

目录

黑色金属·螺纹钢.....	2
需求重回主导，四季度螺纹偏空为主....	15
化工·乙二醇.....	16
库存去化到底，乙二醇年内低点已现.	22
化工·原油.....	23
黑天鹅事件突发，风险溢价抬升.....	30
农产品·棉花.....	31
新棉上市，再下一城.....	37

2019 年 10 月

需求重回主导

四季度螺纹偏空为主

——2019 年 10 月黑色报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
黑色组

Tel: 0571-85106702

摘要

行情回顾：

现货止跌企稳，库存快速回落，叠加 70 周年大庆前环保加码，期现价格呈现一定程度反弹，但现货相对滞涨。在环保预期下，九月底螺纹产量不降反增，在预期和现实的揉搓下，期价压制明显。

钢材供给：

九月初，环保限产文件显示九月较八月宽松。九月下旬，各地强化大气污染防治管控，迎接 70 周年大庆，华北地区国庆节期间限产计划逐步落实，本次限产虽然时间较短，但力度较大，预计国庆期间库存较难累积，后续随着四季度取暖季环保明显不及预期，产量或高位为主。

下游需求：

需求端，在融资政策进一步收紧的情况下，国家在房地产调控上的意志仍未改变，房地产不乐观。但短期成交数据比较火爆或将需求提前释放。

未来展望：

取暖季环保明显不及预期，产量很难大幅回落，需求大概率前高后低，四季度螺纹供需将逐步宽松。

新世纪期货研究报告

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>



一、行情回顾：

9月初，现货止跌企稳，库存快速回落，叠加70周年大庆前环保加码，期现价格呈现一定程度反弹，但现货相对滞涨。在环保供应下降的预期下，9月底螺纹产量不降反增，在预期和现实的揉搓下，期价压制明显。后续随着四季度取暖季环保明显不及预期，产量或高位为主。需求端，在融资政策进一步收紧的情况下，国家在房地产调控上的意志仍未改变，房地产不乐观。短期成交数据比较火爆或将需求提前释。四季度螺纹供需将逐步宽松，螺纹反弹抛空为主。



图 1：螺纹指数走势图

资料来源：新世纪期货、wind

二、螺纹钢市场分析

2.1 供应方面：供应回落后又攀升

国家统计局数据显示：2019年8月我国粗钢日均产量281.5万吨，环比增加6.6万吨，8月生铁日均产量229.6万吨，环比增加9.21万吨，8月钢材日均产量343.2万吨，环比增加1.84万吨。2019年8月我国生铁产量7117万吨，同比增长7.1%；1-8月生铁产量54471万吨，同比增长6.9%。2019年8月我国粗钢产量8725万吨，同比增长9.3%；1-8月粗钢产量66487万吨，同比增长9.1%。2019年8月我国钢材产量10639万吨，同比增长9.8%；1-8月钢材产量80367万吨，同比增长11.0%。全国粗钢、生铁、钢材产量在6月份已经出现高位回落，7月环保加码，全国粗钢、生铁、钢材产量延续回落态势，但八月、九月环保有所宽松，8月日均粗钢、生铁、钢材产量再度回升，9月下旬虽然环保加码，但电炉钢复产较多，整体或继续回升。

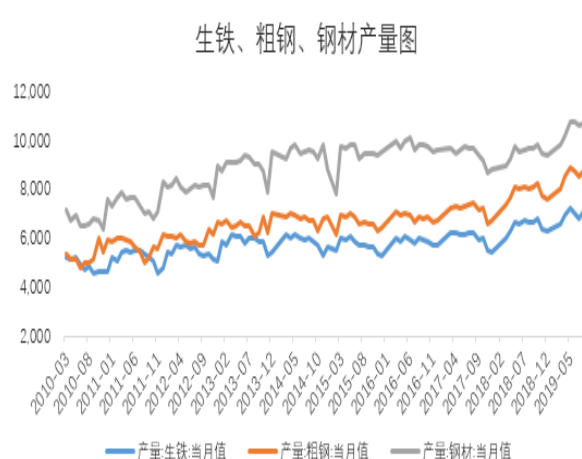


图2：全国粗钢、生铁、钢材月产量图

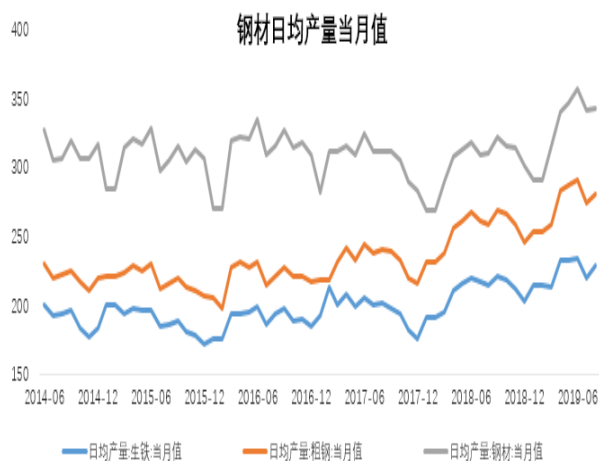


图3：全国粗钢、生铁、钢材日均产量当月值

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

8月中旬，重点钢铁企业粗钢日均产量 205.42 万吨，较上一旬回升 0.61 万吨，非重点钢铁企业粗钢日均产量 77.62 万吨，较上一旬回落 0.21 万吨，但依旧高位。唐山出台的 9 月环保限产政策，显示比 8 月还宽松，后期或依旧高位。9 月下旬，唐山、邯郸、河南、山东、山西等地强化大气污染防治管控，当地钢厂集中限产，也将导致钢铁产量下降。但随着利润回升，电弧炉端复产比较明显利润，后续将依旧高位持续到 10 月中旬。截止 9 月 27 日，五大品种合计产量减少 7.46 万吨 1028.26 万吨，主要钢厂周度产量螺纹钢产量增加 8.62 万吨至 353.47 万吨，钢厂短流程贡献较大。

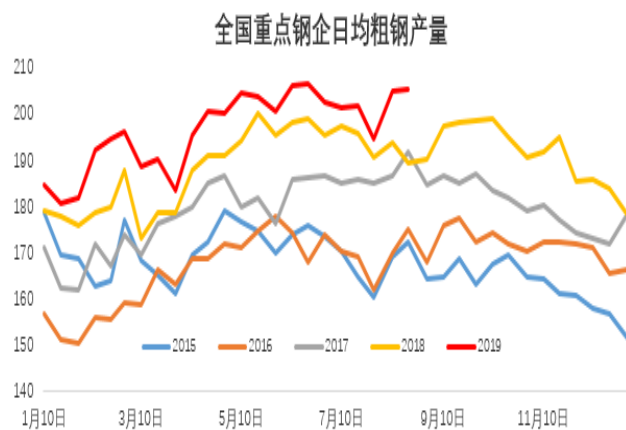


图4：全国重点钢企粗钢日均产量走势

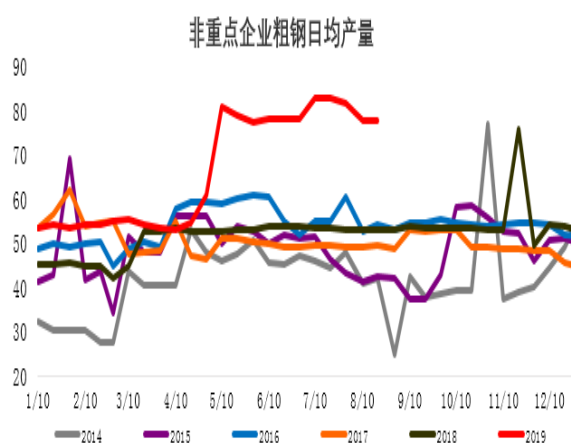


图5：全国非重点钢企粗钢日均产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

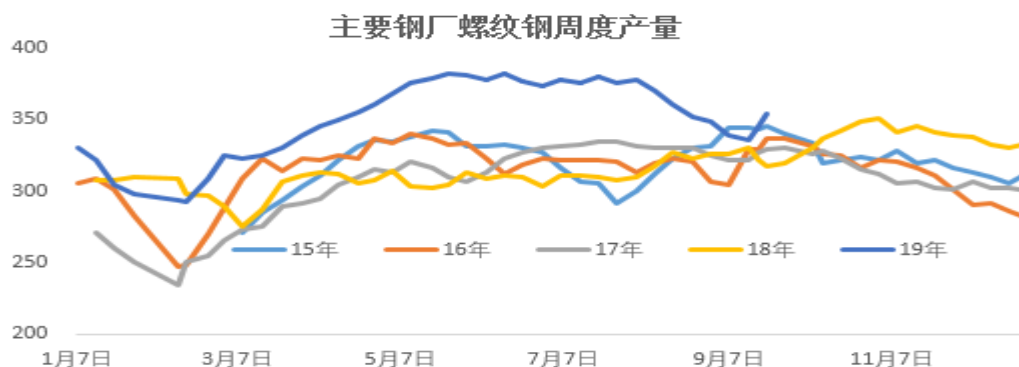


图 6：主要钢厂周度产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截至 9 月 27 日，Mysteel 调研 247 家钢厂高炉开工率 70.85%，环比减 10.33%；高炉炼铁产能利用率 79.32%，环比减 3.74%；日均铁水产量 221.8 万吨，环比减 10.46 万吨。8 月中旬，陕晋川甘以及河北、山东地区钢厂计划减产消息持续发酵，产量开始首次下滑，9 月下旬，新中国成立 70 周年，环保力度加码，开工率和产能利用率大幅回落，创近几年新低。

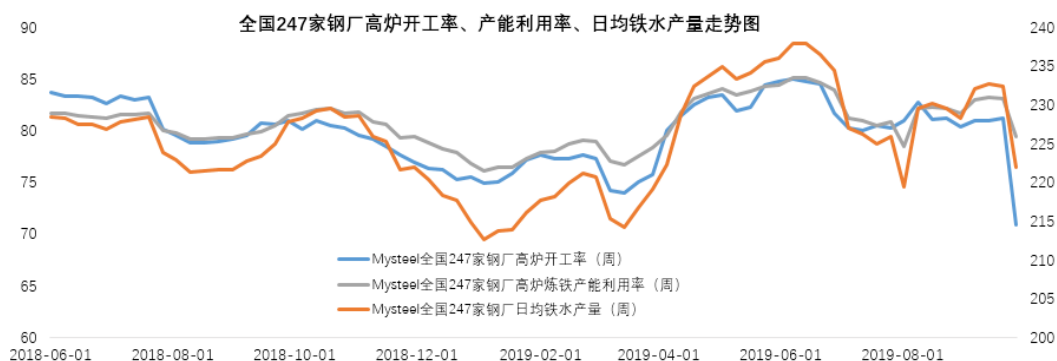


图 7：全国钢厂开工率和产能利用率

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

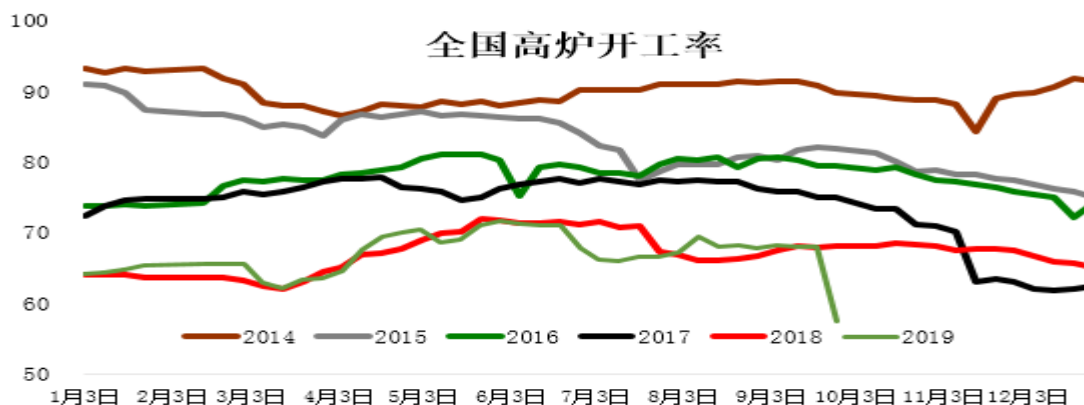


图 8：全国钢厂高炉开工率季节性对比图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截至 9 月 27 日，本周唐山地区 138 座高炉中有 78 座检修（不含长期停产），检修高炉容积合计 70210m³；影响产量约 91.77 万吨，产能利用率 66.02%，较上周下降 10.47%，较上月同期下降 10.35%，较去年同期下降 12.63%。163 家钢厂高炉开工率 57.6%，环比回落 10.49%；唐山钢厂高炉产能利用率 69.43%，环比回落 9.01%。大气污染防治管控以及大庆前限产，开工率大幅回落，展望四季度，节后需求回落，秋冬季环保加码，供应很难继续大幅下滑。

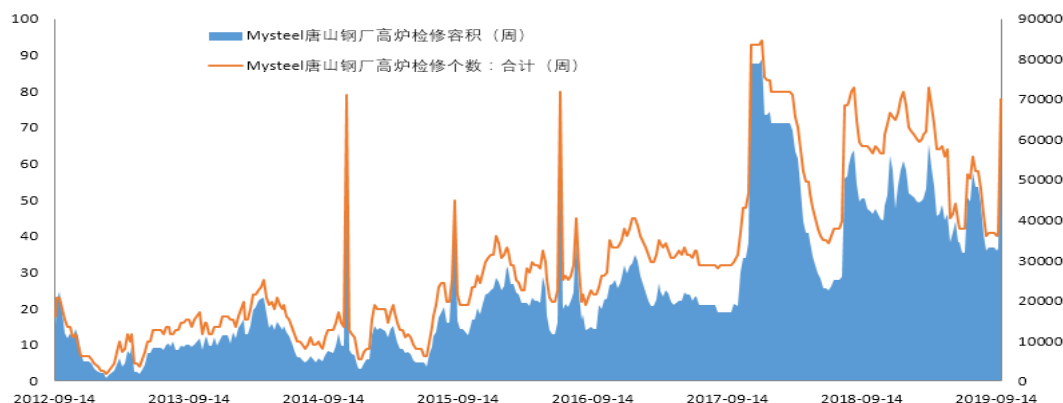


图 9：唐山样本钢厂高炉检修容积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2.2 需求方面：房地产政策持续收紧, 后期需求走弱

需求方面，短期指标看，截至 9 月 20 日，上海终端线螺周度采购量为 28600 吨，环比上周回落 4070 吨，上周全国建筑钢材日成交周均值为 20.64 万吨，环比回落 1.92 万吨，今年中秋提前两周，再加上 70 周年大庆，螺纹钢需求出现提前释放，国庆后需求将步入回落格局，随着房地产土地成交下滑，后市堪忧。

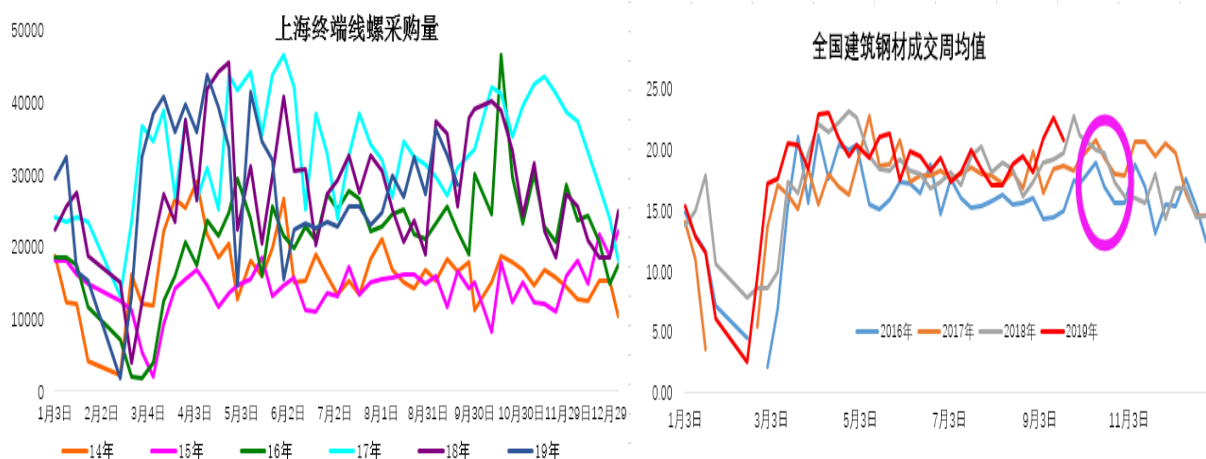


图 10：上海终端线螺采购量

图 11：全国建筑钢材成交量

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

中长期指标看，2019 年预计主要指标将会在 9 月后略有回落，钢铁企业和供应商应该适当考虑未来战略转向一二线和新兴城市。8 月的房地产数据显示，投资、新开工增速如期回落，施工高位，销售环比小幅回升，随着房地产融资环境持续收紧，房地产端恐有下行风险。8 月 25 日，央行发布 2019 年第 16 号公告，为坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效机制，规定自 2019 年 10 月 8 日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成，首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率，二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加 60 个基点等。前期监管出台一系列举措抑制房地产融资，包括：5 月 17 日 23 号文、6 月 13 日银保监会主席在陆家嘴论坛上发言点名房地产信贷、7 月 4 日银保监会对部分信托公司窗口指导、7 月 6 日银保监会针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司展开约谈示警要求控制房地产信托业务增量和增速、房地产企业海外融资政策随之收紧，房地产在政策“稳”的环境下不会大起大落，后期投资新开工均有下行风险。

（一）土地市场投资热度受到抑制

2019 年 1-8 月份，房地产开发企业土地购置面积 12236 万平方米，同比下降 25.6%，降幅比 1—7 月份收窄 3.8 个百分点；土地成交价款 6374 亿元，下降 22.0%，降幅收窄 5.6 个百分点。预计四季度，资金端融资收紧短期难有放松，叠加销售回款仍旧下行，房企拿地能力及意愿难以显著改善，土地市场预计依旧疲软。但部分区域及房企库存处于低位，土地溢价率亦处于低位，在手资金充足、杠杆较低的龙头房企在融资及补库存方面将更具优势。



图 12：房地产土地购置面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（二）开发投资增速如期放缓，土地购置费贡献预计持续下滑

在融资收紧背景下，土地投资疲软，新开工增速有所回落，房地产开发投资增速如期放缓。2019年1—8月份，全国房地产开发投资84589亿元，同比增长10.5%，增速比1—7月份回落0.1个百分点。其中，住宅投资62187亿元，增长14.9%，增速回落0.2个百分点。1—8月份，房地产开发企业房屋施工面积813156万平方米，同比增长8.8%，增速比1—7月份回落0.2个百分点。其中，住宅施工面积568025万平方米，增长10.1%。房地产投资主要由建安成本和土地购置费用两方面组成。目前施工面积保持高增速，适当对冲了土地购置费的疲软，前期高位新开工将对施工量形成一定支撑，施工面积增速或稳中有降。但土地购置费增速大幅回落，受棚改退潮影响，土地市场也一直相对低迷。融资收紧影响下，房企将加速库存去化和销售回款，短期施工投资预计维持同比增速，而土地购置费的滞后确认虽然仍有一定韧性，但在土地市场降温下，增速大概率持续回落，将带动房地产投资增速回落，下半年房地产投资增长不容乐观。

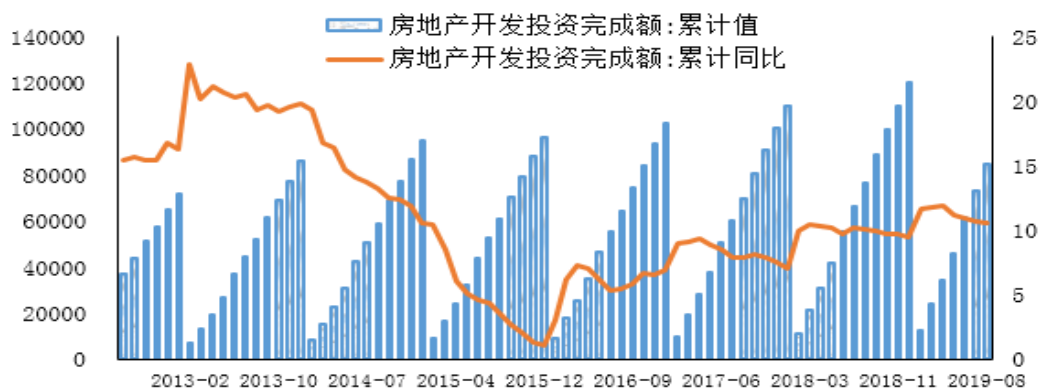


图 13：房地产开发投资情况

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

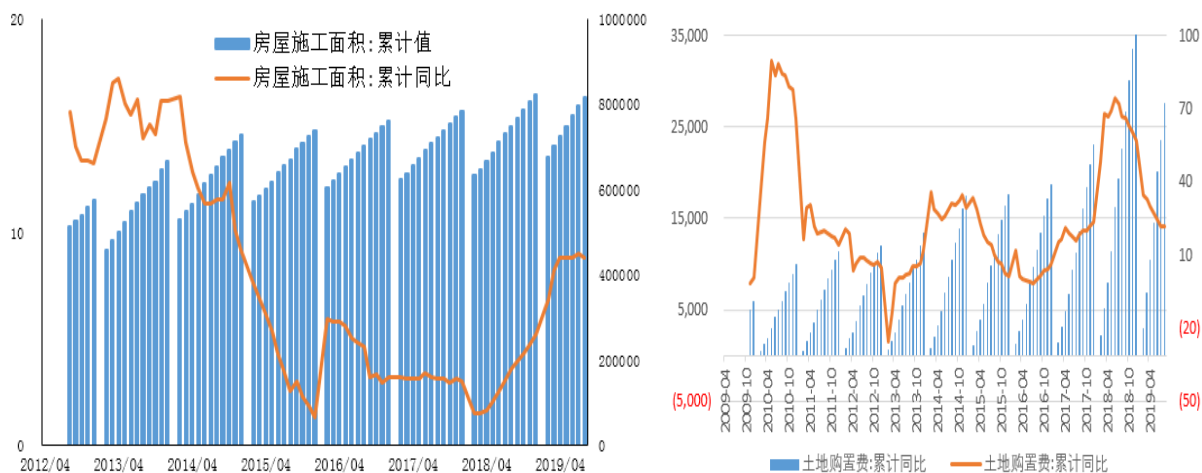


图 14：施工面积走势图

图 15：土地购置费走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（三）新开工增速继续回落，竣工降幅有所收窄

2019 年 1-8 月，房屋新开工面积 145133 万平方米，增长 8.9%，增速回落 0.6 个百分点。其中，住宅新开工面积 107053 万平方米，增长 8.9%。房屋竣工面积 41610 万平方米，下降 10.0%，降幅收窄 1.3 个百分点。其中，住宅竣工面积 29336 万平方米，下降 9.6%。预计四季度，新开工面积累计增速在融资政策收紧、销售预期回落以及拿地疲软的影响下将延续放缓的趋势，竣工面积增速趋势性修复也将受到当前融资环境收紧的制约。

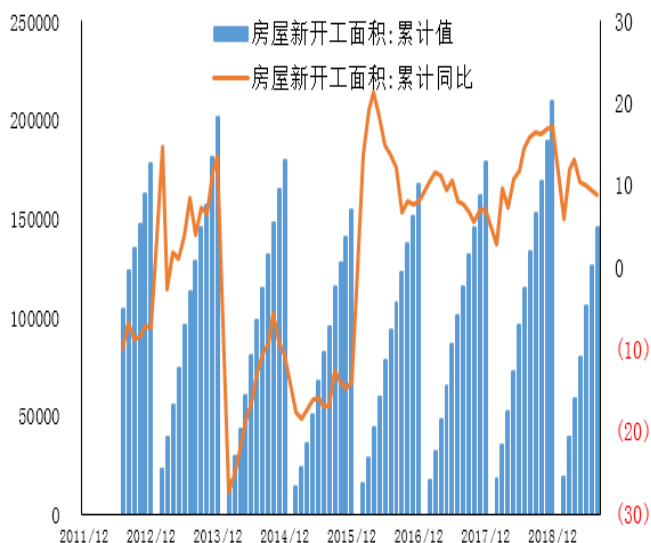


图 16：房屋新开工面积

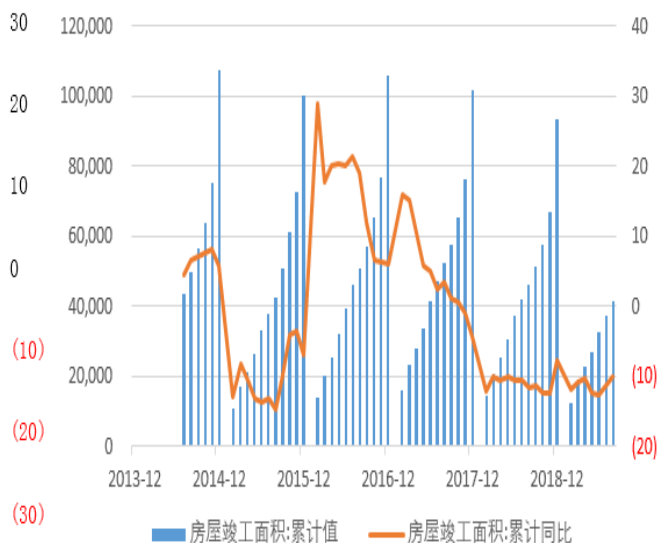


图 17：房屋竣工面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（四）房地产销售降幅收窄

2019 年 1-8 月，全国商品房销售面积 10.18 亿平方米，同比下降 0.6%，降幅比 1~7 月收窄 0.7 个百分点；商品房销售额 9.54 万亿元，同比增长 6.7%，增速较 1~7 月上升 0.5 个百分点。8 月全国商品房销售面积 1.31 亿平方米，同比增长 4.7%。8 月份国内商品房销售延续了上月的缓慢反弹态势，融资政策收紧、“金九银十”传统旺季来临房企为加速现金回流加大了推盘销售力度。

预计四季度，全国商品房销售面积增速在居民端和企业端货币政策均边际收紧、棚改力度减弱等因素影响下继续承压，但考虑到去年 9 月开始销售面积基数逐渐走低，预计不存在大幅回落的空间。结构或有分化，一二线城市调控政策仍将持续从严、资金面依然边际收紧；而三四线城市受棚改力度减弱将逐渐回归长周期基本面，总体销售将稳中有降。

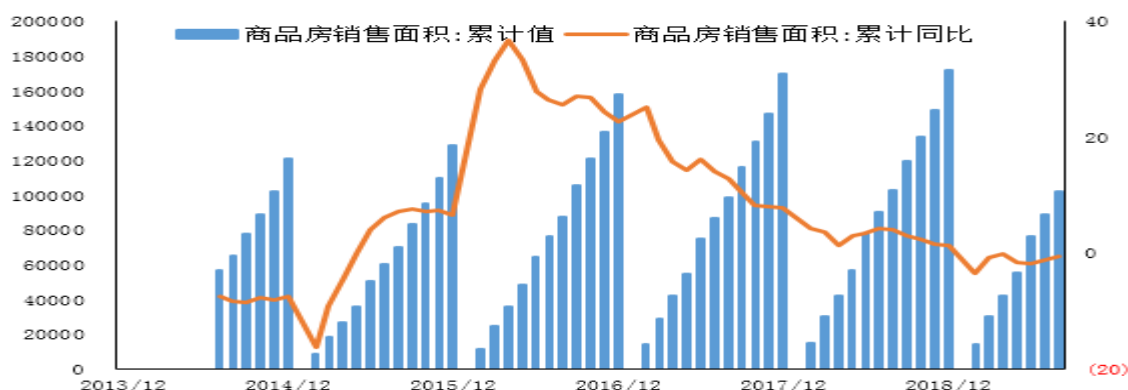


图 18: 房地产销售面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（五）房企到位资金增速回落

2019年1~8月，房地产开发企业到位资金11.37万亿，同比增长6.6%，增速较1~7月回落0.4个百分点，到位资金增速已连续四个月回落，回落主要原因是自筹资金和定金及预收款增速回落，在融资边际收紧下房企到位资金增速将持续下滑。监管层出台一系列举措抑制房地产融资，银保监会针对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司展开约谈示警，要求控制房地产信托业务增量和增速，以及房地产企业海外融资政策随之收紧，房地产融资监管政策持续从严。银行资金对地产融资同比上年未出现明显收紧，国内贷款17322亿元，同比增长9.8%，增速较1~7月继续提高0.3个百分点。预计四季度虽然美联储连续降息带动国内货币政策边际宽松预期扩大，房贷利率变为参考LPR后有望止升，但房地产监管及融资政策难以放松的情况下房企融资仍相对偏紧。

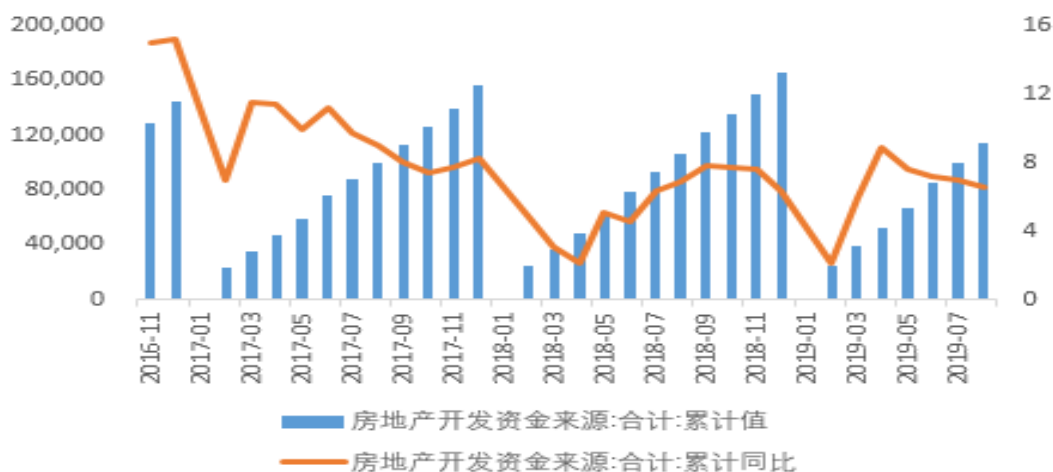


图 19: 房地产开发资金来源累计同比

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（六）基建投资短期维稳

基建行业一般对中国经济及钢材需求起“维稳”及“托底”的作用。2019年1-8月，城镇固定资产投资累计同比增长5.5%，较前值回落0.2个百分点。随着今年3.08万亿元新增地方债发行时限的临近，广东、四川、浙江等逾20个省份的全年新增专项债券额度已使用完毕。截至8月25日，全国37个省、市、自治区、计划单列市总计发行917只地方政府债券，债券规模为37580.64亿元。其中，新增债券合计发行27410.05亿元，约占新增限额的88.99%。新增一般债券合计发行8787.31亿元，完成94.49%；新增专项债券合计发行18622.75亿元，完成进度86.62%。为了尽快发挥地方债资金使用效益，稳投资稳经济，财政部此前要求地方政府争取在9月底前完成全年新增债券发行。这意味着剩余3000多亿元新增债券将在8月、9月两个月内完成发行。

考虑到年内新增地方债限额发行渐近尾声，后续政策可能为使用往年剩余额度，从往年剩余额度来看，除湖南和西藏外，其他地区可以考虑动用往年剩余额度。分地区来看，北京、上海、广东和四川的往年剩余额度占到全国总剩余额度的49.4%。湖南和西藏两地剩余额度为0，黑龙江、青海、天津和宁夏等地的剩余额度均不足50亿元。如果有剩余额度的地区（除湖南和西藏）均动用往年剩余30%额度，则可多发行新增专项债券约3615.3亿元。未来，地方债支持基建会进一步得到扩大和推广，尤其是有一定收益的专项债项目，这主要是因为地方债作为合法合规的举债方式，除了助推经济增长外，受到监管且更加透明化。

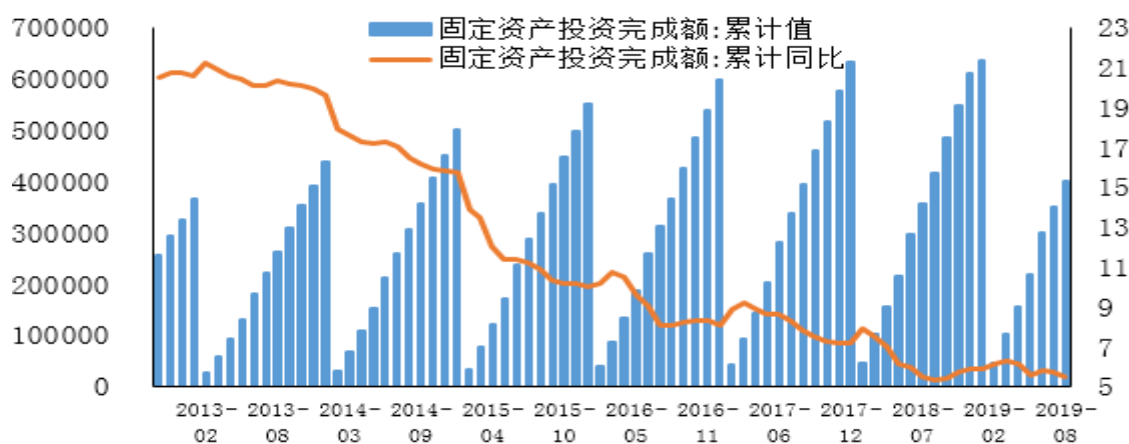


图 20: 固定资产投资情况

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

2.3 库存、利润方面

库存：截止9月20日，五种钢材总计社会库存同比减少18.8万吨至1141.48万吨，35城社会库存环比减少20.41万吨至527.64万吨，社会库存连续第九周累库后第六周降库，钢厂库存在连续二周环比

下降后小幅度累库，环比增加 0.2 万吨至 224.18 万吨。7-8 月库存进入季节性累库阶段，主要品种整体库存较去年同期增加近 400 万吨，创 2016 年以来的高点，目前进入降库通道。多地发布环保限产政策，9 月下旬环保力度超过预期，环保对供应下滑的预期升温，但仍需关注每周产量数据情况，谨防电弧炉端复产，后续库存降幅有限。

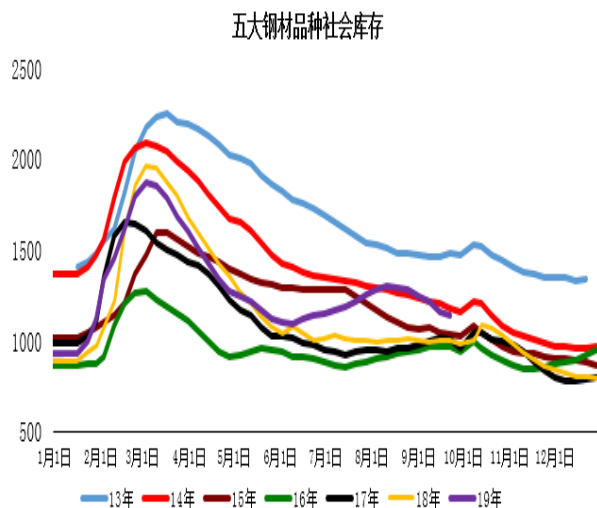


图 21：五大品种钢材社会库存走势图

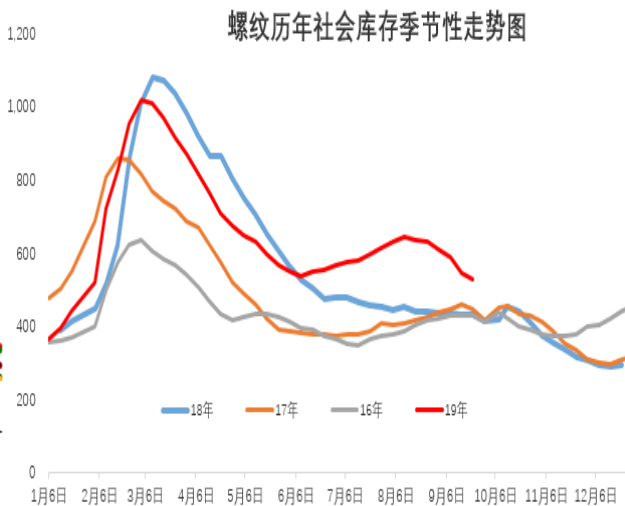


图 22：螺纹社会库存走势图

数据来源：mysteel，新世纪期货

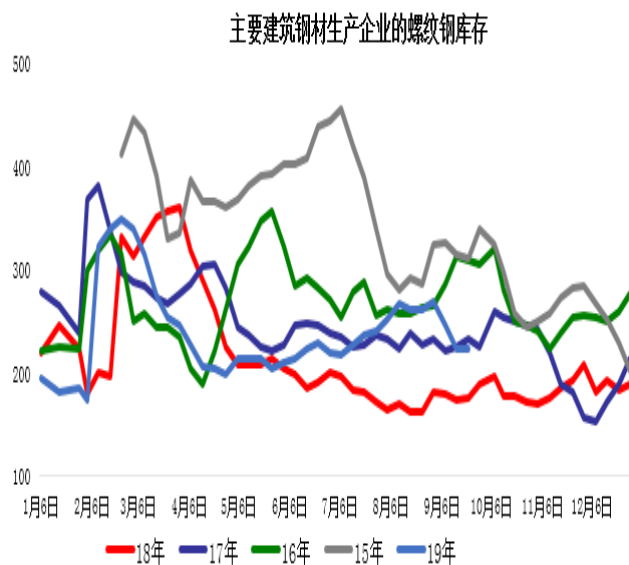


图 23：钢厂厂库库存走势图

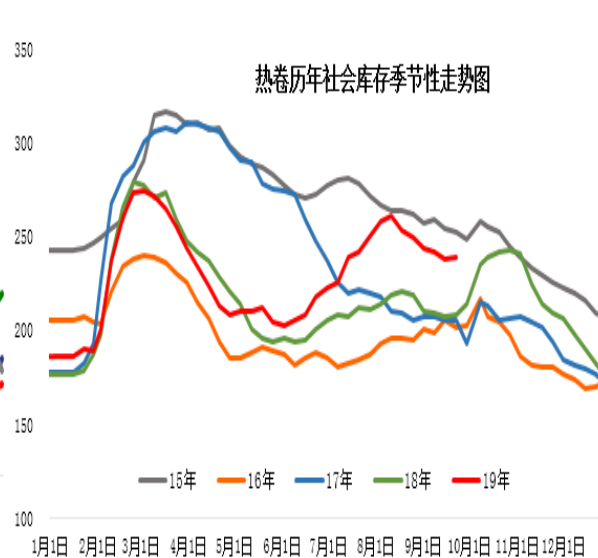


图 24：热卷社库库存走势图

数据来源：mysteel，新世纪期货

利润：截止 9 月 20 日，钢厂盈利面积重心大幅回升至 77.91%，环比有所回升。环保因素随着成本端快速回落，螺纹现货价格有所回升，钢材利润也有所回升。长流程利润从 8 月初 6 元/吨回升到 320 元

/吨，盘面利润也迅速回升，由于主力换月从 220 回升到 347 元/吨。电炉厂亏损收窄，亏损从 400 元/吨到 280 元/吨附近，随着利润回升，短流程开工率明显大幅度回升，短流程产量占样本内螺纹总产量占比同样大幅度回升至 11.6%。截至 9 月 19 日，53 家独立电弧炉的开工率增加 6 个百分点至 72.55%，产能利用率增长至 56.9%。9 月下旬高炉环保力度超过预期，但随着利润回升，电弧炉端复产比较明显利润，产量依旧高位。

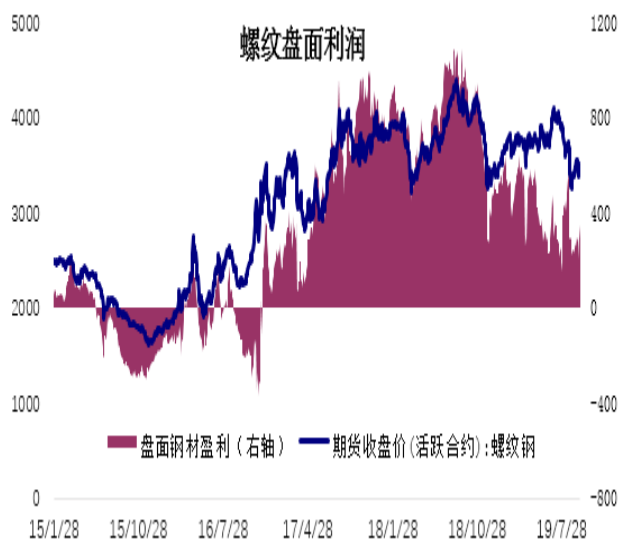


图 25: 螺纹盘面利润

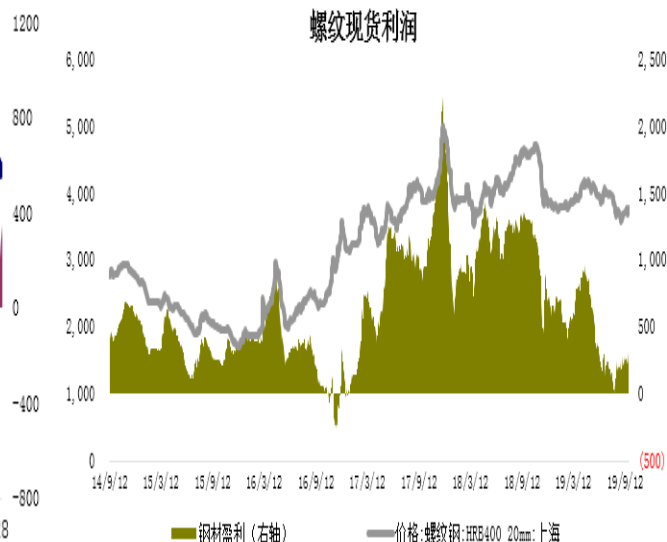


图 26: 螺纹现货利润

数据来源: mysteel, 新世纪期货



图 27: 全国钢厂盈利面积

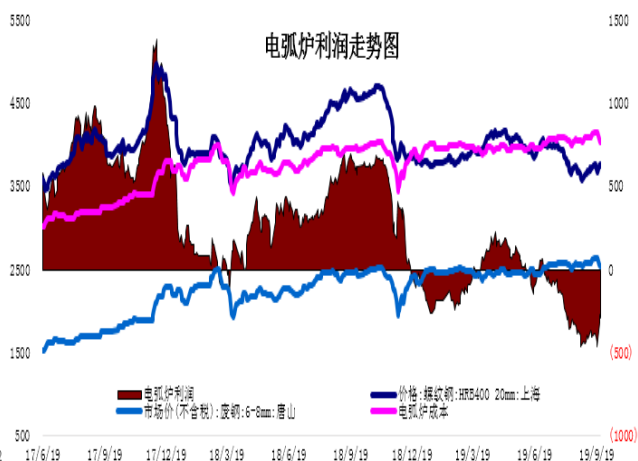


图 28: 电弧炉利润走势图

数据来源: mysteel, 新世纪期货

2.4 环保限产过程

国庆节将至，全国多地环保政策相继出台，其中涉及到工地停产、车辆限运情况，以及各地启动重

污染天气应急响应，主要如下：

1、日前发布重污染天气橙色+预警，邯郸市自9月23日24时起，启动二级强化措施，根据《邯郸市2019年重污染天气应急减排清单》和《邯郸市2019年9-12月重点行业生产调控方案》要求应急减产。其中钢铁行业烧结机、球团予以停产，高炉焖炉；焦化企业4.3米焦炉延长结焦时间72小时；其它焦化企业焦炉延长结焦时间至36小时。

2、根据中国环境监测总站与京津冀及周边地区省级环境监测中心会商结果,预计9月25日至10月3日期间,京津冀及周边地区将出现一次长时间、大范围中至重度污染过程,其中,预测我省部分城市将连续出现中至重度污染天气。为有效应对重污染天气,山东省重污染天气应急工作小组办公室下发《关于切实做好9月25日至29日重污染天气过程应对工作的函》,要求包括济南在内的山东省13个地市发布橙色预警并启动II级应急响应。按照生态环境部及省生态环境厅要求,根据《济南市重污染天气应急预案》有关规定,我市于9月23日零时发布重污染天气橙色预警,并于9月23日零时启动II级应急响应。

3、根据天津市实际情况，非采暖季橙色预警响应措施如下：橙色预警期间，绩效水平达到B级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，石灰窑停产；绩效水平为C级的钢铁企业烧结机、球团设备停产，预警响应时间超过120小时之后时段停产50%，高炉停产50%（含）以上，以高炉计，非秋冬季时段以采用闷炉等方式减少污染物排放，石灰窑停产，禁止使用国四及以下重型载货车辆（含燃气）进行物料运输。

4、据Mysteel获悉，9月23日晚，唐山市政府印发了《关于启动重污染天气二级应急响应》的通知，Mysteel调研了当地多家企业，表示收到了此通知，并已做好计划执行限产政策，具体内容如下：1、长流程钢铁行业。绩效评价等级为B级的，烧结机、球团设备、石灰窑停产，以生产线计；6m及以上炭化室出焦时间延长至28小时，6m及以下炭化室出焦时间延长至36小时。绩效评价为C级的，烧结机、球团设备、石灰窑停产，以生产线计；高炉停产50%（含）以上，以高炉计；6m及以上炭化室出焦时间延长至28小时，6m及以下炭化室出焦时间延长至36小时。2、焦化行业。绩效评价为B级的，焦炉延长出焦时间至36小时。绩效评价为C级的，焦炉延长出焦时间至36小时；其中，4.3米焦炉停止50%（含）以上炭化室装煤。3、独立石灰窑行业。绩效评价为B级的，停产保窑；绩效评价为C级的，停产。4、短流程钢铁行业。电炉炼钢、独立烧结、球团、轧钢企业停产。

5、据Mysteel获悉，9月24日运城市生态环境局新绛分局发布文件，要求自25日0时起，启动重污染天气橙色预警，预计10月2日24时解除预警。主要要求如下：一、钢铁企业：1、单烧结机的钢铁企业9月26日18时前可生产，18时后停产，如应急响应时间超过120小时且预警未解除，可复

产；球团、石灰窑参照执行。2、两台以上烧结机的钢铁企业，启动应急响应后，停产 50%（以生产线计）；9 月 26 日 18 时后全部停产；如应急响应时间超过 120 小时且预警未解除，可复产 50%（以生产线计）。球团、石灰窑参照执行。二、焦化企业：结焦延时至 36 小时以上；三、水泥企业：孰料、粉磨站、水泥制品停产；四、化工企业生产负荷在现生产状况水平基础上再限 30%。

6、据 Mysteel 获悉，为确保国庆期间空气质量优良，9 月 24 日，徐州市、连云港市、宿迁市于 9 月 25 日零时起启动重污染天气橙色应急管控。徐州市要求钢铁企业：独立烧结、球团企业一律停产；单烧结机的钢铁企业于 9 月 26 日 18 时起停产；两台以上烧结机的钢铁企业于 9 月 25 日零时起限产 50%（按生产线计），9 月 26 日 18 时起全部停产；球团、石灰窑参照烧结机执行。据 Mysteel 调研了解，徐州及连云港市多数钢厂已收到通知文件，并于 9 月 26 日至 10 月 2 日执行响应的停限产措施。

7、随着河南新乡、焦作、郑州及安阳等地陆续发布重污染天气红色或橙色预警，24 日晚些时候安阳市工业企业环保限产方案也已正式公布。从限产通知文件要求来看，此次安阳市钢铁企业限产力度甚至已超出近几年秋冬采暖季。

三、后市展望

展望四季度，随着利润的回升，钢厂主动减产动力不足，电弧炉仍是控制产量的主要手段，因此需求放量前，仍需要价格及利润来调控电炉产量。目前驱动在于环保、北京 70 周年大庆等政策性减产，但利润的回升，高炉产量一定程度被电弧炉取代。取暖季环保明显不及预期，符合超低排放的钢厂允许满负荷生产，10-12 月产量大概率复制 18 年走势呈现前低后高。由于 9、10 月份是传统旺季，我们对当前需求并不悲观，但房地产市场处于调整期，需求大概率前高后低。四季度螺纹供需将逐步宽松，螺纹反弹抛空为主。

风险因素：环保大幅加码，需求大幅好于预期，库存去化超预期。

2019 年 10 月

库存去化到底， EG 年内低点已现

——2019 年 10 月乙二醇报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
化工组
Tel: 0571-85058093

新世纪期货有限公司
地址：杭州市下城区万寿亭 13 号
邮编：310000
传真：0571-85058093
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

九月的乙二醇盘面经历了暴涨暴跌，整体上涨了 8.7%。供需方面乙二醇从 6 月份开始持续去库，库存在 8 月和 9 月更是加速去化。消息面主要是沙特原油火灾事件对盘面的刺激，乙二醇涨幅超 500 点。因为进口的来自沙特货源的冲击影响，乙二醇 10 月平衡表收紧 10 万吨。且我们预估 11 月份的进口量会被影响到，因为沙特方面的长约在事故后有所减少，因此港口去库有望持续到 11 月份。

国内供需主要重点关注国内煤制企业在国庆后重启计划的实施情况以及新装置投产进度，目前看到的是煤制生产企业开工进度较预期中的要缓慢，乐观估计到 10 月底整体开工上浮 10%，悲观的话预估开工整体提升 5 个百分点，比较可靠的是 10 月份现有装置产量增加 6 万吨。国内新投产前面计划 10 月开车的斯尔邦 30 万吨产能预计延迟。因此 10 月上旬的供应增加较小，供需矛盾仍以把握去库节奏为主，乙二醇现货利润较低水平，完成将来进入过剩局面的先导。



一、行情回顾：供应端损失较多，旺季预期支撑上涨

9月的乙二醇盘面经历了暴涨暴跌，整体上涨了8.7%，原因很简单，乙二醇华东港口库存从8月份加速去化，上游生产企业开工率8月平均值在65%，9月的平均开工率更是下降到55%，而煤制生产企业开工率也从8月份56%下降到9月份的48%。供应端减量预估有8~10万吨，此外9月份聚酯需求的增量有8.5万吨（9月份聚酯开工率较8月份聚酯开工率提升2.5%），折合到需要相应的乙二醇增量有4万吨，即乙二醇9月份平衡表收紧12.5万吨。而9月份乙二醇去库达22.12万吨，进而对10月份平衡表的影响就是供应压力减少10万吨，与此同时需要关注沙特方面相关生产企业开工恢复进展。

3季度的乙二醇在去库进程当中，除了基本供需走强以外，还要考虑消息面带给投资者情绪过度的反应给到盘面，同时这种纯粹的情绪盘时效性较短，所以乙二醇在9月中旬的暴涨500点再回落300点，是一场交易者的情绪发泄。当然影响过激也是被影响者本身的深陷其中更多，现在回过头来看乙二醇自从7月底开始的上涨似乎情有可原，然而在当时总不会容易清醒。

除了外盘供应损失以外，国内检修装置也比较多，尤其是煤制企业在上半年以低点毛利率运行开工，在三季度开工下降到50%以下，国产减量有7万吨左右。下游聚酯开工补库也发生在这时候，整个基本面受到的支撑良好。



图 1. 乙二醇收盘价

资料来源：wind 资讯

二、价差利润：煤制企业成本支撑加强，比价底部修复回升

从基差来看，由于供应端的损失对近月支撑作用更强，乙二醇的基差是持续走强的，也就是说现货和纸货在抛压方面压力较小。成本端我们看到在上半年的时候，中美加征关税整体对纺织服装出口影响较大。对原料端的聚酯订单方面也减少较多，尤其是外贸订单，我国乙二醇下游消费 90%以上都是用于生产聚酯，整个需求端对乙二醇支撑比较弱，另外乙二醇的供应端压力在这个阶段又表现强势。装置投产消息不断，港口货源到港不断，内外交困下的乙二醇价格连连下跌，自从上市就被作为市场空头配置来操作。这种背景下 5 月份的乙二醇装置开始了停车检修的计划，这一行为使得到了 8 月份乙二醇煤制生产企业的开工下滑到 44%，乙二醇也从 7 月底开始底部攀升之路。



图 2. 乙二醇主流现货基差

MEG产量季节性						
	2019	2018	2017	2016	2015	2014
1月	70.3	54.7	52.3	41.5	30.8	31.5
2月	68.3	53.9	49.8	41.7	29.2	29.2
3月	72.3	59.9	51.8	42.3	31.5	30.8
4月	66.90	51.5	49.5	42.1	31.0	32.9
5月	62.90	43.4	44.4	44.4	33.0	31.0
6月	56.10	44.8	43.7	43.4	35.4	26.5
7月	57.60	54.7	51.8	42.3	39.8	33.5
8月	57.99	64.0	55.1	42.2	44.3	32.6
9月	61.00	62.8	53.9	39.3	41.0	31.8
10月	67.00	67.5	54.6	43.7	43.5	32.1
11月	69.00	66.1	50.9	42.1	41.0	26.0
12月	71.00	70.2	53.2	46.4	44.3	30.0

图 3. 乙二醇月度国产量

数据来源：wind 资讯，卓创资讯，新世纪期货

三、供需：新增产能暂时淹没，平衡表收紧

当前乙二醇的供需仍有支撑，主要是下游聚酯旺季开工率有纺织服装终端需求的订单需求而不会降低过多，国内供应很多检修装置重启计划在国庆节后，对 10 月份国内产量增量来说压力不会太大。另外就是进口的影响，由于沙特是我国乙二醇的主要进口来源地，进口占比常年超过 40%，沙特两大原油加工厂被袭后，沙特关停了该国一半的石油生产，损失的产量将通过现有的石油供应来弥补。声明中还称，袭击还导致沙特天然气生产暂停，这将使乙烷和液化天然气供应量减少 50%。

目前看原料不是直接来源于被炸的装置区域，没有直接断供，但是由于资源会整体平衡，公司说会有短期降负，平衡各产品的产量，具体怎么平衡要看利润等，预计合约客户的量不减，除非不可抗力，签订合同不会发生违约。以下加入此次事件对乙二醇平衡表的影响：

国内供应方面：国庆后国内计划有 66 万吨煤企装置恢复开工，加上部分负荷较低的装置提升负荷，预计 10 月因国内装置生产开工的提升使得乙二醇产量大概增加 8~15 万吨（煤企开工率由 48.51% 提升至 60%，10 月没有新产能投放）。考虑到乙二醇现货市场高价影响，开工积极性提高，11 月预估有兖矿 40 万吨、延长石油 10 万吨新装置投产的增量按投产 50% 进度计算有 2 万吨，11 月国内产量在 10 月基础上增加 33~55 万吨（按照开工率提升 3%~5% 计算），12 月预计主要增量在于新装置的产量，恒力石化 90 万吨按照投产 30% 计算产量增加 2.3 万吨。

第一种市场消息称沙特 10 月份发往国内货源下降 30%，长约量不变。按照平衡表估算，沙特这次事故对国内进口货源的损失 $85 \times 0.4 \times 0.3 = 10.2$ 万吨，11、12 月正常进口沙特货源。加上国内估值 10 月、11 月、12 月的平衡表供应端环比变化为 +3 万吨、+（40~70）、+（42.3~72.3）。

第二种按照 Sabic 宣布的平均减产 49% 计算，乙二醇进口平衡表收紧 16.6 万吨，时间周期不定，加上国内估值 10 月、11 月、12 月的平衡表供应端环比变化为 -3 万吨、+（24~53）、+（26.3~55.3）。

第三种按照沙比特内部人士透漏乙二醇方面装置检修 3~4 个月，损失按 50%、30%、10% 递减计算，10 月、11 月、12 月乙二醇进口平衡表收紧分别为 17 万吨、10.2 万吨、3.4 万吨。加上国内估值 10 月、11 月、12 月的平衡表供应端环比变化为 -4 万吨、+（30~60）、+（39~68）。

综上沙特影响主要是极大缩紧了乙二醇 10 月份平衡表，目前盘面近月在作此预期，远月进入过剩局面。虽然远月预估乙二醇供需不会偏紧，但是不可否认在国庆前盘面对沙特事件预期的过度反应，且需要时刻关注沙特复产进度消息，有可能减量会提前减少，也可能地缘政治带给油价风险溢价更大的空间。此外 9 月 19 号台湾南亚 3 号线 36 万吨装置计划检修且该厂 4 号线 72 万吨装置计划 11 月检修 30 天，对近月的乙二醇供应来说无疑是雪上加霜。预计乙二醇港口库存去化要持续到 10 月中，不排除持续到 10 月底的情形出现。短期 EG2001 合约，基本面在良好去库下，国内煤企复产进程缓慢，进口不明朗的推动下，往上空间已经被盘面多杀空的局面拉高，入场风险增加。4800 以上的乙二醇会极大刺激煤企生产的积极性，毕竟价格不等人，同时考虑装置复产的时效性。

经历了暴涨暴跌，平静过后依赖基本面托底，不可否认乙二醇因为供需实实在在被影响到，价格也被拔高。供需方面，国内煤制企业在利润的驱使下已经出现开工有所加快复产的情况，华东港口库存继续下降，本周减 5 万吨，目前 60 多万吨的水平，还将继续下降，下周到港量 15 万吨偏低，此外国外装置陆续出问题，对近月的乙二醇供应来说无疑是雪上加霜。预计乙二醇港口库存去化要持续到 10 月中，不排除持续到 11 月份的情形出现。短期 EG2001 合约，基本面在良好去库下，国内煤企复产进程缓慢，进口不明朗的推动下，往上空间已经被盘面多杀空的局面拉高，经过急速下跌后也稳定下来，短期是一

个震荡偏强的格局。

未来要投产装置乙二醇				
2019年				
地区	装置	产能（万吨）	预计投产时间	工艺
西北	内蒙古康奈尔	30	2019年Q1	煤制
华中	湖北三宁1	30	2019年10月	煤制
华东	浙江石化	90	2019年7月份	石脑油
西北	陕西榆林煤化	40	2019年10月份	煤制
华中	鹤壁宝马	20	2019	煤制
华北	江苏斯尔邦	30	2019年10月份	
西北	建元煤焦化有限责任公司	24	2019	煤制
西北	内蒙古伊泰石油化工有限公司	40	2019	煤制
		304		

图 4.乙二醇国内新投产产能公布

资料来源：资讯整理

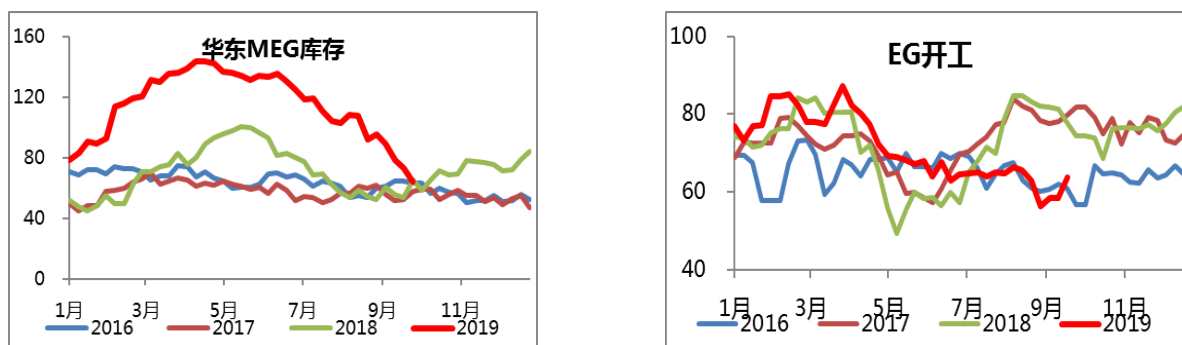


图 10. 乙二醇港口库存和生产开工率走势

数据来源：wind 资讯

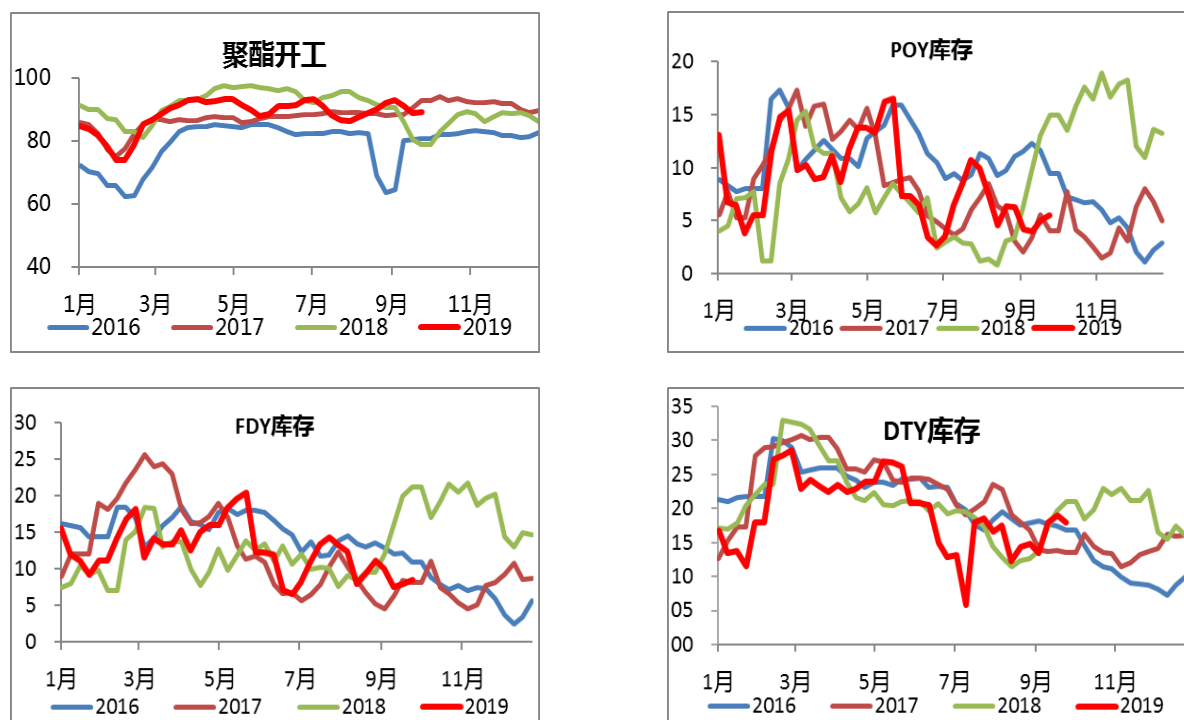


图 5. 聚酯开工及库存

资料来源: wind 资讯, 卓创资讯, 华瑞信息, 新世纪期货

四、10 月行情展望：短期博弈空间减少，谨防远月供需转弱风险

9 月的乙二醇盘面经历了暴涨暴跌，整体上涨了 8.7%，原因很简单，乙二醇华东港口库存从 8 月份加速去化，上游生产企业开工率 8 月平均值在 65%，9 月的平均开工率更是下降到 55%，而煤制生产企业开工率也从 8 月份 56% 下降到 9 月份的 48%。供应端减量预估有 8~10 万吨，此外 9 月份聚酯需求的增量有 8.5 万吨（9 月份聚酯开工率较 8 月份聚酯开工率提升 2.5%），折合到需要相应的乙二醇增量有 4 万吨，即乙二醇 9 月份平衡表收紧 12.5 万吨。而 9 月份乙二醇去库达 22.12 万吨，进而对 10 月份平衡表的影响就是供应压力减少 10 万吨。

对于 10 月进口量我们预估 80 万吨左右，11 月预计更少 75 万吨左右，误差范围-5~10 万吨，进口压力预计下降，其实我们可以看到今年乙二醇进口呈现负增长的格局，也很容易理解。乙二醇国外的装置基本是一些进入老化的状态，发达国家工业在上世纪建成已经运行了较多年限，装置容易出现问題，这就使得外盘供应在下半年出现一些意外停车情况。乙二醇月均进口量 85 万吨左右，较去年最高的近 100 万吨进口量下降了 15 万吨，再加上进口依赖度逐年递减，整体乙二醇的供应压力在 1 季度偏高后开始修复远月的弱势预期。

10 月策略建议：

由于我们看到乙二醇去库持续到 10 月底，至少 10 月上半旬乙二醇基本面驱动仍向上，建议单边逢低买入 EG2001 合约，价差方面可以择时入场 15 正套，和 PTA 的价差也有望再回调一些，建议多乙二醇空 PTA 套利。10 月下旬关注到进口量的波动是否符合预期，及时修正误差，如果国内装置恢复加快，可考虑聚酯支撑走弱的情况下单边高位空乙二醇，同时注意到原油对化工板块的联动影响以及整个宏观资金面和经济运行情况走势的环境，单边操作及时止盈。过快盈利减仓要快，套利组合稳定性更好。

风险提示：到港不及预期，煤企装置检修意外、油价波动、宏观政策变动、中美谈判超预期。

2019 年 10 月

黑天鹅事件突发

风险溢价抬升

——2019 年十月原油报告

新世纪期货研究院（投资咨询）

化工组

Tel: 0571-87923821

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85106702

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

九月来看，本月原油深受沙特核心油田被袭击的“黑天鹅”事件影响，内盘原油一度冲高涨停，外盘原油大涨十几个百分点。全月来看，月初在沙特事件发生之前，美原油在 53 美元至 57 美元附近震荡，布伦特原油在 57 到 62 美元区间震荡，SC 原油在 400 元至 440 元区间震荡。月初来看，原油没有大的趋势性行情，只有短线的小幅波动。但沙特事件导致原油大幅上涨。至月末，原油情绪修复，避险情绪不减，原油冲高回落。

本月美国商用原油库存总体开始正式兑现去库存逻辑，库存呈现不断下降趋势，月度共计减少-344 万桶。本月黑天鹅事件推高原油风险溢价。9 月 14 日，沙特国有石油企业阿美的两处主要石油设施遭到无人机攻击，引发大火，也门胡塞武装宣布对此负责。本次事件暴露了沙特能源基础设施的脆弱性。

需求端全球一致预期下调，目前来看并没有可以令需求大幅转好的驱动因素存在。中长期来看，剔除消息刺激利好干扰因子后行情趋弱，但受减产托底，维持区间震荡。



一、本月价格走势分析

1、期现货市场

目前原油主力换月至 11 月合约。就全月来看，本月原油深受沙特核心油田被袭击的“黑天鹅”事件影响，内盘原油一度冲高涨停，外盘原油大涨十几个百分点。全月来看，月初在沙特事件发生之前，美原油在 53 美元至 57 美元附近震荡，布伦特原油在 57 到 62 美元区间震荡，SC 原油在 400 元至 440 元区间震荡。月初来看，原油没有大的趋势性行情，只有短线的小幅波动。但沙特事件导致原油大幅上涨。至月末，原油情绪修复，避险情绪不减，原油冲高回落。

本月 SC10 原油合约价格跟随外盘原油价格波动，但是波动率小于外盘原油波动。沙特事件的冲击导致美原油一天最高涨幅达十几个百分点，内盘也随之冲高。但随着恐慌情绪的逐渐平复，加上中东地区减产情况超预期影响，原油价格逐渐波动回调。SC10 合约月度 9 月 2 日结算价 433.3 元，27 日结算价 448.4 元。最高 496，最低一度下探至 420.3 元。

国际原油方面，美国西德克萨斯轻质原油 WTI10 合约 9 月 3 日结算价 53.94 美元，9 月 27 日结算价 55.91 美元，最高 63.38 美元，合约本月上涨约 1.61 个百分点，布伦特原油 9 月 2 日结算价 58.66 美元，9 月 27 日结算价 61.04 美元，本月月度上涨约 3.29 个百分点。

表 1：8 月国际油价月度价格对比表

	单位：美元/桶	
	WTI	Brent
最高价	63.38	71.95
最低价	52.84	57.23
9 月 2 日结算价	53.94	58.66
涨幅	1.61%	3.29

数据来源：文华财经，新世纪期货

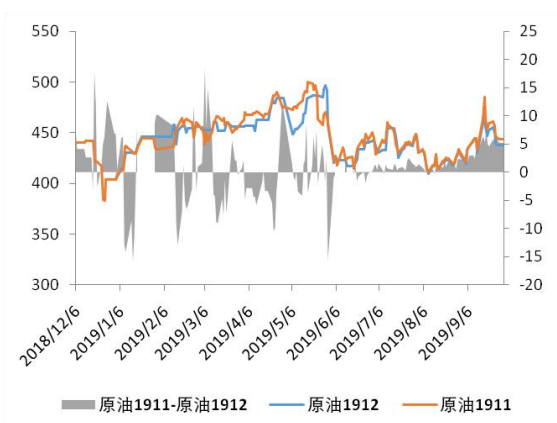


图 1：原油期货日线图



图 2：IPE 布油和 NYMEX 轻质原油日线图

数据来源：wind，新世纪期货

2、价差：原油远月贴水结构或将加深

上月以来，世界各大组织对原油本年度的悲观需求预期不改，因此导致原油目前呈现出远月贴水结构，这可以解读为对未来的看跌。但目前进入第三季度的尾声，原油由去库存进入到累库存的阶段。今年的预期普遍悲观，就目前的去库情况来看，原油去库存的速度较快。炼厂开工意愿不强烈，炼厂开工率和钻机数持续下降，可能会导致原油近月的货源偏紧，导致更深的远月贴水结构。

WTI 原油为在美国交易的原油品种，受美国原油供需影响更大，而布伦特原油则受到中东地区的原油供应影响更大。中东局势变化较大，随着美国对中东影响力的进一步减弱，中东未来格局难以预计，但对布伦特的影响或将更大。一旦中东地缘政治因素再起，布油将得以更大的提振，这或将进一步拉大布油与美原油的价差。

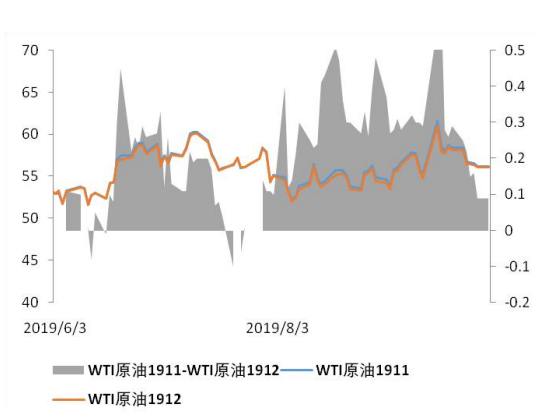


图 3：WTI 原油价格日线图

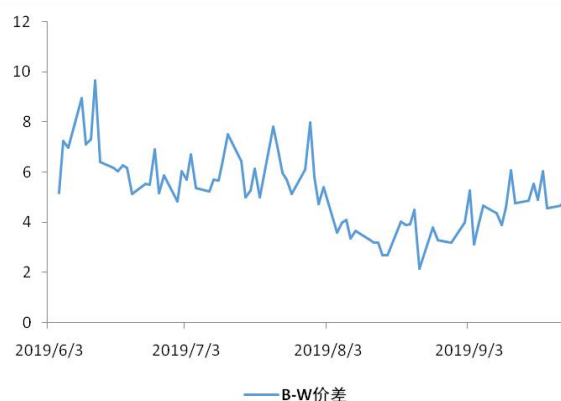


图 4：W-B 价差

数据来源：wind，新世纪期货

二、供应面分析

1、OPEC 增产迹象出现，需求预期悲观

OPEC 减产力度似乎有放松迹象，近月减产力度不及预期，且出现增产的趋势。但各方发表声明维持减产。俄罗斯能源部长诺瓦克表明，俄罗斯坚持完成欧佩克+减产协议。自沙特阿美受袭以来，形势已经稳定，沙特没有减少石油出口量。俄罗斯方面没有作出改变全球石油减产协议的决定，将继续按照约定的协议进行减产。

另外，全球各大组织机构维持悲观预期不变，OECD 表明，全球经济扩张情况创金融危机以来最弱。预计英国在无协议脱欧情况下将进入经济衰退期；2019 年全球经济增速预期 2.9%，此前为 3.2%；2020 年全球经济增速预期为 3.0%，此前预期为 3.4%；2019 年美国经济增长预期为 2.4%，此前预期为 2.8%；2020 年美国经济增长预期为 2.0%，此前预期为 2.3%。

2、美国原油产量：企稳上升

根据美国 EIA 本月的四个周度报告，美国原油产量本月基本呈现维稳上升态势，四周估算日产出分别为 12400，12400，12400，12500 千桶。美国原油产量维持高位不减，产量的持续升高也给原油带来一定的压力。

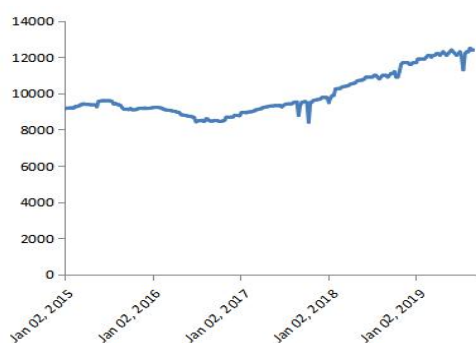


图 5：美国原油产量走势



图 6：美国原油产量对比图

数据来源：EIA，新世纪期货

三、需求面分析

1、炼厂开工

自九月末开始，原油及相关产品去库存的逻辑开始在官方数据中得以体现，美国炼厂开工率也开始逐渐大幅下滑。本月四周开工率高达 95.2，94.8，91.2，89.8。可以看出，在四周开始，炼厂生产意愿开始下滑。美国油服公司贝克休斯最新公布数据显示，本月四周分别为 738，733，719，713。截止 9 月

27 日的一周，美国在线钻探油井数量 713 座，比前周减少 6 座；比去年同期减少 150 座。

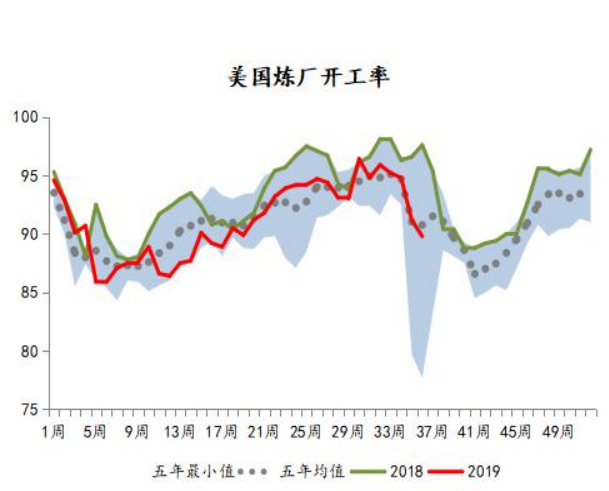


图 7：美国炼厂开工率

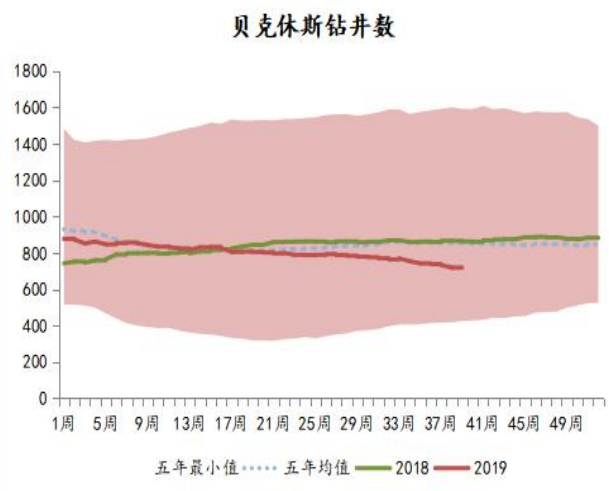


图 8：美国钻机数量

数据来源：wind，新世纪期货

2、原油加工

目前来看，本月美国原油加工量与炼厂开工率走势类似，目前来看维持高位震荡走势。

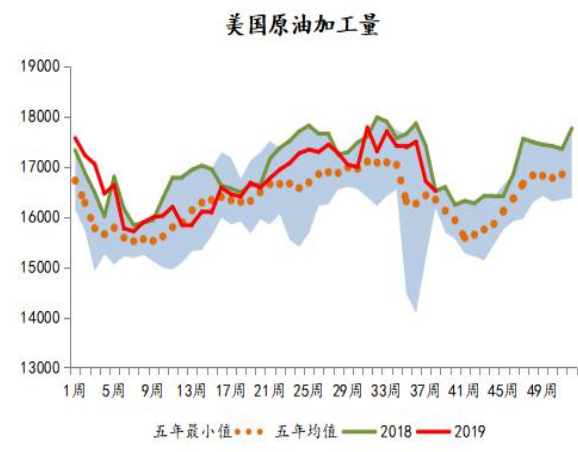


图 9：美国原油加工量

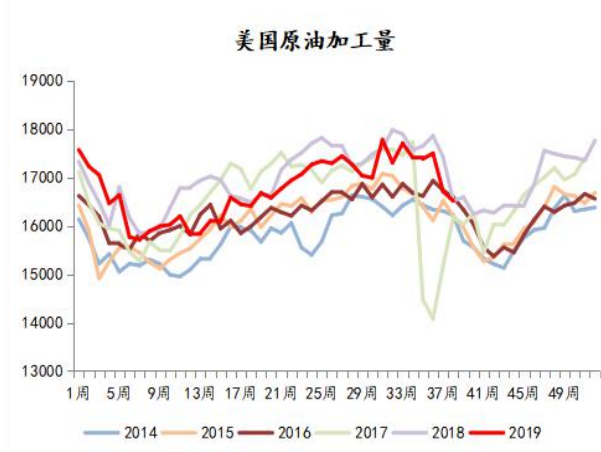


图 10：美国原油加工量五年对比

数据来源：EIA，新世纪期货

四、库存

美国原油库存与进出口

库存方面，本月美国商用原油库存总体开始正式兑现去库存逻辑，库存呈现不断下降趋势，月

度共计减少-344 万桶。截止 9 月 20 日当周，美国原油库存量 4.19538 亿桶，比前一周增长 241 万桶；美国汽油库存总量 2.30204 亿桶，比前一周增长 52 万桶；馏分油库存量为 1.33685 亿桶，比前一周下降 298 万桶。原油库存比去年同期高 5.9%；与过去五年同期保持稳定；汽油库存比去年同期低 2.3%；比过去五年同期高 4%；馏分油库存比去年同期低 3%，比过去五年同期低 7%。美国商业石油库存总量增长 70 万桶。

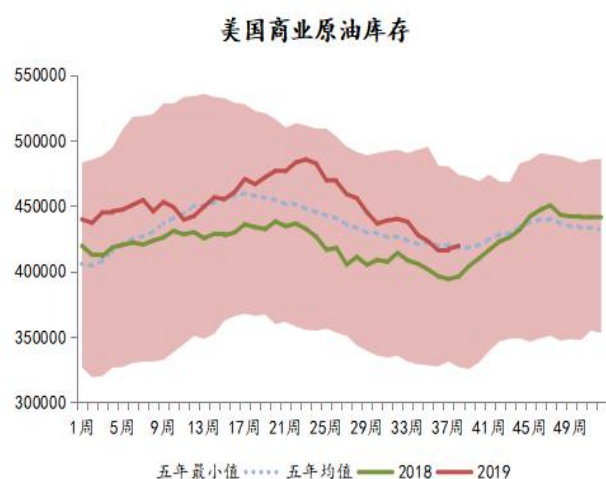


图 11：美国商业原油库存

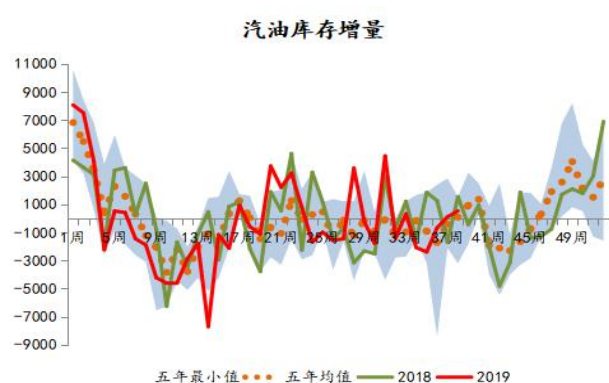


图 12：美国汽油库存增量

数据来源：EIA，新世纪期货

美国原油出口量日均 298.3 万桶，比前周每日出口量减少 19.2 万桶，比去年同期日均出口量增加 34.3 万桶，过去的四周，美国原油日均出口量 312.9 万桶，比去年同期增加 50%。今年以来美国原油日均出口 286.6 万桶，比去年同期增加 56.3%。过去的一周，美国原油净进口量日均 339.5 万桶，比前周减少 48.0 万桶。

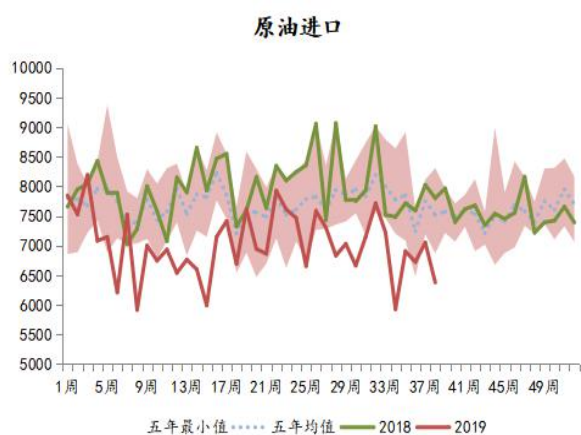


图 13: 美国原油进口

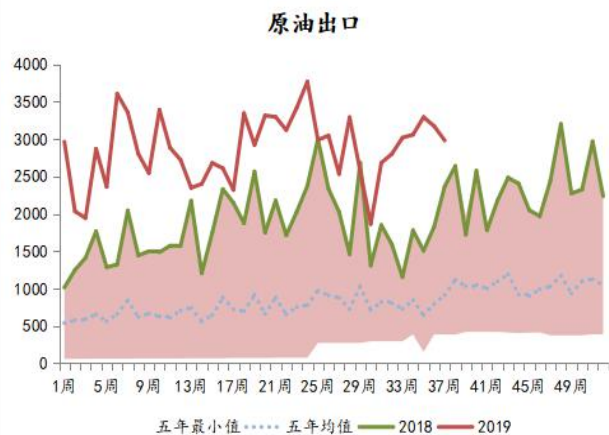


图 14: 美国原油出口

数据来源: EIA, 新世纪期货

五、宏观经济

1、沙特黑天鹅事件引发市场动荡

当地时间9月14日,沙特国有石油企业阿美的两处主要石油设施遭到无人机攻击,引发大火,也门胡塞武装宣布对此负责。随后,沙特阿美召开紧急董事会。华尔街消息称,沙特或将因攻击事件削减一半石油生产。阿比克(abqaiq)和胡拉伊(khurais)油田两大油田遇袭,摧毁了沙特近一半的原油生产,周一全球原油直接跳空高开。对于市场而言,沙特原油生产担忧增加,且这个担忧是长期性的价格利多因素。这个事件暴露了沙特能源基础设施的脆弱性,且突显了一个隐患,就是在当今技术时代,诸如无人机、网络技术对于石油工业的破坏性,凸显了全球原油供应的脆弱性,有一个中长期风险溢价增加效应。

沙特石油设施遇袭后,市场担忧原油断供风险,国际油价一度巨幅波动。但沙特方态度较为积极,而且迅速恢复大部分的原油生产,并宣称九月底恢复全部产能稳定市场情绪,恢复供应的进度好于预期。油价快速回落。本次沙特,有声音指认伊朗,导致伊朗与沙特、美国关系趋紧,抬升风险溢价。

2、汇率和利率

本月汇率情况仍然波动较大,但较之前有所回升,人民币兑美元汇率大幅贬值,目前汇率升至7以上水平,创历史新高水平。

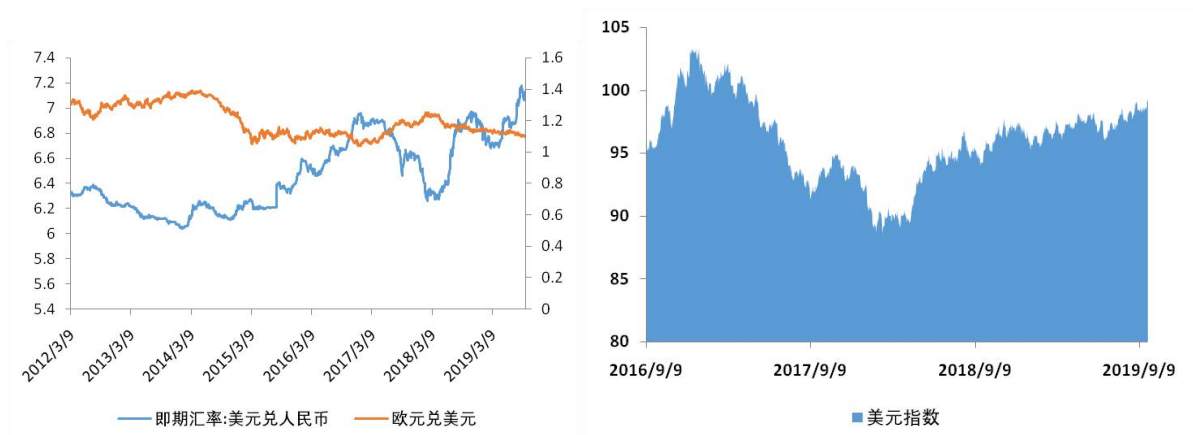


图 15：即期汇率（欧元兑美元、人民币兑美元）

图 16：美元指数

数据来源：wind 资讯，新世纪期货

六、后市展望

原油九月份本该是去库存周期到来，需求悲观预期兑现的逻辑，原油本该是震荡下行的格局。但是受沙特油田爆炸这一黑天鹅事件影响，原油月中跳空涨停，市场波动性加大。之前沙特的输油管道或边缘原油生产平台也曾受到武装攻击破坏，但是对盘面的影响不如本次强烈。这是由于本次核心油田被炸超出市场预期，直接凸显了沙特原油供应安全的脆弱性，为市场增添了新的风险溢价因子。其深远的影响较大，主要体现在美国对于中东管控力量的减弱也从本次中东袭击事件中得以体现。未来一旦中东地缘政治风险增加，矛盾激化，美国可能很难对中东局势有全面的把控。一旦战乱发生，中东的原油断供可能也增大。

就后市展望来看，OPEC 供给端减产坚决，但增产迹象已现，沙特自身难保，很难保证未来减产执行到位。全球需求下行的趋势难阻；美国原油产量高居不下。需求端全球一致预期下调，目前来看并没有可以令需求大幅转好的驱动因素存在。中长期来看，剔除消息刺激利好干扰因子后行情趋弱，但受减产托底，维持区间震荡。

2019 年 10 月

新棉上市 再下一城

——10 月棉花月报

新世纪期货研究院（投资咨询）
农产品组

Tel: 0571-85155132

新世纪期货有限公司

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310000

传真：0571-85058093

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

摘要

郑州棉花上半月因中美贸易争端缓和而得到提振，期价温和走高；下半月则在新棉上市压力下结节走低，创出新低。

今年新棉采摘进度较往年推迟 5-10 天，收购价则较往年有显著下跌，这种局面给棉市蒙上了一层阴影。而部分贸易商采购新棉、制成仓单、期市抛空的举措，直接导致了月底棉价的下挫。

具有较高性价比的储备棉在市场上收到欢迎，保持着较好的成交率。较高的库存消费比反映了消费萎缩的现实。

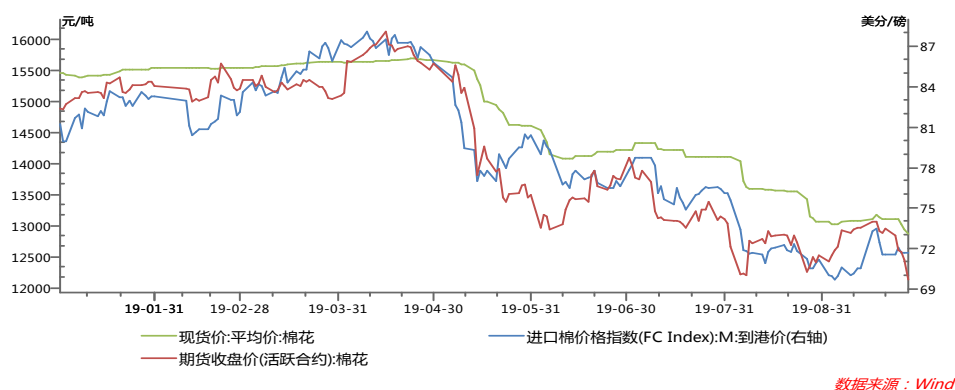
下游棉纱、坯布市场旺季特征不明显，但确实有所回暖。只是行业各环节在悲观心态下都忙于去库存，下游消费的这点变化尚未对上游的棉花产销产生刺激。

预计新棉的期现套利空间会在大量资金参与后迅速收敛，从而促使期棉止跌。

期棉的反弹则有赖于潜在利多因素的刺激，其中收储成为市场隐隐期待的一个重要因素。



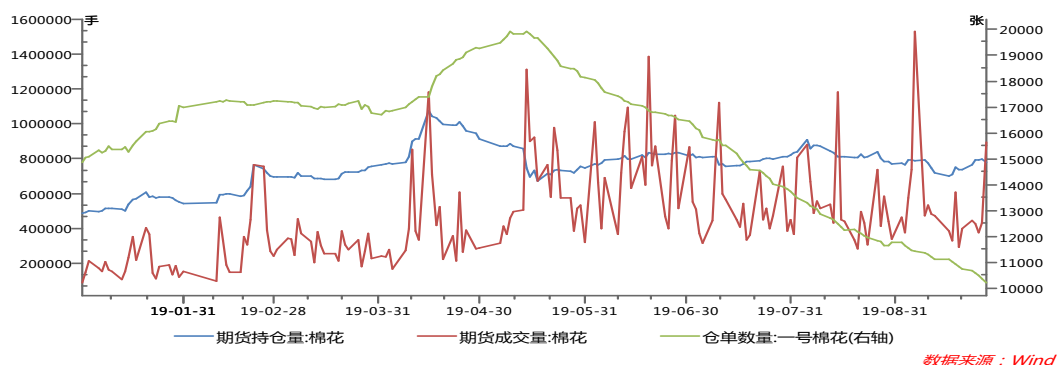
一、走势回顾



图一 棉花期现价格走势

从上图可见，9 月份棉花期现价格及进口价格都有下跌。其中国内期棉跌幅更大，尽管月初期价一度走高，但 9 月 16 日触及高点后即连续回落，9 月 26 日再破三年以来的低点 12010。除了国际棉价下跌的拖累外，期棉更多是国内基本面利空、供大于求局面难以改善的影响。

贸易商收购新疆棉花，并在期货盘面抛出，导致了期价疲软，拉大了期现价差。同时，国内外棉期价有逐渐拉大态势，维持在 1500 元/吨上下波动。



图二 郑棉交易数据

从盘面看，成交保持活跃，持仓也稳定维持较高水平，交易所仓单则不断下降。因此，目前还处在多空对峙，尚未出现一边倒的局面，更明确的指引可能出现在节后。

二、新棉采摘情况

今年全国棉花植棉面积较去年稳中略降，内地种植面积降幅达 7%，新疆植棉面积增幅 0.2% 左右，棉花生长期天气整体良好，产量乐观。国家棉花市场监测系统预计 2019 年我国棉花的总产量将达到 616 万吨，同比上升 0.9%，其中新疆棉产量预计达 526.6 万吨。

受限水政策落实以及新疆棉花苗期经历长达 1 个月有余的低温降雨天气影响，籽棉上市时间较往年偏晚。截至 2019 年 9 月 27 日，全国新棉采摘进度为 5.6%，同比下降 1.4 个百分点，较过去四年均值下降 10.6 个百分点，其中新疆采摘进度为 1.8%；全国交售率为 27.5%，同比下降 7.6 个百分点，较过去

四年均值下降 11.0 个百分点，其中新疆交售率为 48.9%。

内地籽棉收购价为 5.8-6.2 元/公斤，衣分 38%~40%；新疆手采籽棉收购价为 5.4-6 元/公斤，新疆机采籽棉收购价为 4.3-4.8 元/公斤，衣分 40%。各地籽棉收购价格均低于去年同期水平。

地区	类型	等级	含水 (%)	衣分 (%)	收购价 (元/公斤)
山东	手采	3128	13	40	6.2
河南	手采	3128	15	39	5.9
昌吉	手采	3128	12	40	6
喀什	手采	3128	13	40	5.4
石河子	机采	3128	12	40	4.5
奎屯	机采	3128	10	40	4.7

表一 部分地区 2019/20 年度新棉收购价格

资料来源：wind、新世纪期货

往年开始收购籽棉的时期，轧花厂会出现一定程度的抢收，今年表现相对平静。相反，部分贸易企业表现较为积极，他们主要是采购机采棉做期货仓单。目前北疆棉区机采棉开秤收购价 4.5-4.8 元/公斤，将加工费、短倒费、监管库“包干费”及 4 个月财务费用等计算在内（CF2001 合约套保），皮棉综合成本 11500-11800 元/吨。当前期棉花期货价格在 12500 元/吨以上时，套利的利润相当可观，这种套利也成为月底期棉大跌的主因。当然随着期价被压低，套利空间也明显缩小，特别是手采棉，已无获利空间。

有一点需要注意，如果后市棉花现货价格走高，棉农违约的风险将凸显，上述套利盘无法顺利制作仓单，可能被迫解锁期货上的空单。

三、储备棉

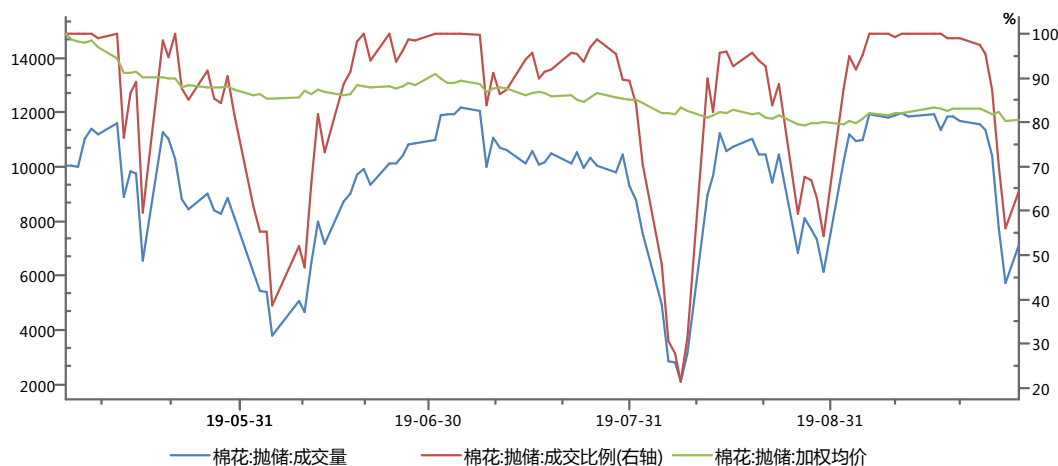
9 月最后一周（9.23-27）储备棉轮出量约为 5.69 万吨，成交量为 4.68 万吨，该周储备棉平均成交率 81.28%，较前周下降 18.53%，平均成交均价为 11971 元/吨，环比下跌 166 元/吨。后半周情况稍好，拍卖价有涨有跌。

当周成交情况					
日期	挂牌量 (吨)	成交均价 (元/吨)	涨跌 (元/吨)	折 3128B 价 (元/吨)	涨跌 (元/吨)
20190923	11850	12141	-8	13381	74
20190924	11872	12079	-62	13250	-131
20190925	11907	11951	-128	13142	-108
20190926	11053	12001	50	13186	44
20190927	10209	11684	-317	12929	-257
20190929	11029	11728	44	13043	114
汇总	56890				

表二 国储棉抛售

资料来源：wind、新世纪期货

目前工商业库存压力仍然较大，企业前期 15000 附近购入的棉花原料很难盈利。因此正在进行的储备棉轮出中，纺织企业随用随买交易，性价比高的国储棉受到企业青睐，目前国储棉成交率处于 9 成以上，阶段性利好于棉价。



数据来源：Wind

图三 国储棉成交情况

储备棉成交始终保持高位的原因如下：“金九银十”的到来使中小纱厂、织造企业开机率有所回升，部分用棉企业原料库存偏低，急需补库；按目前储备棉成交价纺纱利润相对可观，开工积极性较高；储备棉轮出包包检验，品质有保证；竞拍储备棉质押融资比较高效、便利，可阶段性的解决棉纺织企业缺少现金流难题。

四、供应和需求

美国农业部发布 9 月报。2019/20 年度全球棉花期初库存上调，但全球棉产量、棉消费量和棉花贸易量下调。由于印度棉产量的上调不及美国与澳大利亚棉花产量的下调，全球棉产量下调 15.5 万吨。另外，全球棉花消费量较上月下调 29 万吨，全球棉花贸易量因中国大陆、越南和泰国棉花进口量下调而下调。2019/20 年度全球棉花期末库存上调 28.3 万吨，达到 1823.5 万吨，超过修正后的 2018/19 年度 63.1 万吨。

年 份	2017-18	2018-19	2019-20
全球产量（万吨）	2695	2598	2738
全球消费量（万吨）	2673	2636	2705

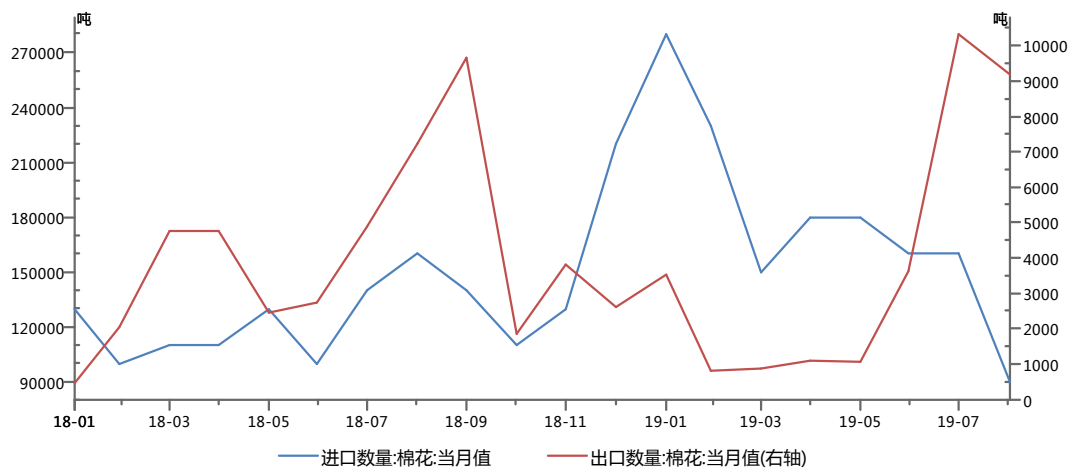
表 3 近年全球棉花产销量

资料来源：wind、新世纪期货

据美国农业部 (usda) 7 月棉花展望预测，年度中国棉花消费将同比减少 3.7% 至 861 万吨，占全球消费量的份额将减少至 36%，处于 8 年来的最低水平。

据海关统计数据，8 月我国棉花进口量 9.1 万吨，较上月环比下滑 43.8%，较上一年度同比增加 9.42%。

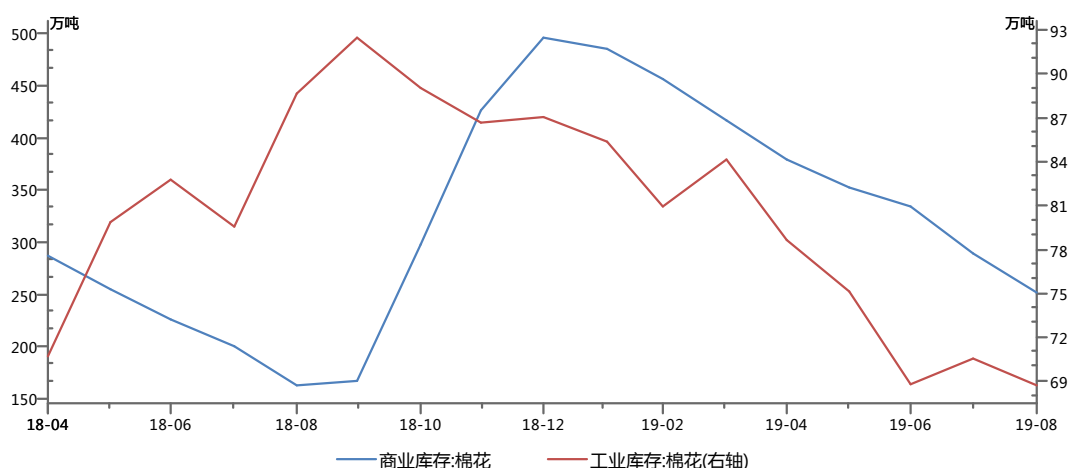
2019 年我国累计进口棉花 143 万吨，同比增加 46.6%。2018/19 年度以来(2018.9-2019.8)累计进口棉花 203 万吨，同比增加 53.8%。进口量大幅增加其主要原因在于内外棉价差的因素。2019 年 1 月以后，1% 关税下的进口棉价格倒挂内棉价格，并且滑准税的进口棉价格也倒挂内棉价格，这种情况一直持续到国储棉轮出前，国内下游纺纱厂采购原料多以性价比高的进口棉为主。进口国别变化明显：我国对美棉进口量下降，而澳棉、巴西棉出现了快速的上升，尤其是巴西棉。



数据来源：Wind

图四 棉花进出口

截至 2019 年 8 月 30 日，当前国内新疆皮棉剩余约 130 万吨，内地皮棉剩余约 68 万吨，进口棉库存约 48 万吨，国储棉库存约 200 万吨；皮棉工业库存约 26.3 天，折合皮棉约又 59.15 万吨。USDA 预测，年期末库存预计为 710 万吨，较上年提高 15%，占全球期末库存的 42%，今年中国棉花的库存消费比将达到 80.51%，创历史新高。



数据来源：Wind

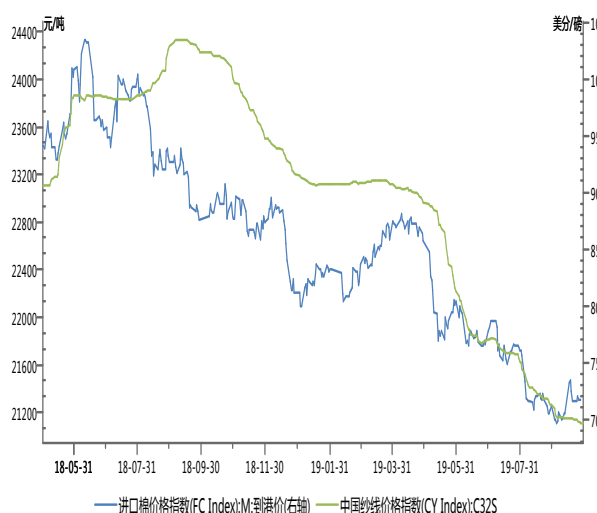
图五 库存情况

五、产业链情况

6 月份纺织业采购经理人新订单指数为 31.2%，生产指数为 41.6%，环比下降分别为 5.7%和 5.3%，

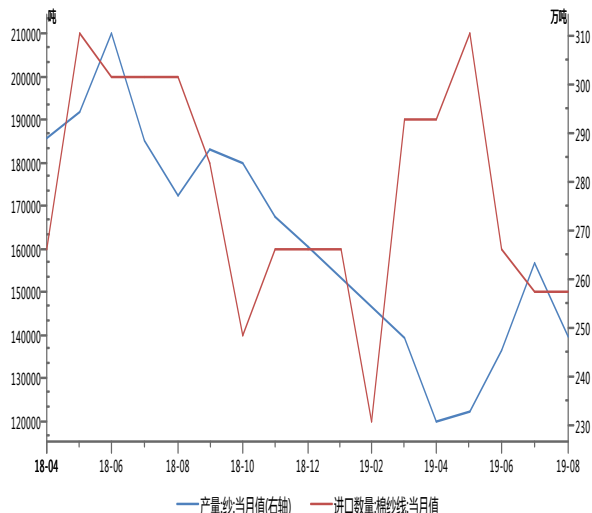
产成品库存指数为 61.6%，创七个月以来新高，纺织业销售压力进一步加大。部分纺企减产、限产、停产的情况普遍存在，据棉纺协会调查显示，当前棉纺织企业亏损已达 40%。整个棉纺产业链的形势是严峻的。

但我们也可以看到，棉花产业链的上下游产品价格趋于稳定，消费还是具有一定的基础的。按照当前市场价格采购棉花纺纱，企业生产是有利润的，导致现在保本甚至亏损的窘况，主要是前期高价原料库存所致。



数据来源: Wind

图六 棉纱价格

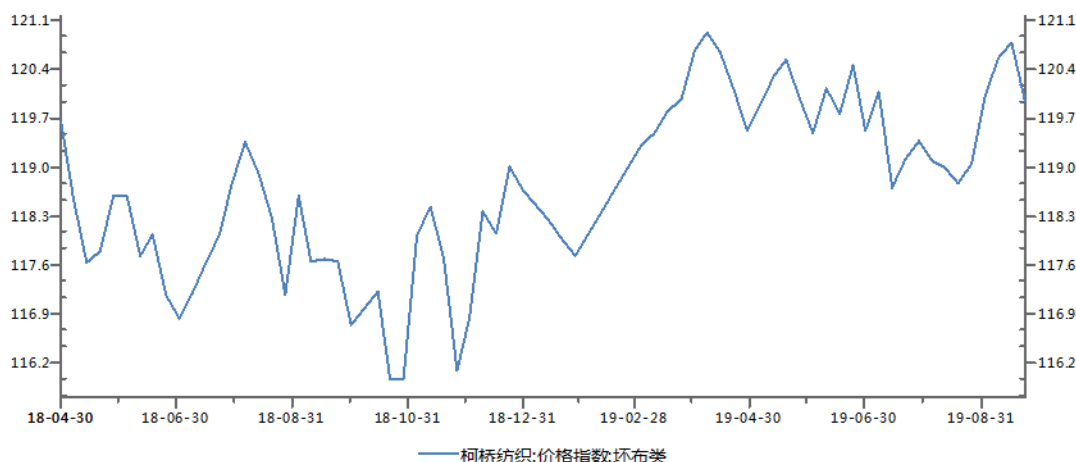


数据来源: Wind

图七 棉纱产量与进口

棉纱市场在消费低迷背景下，现货价格相对持稳，纺纱厂、棉纱贸易商以去库存为主，市场需求小幅度回暖，库存有所减少。涤纶短纤价格和粘胶短纤价格也相对稳定。客户下订单都比较急，都想避开月底交货的雷区。

截止 9 月 20 日，全国主要地区纺企纱线库存为 24.3 天，连续六周保持下降。纺企库存压力有所减轻，开机率有所上调，多在八成左右。



数据来源: Wind

图八 坯布价格

近期坯布市场订单也有所回暖，但整体回暖的速度比较缓慢。纯棉布价格稳中偏弱，开工率略有提高，往年的旺季特征被压制，织厂走货一般，库存压力尚未明显释放。部分织厂优惠出货，但下游接受度不高。

六、后市展望

自7月回落，棉产业链基本面就没什么大的变动，无论原料还是成品库存波动都很小，中间贸易的投机库存也没有显著波动。8月下旬产销开始好转，旺季订单落地生产，但产业链各环节都热衷于去库存，订单向上传导效应递减，还无法带动棉花走强。

9月棉花冲高回落、再创低点，反映出旧的空头逻辑继续作用于盘面。当然一些利多因素仍有希望改变节后期棉走势：随着套利区间缩窄，期货盘面的打压会减轻；新棉收购价将受到成本的支撑，难以进一步走低；我国和印度的收储政策有望推出。这些不确定因素是值得多方期待的，空单可择机离场。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。