

周度晨会纪要

兴证期货.研究发展部

晨会联系人: 林惠

021-20370948

linhui@xzfutures.com

2018年10月08日 星期一

目录

【金融期货】	2
股指: 节后存在补跌风险 股指IH 相对较强	2
国债期货: 央行定向降准, 本周期债或偏强震荡	3
【商品期货】	4
原油: 美库存增加不敌伊朗制裁预期, 后市仍考虑震荡上行	4
铜: 国庆期间 LME 和 COMEX 库存下滑, 预计铜价将继续反弹	4
螺纹钢: 降准刺激经济, 钢价预期或转变	4
铁矿石: 震荡	5
动力煤: 高库存或制约煤价, 动煤继续上涨乏力	5
橡胶: 弱势回调	6
PTA: 9月显著累库, 10月供求平衡	8
白糖: 短期或继续反弹	9
玉米、玉米淀粉: 震荡偏弱	9

上周所指的时间段: 2018年9月25日-2018年10月7日。

【金融期货】

股指期货：节后存在补跌风险 股指 IH 相对较强

上周回顾

节前三大期指集体收涨，且期现价差集体走强，IF 及 IH 各合约均回到升水状态，IC1810 合约转为升水且远月合约贴水大幅收窄。

十一休市期间，消息面多空交织。利空方面，国内 9 月份月官方制造业 PMI 录得 50.8%，比上月回落 0.5 个百分点，增速有所放缓，主要分项均出现回落，新出口订单指数和进口指数景气度均落至年内低，同期全球制造业 PMI 数据也有所下降，主要是由于全球流动性收缩、大宗商品价格持续上涨、贸易摩擦升级导致全球投资和贸易的下滑。另外，美联储官员力挺加息，美国国债收益率大幅走高，十年期国债收益率升至 3.2% 突破 7 年多高点，新兴市场货币承压，海外股市集体走弱，美三大指数下半周出现较大跌幅，纳指周跌 3.21%，恒生指数下跌 4.38%，富时 A50 主力合约跌幅逾 4%。利多方面，银行理财新规落地，放开公募理财产品不能投资与股票相关公募基金的限制，允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市。央行超预期定向降准，宣布 10 月 15 日起下调各类银行人民币存款准备金率 1 个百分点，除去偿还到期的 4500 亿元 MLF，还可再释放增量资金约 7500 亿元。

本周展望

综合来看，一般来看节后资金回流下股市走势偏强，但海外股市在 A 股休市期间大跌，国内股市大概率补跌。超预期定向降准有利于稳定股市情绪，但从另一方面来看是经济进一步放缓的政策确认，关注本周资金流向。我们认为市场风险偏好难言回暖，节前期指普遍反弹且期现价差回到相对高位，多空因素交织下，建议期指暂时观望或以对冲思路为主，超预期降准及理财新规利多对 IH 支撑相对更强，预计三大品种中 IH 走势较强，可轻仓多 IH 空 IC。仅供参考。

国债期货：央行定向降准，本周期债或偏强震荡

行情综述：上周两年期国债期货主力合约 TS1812 上行 0.07% 收于 99.39 元，五年期国债期货主力合约 TF1812 上行 0.36% 收于 97.76 元，十年期国债期货主力合约 T1812 上行 0.64% 收于 94.785 元，现券方面，主要期限国债收益率出现程度不一的下行，其中 2 年期下行 10.71bp 至 3.1402%，5 年期下行 5.07bp 至 3.4565%，10 年期下行 6.49bp 至 3.6103%，大多数活跃券基差下行。上周国债期货震荡走高，主要原因一是节前信用债再度出现违约市场风险偏好下降，二是美联储加息靴子落地而央行并未跟随，以及 26 日国务院会议后市场有定向降准的预期，三是资金面相对平稳跨季和跨节，期债盘中拉涨，但节前成交偏清淡。

本周观点：从经济基本面来看，节中公布的官方和财新 PMI 走弱，经济下行压力继续显现，但前期政策的出台令市场对未来经济下行压力的预期有所缓和，特别是对基建反弹预期较高；从政策面看，央行在周日宣布 15 日定向降准 100bp 置换到期 MLF，净释放约 7500 亿元资金，监管方面，银行理财新规节前落地；从资金面来看，本周公开市场有 600 亿元资金量到期，压力不大，资金面节后预计偏宽松；从供需来看，本周三有各 390 亿元 3 年期和 7 年期国债发行，四季度整体供给压力有所减少。本周期债可能偏强震荡，但考虑到国庆期间美债收益率较大幅上行突破 3.2%，中美利差收窄至约 38bp，暂时制约期债上行空间。操作上，长期投资者前多持有，短期投资者多 T 空 TF 为主，仅供参考。

【商品期货热点品种评析】

原油：美库存增加不敌伊朗制裁预期，后市仍考虑震荡

上行

观点：

国庆期间美、布两油周涨幅均超过 1%，连涨四周，期间波动较大。10 月 1 日，美、布两油价格涨幅均超 3%，触及近四年以来高位；10 月 2 日，美、布两油分别收跌 0.35% 及 0.4%，从四年高位回落；10 月 3 日，美、布两油价格涨幅均超 1%；10 月 4 日，美、布两油分别收跌 2.33% 及 1.63%，美油创三周以来单日最大跌幅，布油从四年高位回落；10 月 5 日，美、布两油分别收跌 0.05% 及 0.56%。利多方面：印度及日韩已经取消进口伊朗原油，伊朗原油出口受到挤压，但欧佩克和非欧佩克国家的产量却未能弥补这一缺口；美国贝克休斯钻井数连续三周减少；美墨加达成了新的贸易协议，提升了美、加的原油需求增长前景及整个北美的增速水平。利空方面：美国至 9 月 28 日当周 API 原油库存增幅创 18 个月以来最大，且库欣原油库存意外录得 3 月以来最大增幅；沙特及俄罗斯可能增加石油产量，减少了伊朗制裁的影响；石油输出国组织（OPEC）的 15 个成员国将 9 月份的石油产量提高到 3307 万桶/日，较 8 月提高了 18 万桶/日。但油价本周震荡上行显示，伊朗石油出口下滑的影响超过了美国原油库存 18 个月以来最大增长及 OPEC+ 增产的影响。这是由于加之美国上周原油库存大增，导致油价承压。后市仍考虑震荡上行，因为即使美国原油库存创今年最大增幅，市场对于沙特、俄罗斯等产油国弥补伊朗出口减少的能力仍不乐观。但是否能长期维持上涨，关键点还在于 11 月 4 日美国对伊朗制裁生效后的具体影响。

铜：国庆期间 LME 和 COMEX 库存下滑，预计铜价将

继续反弹

内容提要：

1、库存方面，国庆期间 LME 库存下滑 1.56 万吨，至 18.68 万吨低位。COMEX 库存下滑 0.32 万吨，至 15.44 万吨。目前三大交易所及保税区累计库存下滑至 2015 年四季度以来低位，库存可用天数不足两周。其中上期所库存至 6 月底以来累计下滑 58%，至 11.20 万吨。保税区库存下滑至 38.80 万吨低位。

2.加工费方面，9 月最后一周 SMM 铜精矿现货 TC 报 89-94 美元/吨，周环比上升 1 美元/吨。

观点：

国庆期间 LME 铜价冲高回落，收于 6186.50 美元，相较 9 月 28 日下午 3 点价格下跌 17.5 美元（-0.28%）。

宏观方面，国庆期间公布的国内外制造业景气度数据均低于预期，国内 9

月财新制造业 PMI 下滑至 50，美国 9 月 ISM 制造业指数从 61.3 高位下滑至 59.80，欧元区 9 月制造业 PMI 终值微幅下滑至 53.2。

供需看，四季度铜矿产量增速将明显下滑，叠加国内环保因素对精铜生产的负面冲击，预计精铜供应端压力将有所缓解。需求端，国内铜下游行业相对疲软，但基建投资释放预期、国庆期间央行超预期降准等政策因素可能提振四季度国内铜消费，国外美国制造业 PMI 虽然有所下滑，但仍在 60 附近高位，对铜的实体需求不差。整体看，我们认为铜自身基本面出现边际改善几率较大，叠加目前库存可用天数不足两周，预计铜价将继续反弹。

螺纹钢：降准刺激经济，钢价预期或转变

十一长假过去，钢材市场涨跌不一，风向标的唐山钢坯价格有所上涨。唐山限产提前执行但力度不及此前市场预期。国庆期间钢市有所累库，增幅超过 2016 年不及 2017 年，需要继续观察库存变化。七号午间央行宣布降准刺激经济，预计本日钢材市场高开为主。

我们认为降准表现了宏观面政策托底的意愿，此外，在美国加息的同时，我们降准有可能导致汇率贬值，刺激出口的同时抬升国内通胀水平。这就使得此前螺纹钢扩基差，打远月的力度有所减弱，市场扩基差的进程预计有所变化。且远月期螺已经跌至电炉成本下方，废钢价格持续上涨，抬升了电炉钢的成本。

我们认为目前的供需来看，螺纹钢现货供需尚可。但远月预期多变。从预计稍微放松的环保预期，到房地产抛售可能导致地产下滑的预期，以及基建要顶上，但暂时还不给力的预期，以及中美贸易摩擦对钢材需求的影响的预期。多重叠加使得前期钢价以扩基差，跌远月为主。但实际供需尚可。我们认为降准可能会对远月预期产生修正的作用。使得钢价受到支撑。

建议投资者观望为主。仅供参考。

铁矿石：震荡

铁矿石 9 月小幅上涨。受环保影响减弱、钢厂节前补库以及前期检修高炉陆续复产的影响，铁矿石需求较好，港口库存出现连续下滑；而供应方面则受前期外矿发货偏弱的影响，压力有所减轻。但 10 月份随着取暖季限产来临，矿石需求将偏弱；同时随着外矿发货的回暖，供应给铁矿石带来的压力将初步显现。

供给方面，由于前期外矿发货的偏弱以及钢厂节前出现的补库需求，港口库存在 9 月出现了连续下降，在月末下降至 1.45 亿吨的年内低点，一度给与矿石较强的支撑。但是从 9 月的发货情况来看，外矿发货量明显走强，并且在四季度有着进一步维持强势的预期。所以我们认为在 10 月份供应给铁矿石带来的压力将初步显现，后续港口库存难以继续下降，或出现企稳回升。

需求方面，9 月份环保带来的影响整体有限。一方面，汾渭平原的环保限产不及此前市场预期，另一方面前期由于环保检查停产的江苏、河北等地区的高炉开始陆续复产，所以整体高炉开工率和铁水的产量在 9 月份都是有着上升。而进入 10 月份，市场将迎来采暖季限产，虽然今年取消了一刀切，但是由于各地政府的环保目标和积极性依然较高，所以我们预计整体限产力度依然较为

严格。我们认为在经历了9月底的节前补库后，10月份钢厂在环保限产的影响下，后续对于铁矿石的需求并不乐观。

国庆假日期间，离岸人民币兑美元汇率跌破6.9，对于国内盘面以人民币计价的矿石有一定支撑。整体来看，铁矿石自身基本面仍然未有太多亮点，走势依然跟随成材为主；但与螺纹钢相比，铁矿石今年以来涨幅相对较小，同时由于前期海运费上涨以及人民币贬值等因素，其成本中枢上移，下方支撑较强，铁矿石处于上涨乏力，但下跌存在支撑的状态。10月份取暖季限产的来临，矿石需求将偏弱；同时随着外矿发货的回暖，供应给铁矿石带来的压力将初步显现。我们预计铁矿石震荡为主，仅供参考。

动力煤：高库存或制约煤价，动煤继续上涨乏力

节前动煤维持高位震荡调整。主力合约ZC901收于637元/吨，周涨1.0元/吨，涨幅0.16%；持仓22.9万手，成交103.2万手，缩量减仓。

截至9月26日，环渤海动力煤价格指数报收569元/吨，与前一报告期持平。截止9月30日，环渤海四港煤炭库存1918.9万吨，较上周同期减少101.2万吨或5.01%。秦皇岛港煤炭库存633万吨，较上周同期大幅减少107万吨或14.46%。秦港锚地船舶数周平均数57.29艘，较上周减少35艘。

虽然目前部分煤炭主产区环保、安全检查仍将持续，但对原煤产量的影响或逐渐弱化，加之进口煤政策对终端用户的宽松，煤炭供应将逐渐恢复。

同时进入10月份后，民用电需求下降，叠加电厂、港口库存持续高位运行，下游电厂采购积极性不高；加之宏观经济下行压力较大，煤炭需求大概率将小幅下降。

随着用煤淡季来临，短期煤价或偏弱运行。但国家能源集团大幅上调10月份长协煤价，将对煤炭市场形成一定的利好支撑；加之大秦线秋季检修，电厂或提前进行冬储补库，对煤炭需求形成阶段性提振，料后期港口煤价或继续高位运行。预计后期动煤继续上涨空间有限，或偏弱震荡调整为主，继续关注政策的变化；可关注多ZC901空ZC905的正向套利机会，仅供参考。

橡胶：弱势回调

受中美将重新启动贸易争端谈判、印度产区遭遇严重洪涝灾害不利气候、印尼产区遭遇胶树落叶灾害、轮胎开工率回升等多空因素综合影响，国内外胶市弱势回调，截止28日收盘，沪胶主力合约RU1901周下跌105元，至12360元，跌幅为0.84%，沪胶指数周下跌80元，至12320元，跌幅为0.65%，全周总成交量缩减116.8万余手，至135.2万余手，总持仓量净减3.4万余手，至42.6万余手。

国际胶市方面，东京胶指数周下跌3.7日元，至160.3日元，跌幅为2.26%，新加坡胶3号胶11月合约周下跌0.3美分，至142美分，跌幅为0.21%，20号胶11月合约周下跌2.4美分，至132.5美分，跌幅为1.78%。

供应方面，印度天胶主要产区之一的喀拉拉邦地区遭遇多年未见洪涝灾害，致使胶树根部水土资源流失严重，对胶汁流出产生不利影响，预计印度天胶全年可能大幅缩减产量10万吨左右，由70万吨缩减至60万吨，缩减幅度为

14.29%，并将扩展印度从泰国印尼等国的天胶进口采购规模，市场认为此举可能对缩减天胶供应压力产生提振作用，并对天胶价格构成偏多影响。

泰国雨季逐渐趋于尾声，供应逐渐增加，现货市场价格偏低，泰国工人割胶积极性显著下降，割胶作业只得请缅甸工人做，橡胶加工厂的加工利润，已经到了亏损边缘，一些橡胶加工厂的加工成本为每吨 1500 元，加工后还亏损每吨 50 元。

数据显示，8月，中国橡胶轮胎外胎产量为 7386.8 万余条，同比 7 月的 7612.6 万余条缩减 225.8 万余条，缩减幅度为 2.97%，已经连续第 2 个月轮胎外胎产量缩减。

目前国内的轮胎企业处于规模化整合的阶段，部分产能是过剩的，下半年下游轮胎产业整体偏弱。

天胶总库存量居高不下，天胶进口量转减为增，导致天胶进口胶库存量转减为增，而天胶消费需求增长依然弱于供应量增长，导致天胶库存量增长，库存压力不断加重。

青岛保税区橡胶库存量于 9 月 17 日小幅缩减至 21.15 万余吨，比 8 月 31 日的 21.79 万余吨缩减 0.64 万余吨，缩减幅度为 2.94%，其中天胶库存量缩减 9.01 万余吨，比 8 月 31 日的 9.23 万余吨缩减 0.22 万余吨，缩减幅度为 2.38%，合成胶库存量缩减至 11.77 万余吨，比 8 月 31 日的 12.19 万余吨缩减 0.42 万余吨，缩减幅度为 3.45%。

期市库存方面，截止 9 月 28 日，库存量增加 5983 吨，至 571507 吨，仓单增加 6590 吨，至 520810 吨，库存压力和仓单压力双双加重，对市场产生压制作用。

国内轮胎行业，进入 9 月中旬，汽车销售进入秋季消费旺季，轮胎企业对原料补库增强，轮胎开工率全线回升，国内全钢轮胎企业开工率 9 月 21 日大幅回升至 73.08%，较 9 月 14 日的 70.05% 大幅回升 3.03%，为 2 周回落后的第 4 周回升，半钢轮胎企业开工率 9 月 21 日大幅回升至 65.94%，比 9 月 14 日的 63.26% 大幅回升 2.68%，为 7 周回调后的第 3 周回升。

汽车消费逐步步入银十传统消费旺季，轮胎涨价呼声纷纷传来。山东地区部分全钢轮胎企业上调产品报价，涨幅在 2%-5%，也有部分企业取消了前期的促销政策，虽然全钢胎价格上调幅度相对较大，但半钢胎价格运行基本平稳，只有极少数企业上调了部分产品价格。

此次涨价风潮，受到部分山东轮胎企业因暴雨停工的影响，也受到轮胎原材料成本提升，合成橡胶、骨架材料等原料价格上涨的推动作用。

但因目前下游市场终端消费需求未出现明显改观，大型轮胎企业在价格调整上表现极为谨慎，轮胎企业对此波轮胎价格上涨能否延续并不乐观。同时，虽然轮胎产品价格上涨，但轮胎销售量能否随着轮胎价格上涨，而维持平稳，甚至增长，仍有待于市场验证，如果轮胎销售不增反减，则轮胎企业经营情况不但未有改善，而且还进一步弱化。

终端方面，8 月，汽车产量环比下降，销量呈较快增长，同比均呈小幅下降。1-8 月，汽车产销继续保持小幅增长，增速比 1-7 月均呈一定回落。

8 月，汽车生产 199.99 万辆，环比下降 2.10%，同比下降 4.38%；销售 210.34 万辆，环比增长 11.34%，同比下降 3.75%。

1-8月，汽车产销1813.47万辆和1809.61万辆，同比增长2.77%和3.53%，与1-7月相比，增速分别回落0.75%和0.8%。

综上所述，中美贸易争端前景多变，印尼胶树严重落叶，印度产区遭遇洪涝，国内外产胶割胶旺季遭遇不利气候，而国内轮胎企业开工率回升，前期灾害减产，引发较多轮胎企业上调轮胎价格，汽车产销仍低幅增长，甚至回落，天胶消费依然疲软，引发天胶中长期利空格局加剧，因此，沪胶反弹过后将延续区域性波动格局。

PTA：9月显著累库，10月供求平衡

9月份PTA因下游集中减产，加工差压缩，价格回调。基本上，月底加工差至755元/吨，累库约30万吨，社会库存预计至100万吨。

10月，供应上，PTA加工差压缩后，促使工厂重新执行检修计划，月均负荷预计下降5%；需求上，上游成本调整到位后，聚酯及终端纺织负荷有恢复动力，预计月均负荷小幅上升2%。综合评估后，预计10月PTA库存供略过于求，累库5万吨左右。产业链利润方面，暂估PX现货加工差调整至550美元/吨，PTA现货加工差恢复至1200元/吨。

操作建议上，10月PTA供求平衡，PTA1901/美原油至1.95，接近震荡区间底部，产业链总利润空间已相对合理，PTA估值处于合理略偏低估状态，此处PTA价格上下均有一定波段空间，取决于四季度需求情况，但趋势性行情在目前宏观环境或再难出现，10月建议以6900-7400区间震荡操作，或暂观望。跨期价差目前均处于偏高位置，10月货源并不紧缺，1月交割尚早，暂以逢高沽空为主。仅供参考。

白糖：短期或继续反弹

假期受巴西雷亚尔升值影响，美糖有所反弹。国内方面，从基本面看，去库速度加快，在这段较长的下跌过程中，中下游的库存都比较薄弱，但由于增产的预期没有改变，糖价受到下榨季制糖成本的打压。预计榨季末期也就是9月底的库存不会太多，那么在新老榨季交替之际，相对较低的库存难以支持糖价大幅下跌，短期糖价可能继续反弹，操作上建议暂时观望。

玉米、玉米淀粉：震荡偏弱

上周玉米、玉米淀粉期价震荡下跌。现货市场玉米、玉米淀粉价格继续走弱。

9月27日临储玉米成交290.38万吨，成交率73.49%，成交均价1550元/吨，溢价200元/吨；9月28日临储玉米成交57.55万吨，成交率14.41%，成交均价1447元/吨，溢价97元/吨，成交率和溢价较上周小幅下滑。截至9月28日临储玉米已成交8647万吨。华北、黄淮新玉米陆续上市，玉米供应增多，十月新玉米批量上市，拍卖玉米成交量总体较高，后期玉米供应较为宽松。下游方面，非洲猪瘟疫情导致玉米饲料需求偏弱。深加工企业开机总体处于恢复中，需求较为一般。预计近期玉米价格以震荡偏弱行情为主，建议暂时观望。

上周淀粉企业开机率71.63%，较前一周72.69%下降1.06%，淀粉企业开机

率小幅回落。玉米淀粉库存总量 47.73 万吨，较前一周 49.67 万吨，库存下降 3.91%，东北部分企业检修，且正在执行订单较多，库存继续下降。随着十月新玉米季节性供应增多，压制淀粉价格，节后淀粉下游需求暂时较为清淡，淀粉价格或将小幅下跌，但是由于环保政策的趋于严格，后期开机情况可能受到影响，且目前淀粉库存压力较小，对于淀粉价格底部形成支撑，淀粉下行空间有限。预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱为主，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。