

商品期货早班车

招商期货研究所

黄金市场

招商评论

黄金 贵金属：随着 COMEX 贵金属逼仓告一段落，市场关注焦点重回宏观经济走向。原油再次暴跌，使得通缩预期抬头，拖累贵金属走弱。我们观点不变，认为黄金 380、白银 3750 一线基本反映了市场乐观预期，因此并不建议追多。决定贵金属价格核心因素还是货币政策以及由此演变的宏观经济数据。在各大央行放水的操作下，流动性危机似乎暂时得到缓解，不过救市政策只是托底经济，无法解决疫情的影响。我们判断后续全球经济可能遭遇有效需求不足的通缩局面，这对于贵金属来说并不是什么好消息，长期逻辑上依旧偏空。金银比上，白银低估的安全边界由于近期的反弹而逐步消失，操作上也不建议追空金银比头寸，已有头寸建议继续持有。

基本金属

招商评论

铜	铜：平水铜升水 145 元，华南现货升水 295 元，华东现货升水 185 元。上期所库存仓单下降 1.4 万吨至 10.52 万吨。秘鲁和马来西亚均宣布延长封城限制，分别延长至 5 月 10 日和 5 月 12 日，固废中心公布第六批废铜批文量 2150 吨，批文量较为充裕，但目前海外进口废铜因疫情原因输入困难。近期下游及终端需求回暖，国内铜消费处于恢复期，因此近期的去库力度和升水走高。但在宏观消息的影响下，市场情绪不稳，建议投资者短期操作观望为主，激进者低位轻仓短多。风险点：海外大幅交仓，马来西亚废铜流入，补库周期结束。观点仅供参考
铝	近期随着云南甘肃等地收储消息的传出，消费旺季下去库存速度与幅度格外醒目，市场对于疫情后的报复性消费有了期待，我们仍对于处于合理利润下的电解铝价格给与支持，但在利多出尽后需关注未来国内复产及新增情况，以及海外疫情拐点后供需变化，中国二季度未锻轧铝及铝材出口数据可能持续不佳。氧化铝因海外需求减弱且国产氧化铝价格触底回升，造成进口氧化铝窗口的继续打开，虽未来进口氧化铝数量增多反而打压国产价格，目前氧化铝价格的反弹主因成本支撑而非需求拉动，目前不具备行情反转的基础。操作建议，观望或买上海卖伦敦。观点仅供参考。
锌	锌：受疫情影响，经济从短期恢复期过后将处于长期承压期，消费端会给大宗商品价格压力；而供给端来看，虽然锌矿供给端有扰动，锌矿加工费已经跌至 160 美金，但是目前港口库存 23 万吨，近期处于上升态势，说明产业链在预期背景下有囤货现象，因此我们认为中短期锌锭产量不会出现大幅下降。因此在供需劈叉背景下，锌价格或继续探底。操作上，锌空单继续持有。观点仅供参考
铅	蓄电池受制于贸易商补库结束及自身产成品库存较高，导致目前开工继续下滑至 62.74%；而供给端来看，再生铅周度开工率维持 49.6%。而我们关注两个情况：一是再生冶炼厂补库现象。上周废蓄电池价格小幅上涨 100 元至 7200 元，导致再生铅利润有所压缩；二是终端消费能否快速回升，目前 1#铅锭升水 100 元左右，较前期高点有所回落，说明目前价格相对均衡。因此，铅价短期或维持震荡。操作上，铅短期观望，关注再生补库结束后做空机会。观点仅供参考
镍	收储消息刺激有色板块上行。从原生镍供需层面上看，二季度维持偏多看法，三季度镍铁结构有所缓和但不确定性很大。国内镍铁厂受制于自身镍矿库存二季度维持较低产量且国内外镍铁新产能投放不会在二季度出现爆发，而国内不锈钢厂利润转好后产量环比会有所提涨。镍矿端，5 月菲律宾解禁的地区大概率也不会出现镍矿出口的爆发式增长，主要原因在于复工率仅为 7 成且靠港船作业等有一定阻碍。随着镍铁厂逐步开始缺货以及海运费预期回升，镍矿价格上涨是大概率事件。镍铁方面，主流成交价为 950-960 元/镍（到厂含税），少数在 970 元，目前大型钢厂和镍铁厂都不急于交易。不锈钢方面，青山又出现封盘动作，现货价格多数企稳昨午有所调涨，希望通过涨价来刺激下游节前囤货但目前来看成交一般。总体来看，不锈钢仍旧震荡偏弱，下一次反弹的机会在 1 个多月后原料端的补货配合贸易商去库后的补库需求。操作上，建议观望，激进者可以短线波段操作。

黑色产业

<p>螺纹钢</p>	<p>27日, 螺纹、热卷远月主力合约有所下跌。钢材现货市场成交量明显上升, 螺纹、热卷现货价格基本持平。螺纹本周产量回升速度仍然较快, 本周新增产量以长流程铁水增量为主体, 废钢添加量持稳且长流程到货仍处于较低水平, 废钢价格继续明显反弹, 华东代表钢厂低位累计涨幅130元。本周钢材价格和原料小幅下跌, 长流程生产利润较为稳定。电炉钢厂平电盈利收缩至小幅盈利状态, 电炉钢厂废钢收购价反弹幅度明显更大, 短期预计利润收缩产量进一步扩大空间有限。螺纹供应端继续恢复的瓶颈在于废钢供应, 目前长流程到货能否持续回升决定产量上行空间。目前看供应端已经恢复至较高水平, 高供应已经对去库速度造成压力, 但废钢价格的上移抬升成本支撑。另外进口资源流入本周再次成为热议话题, 从目前情况看, 在需求维持高位的情况下进口资源对去库速度可能有一定影响, 对估值有所压制但难以成为影响方向的决定性因素。本周成交量环比小幅回落, 表需回落至450万吨附近, 同比增速有所收缩, 但需求仍处于高位水平。水泥开工率和混凝土出货数据继续上升, 实际需求情况较高, 表需高位持稳概率较大。螺纹库存由于供应高位, 预计去库速度进一步上升空间有限, 按目前库存1500万吨, 周均去化100万吨速度看, 05合约结束前库存将在1200-1300万吨。对于10合约而言, 1200-1300万吨的库存水平仍然偏高, 在需求预期5%以上的乐观假设下, 即使进入淡季亦可对应平电利润打开的供应水平, 若废钢价格持续回升, 则有望提升估值高度。从供应端定价看, 随着废钢价格反弹, 10合约谷电成本支撑已经抬升至3250上方, 但上方3400-3450仍对应平电和进口利润, 对期价压制较强。废钢能否持续反弹的关键点在于上游的回收和下游热卷的增产动力, 另外下一阶段可能关注的是淡季需求是否在赶工情况下有逆季节性现象。总体而言盘面估值中性。从交易角度看, 目前处于供需两旺阶段, 当前价格继续做多风险较大, 但下行空间同样有限, 建议观望。</p>
<p>铁矿石</p>	<p>27日, 铁矿远月主力合约小幅下跌, 现货价格小幅下跌, 港口成交量大幅上升。供应端, 澳巴发运本周有所走高, 南非和加拿大发运逐步恢复, 总体发运量继续回升, 到港量下周预计有所回升。从外围钢厂情况看, 新日铁本周宣布5月将再增加一个减产高炉, 浦项宣布调低全年粗钢产量目标, 但并未公告高炉减产计划, 外围钢厂减产暂未结束, 但转发中国资源至今尚未见有明显流入。目前继续关注外围高炉减产, 铁矿资源的流动, 主要非主流国家的发运目前有逐步恢复, 预计全球铁矿资源富余量有可能达到600-700万吨, 若流入国内将打破现阶段供需平衡, 冲击60-65美金的预期支撑, 若有资源明显流入, 时间窗口预计将出现在5-6月, 因此空头逻辑是否兑现关注近期, 6月后随着各国疫情有所控制, 铁矿做空时间窗口将逐步过去。本周港口成交高位继续上行, 疏港量基本持稳, 钢厂仍处于提产和铁矿补库周期, 废钢价格有所反弹, 对铁矿估值的压制减弱, 由于长流程废钢到货量明显回落, 废钢难以在提产过程中对铁水明显替代。目前需求端短期尚可, 现货价格较为平稳, 但钢厂心态较为谨慎, 追涨采购较少。预计5-6月外围富余资源流入国内可能将逐步体现, 交易角度看09合约考虑反弹至630-650区间逐步沽空。</p>
<p>锰硅</p>	<p>昨日多空消息交织, 矿端南非防控放松, Tshipi 发表声明从5月1日起全面复工, 符合南非露天矿可扩大至全面复工、其余矿复工50%的采矿业最新要求。进入5月南非矿到港下降将逐步体现, 但去库速度与预期相比变量仍在于他国发货量。现货市场开始回温, 假期临近下游备货需求下询盘有所增加, 锰矿现货市场报价暂稳等待下游合金价格匹配, 河钢5月钢招2轮询价7500元/吨, 基本给出合金厂接盘高价锰矿能力, 但矿价进一步上涨受限, 新的利多驱动显现前成本暂稳。硅锰供应端处于利润挤压、降耗观望阶段, 昨日宁夏某厂因变电站检修, 六台31.5MVA硅锰预计停炉检修15-20天, 影响产量约1.9-2.6万吨。需求边际恢复但增幅减弱, 河钢招标量虽不及同期水平但环比明显改善。硅锰现货在高价锰矿和钢招提振下短期将维持高位, 近月具备成本支撑和去库预期, 远月利多逐步兑现将偏向产业链估值回归, 09多头获利减仓, 建议继续持有7-9正套, 多单高位了结。</p>
<p>焦煤</p>	<p>首先, 让我们明确焦煤的供整体供需格局是步入宽松的, 这一方面是因为前期山西煤矿超产部分抵消蒙煤减量, 而目前国内减产力度有限, 可蒙煤已逐步加快通关;另一方面是海煤市场中, 前期关停的北美煤矿正在重启, 可需求端的印日韩, 尤其是印度依旧走弱。即焦煤 内外市场均面临过剩格局, 短期价格的核心在于澳煤, 或者说是印日韩三国需求下滑的时长与幅度;中长期交易关键看下半年海外经济环比改善幅度。就目前来看, 受疫情影响, 二季度外需(占近8成澳洲焦煤出口比重)压力较大, 且螺纹即将迎来传统淡季, 向上预期减弱, 因此我们依旧建议逢反弹布局远月空单。从当前符合交割的澳煤来看, 折盘面在1030左右, 若给出国内高需求溢价, 可考虑在1100-1150之间逢高布局远月空单。</p>
<p>焦炭</p>	<p>近期出现小型焦企垒库迹象, 同时我们监控的指标也显示短期焦炭去库周期或近尾声, 月差、焦/煤比值显示的估值偏高;另一方面近期高炉利润低位, 尤其是热卷厂, 钢厂采购意愿难提升, 贸易商也由于进口资源的倒灌影响, 投机需求偏弱;此外, 4月焦化厂面临产能净增局面。因此, 在09合约维持1720左右的当下, 我们依旧建议短期观望为主;中长期则由于产能变动幅度有限, 供给与需求波动空间均较大, 自身驱动并不明</p>

朗，走势以跟随为主，进一步考虑到二季度焦煤外需承压以及短期内需或步入传统季节性淡季，我们建议反弹布局远月空单。

农产品市场

招商评论	
豆粕	国际端,USDA 周度作物生长报告显示美豆播种进度正常，市场将进入美豆产量博弈，大概率维持供需双增宽松格局。从定价维度，美豆处于南美供给冲击的后期，基于估值考虑建议观望。国内端，后期预期大豆到货量大,市场预期转宽松，单边跟随外盘，维持观望。观点供参考！
油脂	国际端，马棕供应预期增加，而需求因原油历史低位，生柴需求塌陷，整体维持累库存预期。从定价维度来看，油脂倾向继续震荡走低，偏空思路。国内端，近端去库存，而远端单边跟随国际偏空思路。观点供参考！
白糖	白糖：原油和疫情的原因，导致巴西国内原糖增产预期非常强，并且从高频数据看制糖比例确实在提升，市场目前对巴西糖产量的预估普遍在 3300 万吨以上，这种增产压力很有可能改写由本季北半球减产带来的偏紧格局，今天国内氛围特别差，在现货升水仍然很高的情况下，远月依然增仓下行，现货跌幅也较为明显。糖厂最低价在 5450，跌 60，对 9 月基差升水扩大到 520，贸易商最低有报到 5300 的。成交整体比较一般。配额外进口利润缩小到 560，利润仍然很好。目前巴西增产较为确定，整体市场情绪比较悲观，价格下行压力较大，但是现货升水仍然比较高，需要注意预期如果有所松动的话，可能反弹也比较迅速。

能源化工

招商评论	
甲醇	昨日西北地区现货小幅推涨，沿海现货弱势震荡，期货端缺乏交易指引。供应端，上游减产大方向未改，但第一批春检企业已有部分陆续复工，导致春检可能不及预期。库存方面，沿海地区罐容紧张面临胀库，短期到港量预报仍有不小量级，港口库存大概率继续承压。需求端，传统下游受出口订单萎缩及需求衰减影响较大，需求整体仍旧难以放量；烯烃端则需求尚可，华东地区装置大多稳定运行。综合来看，现阶段国内甲醇市场供需面偏宽松，预计短期弱势震荡为主，下方空间 1650-1700 元支撑较强，在市场对后市普遍偏空的心态影响下，春检带来的反弹高度也将受限，操作上建议观望，外部关注原油波动及烯烃装置检修情况。
纸浆	纸浆：交易所增加瑞典浆厂的交割品牌，打压了加拿大低成本浆厂的减产预期，使得 9 月合约遭遇较大幅度回调。纸浆现货依旧低迷，包装纸下游需求萎靡，虽然港口库存出现下滑，但是还是处于较高位置。原本加拿大低成本浆厂陆续减产，使得 9 月合约出现了较好的预期，但是交易所增加的交割品产能在 100 万吨左右，国内进口在 20 万吨左右，且随着海外库存的积累，到中国的到货量逐步增加。有鉴于此，我们建议离场观望，等待 05 合约交割完后，再寻找机会。

招商期货研究团队

许红萍、李国洲、徐世伟、刘光智、王真军、吕杰、王小琦、安婧、陶锐、万里扬、刘祉斐、邓文哲、赵嘉瑜、谭洋、刘韩、朱奇

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。