

例会 · 纪要

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 1 月 23 日

一、外盘及外围市场

（一）外围市场变化的影响

外围市场波动传导变化对比：主要股指的强势仍在扩散之中，媒体用创纪录资金涌入股市来形容，港股和国内大权重的走强对应的期指强势，确实让人感受到投资者对于金融风险化解后的风险偏好提升，IMF 等国际机构组织对于今年全球复苏的乐观预期也形成心理支持。

主要汇市的波动则暂时陷入尴尬两难，美国政府暂时停摆没有推动美元下破，欧系政治合纵进展也没有助推欧元，债市收益率曲线和利差预期变化仍维持美元一季度加息的指引，欧日央行等对非美货币的阶段强势也有喊话调控的表态。所以，虽然美元指数 92 点这一线看似是一个中期形态颈线位的破位，不过美元指数 92-90 区域形成阶段平衡的牵引也容易得到资金的认可。上周我们关注到汇市变化对应的内外套资金心态变化，本周似乎基于比价和套利转换的波动冲击引导，在商品上又不积极了。

外盘商品指数继续受到原油相对强制的支持，只是短线仓量状态倾向于原油的温和休整过渡，外盘有色系列包括贵金属的调整抗压能力好于国内，经济作物在各自宽幅振荡之中冒出来棉花的偏强指引，空头博弈品种仍偏向看美糖的引导，外盘经济作物的一个对冲组合劈叉则是看油粕之间的较劲，走到这些位置注意阶段强弱互易的倾向。

（二）原油

美国 1 月 12 日当周 EIA 原油库存-686.1 万桶，连续第九周下降；库欣地区原油库存-418.4 万桶，创 2004 年有数据记录以来的历史最大单周降幅。

IMF 将 2018 和 2019 年全球增速预期分别上调 0.2 个百分点至 3.9%。将 2018 年美国降级增速预期由 2.3%上调至 2.7%，将 2018 年中国经济增速预期由 6.5%上调至 6.6%。预计 2018 年中东经济增

速将达 3.6%，2019 年将达 3.5%，高于去年 2.5% 的增速预期。受全球经济增长预期改善、美国气候问题、OPEC 延长减产协议以及中东地区地缘政治事件的影响，石油需求将进一步走高。

根据原油需求对 GDP 的弹性系数关系来看，经济增长和原油需求的增长有较强的正相关关系，全球增速预期上调意味着原油需求将有所增长，这为油市迈向再平衡带来强劲支撑。

二、国内经济数据与政策

（一）2017 年 12 月投资保持平稳，房地产投资下滑势头不明显

上周公布的宏观经济数据显示，2017 年 12 月固定资产投资同比增长 7.2%，增速较上一月保持平稳。从固定资产投资领先指标来看，12 月本年新开工项目投资同比 6.2%，与上一月持平；12 月本年施工项目投资同比 18.2%，较上个月下降 0.5%。总体上，领先指标显示固定资产投资保持平稳状态。其中制造业投资同比增 4.8%，较上月高 0.7%；基建投资增长 19.0%，较上月回落 0.9%；制造业投资增长一定程度上弥补基建投资增长的回落。

12 月房地产投资同比增长 7.0%，较上月下滑 0.5%；从领先指标来看，新开工面积同比增 7.0%，较上月高 0.1%；房地产到位资金同比增长 12.6%，较上月高 2%；土地购置面积同比增 15.8%，较上月回落 0.5%。尽管房地产投资增速有小幅下滑，但新开工和到位资金情况保持上升态势，全扭住 2018 年开年房地产增长下滑态势。

（二）货币政策和流动性

资金面上，由于税期缴税的原因，上周央行连续进行逆回购净投放平滑资金面，导致上周资金面较为宽松，银间利率在中高位波动。本周税期高峰过后以及 1 月 25 日开始全面实施的普惠金融定向降准将释放大量流动性，央行逆回购将以回笼资金为主。考虑到春节现金持有率上升的影响后，资金面大体维持上周较为宽松的局面，银间利率仍以中高位波动为主。

金融监管层面，近期无具体措施出台，但市场对金融监管仍以谨慎为主，利率大幅下行的局面难以出现。总体而言，国债期货近期偏空震荡。

三、工业品分析

（一）有色金属

有色系列品种在上周减仓兑现到本周的下落试探后，目前除了沪铝仍保持水差拉大的保值压制外，几个有色品种的短线下落节奏开始被抑制住，短线资金有反弹弹性引导的，一个是铅，一个是镍，有色品种的波动情绪题材，大致还是围绕供应侧的原料控制和新动能的产业需求增量，年节效应的资金保守影响还在。国内文华工业品指数的横向振荡犹疑变化，黑链还是主要的引导人气风标，有色和化工辅助进行错节奏的交替扰动。

（二）黑色系

煤炭：

进入 1 月份后，国内焦企开工率开始回升，由于还处于环保采暖季期间，所以回升幅度并不是很大，目前独立焦化企业产能利用率接近 75%。另外，钢厂经过对焦炭采购价的几轮下调后，双焦市场情绪开始显弱，不过双焦期货仍处于贴水状态，贴水幅度在 200 元/吨左右，因此下行节奏也不会太顺利。近日螺纹的反弹给双焦市场又重新带来了提振，但持续性不被看好，预计节前双焦或继续维持震荡格局。若单从技术角度分析，焦炭仍然持稳于 1950 支撑，不过焦煤已经跌破了上升通道，那么 20 日线和 60 日线均可作为试空的保护位；动力煤的基本面最为明确，库存低位、日耗高位，坚挺氛围至少可以维持至 1 月底，后面的压力要具体看春节期间库存的回升幅度，目前操作上则以多单提保护为主。

钢材：

上周全国高炉开工率 64.09%，与前一周持平；唐山高炉开工率 51.22%，与前一周持平；钢厂在限产措施下，供给保持相对平稳状态。上周（截至 18 日）螺纹社会库存环比前一周增 7.1%，持续回升；较去年同期低 17.04%。螺纹钢厂端库存上周环比减 9.3%，连续 5 周回升后首次下降；较去年同期低 5.9%。钢厂库存降，社会库存升，说明贸易商冬储启动；库存总量仍在回升，说明需求在持续转弱。热卷社会库存较上周环比增 1.3%，厂内库存增 4.8%，维持小幅增长，需求弱不见起色。现阶段，受限产影响，时不时重污染天气扰动，大范围降温后需求持续减弱，市场处于供需两弱格局，库存开始累积，近期累积速度并不快，而且总体库存水平仍低于往年水平，库存累积对市场没形成压力。而近期市场最大影响因素在于冬储，前期现货持续下跌，跌至 3700 附近，部分钢厂出台冬储政策，部分贸易商启动冬储，带动上海现货反弹上 3900。从近几日情况看，现货上涨动力不强，说

明贸易商对冬储积极性不高，特别是价格上涨后，对高价和后市预期信心可能不足。因为冬储实质是补库，是库存转移，在需求持续走弱的情况下，如果没有很高的持续冬储热情，现货上行驱动力不够，上涨空间也会有限。期货市场近期工业品缺乏主线，没有清晰和明朗走势，总体上呈调整氛围，资金短线在品种间腾挪，缺乏持续性。螺纹上资金拉高后减仓积极，多头仍没有足的信心，一旦市场情绪变化，撤离很快，这决定盘面波动加大，仍处于区间震荡。短线螺纹 5 月看 3850-3870 下档表现，这一区域支撑住，或在现货偏稳下偏强震荡，可维持轻多操作。热卷因库存持续回升，需求弱，现货成交不好，期货盘面也弱于螺纹，技术上中期均线形成支撑，短线暂看横盘震荡，日内短线交易为主。

铁矿石前期因钢厂补库，高品位矿石资源偏紧，现货持续上涨。但近期随着利润收窄后，部分钢厂已出现降低球团配比，增加块矿配比的情况，钢厂开始调矿石品位用料，由于中低品位矿库存持续积压创新高，现货开始转跌。期货上吸引大量空头资金介入，导致 5 月跌破近期上升通道，技术上暂看 60 日均线下档，一旦跌破这一支撑，预计将展开弱勢调整，操作上空头持有。

玻璃：

玻璃已经维持了近两个月的横盘震荡，目前市场僵持的重点则在于供给端生产线的退出与需求端房地产数据的不振，这两方面均有题材可炒，其中生产线的扰动因素会更大一些，所以具体后期哪个影响力度更强暂时还不好确定，。我们暂且根据走势规律来判断，春节期间历来是玻璃市场最淡季的时候，玻璃生产线一旦开工是 24 小时生产的，而下游加工企业将要逐步进入放假停滞阶段，所以这也是库存的累积期，上游在此阶段基本都是主动出库为主，所以价格方面也就较难上涨。那么再结合盘面来看，很明显这个区间的重要性，此时 60 日线刚好上移跟进，那么我们预计在供需两端仍然僵持的背景下，价格在最淡季的阶段若不能出现下滑，那么后期对于多头来说也就越来越有利，所以操作上可以依托 60 日线保护试多参与。

(三) 石化系

LLDPE/PP:

供应端限产以及成本端高位仍是 LLDPE/PP 保持强势的主要逻辑。

上周石脑油制 PE 生产企业毛利小幅下滑，平均毛利在 1748 元/吨，环比跌 3.8%，周内布伦特油价环比涨 1.88%。

上周石化 PP 生产企业毛利润环比下调，区间 1804-1832 元/吨，利润均值跌 64.11 元/吨。原油价格稳中攀升，PP 成本压力增大，企业利润缩小。去年同期 PP 毛利润月 1484 元/吨，略高于目前水平。

沥青：

12 月中国沥青产量为 212.53 万吨，环比下跌 10.55%。12 月份，北方刚性需求已经结束，而沥青冬储需求尚未释放，北方炼厂出货转弱。同时，原油持续上涨带动汽柴行情走高，焦化利润明显高于沥青，东北山东多家炼厂在较长时间内维持渣油的生产，导致沥青产量出现下降。

1 月份，因山东地方联产价格处于低位，而原油持续上涨带动沥青成本走高，地方炼厂生产沥青的意愿依旧较低。同时，因男方沥青需求逐渐呈现下滑趋势，在沥青生产微利或亏损的情况下，预计 1 月份国内沥青产量仍将继续下滑，产量数据或维持在 200-205 万吨左右。

低硫渣油上周成交价在 3200-3300 元/吨，较此前一周上涨 150-200 元/吨，炼厂仍无明显动力转产沥青，市场供应压力有限。

但期货价格较山东地炼沥青价格仍有近 400 元/吨的升水，存在无风险套利空间，盘面上面临一定抛压，限制期货走强可能。

PTA：

从成本端看，原油价格高位小幅回落后再次上涨，PX 价格也大幅上涨，PTA 成本端支撑较好，但 PX 价格涨幅大于 PTA 价格涨幅致 PTA 加工费高位回落，当期 PTA 加工费从接近一年内高点回落至 3/4 分位位置；从利润端看，下游聚酯、长丝和短纤的报价较为稳定，涨跌幅都较小。因此，成本端的支撑对 PTA 价格走势起更大作用。

从供给端看，上周 PTA 开工率环比小幅上涨 1.06%，同比上涨 1.71%，供给端变化并不大，本周 PTA 开工率有望继续上涨，现货供给可能进一步增加；从需求端看，聚酯开工率上周环比微跌 0.38%，同比上涨 7.71%，织机开工率上周环比小幅下跌 2.40%，同比大幅上涨 33.80%，总体来看，同比去年下游开工较高，景气较好，对 PTA 的需求也相对较大，虽然织机生产即将进入淡季，但今年转淡进度明显较慢，PTA 库存累积进度也将弱于去年，所以 PTA 高需求对价格的支撑将继续保持一段时间。比较来看，PTA 需求端的高景气对 PTA 价格的影响相对更大，应持续关注下游需求的变化。

从期现价差看，PTA 现货价格和 1805 期货价格的升水大幅收窄，前期成本上涨推高现货价格再带动期货价格，但随着现货期货价格升水大幅收窄，期限价差矛盾已经得到缓解，因此成本上涨的推动力将有所减弱但依然起着主导作用，未来 PTA 价格走势可能面临更多的影响因素。

从技术分析看，前期 1805 跟随原油走势不断上涨，近期原油高位小幅回调而 1805 回调幅度更大，但整体趋势依旧跟随原油走势，近期 1805 增量上涨，PTA 多头情绪依旧较强，短线来看，原油未突破前高之前，PTA 宜日内短多为主。

甲醇：

在上周大幅增仓且以及破上行通道背景下并没有延续惯性下挫走势，而是出现盘整，说明市场态度还是比较谨慎，但整体偏压格局已经慢慢形成，而 5 月合约向来都是一个调整合约，所以后期走势进展暂不被看好。近期市场多有传言，西南地区前期因天然气限气停车企业有恢复预期，针对这一消息，卓创第一时间同当地相关工厂取得联系，相关业者表示，目前确实在和中石油方面洽谈恢复天然气供应的问题，但是具体何时恢复，恢复几成，尚不能确定。所以这可以算是一个利空的因素，但也谈不上一个大的利空因素。由于往上炒作的空间不大，那么操作上可考虑高位的布空机会，新单操作上可背靠 20 日线参与。

四、农产品分析

（一）油脂

上周，油脂受累于马棕出口及美豆油库存高位，调整至前低附近。市场存马棕出口转弱预期，一方面是由于船运调查机构 ITS 和 SGS 1-15 日出口数据石锤敲定，另一方面是欧盟会议对“从棕榈油中产生的生物燃料和生物流体贡献减少到零，截止到 2021 年”的能源去草案。此外，NOPA 公布的月报显示，美豆压榨高企，美豆油库存超预期增至 15.38 亿磅。本周，南美产量忧虑利多多系，印度上调精炼棕油传闻又起，油脂多空交织。技术上，油脂接近前低，两粕反弹至压力位附近，油脂备货提振下油粕比下行动力减弱，油脂或迎来小幅反弹，但目前已是 1 月底，小包装备货已接近尾声，反弹幅度不宜过分乐观。

豆油方面，贸易商追高不追低的心理较重，备货成交不振，油脂库存小跌至 155 万吨，因备货已接近尾声，料库存下行空间不大，这也是近期油粕比承压的重要原因。

棕榈油方面，1 月本是马棕油库存季节性大幅下调的黄金期，但今年受累于出口不振，市场对马来政府暂停征收关税政策效应和库存回调幅度存疑。此外，印度行业人士称，政府可能自 2017 年 8 月份以来第三次上调精炼棕榈油、葵花油和棉籽油等植物油的进口关税。若此传言为真，马棕油去库存将雪上加霜。

菜油方面，抛储菜油市场接货意愿较强，1月19日，实际成交量为5.798万吨，成交率为100%。

（二）粕类

两粕因美国农业部月度报告轻微利多迎来一波反弹行情，目前，m1805、RM805反弹至2800、2300压力位附近，上行动力减弱。因市场存集中采购潮延迟或不会出现悲观预期，在粕类偏高库存的前提下，料反弹空间受限。不过随着油脂备货的结束，在阿根廷天气、美豆出口缓解等扰动因素共振下，油粕比或更倾向于下行。

原料端，大豆方面，美豆2017/18市场年度丰产已定，巴西创第二新高格局逐渐明朗，拉尼娜对阿根廷种植影响较大，但影响力趋弱；菜籽方面，国产菜籽产量连年下滑，进口依赖性递增，全球菜籽预期产量小幅上调，但从贸易结构来说，我国菜籽供应偏紧。

供应端，豆粕因油厂榨利良好，库存偏高，部分地区存在胀库现象；菜粕因下游成交低迷，供应充足，但较豆粕基本面相对偏强。

需求端，通常情况下，春节前，饲料原料会因假期、物流等问题而出现比较集中的采购潮，但是今年下游成交清淡，部分大型饲料企业的豆粕用量明显不及高峰期的一半，去库存进程并不乐观，后期持续关注备货情况。

（三）玉米

政策粮投入市场、市场预期情绪转弱

近期，国内玉米逐步转弱，华北产区深加工企业收购价持续上涨之后出现回落，东北产区整体持稳，南北方港口现货价格持续小幅下跌。分析市场可以看出，本周央储轮入继续，上周内蒙古启动，本周吉林政策粮将投入市场，上周农业部新闻发布会预计接下来玉米现货价格上涨空间有限，称农业部将积极配合有关部门把握好中央储备粮轮入轮出、临储玉米库存消化的时机和节奏，防止出现价格大幅波动和大面积的“卖粮难”。央储轮出和农业部表态应该是导致近期玉米期价持续弱势的主要原因；

在当前情势之下，市场对于今年玉米供需缺口仍存在分期，即使真实存在缺口的话，国家会相应加大央储轮出，甚至提前临储拍卖来补充市场需要，现货价格上涨空间或有限；而如果实际并不存在缺口，只是年前上游农户惜售及中下游积极补库带动现货价格上涨的话，则后期特别是年后存在下跌风险；

（四）棉花棉纱

从外盘看，据 USDA 1 月报告国际棉花市场需求上涨幅度大于供给上涨幅度，全球棉花库存小幅调增，美国棉花销售签约量和装运量也都快于去年，叠加印度和巴基斯坦的需求增长持续，可知国际棉花市场多头情绪继续保持，这也导致近期 ICE 美棉价格调整后再度上涨，内外盘价差收窄至 500 元/吨之内达到较低位置，因此外盘棉花价格对郑棉价格继续保持强有力的支撑。

从内盘看，国内棉花销售有所好转，江浙地区部分纱企已经开始采购新棉，但依旧是随采随用，且就近采购为主，这促使新疆棉花向内地转库量逐步增加，新疆棉花库容告急有所缓解。其中部分优质棉价格突破 16000 元/吨，郑棉 1805 也突破 15500 元/吨，虽然 3 月可能面临国储棉轮出计划，但 1 月 USDA 调增中国 100 万吨需求也反应了中国 2018 年棉花需求的大幅上涨，这对郑棉价格起到较大的支撑作用。

短期来看，外盘美棉再度上涨对郑棉价格走势起到更大的影响，考虑到下游纱企可能年末生产转入淡季，但内外盘较低的价差将支撑郑棉短期继续偏强震荡。

（五）鸡蛋

鸡蛋供应结构宽松、鸡龄结构偏老减缓跌速

2017 年下半年，蛋鸡养殖利润的快速回升，导致了雏鸡补栏的爆发性增长，反映到数据上来看：8 月-11 月，连续 4 个月里，雏鸡补栏量同比大幅增长，分别为：7799 只、8114 只、8873 只、9555 只，较近三年当月补栏均值高出 20-40%；通常从雏鸡到蛋鸡，需要 5 个月时间，因此对应时间周期来看，12 月鸡蛋的供应就会出现修复，那么反映到期货盘面来看，12 月也对应了一个下行周期。但是近期盘面在触达前低 3650 时，有明显支撑，抛开季节性备货来讲，主要原因是老鸡淘汰使得市场对于蛋鸡供应收紧有所担心。从最新 11 月鸡龄结构来看，偏老化，特别是 570 天以上的蛋鸡比较大，这主要是养殖利润高导致延迟淘汰。现货价格回落可以刺激老鸡淘汰。老鸡淘汰将减少鸡蛋供应，对于减缓节后季节性价格下跌有较大作用。当前现货价格下行而期货主力合约并未继续破位下跌，除了淘汰节奏加快之外，还反映出市场对 1 月以后育雏鸡补栏数量的预期。

总的来讲，5 月合约沽空的安全边际是相对较大，但是老鸡的淘汰节奏是否会收紧蛋鸡供应值得关注，尤其在季节性下跌已经反映在盘面的背景下。

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。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