

目录

黑色金属·螺纹钢.....	2
供需面好转，螺纹谨慎看多.....	12
化工·乙二醇.....	13
需求成为风险因子，累库拐点何时出现.....	19
化工·原油.....	20
中长线驱动未现，短线略有支撑.....	27
农产品·棉花.....	28
多织交空，行情震荡.....	38

2019 年 12 月

供需面好转

螺纹谨慎看多

——2019 年 12 月黑色报告

新世纪期货研究院（投资咨询）
黑色组

Tel: 0571-85106702

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>

新世纪期货研究报告



摘要

行情回顾：

伴随着各地区秋冬采暖季政策的陆续落地、LPR 下调引导实体经济融资成本下行、部分基建项目调降资本金比例、以及房地产数据超预期，钢材市场供需关系不断改善，走出超预期行情。

钢材供给：

月度产量和日均产量都有所回落，秋冬采暖季限产来临，长流程在空气质量下降下环保限产打压，产量增幅有限。然而短流程不受环保影响，后续短流程产量回升或相对较为明显，短流程占比 10%，无法对冲长流程的减量，四季度产量总体是季节性下降的。

下游需求：

需求端，10 月房地产数据超预期，新开工、施工增速回升，销面增速今年首次转正，四季度有望稳中有升。投机和实际需求都比较旺盛，后续关注冬储需求。

未来展望：

钢材整体供需偏紧，产量高位回落，需求淡季不淡，库存低位等因素利多盘面，短期价格也将受到支撑。

一、行情回顾：

11月初以来，伴随着各地区秋冬采暖季政策的陆续落地、LPR 下调引导实体经济融资成本下行、部分基建项目调降资本金比例、以及房地产数据超预期，钢材市场供需关系不断改善，走出超预期行情。以螺纹钢为主的多个品种价格拉涨，一举扭转 10 月市场颓势，钢材价格大涨主要因为供需关系改善。从全国品种均价看，螺纹现货价格累计上涨 315 元/吨，广州螺纹钢主导品种目前价格已经升至 5000 元/吨，环比上涨近 800 元/吨，目前处于全国最高水平。广州地区的螺纹钢较同期上海地区、华北地区以及东北地区的吨价差值分别约为 900 元、1150 元和 1250 元。如此大的价差，从乌鲁木齐调钢材到广州都有的赚。短期供需、库存等基本面因素总体利多黑色系行情，价格也将受到支撑。



图 1：螺纹钢价格走势

资料来源：新世纪期货、wind

二、螺纹钢市场分析

2.1 供应方面：产量高位回落，四季度季节性下滑

国家统计局数据显示：2019 年 10 月我国粗钢日均产量 263.0 万吨，10 月生铁日均产量 211.5 万吨，10 月钢材日均产量 331.1 万吨。2019 年 10 月我国生铁产量 6558 万吨，同比下降 2.7%；1-10 月生铁产量 67518 万吨，同比增长 5.4%。2019 年 10 月我国粗钢产量 8152 万吨，同比下降 0.6%；1-10 月粗钢产量 82922 万吨，同比增长 7.4%。2019 年 10 月我国钢材产量 10264 万吨，同比增长 3.5%；1-10 月钢材产量 101034 万吨，同比增长 9.8%。近几日，虽然多地解除重污染应急响应，但一旦空气质量转差，各地区重启概率较大，高炉开工率和产能利用率将保持低位。

炼铁方面，随着钢材利润回升，对原料端打压力度有所减弱。铁矿至 7 月高位大幅回落，成本优势凸显，目前炼钢生铁比废钢成本低 300 元/吨。今年废钢整体到货量低位，需求高位，库存低位，供需

整体紧平衡。废钢的高位对电弧炉以及铁矿有一定支撑，预计生铁市场持稳运行。

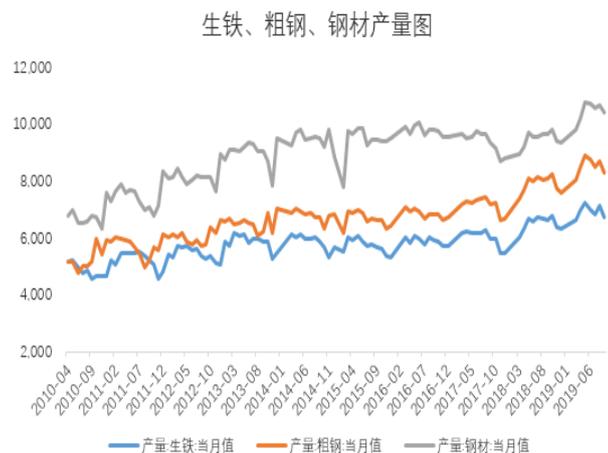


图 2：全国粗钢、生铁、钢材月产量图

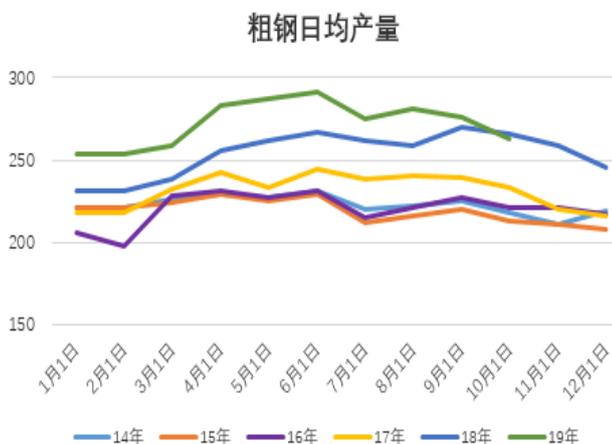


图 3：全国粗钢日均产量

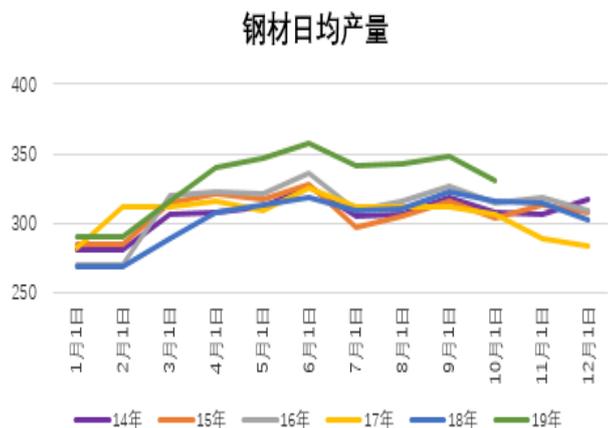


图 4：全国钢材日均产量

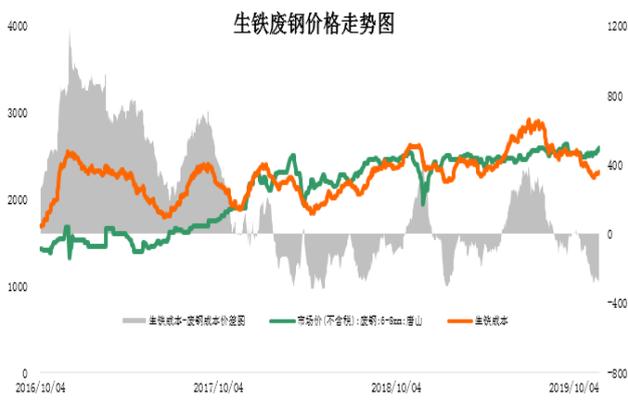


图 5：生铁废钢价格走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

11 月上旬，重点钢铁企业粗钢日均产量 198.74 万吨，较上一旬回升 1.94 万吨，非重点钢铁企业粗钢日均产量 65.61 万吨，较上一旬回落 0.72 万吨，快速回落。主要是当时短流程处于亏损状态，生产意愿不强。秋冬季环保限产将对重点钢铁企业和非重点钢铁企业有一定影响，近期螺纹钢价格大幅上涨，广州螺纹钢现货价格已经升至 5000 元/吨，钢铁企业吨钢毛利重回高位，电弧炉钢厂利润也不断上升，长流程在空气质量下降下环保限产打压下，产量增幅有限。然而短流程不受环保影响，后续短流程产量回升或相对较为明显。截止 11 月 22 日，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率为 69.75%，周环比增 0.98%；产能利用率为 58.79%，周环比增 2.98%。

截止 11 月 28 日，五大品种合计产量增加 9.74 万吨 1034.92 万吨，主要钢厂周度产量螺纹周产量减少 0.78 万吨至 356.21 万吨，热卷检修结束产量恢复较快。

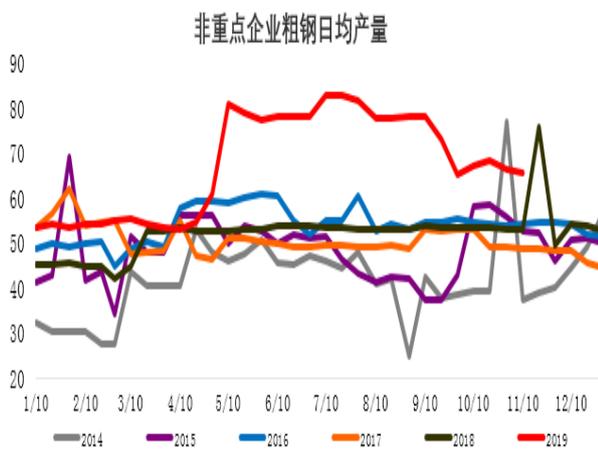
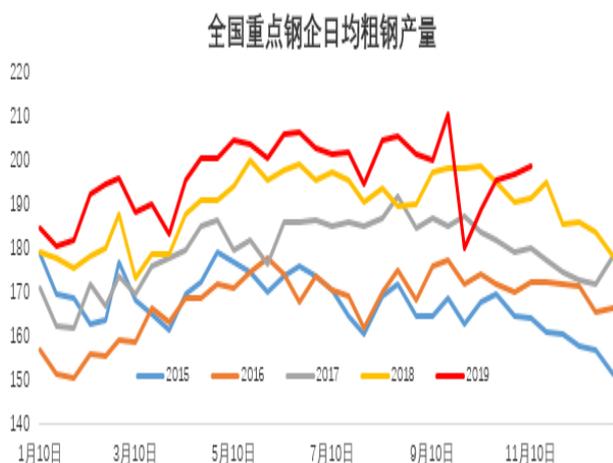


图 6：全国重点钢企粗钢日均产量走势

图 7：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

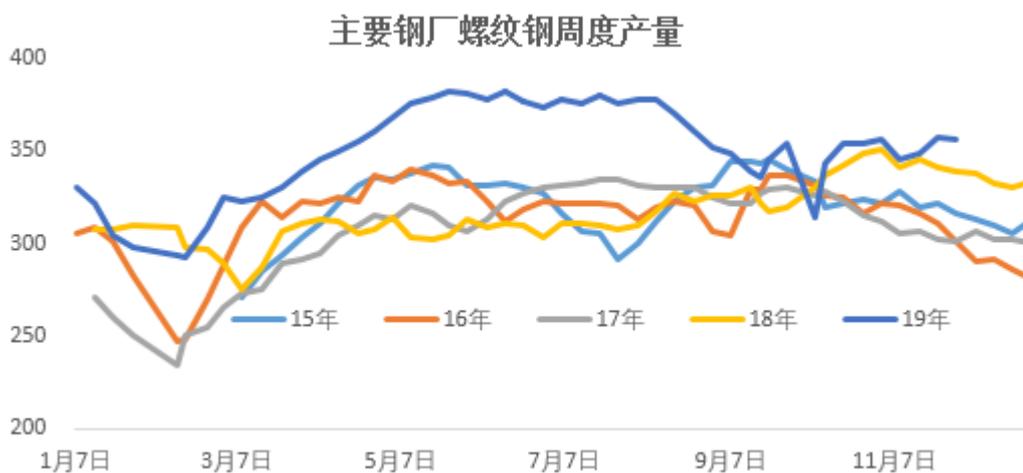


图 8：主要钢厂周度产量走势

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截至 11 月 28 日，Mysteel 调研 247 家钢厂高炉开工率 78.28%，环比增 1.05%，同比增 1.39%；高炉炼铁产能利用率 79.89%，环比增 1.42%，同比增 0.57%；钢厂盈利率 89.88%，环比增 2.02%；日均铁水产量 223.40 万吨，环比增 3.98 万吨，同比增 1.6 万吨。主要是当前空气质量好转，多地解除重污染应急响应，产量也回升得比较快。但一旦空气质量转差，各地区重启概率较大，也跟今年的环保政策息息相关。

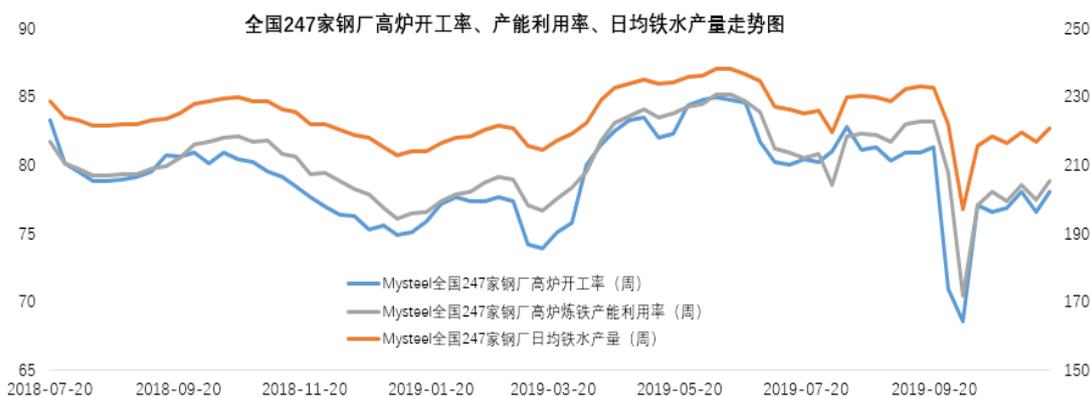


图 9：全国钢厂开工率和产能利用率

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

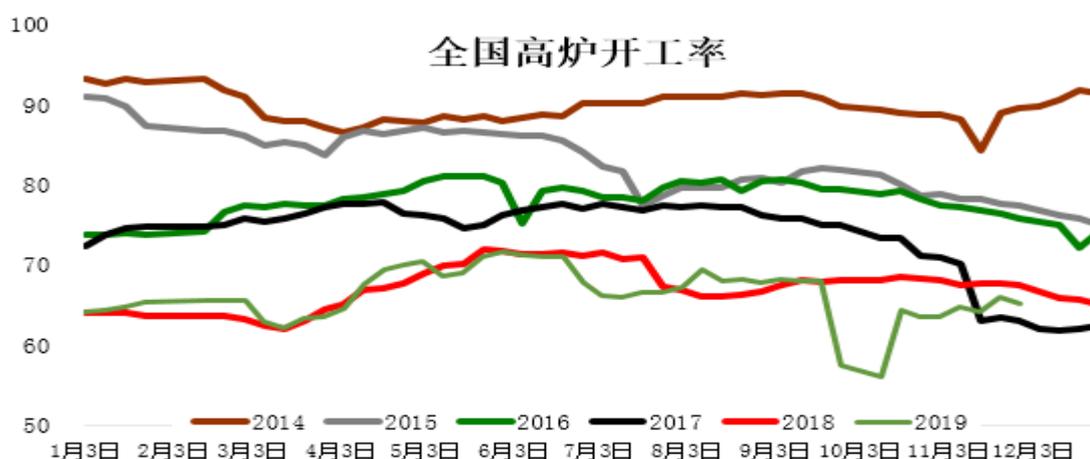


图 10：全国钢厂高炉开工率季节性对比图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

截止 11 月 28 日，唐山地区 138 座高炉中有 47 座检修（不含长期停产），检修高炉容积合计 37680m³；影响产量约 72.95 万吨，产能利用率 72.99%，较上周上升 0.29%，较上月同期上升 0.23%，较去年同期下降 1.49%。据 mysteel 调研，唐山地区高炉检修及复产并存，产能利用率小幅上升，目前正式进入采暖季，唐山高炉近期状态变动情况较小。后期分钢厂仍存高炉复产预期，目前钢坯利润尚可，在没有下发强制限产政策情况下，大部分钢企均无主动减产意愿，由此预计下周唐山高炉产能利用率将小幅上升为主，当然天气质量是关键，变差将会下发强制限产，使得高炉开工率和产能利用率将保持低位，四季度是空气质量最差的季节，后续不断解除再启动是常态化。



图 11：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：基建、地产超预期

需求方面，短期指标看，截至 11 月 22 日，全国建筑钢材日成交量周成交量 21.65 万吨，环比回落 0.31 万吨，上海终端线螺采购量 29300 吨，环比上周升 1800 吨，处于同期高位，金九银十结束，今年 11 月却走出超预期行情。

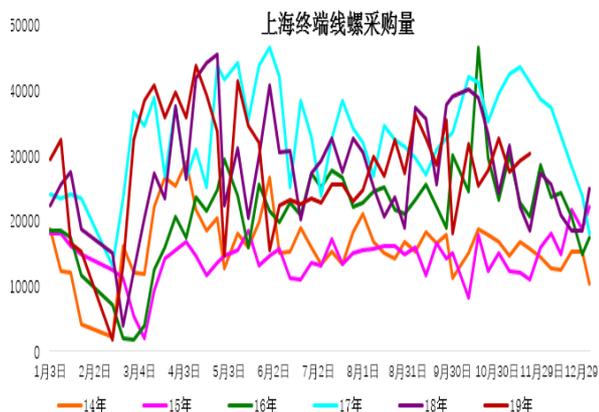


图 12：上海终端线螺采购量

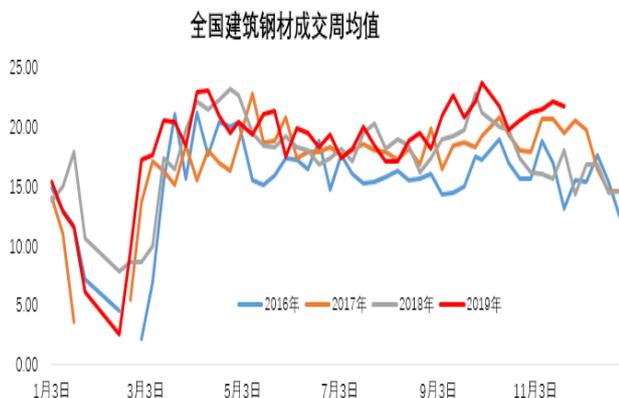


图 13：全国建筑钢材成交量

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

中长期指标看，LPR 下调引导实体经济融资成本下行、部分基建项目调降资本金比例，利率环境边际改善，货币政策逆周期调节力度或加大，但并不意味着货币政策基调出现调整和“大水漫灌”，也不意味着央行会立刻跟随外部市场作出趋同操作。10 月房地产数据超预期，新开工、施工增速回升，销面增速今年首次转正，四季度有望稳中有升。

（一）土地市场投资热度有所好转

2019年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。土地成交继续回暖，主要是土地市场的溢价率持续下行，10月溢价水平由年内高点23.24%下降到了6.15%，优质土地仍会获得开发商的青睐；近几个月销售表现出较强韧性，去化加速，房企出于补库存的考虑获取土地；近期融资环境边际略有改善，后续土地市场或随之好转，但结构性分化仍将持续。



图 14: 房地产土地购置面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（二）开发投资增速回落

2019年1—10月份，全国房地产开发投资109603亿元，同比增长10.3%，增速比1—9月份回落0.2个百分点。其中，住宅投资80666亿元，增长14.6%，增速回落0.3个百分点。1—10月份，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—9月份加快0.3个百分点。其中，住宅施工面积598802万平方米，增长10.4%。开发投资缓步下行符合预期，土地成交价款领先土地购置费3-6个月，今年上半年土地成交的低迷将继续影响投资，土地购置费对开发投资的支撑作用将继续减弱。总的来说，土地购置费的进一步走弱和施工走弱仍将导致四季度投资仍将继续放缓。

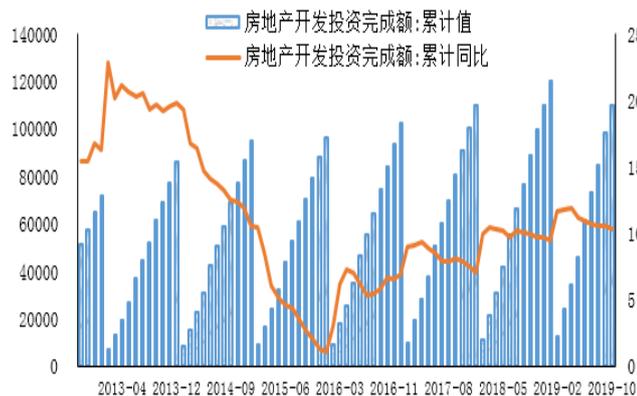


图 15: 房地产开发投资情况

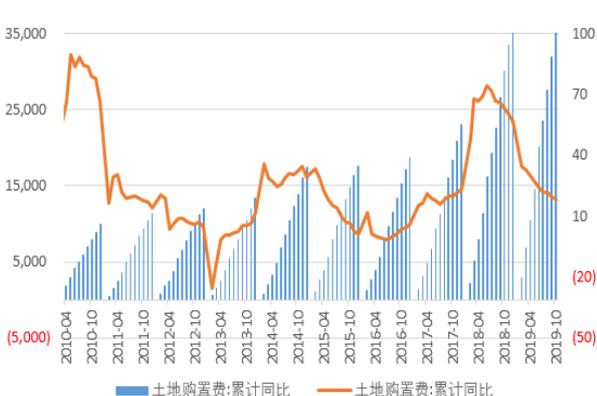


图 16: 土地购置费走势图

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（三）新开工增速回升，竣工降幅收窄

2019 年 1-10 月房屋新开工面积 185634 万平方米，同比增长 10%，较 1-9 月上升 1.4 个百分点。其中，住宅新开工面积 136937 万平方米，增长 10.5%。新项目开工出现反弹，竣工有望继续上行，1-10 月商品房竣工面积同比下降 5.5%，降幅较 1-9 月收窄 3.1 个百分点。历年四季度，竣工面积增速趋势性修复。



图 17：房屋新开工面积



图 18：房屋竣工面积

资料来源：新世纪期货、wind 资讯

（四）房地产销售稳中回升

2019 年 1—10 月份，商品房销售面积 133251 万平方米，增速今年以来首次由负转正，同比增长 0.1%，1—9 月份为下降 0.1%。其中，住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 11.9%，商业营业用房销售面积下降 14.0%。商品房销售额 124417 亿元，增长 7.3%，增速加快 0.2 个百分点。“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，以价换量促回款；2019 年下半年基数较低，随着逐步进入低基数区间，四季度销售增速有望稳中有升。



图 19: 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—10 月份, 房地产开发企业到位资金 145151 亿元, 同比增长 7.0%, 增速比 1—9 月份回落 0.1 个百分点。其中, 国内贷款 21288 亿元, 增长 7.9%; 利用外资 131 亿元, 增长 63.2%; 自筹资金 46996 亿元, 增长 3.3%; 定金及预收款 49163 亿元, 增长 9.4%; 个人按揭贷款 22137 亿元, 增长 14.1%。



图 20: 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

整体来看, 投资韧性犹存, 新开工、施工回升、竣工降幅继续收窄; 利率宽松下, 11 月的商品房成交回暖, 房企为加速现金回流加大了推盘销售力度, 销售增速和到位资金增速有所反弹, 短期受到支撑。但中长期看, 国家在房地产调控上的基调仍未改变, 行业销售高速增长难以维持, 房地产对建筑钢材需求拉动或趋弱。

2.3 库存、利润方面

库存: 截止 11 月 28 日, 五种钢材总计社会库存同比减少 52.8 万吨至万吨, 35 城螺纹钢社会库存上周环比减少 3.84 万吨 283.24 万吨, 连续第八周库存去化; 螺纹钢钢厂库存连续第五周去库, 环比下降 2.09 万吨, 降幅开始减缓。社会库存降幅明显快于钢厂库存, 后续厂库去化较为关键, 关注在利润回

升情况下，钢厂复产特别是短流程的复产情况。

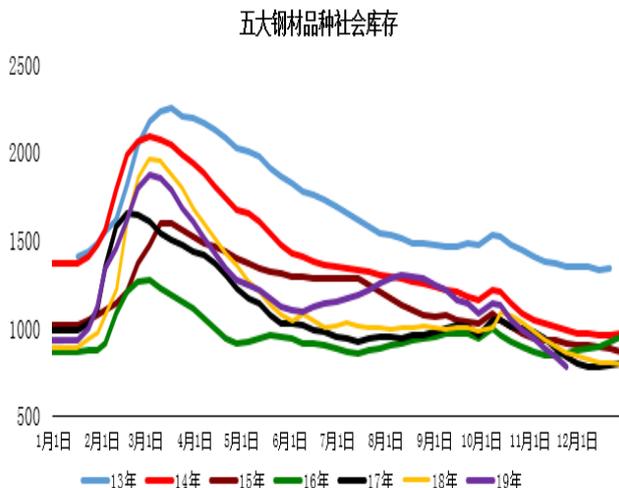


图 21：五大品种钢材社会库存走势图

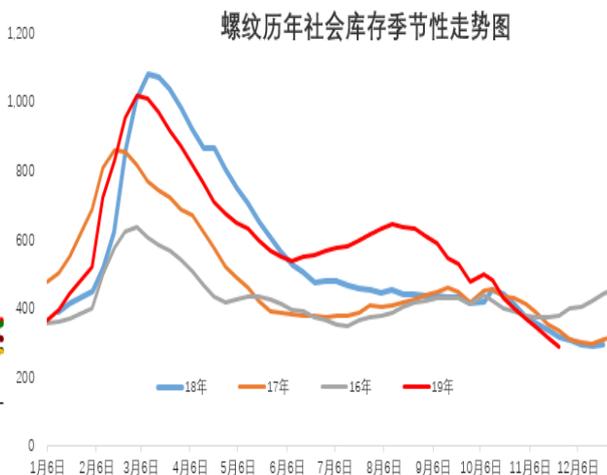


图 22：螺纹社会库存走势

数据来源：mysteel，新世纪期货

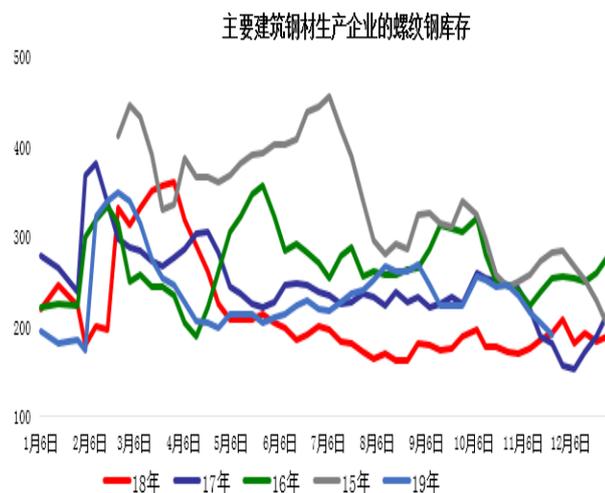


图 23：钢厂厂库库存走势图

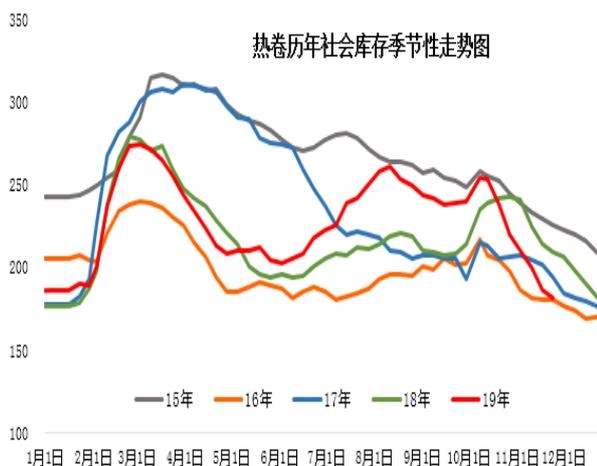


图 24：热卷社库库存走势

数据来源：mysteel，新世纪期货

利润：截止 11 月 28 日，从今年的利润运行轨迹来看，在经历了前期的大幅回落之后，近段时间利润修复至 1030 元/吨左右，盘面利润 500 附近，电弧炉利润也大幅回升。今年钢材市场的利润低点出现

在 8 月初的 70 元/吨左右，现阶段利润恢复至中高位水平。关注钢材产量对利润的扰动。

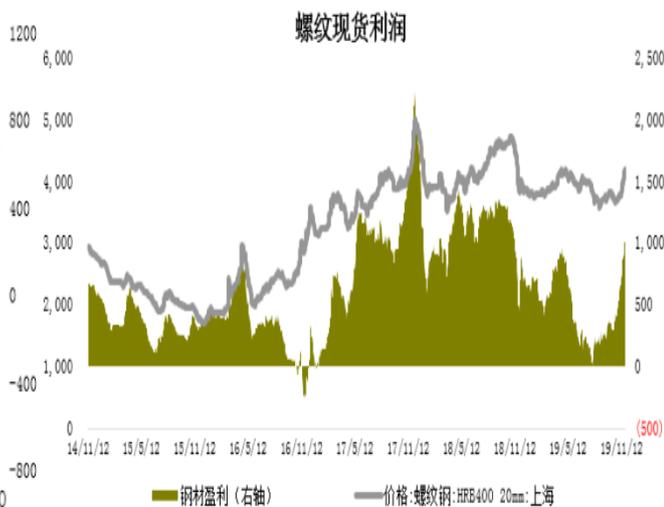
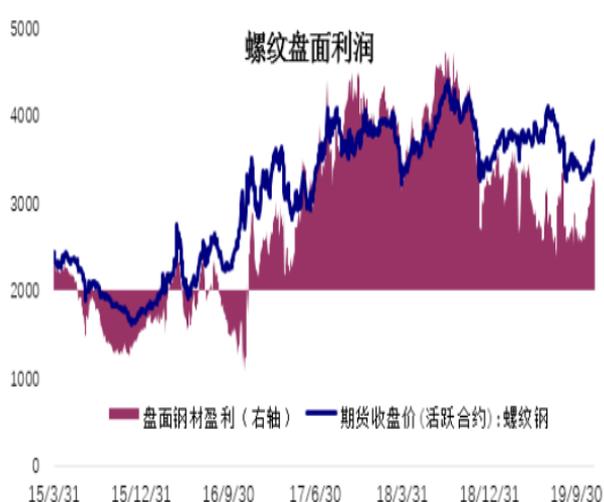


图 25：螺纹钢盘面利润

图 26：螺纹钢现货利润

数据来源：mysteel，新世纪期货

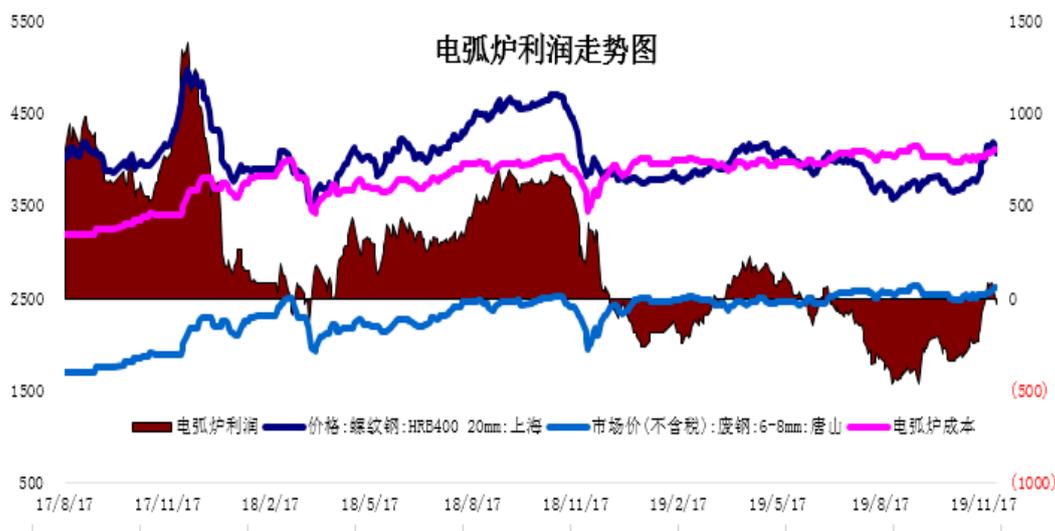


图 27：电弧炉利润走势图

数据来源：mysteel，新世纪期货

三、后市展望

短期来看，库存低位、秋冬采暖季环保限产、地产基建需求超预期对钢价形成支撑，短期螺纹回调到支撑位做多为主。同时，我们仍需关注以下潜在风险：全球经济增长放缓、利润高位钢厂套保介入、环保力度不及预期、需求走弱、以及库存大幅累积等。

2019 年 12 月

需求成为风险因子， 累库何时出现？

——2019 年 12 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

整个 11 月乙二醇的盘面走得比较纠结，主要是因为强基差、低库存和弱预期对盘面共同发挥着作用。当时我们在 11 月月报中提出要关注聚酯累库风险，回过头来看聚酯需求是对行情支撑的关键因素。这也是为什么乙二醇在生产开工率提升了 10%的前提下，港口库存累库持续后延，甚至看到了库存达到了历史新低位置。

进入 12 月乙二醇盘面博弈的关键在于聚酯开工下滑和供应量增加的压力，预计累库拐点出现在 12 月中旬。长期博弈的是投产压力预期下乙二醇盘面给出的答案。因此展望 12 月份的乙二醇，我们认为 2005 合约面临的主要矛盾会是明年投产压力，2001 合约在交割之际或将面临低库存带来的现货溢价，具体溢价多少，重点关注作为买方的聚酯工厂对原料的诉求力度。



一、行情回顾：需求走弱不及预期，累库持续后延，弱预期盘面震荡

解释 11 月份的行情可以从题目出发，之前我们对 11 月行情抱有一定期待，首先是因为整个化工经历了持续性下跌，我们认为底部空间出现，市场有做多的机会。另外一方面，我们认为乙二醇在 11 月至少是上旬都会是去库，而下旬是否继续去库需要看到聚酯需求的表现，虽然结果是 11 月乙二醇都是去库的，但是不可否认当时看到比较明显乐观这一格局，显然很重要的因素在于需求端的较好成绩单。但是盘面没有大涨收尾，而是纠结的震荡，在乙二醇日报观察力，我们也提出这一现象的原因在于主要矛盾点已经从累库预期持续延迟转移到下游消费的需求上面来了，当下的低库存和走强的基差支撑盘面，未来博弈的是聚酯开工下滑和供应量增加的压力。所以我们看到 11 月最后一周原本预期小幅累库的情况由于沙比克 4.7 万吨货源混装不达标的问题出现了大逆转，大幅去库的数据也给盘面打了一针强心剂。

供应方面，回顾来看，乙二醇 11 月份的整体开工率较 10 月份的整体开工率提升了近 10%，其中煤制生产企业贡献最大，开工率提升接近 16%，其中煤制生产企业产能占比 40% 左右，因此国内产量的恢复超过 6 万吨。进口来看，目前 11 月份预计进口量 94 万吨，前面按照下周到港量的加和预估本月进口量基本符合预期，差不多接近月均进口量，但是 11 月第三周由于受到封港较多的影响，第三周实际到港量较预估少 14 万吨，因此我们预计 11 月进口数值仍然保持在 80 万吨水平左右，对多空推动作用不大。

库存方面，相比 10 月平均每周 5 万吨的减量，11 月去库速度有过之而无不及，甚至出现一周去库速度超过 5.2 万吨。一方面也能看出贸易环节和下游通过港口拿货来补给自身原料，从而凸显上游和社会库存的压力已经不大，甚至非常小了，一旦下游仍有所动力自发补库，盘面的反弹空间将大大打开，11 月月报提醒的要注意聚酯累库情况的恶化，现在看来不用忧虑，因为大都出现的库存下降的现象。但是织造终端仍然没有明显动力，盛泽坯布库存不约而同的小涨了一天。上游原油的价格基本是震荡，乙烯较上月上涨 120 美金/吨，这也使得乙二醇从成本端和供需驱动来说，当下仍有向上支撑。

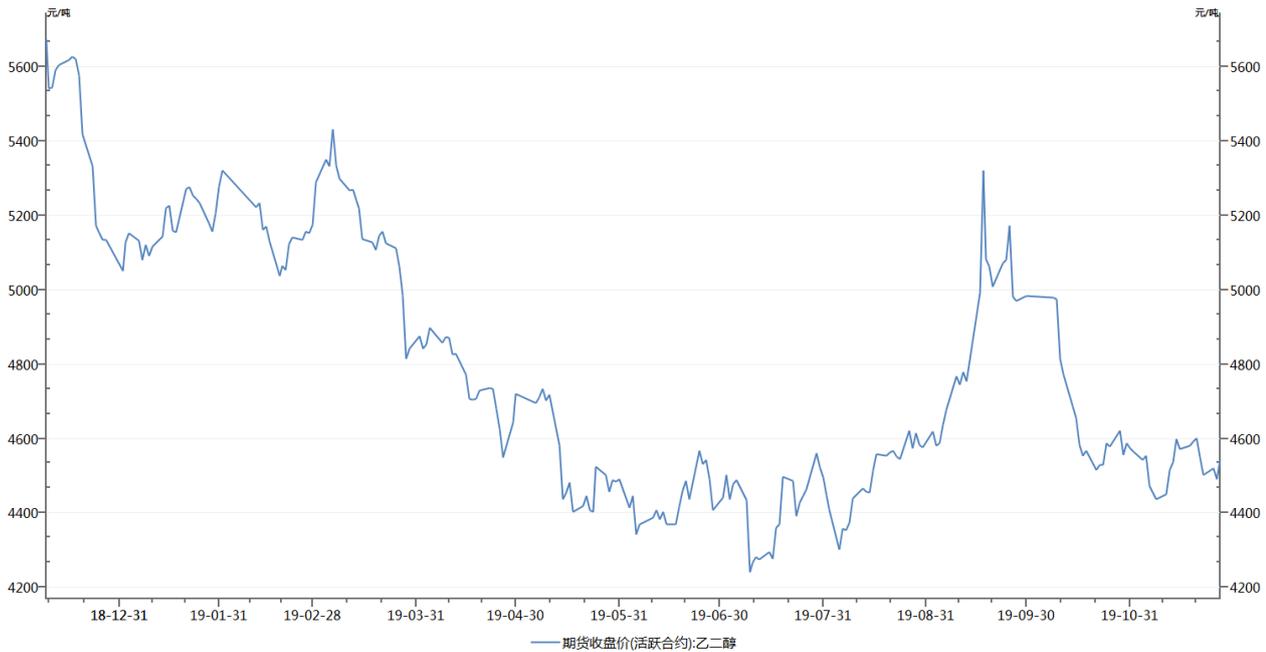


图 1. 乙二醇收盘价

资料来源: wind 资讯

二、价差利润：煤制生产企业积极性尚在，成本端压力减小

4600 以上的乙二醇对大多数煤制生产企业来说，生存希望较大，销售有微利，所以大多数的生产企业会提高生产积极性，毕竟乙二醇作为空头配置大半年，打到最低 4100 多，让绝大多数生产企业无法承受较长时间的损失，唯以停车告慰，但是自 7 月下旬开始，这一状况开始转变，转变从受到亏损的企业开始，因为停车损失，无法企及下游 8 月份开始补货的需求，乙二醇被打到成本以下后的反弹顺风顺水。目前这个 4600 的位置是一个上下游都可以接受的一个价格，往上或往下，取决于生产企业还是下游需求话语权的权责比重。因此短期看到已经不是成本端的压力去解决价格难题，而是从供需角度考虑，而价格也改变着供需，

11 月份的乙二醇基差，基本从比较高的位置得到一定市场修复，未来基差的矛盾已经不大，至少在 2001 合约交割之时，基差对行情驱动不大。关注低库存下现货交割的紧张感能否给予一定的盘面提振或者现货火爆局面。



图 2. 乙二醇主流现货基差

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
1月	67.4	54.7	52.3	41.5	30.8	31.5
2月	65.8	53.9	49.8	41.7	29.2	29.2
3月	78.2	59.9	51.8	42.3	31.5	30.8
4月	73.15	51.5	49.5	42.1	31.0	32.9
5月	65.97	43.4	44.4	44.4	33.0	31.0
6月	63.20	44.8	43.7	43.4	35.4	26.5
7月	66.38	54.7	51.8	42.3	39.8	33.5
8月	63.96	64.0	55.1	42.2	44.3	32.6
9月	62.97	62.8	53.9	39.3	41.0	31.8
10月	66.48	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: 供应压力增长, 需求持续性几何成关键

截至 2018 年底, 中国 MEG 产能 1070.5 万吨/年, 其中煤化工产能为 441 万吨/年, 产能占比 42%。煤制 MEG 由于原料易得且成本低廉而发展迅速, 产能快速扩张。随着煤制 MEG 生产工艺不断优化, 装置运行稳定性和产品质量不断提升, 在聚酯领域的应用更加广泛, 煤制 MEG 将有非常广阔的市场前景。但是, 煤制 MEG 前期成本投入过大, 设备折旧费较高, 而且工艺上存在一定缺陷, 生产连续稳定性较差, 开工率较低, 加上产品质量尚无法完全满足聚酯生产的要求(紫外透光率纯度检测达标), 目前尚不能完全取代乙烯法的市场地位。从目前公布的 MEG 新产能情况来看, 除了恒力、浙江石化、盛虹、中国石化湛江及古雷项目乙烯法外, 其余全部是煤制 MEG 项目, 鉴于 2019 年各生产线路 MEG 出现全线亏损局面, 预计这些规划中的新建装置存在推迟或不确定性。

未来要投产装置乙二醇				
2020				
地区	装置	产能 (万吨)	预计投产时间	工艺
华东	浙江石化	75	2020Q1	油制
华中	湖北三宁	60	2020Q1	煤制
西北	陕煤渭北	30	2020Q2	煤制
华南	中科	40	2020Q2	油制
华北	山西襄矿	20	2020Q3	煤制
华北	建元煤焦化	24	2020Q4	煤制
		249		

表 1.2020 年乙二醇国内新投产能公布

资料来源: 资讯整理

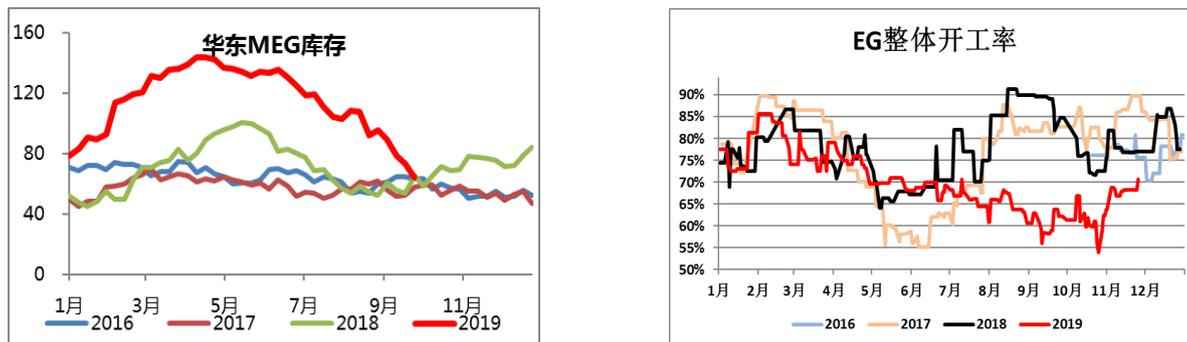
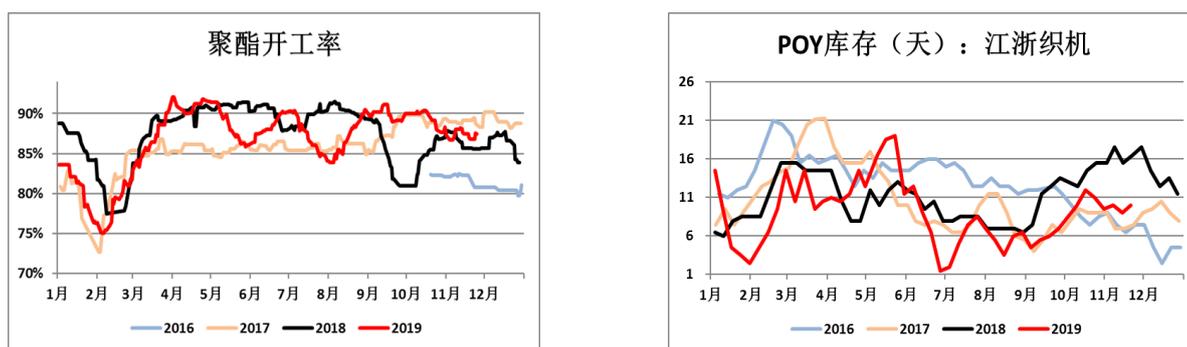


图 4. 乙二醇港口库存和生产开工率走势

数据来源: wind 资讯

当前, 国内聚酯行业形成了以恒力、荣盛、桐昆、恒逸、盛虹、新凤鸣、三房巷和中国石化等 8 家企业(集团)为主导, 若干中小型企业为补充的行业格局。未来 2~3 年, 国内聚酯产业链的扩张表现为完善产业链并追求规模效应, 从而增强综合竞争力和抗风险能力。

荣盛、恒力和盛虹的重心都转向上游, 从 PTA - 聚酯涤纶跨越至更为重资产大规模的炼化行业, 意味着其短期内将没有余力大规模扩张聚酯行业。因此, 未来几年真正聚焦于聚酯行业的仅有桐昆、新凤鸣和恒逸 3 家, 其中, 桐昆和新凤鸣本身就是行业的领先者, 这 2 家企业一直坚守涤纶长丝主业做精做强, 凭借成本优势在过去几年行业低谷期也实现了逆势扩张, 逐步拉开了与竞争对手的规模差距, 未来在继续扩建聚酯的同时还将向上游延伸实现原料配套。



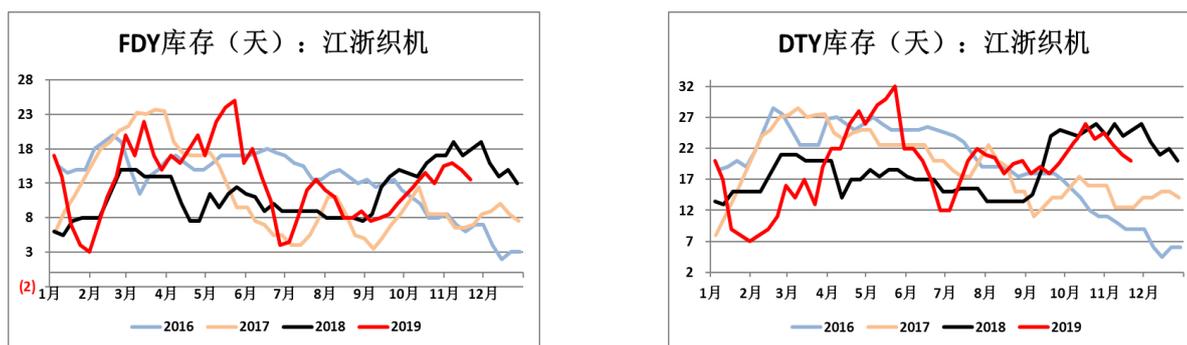


图 5. 聚酯开工及库存

资料来源：wind 资讯，卓创资讯，华瑞信息，新世纪期货

四、12 月行情展望：新投产能压力有多大，盘面见底就有多低

关于油价我们的观点比较模糊，布伦特 60 美金附近徘徊，美原油 57~58 美金这样一个位置，看不到大的上涨或暴跌的驱动，简单认为作为成本端另外也是因为乙二醇成本端更多的是依赖煤制成本底部空间，尽管油制生产企业占到 60%，但边际仍是主要考虑煤生产。因此这也是乙二醇不怎么提及油价影响的主要原因。

2001 合约主要受到强基差和低库存的摩擦，而前期我们忽视了聚酯需求的韧性，这一点在 11 月下旬表现尤为突出。而新投产能的压力预期落实的情况被认为是 05 合约主要矛盾，当然也伴生着聚酯需求端表现情况。长期的价格底就要看投产压力到底给予市场多大反馈，激起多少浪花。

截至报告日期内，11 月 28 日乙二醇主要港口库存数据为 34.7 万吨，较上周减少 4.6 万吨，甚至有的网站给出的统计值是去库 6 万吨，已经居于历史新低水平；下周到港量 28 万吨，较上周增加 5 万吨，不排除到港延迟预计下周乙二醇库存出现累库的概率增加。目前乙二醇整体开工率为 68.32%，煤制生产开工 62.07%，居于年内较高水平。虽然上游开工大幅提升后很难短时间降负荷，但是低库存和预期进口压力平稳情况下，下游聚酯开工仍维持较高水平，此外油价的提振对盘面都有比较好的支撑力度。

12 月策略建议：

回顾 11 月月报策略建议，当时我们提出 15 正套，现在看来比较不明确。当时的理由是 11 月中下旬有荣信化工 40 万吨以及恒力石化 90 万吨的新装置投料试车，1 月合约有需求和整个工业品在年底补库的愿景，现在我们知道这两套装置还没出产品，所以对盘面压力实际没那么大。此外需求整个在 11 月份表现强韧十分超预期，这也是为什么乙二醇的累库迟迟不来。对于 12 月份的投资建议，我们认为单边的乙二醇在 12 月份的博弈需要延续 11 月下旬的重点关注对象即聚酯需求的表现。因为有这个风险

因子存在，虽然供应压力的持续增长，也使得驱动不明显，单边行情比较薄弱，因此建议多乙二醇空 PTA 的套利手法，相对乙二醇来说，PTA 的累库预期更明显。此外，月间价差机会考虑 15 正套，因为 2001 合约进入交割月，乙二醇的新低库存对现货交割来说压力很小，而这个节点还有聚酯方面的不稳定性因素存在。

市场如果认为经济下行仍需要更多时间，那么对于未来我们仍抱希望，下游资金有所宽裕的情况下，我们仍期待产业链的轮动行情。那么单边上涨大有可为。作为商品之王的原油，当下无论是地缘政治方面的风险溢价，还是下游汽油库存偏低、美原油钻井平台数量的持续下降、叠加未来 OPEC 减产力度有望加强，原油的驱动在供需支撑下向上，化工也在 11 月有所回暖迹象，整体受到产能投放周期的影响，反弹力度较弱。因此在宏观是水流的影响下，需要看到大的转变，套利的配置已经剔除了宏观影响，单边交易逻辑不突出，关注期现联动带来的顺势行情。

风险提示：到港量超多，煤企装置开工率大幅提升、油价波动、中美谈判及宏观政策变动。

2019 年 12 月

中长线驱动未现， 短期略有支撑

——2019 年十二月原油报告

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

十一月原油没有趋势性的大行情，主要为受短线消息驱动、宏观情绪变动指引的小行情。月度来看，内外盘原油上月总体中枢稍有上移，但波动幅度不大。内外盘原油受不同因素驱动，走势有一定分化。内盘原油相对于外盘原油来说，上涨动能强于外盘，有所溢价。这是由于内盘原油多为进口，而近期 VLCC 油轮运费上涨，内盘原油有一定溢价导致。

OPEC 方面，市场基本上还是在等待十二月五日即将举行的 OPEC 会议结果。对于十二月份即将举行的会议，分析师预测，结果大概率会是“深化减产”或者是“延长减产”。但值得注意的是即便此次会议有望提出深化减产的决策，达成乐观的结果，也建议谨慎看待、解读会议结果，换言之，要根据实际履约情况判断评判中东市场。

就后市展望来看，OPEC 供给端减产坚决，十二月份会议有望短期提振油价，但要谨慎做多，因为 OPEC 减产的影响力在减弱。美国原油产量高居不下，但供给边际的改变对于原油的影响还是来自 OPEC。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。如果没有新的风险因子出现，目前仍将在上述提及区间内震荡。



一、上月价格走势分析

1、期现货市场

目前原油主力换月至 2001 月合约，美原油主力合约均为 01 合约，布伦特为 2002 合约。总体来说，上月原油没有趋势性的大行情，主要为受短线消息驱动、宏观情绪变动指引的小行情。月度来看，内外盘原油上月总体中枢稍有上移，但波动幅度不大。内外盘原油受不同因素驱动，走势有一定分化。

外盘原油来看，美国西海岸德克萨斯轻质原油 WTI 与布伦特原油月度走势较为平稳，上月没有发生较大的波动和变化，总结来说就是窄幅区间震荡行情。11 月 19 日，中美贸易谈判传出延迟签订协议的市场消息，市场恐慌情绪上涨，导致风险资产偏好下滑，原油首当其冲，WTI 原油当日下跌 2.87%，布伦特原油下跌 2.38%。但很快，第二天市场情绪得以修复，加上 OPEC 放出消息，12 月会议有望延迟减产协议，原油迅速回升至下跌前水平。之后继续延续区间震荡行情，没有过大的波动。

内盘原油相对于外盘原油来说，总体趋势相同，但上涨动能强于外盘，有所溢价。这是由于内盘原油多为进口，而近期 VLCC 油轮运费上涨，内盘原油有一定溢价导致。

全月来看，截止 11 月 28 日，WTI 原油月度由 54.15 美元上涨至 57 美元附近，布伦特原油由 59.45 美元上涨至 62.76 美元。内盘 INE 原油由 447 上涨至 465 元附近。

表 1：10 月国际油价月度价格对比表

单位：美元/桶

	WTI	Brent
最高价	58.74	64.27
最低价	54.07	59.40
11 月 1 日开盘价	54.15	59.45
涨幅	6.85%	5.46%

数据来源：文华财经，新世纪期货

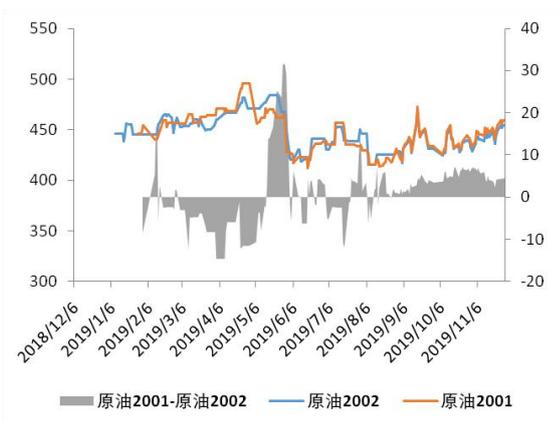


图 1：原油期货日线图



图 2：布伦特原油日线图

数据来源：wind，新世纪期货

2、价差：原油远价差变动幅度较小

正如上面所说，上月总体来说价差变动幅度较小。虽然内盘原油由于船运运费高涨，在运费大涨的推动下，相对外盘有一定风险溢价。

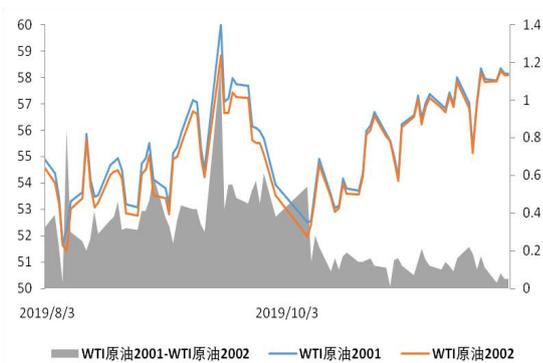


图 3：WTI 原油价格日线图

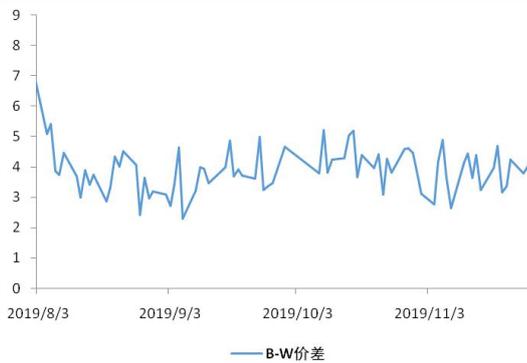


图 4：W-B 价差



图 5：SC-WTI 价差（以当日汇率换算）

数据来源：wind，新世纪期货

二、供应面分析

1、市场静待 OPEC 十二月会议决策，但建议谨慎解读会议结果

OPEC 方面，市场基本上还是在等待十二月五日即将举行的 OPEC 会议结果。就目前 OPEC 减产的情况而言，上月最新发布的 OPEC 年度报告中下调了中长期的全球原油需求增长预估，认为 2024 年全球原油需求将增长至 104.8 亿桶/日，而 2040 年将增长至 1.106 亿桶。同时 OPEC 预计未来五年内市场对该组织的原油需求也将下滑，2024 年料将减少至 3280 万桶/日，低于 2019 年的 3500 万桶/日，主要是受到美国页岩油以及其他主要竞争对手产量攀升的市场份额压榨影响。十月的 OPEC 端原油产量受沙特爆炸复产影响，减产执行率不高。但目前已经恢复减产进程，但是也不应对 OPEC 减产力度过于乐观，因为部分国家如伊拉克，尼日利亚，基本一直处于增产状态，且状况不易改变。

在十二月份的会议上，OPEC 众成员国作出是否延长减产、是否深化减产的决议。对于十二月份即将举行的会议，分析师认为结果大概率会是“深化减产”或者是“延长减产”。但值得注意的是即便此次会议有望提出深化减产的决策，达成乐观的结果，也建议谨慎看待、解读会议结果，换言之，要根据实际履约情况判断评判中东市场。

2、美国原油产量：高位企稳

根据美国 EIA 上月的四个周度报告，美国原油产量再度刷新历史高位，四周估算日产出分别为 12600，12800，12800，12800 千桶。上月数据来看，产量连续三周突破 1260 万桶，来到 1290 万桶。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。但是值得注意的是，美国油服公司贝克休斯最新公布数据显示，上月四周分别为 691，684，674，671。最近一周，美国在线钻探油井数量 696 座，可以看出，炼厂钻井数持续下调，创出自 2017 年以来的最低水平，这将在很大程度上限制后期美国国内原油产量的增幅，全球原油供应有望趋于平稳。

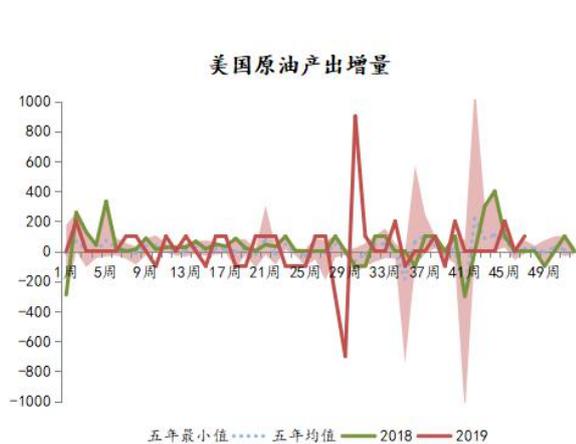
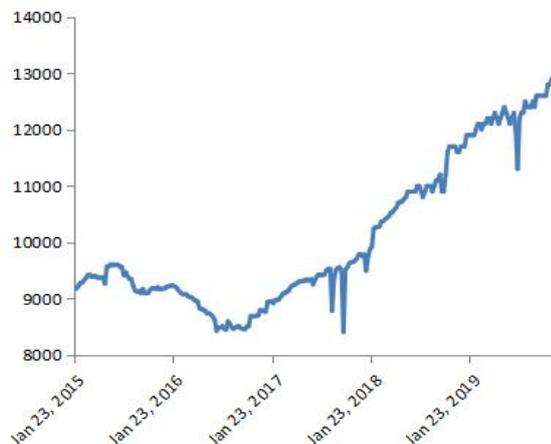


图 6：美国原油产量走势

图 7：美国原油产量增速图

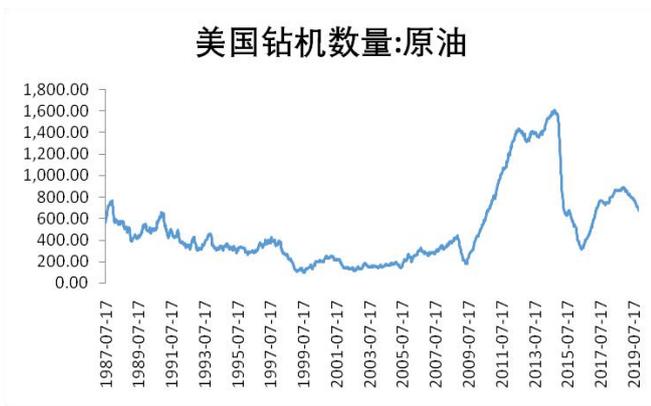


图 8：美国钻机数量

数据来源：EIA，新世纪期货

三、需求面分析

1、炼厂检修结束，冬季取暖需求加速累库拐点到来

从十月末开始的淡季炼厂检修已经接近尾声，加上冬季取暖需求支撑，炼厂开工也随之快速回升。上月四周数据显示，炼厂开工率开始快速反弹，四周开工率为 86%，87.8%，89.5%，89.3%。可以看出，炼厂生产意愿开始回升。分析师认为，本年度以来的需求悲观预期已经被市场普遍接受，炼油厂也根据此预期作出相应的生产调整。目前追随季节性走势，炼厂开工还会继续一度时间的回升，预计至 90%以上。但目前炼厂开工的回升并不能认为是需求预期的好转，需求端尚未有转折的迹象。



图 9：美国炼厂开工率

数据来源：wind，新世纪期货

2、原油加工

目前来看，上月美国原油加工量与炼厂开工率走势类似，目前来看走出一波季节性反弹走势。



图 10: 美国原油加工量

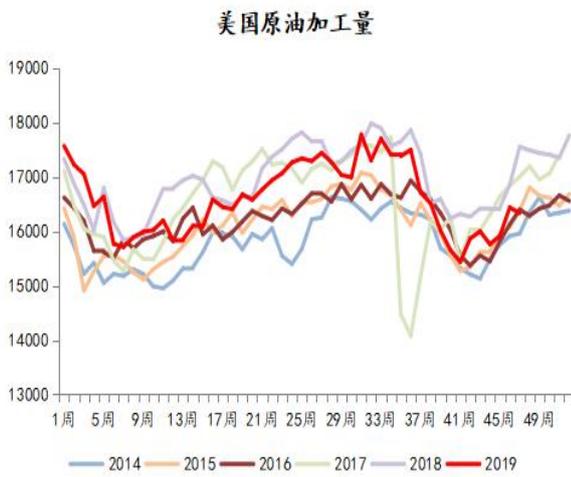


图 11: 美国原油加工量五年对比

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，上月美国商用原油库存虽然还是继续增长，但结合炼厂开工率数据回升以及原油的季节性规律来看，累库周期或将有望在数周内结束，利好油价。月度共计增加 1152.7 万桶。截止 10 月 22 日当周，美国原油库存量 4.51952 亿桶，比前一周增加 157.2 万桶；美国汽油库存总量 2.25978 亿桶，比前一周增加 513.2 万桶。

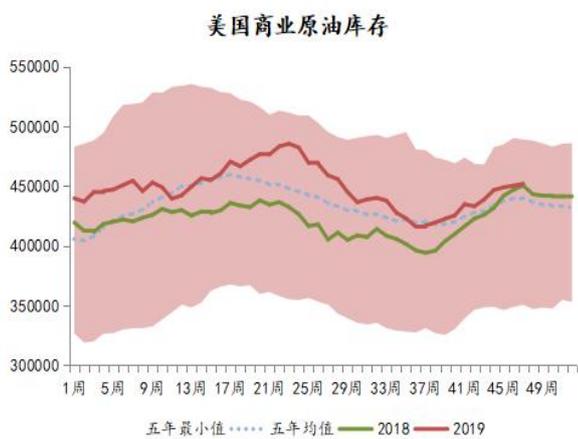


图 12: 美国商业原油库存

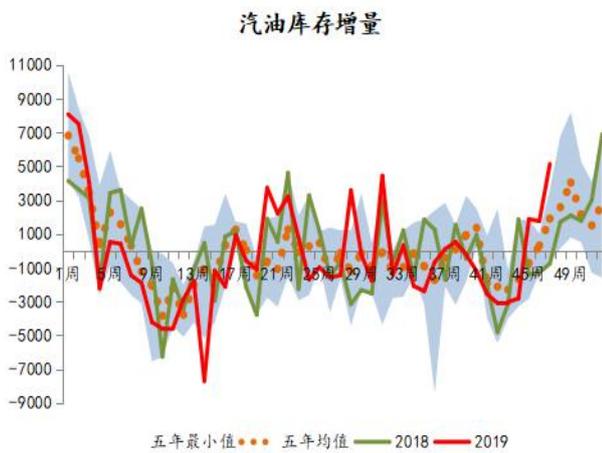


图 13: 美国汽油库存增量

数据来源：EIA，新世纪期货

截止 10 月 18 日当周，美国原油进口量平均每天 619 万桶，比前一周增加 21.8 万桶。美国原油出口量日均 348 万桶，较前一周增加 45.3 万桶。

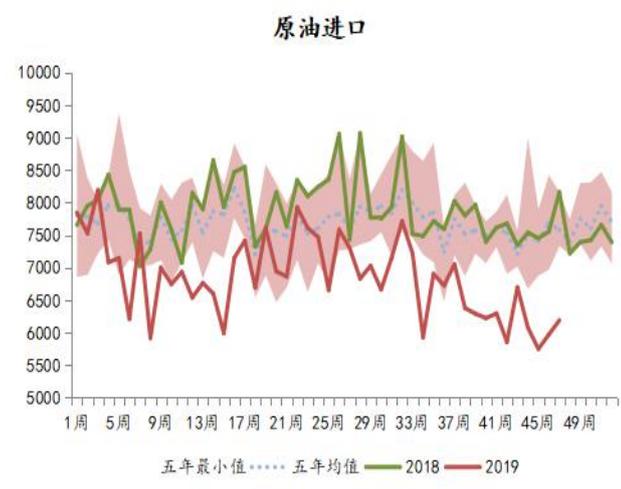


图 14：美国原油进口

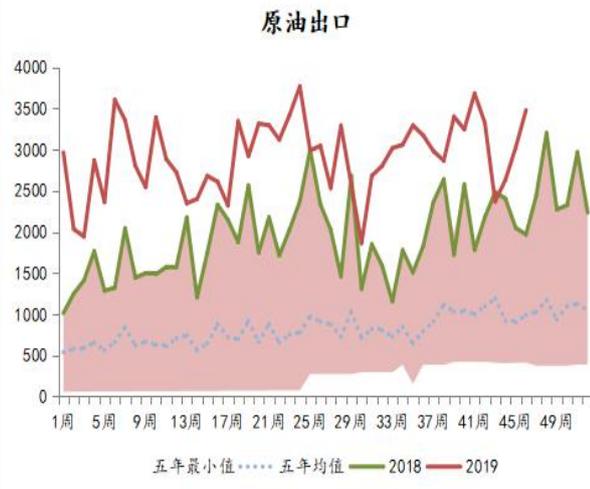


图 15：美国原油出口

数据来源：EIA，新世纪期货

五、宏观经济

1、宏观情绪有一定波动，中美谈判走势成谜

新发布的上月宏观数据来看，对市场情绪有一定的提振。比如，美国 10 月 ISM 非制造业 PMI 为 54.7%，11 月密歇根消费者信心指数初值 95.7，均高于前值。但中美贸易谈判在月中传出延迟签订协议的消息，因此市场又出现一定的恐慌。

2、伊朗动乱

上月 15 日，伊朗开始对本国的汽油供给实施配额制并上调其价格。伊朗普通汽油的价格从每升 10000 里亚尔（约合人民币 1.7 元），提高到 15000 里亚尔（约合人民币 2.5 元）。同时，汽油实施配给供应，每辆私家车每月可以每升 15000 里亚尔的价格购买 60 升汽油，而超出限额的汽油，价格将升至每升 30000 里亚尔（约合人民币 5 元）。官方对此项政策的表态是补贴穷人、抑制过度消费、为政府减负。汽油的意外调控引发了伊朗国内动乱，民意反弹。

伊朗国内的抗议活动从 15 日晚上一直延续到了 16 日。为了表达对油价上涨的不满，伊朗大批民众走上街头发动袭击。伊朗全国共有高达 50 多个城市出现了激烈的抗议活动，可以说是一次全国性的抗议。伊朗的动乱也引发了市场对于供给端的脆弱性的担忧。

六、后市展望

原油方面，弱需求和高产能的基本面仍然不改。供给端来看，美原油产量有高位上涨的趋势。OPEC 方面，为了稳定全球原油市场，12 月份的欧佩克会议有望利好油价，OPEC 稳定油价的决心较为坚定。需求端迟迟未见好转迹象，因此目前行情供需面向下，油价将继续在短线跟随宏观层面的消息展开波动。近期原油运行缺乏指引，因此短线维持在区间窄幅震荡，上下限明显的格局。对于中期来说，区间的限制十分明显，布伦特 65 美元以上、美原油 58 美元以上是相对安全的长线空单进场机会

此外，油轮运费近日大幅回升，上周中东至中国 VLCC 桶油成本增加近 1 美元，运力偏紧背景下内盘将继续获得一定溢价。总体来看，油价底部抬升并维持大区间震荡的概率较大。需求端来看，如果中美两国能够在明年年初达成一定的谈判进展，其市场的风险偏好还将进一步提升。

就后市展望来看，OPEC 供给端减产坚决，十二月份会议有望短期提振油价，但要谨慎做多，因为 OPEC 减产的影响力在减弱。美国原油产量高居不下，但供给边际的改变对于原油的影响还是来自 OPEC。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。如果没有新的风险因子出现，目前仍将在上述提及区间内震荡。

2019年12月

多空交织 行情震荡

——12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**

郑棉在11月走势较为平淡，由于整个棉市面临重重矛盾，利多利空的正反拉锯使得棉价失去方向，只能以震荡蓄势应对。

利空背景挥之不去，而利多因素开始不断出现，结合起来看，后市期棉的相对平衡有望被打破。

期货价格贴水、内外棉价倒挂，这减弱了期价下行的动力，也令期价未来有向上修正的空间。

五年以来的首次收储令市场得到提振，但限定数量也令市场失望。期待新的收储下达的同时，市场也在关注产业上下游在收储过程的表现，进而对棉花后市做一评判。



一、走势回顾

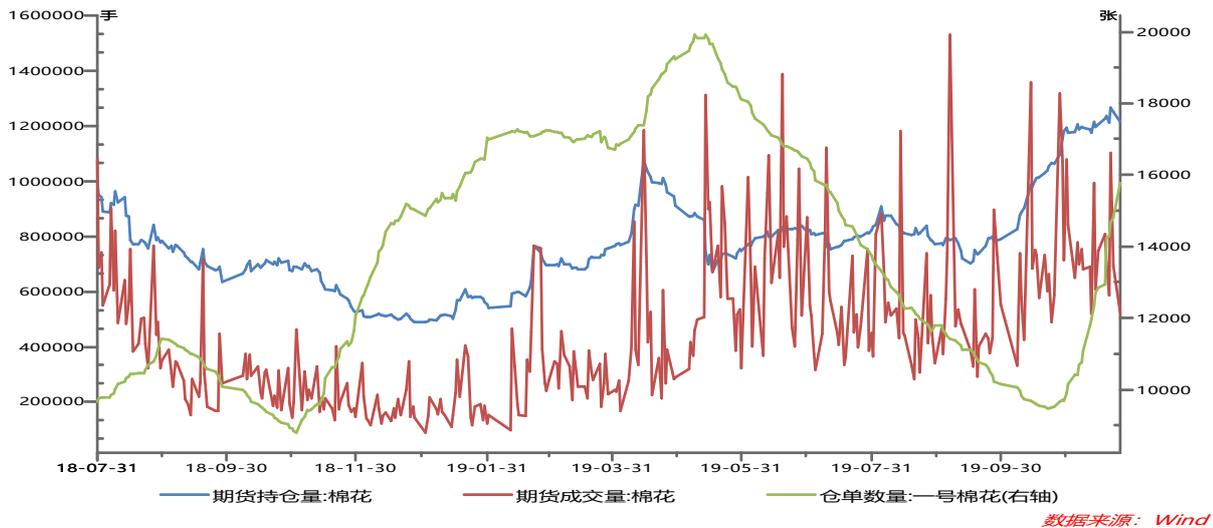


图一 棉花期货价格走势

资料来源：新世纪期货 文华财经

郑棉在9月底创出11970低点后，10月呈现攀升走势，并在月底创出本轮高点13215。

11月开始，棉花开始陷入震荡行情，期价涨跌无序，大致围绕13000关口波动，价格始终没有远离整数位。



图二 郑棉交易数据

交易量与往年比处在高水平，持仓量处在历史次高位，量能充沛；仓单增长迅速，郑棉盘面实盘套保占比为历年新高，是现货压力的直接体现，当然部分由于季节性因素所致。

行情还处在僵持阶段，多空继续加大筹码，为行情突破蓄积能量。

二、棉市的多重矛盾

目前棉市处在多重矛盾拉锯过程中，尚未走出明确方向。了解这些矛盾有助于我们掌握市场全景。

1、现货供需双方在期货盘面的拉锯：

新棉采摘收购接近完成，部分商家通过在期货市场抛出，锁定利润，这部分仓位规模在百万吨以上，这从新棉仓单的显著增加上得到直观的体现，来自现货的压力抑制了期价上行。

另一方面，消费方也利用点价等方式进行采购，12600 成为其入场的一个目标价位，上周四期棉下跌在此点位附近触发大量买盘，轧花厂也表现出较强挺价意愿，之后棉商甚至谨慎调涨了新棉基差 50~100。由此看来，12580 有望成为阶段低点。

2、产量的现状与调整：

	月份	产量	消费量	期初库存	期末库存
美国农业部预测值	8月	2734.81	2679.51	1747.66	1795.12
	9月	2719.36	2650.56	1759.20	1823.43
	10月	2716.53	2647.72	1757.67	1822.12
	11月	2654.91	2645.11	1753.76	1759.20

表一 2019/20 年度全球棉花产消（万吨）

资料来源：新世纪期货 美农业部

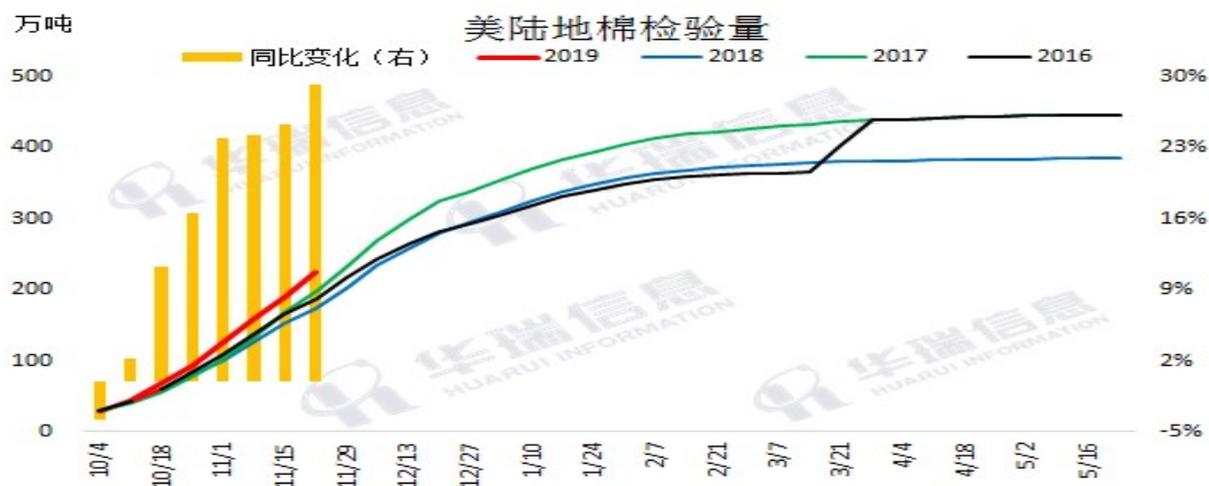
截至目前，市场判断今年全球棉花还是供大于求的格局。

分析美国农业部月度报告数据，我们可以看到：9 月开始，产量和消费量连续三个月被调低产量下调幅度更大；11 月数据显示产量为 2654.91 万吨，需求为 2645.11 万吨，供求差已经缩小到不足 10 万吨。

行业人士普遍预计未来还会有调整空间，如果数据出现供不应求的逆转，那么对盘面产生提振将在情理之中。

3、全球增产与国内减产

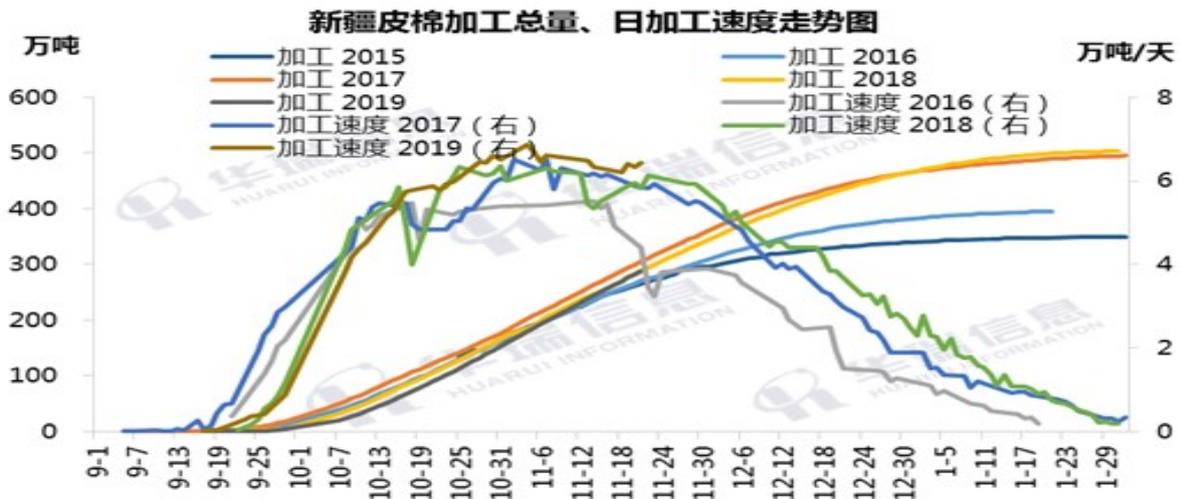
与上一年度 2599.4 万吨相比，今年全球棉花有一定幅度增产。美棉检验进度较快，质量较好。可交割比例为 83.6%，同比增加 14.9 个百分点。



图三 美棉检验量

资料来源：新世纪期货 华瑞信息

而根据国家棉花市场监测系统的产量调查显示，2019 年中国棉花平均单产 121.9 公斤/亩，同比减少 3.7%；按监测系统调查实播面积 4794.3 万亩测算，预计总产量 584.3 万吨，同比下降 4.3%。截至 11 月 21 日，19/20 年度新疆新棉累计加工 289.16 万吨，较去年同期增 0.4%，全国累计加工 294.72 万吨。



图四 疆棉加工情况

资料来源：新世纪期货 华瑞信息

据纺织企业反映，今年新疆棉公检指标均呈不同程度下降，企业需额外增加优质棉花进行配棉。

4、中美贸易谈判

11月22日，中国国家主席习近平表示中国愿意和美国达成第一期贸易协议，但是必须基于相互尊重和和平等。几个小时后，特朗普总统表示美国已经“非常接近”和中国达成贸易协议，不过他表示协议必须对美国有利。被问及他是否会签署一份支持香港抗议者的法案时，特朗普表示必须和香港站在一起，但是也要和习主席站在一起。

有说法认为美国和中国正在落实第一期贸易协议的文本，以便两国元首在11月份签字。但目前看来，协议的完成可能拖到明年，因为中国要求取消更多关税，而美国也提出更多要求。经贸谈判前景依旧不明朗，不时出现相互矛盾的言语和举动。

据市场预测，中美经贸谈判若最终达成双边协议，中国可将进口200-300万吨数量美棉。谈判不能取得成效的话，美棉很可能困在保税库里无法入关，这样对高等级棉供应将产生影响。

5、收储

11月14日，国家粮食和物资储备局发布了国储棉轮入政策，将收储50万吨疆棉。这是5年后首次收储棉花。



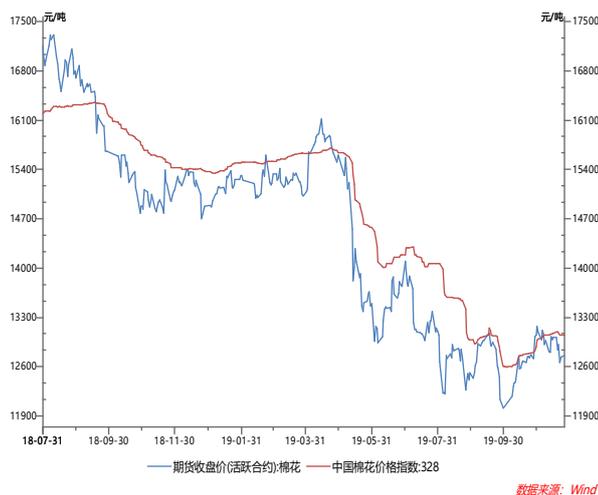
图五 收储价格

资料来源：新世纪期货 华瑞信息

2011、12、13 年轮入时都是不限量收储，此次收储力度不及以往。同时与市场预计不同的是，此次轮入疆棉而非外棉，未来是否会有新一轮对外棉收储也是市场关心的。

储备棉轮入采取从最高限价瓦向下竞价的方式，从成本来看，疆内依次是北疆机采棉、南疆机采棉、南疆手采棉，南疆企业不一定有机会；北疆皮棉品级下滑严重、杂质多。

三、棉价对比

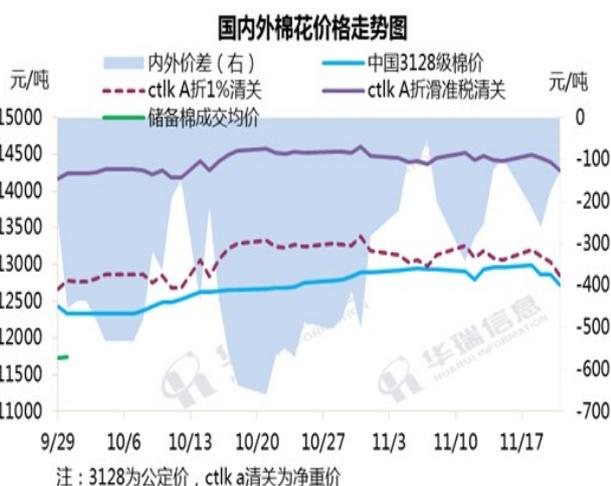


图六 棉花期现价差

资料来源：WIND

左图显示近期现货价格升水有所扩大，这有助于期货价格止跌企稳。

右图中可以看到，外棉价格高于国产棉花，这与以往情况相反，若后市价差关系恢复正常，那么国产棉应有相对强势的表现。



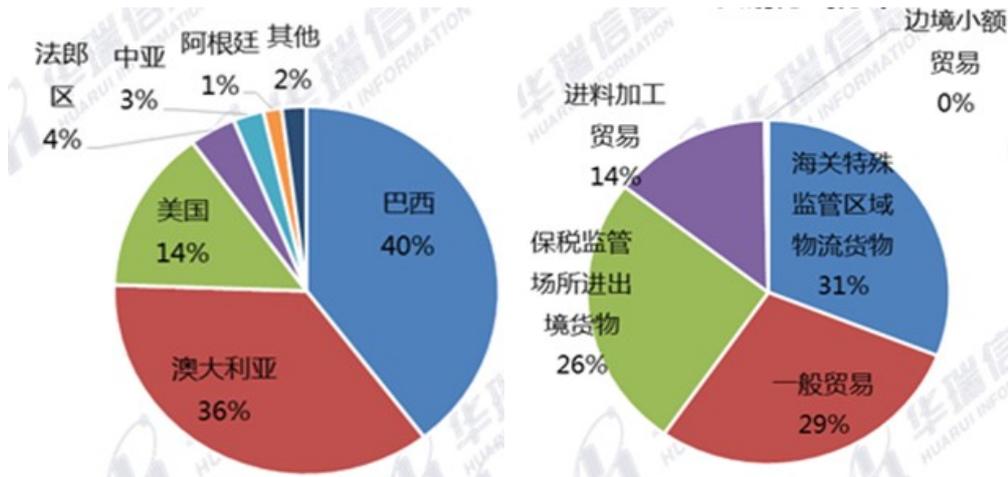
图七 内外棉花价格

资料来源：华瑞信息

四、进口情况

从10月进口比重来看，巴西棉比重较去年同期及上月均大增，较去年同期增28%，较上月增32%；西非法郎区棉花的比重同比及环比降幅较大；进口美棉的比重从9月的18%下降至10月的14%。1-10月累计进口巴西棉36.4万吨，同比增617%

进口贸易方式结构变化不大，主要进口贸易方式为海关特殊监管区域物流货物及一般贸易。

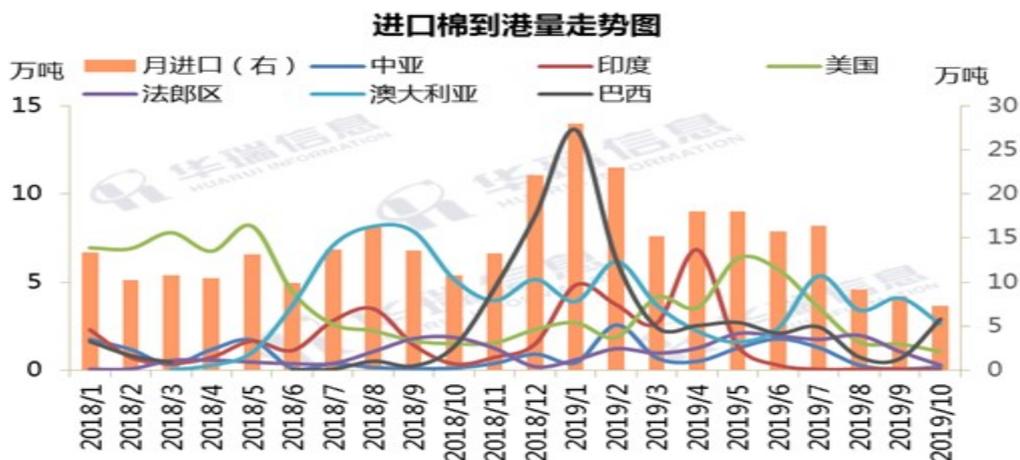


图八 10月进口来源国

图九 10月贸易方式

资料来源：华瑞信息

10月中国进口棉花7.3万吨，环比降15.87%，同比降32.4%；本月巴西棉到港量大增，其他国家棉花到港量均有所下降，其中法郎区及澳棉到港量下降较多，印度棉到港量持续低位。



图十 棉花到港量

资料来源：华瑞信息

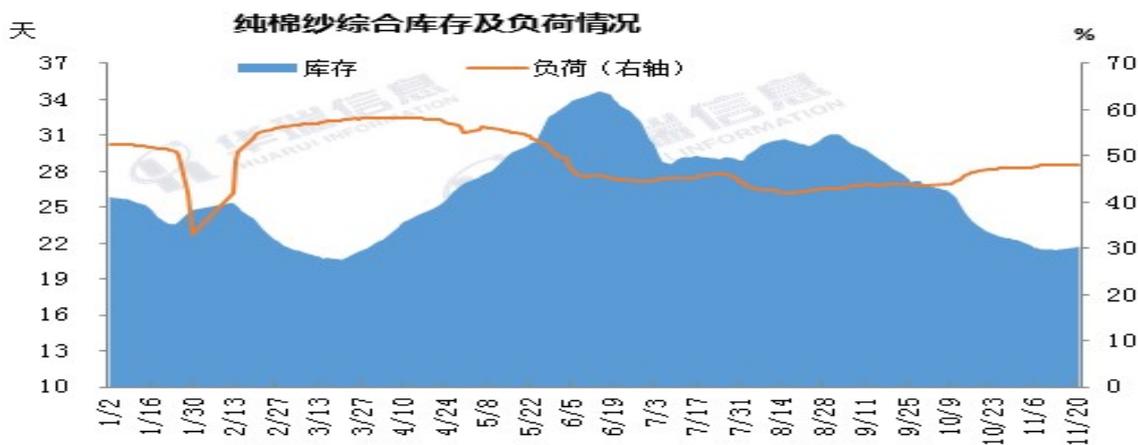
10月印度棉进口单价上升，美棉单价持平，其他国家棉花进口单价均有所下降。



图十一 进口棉价格

资料来源：华瑞信息

五、下游棉纱和坯布市场



图十二 棉纱库存及负荷

资料来源：华瑞信息

与之前走弱预期不符，目前纺企产销尚可，C32s 国产纱和进口纱在进入旺季以后表现尚可，价格一度有所走高，常规纯棉纱市场走货较顺畅。9-11 月纱厂累库并不明显，库存低于去年同期。目前纺企平均库存在 21.7 天左右，处于历年的较低位。

不过纺企开机水平偏低，纯棉纱供给量少于去年。目前不少纱厂仍然处于减停产的状态，这意味消费的减少，这是值得持续关注的一个风险点。

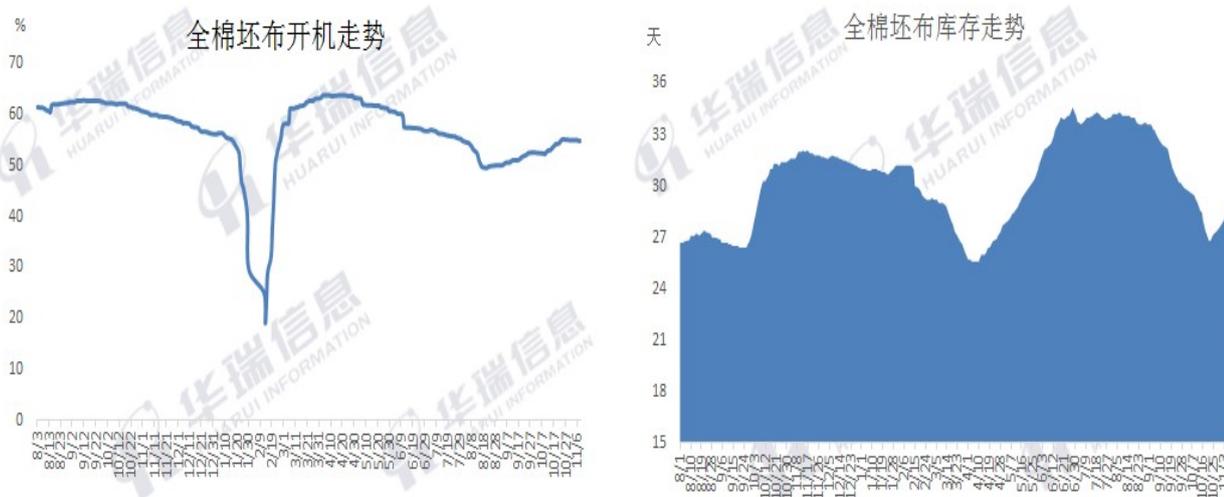
目前常规纯棉纱品种即期利润水平在盈亏平衡线附近，而去年同期在 500/吨左右，利润不及去年同期。



图十三 棉花棉纱价格

资料来源：华瑞信息

上游棉花价格走强，开始带动下游棉纱止跌。今年纺企普遍经历亏损，年前资金问题可能带来一些抛货现象，从而压制价格。



图十四 坯布市场情况

资料来源：华瑞信息

全棉坯布市场清淡，需求仍未有明显释放，订单交期普遍偏紧，同质化竞争使得价格贴近成本线。一些大路品种，同质化竞争较为激烈，一些差异化品种表现相对较好。库存又出现增加，部分大厂仍有抛货现象。

开机负荷目前仍维持平稳，但部分前期生产的厂家有停工减产的想法。

六、替代品市场



图十五 棉花与粘短、涤短价差

资料来源：华瑞信息

棉花与粘短价差较去年有所扩大，多数时段价差都在 2000 元/吨以上，而去年价差多数时段在 1000-2000 元/吨之间。棉花与涤短价差在 5000-6000 元/吨之间波动居多，而前两年价格多在 6000-7000 元/吨之间，从价差上来看今年并不支持涤短对棉花的替代。目前粘胶短纤签单不足，下游提货速度慢。人棉纱阴跌为主，纱厂为保持销售顺畅欠款发货。新疆地区局部超低价纱线对内地造成冲击。

替代效应不完全取决于价差，消费习惯、客户需求也会影响替代，总体看今年纱线板块混纺纱对纯棉纱挤占较去年有所增加。

七、外盘 ICE 持仓

持仓类型	单位 (张)	较上周 增减	交易商 数量(家)
报告多头	205160	-14387	188
报告空头	205504	-14132	195
非商业性多头	45455	2144	79
非商业性空头	61319	2617	95

表二 ICE 持仓分布

资料来源：新世纪期货 ICE



图十六 基金净多头率

资料来源：华瑞信息

从图表中可以看到，棉花期货总持仓有所下降，而非商业持仓头寸在增加。这部分持仓更具主动性，对盘面引导力较强。

ICE 期棉基金净多头率升至-6.1%，上期为-6.3%。其持仓由净空趋向均衡，有望转为净多状态，这意味着空头动能有所减弱。

八、K线图



图十七 棉花日 K 线图



图十八 棉花月 K 线图

资料来源：文华财经

左图为日 K 线图，期棉已经走出今年 4 月以来的下行通道；右图为月线图，当前棉价也处在较低水准。

棉价已被打压到历史低位水平，下方空间有限，上方存在想象空间。从大周期来看，底部不远，或许已经出现。

九、后市展望

今年的棉市一直被贸易争端和消费不旺所困扰，利空的背景挥之不去，就目前盘面来看，直接体现在快速增加的仓单上。

当然我们不能忽视陆续出现的一些利多因素：收购价比预想坚挺、新棉减产且质量下降、国储开始轮入、美农业部连续调降产量等。活跃的量能显示多方低位不断吸筹，并积极布局远期的五月合约。

尽管盘面尚未表现出强势，但是笔者相信，利空已经得到充分释放，价格暂不具备再度大跌的基础。不断累积的利多最终有望扭转盘面的空头形态。

短期走势可以观察 12 月初开始的收储情况，中期看国内产量和中美谈判的进程。

操作上不建议追空，可等待盘面信号寻找做多机会。

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。