

沈时度势——期货市场投资策略周度分析

研究员：沈恩贤

期货从业证号：

F3025000

投资咨询从业证号：

Z0013972

☎:021-65789219

✉:shenenxian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

圣保罗 11 月 14 日消息：巴西植物油行业协会 ABIOVE 发布报告，预计 2019/20 年度巴西大豆产量为 1.228 亿吨，同比增加 4.2%。如果该预测成为现实，那么将是历史第二高的水平，仅落后 2017/18 年度的 1.2308 亿吨。Abiove 预计 2020 年巴西大豆出口量为 7500 万吨，相比之下，2019 年为 7200 万吨，2018 年出口量曾达到创纪录的 8320 万吨。Abiove 预计 2020 年巴西大豆加工量为 4400 万吨，2019 年为 4290 万吨。2020 年大豆加工量增加的部分原因在于生物柴油行业的植物油脂用量增加。

圣保罗 11 月 14 日消息：巴西分析机构 Agroconsult 公司称，在中国和美国达成贸易协议的情况下，2019/20 年度巴西对中国的大豆出口将会减少到 5300 万吨，低于 2018/19 年度的 6000 万吨。如果没有达成协议，巴西对华大豆出口降幅要小一些。Agroconsult 预计在中美没有达成贸易协议的情况下，2019/20 年度巴西对中国大豆出口预计为 5700 万吨。

圣保罗 11 月 14 日消息：巴西农业部下属的国家商品供应公司 (CONAB) 发布报告，预计 2019/20 年度巴西大豆产量为 1.2086 亿吨，高于该机构 10 月份预测的 1.204 亿吨。CONAB 预计 2019/20 年度巴西大豆出口量为 7200 万吨，和 10 月份预测值持平。CONAB 预计 2019/20 年度巴西玉米总产量为 9837 万吨，略低于 10 月份预测的 9840 万吨。2019/20 年度巴西玉米出口量为 3400 万吨，和 10 月份预测持平；2018/19 年度巴西玉米出口量预计为创纪录的 3900 万吨。CONAB 还预计 2019 年巴西小麦产量为 528 万吨，高于 10 月份预测的 515 万吨

圣保罗 11 月 14 日消息：巴西马托格罗索州农业经济研究所(Imea)称，马托格罗索州的大豆销售量已经占到 2019/20 年度预期产量的 43.78%，远远高于五年平均水平 36.58%。IMEA 预计 2019/20 年度马托格罗索州大豆产量为 3300 万吨。作为对比，上年同期的大豆销售比例为 35.73%。今年 10 月份的销售比例为 36.03%。报告称，有两个因素有助于提振本月的大豆销售。第一是中美可能签订贸易协定提振芝加哥期货交易所 (CBOT) 大豆价格走高；第二是美元兑雷亚尔汇率走强，有利于巴西大豆保持出口竞争力。2018/19 年度巴西大豆销售比例已达 98.7%，当时产量为 3250 万吨。就 2019/20 年度玉米而言，销售量相当于预期产量 3160 万吨的 44.49%。冬季玉米播种工作将在 2019/20 年度大豆收获后开始。玉米预售步伐快于五年平均 28.28%。对于 2018/19 年度，玉米销售比例已占产量 3230 万吨的 95.4%。

10 月 USDA 月度供需报告大幅下调今年美豆单产以及总产。预计今年美豆收获面积为 7560 万英亩，低于去年 8500 万英亩；美豆单产为 46.9 蒲式耳/英亩，低于上年的 50.6 蒲式耳/英亩；总产量同比下跌 19.8%；2019/2020 年度期末库存为 4.6 亿蒲式耳，大幅低于 2018/2019 年度的 9.13 亿蒲式耳。由于今年美豆播种延迟，使得美豆收获偏晚，质量和单产都受到较大影响。

去年 8 月起，国内出现了非洲猪瘟疫情，于今年 4 月达到高峰期，生猪存栏持续下跌，9 月我国生猪存栏 1.91 亿头，较 8 月下降 580 万头，为 10 年最低，豆粕需求也持续下滑，前一阶段的上涨没有需求端的支撑。由于能繁母猪到仔猪投栏一般是在 4-8 个月，预计生猪存栏在 2020 年一季度末大幅恢复。当前全国生猪养殖利润为 2123.74 元/头，较去年同期的 79.51 元/头增加 2571.04%，养殖积极性大幅提升，政策支

持力度不断加大，生猪存栏出现拐点的时候也是豆粕需求改善的时候。

在黄豆减产的既定事实下，豆粕供给端中长期将会收紧。当前矛盾已在供给端显现出来，需求端矛盾主要集中在生猪存栏的恢复，由于猪肉价格大幅上涨，养殖利润大幅提升，生猪存栏预计 2020 年 1 季度末明显改善，随着生猪存栏的回升，豆粕需求端也逐渐改善。届时能否产生较大的行情还需要南美天气情况而定。

中美贸易谈判取得实质性进展，签订第一阶段贸易协议可能性越来越大，这样国内大量进口美豆再加上南美大豆的竞争势必国内大豆供应充足对豆粕构成压力。基本面利空因素与技术面偏空形态叠加，粕类短期仍有望保持向下调整格局。生猪存栏量处于低位，消费回升为时尚早，所以中短期国内豆粕承压重心逐步下移，虽然长期看豆粕由于美豆大幅减仓，生猪存栏有望在明年出现恢复增长，但中短期供应压力仍然较大。操作上目前技术状态下，反弹逢高抛空或者观望。

期权策略： 前期策略卖出看涨期权买入看跌期权组合继续持有或者择机平仓。

棉花

截止 11 月 14 日郑棉已经生成的仓单有 12705(+352)张,有效预报量为 3486 张,合计折合棉花 64.8 万吨。截至 2019 年 11 月 12 日,新疆累计加工棉花 231.9 万吨。据中国棉花信息网最新报告,10 月底全国棉花商业库存总量 309.36 万吨,较上月增加 89.01 万吨,较去年同期高 11.96 万吨。新棉收购方面,13 日机采棉价格基本保持平稳,手摘棉部分地区价格略有下调。根据中国棉花信息网消息,机采棉价格在 5.1-5.4 元/公斤,部分南疆机采棉价格较高达 5.4-5.7 元/公斤,南疆手摘棉差异大,部分地区报价在 5.7-6.1 元/公斤。棉籽价格近几天上涨,收购价格在 1.8-1.9 元/公斤左右,部分地区收购价格在 1.9 元/公斤以上。11 月 12-13 日,奎屯市、乌鲁木齐市等监管库“双 29”机采棉公重提货报价 13100-13300 元/吨(杂质 2-4%,31 级或 41 级)，“双 28”机采棉公重提货报价 12900-13000 元/吨(31 级或 41 级,含杂 2.5-4%)。新花大量上市,陈花大量未销售,棉花销售缓慢,供应端压力仍是比较大,现在许多轧花厂或者贸易商都在期货市场上套保锁定一部分利润导致仓单大量增加。

昨晚储备棉轮出政策消息公布,基本上和市场之前流传出的消息相差不大,以向下竞价模式进行采购,此外本次收储对棉花质量也作出了要求,收购中高等级的棉花,许多北疆棉花达不到要求。政策公布后市场反应平淡,一方面由于之前消息就已经流出,市场已经做出反应,另一方面目前市场棉花供应量大,50 万吨的量在新花上市期对市场影响并不是特别大,而且向下竞价在价格也没有对棉花形成支撑。因此虽然是收储政策公布,但是市场波动并不大。收储政策落地,但贸易谈判仍存较大变数,需时刻关注。

受中美贸易战影响,美国皮马棉出口价格持续走低,棉商被迫寻找中国以外的市场。自中国对美棉加征 25%关税之后,中国纺织厂基本上停止采购美国皮马棉,已签约的合同是否转向其他国家还不清楚,但印度、巴基斯坦和越南从中得到好处。目前,美国皮马棉报价继续承压,4 月份以来出口商的报价累计下调 900 点,标准级 1-7/16 级棉报价 127 美分/磅,而同期其他长绒棉和陆地棉的价格则稳中有涨。今年 4 月,美国皮马棉比埃及吉扎 94 高大约 16 美分,现在吉扎 94 的价格是 119 美分,比 4 月份只下跌 1 美分,吉扎 84 报价 120 美分,而美国皮马棉在这段时间足足下跌了 7-8 美分,以色列皮马棉报价也一直保持稳定,比美国皮马棉高 33 美分。

澳大利亚棉花协会日前确认,由于长期干旱,2019/20 年度澳棉产量预计只有 75 万包(16.3 万吨),仅为两年前的 16%,创最近十年最低水平。澳大利亚棉花协会 CEO 亚当·凯表示,澳大利亚东部主产棉区的干旱极其严重,任何的补救措施都无济于事。本年度的雨季开局很糟糕,仅少数地区出现了降雨。由于土壤没有存水,旱地田根本无法播种。气象部门预计,今年的干旱将持续到夏季中期,错过了棉花备耕的重要时期。亚当·凯表示,虽然现在澳棉播种还在窗口期,但如果未来几个月没有降雨,棉农将面临无

水可用的窘迫形势。

最近郑棉期货反弹，但现货市场销售压力仍然较大。基本上美国农业部报告表明 2019/20 年度全球棉花供应压力仍然较大，而且目前看需求并不乐观。从供应端来看棉花市场大量供过于求，短期内新花的销售压力很大，而且郑州仓单较大，需要时间继续消化。虽然国家收储棉花减轻一部分压力，但未来明年夏天国家仍然会轮储抛售，所以收储暂时难以触发向上大幅上涨。但不论美棉还是郑棉目前绝对价格已经很低，向下即使还有下跌空间也不会很大，所以操作上目前建议暂时观望，等待将来下探后的低位做多的机会。

期权策略：观望。

白糖

11 月 6 日《巴西联邦公报》称，巴西已取消在亚马逊雨林和中部湿地实施 10 年的甘蔗种植禁令，该消息引发了全球糖业的关注。由于 2020 年巴西即将实施的国家生物燃料政策 RenovaBio 造成人们对于当地乙醇前景非常看好，甘蔗种植禁令的取消难免使得人们担心当地为扩大甘蔗种植可能砍伐森林。对于糖业而言，巴西扩种甘蔗、可供压榨原料增长势必会给国际糖市带来长期压力。

今年，巴西中南部持续干燥少雨，使得甘蔗单产不断上升，蔗糖含量 ATR 也在得到回升，7 月下半月以来双周榨蔗量一直高于去年，截至 10 月底的累积榨蔗量创出了近 6 年新高、同比增长了 3200 万吨。榨蔗量增长使得下游制品的产量也出现了明显增长。截至 10 月底，巴西中南部已累计产糖 2522 万吨，同比增加了 81 万吨。过去一个半月产糖同比增长已使得多家国际咨询机构上调了本榨季巴西的产量预估。截至 10 月底，中南部累计制乙醇 296 亿升，同比增长了 21.8 亿升。

本榨季巴西中南部食糖出口持续低迷，前半年的单月出口量最高为 150 万吨，10 月份由于印度进口了 38.5 万吨糖，当月出口量升至大约 188 万吨。然而，进入 11 月后印度沿海糖厂从本国进口原糖的成本已低于自巴西进口，并且印度政府已将 2018/2019 榨季出口补贴的最后期限延长至 12 月底，因而接下来印度不太可能再从巴西进口原糖。从本榨季巴西中南部食糖的产量一出口来看，当地食糖库存一般在 10 月底达到一年的最高峰，Kingsman 报告谈到 10 月底中南部食糖库存为 910 万吨，同比提高了 82 万吨，可见当前中南部的食糖出口压力非常高。

乙醇方面，本榨季截至 10 月底，巴西向国内外销售了 202 亿升乙醇，同比增长了约 22 亿升（国内同比增长了 20 亿升），与甘蔗制醇增产相当；同比增速为 12.1%，上榨季为 17.6%，上榨季同期增量为 27 亿升且基本来自国内。因而，对比可见，本榨季巴西国内乙醇消费增速在放缓。另外，本榨季中南部的玉米制乙醇产量已累计达到 7.4 亿升，同比增长了 3.7 亿升。因而，包括玉米制乙醇在内的本榨季中南部乙醇产量增量为 25.5 亿升，而销量增量仅为 22 亿升，导致截至 10 月底当地乙醇新增库存超出了上个榨季达到了 100.8 亿升。乙醇是液体的，储存条件相对高，因此当前中南部乙醇的库存压力非常大。

yntw.com 糖网讯 据不完全统计，今日广西又有 2 家糖厂开榨，截至 11 月 14 日，广西 2019/20 榨季已有 5 家糖厂开榨。11 月 14 日上午，广西白糖现货市场有商家新糖预售报价差距较大，其中，11 月 22 日提货的新糖报价 5950 元/吨；12 月中旬提货的新糖报价 5730-5790 元/吨之间不等，价格相差较大，具体成交情况有待进一步观察。

虽然巴西甘蔗行业组织 Unica 称，10 月下半月巴西中南部地区食糖产量达到 151 万吨，较去年同期增长 57%，产量短期增加一度压制国际糖价，但是今年全球糖产量下降的格局并未改变。由于巴西天气干燥，中南部部分糖厂宣布压榨结束，这可能导致巴西今年甘蔗榨季进入尾声，且结束时间提前。印度糖厂协会预估，印度 2019/2020 年度糖产量 2685 万吨，明显低于上年度的 3320 万吨数值。印度糖厂合作联盟发表预估认为，印度 2019/2020 年度产量将下滑至 2600 万—2650 万吨。此外，美国农业部相继下调了美国、德国、墨西哥等国家的产量和库存。联合国粮农组织预估 2019/2020 年度全球糖产量为 1.751 亿吨，较上年度

下降 2.8%，而需求处于 1.775 亿吨，供应缺口约为 240 万吨。

中粮屯河奇台糖业公司于 9 月 10 日率先开机生产，标志着 2019/2020 年度制糖生产开始。截至 10 月底，甜菜糖厂已经开机 30 家，产糖 39.88 万吨，销糖 13.63 万吨，产销平稳。农业农村部数据显示，预估 2019/2020 年度我国糖料播种面积 1423 千公顷，由于糖价多年低迷以及天气条件不良，广西等部分地区甘蔗种植面积下降，长势偏差，食糖产量预计在 1062 万吨，较 2018/2019 年度的 1076 万吨有所降低。国内糖业协会预计，2019/2020 年度食糖产量 1050 万吨，明显低于上一年度。国内新糖产量降低预期，必然在很大程度上继续支持国内白糖价格。

近期，广西地方储备糖发布公告：为保障食糖供应，经广西壮族自治区人民政府同意，决定投放 12.7284 万吨广西地方储备糖，竞拍底价为 5800 元/吨。由于拍卖底价为 5800 元/吨，加上出库费用百余元，实际上本次地方储备糖的拍卖成本并不低，并且地方储备糖抛售之后，仍需要等待时机采购一部分糖来进行储备的补充。

白糖市场在进入 19/20 榨季之后，开始由过剩转向短缺，多家机构继续上调 2019/20 榨季供需缺口，主要源于巴西制糖率、泰国新作产量、印度新作产量及其乙醇需求等，下一年度全球食糖供需缺口可能会在 500-600 万吨，后期原糖期价或趋于震荡上行，但其上方空间或仍受到原糖-乙醇价差及其印度出口补贴政策的压制。内盘郑糖方面，因下游需求尚未进入节前备货期，而北方甜菜糖持续构成新的供应，进口加工糖库存继续回升，再加上广西糖厂开榨，市场供需或阶段性趋于改善。技术上显示目前是上升第五浪基本结束，市场正在展开调整行情。操作上前期已经建议多单设好止盈出场，新单等待回调企稳之后的做多机会。

期权策略： 等待将来调整后的买入看涨期权的机会，暂时观望。

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周下降 27.31 万吨至 316.88 万吨（近 10 年最低 289 万吨），同比去年低 0.57 万；钢厂库存下降 11.19 万吨至 205.31 万吨（历史最低 153 万吨），同比去年高 18.65 万吨。合计库存下降 38.5 万吨。本周产量环比上升 2.7 万吨至 348.47 万吨（去年同期产量 344.96 万吨）。厂库与社库同降，当前阶段消费整体较好，整体库存水平已经下降到偏低水平，产量环比小幅回升，但幅度不大。

国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、生态环境部等发布关于印发《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的通知。主要目标：稳中求进，推进环境空气质量持续改善，长三角地区全面完成 2019 年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放。秋冬季期间，PM2.5 平均浓度同比下降 2%，重度及以上污染天数同比减少 2%。

14 日上海地区看华东大厂厂提多报至 3750-3770 元/吨之间不等，小厂抗震资源多报至 3730-3750 元/吨之间，市场在途资源偏多，市场心态谨慎，商家手中资源缺失现象仍然明显，询价者较多，多从各地调货配货影响出货量，近期苏南上海地区施工工地较多，需求量巨大由钢厂直发供应规格齐全优势明显。成品材市场来看，期螺再次拉涨，现货市场成交较好，推动市价上涨，多地连续上调价格，工程需求加速释放。供应方面，受秋冬季环保限产影响，多地钢企资源偏紧，规格短缺较多，本周产量无明显增加，社库厂库双下降，商家心态尚可。

近期钢材市场主要影响因素如下：1、赶工期下游工程采购金大幅度提速；2、期螺持续偏强运行，市场氛围较好；3、环保限产，钢企产量无明显增加，规格短缺较多；4、14 日公布的经济数据表明房地产市场销售面积转正，新开工和施工面积表现较强，近两个月土地释放大幅增加，总体房地产市场仍然具有任

性，原先悲观预期有所减弱。

需求方面，全国主流贸易商建材成交量显示终端需求暂处高位，其中华东地区表现相对最好，11月份第一周的螺纹钢表观消费量为394.42万吨，高于往年同期，保持在较高水平。房地产方面，10月份商品房成交、土地供应、土地成交环比均有下滑。基建方面，三季度国家发改委依然较密集地批复重大工程，政策规划力度不减。

从高频数据显示的当下需求来看，11月到次年2月份是季节性需求淡季，随着天气转冷以及采暖季限产节点临近，下游工地开工情况会受到制约，终端需求存在季节性走弱的压力，至于此轮季节性走弱能否脱离今年一直以来保持的同期高位水平，下滑幅度能否超去年，还需看空气质量以及管控执行力度，可结合库存变化情况来看。至于下游行业，随着国家对房地产调控的进行，房地产并没有出现断崖式下滑，10月份整体表现不及9月份，但从季节性角度来讲，商品房成交及土地供应和成交在年末普遍出现翘尾的规律，与年末房地产企业的回款需求有关，而房地产方面在11月的风险则是资金政策方面的制约；基建方面的支撑力度依然不减，发改委三季度重点强调了西部陆海新通道的重要性以及加快推进127个铁路专用线重点项目，基建整体保持稳中有增的趋势，其中的风险便是财政偏紧及地方政府的高债务可能产生的影响。

总体来看，短期钢材市场受库存持续去化，需求较好的影响走强，但季节性压力仍然不可忽视，而且产量仍然处在高位。明年需求虽然没有想象的悲观，但也可能还是要比今年差，这些因素未来仍然将制约钢材市场反弹高度。操作上，市场已经开始反弹，1月合约逐渐回归基差修复行情，估计未来机会不会太大，但3550之上仍然有一定压力。5月合约目前价位如果套保做空仍然不是理性价位，所以操作上暂时观望，如果出现较充分的反弹还是建议反弹后逢高做空。

场外期权策略：卖出看涨期权。

铜

国家统计局发布经济数据：1-10月房地产开发投资同比增10.3%，前值10.5%。1-10月商品房销售面积同比增长0.1%，增速今年以来首次由负转正，1-9月份为下降0.1%。1-10月房地产开发投资较1-9月环比回落0.2%，但依然保持两位数的强劲增长。在中央坚持“房住不炒”以及控制房价过快增长的政策框架下，房地产的投资热情受到一定的影响，其次，环比回落也是由于临近年尾，房企多注重资金回笼，投资端有适度收缩的意向，再次，去年10月份，房地产开发投资的基数较高，而今年10月环比虽有微降，但依然保持两位数的同比增速。预计今年最后两个月，来自季节性因素的影响将会使得该数据进一步缓慢回落。从1-10月的销售情况来看，数据的变动幅度虽然不大，但由负转正还是令市场感到一定的提振，符合我们跟踪楼市销售端的预期。进入十月，房企依然加大推盘和销售力度，欲加速回笼资金，降低楼盘库存。销售数据的积极变化也在一定程度上，使得开发投资数据得到较好的支撑，部分房企通过加速销售降库，从而有能力适当布局新的投资，加快现金流的周转效率并提升投资质量是当前楼市销售转好的一个重要原因。1—10月份，房地产开发企业土地购置面积18383万平方米，同比下降16.3%，降幅比1—9月份收窄3.9个百分点；土地成交价款9921亿元，下降15.2%，降幅收窄3.0个百分点。由此可见9月10月地方政府土地释放加快。

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

伦敦期铜在期权市场见到浓厚兴趣，买家在寻求明年上行可能性。这一转变还是暂时性的，但貌似基金经理们开始把目光放远，不再局限在对铜价不利的特朗普贸易上。最新交易商持仓报告显示，基金经理持有 17838 口 CME 期铜净空仓。一个月前总空仓为 62741 口，三个月前为 74597，创空仓最高纪录。过去这几个月，多空仓发生了很大变化。单纯的空仓从 8 月和 9 月的双重峰值 118000 口锐降至当前的 79673 口。多仓则从一个月以前的 39870 口大幅升至 61835 口，为今年 4 月以来最高，当时 LME 期铜仍接近年内迄今高位，每吨报价超过 6400 美元。

LME 期权市场近期活动也是如此。明年 3 月看多期权的买兴一直相当强劲。多数交投活动集中于 6150 与 6600 美元这两个特定行权价。市场上这两个价位的未平仓合约各有 3000 口，相当于 7.5 万吨。另外还有 1640 口行权价为 6500 美元的未平仓合约。行权价为 6300 美元的 2 月合约未平仓数量上周五跳涨了 920 口。这种看涨买盘大增已经吸引了 LME 市场人士的注意，经纪商 Kingdom Futures 的 Malcolm Freeman 表示，“普遍共识是，这种是投机性买盘，可能有一家基金决定利用期权市场来避免只做多期货的波动成本。”根据 LME 经纪商 Marex Spectron，更广泛地说，最近几周伦铜市场的投机性仓位已经从 10 月初的空仓，转为基本呈中性。

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

供需来看，进口精炼铜现货 TC 持续低迷，粗铜、铜杆加工费仍维持低位，表明供给偏紧局势不变，但目前并未给冶炼厂和加工商的生产带来影响，各类型冶炼厂开工率相对较高，短期铜供应仍处于较高位。中美经贸关系出现缓和的迹象。中美经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，而且中美很可能在不远将来签署第一阶段贸易协议。再加上目前低库存的背景，国内稳定经济增长的在基建上的发力 所以我们觉得铜市场虽然仍然有可能处于震荡市之中，但不排除出现一波反弹行情。操作上，暂时观望，如出现反弹则等待逢高抛空。

期权策略：暂时观望。

橡胶

一种真菌疾病最近在泰国南部一个重要橡胶产区那拉提瓦府 (Narathiwat) 的三个地区被发现。该疾病会导致叶片变黄，且变得斑驳。主要病症为胶树大量落叶，落叶后产胶量会减少 30%—50%。印尼在今年 7 月下旬通报了相同的真菌病害，预测病害将导致天胶减产约 15%，具体的损失尚无统计数据，估计要等到停割期到来时才能明确。目前此病害由印度尼西亚逐渐扩散到马来西亚和泰国地区，尽管目前已发病的胶树并不很多，但似有蔓延迹象。

由于今年以来全球天然橡胶现货价格低迷不振，进一步打击相关政府和胶农抗病害的积极性，才导致真菌病大规模地扩散开来。如果主要产胶国未能有效采取措施抗击病害，那么对这些正处于高产期国家的天然橡胶产量的影响将会进一步加深。不过从目前情况来看，此次泰国受灾面积约为 16000 公顷，仅占泰国总种植面积的 0.44%，泰国那拉提瓦省年产胶 20 万吨左右，占泰国 2018 年天胶产量的比例仅为 4.1%。

即便按照该地区胶树全面受灾，且削减 50%产量的悲观情况来测算，对泰国总产量的影响也仅为 2%左右，并且此病害的治疗周期通常为 2—3 周。因此真菌病对总供应的影响较为有限，难以引发趋势性上涨行情。

近期橡胶反弹主要驱动来源于以下几个方面：从事件影响来看，一是国庆前后某大型橡胶贸易企业违约事件影响导致盘面超跌，十一后对超跌进行修复；二是无锡大桥事件使得各地再次严查治超，运输成本成倍提升；同时还有产业消息的各种助攻，例如泰国补贴胶农、中国购买泰国 20 万吨橡胶议题以及本次泰国和印尼胶林遭遇病害灾；此外，中美贸易谈判达成第一阶段的协议也令宏观氛围偏暖，提振市场信心。

目前沪胶依旧处于供需两弱的局面中，预计本轮反弹后可能再度回落。从供应端来看，泰国原料价格从历史低位小幅反弹，真菌病影响较为有限，后期旺产季来临，预计泰国原料收购价格将持续低位运行。同时在政策方面，泰国试图补贴胶农的举措大概率只会加剧供应过剩。从国内看，由于同样处于旺产季，原料价格偏弱为主，压制沪胶价格上行。从需求端来看，目前“金九”并未带动乘用车销量回暖，后市消费情况仍不乐观，他预计后期重卡销量基本维持个位数增长。伴随供应的季节性增长以及需求的持续弱势，不排除现货库存再度上升的可能。12 月在老胶仓单注销出库而新胶仓单压力偏小，同时国内停割期的影响下，盘面或将迎来反弹行情。目前价格处于偏低区间，一旦供应端受到天气或相关政策等因素的扰动，也容易出现反弹。操作上不建议追高，等待市场下探时逢低做多。

期权策略：观望。

PTA

消息面：1、涤纶长丝企业多稳盘观望，下游织造企业心态谨慎，刚需购进，涤丝产销平平。PTA 装置开工率回落至 79.16%。上游原料：11 月 13 日亚洲 PX 市场收盘价 788.67 美元/吨 CFR 中国和 768.67 美元/吨 FOB 韩国，较前一工作日涨 2.5 美元/吨。昨日 MX 价格为 700 美元/吨 CFR 台湾，涨 6 美元/吨。石脑油价格为 523 美元/吨 CFR 日本，降 5.5 美元/吨。

现货价格：PTA 市场市场震荡运行，主港现货报盘稀少，递盘+30 至 40，11 月底前主港货源报 2001+20 至 25，递盘+10；非主港货报 2001-45。全天市场商谈范围在 4700-4770 附近，目前听闻有 4725、4760 成交。（单位：元/吨）仓单库存：郑商所 PTA 注册仓单为 17697 张，较上一个交易日-2394，有效预报为 600 张。

亚洲 PX 市场 760-800 美元/吨，按加工费 500 元折算 PTA 完税成本约在 4650 元/吨，利润回落至 100 元以内，PTA 加工费下跌至 600 元/吨。PTA 供应方面部分装置检修，目前 PTA 开工率回落至 49.16%；聚酯行业装置检修与重启并存，平均开工为 85.57%，环比上升 2.09%；江浙地区化纤织造综合开机 72%附近，环比下滑 2 个百分点。短期装置检修环节一定供应压力，但后期新产能投放及下游需求偏弱，预计反弹力度有限。

2019-2021 年 PTA 产能增速将会保持在高位，年均投产量将高达 1060 万吨，这表明这段期间会有较多 PTA 装置要投产。具体来看，2019 年 4 季度预计有 3 套 PTA 新装置将会投产落地，分别是新凤鸣 220 万吨，恒力 250 万吨以及中泰 120 万吨，2019 年产能增速为 12%。2020 年有 1400 万吨 PTA 新装置要投产，2021 年则有 1100 万吨 PTA 新装置要投产，产能增速分别为 30%、16%。

从历史行情数据来看，2019 现在的情况与 2014 年的情况非常相似，甚至比 2014 年供需的情况更加糟糕。需求端同样处于景气下行周期，供应端同样处于供应扩张周期且供应过剩更为严重。2014 年压力的极限以 PTA 装置亏损进而检修作为结局，本轮 PTA 有望同样如此。

需求端同样处于景气下行周期且本轮更加形势严峻：第一，纺织服装出口增速开始向下拐头。第二，坯布库存同样高企。第三，聚酯产量增速开始先于产能增速下滑。其中的原理是当终端不景气，则聚酯调节负荷的能力快于产能，因此聚酯负荷下降速度大于产能下降速度。

PTA 市场可能会经历最低成本价。在熊市中，成本较低的 PTA 工厂为争夺市场份额，往往会利用其成本较低的优势主动在现货上做空打压市场，而忍受不了低价的 PTA 工厂会选择退出市场，这在 2014-2015 年的熊市周期中有过类似市场行为，这个过程可能会触及最低生产成本。考虑到向下击穿完全成本并不能使 PTA 装置停车，必须要让 PTA 价格达到现金流成本才能使 PTA 装置停车，因此需要说明本文所指的成本是指现金流成本，并不考虑包括折旧，人工以及三项费用。PTA 新装置应用最新技术，因此 PTA 新装置市场成本最低。某 PTA 企业在 2015 年和 2019 年分别使用英威达 P7 和 P8 技术投产了两套 PTA 装置。从 PTA 单耗数据看，2019 年投产并采用英威达 P8 技术的 PTA 装置在主要原料 PX 单耗上仅为 0.65，相比英威达 P7 技术 0.656 能有效节省原料。除此之外，按现有市价，应用 P8 技术的 PTA 装置在辅料、动力和能耗的单吨成本仅为 312 元/吨的水平，优于 P7 技术 349 元/吨。根据目前所知的情况看，最低的现金流成本或在 4500 元/吨附近。

目前 PTA 已经到达低位,但由于增加新产能投放 PTA 期货中短期仍然处于弱势，期货市场仍然将保持震荡下探态势可能性较大。操作上反弹逢高短空为宜。

乙二醇

港口去库预期下,乙二醇近期或有小幅反弹,但中长期价格依旧受压制。从供给来看,截至 11 月 12 日,乙二醇装置负荷已提升至 67.86%,近期乙二醇装置负荷难以继续提升。因为目前市场上前期检修的装置基本已重启,而仍在检修的装置如华鲁恒升、黔西煤化工、南亚化学均于 11 月上旬开始了 20-30 天左右的检修,目前重启期还未至。从需求来看,受益于原材料成本的下降,目前聚酯利润尚可,开工率维持在 88.62% 附近,较前期有所回升。从库存来看,11 月下旬之前港口到货量有望持续偏低,按照过去一周港口的发货速度,本周港口库存或进一步下滑。综上,当前乙二醇库存较低,下游聚酯开工尚可,乙二醇负荷提升有限,我们预计短期乙二醇或出现一轮小幅反弹,但反弹高度会受到恒力、新疆天业产能投放预期压制。

近期主港库存降至低位、现货偏紧状态有所增强,相应 01 基差表现强势,而远期 05 则受制供需预期偏弱、跟涨较为有限;目前 EG 供需整体而言,短期预计处于库存低位窄幅波动状态,之后则较可能供需降、逐步转入累库阶段。

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

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799