

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：

2月25日消息，芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货周四收跌1.3%，结束了四连涨走势，因出口报告利空。交易商称，交投最活跃的大豆合约隔夜触及2014年6月以来最高后，获利了结也令大豆期货承压。获利卖压也令豆油期货从八年高位回落。美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，2月18日止当周，美国2020/2021年度大豆出口销售净增16.79万吨，较之前一周下滑63%，较前四周均值减少72%，市场此前预估为净增20万-80万吨。美国2021/2022年度大豆出口销售净增7.08万吨，市场预期为0万50万吨。其中，对中国大陆出口销售净增6.6万吨。两个年度合计为23.87万吨，为12月31日止该周以来最低周度出口。分析师原本预估为20-130万吨。2月18日止当周，美国2020/2021市场年度豆粕出口销售净增16.02万吨，较之前一周减少50%，较前四周均值减少38%，市场预估为净增7.5-45万吨。美国2021/2022年度豆粕出口销售净增0吨。当周美国2020/2021市场年度豆油出口销售净增4,400吨，较前一周增加1%，较前四周均值减少48%，市场预估区间为0.5-3万吨。当周，美国2021/2022市场年度豆油出口销售0吨。

巴西帕拉纳州农村经济部（Deral）周四预计，该州2020/21年度大豆产量预计达到2,034万吨，略低于上月预估值2,039万吨，较2019/20年度产量下降阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所周四称，预计未来一周的炎热干燥天气将对阿根廷的晚播大豆和玉米单产构成威胁，但交易所维持大豆和玉米产量预估分别在4,600万吨不变。2月份天气潮湿，缓和了2020年中以来反常炎热天气给作物带来的压力。但种植户保持警惕，如果长期干旱卷土重来，作物仍可能受损。

外媒2月25日消息：由于巴西大豆收获延迟，出口步伐放慢，中国油厂可能不得不降低开工率，从而导致价格上涨，国内大豆库存也将下降。巴西政府的数据显示，1月份巴西大豆出口量只有4.95万吨，远低于去年同期的139.7万吨，创下2014年以来的低点。2月份的大豆出口量可能不到最初预期的一半。去年秋季巴西大豆播种季节天气干燥导致播种延迟，今年大豆收获开始时又出现降雨，导致大豆收获工作受阻。此外，目前巴西港口拥堵，大量货轮等待装船。巴西气象机构Somar称，拉尼娜天气可能会给桑托斯港带来更多的降雨。桑托斯港是巴西的头号大豆出口枢纽，多雨天气可能会减缓出口运船速度。华南一家大型油厂的经理称，3月份运抵华南的巴西大豆非常有限。供应将会紧张。他所在的工厂最初计划停产两天，但是现在计划停产两周，因为一船大豆到货时间推迟。一家在国内拥有多家大豆压榨厂的企业交易商称，3月份预计将会有550万吨大豆运抵中国，高于去年3月份的428万吨，但是远低于中国每月需求量800到900万吨。行业人士称，至少4月中旬之前国内市场将普遍面临供应短缺。就在几天前，政府刚刚发布一号文件，强调确保粮食安全的重要性。分析师称，3月份中国大豆库存可能显著下降。

截至2月23日，中国国内豆粕库存为75.88万吨，比去年同期高出一倍不止。大豆库存为573万吨，和去年的库存规模相当。

豆粕市场近期反弹之后今日大幅下跌，主要是巴西大豆开始收获，美国大豆销售放缓再加上国内豆粕库存高企所致。在巴西大豆丰收已成定局的情况下，豆粕市场仍然将继续向下调整。操作上反弹时逢高做空。

期权策略：反弹时候采用海鸥期权或者领式期权做空。

棉花

国际：当前美国 2020 年度棉花签约进度较好，新年度棉花产量减少。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，当前美国服装库存较低。美棉新年度产量继续调减，棉花签约情况较好，中国大量采购对美棉销售利好，美棉基本面较好。印度国内棉花需求端大幅好转，棉纱需求大好，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。

国内：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。下游产业链库存低，且需求情况好支持纱布价格。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：近期原油价格大涨，涤纶短纤和涤纶纱开市大涨，粘胶短纤和粘胶纱价格也大涨，棉纱价格也上涨，各个市场陆续开始，大家对未来纱线价格走势信心较足。

行业消息

阿克苏、库尔勒、奎屯等地棉花监管库反馈，春节后新疆棉公路发运逐渐恢复，其中河南、山东、江苏、湖北等重点流向增长相对明显，一定程度上缓解了铁路发运压力。库尔勒某仓储库表示，由于能源、化工等运输压力比较大，新疆棉铁运增长受限，再加上春节前后新疆棉公路运输费用有所下调（部分热点线路下降 40-50 元/吨）和出疆车辆、回程车增多，棉花汽运出库量明显回升。

根据巴基斯坦轧花厂协会的统计，截至 2 月 15 日，巴基斯坦 2020/21 年度新棉上市量为 95.5 万吨，同比减少 34.3%，累计加工 95.1 万吨，累计销售 90.1 万吨，其中纺织厂采购 88.9 万吨，出口 1.2 万吨，未售库存 5 万吨。

根据 i 棉网数据，截止到 2021 年 2 月 23 日，新疆地区皮棉累计加工总量 564.51 万吨，累计棉纤维检验量为 543.97 万吨。

根据国家统计局数据，12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点。其中，服装鞋帽、针纺织品类零售额 1527 亿元，同比增加 3.8%。全年（1 月-12 月）服装鞋帽、针纺织零售额 12365 亿元，同比减少 6.6%。据海关统计，根据最新海关数据，2020 年 12 月，我国纺织品服装出口额为 262.01 亿美元，环比增加 6.55%，同比增加 5%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 122.91 亿美元，同比增加 11.67%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 125.5 亿美元，同比微幅下跌-0.27%。2020 年全年我国纺织品服装累计出口额为 2914.43 亿美元，同比增长 7.2%。

美棉已经到达 2018 年高点 95 美分附近的重要阻力位，郑棉期货在 17000 以上压力加大，棉花市场有调整需求，操作上，不建议追高，等等充分调整再逢低做多。

期权策略：暂时观望。

螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存上升 213.07 万吨至 1221.96 万吨（近 10 年最高 1429 万吨），

同比去年低 55.77 万吨；钢厂库存上升 2.93 万吨 514.84 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年低 245.7 万吨。合计库存上升 216 万吨。本周产量环比上升 10 万吨至 318.92 万吨（去年同期产量 241.43 万吨）。库存积累仍在持续，高度仅次于去年，处于历史第二高位，与此同时，产量仍大幅高于去年同期。

本周铁矿石市场稳中偏强运行。周内普指在 170-175 美金区间震荡，矿山发运方面，2021 年第 6 周，四大矿山发货 1937.1 万吨，环比增 394.2 万吨或 25.55%；同比增 176.5 万吨或 10.03%。其中发中国量 1687.8 万吨，环比增 381.7 万吨或 29.23%；同比增 187.1 万吨或 12.47%。四大矿山发中国量占发货总量 87.13%。唐山执行严格环保措施，车辆被要求控制在正常进车数的 10%之内，唐山两港限制疏港：曹妃甸各码头自 2 月 25 日 20 时起至 3 月 1 日 8 时禁止集疏港；京唐港暂时规定日集疏港车辆减少 50%，导致本地交投氛围较差。需求方面，目前钢厂补库兴趣有限，流动性疲弱，买家在补库前等待更明确的信号。钢材方面，虽然钢铁需求仍然强劲，但减产将放缓钢厂采购活动的频率，矿商也正在观察烧结矿原料混配是否会发生变化。远期资源方面，由于唐山目前的限产措施，一些投机需求可能会转向 4 月份的定价货物，市场预期溢价将有更大的上行空间。另外一些参与者认为 3 月份定价水平的下降将吸引钢厂和转售的贸易商，这也要取决于限产措施的持续性。球团方面，只有个别港口比块矿略有优势，因此钢厂还是更愿意用国产球团。块矿方面，资源紧缺价格高企，钢厂采购进退两难，而球团低供应和高价还将继续支撑块矿溢价。国产矿方面，随着钢坯和成品材的大幅上调，内粉商家多盼涨，矿选企业捂货惜售，低库存钢企只能高价采购，如天柱钢铁内粉大涨 50 至 1390，而因本地环保严查，多数钢企采货仍谨慎，供需稍显僵持。山西地区，开展矿山安全检查，导致部分选厂停工，铁粉货源呈偏紧状态，如山西 65 品 0.5 硫涨至 920-930 元，高价甚至 1000 元，国产球团价格高企，江内球团成交 1650 元，河北 1530 元，山西 1400 元。吉林市场，年前因疫情原因通钢停采，3 月初有复产打算。

本周国内焦炭市场偏弱运行，焦价首轮提降 100 元/基本落地执行。供应方面，目前主产地焦企仍积极生产中，近期河北唐山地区限车流原因，焦企出货受阻，山西地区雨雪天气来袭，部分以汽运为主的焦企库存或将再次有所累积，以火运为主的焦企影响不大。需求方面，受焦企恐慌出货影响，钢厂到货同比前期有所增多，甚至出现部分焦企不需要保证金也要提前发货给钢厂的情况。港口方面，集港情况较为一般，贸易商多持观望情绪，暂不报价，焦炭库存略有下降，后市仍有看降心态。

本周建材价格受期货价格影响大幅上涨。节后唐山钢坯价格大涨，大幅推动螺纹价格上涨；目前下游工地开工不多，整体需求释放不足，市场实际成交较为冷清。从本周社会库存来看，螺纹社库 1221.96 万吨增 213.07 万吨，线材社库 317.88 万吨增 47.88 万吨，社库总库存 1539.84 万吨；螺纹钢厂库 514.84 万吨增 2.93 万吨，线材厂库 174.89 万吨减少 1.49 万吨，钢厂总库存 689.73 万吨；螺纹钢周度产量 318.92 万吨增加 10.04 万吨，线材周度产量 137.73 万吨增加 4.86 万吨。今年冬储力度较小，散户拿货居多，现市场消化不足，钢厂库存累积较多，考虑到正月十五之后工地逐渐开工，成本端支撑坚挺，贸易商心态较好，钢厂挺价意愿强。25 日全国线螺价格主稳偏强。52 个样本城市中，上涨城市 23 个，涨幅 10-50，占比 44.2%；持平城市 29 个，占比 55.8%；截止发稿，主流钢厂钢坯累涨 40，暂报 4270 元/吨；成品材市场来看，钢坯高位提振，今日市场商家受此提振，市价主流上涨为主，部分考虑需求表现疲软，出货欠佳，定价稳中调整，近日天气多雨，出货受阻，且月末资金压力仍有，市场操作谨慎。主要影响因素如下：1、成本端累涨支撑，厂商定价坚挺；2、终端需求释放有限，成交欠佳；3、月末资金压力凸显，市场出货积极。

春节之后螺纹铁矿出现大幅上涨，焦炭下跌，大家对春季需求旺季仍然持乐观态度。但螺纹库存累库明显，而且在目前价位下，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。春节之后的冲高还需要下一步需求释放的证明，在历史高位而且上升趋势未变情况下暂时观望。未来市场可能提供做空套期保值机会，但暂时还需观望。操作上建议等待高位做空机会。

期权策略：观望

铜

美国股市周四(2月25日)大幅下挫,因债券收益率大幅飙升吓坏了投资者,他们纷纷抛售风险资产,尤其是股价很高的科技股。道琼斯指数下跌559.85点,至31,402.01点,跌幅1.8%,较历史高点有所回落。标准普尔500指数下跌2.5%,至3,829.34点,创下1月27日以来的最大单日跌幅。以科技股为主的纳斯达克综合指数下跌3.5%,至13,119.43点,创下10月28日以来的最大跌幅。10年期美国国债收益率飙升至1.6%,一些人称之为“闪电”飙升,主要股指迅速下跌。随后,10年期美债收益率回落至1.52%左右。

瑞穗国际策略师Chatwell指出,5年期国债价格领跌是一个警告信号,表明债市下跌已经过了重新定价的范畴,向着跟凸性有关的走势演变。需要注意的是,这与美联储关于利率的鸽派言论不合拍。LPL Financial首席市场策略师Ryan Detrick表示:“今天的一切都与债券收益率有关。10年期国债收益率曾出现短暂飙升,这打乱了市场,因为收益率上升令股市感到恐慌。通胀会比大多数人想象的还要严重吗?尽管美联储对此并不担心,但市场可能会担心。”这一跃升也使基准利率高于标准普尔500指数的股息收益率,这意味着股票已失去了相对于债券的溢价。这一里程碑事件可能会加剧股市的抛售,因为它们变得不那么有吸引力了。高利率对科技行业的打击往往尤其严重,因为该行业依赖于宽松的借贷来实现高增长。以科技股为主的纳斯达克指数本周下跌5.4%,这将是该指数连续第二周下跌。非必需消费品和信息技术是标准普尔500指数11个板块中跌幅最大的两个板块,分别下跌5.4%和4.5%。

经通胀因素调整后的债券收益率连日来加速上升,表明人们越来越相信,各国央行可能会开始削减超宽松的政策,尽管官员们仍保持着鸽派论调。“这是一项全球性举措,”瑞银驻纽约外汇策略师Vassili Serebriakov表示。“债券收益率上升,表明人们预期疫情过后经济将强劲反弹。”

今废铜跌1000元/吨。今沪铜低开调整,建议货商快进快出,高抛低收。据富宝了解,在精废差价逐步缩小的情况下,下游低氧杆订单销量在缩减,铜杆销售有一定压力,一定程度上压制废铜价格。在昨日沪铜破7万关口,了解到多数货商年前库存已出净。

回顾节后归来现货市场表现,由于持货商在春节期间7天大约60元/吨左右的持货成本,节后首日升贴水一度小幅抬升从节前平水附近涨至升水70元/吨,但随着盘面的持续飙升,仅仅6个交易日,市场从升水行情急坠至昨日大贴水行情,昨日市场甚至出现贴水250元/吨左右报盘,升贴水下滑接近460%,充分显现市场逢高换现的急切情绪。

德国商业银行的资深技术分析师阿克塞尔·鲁道夫表示,本周LME期铜加速上扬,但是这一上涨难以持续,很快将会出现回调。鲁道夫表示,铜价已经创下2011年8月份以来的高点,但是技术指标极度超买,相对强弱指数位于2006年以来的最高点。和以往一样,我们预期期铜可能回调,有可能是本周或下周,对近期的大幅上涨进行修正。

总体来看,中国春节假期结束之后,铜需求爆发,而与此同时铜库存有限,因此将形成铜供给赤字。今年年初的库存起点非常低,这进一步加剧了一季度迄今为止出现的反季节性库存减少,其规模在近代历史上(2004年)仅出现过一次。这些趋势表明,在未来几个月内,出现短缺状况的风险很高,在这种情况下,铜市场出现机构大幅做多的现象。但前期铜价上涨更多还是市场情绪的推动,短期内或诱发回调风险。

面临历史高位压力,铜价大幅冲高之后可能会产生调整,去年上涨因素之一是国储收铜,从市场估计的数据看国储去年可能收储50-60万吨铜。今年国储是否继续收铜即使收购规模也会大幅小于今年的收购规模。再加上2021年地方债尤其是专项债发行规模可能减少,1月份地方债发行规模与去年同期大幅减少。这样势必影响今年的基建投资。虽然2021年全球经济复苏,铜市场需求增加,但铜矿供给也会干扰减少产量回升。2021年铜市场将是供需两旺的状态,但是否存在巨大的缺口市场分歧较大,在供需上没有明确的较大的供需缺口。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，多单反弹时候平仓，做空套期保值可以利用期权组合等策略进场。

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 数据公布前，油价大幅走高，逼近前高 62.96。数据公布，美国至 2 月 19 日当周 EIA 原油库存增加 128.5 万桶，预期为减少 519 万桶，利空油价，但受寒潮影响，上周美国原油日产量减少 110 万桶，为历史最大降幅，这盖过了 EIA 原油库存的利空影响，油价突破前高 62.96。

欧佩克方面，欧佩克+消息人士表示，鉴于近期油价的回升，欧佩克+产油国将考虑从 4 月起适度放宽产量限制。在不增加库存的情况下，从 4 月开始增产 50 万桶/日的选项似乎是有可能实现的。沙特自愿性减产 100 万桶/日的计划将在下个月结束，目前欧佩克对沙特在 4 月起开始逐渐恢复增产的预期正在增加。(届时关注欧佩克+大会对产量的调整，对油价有短期影响。)

周四(2 月 25 日)，国际油价延续上个交易日涨势，受货币宽松政策和美国原油产量下降支撑。美联储主席鲍威尔重申利率将长时间保持低位，提振了投资者的风险偏好和全球金融市场。NYMEX 油价后市上看 65.28 美元。ING 分析师在研究报告中表示，美联储主席鲍威尔本周稍早发表的有关货币政策有必要保持宽松的评论可能有所帮助，但油市的情绪也变得更加乐观了，预期石油供需平衡将会收紧。美国能源信息署(EIA)表示，德州罕见的冬季风暴导致上周美国原油产量下降了 10%以上或 100 万桶/日。作为全球最大石油消费国的美国，其燃料供应也可能收紧，因其炼油厂的原油投入已降至 2008 年 9 月以来的最低水平。

OPEC+定于 3 月 4 日举行会议。消息人士称，鉴于油价回升，该联盟将讨论从 4 月起适度放松石油供应限制，尽管鉴于对抗疫情方面可能会遇到新挫折，一些人建议目前保持产量稳定。布伦特周四(2 月 25 日)交投于 66.30 美元/桶附近，早些时候最高触及 66.55，为 2020 年 2 月以来新高，上方关注 2019 年 4 月底高点 74.75 附近阻力，该阻力较强，如果未能顶破该阻力，则油价料将迎来深度回调行情；但一旦强势顶破该阻力，油价即使不能涨向 100 美元，从技术面和价格测算来看，2018 年高点 86.74 位置还是比较有可能到达的。

阿塞拜疆的 Socar Trading SA 预测布伦特油价可能会在未来 18-24 个月达到三位数，美国银行认为在基本面改善和全球刺激措施的推动下，该全球基准价格可能会在未来几年上探 100 美元。投机者也开始采取行动，在期权市场上加大了对油价到 2022 年 12 月会达到这一高位的押注。这些观点极为乐观，彰显出随着布伦特油价于疫情期间触及 18 年低点后上涨超过 200%，石油市场信心增强。亚洲主要市场的需求已经反弹，而 OPEC+正在抑制产量，缺乏投资也使得页岩油供应陷入困境。高盛集团本周将第三季度油价预测上调了 10 美元，至每桶 75 美元。100 美元关口在许多交易员心中占据着特殊的位置。油价于上个十年之初在这个水平徘徊了多年，从深海海床到加拿大的含油砂，新兴市场的旺盛需求把钻探企业引向了开采成本越来越高昂的地区。

目前原油市场继续上涨，但上方逐渐面临 2019 年高点阻力位，上压力逐渐增大，这个位置继续向上需要需求的进一步复苏，由于目前疫苗已经开始接种，未来需求回升可期，所以长期看原油是否有继续向上空间甚至突破阻力位关键取决于 OPEC+的下一步政策。但近期涨幅较大，不排除调整可能性或者横向区间震荡等待市场需求的进一步复苏。操作上避免追涨杀跌，等待市场调整之后再逢低做多。

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

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799