

# 天时人事日相催

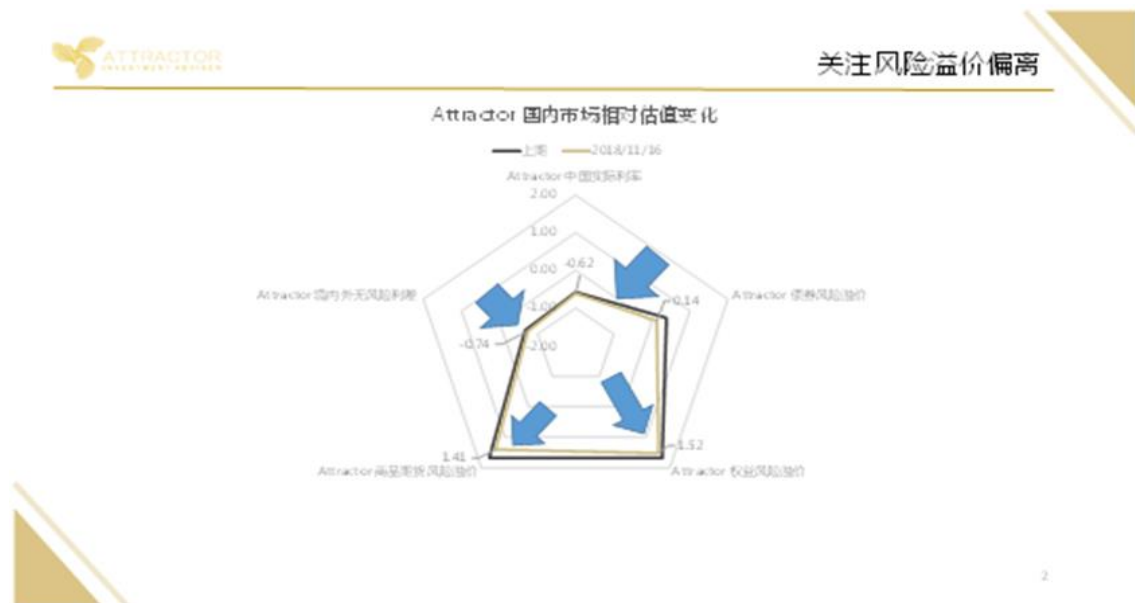
## ——中粮期货第七届秋季策略会主题演讲纪要

当今世界正处百年未有之大变局，世界政治格局、经济秩序都在发生长期而深刻的变化。我们要认识到现实的曲折复杂和波诡云谲，我们面临的或许不仅仅是类似 08 年金融危机的系统性风险，更是自二战以来世界秩序发生的根本变革，这是我们过去资本市场建立以来所未遇到过的。以此眼光和心态来观察，才能放下对当下不确定性的焦虑与执着，做好应变的种种准备。本次中粮期货秋季策略会在展望 2019 年行情的基础上，更强调分析今后半年间的市场状况和变化。

### 地图与路标——2019 宏观经济及大类资产配置展望

#### 石磊 吸引子咨询董事长

今年 2 月份以来，宏观的确定性历史上罕见的强，特别是金融相关的资产。但是跟实体经济相关的，不确定性非常大。商品期货在实体和金融之间，今年的钱在期货上面是相对难赚的。



现在大类资产的风险溢价，权益和商品的两类是最高的，表示市场处于熊市或者说是预期较差。股票和商品期货期现价差分别偏离历史均值 1.5 个和 1.4 个标准差，市场已经反映出比较悲观的预期，而内外部的无风险利差则处于低位。



在今年宏观拐点的时候，商品期现折价越来越多，但是整体价格却是震荡上涨，所以可能看对了宏观，但是操作存在较大回撤的可能。商品除了看大的宏观周期以外，也要看制造业的库存周期，这个周期大概九个月，从去年四季度开始，库存动力指数就往下掉，现在已经在最底部，从基本面的角度已经反映出很差的情况。



过去四年宏观经济的主线不大一样，2018年的主线：1、一季度开始总需求开始回落；2、供给侧改革，产能出清，资本的回报率提升；3、金融去杠杆；4、中美的冲突和逆全球化。其中总需求回落和比较长的去杠杆周期共振了，共振产生效果就是信用紧缩。

2017 年跟今年不一样，总需求和资本的回报周期是上升的，同时是金融去杠杆的第一年。逆全球化虽然出现，但没有出现激烈的反映。市场反应的是风格转换，靠流动性支撑的小盘股、壳开始不行了，但是上市公司整体盈利是上升的。

现在整个杠杆周期和 99-00 年类似，所以我们面临着一个比较大的流动性和杠杆的压力，不要简单的认为政策推出很多就见底了，比如纾困基金，它只是不让这个危机蔓延，损失仍然会在私人部门。

明年重大的风险是居民资产负债表是否出现大的逆转，设定路标为消费金融，一旦我们看到消费金融公司倒闭，就可以确认居民部门的潜力结束，消费将不再高增长，我们可能进入到日本当年的场景，然后货币会进一步的收缩，今年超过一半的信贷需求来自居民部门，如果没有居民部门，M2 的增长不是这个量级。这个重大风险可能性并不高，但是需要关注。

结论：明年将是结构分化，周期错位。

市场环境方面

- 多个标准周期错位，将使得 2019 年的经济金融特征非常不标准；
- 总需求疲软、金融去杠杆与产能周期上行共存，ROIC 可能继续改善，盈利质量是关键；
- 企业部门相关的资产占优，居民部门相关的资产弱势，居民资产负债表变化存在外部性溢出风险；
- 政策面临较大变数与较多的约束，财政与货币政策只可能是结构性的；
- 全球流动性与信用紧缩加剧，中国信用紧缩正在出清，杠杆去化是结构性的；

资产配置：信用债套利+可转债

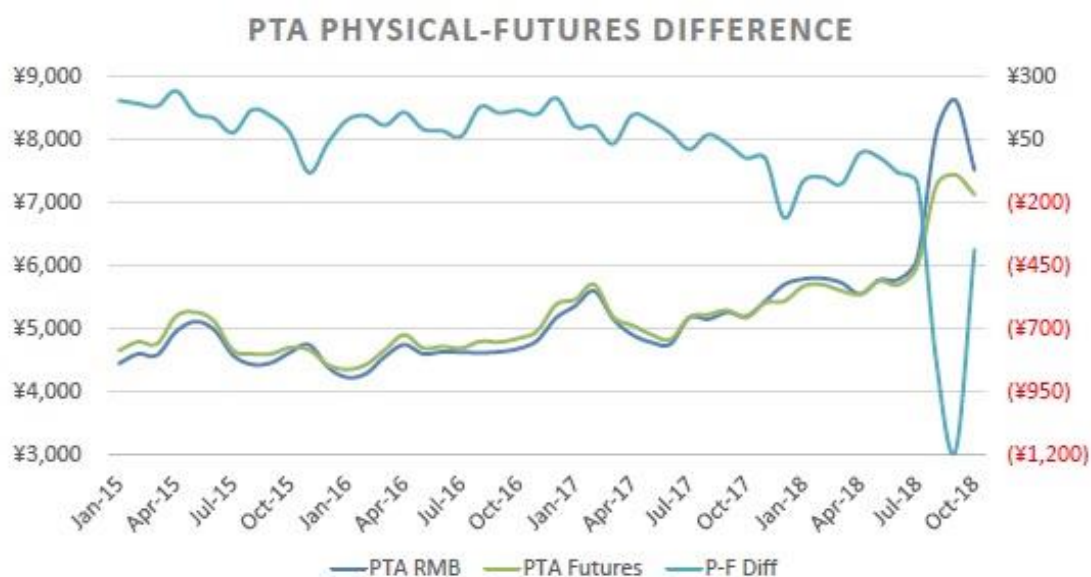
- 信用敞口（非周期性）兼具  $\beta$  与  $\alpha$  机会，中高赢率，中高赔率；
- 权益敞口的赢率可能从负面转为中性，关注转债和可交换债；
- 利率债仅是交易性机会，整体风险收益前景一般；
- 全球实际利率已经结束三十年下行趋势，进入上升长周期，房地产相关资产负面；
- 商品市场偏空，单边机会较难把握，需控制好回撤；
- 黄金的驱动因素会在美国进入严重的信用紧缩后出现，目前赔率较高。

## 2019 年 PTA 市场展望

## 王未栋 英国 Argus 咨询公司亚洲聚酯高级分析师

PTA 在今年三季度经历了过山车行情，对比往年相对稳定的价格，今年出现了超过 50% 的涨幅，之后价格出现一定跳水。

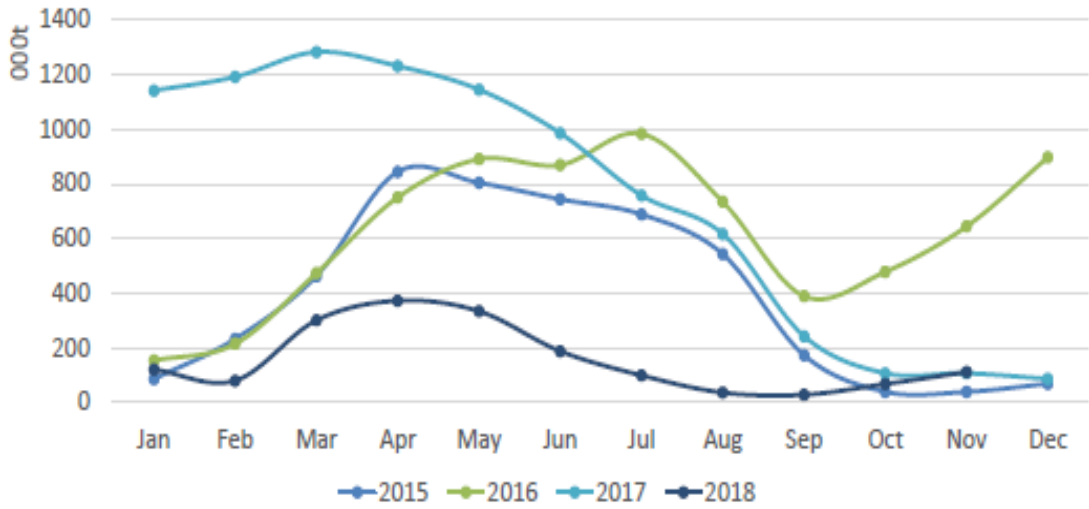
过去几年 PTA 期货价格高于现货，这也是过去几年可以卖出期货市场远月合约的一个原因，今年由于库存等因素的影响，现货价格升水期货价格。



过去几年 PTA 产业经历了一个非常痛苦的周期，长期处于亏损状态；我们一般定义大约 90 美金/吨加工费为盈亏平衡点，折人民币大概在 550-600 元/吨，在 2015-2016 年及 2017 年的很多时候加工费都低于这个盈亏平衡点，只不过今年都在盈亏平衡线以上。

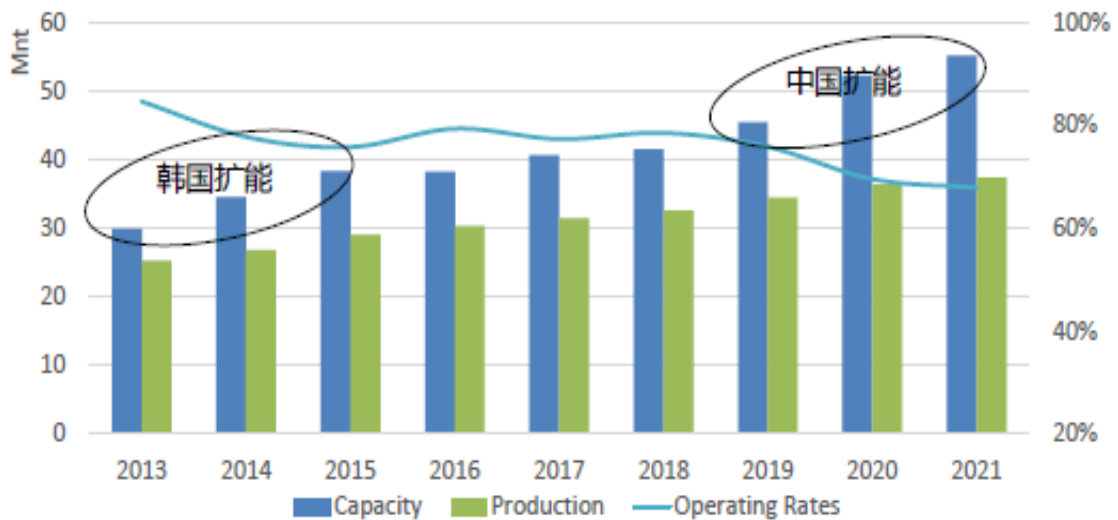
PTA 的库存对 8-9 月份价格的大幅波动起到关键作用，历史上四季度库存应该在低位。由于 2016 年聚酯需求弱，库存上升且在 2017 年上半年没有明显改善，下半年至 2018 年需求好转，库存持续下降，即使在 3-4 月份季节性累库阶段库存依然不高，使得 2018 年供应比较紧张，此外今年 1-9 月份进口量还出现了明显增加，主要来自台湾地区及韩国。

### CHINA PTA FUTURES INVENTORY



中国是PX最大的生产国，但缺口依然较大，国内PX主要由中石油和中石化供应，还包括一些民营企业。由于PX装置事故影响，民众对PX有恐惧心理导致新增供应装置搁置或搬迁，使PX缺口逐年扩大；另一方面由于设备老旧，单套产能较小，故而中国PX进口量在过去几年大幅增长，由2012年的600万吨增加到2017年的1400万吨，今年的进口量应该和去年相差不多。中国PX进口日韩较多，韩国目前PX产能在1000万吨，约90%出口到中国市场；日本由于国内需求逐步缩小，PX约80-90%出口到中国。后期中国的新增PX装置较多，如恒力长兴岛项目、舟山浙江石化等，2019年投产产量约800万吨，2020年约600万吨。

### ASIA PACIFIC PX CAPACITY AND PRODUCTION



跟踪到2018年的PX-PTA平衡表发现，PX需求略微偏多，这也解释了PX和石脑油价差由350-400左右扩大到了超过600。

未来 PTA 供应方面，亚洲地区老旧装置已基本关停，修复利润，新增装置总量不大，因此未来半年可能没有太多 PTA 新增量进入市场。

国内外新增装置较多都是下游向上整合，独立装置较少。新装置投产可能挤出 50-70 万吨老装置产能。中国 PTA 装置体量较大单耗低，竞争力全球最强。未来几年 PTA 产能开工可能会下降，由于 PTA 产能增速跟上了上游 PX 增速，但超出了下游聚酯增速。

未来 PTA 需求，内需方面明年相对看弱一些，会维持增长但增速放缓，部分由于房地产相关需求因素，外销方面一直保持较为稳定的增长，需求总体增速放缓，总体预计 5-6%左右增长率，对应 PTA 需求增量在 240 万吨左右。

依据目前供需，2018 年底之前 PX 供应依旧偏紧，石脑油-PX 价差维持高位，但聚酯产量下滑拖累 PTA 利润。PTA 投产确定性高于 PX，因此上游 PX 新产能投放进度将明显影响未来 2-3 年 PTA 利润，预计 2019 年 PTA 平均加工费在 150 美元/吨，内盘 PTA 加工费在 900 元/吨左右，由于新增 PX 产能多于 PTA，作为下游未来几年 PTA 利润小幅改善。

新的出口退税政策将减少国内对美元 PTA 需求量，美元与人民币 PTA 价差预期缩小，台、韩 PTA 产量可能缩小。

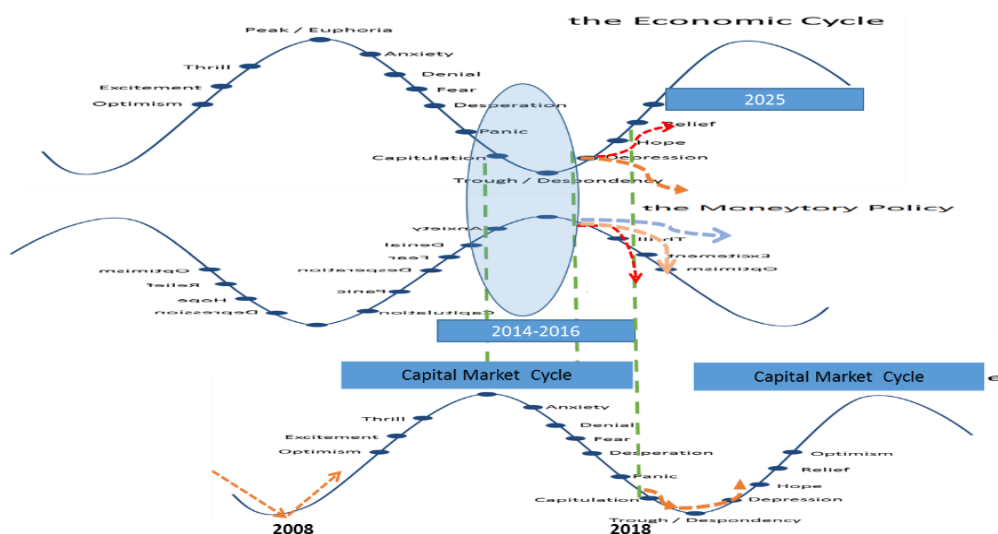
龙头聚酯企业一体化进程使得 PTA 不是在独立商品，聚酯与 PTA 整体考量有助于稳定行业开工率。

## 工业品逻辑策略展望：贸易争端叠加美联储加息周期 经济政策挑战加大

### 柳瑾 中粮期货研究院副院长

我们认为 2019 年是全球宏观周期的拐点临近，下面这张图表现的就是全球宏观周期的变化。最上面的曲线是全球经济周期，包括基钦周期、朱格拉周期等，中间的周期是金融周期，包括通胀周期、系统性风险周期和财政政策周期等，上、中两个周期叠加在一起就是驱动最底层的大类资产周期的核心因素。

## 2019全球宏观：周期拐点临近

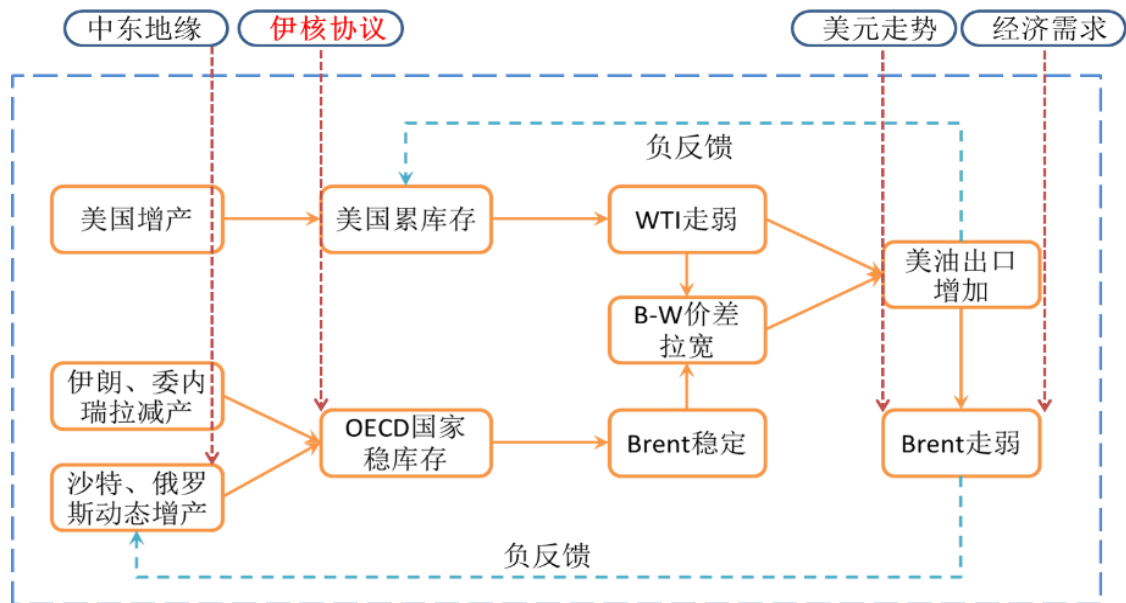


2014年至2016年是宏观经济的一个关键转折点，从08年的衰退到弱复苏的拐点。中国与美国的货币政策开始出现背离，中国不断放水，美国却进入货币紧缩阶段。从08年到现在，全球的货币危机转化为债务危机，而这需要新的经济增长点所获得的收益来弥补。根据测算，我们预计至少要到2025年前后，新的经济增长点才会出现，这意味着之前的所有增长都只是短期的复苏反弹，没有真正的新一轮增长。

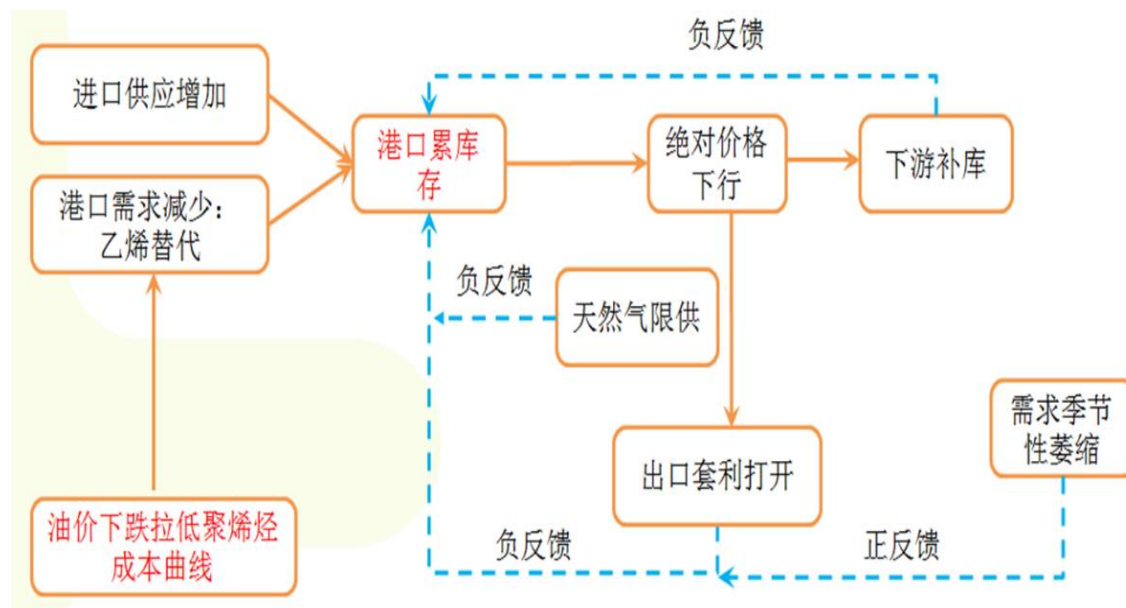
在目前的反弹周期中，宏观周期受到了贸易战的强力干扰。18年年初的时候，市场预计经济会加速上升，但实际情况是由于贸易战的逻辑加速下降。这是因为在新的经济增长点出现之前，全球经济这块蛋糕总量固定，大家都面临着债务体系的风险，如果切别人蛋糕人家当然不愿意，那必然要产生矛盾，这就是贸易战本质的根源。因此，只要在2025年新蛋糕整体做大之前，贸易战的基础会一直存在。

从金融周期来看，从美联储加息到美国减税，已经由货币政策转为财政政策。美国、欧洲、日本已经或将要进入货币紧缩，而中国央行的货币政策仍较宽松。未来国内外货币政策节奏变化的差异会直接导致美元的变化节奏，进而影响国内商品的基础定价逻辑。

对于中粮期货秋季大报告的逻辑，我们认为一是宏观逻辑大于产业逻辑，二是未来财政政策的发力大于货币政策，三是节奏大于趋势，而核心逻辑归于宏观趋势转折与产业结构调整。预期偏差主要在于地缘政治、军事冲突与贸易战，货币政策与财政政策节奏和时点的超预期，以及需求端下行超预期。



今年驱动整个大宗商品变化的很大一波行情是由原油的下跌造成的。对于未来的油价判断是长期看跌，但短期可能会企稳反弹。由于美国原油产量不断增长推高美国原油库存，而沙特和俄罗斯增产弥补伊朗产量缺口，WTI 表现的会比 Brent 更弱，二者价差有拉宽趋势。当油价下跌到一定程度后，OPEC 和俄罗斯会减产去库存，从而支撑油价。



今年的甲醇行情波动较大，未来主要受内外两方面影响，外部是原油价格下跌拉动聚烯烃成本降低，内部是港口累库存，伊朗被制裁后，卖给印度的货量转而流向中国，中国 9-10 月的港口库存大幅增长。内外双重逻辑的作用使得甲醇交易逻辑从多转空。

## 农产品市场逻辑策略展望—糖、棉、油脂、饲料



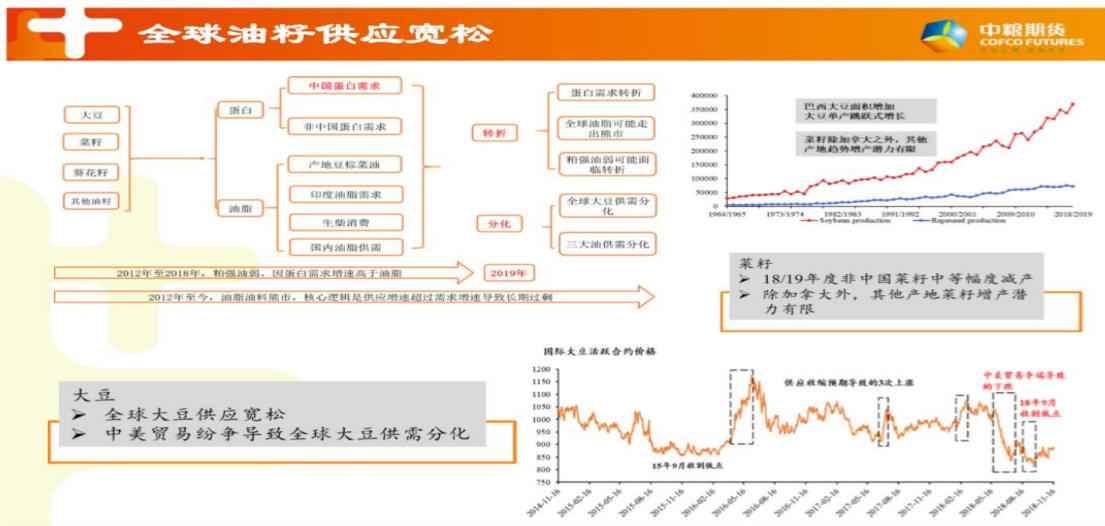
## 李楠 中粮期货研究院常务副院长

我们认为农产品市场进入了强结构、弱趋势的状态。从国际 CRB 相关农产品指数上可以看到比较强的周期性，1973 年布雷顿森林体系解体，农产品价格在此期间经历了比较大的波动；随后农产品进入高库存时期，1970 年代-1980 年代初的农产品没有行情；1983 年-1980 年代末波动率出现上升；然后整个 90 年代没有行情；此后中国加入 WTO，伴随着原油价格的上涨，整体的波动率开始上升，一直持续到 2012、13 年；随后再次进入到平稳期，还是因为高库存。1990 年的时候是因为种植转基因作物，彼时供给增大，而需求没有大幅增加；我们现在所处的阶段也是这样，目前全世界农产品的供给量很大，即使期间某些地区遭遇天气问题，价格也没有预期的表现。



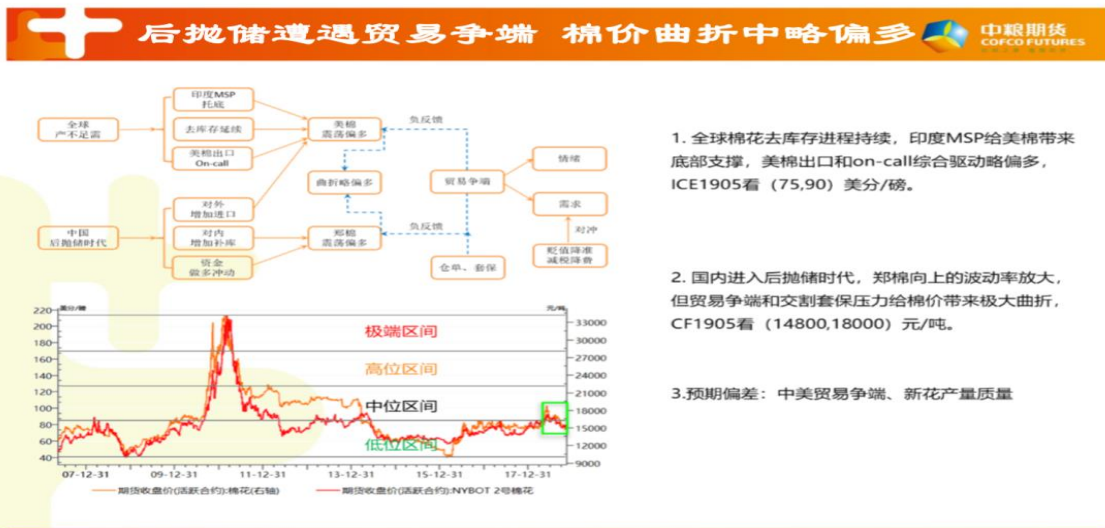
再看天气，南极洲冰面面积是全球气候的重要指标之一，当南极洲冰面面积比较大的时候，海洋区域相对潮湿，大陆区域相对干旱，我们看到 2003、2008 以及 2012 年的大行情都是在这种情况下发生的。最明显的例子就是小麦，小麦是全球基础农产品的锚，如果小麦价格涨不起来，谈通胀之类的意义不大，2018 年小麦状况比较多，中国、俄罗斯、乌克兰以及澳大利亚的小麦都在减产，但是小麦价格并没有什么波动，主要是因为目前的小麦产量比 2010 年增加了 1 亿吨，即使有部分减产，仍有可供出口量。对于短周期的天气预估，从目前情况看，今年冬天有可能会出现厄尔尼诺，但程度会比较弱，如果影响到了东南亚降雨，最终可能会在 7~8 月份对棕榈油产量产生影响。

具体品种：



请务必阅读风险提示与免责声明

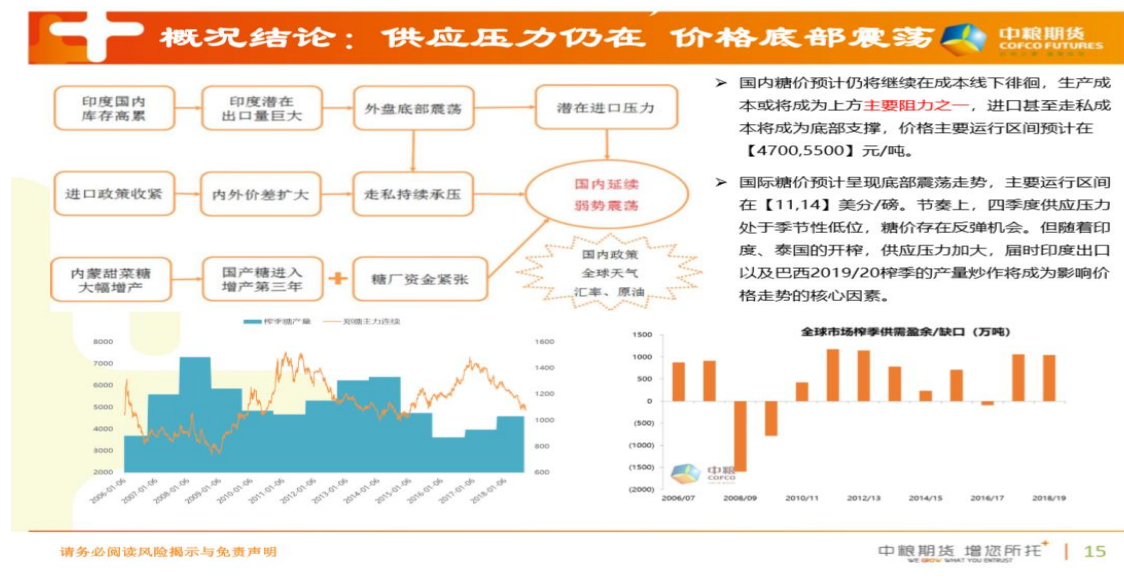
**油脂油料：**目前菜籽短缺而大豆充足，价格走势出现分离。CBOT 大豆预估区间在 800-950 美分，也有可能短期上 1000 美分，美豆真正的压力在明年 2-3 月份，届时南美大豆集中上市。油脂中，菜油最强，棕榈油最弱，但是如果发生厄尔尼诺，明年夏天的时候就油脂可能会出现一些状况。总结几个点：①国内蛋白的需求增速会下来；②油脂需求会保持相对正常的状态，但是其供给量太大，真正要解决油脂的问题，需要依靠生物柴油，但是如果原油价格起不来，植物油增量和库存是无法通过生产生物柴油消耗掉的。



请务必阅读风险提示与免责声明

**棉花：**市场对棉花看涨了近一年，因为①国储库存在减少，②棉花缺口 300 万吨左右。但是档期棉花最大的压力在于需求预期的减弱，以至于市场上有部分人开始怀疑自我。这个时候大家要注意棉花是否将要出行情，一旦中美谈判达成相对好的状态，棉花的反应可能会比较剧烈。我们看到棉花和玉米的价格一直在分化，但两个品种基本面的结构是相似的，主要是市场对棉花的需求预期出现了

减弱。目前棉花的价格就是成本价，在经济没有出现大问题的前提下，很少有农产品价格会长期低于其成本。纺织消费是刚需，目前结构性的矛盾不会演变为全球性的萎缩，后面市场可能会再启动起来。



糖：糖的逻辑并不复杂，如果国外盘出现反弹，国内盘跟着出现反弹，一旦价格高过成本，套保盘就会出来，下方的支撑是走私成本，我们认为糖会呈现低位震荡的走势，在当前供需结构的情形下糖出现较大的波动会比较困难。目前糖的走私利润也在缩减，所以大家也不能过于看空糖。糖的变局在印度，印度糖的出口对国际市场的压力始终存在，印度糖的出口价格对糖的国际价格高点有重要影响。

玉米：玉米是具备确定性相对较大一点的品种。玉米缺口在 3000-4000 万吨是市场相对公认的数字，且成本在上升，尤其是地租，所以玉米价格下方有支撑，但是高位抛盘的压力也存在。另外一个需要大家注意的点，一旦 11 月底中美握手言和，我们可能会放开玉米进口，增加玉米的消耗，我们的 E10 标准在 2020 年是一定要实施的，我们的 E10 必须要依靠 1 代技术，依靠陈化粮玉米、水稻、小麦来生产燃料乙醇，在这种情况下，玉米供需会越来越紧张，国内有可能会放开玉米的进口。

生猪：目前国内生猪调出和调入省份的价格分化严重，我们认为猪瘟短期内解决不了。目前看，猪瘟可能强制改变了猪周期，如果市场提前启动屠宰母猪，生猪的价格可能会起来，我们认为明年的三、四季度生猪价格向上的动力比较足。

(中粮期货 李楠 投资咨询资格证号：Z0012347)

风险揭示：

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。

2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。

3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。