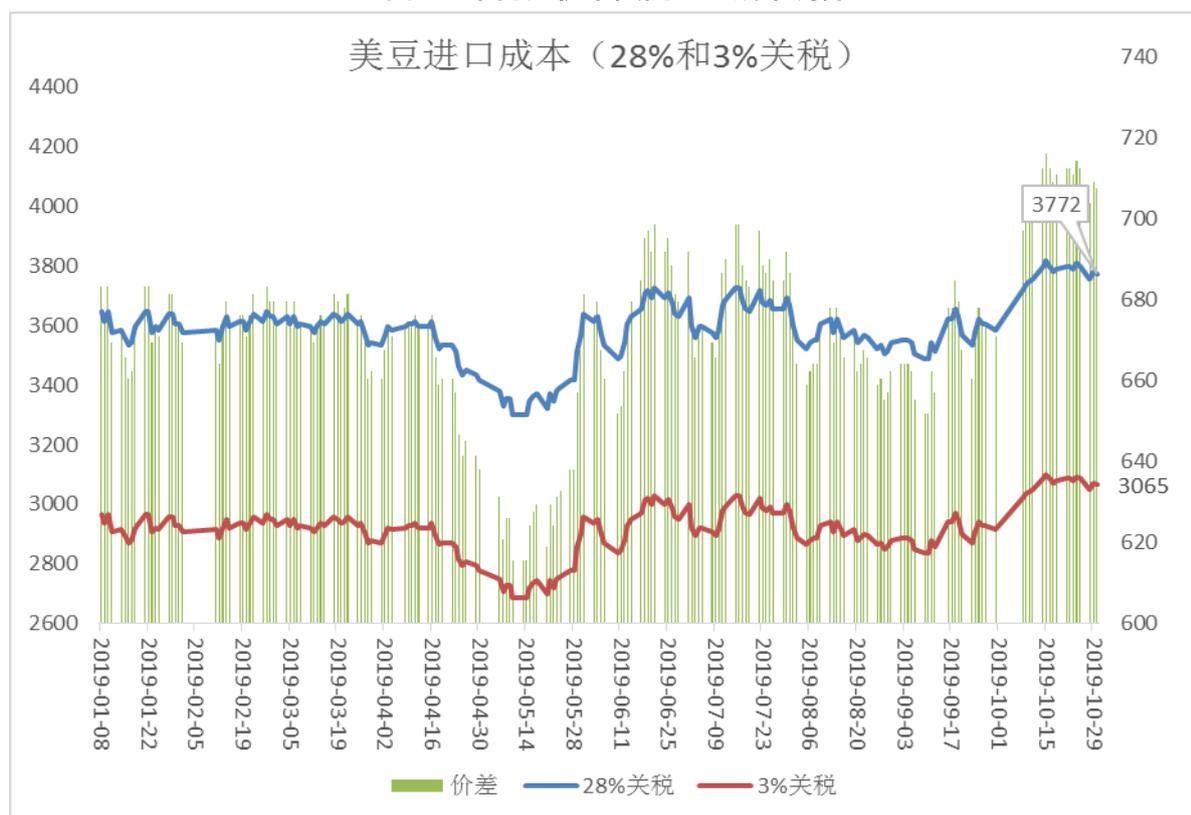
数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

如图所示，为美国大豆和巴西大豆进口到中国的数量占比情况。从周期性的角度，美国大豆出口到中国的周期为10月到来年的3月。2018年12月2日，中美贸易争端取得进展，美国将暂缓对中国商品新增关税，中国将从美国进口大量的大豆。12月13日，美国农业部报道中国进口了113万吨美国大豆。随着谈判的进行，中国已经签订了近千万吨的美国大豆采购合同。但2019年5月1日，中美贸易谈判急转直下，美国提高中国部分商品的进口关税。7月23日，中美谈判重启；8月1日，中美贸易谈判恶化。9月中美政府释放善意，预期10月的谈判有所进展，中国政府加快美豆的购买，并且针对大型油厂开放了一定数量的美豆免加征关税进口配额，对美国大豆利多。

如图2所示，若按照28%的进口税率，中国进口美国大豆的成本达到3772元/吨，远高于目前南美进口大豆的3375元/吨的成本。如果进口美国大豆，油厂压榨亏损严重，企业没有动力进口。如果只进口南美的大豆，巴西和阿根廷的大豆出口供应可能不能满足我国国内对大豆的需求，这就意味着后期随着南美大豆库存的大幅减少，大豆的价格将保持与美国大豆的价差水平，带动国内豆类油脂价格的震荡偏强。

目前中美贸易争端缓解，中国放开1000万吨美豆免加征关税的进口配额，进口成本较低，对国内市场利空。但中美贸易争端的大势仍存在不确定性。

图2：不同关税下美国大豆成本测算



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.3 大豆进口维持高位对价格有压力

图 3：11 月大豆进口预估（万吨）

2019年11月	进口量	船数
东北地区	72.45	11
华北地区	125.4	19
山东地区	149.1	23
华东地区	243.8	38
福建地区	35.8	5.5
广东地区	93.2	14.5
广西地区	91.1	14
全国总计	810.85	125

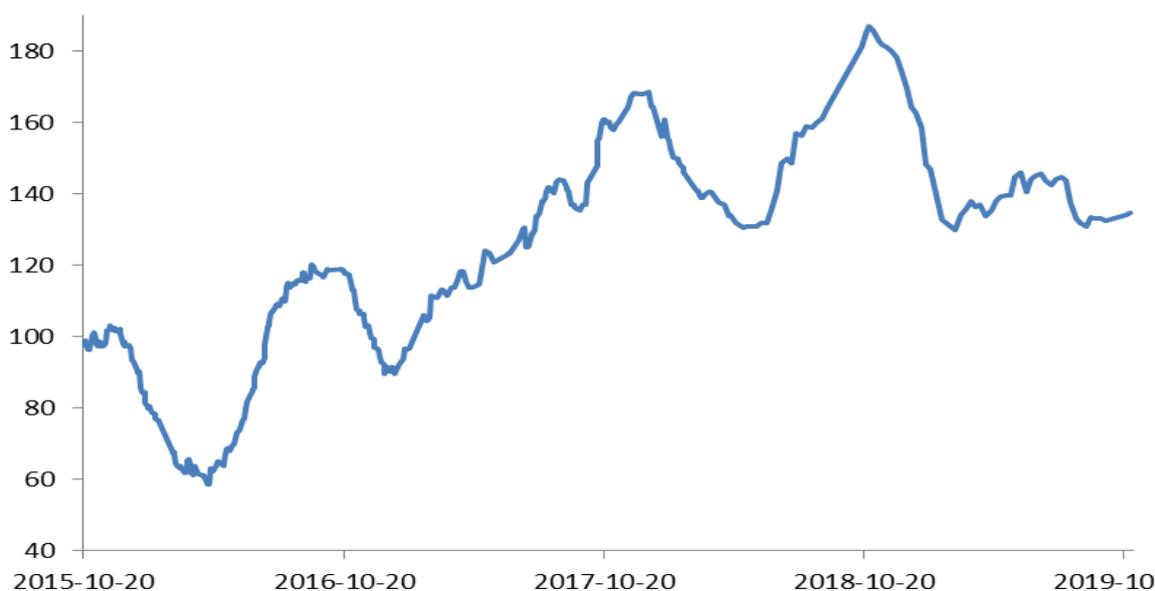
数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

国内方面，受养殖需求不佳影响，国内油厂开工率持续低于去年同期水平。进口大豆受中美贸易争端影响出现一定下降，但港口大豆库存维持偏高水平；豆油的需求好转，库存下降至131.4万吨，供求局面好转。

图 3 为国内 11 月大豆进口预报。由预报看，我国 11 月大豆进口数量维持高位，前期进口订单逐步到港增加了国内进口大豆数量。

1.1.4 豆油库存震荡

图 4：豆油商业库存（万吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

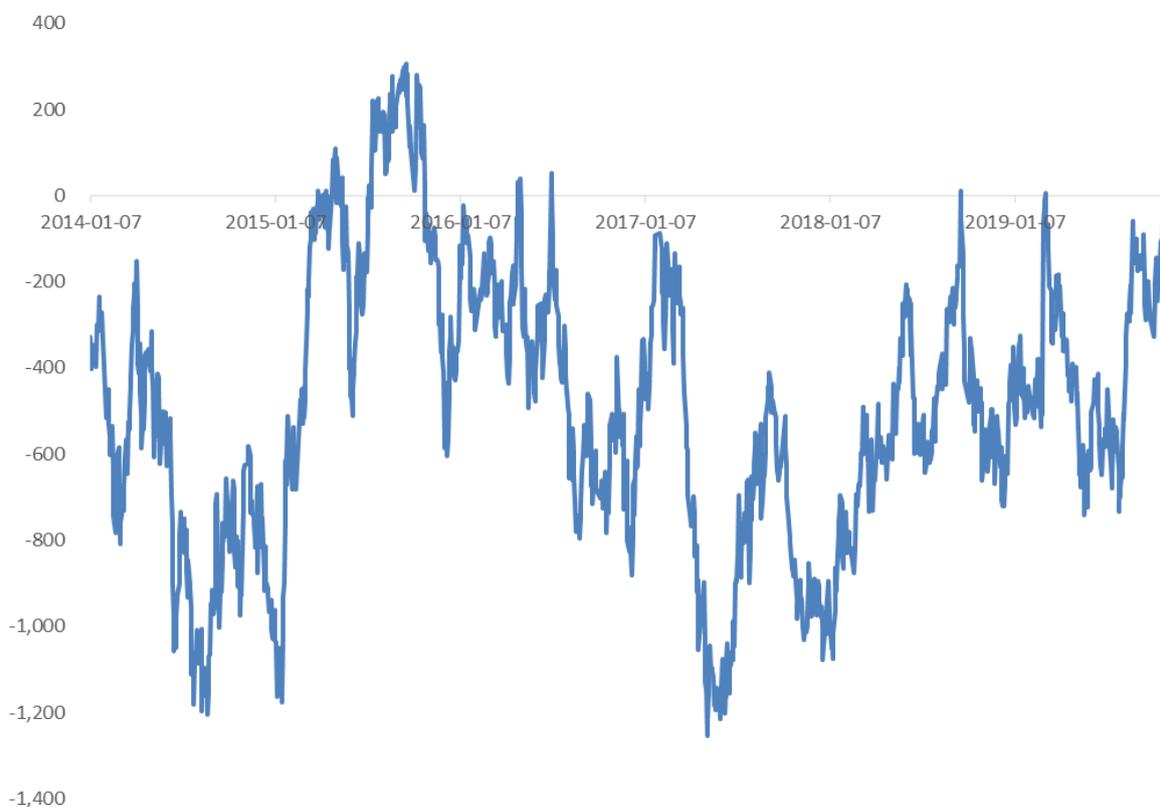
如图 4 所示，国内豆油的商业库存从 2018 年 10 月末以来持续走低。由于下游养殖需求较差，油厂开机率低于往年正常水平，豆油库存维持在 131.4 万吨的水平，比最高时的 185 万吨下降 53 万吨，后期还将继续下降。

1.1.5 国内豆油价格走强，进口盈利打开

从进出口情况看，每吨豆油的进口盈利 50 元；近期，国内和外盘豆油的价差大幅扩大，进口进入盈利。

从国际情况看，未来阿根廷豆油可能会装船发往中国，根据中国和阿根廷政府的协议，2019 年可能进口 30 万吨的阿根廷豆油，后期随着豆油的到港，豆油的价格将会受到一定的打压。国内豆油价格大幅上涨，内外盘套利可能继续进入对国内价格偏空。

图 5：豆油进口利润(元/吨)

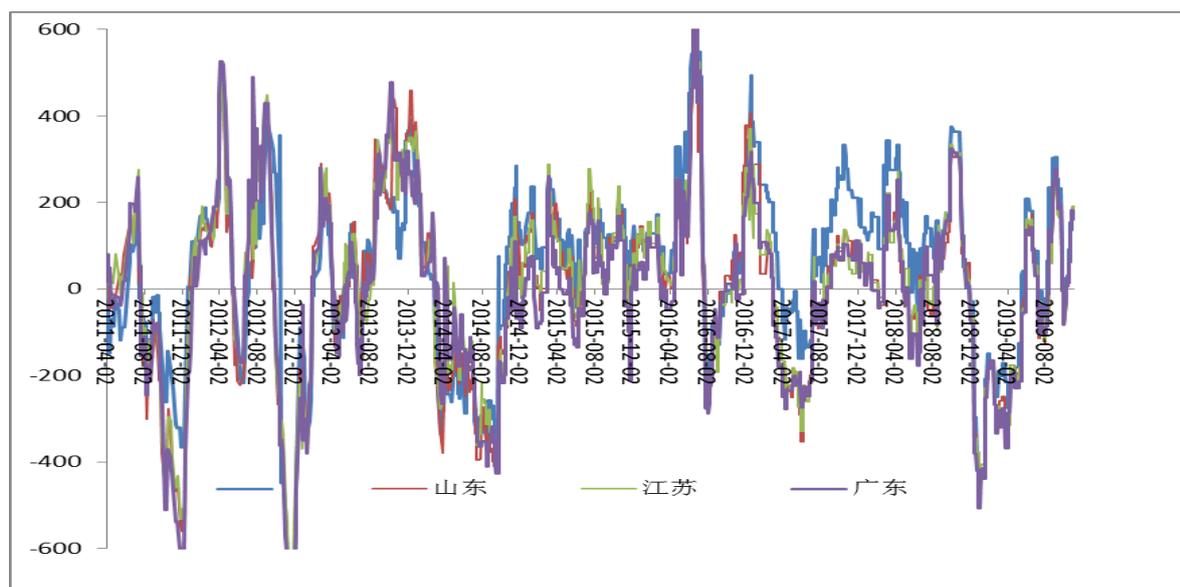


数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.1.6 压榨利润大幅走高

从整个进口大豆的压榨产业链来看，进口南美大豆成本基本持平，豆粕、豆油现货价格偏强使得国内大豆压榨出现较高利润，开工率短期走高。

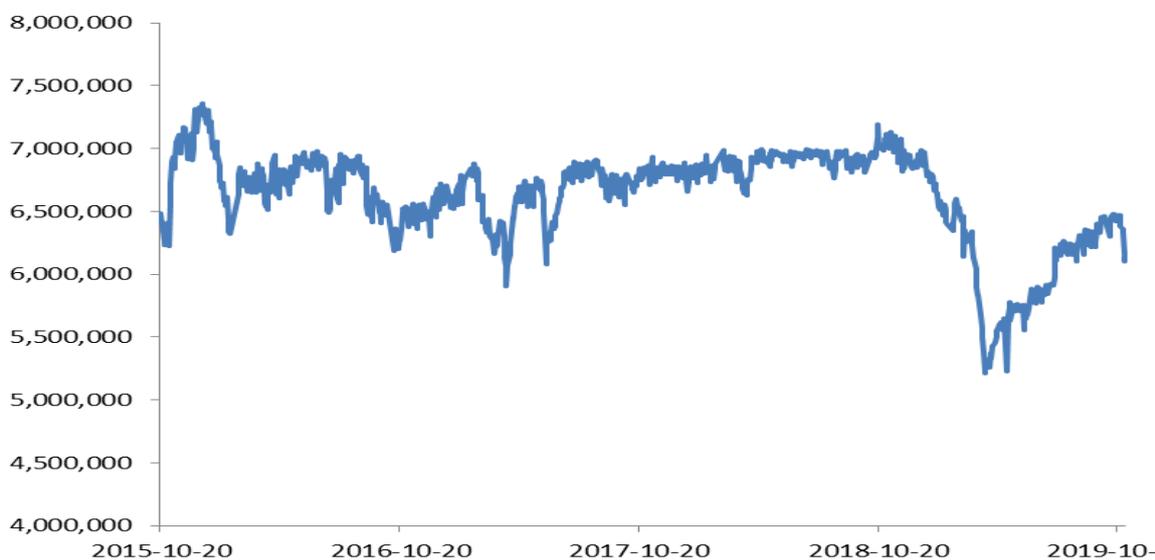
图 6：进口大豆压榨利润



数据来源：兴证期货研发部、Wind

下游消费情况看，目前豆粕需求较差。由于非洲猪瘟的影响较大，生猪存栏大幅萎缩，后期对豆粕的需求减少。从大豆供给的角度来看，9月进口大豆量同比增加。目前，进口大豆库存为 610 万吨，出现大幅下降，由于 10 月进口增加，预期库存将增加。

图 7：大豆结转库存（吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，11 月中美贸易谈判将持续，市场对结果预期乐观。未来中国可能进口美国大豆，对国内豆类油脂价格利空。美国方面，由于产量大幅下降逐步影响市场，外盘价格震荡偏强可能给价格带来上涨动力。国内油厂开机率较正常水平偏低，豆油的供应持续低位，后期随着消

费旺季的持续，豆油可能仍旧去库存，这将带动豆油价格震荡偏强。

1.2 棕榈油基本面

1.2.1 产量增加、库存增加

每年的10月到3月棕榈油进入到减产周期，这决定了棕榈油的供应将会出现减少的趋势。供应的增加一般会导致供求关系转向偏紧的局面，由于全球气候可能转入中性天气，长期来看棕榈油的月度产量数据未来存在减少的可能，对价格利多。需求方面，随着能源政策的实施，棕榈油的生物柴油需求增幅将增加。从马来西亚公布的产量数据来看，2019年9月，马来西亚棕榈油产量同比出现小幅下降，出口大幅减少，期末库存大幅增加，对棕榈油价格利空。从10月的预期来看，马来西亚棕榈油的产量同比可能增加、出口需求可能维持弱势，棕榈油的库存维持高位，整体对价格有一定利空。

需求方面，随着印度对棕榈油进口关税的上调，市场对棕榈油的需求出现了一定程度的增加。出口数据方面，9月棕榈油出口量出现环比大幅减少；综合马来西亚和印度尼西亚供求，棕榈油供求数据维持中性偏空。

图 8：马来西亚棕榈油数据

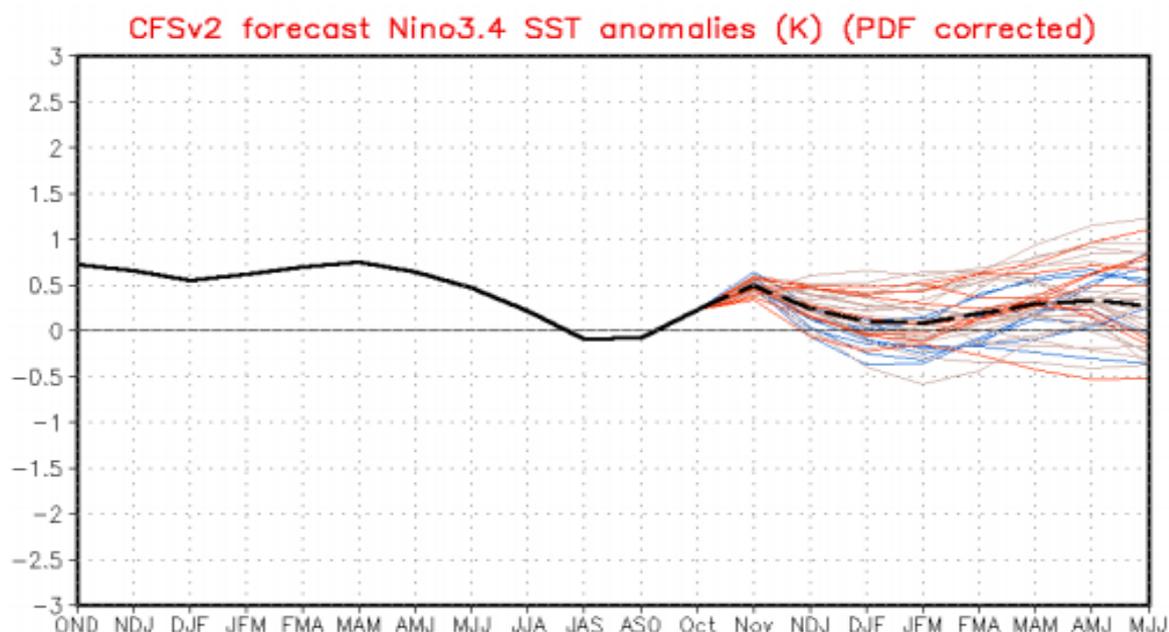
马来西亚棕榈油数据					
	产量	期末库存	出口	产量同比	库存同比
2018/09	1,853,601	2,541,152	1,618,702	4.1%	25.9%
2018/10	1,964,954	2,722,391	1,571,169	-2.2%	24.3%
2018/11	1,845,219	3,006,988	1,375,217	-5.0%	17.6%
2018/12	1,808,038	3,215,052	1,383,307	-1.4%	17.7%
2019/01	1,737,498	3,001,169	1,676,442	9.5%	17.8%
2019/02	1,544,517	3,045,493	1,321,287	15.0%	22.9%
2019/03	1,671,865	2,917,443	1,617,659	6.2%	25.6%
2019/04	1,649,278	2,729,389	1,651,249	5.8%	25.5%
2019/05	1,671,467	2,447,441	1,711,882	9.6%	12.8%
2019/06	1,518,239	2,423,615	1,382,761	13.9%	10.7%
2019/07	1,738,356	2,391,677	1,485,216	15.6%	8.0%
2019/08	1,821,548	2,251,831	1,732,888	12.3%	-9.5%
2019/09	1,842,433	2,448,272	1,409,945	-0.6%	-3.7%

数据来源：兴证期货研发部、Mpob

马来西亚棕榈油局公布9月的棕榈油供求数据。从数据看，马来西亚9月棕榈油的产量为184.2万吨，远高于8月的182.2万吨，同比减少0.6%，符合市场预期。4月开始，马来西亚棕榈油进入到增产周期，产量数据出现了较大幅度的增加。马来西亚棕榈油9月的出口数据为140.9万吨，较8月的173.3万吨大幅减少。2019年9月开始，印度上调马来西亚棕榈油进口关税，导致马来西亚棕榈油需求转差。马来西亚9月棕榈油的期末库存为245万吨，较8月的库存225万吨大幅增加，基本符合市场预期，本次报告对马来西亚棕榈油的市场价格中性偏空。

1.2.2 全球气候恢复正常，对棕榈油生产有利

图 9：天气预测模型

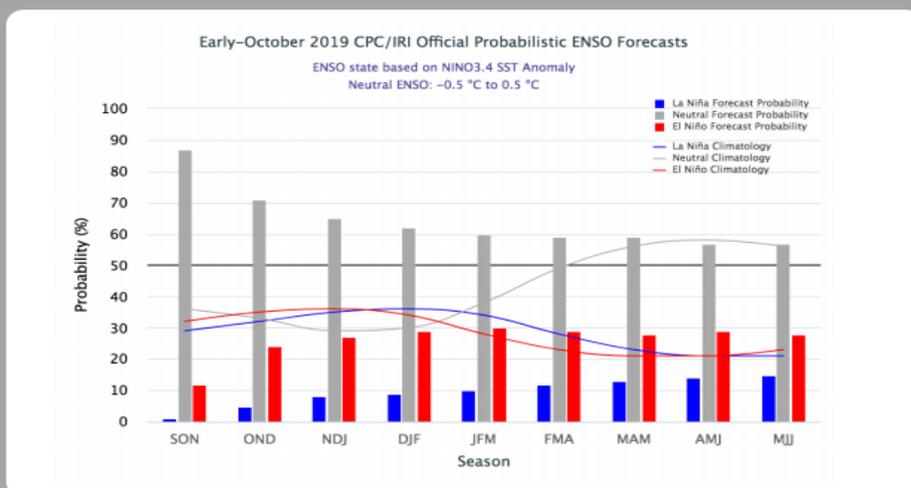


数据来源：兴证期货研发部、NOAA

棕榈油常年连续生产，受长期气候的影响较大。根据 NOAA 预测，全球已经进入到厄尔尼诺中性天气，持续到 2020 年春季后，东南亚气候恢复有利于棕榈油产量。

图 10：天气预测模型

ENSO-neutral is most likely to continue through the Northern Hemisphere spring 2020.



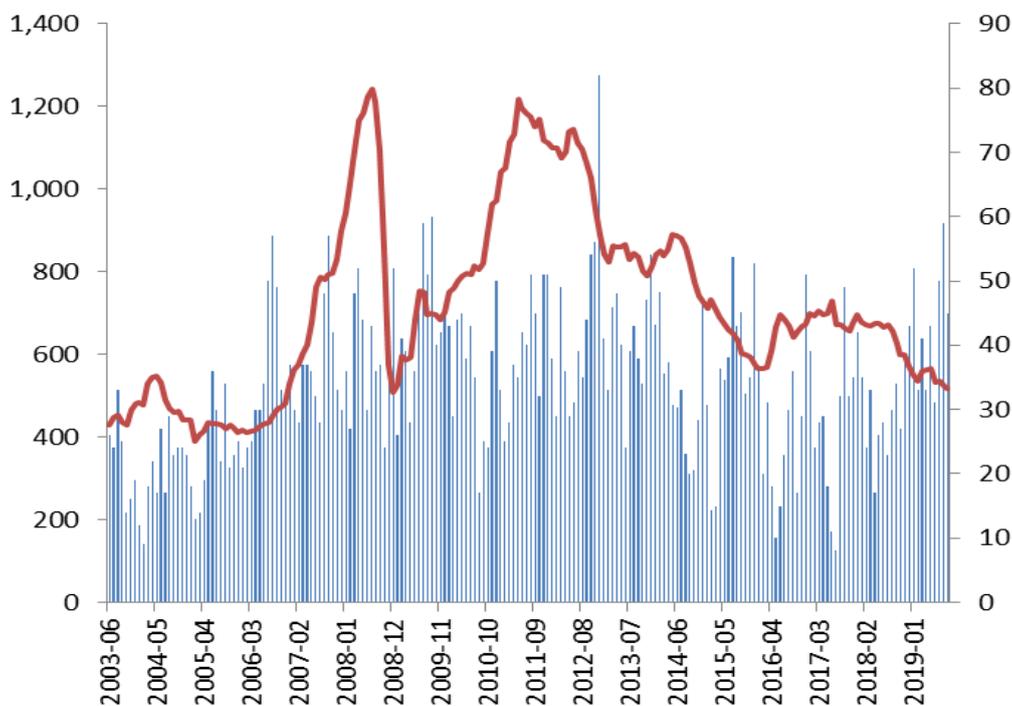
数据来源：兴证期货研发部、NOAA

根据天气预测模型，目前全球已经进入中性气候，并持续到 2020 年春季。目前，马来西亚和印度尼西亚降雨量恢复正常，后期棕榈油的产量维持高位。

1.2.3 进口数量增加，对价格利空

如下图为我国棕榈油进口月度数据。我国棕榈油进口量从 2018 年年末开始维持走高，2019 年 7 月进口 50 万吨，8 月进口 59 万吨，9 月进口 45 万吨，进口量月度同比增加 11 万吨。

图 11：棕榈油进口量及单价



数据来源：兴证期货研发部、Wind

棕榈油现货 5240 元/吨，进口成本为 5241 元/吨，进口亏损 1 元/吨，进入进口盈利区。

图 12：马来西亚棕榈油进口成本（元/吨）

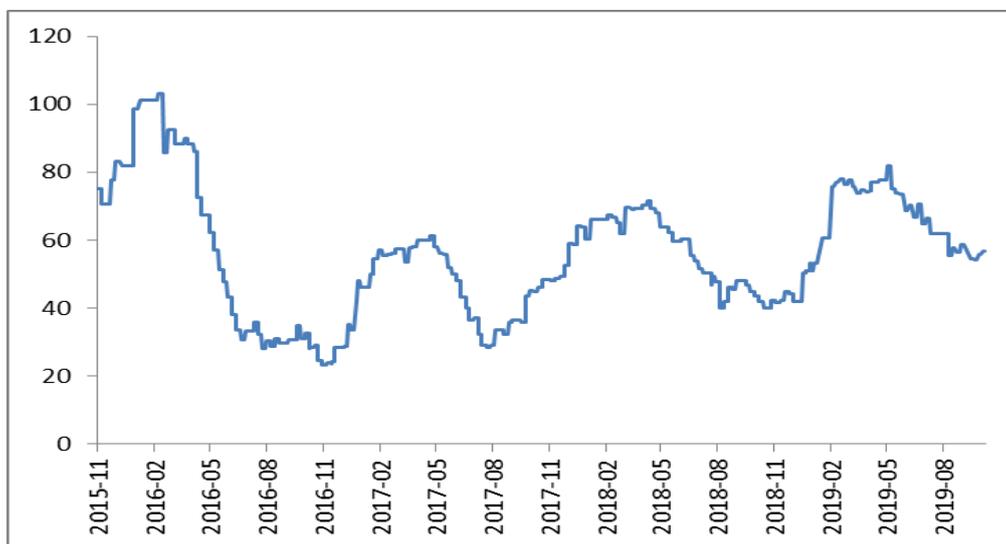
品名	月份	FOB (美元/吨)	涨跌	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	完税价	港口
24度棕榈油	11月	590	-02.50	28	618	5241	(华南)
		590	-02.50	36	626	5308	(华东)
		590	-02.50	40	630	5342	(华北)
	12月	602.5	00.00	28	630.5	5346	(华南)
		602.5	00.00	36	638.5	5413	(华东)
		602.5	00.00	40	642.5	5446	(华北)
	1/2/3月	620	-02.50	28	648	5492	(华南)
		620	-02.50	36	656	5559	(华东)
		620	-02.50	40	660	5592	(华北)
4/5/6月	627.5	-02.50	28	655.5	5554	(华南)	
	627.5	-02.50	36	663.5	5621	(华东)	
	627.5	-02.50	40	667.5	5655	(华北)	

数据来源：兴证期货研发部、天下粮仓

1.2.4 库存震荡走低，进口维持偏高

目前，国内棕榈油的商业库存 56.8 万吨，近期高位震荡走低，主要是因为棕榈油需求量大幅增加且超过供给。

图 13：棕榈油库存走势



数据来源：兴证期货研发部、Wind

1.2.5 豆棕价差大幅收窄

豆油和棕榈油的价差大幅收窄，主要因为受棕榈油利好刺激上涨较快，二者价差迅速缩小。后期豆油和棕榈油价格将继续走高。

图 14：豆油棕榈油价差（美元/吨）



数据来源：兴证期货研发部、Wind

综合来看，东南亚地区棕榈油产量同比增加，但进入到减产周期对价格利多；预期棕榈油用于生物柴油的需求大幅增加，利多棕榈油价格。国内方面，棕榈进口数量大幅增加，对棕榈油价格利空。11月以后，国内消费需求增加，棕榈油价格震荡偏强，建议投资者偏多交易。

2.技术分析及操作策略

2.1 豆油

由日线图看，10月豆油价格震荡走高。受到中美贸易及生物柴油需求增加影响，豆油需求增加，短期利好逐步释放，但下半年的消费旺季仍旧支持豆油价格震荡偏强。

图 15：豆油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

2.2 棕榈油

由棕榈油的技术图形看，10月棕榈油价格大幅走高。由于生物柴油需求预期的炒作，棕榈油表现亮眼，但仍需要时间来兑现。棕榈油进入减产周期且下半年的旺季消费来临将利好棕榈油价格，建议投资者偏多交易。

图 16：棕榈油技术分析（日 K 线）



数据来源：兴证期货研发部、文华财经

向上突破，短多长空

2019年11月4日 星期一

兴证期货·研究发展部

农产品研究团队

李国强

从业资格号：F0292230

投资咨询号：Z0012887

黄维

从业资格号：F3015232

投资咨询号：Z0013331

联系人：黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

盘面大幅增仓上涨。此轮反弹的主要原因是陈糖库存较少，另外榨季初期糖厂可能会惜售，因此现货价格较为坚挺，基差较高带动盘面上行。目前01合约接近5700，基差回到合理水平，短期看01合约上方空间不大。后期逻辑可能由修复基差转换到炒作减产，关注05,09合约短期做多的机会，上方压力位5680附近。中长期看，关税和抛储还有利空需要释放，另外广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，中长期关注逢高沽空的机会。

1.行情回顾

10月郑糖震荡上涨，向上突破；美糖弱势震荡。

图 1：郑糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

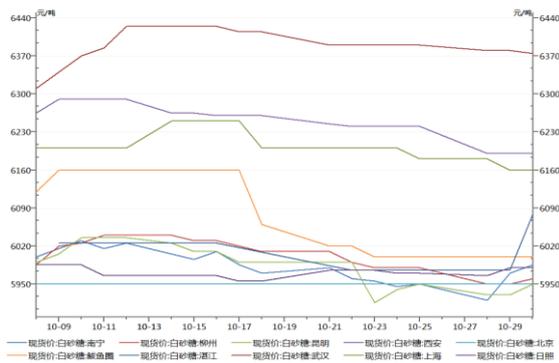
2.国内基本面分析

2.1 10月现货价格高位震荡

10月现货价格维持高位。产区方面，南宁现货价格维持在5980元/吨左右，昆明报价5950元/吨附近，日照报价5980元/吨；销区方面，西安报价6200元/吨，武汉报价6375元/吨，上海报价6160元/吨。

从盘面看，郑糖震荡上涨，01合约向上突破5600。基差方面，前期基差上升至较高位置，随着盘面快速反弹，基差有所回落。价差方面，1-5价差走高，5-9价差接近平水。

图3：国内产销区食糖现货价

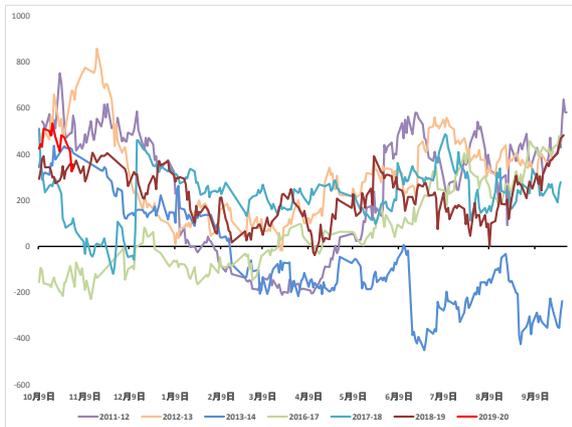


数据来源：Wind，兴证期货研发部

图4：郑糖主连合约日线



图5：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图6：郑糖1-5价差



2.2 库存同比减少

截止到9月底，18/19榨季广西累计销售食糖601.3万吨，同比增加44.9万吨，产销率94.09%，同比提高1.75个百分点；工业库存32.7万吨，同比减少13.4万吨（29.06%）。其中9月份单月销售食糖57.5万吨，同比减少10.5万吨。18/19榨季截至到9月底，云南累计销售食糖189.44万吨，同比增加9.24万吨；工业库存18.57万吨，同比减少8.09万吨；产销率91.07%，同比提

升 3.96%。截至到 9 月底,全国累计销售食糖 1040.63 万吨,同比增加 5.55%,全国工业库存 35.41 万吨,同比减少 21.59%,产销率 96.71%,同比提高 1.09 个百分点。

图 7: 广西食糖销量 (万吨)

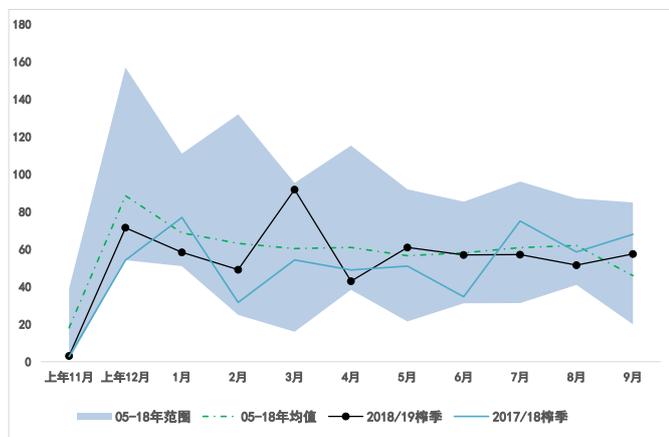
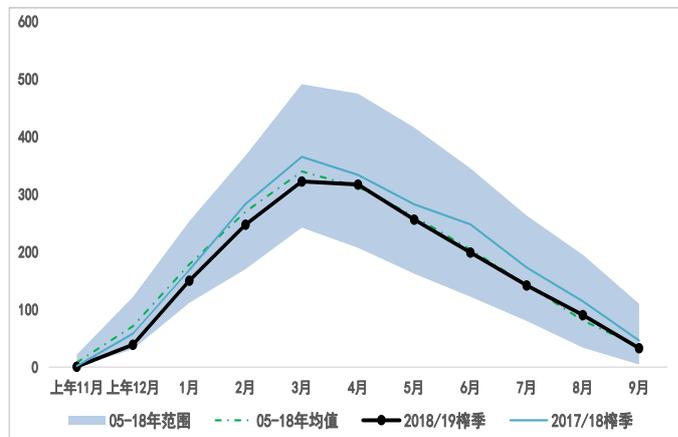


图 8: 广西食糖工业库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: 全国食糖销量 (万吨)

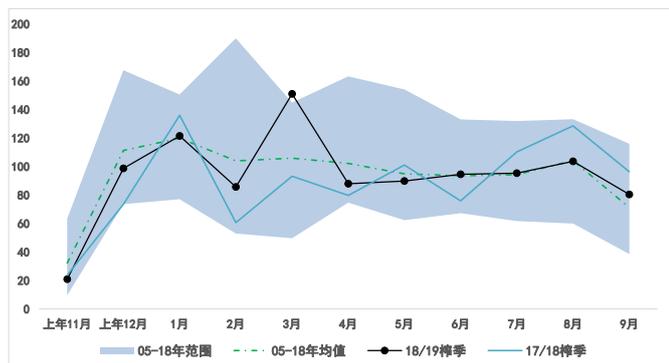
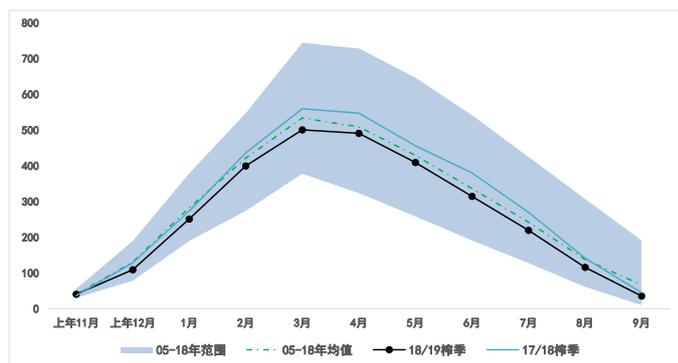


图 10: 全国食糖工业库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 甜菜糖生产平稳进行

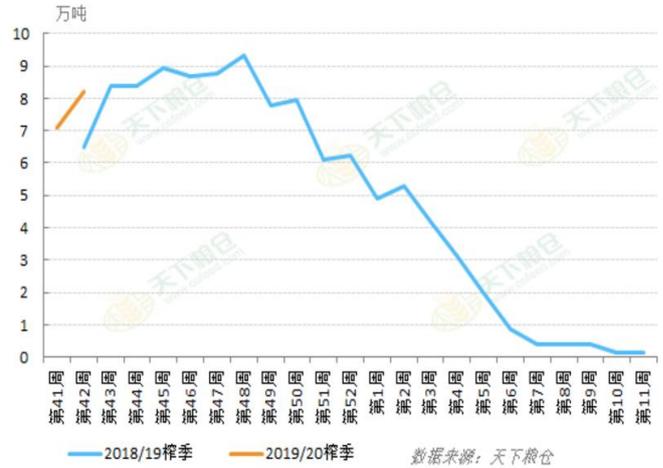
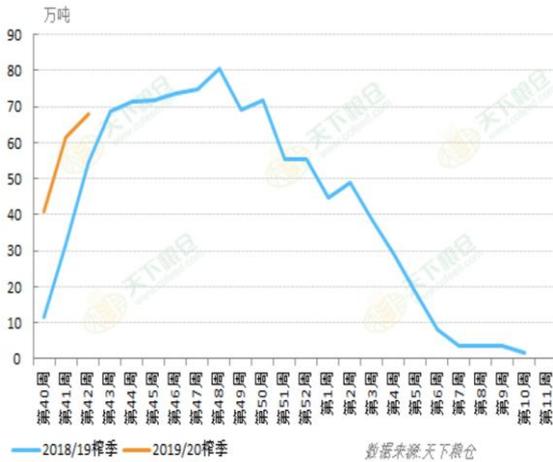
天下粮仓数据显示,根据对内蒙,河北张北,新疆产区 30 家糖厂抽样调查统计,10 月 12 日-18 日当周,内蒙,河北张北,新疆产区共有 27 家糖厂开榨,较上周增加 4 家;其中内蒙产区本周总开榨糖厂数量为 12 家,较上周增加 4 家,新疆产区本榨季共有 15 家糖厂开榨,目前该区糖厂已全部开榨。

当周三区共压榨甜菜 68.04 万吨,环比增加 6.49 万吨,产糖 8.19 万吨,环比增加 1.099 万吨,内蒙古及张北地区平均出糖率为 11.5%-11.8%左右,新疆产区平均出糖率在 11.8%左右。截止到当周,国内共压榨甜菜 183.89 万吨,共榨糖 21.521 万吨。

截止目前,新疆地区新糖厂内出库报价 5400-5500 元/吨,内蒙地区报价 5750-5850 元/吨。

图 11：甜菜压榨量

图 12：甜菜糖产量



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

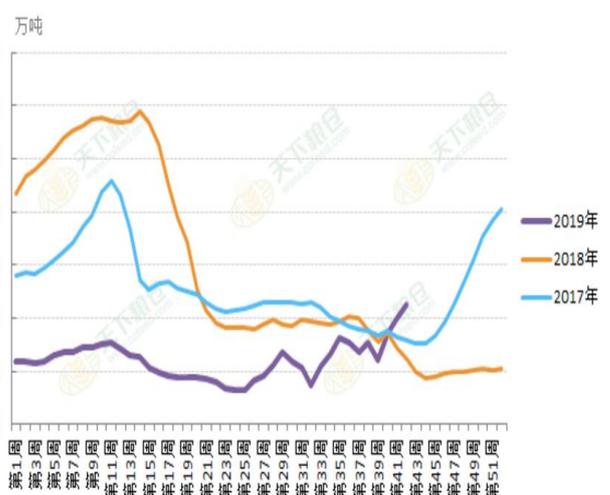
2.3 短期现货维持强势，但长期看仍面临压力

目前广西糖的库存较低，但是后期其他糖源的供应会有所增加。进口糖方面，近期内外走势分化，配额外进口利润迅速增加，加工糖可能会加速投放市场。另一方面，市场对抛储的预期增加，目前普遍预期年底前后会陆续抛储 100 万吨，不过目前还没有官方消息。另外近期市场上有声音呼吁主动扩大食糖进口，明年的总进口量有增加的可能。总的来看，下半年糖源供应多元化，虽然今年的期末库存同比偏少，但是由于补充糖源较多，现货端可能仍会面临一定的压力。

从中长期看，国内方面，预计下榨季产量很难出现明显减少，糖价缺乏上攻的动力。如果明年 5 月份之后配额外关税降低为 50%，按照目前内外盘的价格，配额外的进口利润将有 1000 元左右。我们认为在国内大概率不减产的情况下，1000 元左右配额外进口利润并不合理。因此如果下调关税的话，内外价差需要有一个回归。

图 13：加工糖产量（万吨）

图 14：加工糖库存（万吨）



数据来源：天下粮仓，兴证期货研发部

3.国外基本面分析

3.1 9月泰国出口量同比大幅增加

据报道，2019年9月泰国共计出口糖 119.01 万吨，同比增加 49.72%，其中出口原糖 64.38 万吨，同比增加 30.44%；出口低质量白糖 6.66 万吨，同比增加 42%；出口精制糖 47.97 万吨，同比增加 88.51%，其中精制糖主要出口至菲律宾，苏丹，柬埔寨和中国。2018/19 榨季泰国共计出口糖 1005.84 万吨，同比增加 6.95%。

产量方面，美国农业部预计，2019/20 榨季，泰国甘蔗产量将下降 2%，主要原因是种植面积以及单产的下降。预计甘蔗种植面积将下降 1%，预计 2019/20 榨季泰国的甘蔗产量为 1.27 亿吨，同比下降 2%。预计食糖产量为 1390 万吨，同比略降 2%。

天气方面，今年雨季泰国主产区降雨量较好，预计明年甘蔗产量不会大幅减少。

图 15: 泰国甘蔗收购价与木薯收购价

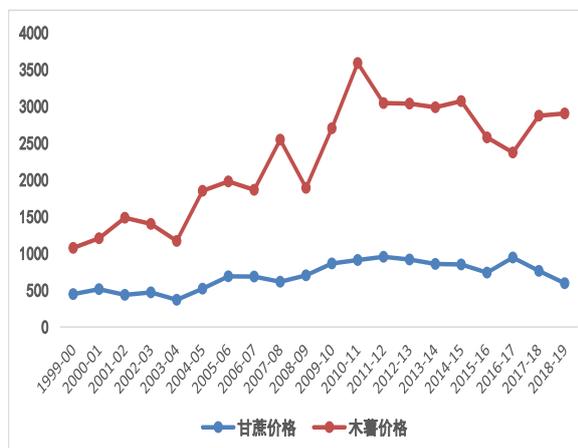
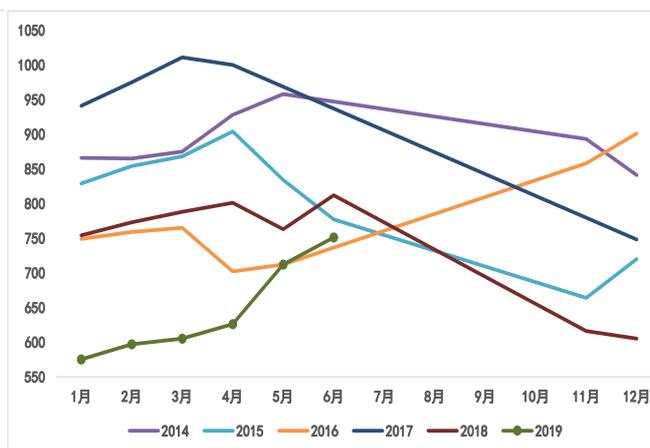


图 16: 泰国甘蔗收购价 (泰铢/吨)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

图 17: 泰国中部主产区累计降雨量 (mm)

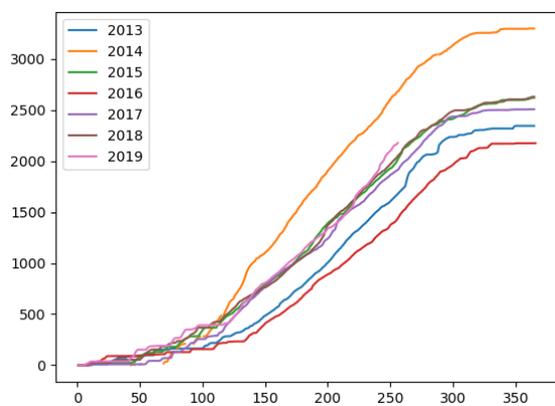
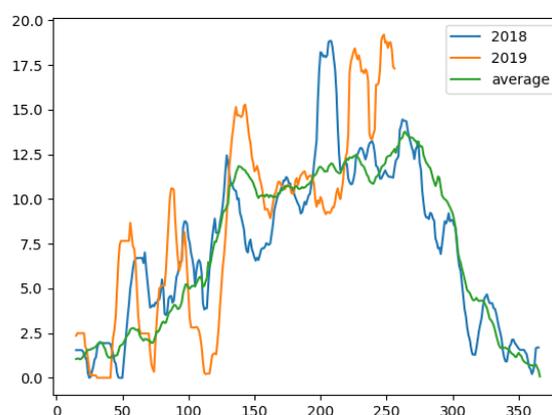


图 18: 泰国中部 15 天平均降雨量 (mm)



数据来源：泰国农业部，兴证期货研发部

3.2 巴西生产平稳进行，甘蔗制糖比仍维持低位

巴西甘蔗业协会 unica 称，由于天气干燥使得压榨进度加快，9 月下半月巴西中南部甘蔗压榨量及糖产量增加。9 月下半月巴西中南部共产糖 179 万吨，同比增加 39%，共压榨甘蔗 3508 万吨，同比增加 26%，乙醇产量同比增加 32% 至 21.8 亿公升。

我们预计本榨季巴西产糖量可能会持平或小幅增加。从我们跟踪的数据看，2018/19 榨季巴西的甘蔗制乙醇比处于历史最高位。主要原因是油价上行，巴西乙醇相对于汽油具有价格优势，消费者倾向于使用更多的乙醇，对乙醇的销量和价格起到了支撑作用，因此糖厂选择把更多的甘蔗用来制乙醇。但是随着油价的回落，巴西乙醇相对于汽油的价格优势在逐渐丧失，虽然目前巴西中南部地区的乙醇汽油比依然处于相对较低的位置，但很难再大幅下降，因此未来巴西甘蔗制乙醇比可能同比略有降低，产糖量可能会同比小幅增加。

图 19：巴西中南部地区甘蔗制乙醇比

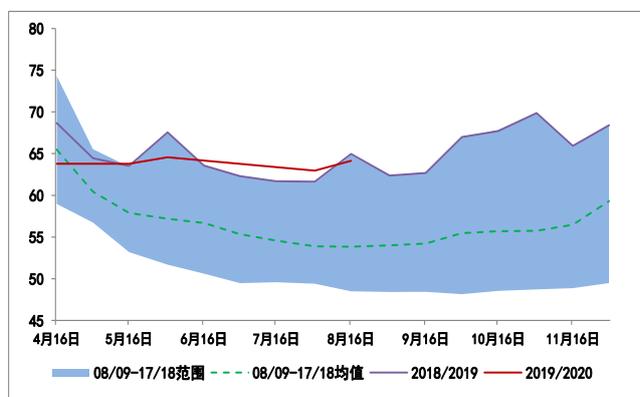
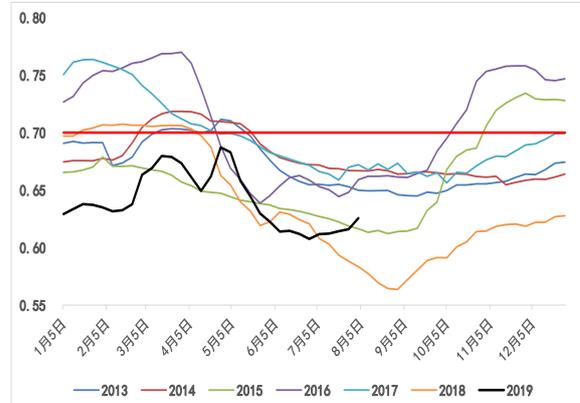


图 20：巴西中南部乙醇汽油比



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

图 21：巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格

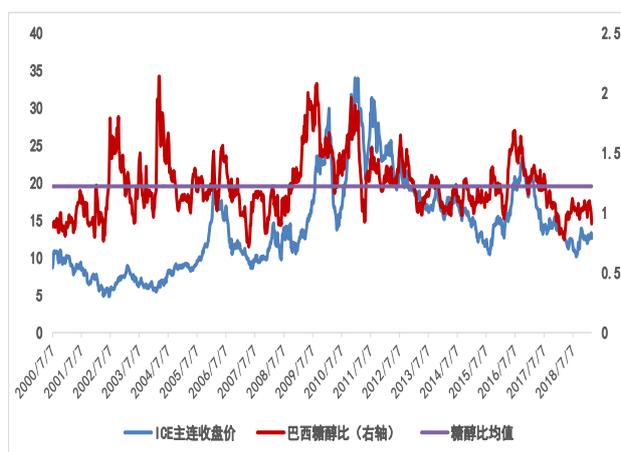
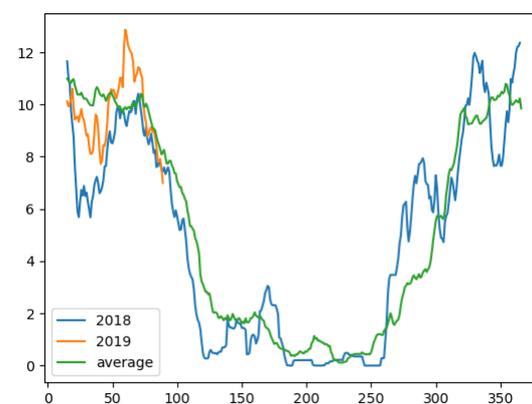


图 22：巴西中南部主产区降雨量 (mm)



数据来源：巴西农业部，兴证期货研发部

3.3 印度雨季降雨正常，库存过高寻求出口

美国农业部预计，2019/20 榨季，印度食糖产量将下降 8.4% 至 3030 万吨。主要原因是甘蔗

产量以及出糖率的下降。甘蔗产量的下降主要是由于种植面积的减少，预计甘蔗种植面积下降9%至470万公顷，单产为77吨/公顷与本榨季持平，甘蔗产量将下降8%至3.55亿吨，预计出糖率由11.64%下降至11.52%。出口方面，印度18/19榨季的出口量预计为340万吨，预计2019/20出口量将达到350万吨；预计18/19榨季期末库存预计为1760万吨，库存消费比为64%，预计2019/20榨季期末库存为1680万吨。

在刚刚过去的雨季中，虽然前期降雨偏晚，但是雨季后期印度主产区降雨量大幅回升，高于历史平均水平。因此我们认为下榨季印度的产量不会大幅减少。

价格方面，由于印度丰产，国内供大于求，2017年印度国内糖价快速下跌。2018年印度政府出台了一系列措施稳定糖价，如300万吨的临时储备库存等，使得印度糖价企稳反弹。随后印度政府决定，自2019年2月14日起，把国内白糖的最低售价由29卢比/千克提高至31卢比/千克（约20美分/磅），对印度国内糖价起到明显支撑。目前美糖期货价格在12美分左右，印度糖出口不具备价格优势。另一方面，如果未来美糖价格上涨，印度与美糖价差缩小，将导致印度出口的动力增加，美糖期货价格会遇到较大的压力。

图 23：印度甘蔗及其竞争作物收购价

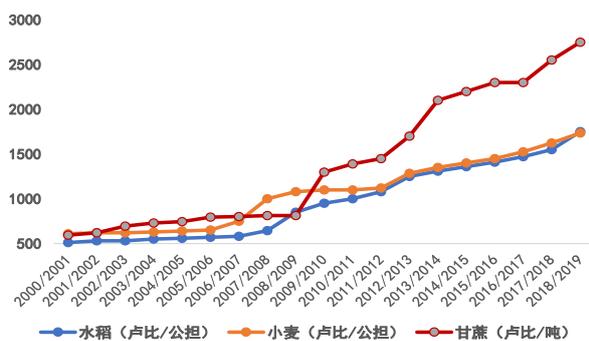
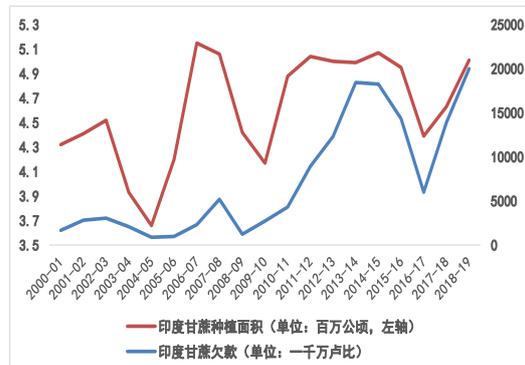


图 24：印度甘蔗欠款及甘蔗种植面积



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

图 25：印度马邦累计降雨量 (mm)

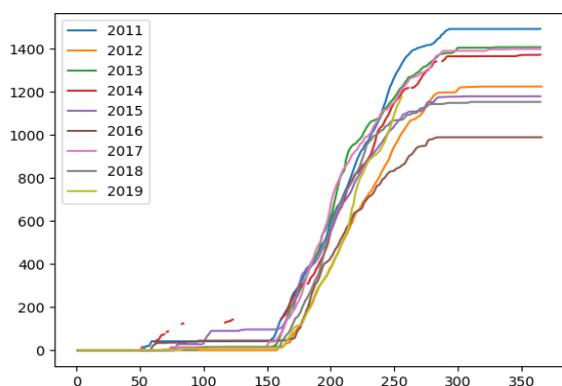
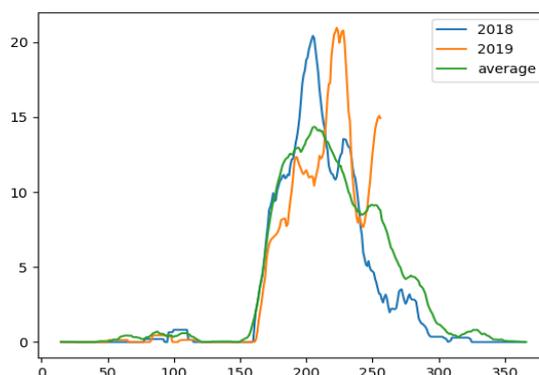


图 26：印度马邦 15 天平均降雨量 (mm)



数据来源：印度气象局，兴证期货研发部

图 27：印度孟买食糖现货价格（卢比/吨）

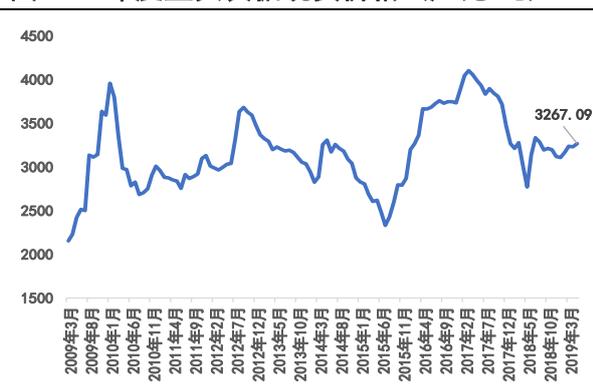
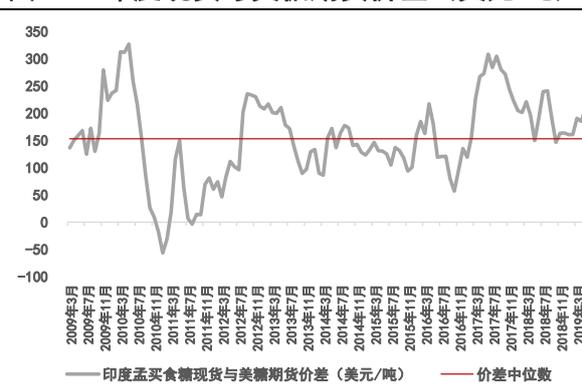


图 28：印度现货与美糖期货价差（美元/吨）



数据来源：印度农业部，兴证期货研发部

4.总结

盘面大幅增仓上涨。此轮反弹的主要原因是陈糖库存较少，另外榨季初期糖厂可能会惜售，因此现货价格较为坚挺，基差较高带动盘面上行。目前 01 合约接近 5700，基差回到合理水平，短期看 01 合约上方空间不大。后期逻辑可能由修复基差转换到炒作减产，关注 05,09 合约短期做多的机会，上方压力位 5680 附近。中长期看，关税和抛储还有利空需要释放，另外广西的种植面积可能长期维持在一个较高的水平，中长期关注逢高沽空的机会。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。