

周度晨会纪要

兴证期货.研究发展部

晨会联系人: 林惠

021-58368948

linhui@xzfutures.com

2018年05月02日星期三

目录

【金融期货】	2
资管新规落地 期指有望反弹	2
国债期货: 资管新规落地, 期债或小幅偏强震荡	3
【商品期货热点品种评析】	4
铜: 节假日期间 LME 铜下跌, 暂观望	4
螺纹钢: 限产预期发酵, 市场继续走强	4
铁矿石: 震荡	5
动力煤: 需求尚未启动, 煤价继续上涨空间或有限	5
橡胶: 冲高遇阻返身回落	6
原油: 中东地缘风险因素继续支撑油价高位运行	8
PTA: 旺季行情延续, PTA 仍有向上空间	8
豆类油脂	9
白糖: 反弹后出现中长期空点	9
玉米、玉米淀粉: 临储拍卖降温	10

上周所指的时间段: 2018年04月23日-2018年05月01日。

【金融期货】

资管新规落地 期指有望反弹

高歆月

行情回顾：

上周，上证综指先扬后抑，最终收报 3082.23 点，小涨 0.35%，市场量能小幅减少。市场涨跌不一，深成指周线下跌 0.81%，创业板指上涨 1.28%，电信、机场、生物科技、航空等行业领涨，贵金属、半导体、航天军工、电脑硬件等行业领跌。

三大期指主力集体收涨。IF1805 周涨 0.38%，IH1805 上涨 0.69%，IC1805 合约上涨 0.38%。整体来看三大期指总持仓有所回升，其中 IH 增仓幅度最大，IF 增仓幅度相对较小。从上周五持仓增减来看，IF 及 IC 前二十名主力多空双方净增空仓，IH 前二十名主力多空双方净增多仓。市场情绪有所好转，上周五三大期指基差小幅修复，其中 IC 基差贴水收窄幅度较大。

本周展望：

五一节前酝酿多时的资管新规正式落地，整体松于市场预期。首先过渡期为资管新规发布之日起至 2020 年底，较之前征求意见稿延长半年，有助于减轻资管机构抛售和赎回压力，同时过渡期内允许续发到期的老产品（同时存量产品保持有序压缩），降低对市场风险波动影响，很大程度上缓解市场忧虑。同时，新规正式稿放松了“净值生成应以公允价值计量”的准则，明确部分金融资产可按摊余成本计量，缓解机构净值管理的压力，另外新规对资管产品的份额分级也略有放松。

综合来看，上周市场波动较大，短期股指预期有所好转，沪指在 3050 点下方有所支撑，预计下行空间有限，短期内市场有望反弹，建议期指偏多思路。短期风格切换节奏加快，整体偏向均衡。仅供参考。

国债期货：资管新规落地，期债或小幅偏强震荡

尚芳

行情综述：

上周五年期国债期货主力合约 TF1806 下行 0.27% 收于 97.69 元，十年期国债期货主力合约 T1806 下行 0.60% 收于 94.50 元，现券方面，短端收益率小幅下行，中长端收益率较大幅上行，其中 5 年期下行 5.41 个 bp 至 3.2711%，10 年期上行 10.02 个 bp 至 3.6217%，收益率曲线继续走陡，五年期债走势弱于现券，十年期债走势强于现券。上周在大涨后止盈压力较大，资金面受到缴税、央行在 OMO 市场上净回笼、部分投资者加杠杆和月末时点影响而偏紧，市场传闻资管新规将在 4 月底落地引发监管担忧，以及 10 年期美债收益率升破 3% 的负面因素影响下，期债出现较大幅度调整。

本周观点：

从经济基本面来看，上周暂无经济数据公布，关注贸易战进程和本周将公布的 PMI 等数据，目前经济基本面对债市边际上偏利多；从政策面看，上周五晚间资管新规落地，相较于此前公布的征求意见稿，新规过渡期延长至 2020 年末和净值化管理标准放宽，整体略偏温和，国外方面，美联储今年加息次数可能增加；从资金面来看，上周因资金需求增加但投放相对不足影响而偏紧，本周有 3800 亿元逆回购到期，到期压力不大，预计资金利率将有所回落，资金面紧势缓解；从供需来看，本周有续发的各 410 亿元 3 年期和 7 年期国债，供给压力有所增加，关注中标利率和投标倍数。本周期债或在资管新规落地和资金面紧势缓解影响下小幅偏强震荡。操作上，长期投资者轻仓逢低试多，短期投资者多 T 空 TF，仅供参考。

【商品期货热点品种评析】

铜：节假日期间 LME 铜下跌，暂观望

孙二春

内容提要：

1、现货方面，报价整体呈下降趋势，报价从周初的升水 260~320 元/吨一路下行至升水 240~290 元/吨。25 日长单交付前，持货商挺价之心一直未减，部分贸易商仍为完成长单和积累本月票据而交易，周四后，因趋近月末且小长假来临，持货商换现意愿与日俱增，抛货集中度渐高，升水下滑，周内成交热度逐渐下降，并未出现往日的节前备货现象。同时，周后开始逐渐出现 16% 增值税的 5 月票报价，从贴水 70~20 元/吨一路下扩至周末贴水 120~50 元/吨。

2、库存方面，上期所库存周环比减 1.20 万吨，至 24.97 万吨。LME 铜库存周环比下滑 1.57 万吨，至 33.77 万吨，COMEX 库存增加 0.02 万吨，至 22.52 万吨。

本周观点：

4 月大矿企陆续公布一季度财报，从已经公布的 8 家矿企财报看（嘉能可与智利国家铜业暂未公布），一季度铜产量同比去年大增 24.17 万吨，增幅达 15.83%。

细分看，产量增量主要来自 BHP 与 RIO TINTO 共有的全球最大铜矿山 Escondida (21.95 万吨)，但背后原因更多是去年一季度 Escondida 出现 43 天罢工，导致虽然今年一季度产量恢复正常水平，但同比增幅较大的情况。其它矿企方面，FCX 同比增 4.58 万吨，First Quantum 增 1.3 万吨，Anglo American 增 1.2 万吨。产量出现下滑主要有 Antofagasta (-1.81 万吨)，Grupo Mexico (-1.54 万吨)，MMG (-2.01 万吨)。

需求端，SMM 最新调研 4 月电线电缆开工率回升至 89.12%，同比增加 0.81%，环比增加 1.51%，同比去年 3 月增 6.51%，预计 5 月份电线电缆企业开工率将继续增加至 89.30%，国内铜消费逐步进入季节性旺季。

综合来看，我们维持中长期看好铜价的观点，但短期铜金融属性受抑制。仅供参考。

螺纹钢：限产预期发酵，市场继续走强

李文婧

上周螺纹钢现货继续走强，上海螺纹钢现货上涨 170 元每吨，期螺主力周度上涨 139 元每吨，期现价差继续扩大，期螺支撑较强。

上周现货成交继续好转，上海周度线螺成交达到 4.5 万吨的位置，接近去年高位。钢材社会库存继续下降 5.51%，降幅有所缩小。上周现货市场限产消息较多，库存回落到一定程度，钢厂压力小，因此市场总体偏向乐观。4 月钢

铁 PMI 数据出炉，4 月份为 51.7%，环比上升 1.1 个百分点。主要分项指数中，生产指数小幅上升，新订单指数和新出口订单指数均明显上升，产成品库存指数大幅回落，原材料采购量指数微幅上升，原材料库存指数维持在收缩区间。PMI 显示，4 月份钢厂生产小幅扩张，订单普遍增加，钢铁企业库存明显下降，行业供需持续向好。

虽然我们认为步入 5 月市场有一些利空可能会出现，包括高利润刺激生产的回升，季节性旺季转弱或出现。但是短期来看，期货高度贴水，市场还有补涨的需求。建议观望为主。仅供参考。

铁矿石：震荡

韩惊

铁矿石上周震荡走低。港口库存方面，上周全国 45 个港口铁矿石库存为 15908.41 万吨，环比下降 74.77 万吨。北方六大港口到港总量为 1172.9 万吨，环比减少 18.5 万吨。发货量方面，上周澳洲、巴西铁矿石发货总量 2294 万吨，环比减少 37.7 万吨，其中澳洲发往中国 1281.4 万吨，环比减少 124.4 万吨。上周受澳洲港口检修增多的影响，发货量下降幅度较大；而下周随着检修的结束，澳洲发货量或出现回升。目前外矿整体发货水平依然平稳，港口库存虽然出现下降，但仍然处于历史高位，整体供给压力依然较大。

上周全国 163 家钢厂高炉开工率 67.68%，环比增 0.41%；高炉产能利用率 75.65%，环比增加 0.16%；钢厂盈利率 84.66 环比持平；整体高炉开工率处于缓慢回升状态。钢厂进口矿库存近期略有回升，上周进口矿可用天数环比上升 0.5 天至 22.5 天。

近期货币政策出现一定宽松信号，对市场信心有一定提振，但铁矿石整体供给压力较大，同时目前来看钢厂的高炉开工率回升速度较为缓慢，并由于环保的因素也难以达到去年的水平。后期继续关注下游成材的需求情况以及中美贸易谈判的进展。建议投资者暂时观望，仅供参考。

动力煤：需求尚未启动，煤价继续上涨空间或有限

林惠

由于限制进口煤政策的影响，动煤延续偏强运行；不过至 600 一线附近后，多头情绪恢复理性，加之受限价消息影响，动煤有所回落，整体维持在 600 一线上下震荡盘整。主力合约 ZC809 收于 597.6 元/吨，周涨 10.0 元/吨，涨幅 1.70%；周成交量 181.1 万手，持仓 30.3 万手，缩量增仓。

截至 4 月 25 日，环渤海动力煤价格指数报收 572 元/吨，比前一报告期上涨 2 元/吨，环比上行 0.35%。截至 4 月 27 日，环渤海四港煤炭库存 1707.4 万吨，较上周同期减少 32 万吨或 1.84%。秦皇岛港煤炭库存 518 万吨，较上周同期减少 62.5 万吨或 10.77%。秦港锚地船舶数周平均数 52.71 艘，较上周增加 7.29 艘。

5 月份仍是动力煤传统消费需求淡季，港口和电厂库存虽有回落，但依旧偏高；加之南方雨水增多，水电或陆续发力，电厂在日耗相对稳定的情况下，短期补库动力仍显不足，电煤需求将保持低位。

同时随着先进产能逐渐释放，煤炭产量有望继续增长，供应将有所保障，加之限价消息的影响，煤炭好转持续性仍有待观察；在供需环境相对宽松的背景下，短期动力煤价格继续上涨空间或较为有限。

预计短期动煤或震荡运行为主，建议投资者关注 ZC901-ZC809 的反套机会，仅供参考。

橡胶：冲高遇阻返身回落

施海

受利多政策淡化、系统性利空淡化、供需关系偏空等因素影响，国内外胶市持续低位区域性震荡整理，截止 27 日收盘，沪胶主力合约 RU1809 周下跌 265 元，至 11290 元，跌幅为 2.29%，沪胶指数周下跌 195 元，至 11530 元，跌幅为 1.66%，全周总成交量缩减 62.9 万余手，至 311.7 万余手，总持仓量持平，至 65.2 万余手。

国际胶市方面，东京胶指数周下跌 0.9 日元，至 185.3 日元，跌幅为 0.48%，新加坡胶 20 号胶 5 月合约周下跌 0.5 美分，至 137.8 美分，跌幅为 0.36%，3 号胶 5 月合约周下跌 2 美分，至 171 美分，跌幅为 1.16%。

中美贸易摩擦持续发酵，可能涉及轮胎制品、汽车制品等橡胶中下游产品的对美国出口，从而对天胶市场供需关系构成严重利空作用，由此对天胶市场价格构成沉重压制作用。

近年来，中国轮胎对美国出口经常遭遇双反制裁，一旦此次美国对中国轮胎及汽车等产品加征关税，将可能缩减中国轮胎对美国出口规模，也将显著缩减天胶消费需求。

不过随着时间推移，通过谈判，解决贸易摩擦的可能性也在逐渐增加，由此也对天胶构成偏多影响。

4 月 19 日，商务部决定对原产于美国、欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶进行反倾销立案调查，由此可能缩减上述国家和地区对中国出口的卤化丁基橡胶，扩展国内合成橡胶的消费量，或者扩展天然橡胶的替代消费量，由此对天然橡胶供需关系构成偏多影响。

国际方面，虽然全球胶价持续低迷依然未改，时间也进入到 4 月下旬，但 3 大主产国并未将减产政策延续至今，由此也意味着人为减产计划或许已经结束。

5 月，泰国农业部计划在 5—7 月对该国 300 万莱（49 万公顷）的橡胶园采取暂停割胶 3 个月举措，以此减少产胶旺季期 20 万吨橡胶供应，泰国还邀请印尼、马来西亚和越南在同一时间内一起暂停割胶，推动胶价提升至每千克 70—80 泰铢。上述停割能否落实实施，其余产胶国会否相应，仍有待于验证。

根据产胶季节性规律，每年4月起全球产区将陆续开割，进入5月，产胶量将进一步增加；3个月限产结束，泰国、印尼、马来西亚之前减少的出口量或将集中释放，因此，5月将迎来新一年割胶期和3国恢复增产的双重现货压力，不难推测，胶市供应压力将季节性加重。

进口方面，3月中国进口天然橡胶及合成橡胶（包括胶乳）共计57.8万吨，环比2月大幅增长52.91%，较去年同期降低17.4%。1-3月累计进口量为165.3万吨，同比下跌6.5%。根据季节性规律来看，3月是橡胶进口的高峰季节，但是今年进口量却同比下降17.4%，主要原因是：前期期现价差回归至正常范围，套利空间减少，国内橡胶库存高企，同时需求疲软，没有进口动力，东南产区由于政策原因，减少橡胶出口数量。预计4月中国天胶进口量也将可能转减为增。

从国内天胶产区来看，目前国内云南天胶产区因气候适宜，胶树长势良好，也无干旱、白粉病及低温等不利因素困扰，胶园陆续开割后，进入全面割胶状态。

国内库存方面，截至4月16日，青岛保税区橡胶总库存量缩减至20.49万余吨，较4月3日的22.65万余吨缩减2.16万余吨，缩减幅度为9.54%。其中，天然橡胶库存量缩减至9.07万余吨，缩减1.71万吨，缩减幅度为15.86%；合成橡胶库存量11.05万余吨，缩减0.45万余吨，缩减幅度为3.91%；复合橡胶为0.37万余吨，维持不变。

天胶总库存量延续缩减趋势，天胶进口量持续缩减，导致天胶进口胶库存量缩减，但天胶消费需求增长依然弱于供应量增长，导致天胶库存量减幅较小，库存压力依然沉重。

期市库存方面，截止4月27日，库存量小幅缩减87吨至446580吨，仓单增加1840吨至427710吨，库存压力小幅减轻，仓单压力继续加重，由此对市场仍产生压制作用。

国内轮胎行业，目前进入4月下旬汽车销售平稳季节，轮胎企业原料补库已完成，由此导致开工率平稳波动，国内全钢轮胎企业开工率4月20日小幅回升至73.11%，较4月13日的73.11%小幅回升0.25%，为1周回调后的第4次回升，半钢轮胎企业开工率为73.88%，比4月13日的72.89%上升0.99%，为3周连续持平后的第2周上升。

轮胎厂补库意愿低迷，厂家坚持随用随买的采购策略，原因在于：轮胎终端销售不畅，利润下滑，没有足够现金，进行大规模原料补库，去年，轮胎厂利润同比降低50%，企业各项成本，尤其是辅料成本大幅提高，轮胎辅料生产为高污染行业，在环保严打中，大量不达标的中小工厂被迫关停，供应量急剧

萎缩，价格随之上涨。另外，轮胎销售疲软，工厂提价困难。轮胎价格指数走势显示，去年至今，全国半钢胎价格没有明显变动，全钢胎价格仅小幅抬升。在有限现金流下，出于买涨不买跌心理，轮胎厂只会优先考虑囤积辅料，而不是天胶。国内天胶库存高企，且价格处于下跌通道，轮胎厂没有必要因为担心供应短缺和采购成本上涨而提前采购。

综上所述，产胶国限产减产政策处于真空期，国内外产胶全面进入割胶期，天胶供应压力将季节性加重，轮胎企业开工率小幅回升，经营较为困难，汽车产销低位增长，天胶消费依然疲软，中美贸易摩擦加剧，引发天胶中长期利空格局加剧，因此，沪胶后市低位震荡格局未有改变，新低难以避免。

原油：中东地缘风险因素继续支撑油价高位运行

刘佳利

上周国际原油期货价格横盘整理为主，布伦特原油期货周下跌 0.01 美元，跌幅 0.01%，收于 73.7 美元/桶。WTI 原油期货周下跌 0.09 美元，跌幅 0.13%，收于 67.97 美元/桶。国内原油期货价格上涨 7.5 元，涨幅 1.72%，报收 444.2 元/桶。

目前两大风险因素主导原油价格。一方面是中美贸易摩擦，另一方面是中东地缘风险。中美贸易就目前事件发展的方向来看，中美会进行谈判，在还没有进一步恶化迹象显露之前，市场的担忧情绪有所缓解，这个因素推动了油价的回升。另一方面，中东地区的动向可以说是目前市场关注的重中之重。5 月 12 日特朗普对伊核协议去留问题的答复，如果美国退出将会导致伊朗至少减少 50 万桶的日产量，从而推升油价的抬升。而近日以色列总理发表的言论进一步刺激伊核协议的破裂。这对于原油价格来说意味着利好，近期油价大概率将继续维持在高位运行。

PTA：旺季行情延续，PTA 仍有向上空间

刘倡

4 月份 PTA 期价反弹走强，主要受季节性需求增加影响。基差方面，4 月基本持平在 20-30 元/吨。7-9 及 9-1 在 20 元/吨上下波动。基本上，4 月因 PTA 大装置年检，供给略小于需求，窄幅去库 10 万吨附近。

5 月来看，5 月上旬前订单充足，样本企业坯布库存维持低位在 23 天水平，同比下降 13 天，产业链需求维持乐观。供需面上，聚酯产销火爆，库存偏低，预计维持高负荷运行，且 5 月有新聚酯产能投产，对应 PTA 需求增多；PTA5 月仍有大装置年检预期，负荷提升空间有限，预计继续去库 10 万吨左右，至 120 万吨左右水平。

操作建议上，目前 PTA 加工差偏低，聚酯加工差偏好，石脑油-原油与 PX-PTA 窄幅波动，5 月 PTA 加工差有增加可能，按目前油价水平下，绝对价格有望至 5800 元/吨附近，短期仍有一定向上空间，前多可继续持有，逢技术

指标乖离可适当止盈。5月继续去库，7-9与9-1目前在20上行波动，若装置意外故障较多，近远月价差仍有拉升可能，在120万吨库存水平下，目前点位安全边际较高，可适当介入。PTA/原油处于低位1.71附近，可在PTA加工差反弹后逢低介入。仅供参考。

豆类油脂

李国强

豆油：区间震荡

中美贸易战迅速降温，豆类油脂震荡回调；美国农业部4月报告，大幅下调阿根廷大豆产量，由上月的4700万吨下调到4000万吨，高于市场预期；小幅上调巴西大豆产量，由1.13亿吨上调到1.15亿吨，符合市场预期。阿根廷降雨不及预期，近期收割显示单产不容乐观，阿根廷国内主流机构已经将产量下调至3700—3800万吨水平，阿根廷贸易商开始预订进口美国大豆，说明其国内大豆后期存在紧张的可能；目前国内油厂开工率恢复正常偏高；油脂需求一般，交投维持低迷，不利于油脂价格；油脂的库存高位震荡，维持季节性高点，整体来看，油脂供求宽松的局面不变，价格重新进入震荡区间。

棕榈油：区间震荡

马来西亚棕榈油3月棕榈油产量同比增加，出口数据大幅反弹，棕榈油的期末库存略有下降，但低于市场预期；预期4月产量继续恢复增加，出口需求则受印度大幅提高关税影响可能大幅走低，库存存在走高的可能，对棕榈油利空。国内方面，棕榈油的需求有所恢复，近期库存逐步震荡走高，预期棕榈油价格维持低位区间震荡。

豆粕：逢低做多

中美贸易战迅速降温，豆类油脂震荡回调；美国农业部4月报告，大幅下调阿根廷大豆产量，由上月的4700万吨下调到4000万吨，高于市场预期；小幅上调巴西大豆产量，由1.13亿吨上调到1.15亿吨，符合市场预期。阿根廷降雨不及预期，近期收割显示单产不容乐观，阿根廷国内主流机构已经将产量下调至3700—3800万吨水平，阿根廷贸易商开始预订进口美国大豆，说明其国内大豆后期存在紧张的可能；目前国内油厂开工率恢复正常偏高；目前养殖业恢复较好，生猪存栏较多，有利于豆粕消费，下游企业若开始采购将带来一波上涨，国内豆粕价格维持强势震荡，建议逢低做多。

白糖：反弹后出现中长期空点

黄维

假期期间美糖有所反弹，目前糖价逼近历史低点，空头持仓处于历史高位，空头氛围达到高点。美糖的利空大部分已经体现在期货价格中，空头平仓后将引发糖价反弹。

国内方面，目前的糖价在广西制糖成本的下沿，而白糖此轮跌势至今，在成本附近还没有过像样的反弹。我们认为目前处于熊市的第一阶段，在这一阶段当价格下跌到成本时会受到支撑并形成反弹。从中长期看，下跌的趋势没有改变，但是要在反弹过后可能才会出现中长期的空点。

目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。对于多头来说，最重要的是缺乏新的题材。旺季消费，成本支撑，国储 1 月份没有出库等都是利多因素，但是并不足以支撑起市场信心。二三季度抛储的次数较少，量也不多，因此 9 月底之前即使抛储量也不会很大，本榨季期末库存可能维持一个偏中性的水平。操作上建议暂时观望。

玉米、玉米淀粉：临储拍卖降温

程然

上周玉米期价震荡下跌、玉米淀粉高位震荡，现货市场玉米、玉米淀粉价格小幅下跌。

4 月 26 日国家临储玉米拍卖成交 268 万吨，成交率 89.87%，成交均价 1496 元/吨，溢价 146 元/吨；4 月 27 日拍卖成交 245 万吨，成交率 62.06%，成交均价 1392 元/吨，溢价 82 元/吨。拍卖成交率和成交溢价开始下滑，拍卖降温。下游方面，生猪价格疲软，补栏积极性较弱，饲料需求偏弱。深加工、饲料企业大多仍有玉米库存，对于临储拍卖玉米多持观望态度，采购谨慎。5 月 3 日、4 日临储玉米计划拍卖量增至 800 万吨，投放力度加码，随着临储拍卖的继续以及成交玉米的陆续出库，后期玉米供给压力增加，拍卖溢价会继续收窄。预计玉米价格偏弱运行，建议暂时观望，仅供参考。

玉米价格走弱，压制淀粉价格。大部分地区淀粉企业加工利润处于盈亏平衡水平线上，上周淀粉企业开机率 77.86%，较前一周回升 2.71%。玉米淀粉库存总量 68.59 万吨，较前一周下降 1.93%，淀粉库存小幅下降，但仍处于高位，淀粉供应充足。淀粉需求处于淡季，下游企业采购谨慎，预计近期玉米淀粉价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望，仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。