

## 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：

9月24日芝加哥期货交易所(CBOT)大豆期货周四下跌1.6%，受压于美国中西部收成产量好于预期的报告和基金卖盘。IGC本月维持2020/21年度全球大豆产量预测值不变，仍为创纪录的3.73亿吨，高于2019/20年度的3.38亿吨。大豆贸易量预计为创纪录的1.65亿吨，高于上月预测的1.64亿吨。期末库存预计为5000万吨，比上月预测调低200万吨。值得一提的是，2010/20年度全球大豆贸易调高了100万吨，达到1.64亿吨，比上年提高8%左右，因为近些周末大豆出口装船量高于预期。

美国农业部周度出口销售报告显示，美国对中国（大陆）大豆出口销售总量同比增长8.4倍，前一周是同比增加9.4倍。截止到2020年9月17日，2020/21年度（始于9月1日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为226万吨，高于去年同期的41万吨。当周美国对中国装运77万吨大豆，上周对中国装运109万吨大豆。迄今美国对中国已销售但未装船的2020/21年度大豆数量为1698万吨，去年同期为144万吨。2020/21年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为1924万吨，同比增加836.3%，上周是同比提高943.7%。美国农业部在9月份供需报告里预计2020/21年度（10月至次年9月）中国大豆进口量预计为9900万吨，和8月份预测持平，比上年提高1.0%；2019/20年度中国大豆进口量达到9800万吨，和8月份预测持平，比上年提高18.7%。

美国大豆已经进入收割期，天气因素对市场的扰动基本结束。来自宏观层面的忧虑情绪显然盖过中国强劲进口对美豆的影响，美豆此前连续大涨，在市场缺少新的利多题材之际，基金减仓压力大幅增加。马来西亚棕榈油市场周四继续大幅下跌，市场担心马来西亚棕榈油产出增加和该国政治的不确定性，而欧美疫情二次爆发导致多国收紧经济活动，全球商品普跌格局下棕榈油调整压力不减。全球金融仍未企稳，美豆连续遭遇抛压，看涨人气持续下降。国内油脂板块呈现断崖式下跌，豆粕处于调整状态。

周四国内沿海豆粕现货报价多数回落，多地下跌10-30元/吨，沿海豆粕主流价格多在3000-3080元/吨之间运行。大宗商品市场整体承压调整，美豆止涨转跌，国内中下游采购较谨慎，市场转入粕强油弱运行节奏。本周中国进口商继续大量采购，国内到港大豆维持高位。双节前油厂开工率较高，本周压榨量有望升至219万吨新高，国内当期和四季度豆粕供应仍有充分保障。受双节前需方备库带动，国内豆粕库存未因高开工率而攀升，截止9月18日当周，国内沿海主要油厂豆粕库存总量为102.32万吨，较去年同期增加幅度已降至33.52%。国内生猪养殖业进入快速增长期，带动国内豆粕需求前景向好，并提升豆粕价格重心。

后期随着疫苗落地，全球经济重启，餐饮、零售等食用终端的需求加速恢复，对美国新季大豆上市而言是具有利多支撑。国内豆粕前期也表现较强。但后期由于缺乏利多继续向上炒作题材，目前市场上升受阻，四季度国内供应宽松，在美豆天气炒作结束和南美预期种植面积增加之际豆粕市场可能步入区间震荡阶段。操作上多单离场之后观望多。

期权策略：期权平仓之后观望。

## 棉花

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。

郑棉虽然基本面逐渐向好，且储备棉成交情况好，支撑较大，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。而美国禁止进口新疆棉及其下游相关产品将对棉花下游消费产生非常不利的影响，也会引起其他国家和品牌商纷纷跟随，美国政府又暂缓对新疆棉的制裁，悲观情绪略缓解。而较高的籽棉收购价格却对棉花现货价格形成支撑。但是后期随着棉花收购量和加工量上来，盘面卖套保压力增加，因此中期郑棉有向上压力较大。

棉纱：随着“金九银十”的到来国内消费开始慢慢恢复，近期纱线价格略有上涨，纱线销量略有好转，棉纱库存略有下降，但是许多纺织企业仍多处于亏损边缘或者不盈利状态，预计未来棉纱利润将逐步回归，然而目前仍未看到消费有明显提升。欧洲疫情二次爆发，对出口市场预计也会有影响，中期消费也不容乐观。

9 月 24 日储备棉轮出销售资源 2825 吨，成交率 100%。平均成交价格 12302 元/吨，较前一日下跌 102 元/吨，折 3128 价格 13604 元/吨，较前一日下跌 152 元/吨。新疆棉成交均价 12298 元/吨，较前一日下跌 161 元/吨，新疆棉折 3128 价格 13565 元/吨，较前一日下跌 152 元/吨；地产棉成交均价 12331 元/吨，较前一日上涨 150 元/吨，地产棉折 3128 价格 13852 元/吨，较前一日下跌 62 元/吨。7 月 1 日至 9 月 24 日累计成交总量 488175 吨，成交率 99.87%。

据海关统计数据，2020 年 8 月我国棉花进口量 14 万吨，环比减少 6.7%，同比增加 54.1%。2020 年 1-8 月我国累计进口棉花 119 万吨，同比减少 16.8%。2019/20 年度以来(2019.9-2020.8)我国累计进口棉花 159 万吨，同比减少 21.7%。根据 i 棉网数据，截至 9 月 23 日新疆棉累计加工量为 1.48 万吨，较上日增加 6943 吨，检验量为 0。

据中国海关总署最新统计数据显示，2020 年 8 月，我国纺织品服装出口额为 309.24 亿美元，同比增长 20.26%，其中纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 147.18 亿美元，同比增加 46%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 162.07 亿美元，同比增长 3.2%。2020 年 1-8 月，我国纺织品服装累计出口额为 1874.06 亿美元，同比增长 5.6%，其中纺织品累计出口额为 1048 亿美元，同比增长 32%；服装累计出口额为 826.09 亿美元，同比下降 15.8%。

国家统计局数据：8 月份，社会消费品零售总额 33571 亿元，同比增长 0.5%，为今年以来首次正增长。其中限额以上服装鞋帽、针织品类零售额为 967.2 亿元，同比增加 4.2%。1-8 月份，服装鞋帽、针织品类累计零售额为 6936 亿元，同比减少 15%。

郑棉期货经过前一段时间反弹到达 13000 以上的阻力位，近日在美国可能制裁新疆棉的消息影响下开始下跌，估计步入中期调整状态。现在市场基本面不确定性较大，而且新花上市给市场带来进一步压力，估计郑棉仍然处于低位徘徊阶段。操作等待调整比较充分之后做多，暂时观望。

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下降 15.45 万吨至 865.65 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 385.85 万吨；钢厂库存下降 2.89 万吨至 352.39 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 127.7 万吨。合计库存下降 18.34 万吨（去年同期库存下降 67.33 万吨）。本周产量环比上升 3.83 万吨至 376.43 万吨（去年同期产量 353.47 万吨）。库存小幅去化，本周需求略有好转，但库存绝对量仍处历史同期最高位；产量居高不下，供应压力依然较大。

摩根士丹利在大宗商品展望中表示，鉴于淡水河谷出货量上升且进入第四季度中国钢铁产量将放缓，铁矿石预计将从近期高位进一步回落。随着建筑活动放缓，中国钢铁需求进入冬季通常也会放缓，平均而言，中国第四季度钢铁产量较第三季度下降 3.3%。该行在大宗商品展望中称，明年中国钢铁产量增速将放缓至+1%。该行称，淡水河谷出货的持续恢复，加上中国钢铁产量略有放缓，预计将使当前紧张的市场从第四季度开始进入过剩状态。该机构预计，铁矿石第四季度均价料将为 100 美元/吨，2021 年料为 81 美元/吨。

目前铁矿石成为决定钢材价格的关键。铁矿石海外到港再次下滑，到港维持高位且压港缓解：海外第二轮疫情爆发，本已恢复至往年低位的海外铁矿石到港量开始下滑。我国铁矿石到港量维持高位，9 月 20 日我国铁矿石 7 日移动平均到港量为 354 万吨/天，周环比增 12.5%，月环比增 3%，同比增 30.4%，增量来源于澳洲矿。9 月 15 日我国铁矿石压港量为 2259 万吨，较上周下滑了 209 万吨，较 9 月初下滑了 384 万吨。唐山封港三天略有影响，大部分港口卸货效率有所提升，在到港量维持高位的情况下，压港量在逐渐下滑。

低品矿配矿的利润也已接近亏损：近期铁矿石现货价格开始受到螺纹钢负反馈下跌，以 PB 粉为代表的主流中高品澳粉价格大幅下滑，9 月 21 日山东地区成交价已跌至 900 元/吨以下。PB-超特粉价差快速收窄，目前价差为 95 元/吨，较上周下滑 22 元/吨，较上月下滑 107 元/吨，同比下滑 25 元/吨，处于历史同期最低值。改配矿后的华东螺纹钢利润为 48 元/吨，较上周下滑 44 元/吨，利润在快速收窄。且 PB 粉为主配矿的螺纹钢利润依然亏损，市场已无性价比。

海外到港再次下滑，到港维持高位且压港缓解，澳洲三季度发货量较二季度下滑明显。9 月 20 日澳洲矿 7 日移动平均发货量为 229 万吨/天，周环比降 11.6%，月环比降 8.3%，同比降 3.12%。上周澳洲矿发货下滑来源于力拓发货港丹皮尔和沃尔科特。PDM 以外港口发货大幅下滑，S11D 已成为 Vale 关键产能。9 月 20 日巴西矿 7 日移动平均发货量为 98 万吨/天，环比降 9.6%，月环比降 25.6%，同比降 7.6%。非 PDM 港发货量大幅下滑，已接近历史同期低值（去年同期），也符合 Vale 二季报中的产能变化，除了 S11D 以外，其他矿区并没有很稳定的复产。S11D 在今年 6 月提产至 9100 万吨/年，预计全年生产 8500 万吨铁矿石。

海外铁矿石到港量均不同程度下滑，除南非外其他非主流铁矿出口国发货量大幅下滑，欧洲数国连续多日未有铁矿发货，澳洲矿到港量持续上升，铁矿石到港量维持在年内高位。近期巴西矿发货量增值往年同期高位，四季度初巴西矿到港将回升至高位。

2020 年 8 月我国铁矿石进口总量为 1.0036 亿吨，环比下滑 10.9%，同比上涨 5.8%。我国铁矿石 8 月进口量略有下滑符合铁矿石供给季节性（BHP 和 FMG6 月末为财年末期，期间出口的澳洲矿，大部分在 7 月到港），但依然高于往年同期。

旺季初期钢厂不愿主动减产，但目前实际需求并不能覆盖目前的钢材产量，持续累库将迫使钢贸商主动去库从而打压钢材价格倒逼钢厂减产，目前三线民营钢厂已逐渐悲观，唐山钢厂在降低原料采购量，焦炭第三轮提涨也未落地，若钢价再下滑 50 元/吨，三线民营钢厂将大概率减产，低利润产量出清后，若降库恢复旺季常态，钢价才能企稳止跌。由于铁矿石价格在高位有下跌风险，及钢材供给增加较快，库存在

消费旺季之后仍可能继续积累，钢材市场压力加大。虽然面临需求旺季，但市场压力较大，操作上，反弹逢高抛空。

**期权策略：卖出看涨期权。**

## 铜

前 8 月精炼铜产量 652.7 万吨。中国 8 月精炼铜(电解铜)产量 89.4 万吨,同比增长 9.7%;1-8 月精炼铜(电解铜)产量 652.7 万吨,同比增加 4.9%。8 月锌产量 53.9 万吨,同比增加 5.1%;1-8 月锌产量 410.9 万吨,同比增长 4.3%。中国 8 月铝合金产量 812 万吨,同比增长 10.6%, 1-8 月铝合金产量 586.1 万吨,同比增长 3.6%。8 月氧化铝产量 644.9 万吨,同比增 6.6%;1-8 月氧化铝产量 4768.6 万吨,同比减少 4%。

摘要巴黎 9 月 21 日消息, Natix 的资深大宗商品分析师 Bernard Dahdah 周一表示, 随着美元走强, 铜价已经自近两年高位回落, 而欧洲和北美地区新冠疫情卷土重来将进一步令价格承压。这家法国投行预计, 明年第一季度铜价将出现修正, 价格可能跌至每吨 6,000 美元下方。Dahdah 指出: “中国的复苏一直强劲, 且该国是最大的铜消费国, 然而全球其他地区的复苏水平...却并不同步。”

目前, 国内电解铜产量高企, 金九旺季消费预期未能兑现, 电解铜社会库存持续增加, 铜价承压。与此同时, 美联储放开通胀目标, 美元指数刷新低, 加之 LME 铜库存降至历史低位, 给予铜价支撑, 所以后期铜价大概率维持区间振荡, 并且沪铜偏弱振荡, 伦铜相对偏强。

国内电解铜社会库存累增, 海外铜矿供应问题陆续得到解决, 国内又时值矿山生产高峰期, 故近两个月铜矿供应基本不会制约冶炼厂生产。在铜矿供应恢复以及全年目标产量亟须完成的背景下, 冶炼厂新增检修计划甚少, 预计 9 月电解铜产量近 82 万吨, 并且高企的月度产量具有可持续性。8 月, 铜消费淡季效应明显, 铜杆、铜管等企业开工率延续下降趋势。然而, 9 月, 铜材企业的订单数量依然未有显著起色, 预计铜杆、铜管、黄铜棒等加工材开工率同比均会出现不同程度的下滑, “金九”旺季消费预期未能兑现。据铜加工企业的最新反馈, 预计国庆节后, 订单才有可能改善。另外, 精废价差仍处于历史高位, 废铜替代效应持续存在。在上述因素的综合作用下, 促使国内电解铜社会库存累增, 并且暂未有拐点出现的迹象。

宏观层面, 随着全球疫情防控局势趋于稳定, 疫苗研制顺利推进, 在各国政府激进的财政政策和宽松货币政策支持下, 全球经济开始走向复苏。其中, 我国基建投资和房地产投资增速不断回升, 社零增速同比转正;美国劳动力市场开始复苏, 经济数据有望持续修复, 对铜价形成支撑。此外, 受益于全球流动性宽松和经济复苏, 通胀预期升温, 也利好中长期铜价表现。微观层面, 智利、秘鲁等主要铜矿产地的疫情变化对矿供应的影响仍有潜在变数。从国内消费来看, 国网的年内固定资产投资额仅完成了四成、各省市纷纷出台汽车优惠政策等, 均表明下半年国内铜消费有潜在爆发力。

过去一周, 全球累计新冠确诊病例已超 3180 万例, 欧洲多国疫情出现反弹。在暑假结束、返校季来临之际, 一些公共卫生专家警示, 事实上欧洲第二次疫情已经开始了。截止 9 月 24 日 11:26, 欧洲现有确诊病例排名前 5 的国家, 依次是西班牙、英国、法国、俄罗斯和乌克兰, 而这些恰巧都是中国卖家发力欧洲的核心市场。

每日新增病例飙升的同时, 欧洲各国相继实施了更加严格的社交距离限制。9 月 21 日零点起, 西班牙已封锁首都马德里 37 个市镇人员的出入限制, 要求民众遵守不超过 6 人的限聚令, 预计超过 85 万人将受影响; 暂时关闭公园, 酒吧、餐馆、商业中心等场所将以 50% 的接待量对外开放, 并且需在晚上 10 点前关门。

法国也在 42 个疫情传播较为严重的“红色疫区”施行严格的聚会限制，比如巴黎、里昂以及沿地中海海岸的几乎全部地区，要求人们必须严格遵守戴口罩的政策规定。而在英国，虽说没有出台明确的禁足令，但英国首相约翰逊正考虑在英格兰采取为期两周的“迷你封锁”，以阻止近期病例的激增。

总的来说，经济恢复势头强劲以及低库存提供坚实支撑，但中国终端消费还未见回升，下一步全球疫苗上市是主要影响因素，促进经济复苏铜价反弹可期，铜价可能随着消费逐步回升而震荡缓慢上升。操作上暂时观望，回调较为充分时候逢低做多。

**期权策略： 观望或者卖出宽跨式期权。**

### 原油：

周四（9月24日），国际原油期货价格下跌逾1%，因市场忧虑美国的经济复苏由于新冠疫情拖延日久而正在放慢，欧洲病例数字反弹也导致当地重新实施旅行限制。这些忧虑促使投资者转向安全资产，因而推高美元，进一步增大油价压力。

美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，美国原油和燃料库存上周下跌。汽油库存下降超过预期，下降425万桶，馏分油库存意外下降336.4万桶。但美国的燃料需求仍然很低，新冠疫情限制了旅行。政府数据显示，上周的平均汽油需求为每天850万桶，比去年同期下降9%，油价继续走弱。美国早前公布的数据显示，9月企业活动放缓，美联储官员对复苏停滞表示担忧，英国和德国采取限制措施遏制新感染，这些都影响了能源需求前景。

Jeffrey Halley 说：“油价下跌是因为现在仍有很多产品可供使用，随着欧洲恢复对流行病的限制，消费者的担忧与日俱增，美联储呼吁政府采取更多刺激措施，以突出苏联的全球复苏，这是油价回升的关键。”，OANDA 高级市场分析师

在供应方面，利比亚国家石油公司寻求在下周之前将日产量提高到26万桶。伊拉克石油部长贾巴尔希望与欧佩克+达成协议，增加伊拉克原油出口。全球石油市场显然并不期待看到这种情况。作为欧佩克第二大产油国，伊拉克过去未能全面执行欧佩克+石油减产协议。伊拉克97%的国家预算依赖石油出口，产销减少挤压了该国的财政收入，从而削弱了政府应对多年战争创伤和严重腐败和腐败的努力。工会组织 safe、industri energi 和 lederne 周三表示，如果与雇主的年薪谈判失败，约324名挪威海上石油工人计划从9月30日起罢工。挪威是世界主要的能源供应国，每天生产约400万桶原油及其当量，其中一半是原油和其他液体产品，另一半是天然气。

加利福尼亚州州长加文·纽森3日说，随着美国最大的汽车市场转向电动汽车以减少温室气体排放，加州计划从2035年起禁止销售新型汽油动力乘用车和卡车。但能源咨询公司 Wood Mackenzie 周三表示，预计到2040年，煤炭、天然气和石油仍将占一次能源供应的80%左右，远远高于世界上到2050年达到净零碳排放量所需的50%上限。

原油价格近期向下调整之后企稳回升，OPE+会议强调进一步加强执行减产协议的监督力度。总体上原油仍然处于上涨趋势之中，近期的调整属于第二浪调整，后期在需求恢复之后仍然有向上空间。国内原油由于月间价差较大，再加上国内外比价关系导致价格升水，故国内原油期货操作要注意国内原油的自身技术走势，操作上避免追涨杀跌，等待回调下探企稳之后的逢低做多机会。

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

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

电话：400-886-7799