

## 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：

近期美豆强势上涨，周三晚，美豆、美豆油回稳收高，美豆11月合约收盘位于960美分略上，位于今年年初主力合约960美分之上，创近两年主力合约新高！从近两年美豆走势上看，大致在950——800美分一带震荡，期间有多次起落，这一区域构成了一个中长期的低位箱体结构，最大单调涨跌幅在140——150美分的空间幅度，震荡中心位于870美分。上月中旬，美豆在这一震荡中心870附近回稳之后，出现了井喷式的上涨，如今冲过这一箱体上沿，引发本轮强势，在较大的程度上，应该是市场对于美豆的销售前景普遍看好所致，至于部分地区的天气干旱因素，只是辅助因素而已。

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截止8月27日当周，美国新豆出口销售净增176.28万吨，处于市场预估区间100-180万吨的上沿。其中对中国出口销售净增101万吨。此外，民间出口商周四向美国农业部报告向中国出口销售13.2万吨大豆，向未知目的地出口销售31.8万吨大豆。中国买盘强劲，成为美豆价格高位运行的重要基石。美豆优良率由8月中旬的74%下降到本周的66%，美豆部分产区天气恶劣也为美豆抗跌提供支撑。美国农业部将在9月11日公布新的月度供需报告，市场普遍预期美豆产量等关键数据将被下调。马来西亚棕榈油市场周四继续强势反弹，为连续第六日上涨，明显受到中国油脂市场的强势提振。美豆利多消息持续发酵，市场未受周边市场弱势拖累保持独立运行。进口美豆成本上升的传导效应继续在豆油市场体现，豆粕因国内供应压力增加而跟涨乏力，豆一继续受到东北地区台风影响而较为抗跌。

周四国内沿海豆粕现货报价稳中小涨，多地反弹10-20元/吨，沿海豆粕主流价格多在2870-2980元/吨之间运行，内外供应环境差别显著，国内豆粕因库存压力而跟涨乏力。国内豆粕市场近期表现明显弱于美豆，主要在于国内豆粕面临胀库压力，而且美豆的成本传导效应集中在豆油上体现，从而削弱油厂对豆粕的挺价动力。天气炒作和中国需求双轮驱动美豆反弹。但即使单产不及预期，美豆增产也基本定型，而且随着近期降温降雨天气出现，美豆天气炒作行情随时可能终止。中国大量进口美豆，导致大量库存转向中国，为国内大豆供应提供可靠保障。当前大豆到港量庞大，且压榨量居高不下，沿海豆粕库存继续回升，截止8月28日当周，国内沿海主要地区豆粕库存量达到120.26万吨，同比增幅高达54.85%，库存压力需要时间消化，限制国内豆粕价格跟涨。国内饲料养殖业对豆粕需求保持稳中攀升态势，一定程度上提升豆粕价格重心。

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 2020 年度棉花签约进度尚可，新年度棉花产量减少，近期美棉新苗的优良率仍一般，主产区得克萨斯州优良率低，预计未来对单产会有影响。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。新年度印度新年度棉花播种进度很快，目前已经超额完成了预期，其国内棉花需求不错，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。

目前国内下游的纺织企业经营的确困难较大，亏损现象也比较严重，这是低驱动。郑棉虽然基本面逐渐向好，且储备棉成交情况好，都给支撑较大的支撑，但是考虑 10 月份将有大量新花上市对市场供应造成较大的压力，而 9 月份将有新花开秤价格也会对市场产生较大的影响，因此 9 月下旬走势可能会出现转折。市场会有新的影响因素。

国内消费开始慢慢恢复，国内棉纱市场销售市场较差，然而传统的淡季的到来使得订单进一步减少，厂商出货速度减缓，近期纺织企业多处于亏损边缘或者不盈利状态。短期内消费难以回归到疫情之前的状态。

截至 8 月底，青岛黄岛胶州胶南总库存约 27.5 万吨，其中美棉 122000 吨、澳棉 30800 吨、墨西哥 300 吨、苏丹 7700 吨、巴西 41000 吨、印度 31000 吨、西非（包含科特迪瓦、喀麦隆、布基纳法索、马里等）23600 吨、中亚（乌棉、塔吉克）15500 吨、以色列 1400 吨、其他（希腊、埃及等）1600 吨。

前期因新疆对于疫情管控较为严格，汽车发运存在一定难度，8 月底时汽运量几乎为零。9 月 1 日晚，新疆维吾尔自治区党委召开视频会议宣布，在不放松常态化疫情防控措施的前提下，全疆全面恢复正常生产生活秩序。据了解，随着防控级别的下降，新疆棉汽车运输将陆续恢复常态，这在一定程度上有利于市场行情的稳定。

9 月 3 日储备棉轮出销售资源 10057 吨，成交率 100%。平均成交价格 12315 元/吨，较前一日上涨 87 元/吨，折 3128 价格 13509 元/吨，较前一日上涨 26 元/吨。新疆棉成交均价 12453 元/吨，较前一日上涨 13 元/吨，新疆棉折 3128 价格 13650 元/吨，较前一日上涨 47 元/吨。地产棉成交均价 12144 元/吨，较前一日上涨 148，地产棉折 3128 价格 13334 元/吨，较前一日下跌 16 元/吨。7 月 1 日至 9 月 3 日累计成交总量 413847 吨，成交率 100%。

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%。其中限额以上服装鞋帽、针织品类零售额为 889 亿元，同比下降 2.5%。1-7 月份，服装鞋帽、针织品类累计零售额为 5959 亿元，同比减少 17.5%。

郑棉期货经过前一段时间反弹到达 13000 以上的阻力位，近日开始下跌，估计不如中期调整状态。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。市场向下空间估计有限。操作等待调整比较充分之后做多。

**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上升 13.54 万吨至 891.62 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 304.37 万吨；钢厂库存下降 13.84 万吨至 366.84 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 119.14 万吨。合计库存下降 0.3 万吨。本周产量环比上升 1.7 万吨至 382.32 万吨（去年同期产量 338.48 万吨）。总库存跟上周基本持平，跟去年相比增幅进一步扩大（去年同期库存下降 45 万吨），绝对量仍处历史同期最高位；产量小增，同比去年同期上涨 13%

本周建材价格走势整体震荡偏强运行，周初市价上调后，高位交投明显放缓，而北方环保限产支撑下，钢厂多存挺价意愿，市价稳中弱调，周四开始受市场消息面带动，钢坯价格上行，期螺持红，期现货共振，厂商炒涨意愿浓厚，市价纷纷走强。螺纹钢周度产量 382.62 万吨增加 2.06 万吨，线材周度产量 163.54 万吨增 2 万吨。本周库存数据显示厂库减少，社会库存增加，北方部分钢厂停产限产，厂内库存压力有所缓解，同时厂库正在向社库转移；目前大户成本偏高，挺价意愿较为强烈，同时赶工需求或在 9 月份得到释放，预计 9 月份需求大概率有所回暖。

本周铁矿石市场先跌后涨。近期普指连涨靠近 130 美金，黑色系品种交易数据好转，市场情绪表现乐观，铁矿石海运市场的心态也保持坚挺。随着季节性高温和暴雨的结束，建筑行业有望在短期内保持快速增长，下游钢材市场预期转多。钢厂方面，迫于澳洲粉矿上涨压力，部分钢厂开始关注印度粉矿的成本效率，不过就印粉的烧结性能而言，跟澳粉完全不同，一方面，印度的季风季节一直对运输产生较大影响并妨碍着印度粉矿的供应。另一方面，印粉只能在少数钢厂间游走，想要大规模替代十分困难。港口现货方面，主流低品和巴西卡粉补涨幅度较大，说明钢厂正在改变配矿选择，但矿商仍表示短期澳粉的稀缺性致使价格不大可能出现下跌。一些矿商预计，今年冬季将会有更严格的烧结限产，所以一些钢厂很早就开始储备烧结矿。而于钢厂来说，在利润为正的背景下削减产量是不现实的。品种方面，最近钢厂在烧结过程中也会使用了一些精粉。但港口精粉的库存仍高企，且部分乌克兰货物目前以精粉而非球团形式出售，原因是球团溢价的减弱。所以进口精粉价格是否能好转，市场的看法分歧较大。国产矿方面，普指大涨靠近 130 美金，商家普遍盼涨，加之钢坯连连上涨，矿选企业纷纷惜售挺价，如遵化 66%湿 800-810 涨 20。个别钢厂无奈上调 5-10 元补库，如港陆现 69%干含税 1135 元/吨，金马 66%干含税 1050 元/吨。贸易商也积极询盘，市价跟随有所趋高。

当前决定钢价走势主要看需求端，预计 9 月份钢材需求大概率回暖，但市场乐观中仍保持谨慎心态，诸如需求不及预期、高矿价调整等风险也并存。综合来看，短期钢材价格或进入涨后震荡，下游入市积极性不高，整体成交偏弱，钢厂挺势明显，市场整体挺价出货为主，考虑需求不佳但底部支撑强劲，预计短期钢厂价格小幅调整。钢厂调价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

宏观上,美联储主席鲍威尔上周四就美联储政策框架评估发表讲话，提出在一段时间内实现平均通胀率为 2%，总体货币宽松支撑铜价。废铜方面，第 11 批废铜批文配额量为 14530 吨，废铜供应仍旧偏紧，冶炼端上周加工费 TC 维持 48 美元/吨，硫酸价格 105 元/吨维持不变。需求侧，下游企业基本以按需采购为主，多观望。库存方面，LME 铜库存上周减少 14125 吨，处于 2005 年 12 月以来最低水平，全球显性库存 56.97 万吨，不到 60 万吨，处于历史低水平，对铜价构成支撑。随着供应担忧缓解和需求水平回落，铜价升势可能难以更进一步。指标期铜价格自 3 月以来反弹约 50%，主要受担忧供应减少和最大金属消费国中国制造业的复苏推动。

总的来看，全球宏观形势依然向好，库存低位，两者是看多铜价的核心要素；供给端 TC 费低位，叠加低硫酸价格，抑制冶炼企业开工生产进而从底部较强支撑铜价，需求端淡季特征显著但有转强预期。美国疫情形势严峻程度居全球首位、欧盟逐渐复工且欧盟复兴基金缓解人们对欧元解体担忧、美联储扩表以及财政扩张均推高美元供给，中期美元走势核心因素仍在于美国能否控制住疫情实现经济复苏，美元的下跌趋势为铜市营造了乐观氛围。

美国商务部 8 月 27 日公布的修正数据显示，今年第二季度美国国内生产总值按年率计算下滑 31.7%，但这仍是有记录以来美国经济最大季度降幅。8 月份，中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 51.0%，比上月略降 0.1 个百分点。小型企业 PMI 为 47.7%，比上月下降 0.9 个百分点，仍位于临界点以下；8 月份，非制造业商务活动指数为 55.2%，比上月上升 1.0 个百分点，连续 6 个月位于临界点以上。8 月份，综合 PMI 产出指数为 54.5%，比上月上升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动继续恢复向好。

但市场上在上冲前期高点阻力位的情况下也出现了另一种担忧，瑞士宝盛分析师 Carsten Menke 表示：“过去两三个月，金属市场的许多问题都正得到缓解，但在目前的这种复苏背景下，要继续上涨就难得多了。“最近拉丁美洲的生产数据相当鼓舞人心。至于中国的需求方面，有越来越多的证据表明，过去几个月，一些暂时的因素推动铜的消费。”报告显示，主要生产国智利和邻国秘鲁的铜矿厂产量有所改善。智利国营铜业公司(Codelco) 周三公布，今年前七个月产量增长 2.3%。至少这些利空预期在疫苗上市前仍然对高位铜继续上冲构成障碍。

总体上看，近日的下跌表明铜市场仍然震荡市之中。中短期可能是宽幅区间震荡的可能性较大。但更长期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：

1、伊拉克可能要求将按照 OPEC+协议实施额外减产的完成期限推迟两个月



伊拉克称，该国可能寻求将按照 OPEC+协议执行额外减产的时间推迟两个月。这表明巴格达将无法像先前承诺的那样迅速减产，今年早些时候，伊拉克的石油产量超过了 OPEC+协议的产量配额，因此，该国现在正在进行更大幅度的减产以补偿之前的减产不足。最初，巴格达曾承诺在 8 月和 9 月完成此事，但现在表示可能需要更长的时间；伊拉克在周三的声明中说：如果不能在 9 月底前全部完成超额减产，伊拉克将要求部长级联合监督委员会在 9 月 17 日的委员会会议后立即寻求 OPEC+成员国做出迅速决定，将完成超额减产的期限推迟到 11 月底；在同一份声明中，巴格达否认了媒体有关伊拉克已经要求完全豁免遵守 OPEC+产量协议的说法。伊拉克表示，在当地媒体上流传的声明是错误的，并表示“石油部坚决否认这一毫无根据的声明，并确认，伊拉克仍然完全致力于遵守 4 月份的 OPEC+合作宣言以及 6 月份达成的补偿性减产机制；上个月，曾承诺补偿性减产以弥补过去未足额减产的 OPEC+成员国，在履行承诺方面取得一些进展；据机构调查，8 月份伊拉克日产量 372 万桶，比一个月前减少了 7 万桶，但仍高于考虑补偿性减产后的每天 340 万桶的目标。

2、供应充足抵消需求回升，短期成品油供需面仍不乐观。7 月份中国成品油消费环比增长 25%，但是成品油产量同步增长 23.6%，需求回升被供应扩大所抵消，供需过剩的矛盾依旧严峻，据发改委数据显示，7 月份成品油供需差在 461 万吨相比 6 月份环比增长 14.67%，加上国内社会库存处于高位水平，成品油市场基本面预期仍不乐观，现有阶段下游中间贸易需求谨慎，刚需用户继续按需采购，供需基本面未有向好的迹象，工矿基建类复苏进程仍较为缓慢，但是稳中向好的趋势不变。

3、8 月财新中国综合 PMI 为 2011 年 1 月以来次高，仅低于今年 6 月 8 月服务业投入品价格继续提高，企业普遍反映用工成本和原料价格上升。制造业原材料购进价格指数连续三个月处于扩张区间。二者综合，综合投入成本继续上升；制造业新出口订单指数疫情后首次升入扩张区间，带动综合新出口订单总量降幅收窄。制造业和服务业从疫情中迅速恢复仍是当前经济运行的主基调；过去半年中，外需和就业总体表现低迷，8 月服务业就业开始回暖，制造业就业亦接近拐点。目前海外疫情发展仍有不确定性，或对或内国际双循环的构建仍形成制约。后疫情时代就业的改善需要市场更长期的恢复和企业家更长期的稳定发展预期，在此过程中，相关宏观政策的支持必不可少。

4、OPEC 核心成员仍使石油出口节奏受控。尽管从 8 月开始 OPEC+放松了减产要求，允许将产量增加近 100 万桶/日，但 OPEC 的中东产油国当月石油出口基本保持稳定；伊拉克和科威特出口下降，抵消了沙特阿拉伯与阿联酋出口增多的影响。沙特阿拉伯出口增加 26 万桶/日，比协议允许该国增产的规模要小。阿联酋出口增加规模同样小于协议允许的环比增量，这可能表明夏季国内原油需求激增。伊拉克出口下降 17.7 万桶/日。因前几个月未能达到减产目标，该国一直遭到来自沙特阿拉伯的施压；数据显示，伊拉克、科威特、沙特和阿联酋这四个国家上月共出口原油和凝析油 1361 万桶/日，比 7 月减少 3000 万桶/日。在 OPEC+放松减产要求的情况下，他们本可以选择合计增产 98.6 万桶/日。

5、俄罗斯能源部长诺瓦克：俄罗斯 2020 年原油产出预计将下降约 10%至 5.1 亿吨，全球石油需求预计将在明年恢复至疫情前水平。俄罗斯能源部长诺瓦克：俄罗斯 8-12 月的石油产量将较此前计划的水平下降 13.8%左右，2020 年俄罗斯石油工业的投资可能从 2019 年的 1.4 万亿卢比下降 20%，全球石油需求已经恢复到危机前水平的 90%，俄罗斯将建议欧佩克+对全球石油需求复苏做出反应，预计 2020 年俄罗斯石油产量将下降 10%，至 5.1 亿吨，全球石油需求将在 2021 年上半年或下半年完全恢复，并面临第二轮疫情的风险，将密切关注石油市场形势，随着经济复苏，将平衡石油产量，如果没有 OPEC+，油价将是 10-20 美元/桶而非 45 美元/桶水平

6、美国至 8 月 28 日当周 EIA 原油库存-936.2 万桶，预期-200 万桶美国至 8 月 28 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存+11 万桶；美国至 8 月 28 日当周 EIA 汽油库存-432 万桶，预期-305 万桶；美国至 8 月 28 日当周 EIA 精炼油库存-167.6 万桶，预期-100 万桶；美国至 8 月 28 日当周 EIA 精炼厂设备利用率 76.7%，

预期 76.8%。上周美国国内原油产量减少 110 万桶至 970 万桶/日。美国上周原油出口减少 36.1 万桶/日至 300.2 万桶/日。除却战略储备的商业原油上周进口 490 万桶/日，较前一周减少 101.6 万桶/日。美国原油产品四周平均供应量为 1828.1 万桶/日，较去年同期减少 15.9%。除却战略储备的商业原油库存减少 936.2 万桶至 4.984 亿桶，减少 1.8%。

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。虽然短期下跌，但向下空间有限。操作上避免追涨杀跌，回调下探企稳时候逢低做多。

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

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

电话：400-886-7799