

## 沈时度势——期货市场投资策略周度分析

### 豆粕菜粕：

巴西吟 RC Mercosul 预计，截至上周五，巴西 2019/20 年度的大豆收割率为 15.7%，去年同期为 27.3%，往年均值为 16.2%。收割进度领先的是马托格罗索州，该州收割率为 44.5%。巴西天气总体上仍对大豆作物有利。

美国农业部（USDA）本周二（2月12日）发布的供需报告。根据 USDA 报告数据显示，2019/20 年度的美豆作物单产、产量及收获面积均未作调整，唯一做出变动的即出口量上调 5000 万蒲（136 万吨）至 18.25 亿蒲（折合 4966 万吨），而美豆结转库存则下调 5000 万蒲至 4.25 亿蒲（折合 1156 万吨）。此外 2019/20 年度中国大豆进口量调高 300 万吨至 8800 万吨，2019/20 年度巴西大豆产量进一步调高 200 万吨至 1.25 亿吨。

在没有明确数据的背景下，USDA 报告有关出口预估的调整虽然超过市场的预期范围，但调整幅度仍然相对谨慎。而另一方面，根据目前的价格结构，南美大豆的丰收前景以及巴西雷亚尔持续大幅贬值，导致巴西大豆的出口时间窗口或将进一步延伸。而历史记录显示，中国进口美国农产品中有 70% 是在 10 月至次年 3 月的时间范围内进口的，因而从购买时机来看，对于大豆等商品而言，这些购买将在购买过程中可能会较晚而不是更早。市场认为，在美国农业部的二月论坛以及 5 月份新年度供需报告中或将把该协议以及所有其他相关市场和政策变量纳入基础分析。

对于中国部分油厂的商业买盘而言，榨利修复以及贴水价格优势则是导致其近几周来持续采购巴西大豆的主要因素，2 月初巴西大豆 3-4 月船期贴水报价 133-144 美分/蒲，而同期美湾大豆贴水则高达 185 美分，美西大豆贴水为 153 美分/蒲附近。这也是上周中国市场累计购买 21-25 船 3-5 月船期巴西大豆的主要原因。另一方面，巴西雷亚尔大幅贬值（上周五达到创纪录的 4.3 附近），通常雷亚尔贬值会推高巴西国内大豆价格，而以美元计价的环节则价格压得很低，又遇上丰产及国内压榨不足，因而巴西农民积极预售新豆也就在情理之中，根据 Safra 预计，2019/20 年度巴西大豆销售量达到 49.8%，而去年同期为 38.4%，五年均值为 39.5%。

近期中国爆发新型冠状病毒疫情，经济增长遭受打击，也令市场担忧中国可能难以实现中美第一阶段协议的采购目标。中美领导近期通话表示，虽然目前中国爆发了肺炎疫情，但中国仍会履行中美阶段性协议中达成的购买目标，这似乎能够奠定美豆上涨的基础。有最新消息显示，上周中国采购两船美西大豆之后，昨日又有 1-2 船 2-3 月船期美西大豆成交，因美西船运时间较巴西短 19-20 天，而在现货压榨利润较高以及巴西装运偏慢的情况下，美西有竞争优势。

巴西南部的有限降雨和炎热天气令土壤水分流失，增加大豆鼓粒压力。巴西中部天气较为潮湿可能影响大豆收割。阿根廷科尔多瓦土壤湿度适宜，利于大豆鼓粒。其他大豆主产区，降雨有限加之天气炎热令土壤水分流失，增加作物生长压力。

受“新冠”疫情影响当前交通运输不畅，养殖户悲观补栏、饲料厂采购原料均较理性，目前低价位吸引买盘以及月度报告下调美豆库存等利好支持；不过，涨幅并不多，国内“新冠”疫情形势非常严峻，国外担心中国进口需求，依然限制美豆涨幅。国内方面，这几天豆粕总体企稳，局部地区窄幅涨跌波动存在，尽管工厂有涨价需求，但目前人们对于后市忧心忡忡，疫情何时能够得到控制，对养殖业的影响究竟如何，后期补栏进展怎样，目前都难以预言，一切都要看疫情的控制情况。因此豆粕市场的行情走势也总体较为理性，油厂开工和下游饲料企业开工率已经在一半以上，但交通运输依然存在压力，豆粕行情总体上看 2 月份难有大作为，主流企稳或偏强为主。目前技术状态下观望。

期权策略： 观望。

研究员：沈恩贤

期货从业证号：  
F3025000

投资咨询从业证号：  
Z0013972

☎：021-65789219

✉：shenxian\_qh@chinastock.com.cn

## 棉花

截止 2 月 13 日已经生成仓单 37438 (+63)，有效预备仓单 5000，合计折合棉花 169.8 万吨。棉花供应方面，截止 2020 年 2 月 11 日，新疆累计加工皮棉 498.8 万吨，累计检验 486.7 万吨，基本上棉花都已经加工入库。商业库存方面，1 月底全国棉花商业库存总量约 501.19 万吨，较上月减少 17.46 万吨，减幅 3.37%，原料供应端问题并不大，而交通运输可能会成为影响短期供应的关键。储备棉轮入方面，上周储备棉轮入量由七千吨逐渐增加到收 1.8 万吨，收储量的增加有助于稳定市场价格。本周新疆棉轮入竞买最高限价 13715 元/吨，较上一周下跌 420 元/吨。最高限价大幅下降，市场竞拍积极性下降，2 月 13 日新疆棉轮入上市数量 7000 吨，实际成交 720 吨，成交率 10.29%，平均成交价格为 13708 元/吨，较上一成交日上涨 3 元/吨。

棉花虽然由于疫情影响我国纺织企业开工推后，消费预计短期内也难恢复，但是目前有国储轮入棉花对市场是一个支撑，此外外棉价的强势也会导致郑棉价格水涨船高，多空因素交织预计郑棉价格短期内震荡。棉纱市场，本周开始有部分企业陆续开工，大部分纺织企业虽然未开工但是也都在积极地准备开工，因为 3、4 月份是行业的传统小旺季，企业在积极准备开工。受疫情影响预计短期内订单难有明显好转，

根据 USDA 供需平衡月报，2019/20 年度，全球木棉花期末库存调增 250 万包，原因是产量调增而消费量调减。虽然中美签订贸易协议，但近期的新冠病毒疫情可能使中国经济蒙受损失，因此中国棉花消费量环比调减 100 万包，也是本月最大的调整。此外，越南消费量也有所调减，但巴基斯坦和土耳其的消费量增加。巴西 2019/20 年度棉花产量环比调增 48 万包。2019/20 年度巴基斯坦、巴西和坦桑尼亚棉花产量均上调，最终使本月的全球棉花产量环比增加 130 万包，消费量则减少 120 万包。

最近一周，印度棉纱价格停止上涨，新冠病毒肺炎导致印度棉花棉纱对中国的出口停止，反而给印度国内市场带来压力。目前，中国仍是印度棉纱最大买主，2019 年中国占印度棉纱出口的四分之一，但出口量同比下降了 25%，出口额下降了 33.8%。

2 月 10 日库尔勒、阿克苏等地监管库“双 29”手摘棉公重报价 13500-13600 元/吨（21 级，马值 B2、C2），“双 28”手摘棉公重报价 12950-13050 元/吨（31 级），“双 28”机采棉公重报价 12700-12800 元/吨。南疆几家手摘棉加工企业表示，截至 1 月中旬，仍有占总加工量 30-35% 的皮棉未套保和销售，毛重在库成本已达到 13500 元/吨以上（含财务成本、仓储等），因此期望郑棉主力合约价格尽快回升至 13500 甚至 14000 元/吨，以便套保或点价销售，达到盘活资金、降低风险。

目前，全国疫情防控形势依然严峻，大部分棉厂、棉副加工企业不得继续推迟开工，棉副收购和加工量有限，另外，占油脂油料市场多半市场份额的大豆加工数量也不足正常水平的一半，市场供应量明显下降。且各地封城封路现象普遍，物流不顺畅，运输成本提升，均给予棉副产品带来利多支持。至今大部分地区棉副产品仍未报价，局部报价也比较稳定。

据中国棉花协会物流分会对全国 18 个省市的 152 家棉花交割和监管仓库、社会仓库、保税区库存和加工企业库存调查数据，1 月底全国棉花商业库存总量约 501.19 万吨，较上月减少 17.46 万吨，减幅 3.37%。目前受疫情影响，我国大部分地区纺织企业仍在延迟复工中，有少部分企业开工，特别是一些大型企业。中小型纺织企业也在积极准备复工或者等待复工通知，预计本周内会有大量企业复工。受疫情影响下游的订单也受到较大的影响，短期内下游消费企业难以有明显恢复。

据海关统计，2019 年 12 月我国纺织品服装出口 249.5 亿美元，同比增加 7.9%。2019 年我国纺织品服装出口 2719 亿美元，同比减少 2.2%。

棉花市场春节后大幅下跌之后反弹，目前开始震荡行情，等待疫情好转之后的需求恢复。由于目前价格仍然处于低位，而且国储库存比前几年大幅减少，今年再难以大幅抛储，所以未来棉花市场在疫情得以控制之后会出现因需求复苏带动的上升行情。操作上回调逢低做多。

期权策略：观望。

## 螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周增加 144.16 万吨至 996.57 万吨（近 10 年最高 1095 万吨），同比去年高 168.88 万吨；钢厂库存上升 110.29 万吨至 623.09 万吨（近 5 年最高 623.09 万吨），同比去年高 283.57 万吨。合计库存上升 254.45 万吨。本周产量环比下降 17.44 万吨至 264.15 万吨（去年同期产量 292.12 万吨）。本周需求仍未启动，库存继续大幅积累，整体水平已经创历史高位，短期供应压力较大，关注需求复苏情况。

目前新型肺炎疫情持续，虽然钢市陆续复工，市场报价增多，但需求尚未真正恢复，整体成交表现寥寥，市场多处于有价无市局面，市场心态谨慎，加上库存压力较大，商家心态谨慎。

本周唐山主流钢厂钢坯仍未出价，迁安主流钢厂稳报至 3300 元/吨，含税出厂。疫情影响下，交通运输依旧受阻，大部分钢厂原料不足导致高炉检修，市场坯料流通资源少，为响应国家号召，下游轧钢厂多执行延迟开工政策，钢坯需求萎靡，市场处于供需双弱局面，直发成交偏弱，多被迫入库操作，上半周仓储现货报价混乱，高低价差较大，下半周大部分多跟随黑色系期螺走势上下调整，部分商家有出售期货现象，贸易商普遍反映出货困难，唐山本地钢坯库存累计增加，更加打压商家操作信心，目前钢坯总库存约 42.69 万吨，其中海翼红库约 31 万吨，物产震翔库 11.69 万吨，丰南仓储陆续封库整顿，部分仓储接到相关通知，要求于 2 月 5 日凌晨前停止作业，目前个别仓储已陆续停止作业，且复工时间另行通知。钢市部分地区仍处于休眠状态，交投甚少，在疫情没有明确好转的情况下，钢坯市场难有翻转机会，但考虑钢厂生产不足，市场暂未恢复，坯厂调整意愿不大。

目前，各地开工时间屡屡后移，当前各界的关注点依旧聚焦在肺炎疫情的防控上，疫情拐点何时出现，现在暂无定数，但对于钢材市场的影响显而易见：由于新冠病毒疫情的影响，下游需求仍基本处在停滞状态，已有部分建筑工地要求开工时间不得早于 2 月 29 日，有的甚至要求不得早于 3 月 16 号复工，复工的延迟势必推动需求启动的后移，跟据疫情控制情况估计需求启动时间会向后推移 3 周左右，也就是说需求的启动要到 2 月底以后。对于房地产，从 19 年底的数据看，尽管增速下滑，但仍存有一定的韧性，而疫情的突发会使这种韧性降低，从而压缩建筑钢材的需求。基建反而会在疫情得到控制后，国家会加大逆周期调节的力度，对基建政策可能会加码。汽车、电器等除刚需外的弹性需求会因疫情而减少。总体来看，需求启动后移，并且由于疫情造成的产出减少，失业率上升，相应的收入会降低，所以除刚需外的弹性需求会减少。

由于库存累积、价格下跌及资金成本压力所致钢厂定会出现停工检修现象，而短流程因春节放假原因，会延期复工，从而来缓冲钢材价格的深幅下滑。从目前到 2 月底，市场价格变动的主要焦点还是在疫情的发展、控制情况上。如果疫情拐点出现并得到大家公认，需求也开始逐步爬坡，那么今年整个上半年影响钢价的主逻辑还是需求。

**总体来看，钢材市场需求没有启动，库存大幅积累，目前仍然承受压力，市场低位震荡可能性加大。操作上，5 月合约以 3200-3500 之间震荡看待，有探到支撑位附近逢低做多 5 月螺纹。**

期权策略：观望。

## 铜

在春节期间，为支持受灾企业和相关保障企业，央行提供 3000 亿专项再贷款，并鼓励银行定向下调利率。2 月 3 日，央行又开展 1.2 万亿元公开市场操作投放流动性，7 天和 14 天逆回购中标利率均下降 10 个基点。进一步的流动性投放令银行体系流动性总量比去年春节后高了 9000 亿元，这将有利于稳定金融系统，提振市场信心。

美国财长努钦当地时间周三表示，尽管政府预计短期赤字接近 1 万亿美元，特朗普的减税措施仍将在 10 年内收回成本。国会预算办公室 1 月份预计未来 10 年美国年均赤字为 1.3 万亿美元，远高于特朗普本周公布的水平。但努钦认为减税会在 10 年内收回成本，“虽然支出在增加，但减税 1.5 万亿美元是值得的。”

由于冠状病毒的爆发以及相关的生产和物流限制使冶炼厂无法出货，中国加工铜精矿的现货费用已升至八个月以来的最高水平。根据行业定价和信息提供商的评估，周一，矿商支付给冶炼厂以将铜矿石加工成精炼金属 AM-CN-CUCONC 的处理和精炼费（TC / RCs）攀升至每吨 62.50 美元和每磅 6.25 美分。

蒙古奥尤陶勒盖铜金矿（Oyu Tolgoi copper gold mine）的运营商力拓（Rio Tinto）表示，由于当局努力遏制冠状病毒的传播，该公司运往中国的铜精矿运输速度放缓。中国国有金属集团中国铝业（Chinalco）旗下的云南铜业（Yunnan Copper）的一位消息人士表示，该公司在中国内蒙古地区的赤峰冶炼厂每月从奥尤陶勒盖（Oyu Tolgoi）提取近 1 万吨铜精矿（或部分加工铜矿石）。这位不愿透露姓名的消息人士说，与其他中国冶炼厂一样，云南铜业在病毒封锁期间，正面临副产品硫酸库存高企的困境，并已将赤峰工厂 40 万吨/年的铜产量削减了 30%。

疫情延续，但湖北以外新增确诊病例持续下降，市场信心维持回暖态势，但中期经济影响依旧可能存在，短期利好消息有限，沪铜动力不足。而政府方面货币政策逐步落实，央行释放流动性保证国内经济，市场信心尚可支撑铜价，料短期沪铜窄幅震荡为主，或有小幅偏强震荡态势，后期国内疫情得以控制之后开工大幅增加会导致需求复苏届时铜市场仍然有向上空间。操作上逢低做多。

## 橡胶

截至 2 月 7 日：交易所总库存 243976（0），交易所仓单 236760（+600）。截止 2 月 6 日，国内全钢胎开工率为 9.40%（+2.17%），国内半钢胎开工率为 10.10%（+4.85%）。

昨天公布的最新库存显示，青岛港口库存继续回升，近期到港增加，需求偏弱，国内维持累库。昨天盘中公布的国内1月份汽车销量同比下降18%，1月主要是临近春节的季节性影响，而2月受国内疫情影响，销量或将进一步示弱。本周部分轮胎厂按计划复工，但因人员未到位，运输不畅，订单欠佳等因素影响，开工恢复还需时间，目前工厂大都以消耗节前原料库存为主。随着国外主产区进入低产期，短期主要的矛盾核心在于国内需求端的恢复速度对于当下库存的消耗。随着成品与原料价差的逐步回归正常，后期原料端支撑将显现，橡胶下方支撑较强。中线来看，供应步入季节性淡季，等待国内疫情稳定缓解之后将重新复苏，中线供需有望好转。短期价格依然有反复。

操作上暂时观望，等待未来疫情好转之后的做多机会。

期权策略：观望。

## PTA

2019年12月初，PTA受成本端原油价格上涨带动，2005合约迎来反弹，其从4750元/吨上涨至2020年1月上旬的5100元/吨。之后，原油价格下跌，PTA期现价格随之回落。春节假期，受疫情影响，原油价格进一步下挫，节后PTA开盘补跌，2005合约运行至4470元/吨，隔日开盘，再次下行，至4236元/吨。

目前，PTA基本面偏弱，库存水平远高于2019年同期，可能会令PTA生产利润遭受挤压。此外，成本端原油价格重心下移、PX供应压力有增无减，PTA市场仍然承压。

PX新增装置陆续投产。1月，亚洲PX装置检修损失量仍在增加、但新装置也开始投产，使得总体供应居高不下。我国市场上，截至1月底，PX装置开工率在77.88%，当月平均开工率在79.14%，环比上涨1.48个百分点，同比下降3.18个百分点。即便由于生产利润偏低，个别企业陷入亏损状态，装置被迫减停产，比如海南二线和福海创的装置，但在金陵石化装置开机、青岛丽东装置复产、中国舟山产能400万吨/年的超大规模PX新装置开启的背景下，行业整体开工率仍然有所上升。2020年，随着浙江石化新装置开工率的提高，恒逸文莱产品输入国内数量的增加，以及2019年PX新增833万吨/年的产能将于2020年完全实现量产，PX供应压力有增无减。

截至2月10日，PTA装置开工率为86%，而2016—2019年同期开工率分别为61.96%、72.12%、76.05%和77.22%。PTA装置开工率创历史同期新高，主要是由于PTA新装置投产。1月，PTA总产量接近380万吨，同比增速约为8%。进入2月，PTA减停产装置并不多，中性预估，2月PTA产量在360万—365万吨。开工率较高，PTA社会库存随之增加，预计1月PTA社会库存高达193万吨，环比上涨29.53%，较2019年同期增加121.20%。截至2月10日，按550元/吨的加工费计算，华东PTA现货利润在-247元/吨，进一步压缩的空间有限。

织机开工率提升速度慢于往年。1月，聚酯产量预计为385万吨，同比增速约为2%。2019年，聚酯行业一直被高库存问题困扰，聚酯工厂平均库存最高达到24天。目前，聚酯工厂的库存依然处在较高水平。由于疫情冲击，下游复工时间延后，聚酯需求恢复到正常水平仍需时日。盛泽总商会建议各商会会员企业、总商会议事单位延期5天复工，至2月14日24时，浙江中国轻纺城集团也发出通知，开市时间延迟到2月17日。纺织服装行业是劳动密集型行业，春节期间，江浙织机厂受放假影响，开工率下降至8.3%。目前，上海、江苏、浙江、安徽等地均将复工时间延后至2月9日24时，较原定假期延长了10天。通常，复工后约1周，织机开工率恢复至30%；3—4周，恢复至80%。考虑到疫情影响，短期纺织服装行业需求会继续低迷，织机开工率提升速度预计慢于往年。

PTA基本面压力仍然较大，但目前价格导致很多生产企业亏损，一旦疫情得以控制下游企业开工率大幅提升之后需求复苏会导致价格反弹。操作上下探时候逢低做多，设好止损。

期权策略：卖出看跌期权或卖出宽跨式期权组合策略。

## 乙二醇

供应面：短期乙二醇开工率变化不大，整体处在中等水平，但港口库存受物流限制影响保持增加趋势。需求面：受疫情影响部分聚酯厂家检修或降负荷，对原材料需求进一步减弱，终端开工延迟影响，开工率维持在百分之十以下。供应端累库及需求端短期无明显改善，限制乙二醇反弹，2月中下旬，下游逐步复工，市场或迎来转机。

装置方面，永金洛阳乙二醇装置已经重启，负荷提升到7-8成；永金新乡装置重启时间推迟；阳煤集团旗下的乙二醇生产企业都有不同程度的降负。另外，恒力石化和浙石化的乙二醇装置正在运行，将于近期量产乙二醇。截止至2月6日，华东主流库区乙二醇库存约59.8万吨，较本周一增加2.65万吨，增幅4.61%。下游方面，聚酯开工率为61.10%，较节前下降10.14%。

春节期间乙二醇港口到货少于预期，但由于下游消化不畅，库存增加。此外，由于原油价格下跌，聚酯及织机开工延迟，乙二醇价格出现大幅下跌。

2019 年国内乙二醇实际产能投放持续不达预期，当前实际投放产能仅新杭能源、新疆天业扩建项目；年内有望投产的乙二醇装置有内蒙荣信、恒力石化一期项目、2020 年有望投产规模近 260 万吨，年内即将兑现及 2020 年有望投产装置规模共计 390 万吨；而在预期聚酯需求增速下，国内市场乙二醇需求增量预期在 150~200 万吨之间，同时，国内市场还不得不面临 2019 年国外新增装置对 2020 年国内市场供应的冲击；我们认为，国内供给能力的加强及国内市场竞争的加剧，驱动乙二醇价格下跌并对引导国内市场供应的再平衡。2019 年聚酯需求增速放缓，2020 年需求未见显著改善预期，乙二醇面临新增产能的投放，产能投放冲击下。

乙二醇市场后期新增产能投产导致供需关系压力会增加，5 月合约主要面临未来新增产能投产的压力。目前价位已经很低，国内很多装置亏损，一旦需求复苏可能有去库预期，所以下方空间也有限，暂时以区间震荡看待，操作上市场仍然将回归低位区间震荡行情之中。暂时观望等待疫情消退，或者在下探时候逢低做多。

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

---

银河期货有限公司 大宗商品部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenexian\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenexian_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799