

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：

美国农业部周四表示，中国买家签订了 19.7 万吨美豆采购合同，这是美国政府连续第七个工作日报告向全球最大大豆买家出售大豆，而且美豆周度出口销售报告显示，截止 8 月 6 日当周，美国对华大豆出口销售总计 213 万吨，为 2016 年 11 月以来最高水平。当前美豆生长条件处于理想状态，美豆优良率保持在历史最高位水平，美国农业部在 8 月供需报告中将美豆单产由上月的 49.8 蒲式耳/英亩上调到 53.3 蒲式耳/英亩，美豆产量因此由上月预估的 1.1254 亿吨跳增到 1.2042 亿吨，上调 788 万吨。美国农业部报告后市场短期利空兑现，尽管美豆实现预期增产的概率较大，但来自中国的需求刺激有助于削减美豆库存压力，成为当前市场关注的重点。马来西亚棕榈油市场周四震荡收涨，主要受到相关植物油升势带动，印尼上半年减产也提振市场人气。中国大豆进口保持高速增长，油厂开工率较高，国内豆粕和豆油供应充足。豆油收储预期令市场重回升势，豆粕跟随美豆止跌反弹，大豆市场因持续拍卖而保持震荡整理状态。

周四中储粮拍卖 2.46 万吨国产大豆，拍卖底价下调 200 元/吨后依旧全部流拍。中央储备拍卖的 7.4 万吨进口大豆全部成交，均价为 3063 元/吨。近日中央储备将继续进行 6.4 和 6.3 万吨进口大豆拍卖。国产大豆和进口大豆高密度投放市场，政策性调控力度加大，大豆供应增加，市场看涨预期持续降温。周四豆一期货市场冲高回落震荡收低，延续震荡整理行情。国产大豆降价拍卖仍未有成交，除 2018 年大豆质量不佳外，也显示市场趋于理性，需方等待新豆上市。本周黑龙江主产区将进入连续多雨天气模式，利于大豆结荚鼓粒，国产大豆产量前景保持乐观。随着新豆上市周期缩短，陈豆价格以震荡回落方式同新豆对接的概率较大。

周四国内沿海豆粕现货报价跟随美豆上涨，多地调高 20-40 元/吨，沿海豆粕主流价格多在 2830-2940 元/吨之间运行，市场出现止跌迹象，下游逢低补库增多。美豆大幅增产市场不跌反涨，原因在于中国需求强劲。中美展开贸易磋商前中国加大美豆采购力度，市场预计后期中国会继续大量采购美国农产品。因前期采购量巨大，预计 8 月大豆实际到港量在 1035 万吨左右，9 月到港量约为 890 万吨，四季度月均到港量仍在 800 万吨左右，可有效满足国内大豆压榨需求。与此同时，进口大豆拍卖节奏加快，国内大豆供应充足，油厂开工率维持高位运行，豆粕库存止降转升。国内养殖业需求持续回暖，油厂远月销售比例较大，需求端对豆粕价格有支撑。国内豆粕价格反弹的主要动力在于美豆上涨后的成本传导，从供应角度看，大量进口美豆会增加国内库存，不利于豆粕价格反弹。美豆出现天气问题的概率持续下降，增产问题随时可能重新主导市场走势。

综合来看，6-8 月市场预期庞大的进口大豆到港量，对豆粕豆油现货保持庞大的施压，相比之下棕榈油、菜油现货库存偏低，给市场更多的遐想空间。2020/21 年度美国大豆自去年减产中恢复，但种植关键期尚未结束，从优良率表现来看，降雨较为正常，市场普遍预期单产升至每英亩 50 蒲式耳以上，高者能达 51.5，目前美豆指数在消化这种偏空预期的压力。中国的大豆原料进口需求阶段性转移至美国，因巴西大豆的余量十分有限，此前市场一度预期中国采购美豆的意愿将大幅提高，实际阶段性地采购对目前的美豆指数支撑有限。但随着疫苗落地，全球经济重启，餐饮、零售等食用终端的需求加速恢复，对美国新赛季大豆上市而言是具有利多支撑的，预计豆粕远月合约有望经历中期调整筑底后，将重拾偏强的走势。操作上

回调逢低做多或观望。

期权策略： 卖出宽跨式期权。

棉花

当前美国 2019 年度棉花基本销售完毕，新年度棉花产量减少，近期美棉新苗的优良率开始好转，预计未来对单产影响不大。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。

棉花本年度预计年度末商业库存要比上一年度下降。需求方面，国内消费基本恢复到正常区间，出口方面数据 7 月份大幅好转。虽然整体消费不及往年，但是在逐步恢复中，国内的供需基本面在逐步改善。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。

8 月 13 日储备棉轮出销售资源 8948 吨,成交率 100%，平均成交价格 11685 元/吨，较前一日下跌 79 元/吨，折 3128 价格 12899 元/吨，较前一日下跌 245 元/吨。新疆棉成交均价 11988 元/吨较上月增加 27.9 万吨至 2558.9 万吨。消费方面，中国、印度和巴基斯坦消费量都减少，全球棉花产量减少 27 万吨至 2461.5 万吨。全球棉花期末库存增加 46.6 万吨至 2284.2 万吨。

据中国棉花信息网对全国棉花交易市场 18 个省市的 154 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显示，7 月底全国棉花商业库存总量为 286.41 万吨，较上月减少 37.48 万吨，降幅 11.57%。其中新疆库棉花量为 130.8 万吨，内地库存量为 129.91 万吨。

据中国海关总署最新统计数据显示，2020 年 7 月，我国纺织品服装出口额为 312.94 亿美元，环比增长 7.79%，同比增加 14%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 159.769 亿美元，环比下降 1.11%，同比增 48%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 153.175 亿美元，环比增长 18.97%，同比减少 9%。2020 年 1-7 月，我国纺织品服装累计出口额为 1564.82 亿美元，同比增长 5.57%，其中纺织品累计出口额为 900.804 亿美元，同比增长 31.25%；服装累计出口额为 664.02 亿美元，同比下降 16.58%。

目前郑棉期货震荡攀升，尽管上涨速率极其缓慢，但未来总体向好方向不会改变。近期纺织品外贸出口好转，而且疫苗很有希望在年底前或明年年初推出并大规模接种，但目前棉花面临高库存的制约，棉价上涨将一波三折。市场向下动力减弱，震荡向上趋势明显。操作上待下探时逢低做多。

期权策略：尝试参与做空波动率策略适，或卖出看跌期权。

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周下降 0.74 万吨至 858.6 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 221.12 万吨；钢厂库存上升 13.95 万吨至 363.22 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 100.84 万吨。合计库存上升 13.21 万吨。本周产量环比上升 1.79 万吨至 386.51 万吨（去年同期产量 360.6 万吨）。总库存再次转升，绝对量仍处历史高位，表现需求量环比下降，与此同时产量环比走高，现

实基本面压力没有缓解。

本周建材价格走势偏弱下行，从周初来看，受期螺下行影响，贸易商报价均跟跌，周中受钢坯端上涨影响有所回调，但市场交投氛围一般，出货并未出现放量，但低价资源表现尚可，需求方面也未进入快速释放期，下游市场趋弱调整，采买谨慎，从建材各种规格来看，钢厂螺纹钢产量有所减少，但社库存存依旧处于高位，去库速度减弱。当前进入8月中旬，资源流通逐渐进入慢节奏，下月将迎来传统的金九银十，期螺移仓换月，市场将为9月份蓄积能量。但铁矿石的高位不确定性也给螺纹未来带来风险。

本周铁矿石市场强势拉涨。普指上涨连铁震荡，矿商多数跟随连铁盘面调整，议价空间略有扩大，但仍有不少矿商挺价情绪较高，不接受低价出货。远期方面，港口对澳矿的供应持续紧张，继续推动了市场对海运产品的购买兴趣。相比之下，巴混和卡粉等巴西产品买卖双方的报价价差仍然很大。有钢厂表示巴西的低铝产品在市场上稀缺已经太久了。钢厂现在已经调整了配方，为了更多地使用国内铁矿石、进口精粉和球团，所以再次变更配比不太容易。在块矿方面，由于国内焦炭价格高企，而且有便宜的球团作为替代，钢厂用户不愿增加块矿的使用量。市场预估还需要两个月的时间才能有效减少块矿和球团的库存。港口块矿的直接交易价格一直比粉矿低，市场正在讨论将块矿磨成粉矿的可能性，据了解研磨成本从16元/湿吨到35元/湿吨不等。钢厂方面，因为澳洲中品的价格高企让一些钢厂对低品货物的需求大增，因为钢厂开始越来越注重节省成本了。除了澳洲的低品，印度的低品粉矿相对于澳洲粉矿有较大折扣，因此市场对印度的低品粉矿购买兴趣也有明显增加。巴西资源方面，巴西低铝粉矿目前溢价较低，乍一看钢厂好像可以利用更多高铝货物来增大成本节约的空间。但实际上巴混和PB粉目前在各港口的交易价格持平，这导致了巴西低铝产品吸引力仍然不够。据了解，唐山地区钢厂烧结机开工率79.66%，较上周增加3.39%，高炉开工率83.33%，较上周增加1.67%，需求支撑可见一斑。消息面，市场传言商务部对澳洲铁矿审批有一定变化，进口澳洲铁矿需要提前申报，商务部复审在10个工作日以内。以往是直接审批通过，现在需要10天，市场人士猜测是近期澳洲跟我国摩擦的结果。如果该消息属实，那么短时间内会加强资源紧张影响。国产矿方面，普指高位，商家维持盼涨，近期唐山本地阴雨天气，加之低品资源偏紧，精选厂成本偏高，供应紧俏，多半都持货谨慎观望，而钢厂的采购力度一般，普遍维持随采随用，所以周内虽然价格有所上涨但成交量不高，如港陆、德龙、轧一等。东北地区受周边影响，价格也是一度偏强，本钢、通钢、鞍山宝得等均涨25-30元。山西天镇65品位也高达650元，贸易商囤货积极，选厂基本无库存。武安、代县等地区市场比较混乱，钢企多观望。

7月份的数据显示基建恢复速度较快，下半年基建需求对钢材仍然有支撑。下半年钢材市场将呈现供需两旺状态，中长期看，基建及房地产需求的恢复，专项债的快速发行，都对未来钢材市场有一定支撑，从需求周期和疫情控制情况及今年房地产的任性和基建回升加大来看，未来需求仍然比较乐观，但供应上也在增加，尤其是铁矿石已经到高位，价格上基本达到了去年高点，后期铁矿石供应会不会因为价格高企发生变化是我们重点关注的题材，无论如何，铁矿石在目前基础上再大幅上涨难度加大。操作上，短期以宽幅震荡看待，关注冲高之后受阻情况，如果有冲高机会可以逢高做空套期保值。否则观望。

期权策略： 观望。

铜

宏观面：美国公布的二季度GDP年化率同比下滑32.95%，创有史以来最低，德国GDP同样表现不佳，美国当周首次申请失业救济人数连续两周出现反弹。欧美经济数据表现不佳更多是对过去经济下滑的印证，但在疫情未得到有效控制的背景下，情绪上仍会加重市场对远期经济复苏的担忧，使得市场情绪持续表现谨慎，压制铜价上行。中国7月制造业PMI录得51.1，高于前值及预期，国内经济继续维持较强的复苏态势。供应端：目前铜市基本面关注焦点仍集中于南美铜矿供应端。7月19日，智利宣布12个大区疫情出现好转，有条件启动逐步解封计划，而上周其新增感染人数确表现明显下降趋势；另外上周安托法

加斯塔旗下 Zaldívar 和 Centinela 两座矿山的劳工谈判经政府调解后顺利解决，罢工得以避免，未来铜矿供应预期保持稳定。但秘鲁方面新增人数维持高位，且当地社区暴动封锁铜矿山至港口运输道路未得到解决，据悉目前 Las Bambas、Antacappay 矿山已被迫宣布发运不可抗力(生产仍维持正常)，除疫情外秘鲁铜矿供应再添不确定性。截止上周五，SMM 铜精矿指数(周报)报 49.88 美元/吨，环比上升 0.08 美元/吨。

对于国内炼厂来说，8 月原料供应紧张问题环比改善，前期检修接近尾声，预计产量环比将回升。废铜方面，精废高价差局面未变，废铜供应持续较好冲击精铜消费。废料货源整体仍保持偏紧，维持在卖方市场，但由于铜锭替代、新一轮批文发放促使批文紧缺的企业可再度清关、或进口，利废企业原料补充难度已大幅减缓，议价权明显提升，高价废料难有成交。

消费端：目前铜消费处于季节性淡季，铜杆、线缆、板带等开工率均有下滑。据调研，7 月电线电缆企业开工率为 101.61%，环比减少 1.53 个百分点，同比增加 10.14 个百分点。其中大型企业开工率为 110.89%，中型企业开工率为 60.13%，小型企业开工率为 69.35%。7 月线缆企业开工率环比小幅走弱，多数工厂反映 7 月新订单量有所下滑。7 月订单走弱一方面是季节性因素。7 月天气较热导致工厂以及终端行业开工较慢。电网订单有所减少，房地产订单无突出表现，华为对电子线的需求也在减弱。另一方面，7 月铜价持续高位震荡，下游及渠道商存在看跌心理，也放缓提货节奏。

目前铜价多空驱动处于真空期，基本上国内外因复苏进度差别导致库存走势分化，整体相对稳定，前期担忧的智利供应问题均未得到有力的证实或证伪，对铜价的向上驱动减弱。而宏观层面，从已公布经济数据来看，疫情反弹对美国的影响已经体现，但政策对冲风险的基调没变，流动性仍宽松加上一轮又一轮的刺激计划，让市场空头缺乏加码的信心，当然中美间的关系仍是较大的隐患。

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。疫苗的有效性和有效期将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。

总体上看，技术上铜市场步入震荡偏空态势，库存低虽然仍然有支撑，但长期预期已经有所改变。操作上反弹逢高做空，有库存者需要严格套期保值。

期权策略： 卖出看涨期权或者买入下跌方向的海鸥期权。

原油：

周四，国际能源机构 (IEA) 在最新的月度报告中下调了今年全球石油需求的预测。前一交易日，欧佩克发布了一份悲观的月度预测报告，显示 2020 年全球石油需求的下降幅度将超过此前的预测，明年的复苏仍存在疑虑。油价周四 (8 月 13 日) 收跌：美国 WTI 原油 9 月期货下跌 43 美分，至 42.24 美元/桶；10 月布伦特原油期货下跌 37 美分，至 44.96 美元/桶。

基本面利好因素：

1、美国原油库存下降和需求回升使原油前景乐观。根据美国能源情报署 (EIA) 周三晚间公布的数据，截至 8 月 7 日，原油库存减少 451.2 万桶，预计减少 252.3 万桶；前值减少 737.3 万桶，创下美国三地原油库存下降纪录连续几周；汽油库存减少 72.2 万桶，预计减少 42.4 万桶，前值增加 41.9 万桶；精炼油库存减少 23.22 万桶，为 3 月 20 日当周 (21 周) 以来最大降幅，预计将增加 55.2 万桶，前值增加 159.1 万桶。

2、北京时间周三，美国石油协会（API）公布的数据显示，截至 8 月 7 日当周，API 原油库存减少 440.1 万桶至 5.16 亿桶，高于此前预期的 320 万桶；API 库欣原油库存增加 107.3 万桶，炼油库存存在之前的基础上减少了 6.34 亿桶，增加了 9.42 亿桶。

3、美国能源信息署（EIA）周二上午 9 点（北京时间凌晨 0 点）发布月度短期能源展望报告：预计 2020 年 WTI 原油价格为 38.50 美元/桶，此前预计为 37.55 美元/桶；2020 年布伦特原油价格预计为 41.42 美元/桶，此前预计为 40.50 美元/桶；EIA 将提高 2020 年全球原油需求增长率，将 4 万桶/日调整为-811 万桶/日，2021 年全球原油需求增长率将增加 3 万桶/日，达到 702 万桶/日；预计 2020 年美国原油需求增长率为-200 万桶/日，而此前为-212 万桶/日。预计 2021 年美国原油需求将增长 157 万桶/日，高于此前的 160 万桶/日。

基本面利空因素：

1、国际能源机构的月度报告将使全球石油需求从 9210 万桶/天减少到 2020 年的 9190 万桶/天，并在 2021 年从 9740 万桶/天减少到 9710 万桶/天。预计 2021 年全球石油供应量将增加 160 万桶/天。航空出行前景预测下调，2020 年航空煤油需求量减少 18.5 万桶/日。

2、俄罗斯能源部长诺瓦克说，欧佩克成员国讨论将联合部长级监督委员会（jmmc）从 8 月 18 日推迟至 8 月 19 日。会议将重点讨论 7 月份石油减产协议的执行情况，并评估 8 月份的形势。俄罗斯认为，应继续按照协调一致的时间表执行欧佩克协议。原油市场处于平衡状态，目前还没有调整欧佩克+协议的建议。俄罗斯的诺瓦克说，欧佩克+不打算“做出重大改变”。

3、欧佩克（OPEC）周三公布的全球原油日需求量为 9500 万桶。预计 2021 年石油需求将保持 700 万桶/日的增长速度，但目前不确定性较大，可能对未来产生负面影响。预计 2020 年全球原油需求将减少 40 万桶/日，2021 年将减少 50 万桶/日。预计 2021 年全球原油需求增长率为 700 万桶/日，与之前持平。

4、美国财政部长努钦 13 日说，如果连续第五天没有谈判，白宫高级领导人和国会民主党人可能无法就冠状病毒援助问题达成协议，目前的僵局阻碍了数以千万计的美国人获得帮助。美国众议院议长佩洛西说，双方“相隔万里”，存在“鸿沟”。分析师称，美国经济刺激计划陷入僵局的不确定性增加，也可能令油价承压，该计划旨在支撑经济从新冠病毒疫情最严重的影响中复苏。

原油价格反弹到 40 美元左右开始横盘震荡，目前欧佩克和俄罗斯自 8 月起开始增加产量，再加上需求必定没有完全恢复，而且疫情新增数据较大，但毕竟油价处于历史低位，目前震荡调整属于见底以来的第二浪强势调整之中，或者是缓慢攀升蓄势之中，之后在疫情好转带动下回升可能性较大。操作上避免追涨杀跌，回调下探时候逢低做多。

期权策略：卖出看跌期权。

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