

沈时度势——期货市场投资策略周度分析

研究员：沈恩贤

期货从业证号：

F3025000

投资咨询从业证号：

Z0013972

☎:021-65789219

✉:shenenxian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

最近东北、华北、山东、华东等主要压榨地均有油厂因缺豆做出了停机计划。目前停机集中在3月中下旬，可能会出现区域性的豆粕供应收紧情况，但基于下游需求疲弱的预期豆粕整体供需结构不会产生大的改变，会对区域现货基差形成支撑。

阿根廷大豆出口关税会进一步上调，影响国际大豆供应。但阿根廷本身大豆出口数量不大，国内在年后也未采购过阿根廷大豆，预计对实际供应影响有限。南美天气也暂未出现大面积、持续性问题，巴西区域性降雨过多，阿根廷区域性连续干旱都未形成炒作基础。

截至2月20日，巴西大豆收割率为31%，一周前为21%。2019年同期大豆收获进度为45%，五年同期平均收获进度为30%。

印尼计划上调棕榈油出口关税，以支持该国扩大生物柴油计划。印尼政府目前对棕榈油出口加征每吨至多50美元的关税，具体税率取决于棕榈油产品的类型和政府确定的参考价。

USDA报告前瞻：交易商预期，截至2月20日当周，美国19/20年度大豆出口净销售料介于60-9万吨，此前一周为494277万吨。

阿根廷暂停农产品出口登记，此举被视为新政府在为提高出口关税做准备。阿根廷每年约出口大豆800万吨，豆粕在国际市场占有重要份额。如果阿根廷上调农产品出口关税，可能导致部分订单转向美国。美豆市场仍在等待中美第一阶段贸易协议下的中方订单，南美大豆乐观的产量前景以及新赛季美国大豆面积和产量大幅提高的预期，令全球大豆远期供应将继续保持宽松。此外，疫情在韩国、日本、意大利等多国呈扩散之势，美股延续暴跌状态，国际原油价格再创新低，全球金融市场继续处于恐慌性抛售氛围之中。马来西亚棕榈油市场止跌回升，马来西亚政府经济刺激措施影响有限，疫情在多国加重下的需求才是市场关注的重点。美豆暂获阿根廷提税政策支撑，但来自需求层面及宏观层面的忧虑同样不容忽视。

目前油厂豆粕现货大多已经售完，豆粕需求整体正常，市场预计3月大豆到港量不到500万吨，部分企业可能因大豆供应不足而停机等豆，市场仍在等待国储确认是否会释放储备大豆。因餐饮业尚未恢复正常经营，豆油需求异常低迷，甚至出现零成交现象，部分油厂出现豆油胀库。为保压榨利润，油厂多主动挺粕。远期市场依旧保持偏空状态，南美大豆丰产预期强烈，巴西大豆盘面榨利较高刺激中国油厂积极采购，中国进口美豆步伐加快，国内远期大豆供应仍有充分保障。

国外疫情爆发迅速，对大宗商品市场影响巨大，目前有点类似经济危机的恐慌。但尽管经济危机不太可能，但疫情影响生猪存栏的恢复，影响豆粕需求，贸易谈判第一阶段协议签署之后未来中国势必将大量进口美国农产品，这样导致今年美豆种植面积大幅上升。在国内生猪存栏因为新冠肺炎疫情和猪瘟仍然存在也不会很快恢复，所以豆粕需求相当一段时间才能恢复，再加上南美大豆丰收，美豆种植面积增加，豆类市场利多难寻。豆粕菜粕仍然将维持低位区间震荡，操作上目前技术状态下反弹逢高抛空或观望。

期权策略： 观望。

棉花

仓单方面,截止 2 月 27 日已经生成仓单 36630(+42),有效预备仓单 5897,合计折合棉花 170.1 万吨。棉花供应方面,截止 2020 年 2 月 25 日,新疆累计加工皮棉 499.7 万吨,累计检验 488.1 万吨。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%,其中新疆库存 398.44 万吨,新疆的交通管制逐步放开,原料供应量问题不大。储备棉轮入方面,本周新疆棉轮入竞买最高限价 13716 元/吨,较上一周上涨 44 元/吨,郑棉价格下跌后,储备棉轮入成交增加。2 月 27 日新疆棉轮入上市数量 7000 吨,实际成交 5560 吨,成交率 79.43%,平均成交价格为 13715 元/吨,与前一日成交均价上涨 14 元/吨。2020 年 2 月,中国棉花协会的植棉意向调查结果显示,全国植棉意向面积为 4557.48 万亩,同比下降 5.36%,意向面积较上期回升 103.34 万亩。本周纺织企业继续复工,部分地区纺企反馈目前企业开机率缓慢回升,但原料库存充裕。近期国内大企业大规模复工,河北规模以上复工率达 86%,全国各地也都在纷纷降低应急响应等级,预计到 3 月初国内大部分企业都将恢复生产。

根据越南棉纱协会提供的情况,2020 年 1 月越南棉花进口量为 8.1 万吨,环比减少 20.4%,同比减少 41.8%。纤维和纱线进口量 7.3 万吨,环比减少 27.7%,同比减少 21.6%。1 月份,越南纱线出口量 10.79 万吨,环比减少 34.3%,同比减少 22.2%。当月纺织品服装出口额 247 亿美元,环比减少 16.9%,同比减少 25%。数据显示,1 月份越南纺织品服装出口总额为 30.5 亿美元,环比减少 14.5%,同比减少 21.2%。越南纺织品服装出口减慢主要是受春节假期影响。同时,中国新冠病毒疫情爆发导致中国纺织企业复工推迟,短期进口需求明显减少。

印度棉花协会(CAI)声称,对中国的棉花出口目前正艰难地恢复正常,但其他贸易机构表示,由于支付周期受到影响,现在棉花出口业务仍存在恐慌情绪。据 CAI 消息,印度已经和中国签订了 80 万包出口合同,但对中发运的 40-50 万包棉花中,有些是在途的,有些是在中国的港口,因为港口无法卸货。不过,印度业内人士表示,目前的情况并不像人们描述的那么糟糕,并非所有棉花都滞留在港口,市场情绪很快会好转。

根据 CAI 预测,本年度印度棉花出口总量为 420-450 万包,目前已出口 280 万包,孟加拉国、越南和印度尼西亚是其他出口目的地,孟加拉国 200-220 万包,越南 70-80 万包。据估计,印度棉花公司已累计按 MSP 收购 680 万包棉花。虽然价格徘徊在 MSP 水平(5550 卢比/公担)附近,但如果新棉质量下降,贸易商将持谨慎态度。从 2019 年 10 月 1 日到今年 1 月 31 日,印度已经装运的棉花出口货物估计为 200 万包,其余 220 万包预计将在今年 2 月 1 日至 9 月 30 日期间装运。

国内市场,另据了解,由于新冠疫情、流感病毒肆虐,海运、仓储、港口装卸及陆上棉花运输等收低不同程度的冲击。部分投行、机构认为,全球及中国政府为了应对新冠疫情所采取的措施包括限制旅游和延迟复工等,都将对中国及全球经济、海运贸易以及航运业/航运市场产生影响。青岛、张家港等地贸易商分析,2-4 月中国主港外棉装运、抵港量将持续低于预期,但海运、保险等费用预计上涨,一定程度上增加合同的执行难度。

棉花市场近日大幅下跌,受国外疫情影响是主要因素,全球需求堪忧。从全球棉花的供需平衡表上看,本年度全球棉花库存比上一年度小幅增加,并不存在大幅去库的情况,而且本月美国农业部报告势必继续向下调整全球棉花需求。目前主要影响的还是疫情导致的需求减少,而且不仅仅是中国,全球性的需求减少,虽然目前价位较低,但距离抄底时机尚早。操作上暂时观望,等待充分下跌释放之后的企稳做多机会。

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 143.18 万吨至 1277.71 万吨（近 10 年最高 1278 万吨），同比去年高 259.05 万吨；钢厂库存上升 46.4 万吨至 760.54 万吨（近 5 年最高 761 万吨），同比去年高 419.95 万吨。合计库存上升 189.58 万吨。本周产量环比下降 6.95 万吨至 241.43 万吨（去年同期产量 324.65 万吨）。本周需求仍未启动，库存再创新高；但相对转好的迹象是钢厂减产，产量持续下降，同比大幅低于去年同期，短期供需两淡。

本周最主要的影响因素是国内疫情得到一定程度的控制，但国外疫情大爆发。国外疫情的扩散对国内钢材的外部需求也形成压力，并引发中国决策层逆周期调节力度的加码，固定资产投资的经济增长稳定器效应将得到进一步增强。

最近国外股市暴跌，大宗商品也整体下跌，主要是前期国内疫情大爆发之后近期虽然得到控制但国外近几日新增新冠肺炎确诊人数大幅增加，由此开启国际市场“避险模式”。

目前，韩国确诊人数超 2000，意大利 24 小时内增加 250 例，伊朗副总统被确诊，荷兰、北爱尔兰确诊首例新冠肺炎病例……当地时间 27 日，世界卫生组织总干事谭德塞表示，现在中国以外地区才是最大担忧，全球疫情处于关键时刻，建议各国迅速采取行动。韩国中央防疫对策本部 28 日通报，截至当地时间 28 日上午 9 时，韩国较前一天下午 4 时新增 256 例新冠肺炎确诊病例，累计确诊病例达 2022 例。截至当地时间 2 月 28 日上午 8 点，日本新冠肺炎感染者总计达 919 人，其中包括在日本国内的感染者 200 人，“钻石公主”号邮轮的乘客和乘务人员 705 人，以及乘坐日本政府包机回到日本国内的 14 人。自伊朗宣布确诊首例新冠病毒病例后，伊朗的疫情正在逐渐恶化，确诊人数和死亡人数迅速攀升。伊朗目前累计确诊 270 例，其中 26 例死亡。自 2 月 21 日起，意大利境内出现新冠肺炎病毒 3 例确诊患者以来，意大利新冠肺炎确诊病例数量一直呈直线上升趋势。到目前为止，意大利已成为欧洲新冠肺炎感染人数最多的国家。当地时间 27 日傍晚，意大利民防部门负责人博雷利在例行疫情通报中表示，截至当天 18 时（北京时间 27 日 1 点），该国确诊新型冠状病毒肺炎病例为 650 例，在 24 小时内增加了 250 例。德新社 27 日报道，德国北威州 27 日新确诊 14 例新冠肺炎患者，数百人居家隔离。两天来，德国新增病例 29 人，累计共 45 人。作为欧盟人口最多的国家，德国境内确诊人数 26 日和 27 日连续猛增。为应对在德国暴发的疫情，德国联邦政府已启动跨部门联合危机应急小组。联邦卫生部长延斯·施潘和内政部长泽霍费尔当天下午在柏林举行记者会，介绍遏制疫情在德国蔓延以及切断输入性传染源的应对措施。

中国钢材出口压力，将主要表现在钢材的间接出口方面，诸如船舶、集装箱、汽车、家电等耗钢较多的机电产品出口将遭遇冲击。2019 年我国机电产品出口额 10.06 万亿元，增长 4.4%，占全部出口总值的 58.4%。机电产品所带动的中国钢材间接出口数量，远大于其钢材的直接出口。机电出口因此受制，对于中国钢材的总量消费压力是不言而喻的。

另外，国外疫情的爆发，也会导致国外钢材需求的减少，这样铁矿石可能就难以坚挺，铁矿石大跌势必导致钢材的进一步下跌。

总体来看，钢材现货市场虽然成交小幅增加，但仍然没有完全启动，期货市场受全球整体金融市场暴跌影响而下跌，虽然国内宏观上国家逆周期政策调整力度加大，但全球疫情发展到什么程度确实难以预料，市场目前主要以恐慌情绪交易为主。操作上，短期可能继续下探，目前应该以控制风险为主，等待未来低位做多机会。

期权策略：观望。

铜

铜市场近日也大幅下跌，从供应端看，春节期间，大部分冶炼厂正常生产，但新年后硫酸胀库风险上升，将在3—4月限制铜冶炼。从需求端看，终端消费持续疲弱。

硫酸胀库风险，影响3—4月铜产量。部分地区冶炼厂硫酸价格到厂出现负价，企业贴钱还能够出货，同时冶炼厂硫酸储存尚有空间，短期不会出现明显减产。但3—4月硫酸胀库风险显现，将对铜冶炼产生明显冲击。硫酸胀库问题对铜冶炼的影响主要通过两个途径。第一个途径，硫酸胀库导致冶炼厂被动减产。中国硫酸严重过剩，以冶炼厂硫酸库存增长速度测算，4月硫酸胀库问题有可能真正爆发出来。铜冶炼厂失去的硫酸销售在未来是不可能挽回的，硫酸库存的累积必然倒逼冶炼厂减产。第二个途径，硫酸亏损导致铜冶炼亏损扩大，冶炼厂主动减产。以当前冶炼厂制酸成本为100元/吨，硫酸销售价格30元/吨测算，铜冶炼盈亏下降455元/吨。根据冶炼厂成本和规模负相关关系，最先减产的将是中小型冶炼企业。

国家政策支持企业复工，但加工企业开工率处于较低水平。人员到岗率低、安全防护用品紧缺、终端订单后移限制企业短期开工。我们的观点是三个限制条件在3月中下旬将得到缓解，企业的开工率将恢复到旺季水平。首先，人员返岗时间周期拉长，根据交通运输部预测，3月15日全国客运量才能恢复到去年同期水平。如果返程员工隔离14天，4月初才能够上岗。其次，员工口罩、劳保用品短期紧缺，3月才能够有所缓解。根据企业的复工进程，口罩和劳保用品企业率先达产，随后其他企业开工率才能够上升。根据工信部数据预计，3月国内口罩总产能将达到每天2亿只，缓解部分企业口罩紧缺的状态。

最后，电网项目处于投标阶段，建筑市场复工将后移至3月。国家电网2月7日宣布推出加快复建助推企业复工复产的12条措施，相关的电网工程项目计划复工，但开标时间多在3月初，也就是说电网项目对铜材需求带动的显效时间最早在3月。同时，多个省市严格控制建筑工地复工时间，规定房屋建筑和市政基础设施工程应不早于2月9日24时复工。从当前情况来看，建筑行业依然没有复工迹象。根据市场普遍预期，为保证“十三五”规划圆满收官，在疫情得到控制后，政策支持力度将明显增强，尤其是基建补短板的政策倾斜力度将明显上升，从而带动消费出现脉冲式回升。根据市场普遍预期，疫情在3月得到控制的概率较大，那么建筑行业被压制的需求要到3月中旬才能够释放，其力度将超过去年同期水平。

近期铜库存大幅上升，全球交易所保税区库存叠加比去年年底增加40多万吨。目前关注焦点已经转移到全球疫情上来。尽管国内疫情得到一定控制，但全球疫情爆发迅猛，导致整体全球宏观市场尤其是股市和原油暴跌。虽然国家近期出了一系列政策，但实际效果还有待后续数据验证，需要跟踪复工情况以及政策力度，目前还有较大的不确定性，而且复工整体较慢。具体到铜行业，疫情导致供需双弱，需求端影响更大，库存累积压制价格。操作上暂时观望，等待后市金融市场风险充分释放之后的做多机会。

期权策略： 观望。

PTA

国外疫情确诊人数持续增加，恐慌情绪打压原油价格。2月末下游聚酯工厂开工负荷依旧在62%左右的低位，PTA库存持续上升，PTA过剩的利空主导市场。

虽然2月末四川晟达100万吨/年及汉邦石化220万吨/年PTA装置未能按计划重启，但恒力4期250万吨/年PTA装置开工负荷从50%提升至90%、福海创450万吨/年PTA装置开工负荷从60%提升至80%左右。本周国内PTA开工负荷上升3.7%至85.8%左右，国内理论PTA产量在12.2万吨/天。而下游聚酯开工负荷维持在63%左右，理论上对PTA的需求量在8.7万吨/天，估算目前国内PTA理论过剩3.5万吨/天，华彬石化140万吨/年PTA装置计划2月底重启，3月2日左右国内PTA的社会库存将突破300万吨。

目前虽然各级政府积极组织企业复工，但受制于员工返程等因素影响，终端纺织市场完全恢复尚需时间，可能要在3月初甚至3月上旬才能完全恢复。另外随着日韩及意大利的疫情爆发，将影响我国纺织服

装品对国外的出口，导致错过内贸春季行情的纺织服装市场压力续增。2月底涤纶长丝日均产销依旧在20%-30%左右，市场处于清淡状态，缺乏需求支撑，涤丝库存持续上升，但涤丝大厂促销力度有限，按照节后原料跌幅，涤丝若要去库存则涤丝价格存在一定下跌预期。

韩国疫情尚未影响至韩国PX工厂主要分布的蔚山、仁川、大山等地区，PX尚不具备借疫情炒涨的机会。产业链需求恢复缓慢，PTA过剩压力较大，但成本支撑下PTA相对抗跌。

由于今年继续有新产能投放，再加上疫情导致的需求短期疲弱，PTA期货上方仍然压力较大，但目前低位PTA面临成本支撑，估计市场近期表现为低位区间震荡。操作上反弹逢高短空。

期权策略：观望。

原油：

原油市场近期大跌，美国WTI原油创去年1月初以来最低收盘。布伦特原油创2018年12月以来最低收盘。全球多地疫情继续恶化，这令市场恐慌情绪迅速蔓延，原油等风险资产已经溃不成军。

美国能源信息署(EIA)周三(2月26日)公布报告显示，截至2月21日当周，美国原油库存增加45.2万桶至4.433亿桶，市场预估为增加246.7万桶。美国精炼油库存减少211.5万桶，连续六周录得下降，市场预估为减少183.3万桶。美国汽油库存减少269.1万桶，连续四周录得减少，市场预估为增加216.7万桶。此外，上周美国国内原油产量继续持平于1300万桶/日。

利多方面的因素有：美国对俄罗斯原油巨头Rosneft旗下一家经纪商实施制裁，恐影响石油输出国组织(OPEC)成员国委内瑞拉的原油出口，结合利比亚原油产量大幅下滑，原油市场的供应问题开始浮现。受原油出口码头的持续封锁导致了若干油田停产的影响，利比亚国家石油公司公布数据显示，截至2月25日利比亚原油产量约为13.6万桶/日，较之前大约130万桶/日原油产量已经锐减逾百万桶。

但目前市场基本面利空因素主导，最新的担忧在于海外新增病例已经超过中国。昨日美国总统特朗普发布媒体会，强调美国疫情得到控制。特朗普称美国人面对的新冠病毒风险仍非常低，随着疫情扩散，已准备好调整并采取一切必要措施。他补充说，我们已经做好准备采取措施，当疾病扩散时，我们已经准备好做任何我们必须做的事情，如果它扩散的话。”但市场对此并不表示乐观。同时韩国新冠疫情进一步恶化，韩国中央防疫对策本部27日通报，与前一天下午4时相比，韩国一天内增加病例505例。这意味着韩国的24小时确诊量首次超过中国(433例)。最新数据韩国确诊人数已经超过2000。

俄罗斯能源部长周四在莫斯科告诉记者说，冠状病毒在中国境外的爆发会导致石油消费进一步下调。据塔斯社报道，诺瓦克此前曾经提到过相关分析师的预期，疫情爆发会让2020年的石油需求减少15万桶/天到20万桶/天。虽然俄罗斯承认疫情对石油需求的冲击可能会比预期更大，俄罗斯方面仍然在拖延并避免直接回应此提议——关于深化OPEC+减产以应对冠状病毒带来的需求锐减。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)周五(2月21日)公布数据显示，截至2月21日当周，美国石油活跃钻井数增加1座至679座，连续三周录得增长。去年同期为853座。2019年录得2016年以来的首次年度降幅。

石油输出国组织(OPEC)最新月报显示，因受新冠病毒影响，将2020年全球原油需求增速预期下调23万桶/日至99万桶/日，前值为122万桶/日；将2020年对OPEC原油的需求预期下调20万桶/日至2930万桶/日；将2020年非OPEC原油供应增速预期下调10万桶/日至225万桶/日。另外，据二手资料显示，1月OPEC原油产量减少50.9万桶/日，至2886万桶/日；伊朗1月原油产出减少0.9万桶/日，至208.6万桶/日；伊拉克1月原油产出减少6.8万桶/日，至450.1万桶/日。

总体看来，本次原油大幅下跌，主要是全球疫情扩散导致未来需求进一步下降的预期导致。3月6日OPEC+开会讨论减产协议的延长及是否进一步减产的问题。会议如何决定还尚难定论，但中短期市场主要受疫情扩散导致需求大幅减少为主导。目前原油市场跌势正猛，未看到任何止跌企稳的迹象和因素。除非3月6日开会再增加的减产幅度很大，超出市场预期，但这种可能性很小。中短期看原油市场跌势仍然将延续。关注下周末的会议。操作上，抄底时机尚不成熟。

期权策略：观望。

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

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799