

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：

8月27日消息，芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货周四升1.8%，触及七个半月高位，因市场担心干旱天气导致美国产量低于预期。来自中国的强劲出口需求增加对大豆的看涨情绪，大豆连续第四个交易日收高。美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，8月20日止当周，美国2019/2020年度大豆出口销售净增5.04万吨，市场预估区间为增加0-20万吨。其中，对中国大陆出口销售净增16.86万吨。当周，美国2020/2021年度大豆出口销售净增187.44万吨，市场预估为120-220万吨。其中，对中国大陆出口销售净增59.2万吨。巴西农业部官员表示，巴西政府决定暂时取消对大米、玉米和大豆的进口关税。据报道，此举旨在对抗通货膨胀，因为最近这三种产品的价格都已上涨。

CBOT大豆市场在2020年美国大豆增产预期得到美国农业部确认后不跌反涨，既有“利空出尽即利多”的空头压力释放，也有来自中国大量采购缓解美豆库存所提供的支撑。国内豆粕市场高度依赖进口大豆，美豆上涨带动大豆进口成本上升，国内豆粕市场跟随美豆震荡回升，但随着大量美国过剩库存转向中国，国内进口大豆市场宽松的供应前景又成为阻碍豆粕价格反弹的压力。

美国农业部在8月供需报告中将美豆单产从上月的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，上调幅度高达788万吨。虽然此前市场根据美豆生长状态普遍预期美豆产量会被调高，但月度间如此大的上调幅度仍超出各方预期。受美豆产量增加影响，2020/2021年度美豆期末结转库存由上月的1156万吨增加到1659万吨。全球大豆期末结转库存变动不大，主要是由于美国农业部调低上年度期初库存和调高中国消费所致。当前美豆作物优良率虽较此前有所下降，但69%的优良率仍属历年同期偏高水平。随着美豆结荚鼓粒的生长关键期接近尾声，天气炒作的概率将持续下降，即使部分产区单产下调，也基本不会改变本年度美豆大幅增产的事实。

2019/2020年度巴西大豆基本实现预期产量，来自中国的强劲需求令巴西大豆出口节奏大幅加快，豆农获益良多。随着巴西休耕期接近尾声，新季大豆种植工作将在9月中下旬展开。从分析机构的调研数据看，多倾向于巴西2020/2021年度大豆种植面积继续提高，产量有望再创新纪录。其中，农业分析机构Agroconsult近日表示，巴西2020/2021年度大豆种植面积预计将增加110万公顷，达到3790万公顷，这意味着该国大豆产出有望达到1.326亿吨。如果天气条件有利于大豆播种和生长，那么最终大豆产量可能会高于Agroconsult的预估水平。因此，从目前时点评估，在美国和巴西大豆产量前景保持乐观预期的情况下，全球大豆远期供应将继续保持宽松格局。

中方近期加大美豆采购力度。美国农业部公布的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。当周美国大豆出口装船量为110.39万吨，对中国装船量为63.04万吨，对华出口速度提升，预计在新豆上市后将继续大幅增加。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，四季度月均到港量预计在800万吨左右，可有效满足国内大豆压榨需求。来自中国的强劲需求成功抵挡美豆增产压力，引领美豆止跌回升。美豆库存大量转向中国，为国内大豆供应提供保障，除关注成本因素传导外，也要注意国内大豆供大于需的基本现状对豆粕价格的抑制效应。

来自国家农业农村部的数据显示，7月份全国生猪存栏环比增长4.8%，连续6个月增长，同比增长13.1%。这是自2018年4月份以来生猪存栏首次实现同比增长，也是继6月份能繁母猪存栏同比增长后，生猪产能恢复的又一个重要拐点。同时，7月份能繁母猪存栏环比增长4.0%，连续10个月增长，同比增长20.3%。按照生猪生产的周期性规律，产能恢复过程首先是能繁母猪存栏恢复增长，之后是生猪存栏恢复增长，然后是出栏恢复增长。生猪存栏同比增长，预示着5-6个月后生猪出栏量也将实现同比增长，将从根本上扭转生猪市场供应偏紧的局面。作为豆粕消费的重要主体，生猪市场有序恢复可从根本上提高豆粕需求量。据业内机构统计，7月份国内饲料总产量环比增幅约为10%，而且豆粕性价比优于杂粕，替代需求增加饲企豆粕用量。因此，需求端对四季度豆粕以及饲料价格的支撑性在持续加强。

当前美豆的运行逻辑主要在于产量预增和中国需求强劲的相互博弈。中国大量进口美豆利多美豆价格的同时可有效保证国内供应，进而导致内外盘走势出现不同步。因此，国内豆粕价格在跟随美豆成本上升的过程中承受的供应压力也在增加，从而限制国内豆粕市场的跟涨幅度，甚至可能出现外强内弱现象。由于国内豆粕需求持续向好，油厂多预售远期合同，现货库存压力不大，在美豆不出现大幅调整行情时，国内豆粕价格同样不具备深跌空间。另外，中国生猪存栏增加预期和未来疫情好转导致消费增加，对豆类构成支撑。**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，预计国内豆粕远月合约仍然处于震荡偏强态势。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。疫情影响国外消费端虽有恢复，但是预计低于往年同期并将长期维持相对低位。美棉新年度签约情况不错，中国是否大量采购将成为影响美棉走势的重要影响因素，目前来看美棉基本面尚可。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，需求一般，CCI开始对国外报价，成交情况尚可，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。

棉花进口方面，据海关统计数据，2020年7月我国棉花进口量9万吨，环比基本持平，较去年同期减少43.6%。2020年我国累计进口棉花98万吨，同比减少26.9%。2019/20年度以来(2019.9-2020.7)累计进口棉花139万吨，同比减少28.4%。

美国加利福尼亚州的皮马棉面积曾经超过100万英亩，但如今在种植价格低和供水不足的影响下逐年减少。皮马棉在加州种植户中仍然是最受欢迎的品种，该州皮马棉种植面积接近146,000英亩，而陆地棉种植面积为25,645英亩。不过，据加州棉花生产商和种植者协会的数据，这一数字比去年下降了28%，棉花种植总面积也下降了28%，仅为18.7万英亩。

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%。国家统计局数据：7月份，社会消费品零售总额32203亿元，同比下降1.1%。

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，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上升 11.26 万吨至 878.08 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 268 万吨；钢厂库存上升 13.2 万吨至 380.64 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 110.74 万吨。合计库存上升 24.46 万吨。本周产量环比下降 4.35 万吨至 380.62 万吨（去年同期产量 348.63 万吨）。总库存连续第三周上升，且增幅进一步放大，跟去年相比增幅扩大，绝对量仍处历史同期最高位；产量继续下降，但同比去年同期仍高 9% 以上，产量下滑背景下，库存进一步上升，显示需求整体不及预期。

今年淡季钢材市场价格表现强势，价格指数已高于去年同期，8 月 26 日，兰格钢铁全国钢材综合价格指数为 148.7 点，较去年同期高 1.6%。产量和库存都在高位的情况下，强预期、高成本是市场价格在淡季表现偏强的重要原因。目前正处于由淡季向旺季转换阶段，钢材需求回升略显乏力，虽然旺季预期暂时不能被证伪，不过在整体供给偏高的情况下，钢材市场价格有一定压力。

钢铁业是疫情背景下的受益行业，政府积极扩大有效投资有力拉动了钢材需求。三季度财政资金将继续到位，专项债集中在 8、9 月份发放，资金传导至实体，基建投资有望保持修复趋势；近两月，房地产新开工和销售都保持较高增速，短期内房地产开发投资仍然会保持一定韧性；而制造业生产逐步加快，总体已达正常水平，投资环比将继续恢复。总体来看，后期国内钢材需求仍有保障。同时，随着海外经济重启，全球制造业的复苏已经较为明显，国际钢材市场价格显著上升，有利于钢材的直接和间接出口。

面对疫情冲击，央行加大了货币政策逆周期调节力度，截至 7 月末，广义货币供应量(M2)与社会融资规模增速分别为 10.7% 和 12.9%，较 2019 年末高 2 个和 2.2 个百分点，在流动性整体宽松背景下，PPI 已经触底回升。钢材品种具有商品属性和金融属性，强预期下，资金面宽松使其金融属性突显，更易推动价格上涨，6 月底以来，螺纹钢期现价差呈现逐步扩大的趋势。7 月份新增社融和人民币贷款规模环比都有所收缩，整体流动性有可能边际收紧。不过，商品与金融资产的区别在于，价格要通过需求传导。7 月 M1 增速有所回升，创近两年新高，M2 增速回落，M1 与 M2 剪刀差收窄表明企业主动补库存或是扩大资本开支，流动性宽松传导至企业端，企业的生产和投资将趋向活跃，对工业品价格形成有效支撑。

矿价高位给钢材价格带来风险。5 月份以来钢材价格上涨的过程中，成本无疑起到重要支撑和带动作用，主要原料中，煤焦及废钢价格上涨幅度较小，铁矿石价格大幅上扬，据兰格钢铁云商平台监测数据显示，8 月 26 日，日照港 61.5% 澳粉价格 118 美元/吨，较 4 月末上涨 39 美元/吨，涨幅 49.4%，已超 2019 年淡水河谷溃坝事故后的价格高位。目前煤焦价格都处于中位水平，铁矿石价格已达近几年的高位，价值处于高估状态。虽然国内铁矿石需求依然旺盛，但铁矿石估值中也包含需求预期及全球流动性极度宽松的因素，其价格的持续上涨使风险不断累积，可能已经处于风险大于收益的阶段，高价位铁矿石是后期钢材价格的风险点。

今年以来产量也在较快增长，中钢协数据显示，8 月上旬和中旬，重点钢铁企业粗钢日均产量分别为 215.3 和 216.1 万吨，同比分别增长 5.1% 和 5.2%。另外，大规模的置换产能将于年底前投产，产能置换项目虽然均为减量置换，但由于新投产产能装备先进、生产效率高，或无形中增加行业供给。

由于铁矿石价格在高位有下跌风险，及钢材供给增加较快，库存仍然处于高位，钢材市场压力加大。虽然面临需求旺季，但向上空间可能有限。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

北京时间周四晚上 21 点, 杰克逊霍尔全球央行年会如期拉开帷幕。美联储主席鲍威尔发表了主题为“货币政策框架评估”的讲话。鲍威尔表示, 美联储现在的通胀目标是 2%, 希望通胀在一段时间内“平均”增长 2%, 即采用“灵活形式的平均通胀目标制”, 允许通胀率“适度”高于 2%, 以抵消疲弱期的影响。然而, 他明确表示, 美联储不会设定就业目标, 但准备使用所有的工具来实现其最大就业和价格稳定的目标。

鲍威尔认为, 新的声明反映了美联储的观点, 即“强劲就业市场”不一定会导致不可接受的通货膨胀水平。美联储的新策略是“灵活形式的平均通胀目标制”。美联储将“高度关注”促进强劲的就业市场。

鲍威尔表示, 美联储现在的通胀目标是 2%, 但暂时没有提供定义平均通胀率为 2% 的公式。另外, 美联储希望通胀在一段时间内“平均”增长 2%, 即采用“灵活形式的平均通胀目标制”, 允许通胀率“适度”高于 2%, 以抵消疲弱期的影响。然而, 他明确表示, 美联储不会设定就业目标, 但准备使用所有的工具来实现其最大就业和价格稳定的目标。他同时表示, 如果通货膨胀上升到“高于目标水平”, 美联储将“毫不犹豫地采取行动”。

策略声明的更新承认了持续低利率环境给货币政策带来的挑战, 在美国乃至世界各地, 货币政策利率比以往更可能受到有效利率下限的限制。鲍威尔在会上发言结束后, 多位重要的美联储官员也发表讲话或接受采访, 捍卫此次“全员投票通过”的决定。其中, 在今年拥有 FOMC 投票权的达拉斯联储主席卡普兰对“平均通胀目标”给出了具体解释, 即美联储新版框架意味着物价可以“温和地”高于目标, 可能意味着通胀率处于 2.25%—2.50% 之间。“但如果让通胀在 3% 的水平持续一年而不加息, 我会感觉不舒服。”他补充道。

周四, 美国公布了一系列重磅经济数据。美国第二季度实际 GDP 年化季率修正录得-31.7%, 较上次的预估值向上修正 1.2 个百分点, 这一修正主要反映了私人库存投资和个人消费成本的向上修正。同时, 美国劳工部最新公布的数据显示, 美国至 8 月 22 日当周初请失业金人数录得 100.6 万人, 超过市场预期的 100 万人; 美国至 8 月 15 日当周续请失业金人数录得 1453.5 万人, 为连续三周下降后首次增加。美国国家经济顾问库德洛表示, 到目前为止经济复苏整体符合预期, 预计第三季度经济将表现强劲, 希望看到更多的企业重新开业, 经济可以在没有更多刺激措施的情绪下继续复苏。

印尼周一上午发生抗议活动, 超 1000 名工人堵住了通往全球第二大铜矿 Grasberg 铜金矿的道路, 但持续时间短, 对铜矿生产影响较小。秘鲁疫情虽回升, 令供应不确定性增加, 但预计难以出现二季度大规模减产行为, 因此矿山供应整体仍呈现回升态势。消费方面, 1-7 月电网投资完成额同比增长 1.6%, 全年计划额基本持平去年同期, 后续将恢复正常节奏, 电网三季度交货量明显低于往年水平, 空调企业出口疲弱, 淡季料延长, 因此预计 9 月中旬后下游消费才会有明显改善, 目前淡季效应仍对铜价形成拖累。另外, LME 库存持续下降, 目前已不足 10 万吨, 且现货高升水, 对外盘铜价形成支撑。在国内消费疲弱, 库存回升, 国内外库存走势分化, 而且人民币升值导致内外盘走势分化。

总体上看, 冲外盘技术上铜市仍然处于上涨趋势之中, 库存低虽然仍然有支撑, 但长期可能是宽幅区间震荡的可能性较大。关注伦敦库存的变化, 如果持续降低, 不排除逼仓风险。操作上暂时观望。

期权策略： 观望或者卖出宽跨式期权。

原油：

墨西哥湾近期关闭了大量海上原油生产设施和沿海炼油厂。近期恶劣天气刺激油价上涨，但市场仍然处于缓慢的盘升阶段，市场仍然在等待消费的好转。

能源信息机构标准普尔全球普洛克特的数据显示，截至当地时间 25 日，墨西哥湾海上原油产能停产规模已超过每天 155 万桶，占当地原油总产能的近 85%。另有数据显示，墨西哥湾沿岸有 9 家炼油厂因恶劣天气关闭，炼油厂产能停产规模达到每天 290 万桶，约占美国炼油总产能的 15%。

分析人士普遍认为，恶劣天气对原油价格的影响是暂时的，受到新冠疫情影响的市场供需才是长期决定原油价格的关键。美国银行（bankofamerica）美国石油和天然气研究主管道格·列盖特（douglegate）表示，不利天气对油价的支撑作用“温和而短暂”。雷斯塔能源公司高级副总裁比约纳尔·通海于根表示，恶劣天气的确会影响短期原油供应，但疫情才是市场面对的更大“飓风”，经济复苏前景才是市场关注的焦点。

此外，美国能源情报署 26 日公布的数据显示，上周美国商业原油库存下降 470 万桶，符合市场预期。不过，利好消息并未使油价大幅反弹，反映出市场对经济复苏前景并不乐观。欧佩克和非欧佩克产油国今年现阶段将维持原油产量水平。一旦全球经济从疫情中复苏，未来一段时间内原油市场可能会出现供应缺口，这或将推动国际原油价格出现突破。

随着旅游限制的放松，5 月至 7 月，全球原油需求大幅增长，目前为上年水平的 89%，而 4 月份的需求为 78%。IHS Markit 预计，到 2021 年第一季度，需求增长将放缓至 9920-9500 万桶/日（约为上年水平的 92-95%）。主要原因是旅行，特别是航空和通勤，将继续受到限制，直到流行病得到控制和疫苗的广泛提供。IHS Markit 副总裁兼石油市场主管吉姆·伯克哈德（Jim Burkhard）表示，世界石油需求从崩盘时的最低点迅速上升，将促使石油需求全面复苏，至少目前是这样。要使需求完全恢复，出行，特别是航空出行和人们的日常出行，需要恢复正常。在病毒得到控制和有效疫苗可用之前，这些都不会发生。全球航班数量比 2 月份下降了约 30%（4 月份下降了 78%）。但由于长途飞行的油耗还没有恢复到短途飞行的水平，实际航空油耗仍比去年下降 50%。

在美国，汽油零售额也是一个重要指标。美国汽油零售额超过了除中国大陆以外的任何其他市场对石油的总需求。根据 IHS Markit 的 OPIs 周刊追踪，美国汽油零售额在 4 月降至去年同期的 50% 后，从 5 月至 7 月初迅速增长。但自那以后，销量一直徘徊在比去年同期低 17-18% 的水平。不过，全球原油需求放缓并不意味着供应过剩将回到 4 月份油价跌破 0 美元/桶时的纪录水平。欧佩克+成员国再次出现供应紧张局面，美国产量下降，仍预示着 2020 年下半年将出现供应短缺。

原油价格反弹到 40 美元以上之后开始震荡盘升，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：shenenxian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799