

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

✉：shenexian_qh@chinastock.com

.cn

豆粕菜粕：

针对美方7月21日要求中国在72小时内撤出休斯敦总领馆，中国驻美国大使馆22日发表了声明，指出这是对中方发起的政治挑衅，严重违反国际法和国际关系基本准则以及中美领事条约有关规定，蓄意破坏中美关系，十分蛮横无理。中方对此强烈谴责、坚决反对。去年10月和今年6月，美方两次对中国驻美外交人员无端设限，多次私自开拆中方的外交邮袋，查扣中方公务用品。由于近期美方肆意污名化和煽动仇视，中国驻美使馆近期已经不止一次收到针对中国驻美外交机构和人员安全的威胁。同时，单就中美驻对方国家使领馆数量和外交领事人员数量而言，美方远远多于中方。美方不要搬起石头砸自己的脚。中方敦促美方立即撤销有关错误决定。否则，中方必将作出正当和必要反应。

现在，中国的反制措施还没落地，美国在中国的几个大使馆各个都惶恐不安。相比你关我一个，我关你一个这样的“外交战”，中国最想的还是尽可能的顾全大局，但是有一点事实是，美方从经济、政治、金融到外交，正在不断地下凿底线。当一个公然破坏规则的老手逐步从暗走向了明，脸面对他已经不起什么作用时，你真的不知道他下一步有什么是不会做出来的。

中美关系，因为其中一方失去理性、另一方态度坚决（就像这次美国的无理行为是中方主动爆出），而显得异常紧张，“豆粕人”的关注点一下子又来到了中美两个大国的博弈上。

回顾今年豆粕市场的关注点，年后刚开始聚焦在“新冠疫情”上，但是后来因为巴西力保供应，这个关注点很快被转移到了今年的供需上，但在此之前，3-4月还是由于资金炒作和大豆到港延迟豆粕现货价格出现了上涨。在国家战略储备的需求下5月份开始大豆大量到港，一直到现在现货供应压力大都是市场的主线，但是现货价格越没有一味下跌，反而从六月下旬开始现货态势逐步转强连带现货基差逐步扩大。时间进入下半年，也就是往年意义上的需求旺季时，中美关系又很及时的成为了市场最新的关注点。

随着中美关系的复杂化及夏季天气炒作阶段的到来，再加上国内生猪存栏逐渐恢复，豆粕市场需求将逐渐复苏，豆粕市场震荡攀升可能性较大，操作上下探回调时候逢低做多。

期权策略： 观望。

棉花

国际：当前美国2019年度棉花基本销售完毕，新年度棉花产量预计大减，近期美棉新苗的优良率开始从低位逐步回转。美国、巴西和印度疫情大爆发，美国巴西基本放弃治疗，消费端虽有恢复，但是预计低于往年同期并将长期维持相对低位。新年度，印度新年度棉花播种进度很快，目前已经完成了大部分预期，其国内疫情也大爆发，需求较差，棉花的消费量低，新年度印度CCI继续提高收购价格，对印度棉花价格有一定支撑。未来印巴蝗灾对棉花产量的影响仍存在较大的不确定性。

国内：本年度在新花上市前供应充足，有大量商业库存，并有储备棉做补充，但是本年度未预计商业

库存要比上一年度下降。需求方面，国内消费 6 月份数据恢复到正常区间，出口方面数据 6 月份服装数据和降幅比 5 月份大幅好转。整体的消费虽然仍是不如往年同期，但是在逐步恢复中，国内的供需基本在逐步改善。储备棉成交情况较好，成交率 100%，成交均价上涨，对郑棉价格形成有力支撑。郑棉长期偏强趋势。此外市场仍然存在着较大的不确定性是蝗灾和疫情的二次爆发。

7 月 23 日储备棉轮出销售资源 8549 吨，成交率 100%。平均成交价格 11561 元/吨，较前一日下跌 95 元/吨，折 3128 价格 12770 元/吨，较前一日下跌 87 元/吨。新疆棉成交均价 11823 元/吨，新疆棉折 3128 价格 12920 元/吨。地产棉成交均价 11329 元/吨，地产棉折 3128 价格 12637 元/吨。7 月 1 日至 7 月 23 日累计成交总量 138475.7615 吨，成交率 100%。

目前，全国棉花交易市场在新疆正常开放的棉花专业仓库有近 45 家，据了解，库容量较大农资库、天银物流、中新建现代物流等仓库并未受到任何影响。近期暂停业务的仓库主要集中于乌鲁木齐及周边区域，数量大概十家左右，规模、数量占比均较小。另外受限仓库仅是对汽车发运有限制，火车发运基本维持正常。所以，此次防控对全疆棉花运输的影响仅限于局部地区的汽运业务，对整个全疆棉花外运阻力不大。

据美国商务部消息，6 月美国零售行业销售额环比增长 7.5%，其中服装和配饰行业反弹最强劲，继 5 月环比暴增 188%后，6 月环比继续增长 105%，同比下降 23.2%；此外，家居家具环比增长 32.5%，百货商店环比增长 19.8%，大型超市环比增长 2.7%，零售额恢复到疫情前近八成水平。随着实体门店的重新开放，电商业务销售额有所降低，环比下降 2.4%。

据海关统计，2020 年 6 月，我国纺织品服装出口额为 290.32 亿美元，环比减少 2%，同比增长 18%。其中，纺织品出口额为 161.57 亿美元，同比增长 57%；服装出口额为 128.75 亿美元，同比下降 10%（5 月份同比下降 27%）。2020 年 1-6 月，我国纺织品服装累计出口额为 1269.97 亿美元，同比增加 2.2%，其中纺织品累计出口额为 759.1 亿美元，同比增长 29.5%；服装累计出口额为 510.881 亿美元，同比下降 22.1%。

棉花市场目前的需求毕竟难以出现持续性的大幅上涨，目前主要影响的还是疫情导致的需求减少，但长期看由于中国和美国都在下一年度种植面积有减少的情况，后期棉花仍然有上涨的机会。但中短期市场上升乏力，将在底部反复震荡。操作上下探时逢低做多远月合约。

期权策略：卖出看跌期权或观望。

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周上升 13.18 万吨至 854.7 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 237.72 万吨；钢厂库存上升 12.01 万吨至 342.62 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 100.93 万吨。合计库存上升 25.19 万吨。本周产量环比下降 0.13 万吨至 382.83 万吨（去年同期产量 375.75 万吨）。库存继续小幅上升，增幅环比上周略有放大，产量连续第三周小幅下降，但总体依然处于历史同期最高

本周建材价格走势整体先弱后强运行，周初现货市场氛围偏弱，市场出货冷清，市价弱势调整，周后期在期螺以及钢坯带动下，厂商盼涨意愿强烈，市价纷纷推涨，然价格快速上调后高位拿货谨慎，市场成交跟进不足，终端多维持观望。社库、厂库双双上升，加之近期价格拉涨过快，市场恐高心理明显；另外需求方面，北方进入大暑节气、南方高温多雨，短期需求达不到预期，库存持续累积，市价或面临高位回调风险，但当前成本端支撑强劲，且主导钢厂挺价心态不减，各大户对后市仍存预期，同时出于前期成本考虑，降价意愿不强，市价底部支撑较为强劲，综合来看，预计下周市价窄幅偏弱调整。

铁矿石：本周铁矿石震荡上涨，进口矿部分，现 62% 普氏指数 110.4 美金。钢厂询盘尚可，部分钢厂观望情绪较重，有刚需的钢厂维持正常采购节奏。远期资源方面，市场对浮动价格的买盘更感兴趣，对固定价资源买盘因担忧风险情绪上升而不敢接。从港口库存看，北方六港库存共计 6067.11 万吨，环比增加 202.40 万吨。从库存增量看，矿价没有强势理由，但从库存结构来看，高品粉矿、球块均出现累库，而六港 MNPJ 库存继续创今年新低，总库存已经跌破 900 万吨。而目前钢厂对 MNPJ 粉用量是最大的，因为钢厂烧结偏好仍主要集中于 MNPJ。高品粉矿由于高价销售继续承压，并影响了一些与高品粉配矿的低品粉的出售，再加上上个月几大矿山财年冲量，近期到港量大增。目前市场参与者认为南方雨季降雨最强阶段已经过去，对铁矿石价格的支撑也来自较好的钢材利润以及出梅之后钢材需求改善的预期，对钢铁产业需求的信心恢复。因此铁矿石很有可能高位过渡 8 月后再面临 9/10 月传统钢材旺季，短期来看维持高位震荡格局运行。国产矿市场方面，稳中偏强运行，内粉商家多盼涨高要，周初大矿均有上涨，周中各地市场跟涨，唐山、辽宁等市场价格累涨 5-20 元，钢企由于出库较多，刚需补库无奈上调 15-40。由于天气原因国内球团出现阶段性高需求，询价较多。

总体来看，螺纹及铁矿冲高受阻回落，但市场目前由于原料端的紧张对钢材仍然有支撑，后市高位震荡可能性较大。中长期看市场高位震荡之后向下调整可能性加大。操作上，有库存需要套期保值者可以逢反弹乏力时机做空套期保值。。

期权策略：卖出宽跨式期权

铜

近期铜基本面上的主要消息：

1. 智利、秘鲁公布 5 月铜产量 数据，智利同比增长 1% 至 49.25 万吨，而秘鲁萎缩 41% 至 12.8 万吨，但目前秘鲁正处于复产阶段，预计产量回升，而智利面疫情不断发展干扰加大，必和必拓宣布缩减旗下 Cerro Colorado 生产，Codelco 扩建项目暂停且暂停一家精炼厂生产，市场担忧情绪持续。

2. CSPT 小组召开了最新三季度的 Floor price 价格会，并敲定三季度的 TC/RC 地板价为 53 美元/吨及 5.3 美分/磅，抑制国内冶炼产能。SMM 6 月铜精矿指数报 51.71 美元/吨。而本次确定的三季度地板价较一季度的 67 美元/吨下降较多，客观反映了进口铜精矿供应收紧的趋势，同时下半年原料供应形势仍十分严峻。Antofagasta 本周与铜陵有色及江西铜业就 2021 年上半年铜精矿供应协议达成一致，最终确定的 TC/RC 为 60.8 美元/吨及 6.08 美分/磅，将为来年长单谈判提供一定指引。

3. 由于精废价差回到 2000 元以上水平，废铜替代消费愈发明显，但再生铜进口短期仍难实现，三季度仍以批文为主，废铜进口仍紧张。

4. 其次是需求端，电网电源的投资增速居高不下，预计后市将带动整体需求增加；以及终端需求各领域先后回暖，整体消费并不悲观。

5. 智利国家铜业公司(Codelco)上周五表示，Chuquicamata 矿工会批准实施为期 7 天的轮班工作，以减少工人暴露于冠状病毒暴发的风险。全球最大的铜生产商 Codelco 在一份声明中表示，该措施以超过 75% 的多数票获得通过。智利国家铜业公司 Codelco 周六表示，将暂时停止旗下 El Teniente 矿山的升级项目项目建设，该公司声明，此举是应对迅速蔓延的冠状病毒大流行的必要举措。Codelco 在一份声明中表示，该措施将使 Teniente 相关业务的员工总数减少到 4,500 人，并且该矿山将继续以先前宣布的 14 天轮班制度以保护工人。嘉能可报告其在刚果的矿工出现感染，周末智利科达尔科报告其全部矿山只有一半工人在生产，秘鲁一小型矿山宣布因疫情而暂停运营，矿山生产受阻的担忧加剧。

6. 废铜：7 月 1 日，再生铜（黄铜）标准已正式如期落地，有关部门正在加快推进相关资质认证和监管

措施出台工作，但距离实际可用仍需一段时间。环保部公布了三季度进口废铜的第一批批文，总量为 17 万吨，由于二季度批文仍有剩余，批文本身并不影响废铜进口，新的批文公布暗示三季度新的再生铜原料进口标准可能无法执行，但仍将以批文形式保障正常的废铜进口需要。截至 5 月进口废铜同比减少 20 万吨，进口及国产废铜减少是上半年精铜快速去库存的重要原因。5 月下旬开始东南亚重启废铜进口，6、7 月进口环比增加，但美国经济重启受阻，新的废铜回收恢复缓慢，可能造成 8 月东南亚废铜原料紧张，国内废铜整体供应偏紧。但短时间看，由于高价吸引国内库存释放，当前废铜供应较宽松，下游消费略有放缓，精铜紧张与废铜宽松的结构性矛盾造成精废价差扩大，整体而已，国内炼厂因精矿原料紧张而减产，7、8 月精矿可能进一步紧张，需要保持进口以维持国内供应，低库存和沪伦现货同时升水说明精铜现货紧张仍是基本格局，强势不变。

目前铜市场的主要观点：

1. 矛盾比较明显，需求尚未完全恢复但供应受限支撑铜价。目前国内消费已进入淡季，尤其在进口货源冲击下，出库量明显下滑且不如往年同期水平，而海外则因制造业复苏环比继续回暖。在经济数据表现较好的情况下，基本面则海外接力中国撑起需求，虽然美国疫情反弹有所阻碍，但矿端干扰影响更大，基本面支撑较强，铜价仍然有继续冲高可能。但从更长期看铜价冲高之后还要回落。

2. 需求长期宏观上没有新周期但中期有全球复苏逻辑。即中期有复苏牛长期没有新周期。长期没有新周期不论是宏观经济上还是铜的需求上都是如此。主要是指铜需求的主要领域中国的房地产基建将来虽然有一定任性但没有多大增长潜力。

3. 基本面仍然利多，虽然技术上到了阻力位但目前没有任何因素能引发供应上升从而导致库存大幅积累。

4. 下一步供应方面准确预期比较困难，主要是疫情对铜矿供应的影响难以确定。这种不确定性还可能持续很长时间，直到疫情明显消退。

5. 疫苗上市之后有效期是人们关注的焦点。有报道说人体自然产生的新冠病毒抗体 6 个月后就检测不到了，疫苗是否也会如此还未可知。疫苗的有效期对未来的疫情控制乃至世界经济的复苏情况构成决定性影响。

6. 目前状态下套期保值还是采取不要开口策略。可以用期货期权组合策略来操作。但行情不确定性比较大尽量不留开口。我们的主要方式是根据不同的行情调整策略的结构组合，但基本上不留开口，这样基本上在规避风险的同时在部分时间里还能有增值收益。但也会在其他时间付出一定成本，但成本很有限。

铜市场目前反弹受阻回落，市场开始回调。近期中美关系成为市场关注焦点，下一步关注中美关系的进一步进展和全球疫情，操作上逢高对库存进行保值做空。

期权策略：反弹时候可以用海鸥期权做空。

原油：

近期原油市场缓慢盘升，油价上涨，因美元走弱提振了石油市场，但由于疫情爆发的消息和对库存增加的担忧，油价涨幅仍然有限。目前利空因素有上周美国炼油厂产量的下降。在进入炼油旺季之际，全球最大的原油消费国对原油的实际需求连续第二周下降，东海岸和西海岸炼油厂领跌。此外，新冠肺炎疫情可能会导致各机构在内的主要市场观察人士很快下调对需求增长的预测，特别是今年第四季度的需求预期。

与此同时，忽视看跌指标是油价走强的标志，但这种影响也是由美元疲软造成的，美元疲软通常会促进工业石油购买。不过，汇率变动引起的价格变化不会产生持久影响。另一方面，最重要的道路燃料需求趋势存在很大的不确定性。由于新型冠状病毒肺炎继续在美国和印度等主要市场蔓延，汽油面临严重风险，而近期油价上涨得益于汽油需求的增长。

上周美国初请失业金人数意外上升，为近四个月来首次，这表明在新增病例数回升和需求低迷的情况下，劳动力市场陷入停滞。

统计显示，周四美国新增冠状病毒感染者近 400 万人，平均每小时新增病例超过 2600 例，居世界首位。世界上第二严重的疫情是巴西。根据约翰霍普金斯大学公布的数据，220 万人被感染，8.1 万人死亡。一个月之内，新感染人数几乎翻了一番。与此同时，亚太地区疫情再度燃起，东京新发病例数也创下历史新高。受此影响，周二美国原油下跌 2%。因此，由于疫情的蔓延继续对经济造成压力，不排除部分国家和地区重新封锁的可能性，考虑到近期美国原油的情况，这将再次冲击原油需求整体成交仍接近前期跳空缺口位置，短时间内乏持续上升动力。如果近期市场负面因素加剧，应警惕油价短期见顶的可能性。

关注各国制造业 PMI，尤其制造业复苏是经济复苏的前兆，可能会对油价产生短线影响。在 6 月市场预期该数据将重返荣枯线上方，但是最终只录得 49.8，低于市场的预期，日内需关注该数据表现，市场预期为 52。

美国能源署最新数据显示，在截至 7 月 17 日的一周内，美国商业原油库存增加，同时美国原油产量自疫情大流行以来首度出现增加。截至 7 月 17 日当周，商业原油库存增加 489 万桶，至 53658 万桶，较五年平均水平高 19%，为 2017 年 10 月以来最高水平。墨西哥湾沿岸库存增加了 0.85 亿桶，达到 3.05 亿桶。俄克拉荷马州库欣的库存也增加了 138 万桶，纽约商品交易所达到了 5011 万桶。库欣库存的增加足以抵消该地区需求的增加，并推动中西部地区上周库存增加 33 万桶。

值得一提的是，上周美国原油产量上升 10 万桶/日，至 1110 万桶/日，为今年 2 月以来的首次增产。但这还不包括墨西哥湾 6 月中旬恢复生产的情况。钻机数据提供商 Enverus 在 7 月 16 日表示，美国石油和天然气钻机数量在连续 4 个多月减少后，在截至 7 月 15 日的一周内增加了 9 个，达到净 288 个。钻机数量和产量的上升预示着备受期待的上游行业已见底。但是如果市场需求依旧低迷，这可能会加剧库存增加的局面，进一步对油价构成压力。

美国大西洋沿岸炼油厂利用率下降 13.4 个百分点，至产能的 36.6%，是全美炼油厂需求下降的主要原因。产量下降在很大程度上是由于 Phillips 66 旗下位于新泽西州林登产量 25.85 万桶/日的 Bayway 炼油厂停机所致，该炼油厂在 7 月 9 日停电，被迫关闭了一些未指明的设备。

热带风暴或袭击德州海岸，短时间或导致生产受阻，小幅提振油价。消息称，周五热带风暴汉娜位于德克萨斯州科珀斯克里斯蒂市东南偏东约 385 英里 (620 公里)，最大风速为 40 英里/小时 (65 公里/小时)。同时周四美国国家飓风中心警告称，一个热带风暴正朝加勒比海地区移动，预期将增强为今年大西洋飓风季第一个飓风。气象专家预测，今年大西洋飓风季将特别热闹，预期会有多达 10 个飓风。一般飓风季约有 6 个飓风成形，而龚萨洛是今年第 7 个热带气旋，显示今年热带气旋活动较活跃。美国国家飓风中心还警告称，8 号热带低气压正在向西北偏西移动，本周末美国德州部分地区可能会有强降雨。

对此 Schneider Electric 大宗商品分析师 Christin Redmond 表示：“热带低气压在德州海岸边形成，在着陆前，可能发展成为热带风暴汉娜，这场风暴可能会影响到拥有海上石油和天然气生产资产的地区，短时间削减产量。”

三大因素或决定油市走向。

自 2020 年 6 月 16 日以来，美原油一直在每桶 40 美元左右两美元的区间范围内波动，在相对狭窄的价格区间内将近五周的震荡意味着原油市场的供求关系平衡，至少暂时如此。尽管 40 美元似乎是美原油一个合理的价格水平，但情况即将发生变化，市场不久将不得不重新进行自我梳理，以找到另一个公平价格水平。分析师认为可能有两个因素会推动油价的走向。

经济复苏。6 月份的交通状况预示着，一旦美国、印度和其他国家开始放松限制，交通状况将逐渐恢复。然而，美国有 30 多个州的疫情有所上升，比预期的更早、更严重。与此同时，疫情在巴西、俄罗斯、印度、南非和阿根廷的蔓延也让经济复苏速度受到怀疑。

欧佩克在 8 月增产。欧佩克和俄罗斯已同意从 8 月起将石油产量增加 200 万桶/日。虽然产量的增加是对实际需求增长的反应，但增加的量能被市场消化多少仍有待观察。很明显，40 美元的原油价格不会一直持续下去，如果经济复苏速度低于预期，再加上 OPEC 未能能保证成员国继续保持合规，尤其是此前承诺将会实施补偿减产的国家，以及亚洲未来石油购买量的不确定性，可能会令 8 月份的原油价格出乎市场意料，达到每桶 30 美元。

亚洲原油需求变化。毫无疑问，亚洲仍是原油需求的主要增长点。在价格周期的低谷，亚洲大幅增加了实物原油的购买。简言之，亚洲国家利用历史上的超低价来增加原油库存和储备。但对原油的强劲需求会持续下去吗？还有多久？这取决于 8 月份以后这些国家的需求。显然，40 美元的原油价格不会永远持续下去。如果经济复苏率低于预期，加上欧佩克未能确保其成员国继续遵守，特别是承诺实施补偿和减产的国家，以及亚洲未来石油采购的不确定性，8 月份的原油价格可能会出乎市场意料，达到每桶 30 美元。

但目前市场似乎正在为疫情影响下的复苏做准备，并认为全球经济增长足以消化欧佩克的增产。亚洲将在今年下半年前继续购买原油，这将推动美国油价升至 50 美元左右。

原油市场 近期进入缓慢盘升行情，但仍然可能属于震荡的第二浪调整，后期的突破关键取决于疫情的发展，操作上回调时候逢低做多。

期权策略：卖空看跌期权。

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