



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货 四季度核心观点



冠通期货研究咨询团队



时间：2023年9月25日

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

宏观：迎接新一轮中国库存周期的重启

今年6月以来，美强中弱的剧本仍在股市上演，中美利差的加速下行则令汇市承压，人民币贬出新低，外汇市场不时上演血雨腥风。与此同时，央行及时出手稳定市场，汇率企稳，但却将更多的压力宣泄在了股市上。即便各项提高市场质量，提振资本市场的措施不断出台，依旧难以挽留北向资金的持续外流，令A股始终表现疲弱。与股市汇率的下挫形成鲜明对比的则是商品的强势上扬。经济现实的羸弱，作用在商品需求的疲弱上带来商品价格前五个月的深度下挫，6月以来则在低库存下，伴随着不同品种供给端的问题扰动，大宗商品触底反弹，热点不断，板块轮换，吸引着资金的关注，不断推升着商品的整体走高。股市与商品的巨大劈叉和分化，更是引发市场的热议。

对于美国，通胀的再次抬头，持续高利率的货币环境，料将给美国经济增长带来压力，市场热议的“衰退”迟迟未到，却盼来了“滞胀”的可能再临，美国大概率将徘徊在“滞胀”与“衰退”之间。这个时期，企业盈利因为成本的抬升而遭受打压，潜在的供给冲击往往带来“石油危机”的阴影，继而加剧商品的波动与分化。资产配置上黄金与现金依旧具有吸引力，大宗商品震荡加剧，要注意风险控制。

对于国内，1-8月中国经济N型弱复苏，迈过一季度的疫后短暂修复之后，内生动力不足所引至的需求疲弱，叠加政策目标的不及预期，拖累二季度经济景气度快速回落。三季度，伴随着政策预期的重启，各项提振资本市场质量，松绑地产政策与各项稳增长措施的持续加码，大宗商品价格率先反弹，PPI6月触底，价格信号传导，涨价增强信心，带动企业从主动去库逐渐过渡到被动去库阶段，中国新一轮库存周期重启的预期，促进经济景气度的企稳回升。特别是到了8月份，纵使地产的拖累仍在，但消费、投资和出口等环节的边际改善，抗住了美元美债快速上扬的外部压力，为四季度的逐渐好转传递出正向信号。

展望四季度，商品不排除继续像2017年那般演绎下去，而中美经济强弱料将迎来轮转，美国经济的韧性面临挑战，中国经济回升复苏。通胀的重新抬头，令美联储的本轮加息更加“长尾”，高利率环境支撑着美债与美元的强势，继而对其他经济体形成压制。国内仍旧要再外部流动性紧缩的掣肘下努力稳增长，从而延续着宽松的宏观流动性，人民币虽然贬值空间有限但仍旧承压。全球经济徘徊在滞胀与衰退之间，商品则遭受供给冲击与需求收缩的双重扰动，呈现出波动加剧走势分化的特征。国内新一轮库存周期正在酝酿重启中，部分品种的基差仍旧处于高位，商品有望演绎出先抑后扬震荡分化的态势。配置上，国内A股估值层面看值得增配，黄金依旧值得超配，美国实际利率的上行空间有限与全球经济秩序重塑格局下各国的“安全”诉求，料将继续给金价以支撑。值得注意的是，当下商品所处位置偏高，面临中秋国庆假期，有高位回落的风险，建议做好风险管理。

煤炭化工

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
双焦	产区事故多发，安全检查形势严峻，供应阶段性收紧，加上金九银十需求旺季，铁水维持高位，短期双焦仍处于偏强格局。但供应端很难成为主导价格强势的主要原因，而产业链利润极不平衡，四季度钢铁生产相对淡季，产业链利润调整下，或将向上游传递，双焦价格承压。	上方空间受限，价格高位整理	短线参与，可以少量试探性多焦炭空焦煤
尿素	秋季用肥需求基本已经前置，随着供应释放，尿素价格大概率震荡回落，但中期四季度复合肥生产、冬腊肥以及延迟的淡季储备采购仍有支撑，需求端仍有反复，而供应方面气头尿素减产，或阶段性支撑价格。	高位宽幅震荡	关注1950-2400区间震荡
PTA	目前成本端支撑较强，10月重大会议结束后，高利润的聚酯可能仍有复工需求，价格或略有反复，但PTA总体供应能力偏强、需求季节性转弱以及库存处于高位，自身驱动并不强，反弹动力有限。而下行空间更多取决于成本端的变化，调油需求下降，但原油价格居高。	依托成本端变动，上行动力有限，下方成本仍有支撑	短期关注6000-6500区间争夺
甲醇	原油、煤炭价格偏强，叠加需求端改善，甲醇价格表现偏强，不过港口库存累库，国内产能持续增加，供应过剩，海外稳定补充，以及国内需求四季度增幅有限背景下，价格大概率震荡承压。	短期回调，中期震荡重心回落	上方2730-2750附近压力，下方2150-2280附近支撑

煤炭核心观点

- **煤炭：**三季度，煤炭并未因电煤旺季出现较大的波澜，旺季整体表现不旺，8月下旬开始，煤炭价格表现出较强的韧性，主要表现为上中游供应端变动支撑价格走强。从产区来看，8月份以来，煤矿事故多发，特别是重大安全事故发生，安全检查更为严峻，多家煤矿因安全隐患而停产，供应端显著收紧，并且，三季度以来，煤化工品种强势运行，化工用煤需求同比明显偏高，加上9月份东北采购拉运需求开始，坑口端报价持续偏强；中间环节来看，贸易商发运成本倒挂，发运积极性下降，大秦线铁路运量同比明显偏弱，集港量减少，环渤海港口库存迅速下降。叠加金九银十非电需求略有配合，贸易商惜售情绪渐浓，港口报价开始试探性上调。
- 但从需求角度来看，暑热消退后，电煤需求已经进入淡季，但电厂库存却还在逆势增长，仍处于非常高的水平，随着日耗回落，库存可用天数将迅速攀升，继续采购的需求非常有限，甚至在秋冬季前都可能很难有明显的采购需求；而非电需求来看，目前下游水泥开工率偏低，房地产下行速度虽受到遏制，但继续发挥提振的动能较为有限，秋冬季环保要求下，非电需求的持续性可能有限。
- 尽管目前供应端因素仍在发挥作用，但保供稳价政策不改，在煤矿停产整顿的同时，已经有停产煤矿陆续恢复正常生产，供应端很难成为煤炭价格持续上行的主要动力；通常10月份，下游电厂开始备货采购，但高库存以及高进口模式下，非电需求切换至电煤，旺季采购可能弱于预期，当然，冬季12月至次年1月份取暖需求支撑下，煤炭价格或仍有支撑，但厄尔尼诺气候下，冬季气温大概率偏暖，南方用电压力减轻，冬季大概率很难有独立强势行情，大概率在700-900元/吨附近。
- 目前较为不确定的因素是进口方面，8月份进口量刷新了历史高点，近期进口价格优势仍在，今年高进口对平缓价格起到了重要的作用，但目前原油走强带动国际能源价格偏强，俄乌冲突令欧洲能源供应依然薄弱，国际能源价格反复，或影响中期国际煤进口成本；不过，美联储加息预期不减，全球经济衰退影响下，能源价格的强势能否持续也是较大的问题；此外，关注进口政策是否调整。
- **风险因素：**国际能源价格走势、国际煤价、进口政策、安全事故是否再次发生（上行风险）、气候条件、经济增长。

双焦核心观点

- **双焦：** 半年度时，我们曾认为双焦能否上行，主要取决于成材，甚至因为产业利润的影响，原材料价格要弱于成材。7月份，生铁需求向好，带动炉料价格反弹，双焦阶段性曾出现好转，但没有预料到的是，8月下旬开始，双焦因为供应端影响而出现了显著的拉涨，当然，高铁水也是支撑价格的重要因素。供应端来看，三季度以来，安全事故屡禁不止，特别是山西地区事故多发，8月-9月发生21起事故，且有前期事故瞒报检等问题，供应端风声鹤唳，虽然事故煤矿并未出现一刀切式停产，但还是影响供应节奏，特别是供应预期变化。后期，随着安全检查常态化，预计整体供应将趋于平稳；焦炭供应来看，虽然焦化企业利润收缩，但产能利用率并没有去年的弱势整体，整体供应相对稳定，近期长假前期，焦化企业对焦煤采购较为积极；当然，稳增长政策频出，金九银十需求预期，以及现实的铁水产量高位，支撑焦炭需求向好，焦炭生产平稳且采购相对稳定；此外，目前双焦整体环节库存偏低，在四季度冬储需求下，或仍支撑价格重心。但也需要注意的是，目前产业链利润并不平衡，利润主要集中在上游，焦化企业以及下游成材利润低迷，抑制了需求大规模采购积极性，而目前铁水已经站上阶段性高位，终端需求改善有限，四季度需求边际提振正在逐渐减弱，后续产业链利润或有修正，钢焦博弈将成为常态，或抑制双焦价格。
- 四季度重点关注市场预期与现实的实际情况，预期影响下，低库存可能加大价格的波动弹性，此外粗钢平控政策悬影响三季度市场，关注四季度情况。
- **风险因素：** 各项稳增长措施下经济增长情况、能耗以及双碳对于产业发展要求、煤矿重大安全事故等。

尿素核心观点

- **尿素：**
- **供应：**2023年尿素产能加速释放，生产形势明显偏高于往年同期水平，特别是9月份新增产能投产后，预计供应能力进一步攀升；尿素供应能力增长，主要是受到煤制尿素产能增长较快提振，而煤炭价格来看，四季度价格上行动力有限，成本端短期尚无支撑，高利润模式下，自主集中检修可能性较弱，有助于保证供应形势稳定。不过，需要注意的是，山西晋城发布秋冬应急减污排放清单，涉及多家尿素企业限产，加上气头尿素季节性产量下降影响，一定程度上拖累供应，四季度后期供应同比显著增长速度或有所放缓。
- **需求：**夏季用肥旺季过后，即将播种的冬小麦以及油菜籽预计对需求有一定的支撑，但9-10月播种季，底肥主要以复合肥为主，农业经销商对于尿素的采购可能相对有限，加上前期复合肥企业经过持续高加工后，农用需求部分前置，农需对阶段性的提振较为有限；工业需求来看，四季度生产相对稳定偏强，但终端需求掣肘下，工业需求实际增长预期有限，出口在法检预期从严背景下整体可控，需求端提振有限。不过，四季度后期，皖北冬腊肥、复合肥企业加工旺季以及延迟的淡储采购需求启动，需求仍有较强支撑。
- 综合来看，四季度初期，供需大概率相对稳定，但四季度后期供需阶段性收紧，价格走势先抑后扬，整体处于相对震荡格局。
- **风险因素：**高耗能管控进程加快（上行风险）、煤炭价格快速回落（下行风险）、国内经济进一步刺激政策出台（上行风险）、承储企业采购集中（上行风险）；

PTA核心观点

- **PTA：供应端：**PTA产能积极释放，整体供应能力稳定增强，供应远高于往年同期水平，是制约价格走势的主要压力；不过，目前原油价格重心抬升，成本端仍处于高位，低加工费影响，10月份的供应节奏或受到影响，阶段性市场相对有所支撑。**需求端，**聚酯产能增速慢于PTA产能，近期亚运会导致聚酯开工率放缓，价格表现承压，不过目前聚酯利润可观，金九银十纺织需求旺季仍有一定的支撑，加上长丝库存压力不大，产销稳定下，10月上旬亚运会结束后，需求或有微幅好转，然而，11月织机开工率季节性走弱，纺织终端需求增长仍表现较为迟疑，需求中期预期或仍偏弱。**综合来看，**四季度初期，供应预期收紧而需求阶段性回暖，预计短期基本面或有支撑，但PTA高库存背景下，供需收紧的影响相对有限，而中期市场而言，供应能力增强而需求季节性走弱，供需相对宽松，价格或面临压力。较为**不确定的是成本端**，目前PTA基本依托成本端波动，四季度调油需求下降，加上PX产能释放下，成本端预期有所回调，但原油价格受到主产国坚定减产的影响而重心持续抬升，成本端具体走势还有待观察，而成本端决定价格的底部，关系到价格能否有回调空间。
- 总体而言，上行基本面驱动暂无，但下方成本端仍有分歧，中期还需关注原油的进一步走势，暂时高位震荡对待。
- **风险因素：**原油价格大幅波动（成本端变动）、美汽油需求与库存、亚洲PX检修规模、PX与PTA新增产能投产延迟（上行风险）、高耗能管（上行风险）、纺织需求急剧下降（下行风险）

甲醇核心观点

- **甲醇：**供应端，上半年甲醇企业亏损以及意外检修导致供应同比略有偏低，尚未意识到甲醇产能持续释放带来的供应压力，三季度以来，甲醇企业基本在盈亏平衡线附近，整体生产积极性有所好转，供应端正在逐渐改善；此外，国外甲醇供应充裕，进口利润尚可，进口货源积极流入，沿海地区库存开始累库加速，进一步加剧供应压力。需求方面，目前跟进一般，新兴煤制烯烃需求虽有好转，但装置运行并不稳定，继续增长空间较为有限；而传统需求虽然三季度表现强于同期水平，但缺乏亮点，预计相对平稳运行。目前原油价格强势令需求虽有反复，煤炭价格上行也影响生产成本抬升，短期甲醇仍表现有一定的韧性，不过从整体形势来看，甲醇产能过剩，需求继续增长空间，港口库存持续累积，价格或难有持续性上行动力，四季度价格大概率承压，倒逼上游过剩产能淘汰。
- **风险因素：**极端气候（成本上行风险）、地缘政治升级导致原油价格大涨（上行风险）、地缘政治导致甲醇进口受阻（上行风险）、原油价格持续下跌，国内经济复苏较慢（下行风险。）

石油化工

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
原油	OPEC+减产履行率较高，兑现了之前的减产承诺。美联储加息进入尾声，市场风险偏好回升，只是美国8月CPI同比涨幅小幅回升，主因汽油成本增加，最新美联储点阵图显示年内还有一次加息，2024年的降息幅度从100基点缩小至50基点。高通胀下或打压油价。汽油裂解价差回落，不过目前柴油裂解价差高位，俄罗斯限制柴油出口将加剧柴油供应紧张，4季度原油价格高位震荡。 SC原油逢高做空，关注600元/桶支撑。	高位震荡	SC原油逢高做空，关注600元/桶支撑
沥青	沥青预计难以脱离原油走出独立行情，由于原油供给收缩利好逐步兑现，又受通胀压制，而沥青/原油比值跌至低位，建议做多沥青裂解价差，即多沥青空原油，一手原油空单配置15手沥青多单。	沥青/原油走强	多沥青空原油
PVC	市场对房地产政策预期较高，关注地产表现，只是现实端还未见政策起效，基差偏弱，出口利多减弱，同时高仓单量施压，建议PVC逢高做空，作为化工空配。	震荡偏弱	PVC逢高做空
聚烯烃	目前聚烯烃估值较低。由于推迟后的PP产能逐步释放，宝丰三期PP近期投产，后续仍有多套装置投产，PDH装置检修已使L-PP回落较多，建议4季度逢低做多L-PP价差。	L-PP走强	逢低做多L-PP价差

原油核心观点

- 沙特将减产100万桶/日的措施延长3个月至年底；同时俄罗斯也将延长30万桶/日的石油出口削减至12月份，此前市场普遍预期沙特和俄罗斯的自愿减产政策只会延长1个月，现在均延长3个月，这超出了市场预期。沙特和俄罗斯都表示他们将每月对供应削减情况进行审查，并将根据市场情况进行调整。可以看出沙特和俄罗斯对供给端屡次进行预期管理以抬升油价，态度非常坚决，因为两者均对原油收入依赖度很高。目前OPEC+减产履行率较高，兑现了之前的减产承诺。伊朗原油出口和产量仍在增加，关注伊朗原油出口情况，不过考虑到其原油浮仓降至低位以及仍受制裁，原油投资生产受限，预计伊朗原油增量有限。不过目前油价升至高位，沙特和俄罗斯进一步减产可能性不大。目前宏观上，美联储加息进入尾声，市场风险偏好回升，只是美国8月CPI同比涨幅小幅回升，主因汽油成本增加，最新美联储点阵图显示年内还有一次加息，2024年的降息幅度从100基点缩小至50基点。高通胀下或打压油价。目前需求端衰退预期还未照进现实，美国汽车出行消费旺季结束，汽油裂解价差回落，不过目前柴油裂解价差高位，俄罗斯限制柴油出口将加剧柴油供应紧张，美国整体油品需求还在增加，中国原油加工量增至历史最高位。供给偏紧下，欧佩克预计四季度原油供给缺口增至300万桶/日。油价转势的风险点在于美国出行旺季结束，汽油需求的回落是否会拖累整体原油需求以及原油上涨后带来的通胀压力，美国8月CPI增速已经回升。预计4季度原油价格高位震荡。SC原油逢高做空，关注600元/桶支撑。
- 最大风险：地缘政治冲突，美联储降息超预期，柴油供需紧张加剧

沥青核心观点

- 供应端，沥青利润持续下降后，开工率开始回落。宏观经济持续刺激，基建投资仍处于高位，不过公路投资增速、道路运输业继续回落，下游厂家实际需求有待改善。沥青库存存货比处于历史低位，给予沥青强劲支撑。沥青预计难以脱离原油走出独立行情，由于原油供给收缩利好逐步兑现，又受通胀压制，而沥青/原油比值跌至低位，建议做多沥青裂解价差，即多沥青空原油，一手原油空单配置15手沥青多单。
- 最大风险：原油大幅上涨，基建进度不及预期。

PVC核心观点

- 供应端，PVC开工率继续增加，回升至历年同期偏高水平。外盘检修装置回归，印度集中采购暂告一段落，外盘价格开始下跌，新增出口签单减少。下游开工环比小幅走高，但同比依然偏低，社会库存继续下降，但社库和厂库均处于高位，库存压力仍然较大。房地产竣工端较好，只是投资端和新开工、施工仍然较差，30大中城市商品房成交面积仍然处于低位，不过市场对房地产政策预期较高，关注地产表现，只是现实端还未见政策起效，基差偏弱，出口利多减弱，同时高仓单量施压，建议PVC逢高做空，作为化工空配。
- 最大风险：政府加大经济支持力度，房地产转好，装置意外停车

PP核心观点

- 宏观刺激政策继续释放，降低存量首套住房贷款利率，下调外汇存款准备金率，央行降准等，制造业信心增加，PMI、社融等数据向好，下游需求环比走好，新增订单预期向好，目前仍处同期低位，关注继续上行空间。目前聚烯烃估值较低。由于推迟后的PP产能逐步释放，宝丰三期PP近期投产，后续仍有多套装置投产，PDH装置检修已使L-PP回落较多，建议4季度逢低做多L-PP价差。
- 最大风险：PP产能释放不及预期，丙烷价格强势，PP装置意外停车

黑色

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
钢材	我们认为四季度钢材供需双弱，承压震荡运行，价格重心下移。我们倾向于10月份会先走一波负反馈逻辑，主要逻辑是国庆节后成材旺季需求证伪，降库较为缓慢，市场有减产的预期，引起原料端回落，成本端走弱带动钢材下行；但此轮负反馈力度会较小。负反馈之后，成材如果供应收紧力度有限、需求又难以明显修复的话，上涨动力也不足，预计再次陷入震荡格局，淡季宏观层面或带来较大扰动。四季度后期，冬储题材再度炒作，钢材会有所反弹，但预计力度有限。	承压震荡	把握节奏，区间操作
铁矿石	我们认为四季度铁矿石供需格局趋于宽松，走势上先跌后涨。节前补库将需求推至峰值，日均铁水和疏港处在历年绝对高位，成材旺季需求成色不足，节后逐渐进入成材旺季需求证伪阶段，铁水回落压力加大，钢厂主被动减产担忧会再起，市场情绪一旦转弱，原料和成材就会发生一波负反馈。四季度后半时间，冬储补库逻辑渐起，贴水修复逻辑下，铁矿石或再度反弹。	先跌后涨	把握节奏，区间操作
纯碱	四季度纯碱供应增速将快于需求增速，库存压力将逐渐增大，现货价格中枢将承压回落，基本面格局上偏空。目前纯碱是低库存+深贴水+高利润的格局，盘面上短期或难以形成趋势性下跌，建议承压区间震荡的思路对待，价格重心下移。我们认为高基差的修复主要还需靠现货价格回落向下修复，因此操作上建议波段反弹沽空，止盈参考氨碱法成本线。节奏上先跌后涨概率较大，10、11月大概率期限共振下跌，12月现货价格不一定能够下跌到目前期货价格的位置，贴水幅度或依旧较大，不排除再度走期限回归的逻辑。	承压震荡下跌	反弹沽空
玻璃	四季度供应趋于回升；终端年底赶工阶段，地产竣工面积较三季度大概率出现回升，需求也不必过于悲观，但是终端资金问题较为严峻，还需观察近期地产政策能都对销售端带来较为明显的提振，预计终端刚需补库为主；库存压力不会太大，建议承压震荡的思路对待。节奏上，10-11月前期份大概走需求不及预期的逻辑，或偏弱运行，11月后期至12月终端工程进度加快，补库或带动价格上行，但上行幅度还需观察补库力度，我们偏向于反弹幅度有限。除此之外，四季度还需要关注以下几个重要变量：地产政策的刺激以及成本端纯碱的变动。	承压震荡	把握节奏，区间操作

钢材核心观点

- 需求端：钢材需求疲弱贯穿全年，但存结构性亮点。从终端来看，房地产行业步入长周期的下行阶段，地产用钢需求缺口短期难以修复；8、9月份专项债集中发行，有利于促进基建项目尽快形成实物工作量，且一揽子化债方案在加快研究推行中，我们认为基建投资仍能保持一定增速；制造业PMI连续三个月回升，供需两端均有好转，制造业景气度回暖；8月投资增速触底小幅回升，高技术制造业增速长更快，今年汽车、家电、船舶行业需求表现亮眼；出口方面，东南亚、中东地区的基建和制造业快速投资仍对中国钢材出口需求形成较大支撑，四季度钢材出口仍能保持一定韧性，对国内钢材供应形成较好分流。总体上，我们认为四季度在地产的拖累下需求仍承压，但仍有一定的刚需托底，不会出现明显回落。
- 供给端：今年截至8月份，粗钢和生铁产量同比均出现增长，粗钢平控预期带来较长时间的扰动，但实际落地不及预期。从目前所处的时间节点来看，实施平控在对于钢厂来说时间紧任务重，我们认为强制的政策限产出现的可能性很小，四季度关注2+26城市环保限产情况，以及钢厂根据需求和盈利状况自主减产的情况，总体上全年大概粗钢产量同比大概率能达到1000万吨以上的增量，同比增幅超1.2%，四季度粗钢产量乐观预计较三季度环比下降2700万吨左右。
- 库存方面：四季度钢厂生产力度逐渐放缓，钢厂进入去库阶段，预计螺纹钢和热卷库存均会下滑，但预计热卷和螺纹钢库存的结构性差异会持续。
- 综上，我们认为四季度钢材供需双弱，承压震荡运行，价格重心下移。我们倾向于10月份会先走一波负反馈逻辑，主要逻辑是国庆节后成材旺季需求证伪，降库较为缓慢，市场有减产的预期，引起原料端回落，成本端走弱带动钢材下行；但此轮负反馈力度会较小，一是粗钢平控落地概率较小，铁水实际下滑或较为缓慢，二是成材库存整体偏低，估值较为中性，下跌空间或不大。负反馈之后，成材如果供应收紧力度有限、需求又难以明显修复的话，上涨动力也不足，预计再次陷入震荡格局，淡季宏观层面或带来较大扰动。四季度后期，冬储题材再度炒作，钢材会有所反弹，但预计力度有限。卷螺差方面，我们预计螺纹钢产需相对较为中性，库存压力不大；热卷库存去化依旧较难，需要关注河北等地是否有环保限产阶段性影响热卷产出，如果没有环保限产或者粗钢平控实际影响的话，卷的基本面仍较螺弱，卷螺差扩张动力就有限；节奏上四季度前期收缩压力较大，四季度后期建材终端项目户外施工受到寒冷天气影响，预计建材需求会季节性回落，卷螺差或继续出现反弹。盘面利润方面，我们认为成材内部的结构矛盾存在的状态下，加之原料端库存水平不高，成材端利润修复空间很难打开，四季度原料强成材弱的格局很难得到明显的改变。策略上，区间操作，关注卷螺差和盘面利润的波段性操作机会。
- 风险因素：房地产行业超预期修复、宏观刺激政策、粗钢平控严格实施、出口仍维持高位

铁矿石核心观点

- 供给端：外矿方面，1-8月进口铁矿石77645万吨，同比+5309万吨，+7.34%。全年看，我们认为从澳巴进口铁矿石数量同比保持正向增速；乌克兰出口至中国的铁矿石预计继续保持目前水平，印度、伊朗以及俄罗斯等发往中国的铁矿石增量基本可以覆盖乌克兰这部分减量，整体上预计非主流矿也能带来较多增量。保守估计全年进口铁矿石同比+4.8%以上。内矿方面，今年全年国内铁精粉产量增加约500万吨左右，国内矿山对钢铁行业的铁元素支持占比依旧较低。总体上，我们认为由于非主流矿发运的回升，四季度铁矿石供应稳中有增。
- 需求端：国内方面，1-8月中国生铁累计产量60359万吨，同比+2141.9万吨，同比+3.38%。废钢供应问题难解，铁水性价比相对更好，四季度废钢对于铁水的替代作用预计一般。二三季度粗钢平控预期扰动较大，但实际落地不及预期，我们认为现在的时间节点如果实施强制性平控，对于钢厂来说完成难度较大，“一刀切”式强制性的平控概率较小，但不排除冬季环保阶段，有针对性地分地区、分钢厂减产的情况；如果没有粗钢平控政策实施，下游钢厂将根据需求和利润情况自主调节产量，基建、制造业仍有支撑，出口或能保持一定韧性，但房地产行业需求缺口难以修复，高位铁水难以持续维持，预计铁矿石四季度需求前高后低，整体需求总量较三季度下降，同比仍有增量。海外方面，四季度随着海外经济下行压力减缓，铁矿石需求或能保持一定韧性，预计全年海外需求同比降幅自1-7月份的2%收窄至1%左右。总体上，我们认为四季度国内钢厂铁水回落压力较大；海外需求保持预定韧性增幅有限，总需求趋于回落。
- 库存：目前铁水产量和日均疏港均处于年内最高水平，继续攀升空间有限，11-12月份铁水会季节性下滑，供应端四季度预计较三季度会出现小幅回升，总体上我们认为10后期开始港口逐渐进入累库状态，年底库存水位不会很高。钢厂方面，年初以来钢厂进口矿持续去库，整体库存低位运行，今年国庆节前补库力度较往年大，四季度在钢材需求难有明显起色的预期下，预计钢厂依旧是刚需为主。

总体上，我们认为四季度铁矿石供需格局趋于宽松，走势上先跌后涨。节前补库将需求推至峰值，日均铁水和疏港处在历年绝对高位，成材旺季需求成色不足，节后逐渐进入成材旺季需求证伪阶段，我们认为从目前成材的需求表现看，大概率旺季需求不及预期，铁水回落压力加大，市场或逐渐交易铁水回落预期，此时钢厂主被动减产担忧会再起，市场情绪一旦转弱，原料和成材就会发生一波负反馈。不过我们认为负反馈程度或不深，主要是基于两方面考虑，一是强制性减产概率较小，实际铁水的下滑速度和幅度可能有限；二是成材内部库存状态分化，整体库存压力不大。四季度后半时间，冬储补库逻辑渐起，贴水修复逻辑下，铁矿石或再度反弹。策略上，双节后关注逢高空的机会，负反馈后关注逢低多配的机会。

风险因素：政策限产、钢厂主动大幅减产、外矿发运大幅回落

纯碱核心观点

- 供给端：2023年是纯碱产能投放的大年，大概有830万吨的新产能计划投产，如果按计划投产，那么新产能占比将达到20%以上。截至当下，已投产600万吨，目前远兴三、四线各100万吨产能还未投产；阜丰集团30万吨还未投产，年内大概率全部落地，市场将由此前的供需紧平衡状态转为供需宽松。从目前的利润水平来看，氨碱法平均成本1800附近，依旧有1400元/吨以上的利润，预计新产能的投放对于行业的高成本生产商的挤出效应一般。整体上我们认为，四季度纯碱价格的下跌和行业利润的收缩具有较高的确定性。
- 需求端：重碱下游浮法玻璃带来的需求增量极为有限；光伏玻璃预计能带来一定增量，但也不足以对冲新产能的产出增量。轻碱下游行业分散，与经济发展情况较为密切，中短期持稳为主，增量有限。
- 进出口：9、10月份预计有较多进口碱到港，但是随着产能的投放，国内纯碱有供应宽松和价格回落预期，预计11、12月份进口会下滑至极低水平；同时国内价格的回落或增强出口优势，四季度出口有望保持较高水平。
- 库存方面：9月中旬纯碱库存拐点出现，国庆节前后，预计贸易商和终端有小幅备货需求，厂内库存绝对水平或仍较低，但远兴一线二线逐渐满产、三四线预计在10月份点火，金山五期预计在11月份达到满产，库存的累积将加快。
- 成本利润：后续随着新产能的投产，供需格局将转向过剩，现货价格下跌预期较强，行业利润回落的趋势也较为确定。
- 综合来看，四季度纯碱供应增速将快于需求增速，库存压力将逐渐增大，现货价格中枢将承压回落，基本面格局上偏空。从期货交易角度看，目前纯碱是低库存+深贴水+高利润的格局，盘面上短期或难以形成趋势性下跌，建议承压区间震荡的思路对待，价格重心下移。我们认为高基差的修复主要还需靠现货价格回落向下修复，因此操作上建议波段反弹沽空，止盈参考氨碱法成本线。节奏上先跌后涨概率较大，10、11月大概率期限共振下跌，12月现货价格不一定能够下跌到目前期货价格的位置，贴水幅度或依旧较大，不排除再度走期限回归的逻辑。
- 风险因素：新产能投放不及预期、宏观经济政策刺激、需求超预期增加

玻璃核心观点

- 供应：三季度以来玻璃产线点火较多；根据我们统计，四季度计划新产能投放8050吨，计划复产2600吨，计划检修6600吨，净增量预计4050吨，年底日熔有望达到17.3万吨的水平。考虑到目前玻璃行业利润水平可观以及尚处旺季阶段，我们认为点火复产时间可能靠前，而冷修可能存在滞后或者减少的情况，因此新增日产可能高于估算值。
- 需求：四季度一般地产竣工发力较大，特别是年底，竣工面积会有大幅回升；加之8月份地产需求端政策力度，销售端有望回暖，从而改善现金流推进“保交楼”项目进程，故我们认为今年全年竣工面积仍有望保持较高增速，乐观预计全年竣工面积增速10%左右，对中短期玻璃需求仍带来支撑。中长期看，新开工领先于房屋竣工一般1.5-2年的时间，这一指标从2021年开始下滑，玻璃中长期需求压力较大。
- 库存：假设净出口维稳。四季度产量预计继续呈现回升态势，下游地产竣工端仍能对需求带来支撑，预计难以形成有效累库，库存将维持在较中性的水平。
- 成本和利润：四季度成本端纯碱有回调压力，燃料天然气、煤炭、石油焦预计较为坚挺，整体上成本重心或下移；供应趋于宽松预期下，预计利润也趋于收缩，下方空间相对较为有限。
- 综合来看，四季度供应趋于回升；终端年底赶工阶段，地产竣工面积较三季度大概率出现回升，需求也不必过于悲观，但是终端资金问题较为严峻，还需观察近期地产政策能都对销售端带来较为明显的提振，预计终端刚需补库为主；库存压力不会太大。整体上，根据我们的估算，偏向乐观的预测，如果全年地产竣工增速保持在10%的水平，而玻璃供应到年底达到17.3万吨/日，基本上四季度需求增量能够覆盖供应增量，但是竣工端的不确定性依旧非常大。因此我们建议承压震荡的思路对待，节奏上，10-11月前期份大概走需求不及预期的逻辑，或偏弱运行，11月后期至12月终端工程进度加快，补库或带动价格上行，但上行幅度还需观察补库力度，我们偏向于反弹幅度有限。除此之外，四季度还需要关注以下几个重要变量：地产政策的刺激以及成本端纯碱的变动。
- 风险点：玻璃产线超预期点火；房屋竣工面积超预期下滑；国内外宏观风险；成本崩塌

农产品

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
豆粕	国外方面，美豆收割开局良好，虽然美豆供应收紧，但由于中国、欧盟等消费国养殖需求走弱，抵消减产利多。出口上，密西西比河、巴拿马运河干旱持续，预计影响墨西哥湾出口；边际上，近日密西西比河上游普降大雨，利于水位修复，而随着枯水期临近，也在暗示河运延误风险大大增加。供应上，不排除在9月大部时间糟糕天气下，USDA进一步下调单产、产量预期。今年生猪存栏虽勉强维持升势，但进口大豆到港同样充裕，难以产生需求缺口。 10、11月或为国内养殖端需求或提前达至年内顶峰，短期内，国际大豆价格的回落较难带动豆粕形成一轮流畅下跌。而随着国内需求减弱，以及美豆上市、南美丰产预期压力下，内盘豆粕或完成高位筑顶后回落。	筑顶回落	01合约逢高布空
油脂	全球变暖的大环境下，南极海冰面积本就异常减少，预计在11月中下旬将进入快速发展期，或于2月达至顶峰。最终造成东南亚棕榈油产区盛行下沉气流，近地面形成高压，导致干旱形成，进而削弱产量前景；而对南美高纬大豆产区是偏多影响的。巴西北部产量或有部分损失。国内宏观上，餐饮消费边际持续走弱，需求不振。供应方面，棕榈油到港压力不减，库存回升。10月后，将面临季节性需求走弱；油厂现货成交乏力，合同压力不大，供应稳定，豆油库存转升。供需整体偏宽松。印度、中国的需求在经历备货后或有放缓趋向，且当前时点供应端也不具有进一步炒作题材，外盘菜油、葵油承压，中期上涨趋势放缓，在上述提及的炒作时点前，震荡偏空思路对待。当前仍处备货、出口旺季，不宜低位追空。	先抑后扬	豆油、棕榈油09合约逢低布多，中长线看涨
棉花	国内棉花商业库存去化有所放缓，随着需求不及预期，以及新季棉产量环比调增，新季棉减产支撑有所减弱。北疆棉花生长相对偏慢，但整体长势良好，南疆棉田整体发育良好，棉花单产有望上浮。目前，旺季预期支撑依然有限，需求有所好转，库存压力略有缓解，但纱厂提价依然乏力，订单偏少。棉价下跌，补库谨慎；织厂订单继续保持升势，开工略有回升。需求上，国内服装零售保持了一定韧性，但年内复苏预期仍有一定被透支风险，并面临宏观压力。	中线看空	棉花2401多单逢高平仓，多翻空操作。
生猪	国内宏观压力依然偏大，散户对旺季行情依然谨慎，栏舍空置率依然偏高，没有高价接猪的意愿，二育零星入场；当前能繁产能仍处高位，规模场仔猪销售依然较差，育肥猪出栏量增加，下半年超卖现象依然严重。除终端需求自身好转外，当前时点难以看到可能导致二次育肥集中入场的炒作题材，目前旺季需求兑现的压力依然较大，鲜销发力、冻品库存压力偏高，即便猪价于双节前后出现反弹，但较难摆脱宽幅震荡的走势。	震荡	生猪11合约偏空思路；01合约逢低可少量试多。

豆粕核心观点

观点：筑顶回落

国外方面，美豆收割开局良好，同比偏快。虽然美豆供应收紧，但由于中国、欧盟等消费国养殖需求走弱，以及南美的持续竞争，新季美豆采购弱于往年，抵消减产利多。在集中发运前美豆或保持一段时间的沉寂，施压市场。出口上，密西西比河、巴拿马运河干旱持续，预计影响墨西哥湾出口；边际上，近日密西西比河上游普降大雨，利于水位修复，而随着枯水期临近，也在暗示河运延误风险大大增加。在旧作供应紧张下，阿根廷大豆美元计划可能面临提前收场。供应上，不排除在9月大部时间糟糕天气下，USDA进一步下调单产、产量预期。

国内方面，随着猪价波动放大，规模猪场压栏增重出现分歧，出栏有所增加，饲料需求季节性增长趋势将放缓；散户对旺季预期较为谨慎，观望情绪浓厚，二育没有大量入场，栏舍空置率依然偏高。今年生猪存栏虽勉强维持升势，但进口大豆到港同样充裕，难以产生需求缺口。

由此看，10、11月或为国内养殖端需求或提前达至年内顶峰，短期内，国际大豆价格的回落较难带动豆粕形成一轮流畅下跌。而随着国内需求减弱，以及美豆上市、南美丰产预期压力下，内盘豆粕或完成高位筑顶后回落。在紧盯美国收割进度的同时，南美的播种情况也需关注。

投资策略：01合约逢高布空

风险点：国内需求超预期、南美丰产不及预期、贸易节奏、厄尔尼诺。

油脂核心观点

观点：先抑后扬

对厄尔尼诺的预期上，10月后南极海边将开始减少，南极大陆冷水北上减少，进而削弱秘鲁寒流，利于厄尔尼诺形成。而在全球变暖的大环境下，南极海冰面积本就异常减少，预计在11月中下旬将进入快速发展期，或于2月达至顶峰。最终造成东南亚棕榈油产区盛行下沉气流，近地面形成高压，导致干旱形成，进而削弱产量前景；而对南美高纬大豆产区是偏多影响的。巴西北部产量或有部分损失。若不发生深源强震，本次厄尔尼诺影响较上次是更为确定的。

国内宏观上，餐饮消费边际持续走弱，需求不振。供应方面，棕榈油到港压力不减，库存回升。10月后，将面临季节性需求走弱；油厂现货成交乏力，合同压力不大，供应稳定，豆油库存转升。供需整体偏宽松。

国外方面，需求端，高频出口转增。主要受印度、中国的备货支撑，但印度国内已有高库存带来的供应过剩压力，其国内植物油价格已出现回落。供应端，产区强降雨有所收敛，预计9月、10月维持高产。产地当前边际供需宽松形势尚未扭转，供应释放阶段，建议谨慎看待印度需求的持续性。美豆收割率超预期，原料价格回落，豆油盘面转弱；印度、中国的需求在经历备货后或有放缓趋向，且当前时点供应端也不具有进一步炒作题材，外盘菜油、葵油承压，中期上涨趋势放缓，在上述提及的炒作时点前，震荡偏空思路对待。当前仍处备货、出口旺季，不宜低位追空。

马来树龄老化问题难解，印尼扩种停滞，厄尔尼诺预期下，可能会引起市场过度担忧，不排除在11月左右出现类似6-7月出现的极端炒作拉升。

投资策略：豆油、棕榈油 09 合约逢低布多，中长线看涨

风险点：东南亚产量；消费国需求；太平洋深源强震；印尼生柴政策；生柴消费。

棉花核心观点

国内棉花商业库存去化有所放缓，随着需求不及预期，以及新季棉产量环比调增，新季棉减产支撑有所减弱。北疆棉花生长相对偏慢，但整体长势良好，南疆棉田整体发育良好，棉花单产有望上浮。据了解，新疆轧花厂对于今年下游需求有担忧，籽棉收购偏于谨慎，中长期上行趋势或被削弱，当前盘面已陷入高位宽幅震荡局面。

国外方面，美棉旱情削弱，美棉盘面高位震荡。国内方面，据海关总署，截至8月，进口纱累计增幅走扩，进口棉累计同比降幅继续收窄；国内工厂外棉库存占比提高。目前，旺季预期支撑依然有限，需求有所好转，库存压力略有缓解，但纱厂提价依然乏力，订单偏少。棉价下跌，补库谨慎；织厂订单继续保持升势，开工略有回升。抛储加码、美棉发运仍处同比高位，外棉配额下发，市场有清关抛货动作。预计国内供应紧张压力有望继续缓解。需求上，国内服装零售保持了一定韧性，但年内复苏预期仍有一定被透支风险，并面临宏观压力，从统计局公布的纱、布产量尚未看到本年度内中游需求明确扭转迹象，金九银十需求增量有待验证。在新季棉上市前，商业棉库存较难产生缺口。

旺季给出的价格高点，从中期看或是布局空单的较好时机。

投资策略：

棉花2401多单逢高平仓，多翻空操作。

风险点：

进口棉、海外需求、国内需求、美联储加息。

生猪核心观点

国内宏观压力依然偏大，散户对旺季行情依然谨慎，栏舍空置率依然偏高，没有高价接猪的意愿，二育零星入场；当前能繁产能仍处高位，规模场仔猪销售依然较差，育肥猪出栏量增加，下半年超卖现象依然严重。随着压栏增重兑现，需求端的支撑也日益被市场关注。10-12月的生猪供应虽逐步回落，但处于年内峰值，猪肉供应有增无减。今年春节在二月，相距较远，双节支撑或有限。同时，近期西太平洋副高再度西升北抬，华南腌腊地区大部气温仍偏高；而从十月中下旬开始厄尔尼诺将逐步发展，副高对上述地区的控制将进一步加强，我们预计冬季腌腊需求将会再次落空。除终端需求自身好转外，当前时点难以看到可能导致二次育肥集中入场的炒作题材，目前旺季需求兑现的压力依然较大，鲜销发力、冻品库存压力偏高，即便猪价于双节前后出现反弹，但较难摆脱宽幅震荡的走势。

产能未有效去化前，行情较难出现大级别扭转，关注四季度产能去化节奏，以及冬至后实际下游需求恢复情况。

投资策略：

生猪11合约偏空思路；01合约逢低可少量试多。

风险点：

产能超预期去化，需求超预期，二育。



贵金属

品种	交易逻辑	多空观点	操作建议
黄金	目前美国通胀水平已经明显下滑，9月美联储会议和6月一样暂停加息；短期看美国已经接近利率峰值，但美联储计划维持高利率以便将核心通胀水平控制在2%附近的理想水平；这已经引发了多起经济“黑天鹅”事件；此外俄乌冲突超过18个月却毫无停战迹象，美中关系依然紧张；美元自身信誉持续下滑，金价在避险资金的支持下震荡反弹；金价已经开启新的趋势性上涨且短线震荡偏多；预计在年底之前金价维持目前的震荡偏强态势，在美联储有明确信息启动降息之后，金价涨势将更加鲜明；	中线看多 短线震荡偏多	长线多单适量持有 短线空单立即止盈
白银	银价的基本运行逻辑和黄金相同；但随着太阳能发电规模进一步扩大，白银的工业需求将更加旺盛；目前银价整体触底反弹，银价周线低点呈现明显的逐步抬升态势；预期中期银价在震荡调整之后会继续上涨； 短线银价仍在持续震荡，预计在年底前美联储难以继续加息的气氛中继续反弹上涨；	中线看多 短线震荡偏多	长线多单适量持有 短线空单考虑止盈

贵金属核心观点

- 2023年第三季度国际金价和银价经历了大涨大跌，但金银的涨跌都在一定范围内，没有出现连续单边走势；这证明了金银在经历了美联储11轮加息之后的顽强韧性，也说明美联储本轮激进加息可能对经济造成潜在危害，令黄金白银再次充当了避险投资渠道，自去年四季度以来金银已经开始了新一轮战略性大反弹，目前只是起始和初步的发展阶段，震荡较为频繁。
- 美联储9月议息会议和6月一样决定不加息，但美国已经接近利率峰值，为进一步遏制通胀，美联储计划在利率峰值维持一个时期以便将核心通胀水平控制在2%附近的理想水平；但维持高利率的做法已经引发了经济“黑天鹅”事件：汽车业工人罢工事件正在扩大；高利率导致资金流出银行进入货币基金，可能令部分银行再次出现经营危机；美政府债台高筑，高息导致利息支出创纪录并令债务规模快速增长；市场预期高利率可能引发严重经济衰退，种种迹象都令金价在高息环境中继续偏强震荡；此外俄乌冲突超过18个月却毫无停战迹象，中美关系依然紧张；美元自身信誉持续下滑，包括中国政府在内多国政府进一步减持美债、增持黄金，社会公众和政府的购金行为强化了黄金资产配置的重要性。

分析师介绍:

王 静，职业资格证号F0235424/Z0000771。北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

周智诚，职业资格证号F3082617/Z0016177。日本东京国际大学经济学硕士。2010年进入贵金属现货行业，2013年获中国黄金协会注册高级黄金投资分析师资格。2017年进入期货行业，多次在主流媒体发表贵金属观点及研究，多次为知名黄金珠宝企业制定黄金套保计划，高校特约讲师，曾任《中国黄金报》特约评论员及北京黄金经济研究中心特约黄金投资分析师。

苏妙达，职业资格证号F03104403/Z0018167。苏州大学化学专业硕士，本科学习高分子材料与工程专业，2016年进入期货行业从事聚烯烃等化工品的研究，具有多年的化工学习和研究经历。目前负责化工产业链的研究，注重基本面研究，对化工产业链的上下游有深入的了解。多次在期货日报、中国期货等行业媒体上发表文章，分享观点。

王晓囡，职业资格证号F03102002/Z0019650。毕业于北京物资学院金融学期货与证券方向，从事期货品种研究工作十余年，擅长从基本面分析品种动态，曾多次获得郑州商品交易所高级分析师、大连商品优秀品种分析师称号，在大商所十大研发团队比赛中也多有斩获；有丰富的服务企业风险管理经验；在期货日报、中国证券报等行业权威媒体发表专业文章数十篇。

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356553

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn

www.gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢