

例会 · 纪要

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 1 月 9 日

一、外盘及外围市场

（一）外围市场变化的影响

外围市场的线索一周来变化不大。主要股指的复苏风险偏好仍在延续，且新兴市场的扩散开始增加。主要经济体的数据检验波动主要影响汇市的节奏，汇市看美元指数仍维持 92 点一线的小平衡波动，汇市对于经济数据的挑剔性比差情绪暂保持一过性特征，美元指数对于商品金融属性的传导受限，更多体现在国内比价调整预期引导的反套转正套的风控准备。其实，从汇市的利差交易阶段转向，到商品内外套的阶段转向预期，都与全球经济复苏外溢叠加和供应侧成果集中巩固的认知相关，可以通俗的理解为前两年汇商联动的题材兑现过程。

（二）原油

利多信息方面，沙特和伊朗国内政治局势不稳定和委内瑞拉国内经济危机，提高了原油供给端的不稳定性，这是近期油价上涨的主要动力；据贝克休斯数据，上周美国石油活跃钻井数减少 5 座，之前三个星期维持不变，市场分析认为美国石油钻探活动下滑降低了美国页岩油产量增加对油价上涨的压制作用；OPEC 的 12 月减产协议执行力度升高至 128%，市场分析认为这个信息一方面对油价继续上涨提供了利多支撑，但另一方面市场又认为这提高了供给过度收紧的风险，尤其是美油突破 60 美元大关，这可能对美国页岩油生产商发出较强的增产信号，因为一般分析认为 50 美元是页岩油生产商的盈亏平衡点。

利空信息方面，EIA 预计 2018 年美国原油生产量将突破 1000 万桶/日，较 2017 年 920 万桶/日上涨 80 万桶/日以上，而 2018 年 OPEC 及其减产同盟预计减产 175 万桶/日以上，美油增产产量大约可以对冲 OPEC 及其减产同盟 45%的减产努力。

综合来看，油市利多信息可能继续主导油价走势，美油大概率将站稳 60 美元，市场多头情绪较浓，短线油价可能继续走强。

二、国内经济数据与政策

（一）2018 年铁路固定资产投资预计同比下降 8.61%

2018 铁路工作会议 2 日在京召开，2017 年全国铁路行业固定资产投资完成 8010 亿元，其中国家铁路完成 7606 亿元；新开工项目 35 个，新增投资规模 3560 亿元；投产新线 3038 公里。

2018 年主要工作目标为：全国铁路固定资产投资安排 7320 亿元，其中，国家铁路 7020 亿元；投产新线 4000 公里，其中，高铁 3500 公里。会议提出，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 15 万公里左右，其中高铁 3 万公里左右，动车组保有量达到 3800 标准组左右，其中“复兴号”动车 900 组以上。

今年铁路固定资产投资目标较 2017 年减少 690 亿元，同比下降 8.61%。总体上，铁路投资仍然保持在高位，随着高铁建设和建成数量增大，设备采购、维护运营成本上升，铁路投资安排会出现结构性变化，前端固定资产投资会有所下降，资金安排需要有所后移。

（二）工业和信息化部发布《钢铁行业产能置换实施办法》

1 月 8 日，工业和信息化部正式发布《钢铁行业产能置换实施办法》，2015 年工信部曾制定发布了《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，该办法有效期至 2017 年 12 月 31 日。该办法主要对置换的产能作出了明确规定，须同时满足“1 个必须+6 个不得”这两个要求；为规范置换比例的计算，避免出现玩“数字游戏”现象，工信部对用于计算置换比例的产能换算表进行了调整。

新办法主要是对原有的产能置换规则进行了承接和修订，在近两年供给侧改革政策取得显著成效，钢铁去产能完成“十三五”80%以上目标的背景下，明确和重申产能置换政策，巩固供给侧改革成果，以顺利完成去产能目标，防止各地区借产能置换新增产能，并防止地区产能总量和环保容量、承载能力不平衡的矛盾进一步突出。总体上，新办法是通过减量置换继续推进去产能后续目标，不新增产能，仍在“十三五”规划目标范围之内，没有新的突破，因此对行业不构成新的实质影响。而期货市场金融资金的解读有些过度，一方面可能是市场之前预期可能会因为置换出现新增产能，而新办法堵住这个口子。

（三）货币政策和流动性

金融监管继续严格进行，一行三会发文《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，规范债券市场代持、高杠杆等乱象，促进债券市场健康平稳发展。要求除债券发行分销期间代申购、代缴款外，约定由他人暂时持有但最终须购回或者为他人暂时持有但最终须返售的债券交易，均采用买断式回购。此外，商业银行委托贷款受限，委托贷款资金不得从事债券、期货、金融衍生品等。

元旦之后货币资金面处于宽松状态，虽然央行延续了节前的资金回笼措施，未进行逆回购投放，但仍未改变资金面的宽松局面。本周共有 4100 亿逆回购到期，且周六有 1825 亿 MLF 到期，预计央行的逆回购仍坚持不投放。在本周逆回购到期后，资金面仍将处于较为宽松的状态，央行逆回购由于下周到期量过小对央行操作灵活性有所限制，为收紧资金面，预计周六到期的 MLF 可能不会完全续作。

三、工业品分析

（一）有色金属

国内股商联动的资金阶段分化，期货这块相对看衰旧动能对应的投资前端品种，相对看好转型升级和新动能支持的后端品种，股票方面仍围绕产业集中度提升下的龙头业绩和估值受益展开。同时供应侧政策的调整，侧重在对去年政策措施的查漏补缺，比如长协执行中的量的保证，比如新增合规产能与存量产能利益调整的合理优化。有色系列水差结构的调整牵制还在，资金主动性相对减弱，资金博弈品种阶段也在借助国内供应环节的环保约束及供应不确定性发挥。有色系列注意一季度末的倒春寒见现货季低点准备，春节之前在外围金融线索没有明显变化下，有色系的分化特征还不是主要吸引点，一季度末开始的波动加大准备和二季度现货季摸高点分化准备，才是有色系的角力点。

（二）黑色系

煤炭：

目前焦炭基本面仍显僵持，利空方面：在供暖压力推动下，焦企开工出现回升；港口库存也开始积累，目前已处于 2017 年高位水平附近；利多方面，盘面焦炭贴水近 200 元/吨，下游钢厂库存可用天数出现回落至 10 天左右，去年最高时是在 13 天左右，而这个数据在历史上还是不高的，因此港口焦炭库存的累计实际上并没有出现叠加压力。另外有支撑题材的是炼焦煤，炼焦煤港口库存与下游钢厂库存均在偏低位置，而且国家政策的大方向仍会限制进口煤，2017 年曾要求进口煤累计

同比下滑 5%-10%的目标就没有完成，那么预计今年这个态度还会有延续，因此煤炭的整体基本面并不会差，双焦短期操作上可依托 20 日线持有多单。1 月 9 日上午，国家能源局与主要电力企业进行会谈，内容包括评估此前取消对进口煤炭限制性措施的政策影响，讨论电厂使用进口煤炭和电煤供应等问题，同时寻求电力企业对当前电煤供应的政策建议等。从进口商方面了解到，进口煤政策的放松只是缩短了通关时间，但受外矿报价偏高和资源供应紧张影响，实际进口量增加并不明显，所以难以在短期内缓解国内的供需矛盾。电厂方面对于进口煤放松政策延长的诉求依然较强，但对于是否继续延长取消进口煤限制政策的时间还未有定论。目前动力煤下游库存处在低位且日耗需求高位，多单依托 610-620 布局。

钢材：

节后全国高炉开工率上升 0.55%，部分高炉复产，带动供给小幅增加。库存方面，截至 5 日螺纹钢社会库存环比上周增 10.2%，连续 4 周回升；较去年同期低 23.3%。螺纹钢厂端库存上周环比增 3.3%，增幅减小；较去年同期低 20.8%。库存持续回升，已处于累积期，库存累积速度还不算快，库存绝对水平大幅低于去年同期。近期全国大范围降温、雨雪天气导致建筑钢材需求进一步减弱。受供给增加、需求减弱影响，市场成交冷清，现货出现大幅下跌，一周以来累计下跌 400 元，上海现货回到 4000 元以下。目前来看，供给小幅增长、需求继续弱势的态势预计会维持，一方面看库存累积速度，市场成交只要不见起色，现货可能转为阴跌。买涨不买跌心态，以及目前建筑钢材绝对价格偏高，市场对明年预期明朗的情况下，难以激发贸易商冬储动力。后市在补库动力未出现前，现货预计难明显回升。金融资金对产能置换办法的过度解读短线扰动后，期货盘面走势预计回到现阶段供需状况预期上来，操作上偏空交易思路，1805 参考 3885 一线压制，短线关注能否下破 60 日均线走弱。

铁矿石近期现货持续上涨，主要系年前钢厂补库，利润压缩后高品位矿需求增大，而高品位矿资源偏紧导致近期高品位矿现货涨幅较大带动。继续持续维持并走强的可能性不大，毕竟钢厂补库进入末端，如果高品位矿涨幅过大，也会限制对其使用，随着下游成品材需求减弱，从铁矿石自身供需来看，不具备持续大涨的条件。期货盘面有借助远月拉涨的嫌疑，操作上不宜追涨，多单持有，以 20 日均线作为保护。

玻璃：

据市场最新消息，工信部在 1 月 8 日印发了关于钢铁水泥玻璃行业产能置换实施方法的通知，主要内容就是严禁备案和新建扩大平板玻璃等项目，若有必要新建的，必须实施减量或等量置换，而且新项目在投产前必须拆除置换设备，提前试生产也不行，意在保证去产力度。结合目前的基本

面来看，近两年的玻璃产能已经没有再增长了，2017 年底更是因为环保严查导致了多条在产生产线不得不停产，后期若想复产，那么相应的环保投入还是非常大的，另外叠加煤炭、天然气、纯碱原燃料成本端的抬升，预计后期玻璃震荡上行的趋势可能仍较大，操作上维持偏多思路，多单依托 1430-1480 布局。

（三）石化系

PTA:

从成本端看，原油和 PX 价格持续上涨导致 PTA 成本上涨，是近期 PTA 上涨的主要动力，由于原油短期走势可能继续偏强，因此成本上涨可能短期继续主导 PTA 价格走势。

从供给端看，伴随着宁波台化检修和扬子石化推迟重启，PTA 现货市场供给端有所偏紧；从需求端看，上周聚酯和织机开工较去年同期分别增长 8.08% 和 8.70%，下游需求较好导致年底开工收缩进度慢于去年同期，预计织机开工大幅降低可能推迟至 1 月第三周左右。

综合来看，原油和 PX 价格上涨引起的成本上涨将继续主导 PTA 价格走势，PTA 短线跟随原油可能继续走强，同时应重点关注下游生产转入淡季的情况。

甲醇:

现货报价依旧较为坚挺，进口货价格在 3300 元/吨左右，对盘面存有支撑。短期郑醇走势仍会受益于可流通货源的低位因素在高位僵持，另外原料端动力煤、天然气以及相关国际原油价格也存在支持，若下游烯烃开工负荷能维持在 7 成左右，那么郑醇也将难有大的调整空间，操作上暂已 20 日线为强弱分水参考。

四、农产品分析

（一）油脂

油脂库存受节前备货驱动略有下滑，随着贸易商提货速度的加快，油脂仍有望跌稳后反弹，但鉴于豆油庞大的库存压力，反弹空间亦不宜过分乐观，暂按震荡偏多思路对待；两粕存在一定的胀库现象，榨利尚可前提下，短期难缓解，操作上暂按偏弱震荡思路对待。

豆油豆粕原料端，阿根廷受拉尼娜影响大豆种植面积有所缩减，市场预期巴西新作产量或创历史记录，美豆上周五出口销售报告销售量调减 47% 至 56.08 万吨。油厂方面，压榨利润 79 元/吨（江

苏），位于历史均值上方，油厂压榨积极性不减；油粕库存比 2.03，油粕价格比 2.08，同处近 5 年历史中轴附近，与往年“11 月至次年 2 月油粕库存比自高位回落，12 月至次年 3 月，油粕价格比自底部反弹”季节性规律基本吻合。下游消费端，豆油小包装备货已开启，目前库存略降至 164.37 万吨，但仍远远高于同期库存 91.39 万吨；豆粕因需求不及产量，存在胀库现象，榨利良好前提下，库存压力短期难以得以缓解，预计下旬亦会随春节生猪备货有所提振。豆系重点关注 1 月 13 日凌晨的美国农业部的季度库存报告和月度供需报告。

菜油是油脂中基本面较好的一个品种，1 月 5 日的抛储对菜油盘面影响并不大，市场对此的解释可大致归纳为两类，一是抛储菜油是非转基因油，受市场追捧，甚至在某一程度上会引燃菜油消费端；二是此次抛储菜油年份较久，小包装渠道销售概率较低。目前，菜油库存 14.65 万吨，较上周降 21%，预计近期春节备货对盘面有支撑。菜粕华南胀库较严重，且此时正处下游水产需求淡季，预计偏弱震荡。

棕榈油方面，外围供应端，马棕油出口好转，1 月迎来季节性去库存周期可期；国内受冬季需求疲弱和节前备货共同影响，库存小幅下滑至 56.8 万吨，较上周减 0.5 万吨。近期关注 MPOB 的 12 月供需报告数据。

比价方面，豆油粕比 2.08，菜油粕比 2.89，同处近三年历史中轴附近。价差方面，豆棕油价差 448 元/吨，处于近 6 年低位；菜豆油价差 824 元/吨，处于区间高位，豆油在一定程度上挤占菜油、棕榈油市场。

（二）玉米

今日中储粮挂牌销售山西储备玉米引起市场广泛关注，粮玉米的提前出库引发局地市场的恐慌，目前来看表现最为明显的还是期货市场，其中连盘玉米 C1805 合约期价出现下挫，而现货市场方面影响只限心理层面，其价格强势不改。不过在粮价极速上涨之后市场担忧出现，临储玉米是否会在春节前拍卖，毕竟 1 月份拍卖地方储备玉米在往年比较罕见。

今年储备玉米销售时间确实较往年有所提前，往年一般在 3、4 月份才开始销售，而今年元旦过后就已开始，实属罕见，但仔细分析市场政策与形势可以发现，中储粮山西分公司竞价销售玉米 2.6 万多吨实属正常轮库行为。春节前后，在当前国内高品质玉米价格因内地供应偏紧高涨之际，各级承担有政策性储备玉米任务的企业借机进行库存轮入轮出是常年来所进行的一种正常操作，市场各方之所以对此十分关注并给出不同的解读，完全是今年国内玉米市场形势出现了较大变化和价格频繁上涨所致。同时，此次拍卖玉米数量很少，位置比较偏，不管拍卖结果如何对东北玉米市场暂时不会形成直接的影响，但此次拍卖会引发市场对临储玉米拍卖能否提前的担忧还是客观存在的，因

此国家在玉米市场购销高峰之际进行拍卖，也为后期市场行情增加了不确定性。

（三）棉花棉纱

从外盘看，巴基斯坦进口大幅增加，印度虫害致产量、出口量双双大幅降低，同时美国农业部上调了 2018 年世界棉花需求总量，供给走弱需求走强导致美棉出口进度快于去年同期，ICE 棉花价格持续偏强上涨，这导致棉花内外盘价差收窄达到较低水平。

从内盘看，国内棉花采摘已经结束，新棉集中加工上市，但是商业库存和工业库存都在高位运行，纱企采购刚需为主，随采随用，棉花销售走货慢于去年同期，再加上下游纱企即将进入生产淡季，所以采购回暖时间预计要等到年后左右。

综合来看，内外盘价差水平已经达到较低水平，而外盘大概率将继续走强，所以外盘偏强走势将继续主导短期郑棉价格，郑棉短线可能继续偏强震荡。

▶ 倍特期货研究团队

宏观与金融期货研究

李 明

从业资格号：F0275445

赵寰宇

从业资格号：F3040448

联系方式：028-86269301

商品研究

魏宏杰

投资咨询从业证书号：Z0000599

联系方式：028-86269250

刘明亮

投资咨询从业证书号：Z0000672

联系方式：028-86269235

李 闯

从业资格号：F0283872

联系方式：028-86269250

陈 吟

从业资格号：F3005595

联系方式：028-86269395

刘思兰

从业资格号：F3035179

联系方式：028-86269395

程杰

从业资格号：F3040106

联系方式：028-86269301

何志

联系方式：028-85194830

金融产品研究设计

满 飞

从业资格号：F3002915

联系方式：028-85194830

✎倍特期货策略分析师团队

马学哲	许劲松
从业资格号：F0248903	从业资格号：F0208116
联系方式：021-68402238	联系方式：021-68402441-126
张中云	杜辉
投资咨询从业证书号：Z0001456	从业资格号：F0304748
联系方式：0816-2238660	联系方式：13589217098
范宙	刘体峰
投资咨询从业证书号：Z0002703	从业资格号：F0210058
联系方式：010-58257558-811	联系方式：028-86269305

✎全国统一客服热线

☎ **400-666-1333**

❖ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com