

例会 · 纪要

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 1 月 2 日

一、外盘及外围市场

（一）外围市场变化的影响

去年底到新年初，外盘市场的整体波动偏平稳，对应在外盘商品指数开始刺探大箱体的上沿颈线，甚至可以视作是变异大 W 底的颈线位，全球复苏预期下的需求支持推动增加，尽管工农之间的差别还有拖后腿效应。从资金人气角度，原油在外盘阶段扮演国内去年的黑色系人气作用，跌下来敢买的信心从犹犹豫豫变得更乐观了，当然，原油指数大型态正好卡位在 2015 年的中期反弹波段上沿，能否持续打开空间的疑问也存在，所以外盘不好追涨但国内围绕石化类做相位差的偏多试探节奏，这是容易被投机资金接受的。

外盘第二个近期反弹延续平稳偏强的板块是有色系列，而且不仅是基本金属四个金刚，还包括金银这两个传统避险对待的品种。除了有色系列针对需求新动能和供应周期增量尾声的期待外，年底美元指数的相对区间回弱，也可能有金融效应的助益。我们考虑美元指数所对应的汇市波动传导，更类似钟摆或平衡荡秋千的效应，一方面美元的回弱并不是美国复苏见顶猜疑下的风险模式，另一方面美元指数的回弱也不容易直接造成商品风险偏好提振的亢奋模式，更大的可能是通过内外比价的调整来进行国内价差修复和隐性库存转移的影响，历史上美元指数的弱势正面效应，都需要国内商品需求周期的主导，当前我们看到的有色系列在供应整体更高规模基础上，对接的新动能需求周期，多反复还是其基本特征，这也是自主品种供应侧成果巩固指引的合理推演，有色系列也不例外。

（二）原油

油市利空新闻较少：经过圣诞节假期的修复工作，英国北海福蒂斯输油管道有望在 1 月初实现重启。

而利多纷至沓来：武装组织袭击了利比亚隶属 WAHA 原油公司输往 ES SIDER 的原油管道，该油管爆炸令利比亚损失大概 9 万桶/日的原油供应。俄罗斯能源部长诺瓦克 12 月 22 日发表讲话称，俄罗斯和 OPEC 将会有序平顺地退出减产协议，有可能会实施另一种限产措施，从而确保减产协议到期后油市不会重归供应过剩局面。EIA 报道，截至 12 月 22 日当周，美国原油库存下降 460.9 万桶，降幅略高于预期；美国国内原油产量减少 3.5 万桶至 975.4 万桶/日，在连续九周增加后，首次录得下降。中国 2018 年原油非国营贸易进口允许量 1.424 亿吨，较 2017 年提升 55%。

在诸多利好消息刺激下，美油顺利站上 60 美元/桶大关，投机市场情绪高涨，短线油价可能再创新高。

二、国内经济数据与政策

（一）制造业采购经理指数（PMI）

国家统计局公布，2017 年 12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.6%，虽比上月回落 0.2 个百分点，但仍达到年均值水平，制造业保持稳步增长的发展态势。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。

财新网公布，2017 年 12 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI），录得 51.5，较上月提高 0.7 个百分点，显示制造业运行进一步改善，改善幅度为四个月以来最显著。制造业产量继续上升，新订单指数录得 2017 年 8 月以来最高，但厂商仍继续压缩用工。

从经济领先指标 PMI 来看，官方和机构公布的数据均不错，生产活动和新订单处于扩张状态，表明经济增长韧性继续保持较好；用工压缩或许一定程度上因为原材料价格上涨，成本上升，以及很快进入年前需求减弱部分厂商预期谨慎。

（二）房地产政策细化，投资总规模保持

全国住房城乡建设工作会议强调，针对各类需求实行差别化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房。库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作。扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户区 580 万套。全力做好公租房工作，增加公租房实物供给。从会议精神来看，差别化调控、部分三四线城市、棚户区改造成为 2018 年关注点。差别化调控政策的细化执行，会消除以前房地产一持续调控房地产投资就持续明显下滑的情况。而三四线城市去库

存政策的继续执行，这些地区的销售也不会明显下滑。580 万套棚户区改造，增加公租房供给，这部分房地产投资增长会对商品房调控对房地产投资增长起到对冲作用。因此，考虑到基数效应，今年房地产投资增速可能仍呈下滑态势，但房地产投资总体规模不会明显下滑，预计总体保持平稳。

（三）交通运输固定资产投资可能超预期

2018 年全国交通运输工作会议强调，2018 年是交通强国建设的起步之年，主要预期目标为：交通运输固定资产投资规模预计与上年目标基本持平，全年新增高速公路通车里程 5000 公里等。考虑到今年地方政府换届之后交通类投资的动力会较强，预计今年交通运输类固定资产投资可能超预期。

（四）货币政策和流动性

货币资金面上，在 3000 亿普惠金融定向降准和央行升级版 TLF “临时准备金动用安排”的政策下，未来一个月货币资金面较为宽松。在具体公开市场操作上，央行的中性货币目标导致央行有很大可能加大逆回购的净回笼，逐步收紧资金面，不过难改资金面宽松局面，对国债期货有所支撑。金融监管方面，资管增值税开始征收，将导致信用债和利率债利差走阔，套利盘的存在对国债期货有所支撑。

三、工业品分析

（一）有色金属

有色系列年初还需要注意的外围商品指数调仓波动影响，侧重在减高加低，直接对应锌的相对调减关注和镍的低位调增支持，铜区间偏上落，铝区间转中性预期。

主要股指的风险情绪传导，有两个小分叉线索指引。一方面对于美股和新兴高位股指的振荡警惕情绪，继续主导国内商品在年初的观望情绪，一些浑水摸鱼的资金可能也不会放过外盘主要股指可能振荡的诱导机会。另一方面，新年初港股和国内大权重 50 指数的再次走强，是股指内外差异的一种信心增加体现，对应在国内商品系列上也会利于区间整固的平稳，因为对于行业龙头和骨干企业效益可持续的认可，其实就是对于国内供应侧成果的实体验证肯定认可。

文华商品指数特别是工业品指数，在 60 天线之上的调整修复，从技术信号上仍保持中性偏多，并未翻空，60 天线破后才转为区间振荡尝试翻空的指引。

（二）黑色系

煤炭：

双焦基本面依旧僵持，利空方面：焦炭价格在大幅上涨后造成下游的补库积极性变得不高；近期国内天然气供给紧张，为缓解用气紧张问题华北已有部分焦化厂开始提产；11月份下游生铁产量出现了年初以来第一次同比下滑—3.5%，这对上游焦炭的需求面存有打压。利多方面：双焦港口库存仍在历史偏低位置，钢厂煤焦库存也不高；焦化厂提产只是小范围运行，由于雾霾环保问题依旧严控，焦化厂大面积提产难度较大；焦炭产量已经连续两个月同比下滑在10%以上，因此焦炭的供给收缩比下游需求收缩表现得更为严重。从整体供需情况来看，焦炭供需两端仍处于紧平衡态势，偏多思路维持，目前焦炭贴水近400元/吨左右，技术上建议依托60日线保护试多参与，焦煤维持联动节奏；动力煤近期出现了调整走势，与现货氛围背离，当前现货市场仍处在供给紧张与需求旺盛的背景之下，目前的调整暂判定为技术性调整，另外历来进入1月份后动煤走势均会迎来下滑，只是今年明显早了些，考虑到当前市场背景，预计调整空间不大，60日线仍有较强的支撑。

钢材：

年底赶工期导致的前期需求猛增之后，随着天气转冷，库存持续两周回升。螺纹钢现货在12月下旬开始高位下跌，累计下跌400多元。目前采暖季限产维持，部分地区环保限产扰动之后高炉有恢复。总体上处于供需两弱格局。预计元旦节后供给有小幅回升，而需求继续呈减弱状态。往年此季节进入补库周期，但今年现货前期大涨后处于高位，贸易商缺乏冬储动力。后期库存累积预计钢厂端库存快于社会库存，由于目前螺纹钢社会库存较去年同期低30%，钢厂端库存较去年低20%，所以即使1、2月库存累积，首先是填补于往年的差距，短期不会形成明显压力。后市现货缺乏上涨刺激因素，如果补库和终端采购不积极，现货调整可能存在。期货市场近期方向性不强，处上宽幅震荡，资金持续流出后，没有形成明显预期，受整体市场氛围扰动影响大。现货下跌后暂稳，但期货贴水过大，限制了期货调整空间。后市还是关注现货走向，是否转调整？以及调整空间有多大？另外需要注意螺纹1月临近交割，如果现货仍处于高位，5月有修复价差的动力。操作上暂波段和短线交易为主，下方依托60日均线，上方看3950-4000压力。

矿石近期表现偏强，现货持续上涨带动，很大程度上受钢厂补库提振，春节前有补库需求，而1、2月往往澳大利亚恶劣天气较多，容易出现影响价格的突发因素。操作上矿石可依托20日均线轻仓持多，不追涨。

玻璃:

走势略差于预期，近期房地产销售面积的回落与原料纯碱价格的下滑对市场产生了压力，好的方面在于沙河地区多条生产线的集中停产存在趋势性支撑作用，目前在淡季背景下库存延续小幅下滑态势且期价贴水近 100 元/吨，因此预计当前节奏只是上涨趋势的调整阶段，操作上仍可把握 1430 区域的布多机会。

（三）石化系

LLDPE/PP/PVC:

禁塑令开始实施，国内新料对回料的替代比例实际能达到多少需要等 1 月之后才能见分晓。

截至 12 月 28 日，石脑油制 PE 平均毛利在 1776 元/吨左右，周环比下跌 5%；布伦特油价环比上涨 3.3%，支撑 PE 成本环比上涨 1.6%。PP 生产企业毛利区间 1921-2008 元/吨，环比跌 23 元/吨；去年同期 PP 毛利润约在 2068 元/吨左右。成本连续上涨、企业利润缩小，有助于企业上调 LLDPE/PP 出厂价格。

日内 PP 顺利突破 9400 的压力位，有望更近一步，而从 LLDPE 与 PP 的联动性考虑，LLDPE 也有望冲击 10000。

沥青:

中国 11 月沥青进口量 47.21 万吨，环比增长 18.32%，同比增长 206.65%。11 月进口量为历年来的峰值。

东北地区冬储需求开始释放，但今日沥青期货价格大涨，或对下游囤货心理形成压制。

低硫渣油目前成交价在 2650-2750 元/吨，与沥青差价不大，暂无理由刺激炼厂转产。

PTA:

从供给端看，近期 PTA 开工率小幅提高，PTA 去掉长期停车产能的实际产能利用率达 93%-95%；从需求端看，织机开工显著下滑，开始进入淡季。因此，PTA 供给开始走强，需求开始转弱，持续时间预计到 2 月下旬。

从成本端看，原油和 PX 价格近期不断上涨，且偏强走势短期可能持续下去，PTA 成本支撑较好；从利润端看，PTA 加工费持续居高不下，位置大概在 3/4 分位以上高位运行。因此，结合实际产能利用率不断提高，PTA 的成本利润结构已经开始支撑供给端持续走强。

总而言之，利多因素主要是上游原油和 PX 价格上涨带来的成本支撑作用，利空因素主要是 PTA 供给走强，需求转弱。预计到 2 月下旬，PTA 价格将主要根据这一对多空因素博弈进行走势分析，大概率先扬后抑宽幅震荡。

甲醇：

受益于国际原油反弹影响，化工板块整体走强，郑醇在一、二季度存在国外装置新增产能的释放压力，不过具体开工进程尚不明确，另外 5 月合约向来都是一个调整合约，短期趋势看，郑醇仍有可能再次依托可流通货源低位题材试探上方高点，节奏上仍需等待高位平台整理充分后在择机试空，技术上维持 20 日线分水操作。

四、农产品分析

（一）油脂

油脂盘面自上周始大多止跌，预计后市短线进一步深跌的概率不大。基本面方面，菜油和棕榈油较豆油偏强。

豆油方面，原料端，中国政府规定自今年 1 月 1 日起，进口美豆杂质含量不超过 1%，之前为 1-2%，预计对美豆盘面有一定抑制。供应端，目前江苏油厂压榨利润是 34 元/吨，处于历史榨利中轴处，这意味着油厂仍会积极开机。消费端，国内小包装备货开始缓慢启动，商业库存略降至万吨，但仍处于近 6 年历史高位。综上，豆油近期供大于求的局面不会有太大改善。

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。国内受制于冬季需求端疲弱，库存趋增，截止 2017 年 12 月 29 日港口库存逾 59 万吨。

菜油方面，抛储政策落地，国家粮油中心将于 1 月 5 日开启新一轮临储菜油拍卖，预计共拍菜油 5.72 万吨。由于前期抛储传言已久，利空均已反应在盘面上，预计对后市影响不大。油厂库存从 10 月份起一路下滑至 12.11 万吨，是三大油脂中供需面较好的一个品种。

价差方面，豆棕油价差 442 元/吨，处于近 6 年低位；菜豆油价差 750 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

2017/18 年度供给侧的调减及需求端的提振给了今年玉米市场极大的信心，尤其是东北优质玉

米溢价导致看涨情绪更浓。首先，从供需缺口来讲：供给端来看，2017/18 年度预计新作玉米种植面积继续下滑，但单产回升，总产量继续下降约 1000 万吨左右。需求端来看，需求继续上调 1250 万吨，但增速较上一年度有所下滑（这是因为玉米价格重心上移），年度供需缺口为 2100 万吨。

其次，在临储抛储方面，总量上临储玉米累计剩余 1.79 亿吨，结构上看 2014 年临储玉米库存 5315 万吨在 2018 年成为超期存储玉米库存，2015 年 1.25 亿吨将在 2019 年成为超期存储玉米库存，根据国家相关政策即超期存储玉米需要去化，因此，我们倾向于国家需要抛储的超期存储玉米库存超过过去两年，且足以弥补目前我们预估的供需缺口。

在这种情况下，我们继续认为 2018 年国内玉米价格继续低位震荡，重点留意行业库存周期变动带来的阶段性机会。更长周期来看，因国内玉米供应受国家政策引导和收益比较或趋于下降或小幅增加，而需求有望继续增加，国内玉米供需缺口将继续存在甚至可能持续扩大，一旦临储玉米持续去化，剩余临储玉米库存不能补充玉米供需缺口，玉米期现货价格有望大幅上涨。

（三）生猪

展望 2018 年，产能低位导致供应恢复缓慢，环保禁养短期压制产能复苏，但规模化养殖将成为改变行业供应格局的主要力量。2018 年是养殖集团新建产能逐渐投放的起始年，2019 年是供应的高峰年。2018 年，产能低位导致供应恢复缓慢，环保禁养压制产能复苏，养殖集团规模扩张及 PSY 提升将会对市场形成有效供给，但生猪养殖集团扩张产能难以完全快速兑现。预计 2018 年整体供应会增大，整体价格重心或会下移，但空间或有限，预计震荡偏弱。

（四）棉花棉纱

从国内供给来看，新棉采摘已经结束，棉花总产量同比上涨，棉花加工进度同比下跌，新花集中上市，采购价格低位运行；从国内需求来看，下游库存高位，库存累积到 2 月底，采购需求疲软。因此，国棉供过于求状态短期还会持续。

从国外供给来看，美国近期出口持续增加，推动 ICE 价格持续上涨，出口签约率相对较好，同时印度棉花遭遇大面积虫害，导致总产量和出口量同时大幅减少；从国外需求来看，巴基斯坦需求大增，印度和中国需求都相对较好。因此，国际棉花供给偏紧，ICE 价格持续坚挺。

总结来看，国际棉花市场供给偏紧，国内棉花供过于求，内外盘棉花价差持续收窄，郑棉价格获有力支撑，下滑空间有限，但短期上涨动力欠缺。棉纱进入生产淡季，产销平淡，价格稳中偏弱为主。

（五）苹果

贸易端：元旦节日期间，各主产区零星交易，整体走货量不大，部分客商开始准备春节备货，整体行情平稳运行，销区市场销货速度略有增加，但价格稳定，未有变动迹象。那么苹果下面操作点在哪里？我认为有两个，首先春节备货，通常苹果会在10月20日-11月20日入库，大部分冷库都在11月底前封库，每年11月-12月消化地面果（三级果和农统货为主），冷库苹果一般会在1月中旬开始缓慢出库，苹果质量好价格较高。因此短期主力合约在一月上旬结束有望迎来消费端的提振。其次，就是远月贴水修复是否结束，这很难判断，因为分属两个作物季，暂时保持观望。

价差来讲：苹果期货近期走势主要是价差修复驱动，苹果期货在上市前两个交易日大涨大跌给出了近远月价差修复的动力。

AP1805：上周整体维持震荡，符合现货价格趋稳逻辑；

AP1807：在05-07价差修复驱动下连续上涨，目前价差在（80元/吨），短期来看修复已经结束，盘面也给出了信号，APA1807小幅下跌。从现货上看，5月和7月并没有绝对的明显价差，主要取决于库存情况。从盘面上看，价差修复基本结束，预计07走势会和05走势趋同，小幅波动。

AP1810和AP1811及AP1812：远月合约上市迅速大跌，市场纠偏使得远月价格逐步回升，目前在7150-7200一线，是否达到均衡位置还难以确定，因此远月合约暂不建议操作。

综合期现逻辑来讲，在资金情绪减退后，未来苹果操作回归现货逻辑将凸显，价差逐渐修复操作空间收窄，苹果近月主力合约有望在春节前迎来一波上涨行情，建议可逢低做多AP1805合约。

▶ 倍特期货研究团队

宏观与金融期货研究

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

商品研究

魏宏杰	刘明亮
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
李 闯	陈 吟
从业资格号：F0283872	从业资格号：F3005595
联系方式：028-86269250	联系方式：028-86269395
刘思兰	程杰
从业资格号：F3035179	从业资格号：F3040106
联系方式：028-86269395	联系方式：028-86269301

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。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为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