

# 例会 · 纪要

倍特期货 · 研究发展中心

2018年1月31日

## 一、外盘及外围市场

### （一）外围市场波动线索变化和传导影响

本周伴随美债收益率走升突破心理关口，美股在历史高位开始出现振荡下跳缺口，各路机构对于股债双杀的冲击警惕增加。通常来理解，股指代表复苏乐观情绪的风险偏好，债市代表货币政策调整和资金成本变化的传导，股债双杀自然会对商品相关市场特别是工业品造成一种逆风的心理波动影响，是投机活跃资金的减分负面信号。客观来看，去年底以来的趋势强化资金羊群效应，对应资产价格历史均值偏上的水平，市场自满情绪累积后的满招损可能，都还是理性投资者可以接受的调整驱动线索。金融逆风的线索还不至于形成集中风险叠加的系统预警，欧美系列股指近一年来围绕年线荡而不坏的表现也说明，超涨容易超调，系统转向则需要自身基本面的周期改变。

对于商品市场来说，这种传导会扩散影响商品活跃资金的投机做多意愿，特别是内外联动品种。股债冲击的波动对应在汇市的线索相对复杂些，利差再调整的预期或对美元有利，复苏强度比对和边际政策改变预期还支持非美，汇市各方讨论的所谓边际预期改变的斜率推动，有合理性，但根本的落脚点则是实际有效均衡汇率水平，各自回到这个均衡水平区域后，汇市的冲击自然就相对减少了，汇市波段趋势仍受限。因此，内外套的资金从比价角度，仍可以对正套有利润的点价，及时锁定。

川普的国情咨文和基建推介，对于有色系列的波动影响不大，外盘量平为主，内盘资金持续减仓，考虑到国内目前已经进入供需双淡的年节效应氛围，资金主动性的降低使得行情重回温和横向调整波动可能性更大。

外盘商品指数调整的力度主要受原油压制振荡力度的引导，农产品出现的减空联动反弹可能是工农多空组合的一种调仓反应，借助天气的区间荡。

## （二）原油

油市的主要线索是库存和美国原油产量间的博弈。

此前 IEA 报告显示原油库存连续 10 周录得下滑、主要交割地库欣库存连续 5 周录得下滑，是油价上涨的推动力。

随后 API 公布数据，美国 12 月原油产出同比增加 11.1%，至 975 万桶/日，创 1971 年以来同期新高，则是油价回落的主要原因。

沙特能源部长法赫利也在讲话中强调，并未将油价目标设立在 70 或 60 美元/桶的水平，唯一的目标是库存。他表示，美国页岩油增产不会对其他产油国构成威胁，这与其他机构的预测相反。

IEA 在月报中肯定了全球原油库存已经根本性锁紧，但是市场还是需要警惕美国原油产量不断攀升可能会威胁到重归均衡过程。IEA 表示四，伴随油价的上涨，美国原油产量今年势将出现“爆炸式”增长，进而可能抵消委内瑞拉产量进一步溃缩带来的影响。

OPEC 在月报中将 2018 年非 OPEC 产油国产量预期上调，因美国页岩油产量持续上升，正逐步抵消 OPEC 减产行动带来的限产效果。OPEC 在此次月报中调 2018 年非 OPEC 产油国产量增幅从之前的 99 万桶/日上调至 115 万桶/日。

油市本周重点关注 EIA 库存报告，市场预测在 10 连降后库存可能重新录得增长，如果落实的话估计会带来一波调整压力。

## 二、国内经济数据与政策

### （一）2018 年 1 月制造业采购经理指数（PMI）继续保持稳步扩张态势

2018 年 1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比上月回落 0.3 个百分点，与去年同期持平；环比回落主要系 1 月多数制造业进入供需两弱局面，以及春节效应；连续 16 个月位于荣枯线以上，处于景气区间，表明制造业继续保持稳步扩张走势。其中，生产指数为 53.5%，比上月回落 0.5 个百分点；新订单指数为 52.6%，比上月回落 0.8 个百分点；总体上仍处于 53%附近的扩张区间，表明制造业生产和需求保持稳定增长，增速和扩张步伐有所放缓。

2018 年 1 月份，中国综合 PMI 产出指数为 54.6%，与上月持平，说明企业生产经营活动总体上保持平稳较快增长态势；得益于非制造业总量增长快于制造业。

## （二）货币政策和流动性

资金面上，在上周央行全面实施普惠金融定向降准释放近 3000 亿流动性和金融机构有序启动“临时准备金动用安排 CRA”的情况下，近期资金面较宽松。从历年春节前 30 天资金面利率走势看，未来一个多星期是资金面最宽松时刻，在定向降准和 CRA 等的影响下，央行为平滑资金面延续逆回购净回笼的概率较大。同时，央行在月中进行了大量逆回购净投放，其维持资金面稳中偏松的余地较大。在定向降准和 CRA 作用下，类似“跨年”资金紧张局面出现的概率较小。另外，在央行回笼资金的背景下，银行收紧了非银隔夜资金的融出，可能导致非银金融机构融入资金的利率较银行间利率更高。

金融监管层面，近期无具体政策出台，不过央行副行长易刚称探索将影子银行、房地产金融以及互联网金融纳入宏观审慎政策框架，同业存单、绿色信贷业绩考核纳入 MPA 考核。若这些政策得以实施，资金的信用派生能力将进一步降低，推升市场利率。

对国债期货而言，周三发布的 1 月制造业 PMI 低于预期，但非制造业 PMI 较上月有所上升。在资金面较为宽松和 PMI 数据低于预期的支撑下，国债期货震荡偏强。

# 三、工业品分析

## （一）有色金属

有色系列沪铝在库存拐点未现、新产能投放压制预期下，是有色系列资金空头保值引导的振荡偏空品种，对应去年底低点的二次探底考验准备。近期形态相对偏多的锌和镍则需要二分法来处理，锌从最好的阶段开始逐步过去的角度下，只适合资金有主动性配合的增仓试高跟随，一旦减仓振荡则交易型跟随多单就宜退出；镍从新动能增量被普遍认可的角度，振荡上移的多单留底是合理的，阶段面临振荡倾向的时候，灵活用好锁单来保护底仓多单更好，鉴于传统动能的进口替代竞争压力，沪镍参考上市高点区域一线需要做好波段重新上锁和区间反复的准备。

## （二）黑色系

### 煤炭：

由于电煤供应紧张问题，近期山西省发布通知称，煤矿春节期间可不放假或放短假，那么相信其他重点产煤省份也会面临同样的问题，就是保供应。据了解，中国四大发电集团就当前电煤保供的严峻形势向国家发改委递交紧急报告，希望政府尽快采取措施对煤价进行调控，从资源和运力两

方面进行大力协调和支持，缓解发电企业的经营困境。截至 1 月 30 日，只有秦皇岛港尚维持在偏高水平，而下游 6 大电厂库存已经快速回落至 900 万吨低位，可用天数在 11 天左右，那么目前至少可以说，直到春节电厂仍会面临较大的补库压力。预计盘面动力煤将会维持寻顶、筑顶走势，短线上存在前多兑现压力，多单保护参考 660。双焦基本面有僵持基础，焦炭接近平水，焦煤贴水 200 元/吨左右，近日钢材反弹对双焦有提振，而春节后即将步入采暖季尾声，钢厂对原料的采购积极性也有望提升，所以预计目前双焦走跌的时间与空间均已不多，我们更看好双焦中期趋势的持稳状态。技术上，震荡市维持，稳健者节前可观望。

### 钢材：

截至 1 月 26 日，全国高炉开工率 64.09%，环比上周持平；唐山高炉开工率 51.22%，环比上周持平。螺纹钢实际产量较上一周减 9.92 万吨，热卷实际产量减 2.98 万吨。截至 25 日螺纹社会库存环比上周增 7.6%，持续回升；较去年同期低 18.8%。螺纹钢厂端库存上周环比减 19.9%，连续 2 周下降。钢厂库存降也与上周产量下降 10 万吨有关。热卷社会库存较上周环比增 1.2%，厂内库存减 2.5%，库存总量与上周基本持平。从以上数据来看，现阶段供应处于收缩状态；而全国大范围雨雪天气，导致需求进一步走弱，供需两弱格局有加剧的态势。社会库存增、钢厂库存降，说明冬储在进行；但冬储积极性仍不高，一是并不是多数钢厂都出了政策，二是有部分贸易商还是观望。离春节只有两周了，接下来工地会陆续停工，商家也会陆续离市，现货市场将进入有价无市状态，现货将失去实质的指引，节前现货价格预计维持弱稳局面。热卷受下游企业陆续放假、终端采购趋淡等影响，现货稳中有跌。后市到节前期期货市场在失去现货实质指引后，将主要受市场氛围的影响，而目前工业品整体缺乏主线，资金短炒行为明显，更多会参考外盘原油、美元指数、有色的走势，区间震荡难免。操作上螺纹多单减持后，其余多单参考 3840 持有；热卷多单参考 3900 持有。

铁矿石因钢厂节前补库备货结束，而且近期钢厂调整用料配比，增加中低品位矿使用，港口库存积压创新高，中低品位居多；考虑到节前对铁矿石需求也会受到影响，现货承压下跌。现货方面需要关注外矿主要矿山所在地区是否有恶劣天气出现，一旦出现恶劣天气，会形成扰动影响，市场可能借机炒作。期货盘面资金主动打压明显，反抽 60 日均线未果，继续下跌走势，空单持有交易。

### 玻璃：

近期玻璃市场并没有大的消息，主要重点省份河北价格维持稳定，盘面贴水 50 元/吨左右，对玻璃的具体看法可关注我们近期写的报告“僵持背景下有望重生”。原料端纯碱方面，以往玻璃的价格走势会受纯碱价格波动的影响，自去年 12 月份开始纯碱价格就开始持续走低，累计降幅近 800

元/吨，对应着玻璃成本下降了约 160 元/吨左右。不过我们不难发现，实际上玻璃的期现货价格就基本没有怎么变动，这可以反映出成本端的影响力正逐步下滑，而供给端收缩的潜在影响正在增加。另外，春节期间一般是玻璃市场最淡季的时候，此阶段价格一般更倾向于下跌，我们预计此时玻璃价格若不能在淡季期走弱，那么随着时间的发展，后面对多头也就越来越有利。最后综合来看，目前是玻璃市场最为胶着的时刻，客观建议就是等待技术区间破位走势明确，再择机跟进；主观上我们更看好供给端收缩的趋势支持，所以操作上建议逢区间下沿 1440 择机试多布局，止损也好控制。

### （三）石化系

#### LLDPE/PP:

石脑油制 PE 平均毛利在 1802 元/吨，成本端原油周均价环比跌 0.12%，人民币升值因素带动成本环比降 0.66%。PP 生产企业毛利润区间 1834-1962 元/吨。二者生产利润均处在合理水平。

供应端依然没放开，但需求端由于下游开始放假而走弱，节前备货并不积极。供需差异的拉开使得价格难以继续上行，多单建议减持。

#### 沥青:

12 月份中国沥青进口总量为 33.10 万吨，环比下降 29.88%，同比增加 73.00%。2017 年全年进口总量达到 503.86 万吨，同比增 1.76%，为历史最高值。

2017 年全年沥青产量 2566.82 万吨，同比增 6.63%，表观需求量为 3032.22 万吨，同比增 5.22%。供应过剩的问题仍未得到根本性解决。

但短期看，上周低硫渣油成交价在 3250-3400 元/吨，继续远高于沥青价格，炼厂无转产沥青预期，市场供应仍不宽松。

#### PTA:

从加工费方面看，PTA 加工费已经大幅回落至 630 元/吨附近，即年度加工费中位数和四分之三分位数中间，均值在 520 元/吨附近。具体原因一方面 PX 价格大幅补涨，虽然原油价格冲高后开始转入调整形态，但 PX 继续上涨，所以造成 PTA 成本端不断上升，另一反面是近期 PTA 现货价格高位大幅回落，从上月对期货升水 300 元以上到现在变成贴水 80 元左右，下跌幅度比较大，上述两个原因共同导致了近期 PTA 加工费的大幅回落。同时近期现货价格的持续走弱，说明成本端对 PTA 价格的支撑有所转弱，贴水幅度较小说明成本端支撑依旧处于较强的地位。

从供给方面看,PTA 开工率已经连续两周上涨,截止今日已累计上涨 4.29%,同比去年微幅上涨,2 月初部分检修装置将可能投入生产,前期供给偏紧状态开始大幅缓解,预计到年后 PTA 会进入到持续累库存阶段,所以供给方面对 PTA 价格的影响不会太大。

从需求方面看,聚酯开工率高位开始连续三周回落,累计下跌 3.95%,同比去年高出 6-8 个百分点,下周部分聚酯装置可能开始年底检修,聚酯开工可能进一步下滑,同时织机开工率也是连续三周回落,累计下跌 7%,到春节之前可能进一步下滑。需求方面加速下滑是年终的正常现象,对 PTA 价格的影响也逐步在增大,但 PTA 年终生产补库存会部分对冲需求下滑的影响,所以需求端的影响也比较有限。

从技术面看,PTA 主力主要还是跟随原油走势变动,原油冲高回落转入调整,PTA 也冲高回落转入调整,同时前期增仓上涨的多头头寸开始大幅止盈退场,预计持仓量可能会进一步减少,所以 PTA 可能会继续下跌回调,但下跌空间不定,可先关注 10 日均线支撑。

#### 甲醇:

近期经过短暂僵持后出现向下破位迹象,目前郑醇的支撑点仍在于原料端,国内甲醇生产主要以动力煤为原料,而目前动力煤价格持续走高,原料端则表现出强势。不过利空方面,沿海库存并没有继续下滑,而是出现了小幅回升,而且采暖季过后国内气头装置有望复产,因此后期供给端存在压力。预计随着时间的推移,利好因素会逐步弱化,空头存在发力空间,操作上偏空思路为主,新空背靠 60 日线持有。

## 四、农产品分析

### (一) 油脂

上周,油脂维持震荡偏强走势,周线收小阳,强弱程度上豆油>菜油>棕榈油。彼时,节前备货对盘面仍有支撑,适逢阿根廷产量担忧和美元指数破低提振出口预期,油脂温和反弹。目前,美豆因南美天气对豆油仍有提振效应,但油脂现货成交萎缩,需求端支撑趋弱,盘面疲弱。y1805、P1805、O1805 减仓跌至短期均线下方,但鉴于前低支撑较强,预计油脂短线窄幅震荡。

豆油方面,商业库存下行至 152.87 万吨,仍处于历史高位,节日备货即将结束前提下,豆油库存下行空间不容乐观。1 月 25 日,我国农业部新制定的《2018 年农业转基因生物监管工作方案》正式执行。在“加强进口农业转基因生物流向监管,严格执行农业转基因生物进口和加工许可制度”

的监管要求下，部分进口大豆和油菜籽到港可能推迟。目前，山东口岸贸易大豆发货已全部停止，但对盘面影响甚微，后期持续关注政策效应。

菜油和棕榈油方面，菜油基本面相对偏强，棕油受马棕出口疲弱及国内库存压力影响略显疲弱。菜油库存持续下降 0.81 万吨至 9.12 吨，因上周菜粕部分地区胀库停机；抛储仍在持续，市场接受度依然良好。棕榈油方面，马来政府暂停征收关税政策收效甚微，这与马币走强从中作梗有一定关联。此外，周一消息，印尼贸易部将继续维持 2 月毛棕榈油出口关税在零水准，若后期马棕最大进口国——印度再次上调精炼棕榈油关税，马棕出口将遭遇一定考验。棕油国内方面，豆棕价差偏低，豆油挤占棕油市场，叠加需求淡季，棕油库存小幅走高至 66 万吨。

## （二）粕类

上周，两粕维持震荡走势，周线收小阴，其中菜粕偏强。从盘面反应来看，粕类外强内弱，外围阿根廷产量担忧和美元指数破低对粕类提振效应较小，国内两粕出货不振和偏高库存对盘面压制，m1805、RM1805 上行至当时压力位 2800、2300 附近，油粕比几经反复，粕类承压。本周，阿根廷大豆主产区少雨天气及国内转基因生物加强事件对粕类有支撑，若下游饲料业备货启动，粕类偏强震荡概率较大，RM805 关注压力位 2350。

豆粕方面，油厂因榨利良好，未来两周将保持在 202 万吨的超高度压榨量，相较之下，上周压榨量为 199.5 万吨；库存因出货不畅而小幅增加 1.56 万吨至 90.61 万吨，仍处于历史高位；下游，节前备货能否集中展开，众说纷纭。一方面，我国饲料行业 2017 年四季度因需求疲弱，产量连续 3 个月反常下降；另一方面，市场对生猪及能繁母猪的存栏数据存在分歧。

菜粕方面，因需求淡季，油厂开机率持续回落，导致菜粕库存较上周减少 1.11 万吨至 5.94 万吨。

## （三）玉米、淀粉

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，近期国家少量、高频、多区域的拍卖从成交量及成交价格来看对于现货价格影响非常小，更多意义是国家政策层面的打压，一方面是抑制玉米价格的快速上涨导致卖粮难，此外重要原因是担心非优势地区的农民去改种玉米。因此，年后玉米价格的行情仍由供需缺口决定，就盘面来看 5 月升水 9 月，说明市场相对认可 5 月前存在缺口，但目前市场对此仍存在分歧，一旦缺口证伪，5 约合约或仍有一跌，至少目前来看 5 约合约顶部是确定的，因此年后做多 5 约合约风险是较大的。

#### （四）棉花棉纱

从外盘方面看，一是美国上周五销售环比数据大幅回落，2018年1月12-18日，2017/18年度美棉出口净签约量为1.53万吨，较前周减少75%，较前四周平均值减少70%。但是截至1月18日，美国2017/18年度棉花净出口销售量累计达到269.7万吨，同比增长46万吨，增长21%，完成USDA出口预测的83%，高于上年同期的68%。所以美棉销售转弱是正常现象，美棉期货大幅回落的主要原因更多是前期多头止盈减仓所致，美棉持仓量由高位17万手五个交易日内已将减少2万手左右到15.2万手，所以美棉回调更多是技术面上冲高回落所致而不是现货市场的问题。国际棉花市场的另一方面是印度棉花现货市场新棉销售量上周大幅上涨，印度棉花供给偏紧得到有效缓解，这也是美棉销售转弱的一个重要因素。

从国内方面看，国内新棉销售继续保持小幅好转，但临近年底生产转入淡季，所以采购方面依然以随采随用，就近采购为主，同时国内棉花市场还面临着三月中旬开始的国储棉轮出压力，当前大部分纱企的库存保持在1至2月左右，所以下游库存依旧保持较高位置，叠加国储轮出政策，下游企业采购需求继续保持疲软。

从技术面看，郑棉保持跟随美棉回落调整，但上涨幅度和下跌幅度都弱于美棉，所以内外盘价差依旧处于较低位置，外盘对郑棉价格继续保持较好支撑。在持仓量方面上，郑棉增量上涨的最大持仓量是48.6万手，而当前只有42.7万手，所以郑棉多头止盈打压盘面的动力也不大。综合考虑下，郑棉可能会继续偏弱震荡，但下跌空间预计不大，所以操作上多单及锁单可出场观望，但不建议追空，等待调整结束可轻仓逢低试多。

#### （五）鸡蛋

2017年下半年蛋鸡养殖高利润，使得蛋鸡补栏快速拉升，8月-12月雏鸡补栏量分别为7799只、8114只、8873只、9555只、9812只，根据蛋鸡生长周期，从雏鸡到蛋鸡大概需要4个月，那么8-12月的补栏将会在2018年上半年释放产能，而这段时间也是需求的相对淡季，因此做空5月安全边际相对较大，但需注意的是由于17年蛋鸡养殖高利润导致在产蛋鸡中老鸡延淘汰现象严重，因此延淘汰的淘汰时机及节奏将会限制5月合约的下跌空间，就目前来看延淘不及预期，因此关注年后老鸡淘汰节奏；同时9月合约迎来中秋国庆双节提振，需求端将会在供给并无增量的背景下主导行情，因此对于9月合约有做多的机会。5月合约和9月合约的基本面分化也给出了5-9反套的空间，通过梳理近10年5月-9月现货价差来看，盘面价差5-9价差仍有走扩空间，因此，做多5-9价差也是安全边际较高的操作。



## ▶ 倍特期货研究团队

### 宏观与金融期货研究

<b>李 明</b>	<b>赵寰宇</b>
从业资格号：F0275445	从业资格号：F3040448
	联系方式：028-86269301

### 商品研究

<b>魏宏杰</b>	<b>刘明亮</b>
投资咨询从业证书号：Z0000599	投资咨询从业证书号：Z0000672
联系方式：028-86269250	联系方式：028-86269235
<b>李 闯</b>	<b>陈 吟</b>
从业资格号：F0283872	从业资格号：F3005595
联系方式：028-86269250	联系方式：028-86269395
<b>刘思兰</b>	<b>程杰</b>
从业资格号：F3035179	从业资格号：F3040106
联系方式：028-86269395	联系方式：028-86269301
<b>何志</b>	
联系方式：028-85194830	

### 金融产品研究设计

<b>满 飞</b>	
从业资格号：F3002915	
联系方式：028-85194830	

## ✎倍特期货策略分析师团队

<b>马学哲</b>	<b>许劲松</b>
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
<b>张中云</b>	<b>杜辉</b>
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
<b>范宙</b>	<b>刘体峰</b>
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：	<a href="http://www.btqh.com">www.btqh.com</a>