

## 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：

外媒12月24日消息：美国伊利诺伊大学农经学家斯科特·欧文教授在伊利诺伊州农场经济峰会上表示，2021年玉米和大豆价格将非常强劲。欧文称，进入2021/22年度后，旺盛的需求将继续支持价格上涨，而且供应几乎没有机会从目前偏低的水平上恢复。尽管美国农业部当前预测2020/21年度美国大豆农场平均价格为每蒲式耳10.55美元，但是欧文认为有迹象显示大豆（以及玉米）价格最终将超过美国农业部预测的水平。欧文认为，目前全球库存紧张状况（尤其影响到美国大豆），可能在2021年吸引美国大豆播种面积增加数百万英亩，玉米和大豆单产也将会提高。明年大豆播种面积和单产可能增加的原因在于，今年播种季节早期美国中西部地区的恶劣天气造成数百万英亩大豆产量损失。欧文认为，2021年春季美国播种面积可能增加约200万英亩，而2021/22年度的收获面积将比本年度高出约800万英亩。明年的玉米和大豆播种规模可能旗鼓相当，因为玉米/大豆价格比促使农户尽可能多种大豆。欧文表示，多种大豆的吸引力确实更大。大豆市场的上涨就等于向农户喊话：我们需要更多大豆。2016/17年度美国玉米与大豆价格大致相同，当时农户多种了700万英亩大豆。2020年夏末谷物市场走出惊人的涨势，原因在于中西部等主产区天气恶劣，以及国内需求和出口超过预期，导致库存下降，其中美国大豆库存处于非常紧张的水平。

南美形成的拉尼娜现象已经造成天气干旱，可能严重影响该地区的大豆作物，从而动摇近几年来中国极其依赖的供应基础。幸运的是，中国已经控制住了疫情，经济也重新恢复增长。明年中国经济将进一步增长，随着生猪生产恢复，中国对进口大豆的需求还将继续增长。同样来自伊利诺伊大学的分析师乔·杨赞说，虽然中国玉米供应状况一直是个谜，但是中国的玉米进口需求也可能继续。他说，中国正在进口大量玉米。欧文表示，目前全球玉米和大豆库存状况意味着美国农户处于有利位置，其他地区的需求以及生产问题可以让美国农户获益。而这也意味着，如果美国中西部地区再次出现恶劣天气，可能引发天气市行情。他说，2021年美国作物收成不容出现任何闪失，因为需求基数很大，而且还要补充库存。因此，只要库存继续保持紧张，将意味着价格上行潜力要大于下行潜力。欧文表示，在明年农作物丰产之前，玉米和大豆价格下行风险不大。

阿根廷天气和港口关闭持续引发全球供应担忧，周四CBOT大豆期货市场延续强势继续收高，盘中呈现油强粕弱特征。阿根廷油籽工人和谷物检验员称，他们将在罢工中度过圣诞节，使得农业出口进一步瘫痪，此次罢工行动于12月9日开始。豆油加工商和出口商商会CIARA-CEC在周二早些时候提出了最新的方案，但遭到了油籽工人工会SOEA和阿根廷油籽工人联盟的拒绝。阿根廷每年出口大豆约800万吨，但该国豆粕和豆油出口在全球占比分别为40%和47%，因此该国持续的工人罢工对国际市场相关商品贸易造成较大影响。布宜诺斯艾利斯谷物交易所在其每周作物报告中称，由于异常干燥的天气，阿根廷2020/21年度大豆种植面积可能低于计划的1720万公顷。本年度美国大豆期末库存降至多年低位，美豆市场继续保持对利多因素的敏感性。美豆突破1200美分后反弹势头不减，牛市行情持续深化。国内油脂板块呈现突破性强势大涨，豆粕市场冲高回落暂时受到油脂强势压制，豆一期货继续保持强势运行。

周四国内豆粕现货报价窄幅震荡，局部有10-20元/吨波动，沿海豆粕现货报价运行在3160-3290元/

吨。豆油承接美豆强势突破后成本传导，豆粕反弹暂时收到抑制。日照地区由于环保要求全部停机，山东多地限量提货，并带动江苏油厂积极挺价，市场延续北强南弱状态。国内进口大豆原料供应充足，未来两周油厂开机率将回升，节前生猪出栏量增加，生猪产能恢复速度放缓，预计 12 月饲料产量环比下降，豆粕库存压力使油厂多采取挺油放粕的销售策略。美豆蓄势挑战 1300 美分关口，对利多因素尤为敏感，国内豆粕虽暂时承压，但很可能同豆油交替上涨维持牛市运行节奏。

**在出口需求以及南美产量忧虑的共同作用下，CBOT 大豆期货市场大幅反弹。南美天气炒作即将进入关键时期，包括拉尼娜现象在内的破坏性天气随时可能成为市场的炒作热点。美豆强势反弹，牛市行情仍在深化。尽管国内供应量大，但成本刺激以及元旦即将来临，节前有备货需求等支撑，工厂挺价意愿继续增加。后期根据南美天气变化，操作上不建议最高，有较充分回调再做短多。**

**期权策略： 观望。**

## 棉花

当前美国 2020 年度棉花签约进度较好，新年度棉花产量减少，近期美棉新苗的优良率仍一般，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。印度国内棉花供应端由于洪水影响总产量存在不确定性，需求端最差的时候也过去了，在最低籽棉收购价格做支撑的前提下，短时间内棉花价格也不会太差。巴基斯坦棉花减产明显。全球棉花基本处于一个偏强的格局。但是英国新变异的疫情可能会导致消费下降，继续关注新疫情情况。

国内市场，供应端棉花有大量商业库存+大量新棉+进口棉，短时间内棉花供应充足；需求端，内需随着国内经济的恢复，需求端还将继续好转，而外需出口订单也持续表现好转。国内下游消费好转，以及外盘价格走强也带动国内价格走强。从长远来看，消费好转，供应相对稳定，棉花价格重心将逐步上移。

棉纱：进入 12 月以来，纯棉纱市场行情逐步好转，棉纱价格上涨，当前常规 32S、40S 纯棉纱价格上涨 300-500 元/吨不等，部分纺织企业报价上涨 1000 元/吨。粘胶纱价格稳定，纯涤纱部分地区报价也上涨，需求尚可。

根据国务院关税税则委员会 2020 年 12 月 21 日发布的《2021 年进口暂定税率等调整方案》，棉花关税配额内进口继续实行 1%关税税率不变。对配额外进口的一定数量棉花，实行滑准税形式暂定关税。和 2020 年相比，2021 年滑准税的起征点和计征从量税下调，公式中的核心要素值也有所下调。

巴西棉农协会预计，2020/21 年度巴西棉花产量为 240 万吨，低于巴西 CONAB 预测的 276 万吨，拉尼娜气候带来的干旱使产量难以预测，而玉米价格飞涨也是一大问题。据最新统计，巴西棉花播种已完成 10%，马托格罗索州的降雨预计从 12 月 23 日开始增加，这对棉花生产非常有利。据悉，巴西棉 12 月的出口装运非常活跃，可能再次创下新高。

根据 i 棉网数据，截至 12 月 23 日，新疆棉累计加工量为 462.7 万吨，棉花检验量为 429.73 万吨。

根据最新海关数据，2020 年 11 月，我国纺织品服装出口额为 245.9 亿美元，环比下降 1.03%，同比增加 11.42%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 120.396 亿美元，同比增加 20.96%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 125.5 亿美元，同比增加 3.59%。2020 年 1-11 月，我国纺织品服装累计出口额为 2652.42 亿美元，同比增长 7.4%，其中纺织品累计出口额为 1416.5 亿美元，服装累计出口额为 1235.7 亿美元。

根据国家统计局数据，11 月份，社会消费品零售总额 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快

0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%。11 月份服装鞋帽、针纺织品类零售额为 1497 亿元，同比增加 4.6%。1-11 月服装鞋帽、针纺织品类累计零售额为 10849 亿元，同比减少 7.9%。

**郑棉期货经过前调整之后开始震荡攀升，未来疫苗上市全球需求复苏驱动价格震荡攀升是主基调，操作回调时候逢低做多。**

**期权策略：卖出看跌期权。**

## 螺纹钢

12 月 24 日，从淡水河谷处获悉，萨马科已于 12 月 23 日起逐步恢复运营，位于米纳斯吉拉斯州马里亚纳市的日耳曼诺(Germano)综合矿区和位于圣埃斯皮里图州安谢塔市的乌布(Ubu)综合矿区亦协同恢复运营。因尾矿坝泄漏事故在巴西惹下大祸后，由矿业巨头巴西淡水河谷 (Vale) 和澳大利亚必和必拓 (BHP) 合资设立的萨马科

经历了“过山车”行情后矿价趋于高位震荡运行。目前成品材利润尚可，钢企生产积极性高，加之 1 月份面临春节储备，铁矿石需求强劲，预计短期内铁矿石价格高位震荡运行。进口矿：普指暴涨暴跌，回到 160 美金上方。欧洲新冠疫情抬头打击市场情绪，配合国内钢材涨后快速回落，参与者谨慎观望。目前板材钢厂利润仍能保持，对铁矿刚需较强，但国内多地烧结限产或影响矿石用量。预计下周普指继续 160 美金震荡。国产矿：本周内粉市场大幅震荡运行，周初暴涨商家多高要，钢企则按需采购。周中暴跌商家心态。目前板材钢厂利润仍能保持，对铁矿刚需较强，但国内多地烧结限产或影响矿石用量。港现收盘方面，目前天津港 58%杨迪 990-1000 元/吨、PB 粉 1115-1125 元/吨、63%巴粗 1175-1185 元/吨，日照港 58%伊朗磁铁矿 920-930 元/吨、65%卡拉加斯粉 1210-1220 元/吨。经过两天的价格暴跌后，铁矿市场暂时性触底。随着港口现货市场和期货市场均呈现反弹，需求韧性持续，市场情绪再次转向乐观。远期资源方面，1 月掉期水平太高，且剩下时间有限，2 月期矿溢价还算合理，但 2 月份定价的现货溢价也在不断上升，这表明潜在需求仍然强劲。矿山方面，必和必拓已经与长协用户宣布一月装船期的金布巴粉、杨迪粉、麦克粉折扣水平。金布巴粉的折扣从 12 月份的 1.25%扩大至 1 月份的 2%，而杨迪粉和麦克粉的定价不变，基于 62%月均指数。品种方面，因为金步巴 1 月折扣加大，相对 PB 粉的性价比凸显，如果钢厂对高磷不敏感的话，金步巴粉是很好的选择。海运块矿和港现之间的利润转正表明块矿溢价可能会走高。预计下周普指仍然在 160 美金上方活动。

据海关总署统计显示：2020 年 11 月，我国钢铁板材出口 280 万吨，同比增长 4.60%；1-11 月累计出口 2970 万吨，同比 下降 17.00%。11 月我国钢铁棒材出口 45 万吨，同比下降 24.80%；1-11 月累计出口 627 万吨，同比下降 30.60%。11 月我国钢铁线材出口 19 万吨，同比增长 14.50%；1-11 月累计出口 183 万吨，同比下降 2.20%。

24 日日照准一级冶金焦到厂承兑含税 2290-2300 元/吨；吕梁二级冶金焦承兑含税出厂价 1950 元/吨；唐山二级冶金焦承兑含税到厂 2290-2300 元/吨。焦炭市场涨后维稳运行，成交良好。近日江苏安和焦化正式关停退出，涉及产能 80 万；武安市也逐步开始落实关停炭化室高度 4.3 米焦炉工作，且近期重污染天气预警频出，部分地区焦企有不同程度的限产，而新增产能有限，后续供应偏紧局面将延续。下游钢厂开工高位，对焦炭需求较好，采购积极。港口现货偏强运行，贸易价格上涨，交投谨慎多持观望态度，短期焦炭稳中向好。

24日全国线螺价格主流下调50-150。52个样本城市中，保持平稳的城市15个，占比28.8%；下跌城市有37个，占比71.2%；无上涨城市。截至发稿，今唐山昌黎部分资源钢厂钢坯涨10报3880元/吨，成品材市场来看，市场仍然处于恐慌下跌阶段，成交较为冷清，但考虑目前受限产影响产能偏低且原材料支撑仍偏强，整体价格预计止跌企稳，综合考虑，料今价弱稳运行。主要影响因素如下：1、恐慌心态仍存，代理多抛货；2、原材料上涨，支撑偏强钢厂利润有限。3、高炉厂受环保因素影响产能偏低供给压力不大。料今北京市场河钢三级抗震大螺价4080元/吨，较前一日跌20元/吨；上海市场沙钢三级大螺4430元/吨，较前一日跌20元/吨；广州市场韶钢三级大螺4850元/吨，较前一日跌30元/吨。

整体来看，上周螺纹产量继续下降，同时钢厂及市场库存再次双双下降，表观消费量有所回落，呈现供应减量而需求依然较好的局面。11月数据显示地产、基建整体稳健，制造业继续复苏，叠加净出口环比改善，需求韧性较强。但当前螺纹价格已处于相对高位，后期需求或将面临季节性回落，预计短期螺纹价格将处于高位震荡运行。

目前来看，今年钢材需求总体上因为结构变化出现超预期增长，再加上铁矿石现货预期紧张持续，焦煤焦炭价格大幅上涨暂时也难以缓解。近期铁矿方面因为疫苗即将上市，全球疫情有望得到控制，全球经济复苏预期增强，国外对铁矿石需求增强的逻辑开始交易，总体上黑色还是在强势之中。从2016年开始供给侧改革以来，在宏观需求上只要没有大的利空事件，钢材在春节过后的需求旺季都有良好的预期，说明经过供给侧改革之后钢材市场的总体供需矛盾步入平衡甚至紧平衡阶段，但随着季节性的变化在需求旺季会有明显的季节性强势阶段。目前钢材和铁矿及焦煤焦炭都达到历史高位，在目前价位下，供需关系能否调节还需观察，因为要促使铁矿库存回升必须有新增产能出现，如此高的价格条件下，非主流矿山估计肯定会有增产的动力，关键还需要看时间。估计未来一段时间黑色市场将进入高位震荡阶段，虽然有回调但不能肯定上涨趋势结束，操作上短线操作，避免追涨杀跌。

**期权策略：观望**

## 铜

从宏观层面来看，欧美主要发达国家公布的12月制造业PMI初值数据，其中欧元区12月制造业PMI初值录得55.5，美国12月Markit制造业PMI初值录得56.5，环比下降0.2个百分点，从经济复苏情况来看，欧元区制造业超预期反弹，但英国因其境内发现了一种传染性更强的新冠变异新毒株，正面临“失控”的局面，同一日，法、意、荷、比等多国紧急宣布应对措施。据海外网消息，英国政府在12月19日宣布，从20日起伦敦等部分地区的新冠疫情防控级别将提升至第4级（Tier 4），实行更严格的防疫措施。伦敦等地将再度“封城”，其他区域的防疫措施也会进一步收紧。当地时间19日，在伦敦“封城”前，大量民众除了扎堆“逃离伦敦”过圣诞，还挤满了各大商业街“血拼”，仅数小时就花掉12亿英镑。

美联储最新的FOMC决议更新了对QE的前瞻指引，表示当前每月1200亿美元的QE将持续，直至“通胀目标和充分就业取得实质性进展”；预计美联储欧央行在2021年依然将向市场注入可观流动性。经过长达数月的谈判拉锯，美国国会终于就新一轮规模达9000亿美元的经济刺激法案达成一致。当地时间12月20日下午，美国参议院多数党领袖麦康奈尔（Mitch McConnell）表示，所有悬而未决的问题都已解决。“我们终于有了这个国家所需的两党突破。”麦康奈尔在参议院会议上说，“现在我们需要迅速敲定文本，避免任何临门一脚的障碍，并合作推动这项立法通过参众两院。”当前美元指数加速下行类似于今年7月份的指数表现。

产业基本面：截止本周五，SMM铜精矿指数（周）报48.72美元/吨，环比上周上升0.61美元/吨。12月14日，中国铜业、铜陵有色、江西铜业及金川集团与Freeport确定2021年铜精矿加工费单BM为59.5美元/吨，基本符合市场预期。临近年末，精炼铜产量仍在加速攀升，11月精炼铜产量继续增加至94.5万

吨，为全年产量最高值。不过消费端，特别是终端领域仍显示了很好的景气度表现，12月汽车产销两旺，房地产市场竣工面积持续修复，空调生产仍处于旺季节奏，不过高铜价下初端铜材消费出现一定程度下滑，当前矛盾表现为库存的持续下降和现货市场的贴水交易，从库存变化来看，LME库存下降两万多吨，主要是高雄仓库贡献的减量，中国社库去化放缓，交易所库存仍在减少，低库存背景对于价格形成强力支撑，CFTC非商业持仓出现多头减仓空头加仓迹象。

**宏观面和基本面共振支撑，市场短期内仍然处于强势。但面临历史高位压力，追高有一定风险，而且今年上涨因素之一是国储收铜，年底之后国储收铜可能暂时结束，这样铜市场是否仍然能维持强势值得怀疑。操作上，目前历史高位，进行套期保值者不论做多套保还是做空套保建议更多的使用期权工具效果相对好于期货。从长期看，未来的宏观需求未必支撑如此高的铜价，多单建议平仓。**

**期权策略：根据套期保值需要选择不同策略，推荐海鸥期权和领式期权策略。**

### 原油：

EIA：上周美国原油库存小降 年底前炼厂原油加工量放缓。据外电12月23日消息，美国能源信息署(EIA)周三发布库存报告显示，美国上周商业原油、汽油和馏分油库存均下降，美国炼厂在年底之前削减原油加工量。最近数周，美国道路燃料需求已经略有改善，分析师称，明年美国燃料需求是否持稳将取决于新冠疫苗是否能大范围接种以及对经济反弹的支撑。数据显示，截至12月18日当周，美国原油库存减少56.2万桶，至4.995亿桶，分析师预期为减少320万桶。而API周二公布的数据显示，上周美国原油库存为意外增加300万桶。当周，原油期货交割地--俄克拉荷马州的库欣原油库存减少2.6万桶。EIA报告，当周炼油厂原油加工量下降16.9万桶/日，美国炼油厂产能利用率下降1.1%，此前市场预估为上升0.5个百分点。当周，美国汽油库存意外减少110万桶，至2.378亿桶，而此前分析师预期增加120万桶。

以炼厂供应量衡量，汽油需求上周略有上升，但与去年同期相比，过去四周仍低了近14%。受疫情影响，燃料需求全年都很疲软，2020年下降了13%。当周，包括柴油和取暖油的馏分油库存减少230万桶，至1.489亿桶，市场预估减少90万桶。EIA报告显示，上周美国原油净进口减少33.2万桶/日。

Rystad：石油市场有望在2021年出现多年来最大供应短缺。Rystad Energy撰写报告称，新冠肺炎疫苗的接种进程将从2021年2季度开始引发原油需求的“快速复苏”。报告指出，5月份将开始出现月度供应短缺，8月份将达到340万桶/日的短缺高点，“随后短缺状况将继续下去，8月的短缺高点可能会重复出现，年底前甚至可能超越”。报告还称，1月石油市场将“大体平衡”，供需徘徊在约7770万-7780万桶/日；2月份供应过剩50万桶/日，3月过剩140万桶/日，4月份只有小幅过剩。上述预测假设OPEC+供应协议以及各国遵守协议的情况保持不变。

年内我国海上油气产量创新高。今天从中国海油获悉，2020年我国海上油气产量突破6500万吨油气当量，创历史新高，海上油气生产已经成为保障国家能源安全的重要增长极。我国首个自营深水油田群——流花16-2油田群日前顺利完成第15次提油作业。投产3个月以来，原油外输量超过80万吨。中国海油开发生产部总经理阎洪涛：持续加大国内勘探开发和科技攻坚力度，到今年年底我们海上投资会超过600亿。国内的原油产量同比去年会增加240万吨，增量占全国总增量的80%以上。今年以来，我国国内海域11个油气开发新项目全部投产。我国渤海湾首个千亿方大气田渤中19-6试验区顺利投产，创造了我国海上油气田建设周期最短纪录；我国海上最大高温高压气田东方13-2气田的顺利投产，为我国海上油气开发开拓了新的增长点。十三五期间，我国在国内海域获得多个商业发现，在渤海莱州湾北部发现的首个亿吨级储量油田垦利6-1，为国内油气增产夯实了基础。

外盘原油近期反弹，虽然中间有调整，但从技术上看，目前正在开展上升浪行情。由于目前疫苗上市紧锣密鼓给市场带来诸多希望，疫苗上市控制疫情有力势必带来消费的明显增加，原油市场仍然具有上行空间。操作上避免追涨杀跌，在市场下探时候逢低短线做多。

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