

例会 · 纪要

倍特期货 · 研究发展中心

2018 年 3 月 6 日

一、外盘及外围市场

（一）外围市场波动影响

上周末意大利的选情如市场预期的出现了悬浮议会，不过好的地方是中右翼联盟取得组阁的条件，两害相权下市场更愿意接受这个结果。欧系汇率波动不大，债市收益率冲击也温和。

川普贸易战的冲动受到国会共和党的牵制，金融市场对此的反应还存在心理支持的投机弹性，这显示目前主要股指的振荡过程并未形成一边倒。主要评级机构穆迪认为美国对于进口钢铝产品征税的影响，加拿大和巴林的影响相对最大，亚洲经济体方面则因为出口比重不超过 1% 所以实际影响暂不大。

我们的同事提出美欧股指是不是开始走 C 轮振荡冲击？相比较之下，欧系股指偏向 C 轮的疑虑还未完全消除，美股则可能还准备尝试维护形态走收敛中继的演化，毕竟美股现在是全球多头的大本营。

本周有欧央行的议息会议，汇市目前僵持的特征比股指明显的多，人民币汇率类似蛇形浮动受限，美元指数的主要货币对子也陷入利差驱动和复苏比对的弹性约束之中。

（二）原油

EIA: 截至 2 月 23 日当周，美国原油库存增加 301.9 万桶至 4.235 亿桶，市场预估为增加 207.7 万桶，目前美国原油总库存已经触及 2017 年以来最高。美国汽油库存增加 248.3 万桶，连续 4 周录得增长，市场预估为减少 19 万桶。

Baker Hughes: 截至 3 月 2 日当周，美国石油钻井总数增加 1 座至 800 座，录得连续六周上涨，并创 2015 年 4 月以来新高。

IEA: 预计 2023 年前千秋石油日均需求将以每年 1.1% 的幅度增长，欧佩克生产能力难以大幅度增长以满足石油需求增长。

利比亚最大油田 Sharara 从上周日开始暂停生产，此前 Sharara 至 Zawiya 炼油厂的输油管道被关闭。相关数据显示，截至 3 月 1 日，利比亚的原油日产量达到 110 万桶，其中 Sharara 油田的日产量高达约 30 万桶。

地缘危机仅能为油价带来短期提振。从供应角度看，美国方面的供应压力依然不减，从汽油的库存增加来看，原油下游的需求已经开始出现减少，而考虑到二季度炼厂惯例检修，需求将继续走低，原油库存压力将更大。

二、国内经济与政策

（一）供给侧改革和环保政策对供给形成利好支撑，投资下滑对需求构成一定压力

继续深入推进供给侧结构性改革仍然是今年政府工作报告中的重要工作，政府工作报告提出，2018 年坚持用市场化法治化手段，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。推进污染防治取得更大成效，巩固蓝天保卫战成果，推动钢铁等行业超低排放改造。同时也指出，完成铁路投资 7320 亿元，公路水运投资 1.8 万亿元等。

可以看出，虽然今年钢铁、煤炭去产能目标低于前两年，钢铁、煤炭行业去产能已经完成“十三五”规划大部分目标，但深入推进供给侧改革的决心不改，去产能进程并不会停滞。而今年是打好污染防治等三大攻坚战的开局之年，环保的高压态势比之前只会更严。因此，在继续去产能，环保限产扰动下，今年钢铁、煤炭供给继续会受到抑制，阶段性的影响可能较强。而铁路投资下滑，基建投资受减少地方政府债务规模，实现去金融风险的政策目标也可能受到一定抑制，总体上投资下滑预计会对需求构成一定压力。供给受抑制，需求有压力，与之相应的工业品供需面临寻求新的平衡。

（二）货币政策维持中性，平衡还是总调子

目前公布的宏观货币方面信息，还是坚持稳健中性的货币政策，并没有特别提出偏紧或偏松，个人认为平衡还是总调子。也就说年内任何季度经济增速下滑迹象都是宽松的时机，反之则是紧缩的节点。国债方面基本维持最近两周看法：债券利息一路高歌猛进进入尾声，进入 2018 年后会缓慢走低，这样价格的低点就出来了。尤其长期十年债的低点验证了前期低点，大约就在 91-91.6 附近，买入持有，并配上动态止盈即可。不触及止盈的话，则可长期持多。

三、工业品分析

（一）有色金属

外盘商品指数在原油和经济作物的引导下，偏向重新恢复反弹通道的相对平稳，而国内商品指数在黑链、有色、化工三大板块的交错牵制下维持横向区间中性。黑链的资金人气引领作用在今年明显下降，这是和前两年的最大区别。

国内工系的资金风向标，建议关注沪铜，持续增仓之后的多空博弈暂时还是五五开，靠近春节之前的形态低点显现现货心理支持，近月减空对应远月的防守试探开始体现出来。今年现货季的工系表现力度，沪铜是一个不可忽视的资金人气风向标。

有色系列之中的沪锌开始破坏中期反弹通道，但产业的普遍预期则仍倾向于现货季还有个挤仓过程，他们考虑的是目前隐形库存的积累水平还不足以导致市场人气彻底翻空。从锌市场最好的阶段已经开始在过去的角度，今年希望摸锌的中期翻转顶的客户，比较稳妥的做法是等待二季度现货季的高点需求确认后，再去试。跟随技术振荡形态的角度，沪锌下破 60 天线后可以技术短空试探，25000、24000 暂作为两个下试的槛，如果进入现货季锌价重新拉回 60 天线则短空止损收手等待即可。

（二）黑色系

煤炭

近期焦企提涨心态上升，不过下游钢厂多保持观望状态。从数据上看，焦煤、焦炭的库存情况变化不大，基本维持节前水平，钢材库存较节前出现了上升，那么钢材价格也就会对原料价格产生一定的压制，在市场需求还未大面积打开背景下，黑色系在短期内还需要一个蓄力过程。从另一方面看，采暖季结束后，理论上焦化企业的开工负荷提升空间是要小于下游钢厂开工负荷的提升空间，因为部分焦企在采暖季期间是有提前开工的，因此预计后市钢厂的需求增量是要大于焦企的供给增量，这也就有利于支持双焦的反弹。目前焦企利润不高，期货处于贴水状态，做空压力偏小。操作上我们更看好焦炭的挺价能力，可以依托 20 日线保护重新试多参与。

动力煤这个走势确实有些超预期，春节前出现下跌时操作建议是观望，因为当时的供需较为紧张，不具备大跌基础，而从后面的数据上看就比较让人大跌眼镜，节后下游六大电厂库存从节前的 850 万吨快速提升至 1400 万吨，回升幅度超过了 50%，可用天数也从 10 天提升至目前的 25 天，所

以说这个局势很难想到。据卓创了解，从目前各矿安排的复工进度来看，两会期间煤矿生产受到的影响不大，目前市场煤价仍在 690 元/吨左右高位，不过考虑到电厂库存较高，所以市场煤仍会存在主动补跌可能，那么期货市场氛围在短期内也就难以扭转弱势。出于对整个趋势预期的判断，我们预计下方的极值空间或在 600-610 元/吨，已有空单注意止盈。

钢材：

截止 1 日螺纹社会库存增加 99.86 万吨，总量 960.65 万吨，较去年同期高 12%；螺纹钢厂库存降 18.5 万吨至 314 万吨，较去年同期高 5%。热卷社会库存增 28 万吨至 266 万吨，比去年同期低 11%；热卷钢厂库存降 19 万吨至 116 万吨，比去年同期增 11%。节后螺纹社会库存继续大幅累积，跟下游需求未启动有关，钢厂端库存向社会库存转移也有关，目前来看，库存绝对量比去年同期高，但绝对量对现货形成的压力并不大。3 月 2 日全国高炉开工率 63.26%，环比下降 0.55%。节后钢厂有复产，上周唐山等地重污染天气应急措施限产，供给恢复受到抑制，在采暖季结束前预计供给增长有限。目前市场主要焦点在元宵节后工地陆续开工，需求启动情况，主要看需求启动快慢，能否消化累积库存，如果需求启动较快，市场会减轻采暖季结束产量恢复压力预期，如果需求较慢，市场可能会对采暖季结束产量恢复压力看重。市场同时在关注节后现货大涨回落后，终端采购对目前价位的接受程度，如果终端采购不积极，短期价格还会回落。期货盘面市场人气有减弱，不过螺纹期货贴水近 200 也限制调整空间，短线区间震荡市，看现货后市指引，操作上短线交易思路。热卷库存增加不明显，现货较螺纹稍强，前期多单可依托 4000 持有交易。

矿石节后现货涨后，但钢厂对涨价持观望态度，补库并不积极，而港口库存继续积压，创历史新高，逼近 1.6 亿吨，矿石供需矛盾突出化仍然无解，现货回落。期货盘面主动性较差，一旦板块和市场氛围调整，便成为板块最弱品种，不过双焦、钢材短线调整后修正架势，矿石短线下面空间有限，操作上不追空，短线交易应对。

玻璃：

从走势上看仍在区间内平稳运行，但多空矛盾已经积累的越来越严重，目前重点省份库存提升幅度较大，较春节前提升了近 4 成，不过今年与往年不同，玻璃生产企业并没有采取降价排库措施，而是继续以囤货挺价操作为主，这就增加了许多的不确定性因素。后市需求面若不能消化掉超预期的库存，那么我们一直看好的玻璃行情就会打些折扣了。盘面形态来看，玻璃尚未脱离横向震荡区间，多空谨慎僵持的情绪较重，操作上短线为主，持仓方面则以 20 日线分水参考。

（三）石化系

LLDPE/PP:

美金市场：LLDPE 印度产地货源体量大增，中东来源货物同样累积明显；PP 市场货源不多，高价还盘能力较强。

库存：处在相对高位。

上游：乙烯供应充足，下游需求未见转好；丙烯海外工厂装置检修较多，丙烯货源偏紧。

下游开工：大幅提升，农膜：30%→44%、包装：30%→50%，塑编：40%→58%，BOPP：50%→60%

虽然下游开工大幅提升，但采暖季结束后市场供应放开的量预期远大于需求提升的量，因此行情仍然显示偏弱。

PP 基本面整体好于 LLDPE，L1805-PP1805>400 可做空价差。

沥青:

1 月沥青进口总量 39.68 万吨，环比增加 19.88%，同比增加 41.16%。

节后低硫渣油炼厂库存压力下出货价格大幅下调，当前低硫渣油商谈价在 3000-3100 元/吨。若低硫渣油价格继续下调，与沥青价差继续缩小的话，炼厂转产沥青的可能性将提升。

沥青生产商目前开工率 51%，较节前提升 3 个百分点。3 月上旬包括宁波科元、金海宏业、江阴阿尔法、河北鑫海在内的多家炼厂都有开工计划，市场供应预计将继续提升。

供应端压力未见缓解，而下游属于施工淡季、且沥青冬储囤货需求降低，行情面临继续下行压力。

PTA:

从成本端看，上周 WTI 下跌 3.33%，布伦特下跌 3.93%，PX 中国下跌 1.94%，但是 PTA 现货价格上涨 1.6%，现货升水重回 200 上方达到 211，加工费达到 1000 上方，近两年高点在 1100 附近。虽然原油价格有所回升但技术压力仍在，PX 价格保持偏弱的窄幅震荡，所以成本端对当前 PTA 价格上涨的支撑作用较为有限。

从供需端看，上周下游需求有所回暖但速度较慢，织机开工预计本周将大幅的增加，而随着需求回来，PTA 补库将对价格起到积极作用。再看 PTA 库存累积，经测算自 2 月 5 日起的最近五周内，PTA 库存累积大概可以达到正常需求的 9-12 天左右，而基于未来下游补库和去年社会库存紧张的情况，当前 PTA 库存压力并不大，所以需求回暖作用逐渐增多，但仍小于当前成本端支撑作用。

从技术面看，PTA 主力跟着原油上涨持续偏强运行突破前高，但持仓量并未高于前高的持仓量，所以多头主动性较前期有所减弱。而伴随近期原油偏弱调整，PTA 面临回调压力增大，因此 1805 多单建议在前高 5780 附近减仓或锁仓保护，后续重点关注原油价格走势和需求回暖情况。

甲醇：

下跌的主要逻辑是国内气制甲醇将在采暖季结束后有集中复产预期；需求淡季背景下下游开工偏低；沿海可流通货源逐步回升。以上三点造成了空头情绪的集中释放，后期扰动点需要关注国外装置的投产进度，比如投产预期较强的伊朗装置又再次推迟投产，那么一二季度的进口价格压力就会减轻，这也就有利于 5 月合约的行情稳定。近两周下游烯烃负荷开始提升，因此我们预计 5 月合约短期内难有新的打压题材，走势上或以区间修整为主，暂不建议继续追空了，已有空单可继续背靠 20 日线保护持有。

四、农产品分析

（一）油脂

前期阿根廷天气主导市场情绪，外盘及连盘豆粕涨势如虹，油脂小幅跟涨，后受 3 月 1 日印度大幅调高关税利空压制，连棕跟随 BMD 偏弱调整，豆、菜油受到牵制。当前，天气作用仍在发力，豆油供应、马棕 3 月增产压力也依旧存在，预计连盘油粕比历史低位前提下，油脂上下空间皆有限。y1805，支撑 5750，压力 6000；P1805，支撑 5200，压力 5430；OI805，支撑 6300，压力 6500。后期关注阿根廷天气、3 月 9 日凌晨的 USDA 月度供需报告及 3 月 12 日的 MPOB 月度供需报告。

豆油方面，上游阿根廷大豆减产幅度拨动市场情绪，掩盖巴西收割顺利事实，阿根廷大豆减产幅度能否抵减巴西豆类增幅市场猜测众说纷纭，届时关注 USDA 月度供需报告；国内到货来看，2 月份到货量在 520 多万吨，3 月份到货量大概为 510 万吨，1-4 月累计到货量相比去年同期可能减少 100 多万吨；豆油商业库存降至 140.77 万吨，相比五年同期均值 97.52 万吨，仍处于历史高位。此外，USDA 月度供需报告方面，《华尔街日报》访问的分析师认为，本月美农报告会调低全球、美国期末库存，调低阿根廷大豆产量，调高巴西大豆产量。华尔街日报认为阿根廷大豆产量会较去年降低 900 万吨，巴西产量应该与去年持平。对比巴西、阿根廷当地机构的预测如下：巴西农业资讯机构 Agrual 预计巴西 2017/18 年度大豆产量预期将达到 1.179 亿吨，较去年增产 380 万吨；布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）发布公告，将 2017/18 年度阿根廷大豆产量预测值调低至 4400 万吨，较

上年减产 1380 万吨。

棕榈油方面，马来西亚 3 月或步入增产周期，而印度将棕榈油进口关税提高至十年最高，棕榈油后期出口量遭质疑。因为 2017 年印度棕榈油国内消费量达 1060 万吨，占全球消费总量的 20%，印度棕榈油贸易对马来西亚棕榈油出口油至关重要的影响。印度食用油对外依存度达到了 67%，其政策持续性有待考量。国内港口库存升至 67.3 万吨，较去年同期 55.3 万吨增 21.7%，相比五年同期均值 95.76 万吨略微偏低，预计马来价格压制下，国内棕榈油库存仍有上涨空间。此外，马来西亚 2 月处于减产周期，关注 MPOB 公布的减产幅度与市场预期的差值。

菜油方面，加拿大统计局 2 月发布的库存报告显示，2017 年底加菜籽库存达到 1414.6 万吨，比 2016 年底数值提高 5.7%；国内油厂库存小幅升至 8.2 万吨，相较去年同期 13.95 万吨减少 41.2%，但进口菜籽和进口菜油利润可观，理论上 3 月份菜油供应不会存在缺口；抛储方面，年前菜油拍卖了 20 万吨左右，而 2014 年的 90 万吨菜油已定向销售给中粮、益海等企业，并预计在今年 5 月底之前全部出库，菜油供应压力仍在。

（二）玉米、淀粉

近日各地玉米市场全面涨价，集港量依旧偏低而东北农户存粮不多，华北玉米质量存疑，预期后市价格仍将保持坚挺。最新预测数据显示 17/18 年度供需缺口扩大，政策导向趋势性利好不变。吉林省饲料加工补贴出台，深加工补贴政策将再次引发热议，虽然节后需求进入淡季，但政策补贴将形成提振。淀粉方面，厂商开机恢复迅速，但淀粉库存却止涨走降，说明当前淀粉下游需求良好，但应警惕东北地区淀粉开机率增长较快的情况，或给未来淀粉市场形成较大压力。玉米系创新高，短期上方空间打开，可维持偏多思路操作。

（三）棉花棉纱

从外盘看，截止当前美棉已经连续三周上涨，涨幅达到 10% 以上，上涨速度较快，尤其是昨天价格大幅拉升，成交量达到 4.22 万手，较上一交易日上涨 2.05 万手，但持仓仅增加 667 手，结合美国市场情况，美棉多头主动性较强但持续性将受到考验。从美棉基本情况看，截止 2 月 22 日，美棉销售完成 USDA2017/18 年度预计目标的 97%，远高于同期的 80%，这也是美棉上涨最大的支撑。而上周美棉销售周数据环比前四周回落 20%，回落幅度较大，可再结合本周美棉销售数据对美棉销售是否转弱及转弱强度进行一个预判。再从美棉产量看，美棉 2017/18 年度产量是 463 万吨，2016/17 年度是 373 万吨，上年度完成销售 320 万吨库存增加 64 万吨，今年预计销售目标仍是 320 万吨，因此当前即使完成预计销售目标，但今年美棉产销差距 143 万吨仍对未来美棉价格构成较大的压力。

从内盘看，当前国内现货市场价格较为稳定，国储 3 月 12 日轮出将对棉花价格构成较大的影响。通过对过去国储轮出分析，其影响具体表现有：（1）由于现货市场很多纺企都对国储有所偏好，因此很多纺企在等待国储轮出，因此轮出初期纺企竞拍热情较高，对市场影响偏多；（2）随着拍卖展开，供给加大对中期价格形成压力；（3）如果轮出价格持续上涨，国储会加大拍卖量，这会抑制价格的大涨情况。

从技术看，郑棉近期都是跟随美棉上涨而偏强震荡，但上涨幅度要小于美棉，今日郑棉多头小幅增仓，且美棉继续上涨趋势，国储轮出前期也利多棉价，因此 郑棉主力多单可以继续持有。

（四）白糖

白糖方面，过去一年的看空持空实质上已经进入了末期。今天的 805 突然增仓下跌加速，跟 2 月广西产销率数据公布差直接相关。个人的猜测就是前期的现货方面资金因为手中有货而心头发慌的恐慌性抛空套保行为，实质上下行空间相对有限。没有必要再投机。不出意外的话，一周内新增空头要纠错并平空。目前 9 月被动已经升水，证明并没有资金大规模中期看空，暂时先观望，等待下一次寻点买 9 月的机会。

（五）鸡蛋

蛋价下跌预期兑现，全国蛋价集体回调，蛋商观望心理增强，产销区走货均放缓，压价现象较为严重。此外，前期各环节备货基本完成，前期需求端支撑减弱，库存有所积压，需求重回淡季行情。节后继续关注新增产能及老鸡淘汰对比情况，目前来看产能投放不及预期，蛋价跌破年前地点较难，未来不排除鸡蛋价格的进一步下跌，但盘面大幅下挫后，下方空间有限，激进投资者可考虑逢低做多。

▶ 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

蒋宇莺

从业资格号：F0240082

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

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