

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：

美国农业部 (USDA) 周四公布的出口销售报告显示，3月4日止当周，美国 2020/2021 年度大豆出口销售净增 35.06 万吨，较之前一周增长 32%，但较前四周均值下滑 5%，市场此前预估为净增 20 万-35 万吨。美国 2021/2022 年度大豆出口销售净增 21.32 万吨，市场预期为 5 万-30 万吨。其中，对中国大陆出口销售净增 63 万吨。

布宜诺斯艾利斯谷物交易所将阿根廷大豆产量预估从之前的 4,600 万吨下修至 4,400 万吨，因指天气干燥。巴西国家商品供应公司 (Conab) 预计，巴西 2020/2021 年度大豆产量料创 1351 亿吨纪录高位，尽管过量降雨造成一些损失，但其最新预测仍高于 2 月份的预估值 1.33817 亿吨。

国内大豆压榨量上周继续回升，加之大豆到港量偏低，大豆库存止升转降。上周末全国主要油厂进口大豆商业库存 564 万吨，比上周同期减少 29 万吨，比上月同期增加 86 万吨，比上年同期增加 195 万吨。由于巴西大豆到港延迟，3 月国内大豆到港量仍然偏低，预计在 640 万吨左右，预计近两周大豆库存将延续季节性下降趋势。监测还显示，国内大豆压榨量上周回升至 168 万吨，豆粕产出量增加，节后生猪存栏下降，豆粕需求偏弱，饲料养殖企业提货积极性不高，豆粕库存继续上升。3 月 8 日，国内主要油厂豆粕库存 87 万吨，比上周同期增加 10 万吨，比上月同期增加 41 万吨，比上年同期增加 34 万吨，比过去三年同期均值增加 24 万吨。随着饲料养殖企业节前库存的消化，补库需求逐渐增加，预计豆粕库存继续上升空间有限。

近期美国大豆出口和国内压榨需求仍然强劲，可销售大豆库存数量减少，加之巴西大豆收获耽搁，阿根廷大豆减产预期增强，支持美豆高位震荡，但国内豆粕价格涨幅低于美豆。节前生猪集中出栏，节后生猪价格持续走低，加之部分地区出现非洲猪瘟疫情，纷纷抛售大猪，养殖户补栏积极性减弱，抑制豆粕需求，豆粕库存快速累积。节后国内豆油价格持续上涨，买油卖粕套利活跃，也压制豆粕价格。虽然短期内美豆价格走势偏强，但国内豆粕市场压力较大，预计价格走势将弱于美豆。

南美大豆丰收已定，美国新年度种植面积增长 10% 左右，市场压力显现。国内方面，因年后养殖存栏低位，且非洲猪瘟疫情影响补栏进度以及年后工厂开工恢复正常，豆粕库存不断攀升，各地工厂催提货现象明显，导致豆粕现货行情延续走弱。预计，近期继续偏弱调整为主。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。但全球棉花价格已经达到近几年相对高位，上方压力也逐渐加大，全球棉花可能要要进行高位震荡格局。

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。

棉纱：近期原油价格大涨，粘胶短纤和粘胶纱价格也大涨，棉纱价格也上涨，纺织厂利润较好，高支纱利润空间大，近期大家对未来纱线价格走势信心仍足。最近两天涤纶短纤和涤纶纱价格都有下降，消费端需谨慎。

新疆库尔勒监测站对库尔勒地区及周边植棉乡镇、农场多家常年联系户进行了走访调研。结果显示，2021 年机采棉意向植棉面积 137203 亩，较 2020 年实际植棉面积 96253 亩增加 40950 亩。因去年籽棉收购价格高，今年棉农的植棉意向大幅提高。

根据美国农业部发布的 3 月份全球产需预测，2020/21 年度美国棉花产量、消费量和期末库存环比均下调。美棉产量调减 25 万包，为 1470 万包，消费量调减 10 万包，原因是疫情之后纺织业恢复缓慢，期末库存调减 10 万包，为 420 万包。本年度陆地棉农场均价为 69 美分，环比上调 1 美分。

根据 i 棉网数据，截止到 2021 年 3 月 10 日，新疆地区皮棉累计加工总量 571.37 万吨，累计棉纤维检验量为 555.36 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，2021 年 1-2 月我国出口纺织纱线、织物及制品 221.341 亿美元，同比增长 60.8%；2020 年 1-2 月我国出口纺织纱线、织物及制品 137.622 亿美元。2021 年 1-2 月我国出口服装及衣着附件 240.542 亿美元，同比增长 50.0%；2020 年 1-2 月我国出口服装及衣着附件 160.341 亿美元。

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

3 月 11 日，生态环境部部长黄润秋赴河北省唐山市，对钢铁企业重污染天气应急减排措施落实情况开展检查。检查发现，被检查企业均在重污染天气应急响应期间高负荷生产，未落实相应减排要求。上海钢联：从 3 月 4 日开始到 3 月 11 日下午 17 点，累计新增检修（含短暂休风、产能退出）高炉共计 26 座，合计容积 35254m³，这 26 座新增高炉合计日均铁水产量 9.61 万吨。截止到 3 月 11 日下午 17 点，全部正在检修（含短暂休风、长期停产）合计 65 座，合计容积 66204m³，开工率 48.41%，产能利用率 53.88%；部分中国钢厂近期增加了方坯进口量，方坯的 CFR 询盘价格已提升至 590-595 美元/吨，这可能会推高印度的方坯出口量。中汽协：中国 2 月份汽车销量 145.5 万辆，同比增长 364.8%。其中，2 月乘用车销量 115.6 万辆，同比增长 409.9%；2 月份新能源汽车销量 11 万辆，同比增长 584.7%。今年 1-2 月，中国汽车销量 395.8 万辆，同比增长 76.2%。

美国会众议院通过 1.9 万亿美元经济救助计划，并且拜登接下来或将推动全面基础设施建设，以目前

美国基础设施的老化程度来看，若真正启动将会是重大利好，刺激大宗商品向上拔高。至此，前期对于美国通胀预期将提前结束刺激计划的一大隐忧暂时退却。

从钢市来身来看，市场对于需求是否证伪的担忧在产量回升、库存却迎来拐点的情况下明显减退，市场整体呈现供需双增的局面，与预期基本一致，是提振市场最主要因素。短期来看，在需求预期未被证伪前，市场仍有震荡偏强的可能，后期重点关注资金动向，尤其是两会结束后唐山等地限产政策的执行情况，是否会发生变化以及供需具体的匹配程度，去库进度等等。

当前在碳达峰、碳中和背景下，围绕大气污染防治的环保限产力度持续升级。唐山市2月底出台的实施重点行业大气污染物总量控制减排措施，总体目标是污染物比2020年排放量减少40%以上，实现“退后十”目标；3月2日唐山市印发《唐山市3月份大气污染防治攻坚月方案》，涉及钢铁行业主要措施包括关闭7座450立高炉和一家钢厂，要求排污总量在1-2月的基础上，减量45%以上，目的是3月份唐山市空气质量综合指数排名退出全国168个重点监测城市“后二十”。3月7日，河北省发布大气污染防治“十条”关停部分1000立方米以下高炉和100吨以下转炉。3月8日，唐山市政府召开环保紧急会议，按照会议通知要求，9日-11日工业企业需按照一级红色预警响应落实限产措施。3月11日，生态环境部部长黄润秋赴河北省唐山市，对钢铁企业重污染天气应急减排措施落实情况开展检查，检查发现四家企业并未实施减排限产，且存在生产记录造假问题，生态环境部表示要以零容忍态度坚决依法查处。对于市场来说，作为钢铁生产重镇的唐山，环保治理的日趋严格对钢铁产量释放影响巨大，按照2020年唐山市粗钢产量1.44亿吨标准推算，就唐山市3月份的攻坚月方案，预计影响粗钢产量500万吨，如果按全年总量减排目标实施，则影响产量在5000万吨以上。

12日国内铁矿石港口现货报盘整体上涨。进口矿部分，昨晚普指涨6.35美金，现62%普氏指数171.05美金。唐山严格限产有扩大化的趋势，高炉闷炉停产XD4座，TZ新增1座，ST新增2座，JM新增2座，JX两座，BX2座。所有企业按要求限烧结，检查中环保不达标企业被强制断电、停产。检查发现，有四家企业均在重污染天气应急响应期间高负荷生产，未落实相应减排要求，并普遍存在生产记录造假问题，有的甚至互相通风报信、删除生产记录应对检查，相关线索已移交当地公安部门。尽管限产导致矿价一度大跌，但远期市场参与者并没有过分看空后市，反而一些投机者将此视为逢低买入的机会，并倾向于固定价结算，因为他们觉得限产一旦放松，矿价必将反弹。连铁方面，周初暴跌已经补了前期高开的缺口，目前围绕1060-1100前期缺口重新聚集向上的动力。矿山方面，淡水河谷近期的发运数据表明雨季将结束，中高品的价差预计将要收窄。需求方面，限产虽严，但也提升了钢厂的利润水平，一定程度上也稳定了中高品粉需求。球块方面，国产球团目前价格比进口块矿还是有一定优势，但缺点是供应困难，一些钢厂不得不开始考虑非主流块，短期块矿溢价难跌。国产矿市场方面今日主稳运行，唐山地区受环保严查影响，多数钢企高炉开始闷炉，市场询盘采购骤减，加之车辆进出厂也受到限制，市场整体表现冷清。其它地区市场活跃度较高，山西选厂开始加急赶工，钢企有15日后采购计划，料下周内粉矿价依然坚挺，但缺货情况有所缓解。

钢材市场近期高位宽幅震荡，行情大幅波动，高位仍然偏强，但矛盾交织，需求旺季逐渐到来之际还需要关注下一步需求的释放程度和库存变化情况，操作上，在历史高位而且上升趋势未变情况下暂时观望。避免追涨杀跌，如果出现较充分调整仍然可以逢低短多。

期权策略：观望

铜

美国2月季调后非农就业人口新增37.9万人，表现超越预期和前值，为去年10月以来最大增幅；美国2月失业率录得6.2%，表现强于预期和前值，创去年3月以来新低。随着疫情风险的逐步消退，美国劳

动力市场出现了增长势头，经济强劲复苏正在进行时；另外，非农就业报告好转意味着美债收益率继续强势，可能继续受到 TIPS 收益率的带动；实际收益率往往受到更好的增长预期的推动，如果美国国债继续遭受抛售，实际收益率可能攀升至零附近。非农数据超预期，经济强劲复苏正在进行中，市场情绪高涨，美债和美元指数继续飙升。新冠疫苗接种和美国即将出台的财政刺激措施将会继续提振市场对经济复苏的信心，预计美国就业市场将会持续好转。

美国劳工局公布的报告显示，非农就业人口新增 37.9 万，表现远超 19.8 万预期和 16.6 万的前值，就业市场加快速度；2 月失业率（U3 失业率）录得 6.2%，表现强于 6.3% 的预期和前值，数据表现出复苏好转的势头持续，就业参与率的稳定亦说明就业率的确出现实质性复苏；U6 失业率方面，2 月 U6 失业率录得 11.1%，表现持平前值，广义失业率没有进一步好转。美国 2 月就业参与率录得 61.4%，表现持平前值和预期，疫情依然拖累普通民众的复工意愿。

美国规模 1.9 万亿美元的刺激案获得国会通过，拜登拟于周五签署，他的下一个优先事项将是 2 万亿美元的基础设施法案，可能在 5 月在参议院委员会通过。2021 年 2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元。2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%。智利 Los Pelambres 铜矿劳资谈判不顺 有引发罢工的可能。当地时间周二，Los Pelambres 矿的工会成员以 98% 的投票结果赞成罢工。根据智利劳工规则，在罢工开始之前，政府还可介入调解，做最后的努力。智利矿山铜产量占全球铜产量的四分之一，该国矿山最近陷入了一系列劳资谈判，Los Pelambres 矿谈判是其中之一。智利政府数据显示，Los Pelambres 矿去年产量为 37.21 万吨。

中国人民银行 3 月 10 日公布了 2 月金融数据。2 月社会融资规模增量、新增信贷双双高于预期，广义货币（M2）与社会融资规模存量增速同步回升，折射出旺盛的融资需求，蕴含积极经济信号。数据显示，2 月末，M2 余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点。M2 增速较快回升主要受到三方面因素支撑。一是信贷投放高于预期，二是非银存款明显增多提高存款规模，三是财政资金投放增多。新增信贷方面，2 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元。2 月社会融资规模增量为 1.71 万亿元，比上年同期增加 8392 亿元；2 月末社会融资规模存量为 291.36 万亿元，同比增长 13.3%。促使 2 月社会融资规模增量较高的主要原因是新增信贷超出预期，2 月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.34 万亿元，同比多增 6211 亿元；其次是表外融资中的未贴现银行承兑汇票，2 月增加 640 亿元，同比多增 4601 亿元。债券净融资规模下降则对社会融资规模增量构成拖累。2 月企业债券净融资 1306 亿元，同比减少 2588 亿元；政府债券净融资 1017 亿元，同比减少 807 亿元。

面临历史高位压力，铜价大幅冲高之后产生调整，从基本面看目前铜市场的供需关系尚未发生较大变化，宏观方面美债收益率和 CPI 还都没有达到货币政策转变的程度，但历史高位，市场追高意愿不强，估计短期还是高位震荡可能性较大。操作上避免追涨杀跌，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：

数据显示，截至 3 月 5 日当周，美国原油库存增加 1380 万桶，至 4.984 亿桶，远超分析师此前预估的增加 81.6 万桶。尽管上周美国原油净进口量下滑 91.9 万桶/日，因在得克萨斯州遭受冬季暴风雪之后，炼厂开工率偏低，导致原油库存仍受前期极端天气影响而跳增。

周四原油震荡上涨 Brent+2.11%至 69.62，WTI+1.85%至 65.91，宏观方面美元走弱美股反弹，biden 提前发放 1.9 万亿财政刺激，基本面方面 trading house 入场采购现货，印度买盘出现，现货方面 Brent 月差大幅走强至 0.65，WTI 月差持平至 0.02，美国炼厂恢复 3 月中旬将逐步复产。利润方面反弹，汽油航煤走强

柴油走弱，rins 拉涨带动汽油强势，全球的汽油利润基本是在季节性高位。

摩根大通分析师在他们的每周报告中表示，油价维持在较高水平预计将吸引美国生产商增加产量。摩根大通表示，“以目前的价格，大多数美国陆上运营都是经济的，这使得从大型上市公司到私营公司的大量运营处于有利地位，可以在 2021 年下半年增加活动，并在 2022 年为增产提供动能。”该行目前预计，2021 年 12 月美国原油产量平均为 1,178 万桶/日，同比增 71 万桶/日，全年产量平均为 1,136 万桶/日，而 2020 年为 1,132 万桶/日。

2 月 OPEC 月报显示，在头号产油国兼领头羊沙特额外减产，主导减产节奏的背景下，该组织 2 月产量减少 65 万桶/日，至 2485 万桶/日。此外 OPEC 月报上调年内全球石油需求预期，因财政刺激政策以及新冠疫苗接种工作的持续推进均有助于提升今年的石油需求前景。前期美国极寒天气的影响还未消除，2 月最后一周美页岩油减至 1000 万桶/日。据道琼斯 3 月 11 日消息，石油输出国组织（OPEC）周四表示，越来越多的财政刺激政策以及新冠疫苗接种工作的持续推进均有助于提升今年的经济增长与石油需求前景。在备受关注的月度市场报告中，OPEC 预计 2021 年全球石油需求将增加 589 万桶/日，其对全球经济增长的预估上调 0.3 个百分点，至 5.1%。

谨慎的乐观前景以及近期油价上涨促使 OPEC 上调加拿大、美国、挪威以及俄罗斯等非 OPEC 产油国的供应预估。OPEC 还表示，需求增加将对其大有裨益。OPEC 称，预计 2021 年对 OPEC 石油的需求将较去年增加 490 万桶/日。尽管无法填补去年 690 万桶/日的降幅，但兴许可以安抚产油国部长上周对于限产所做的决定。3 月 4 日，OPEC 及其盟友决定放宽减产 15 万桶/日，而此前数位分析师曾预期会增产十倍于此。OPEC 维持 2021 年美国原油供应增长 16 万桶/日的预估不变，称该国“2021 年上游资本支出预计仍将远低于 2019 年水平，主要原因在于页岩油方面投资预期大幅下降。”

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，但由于 OPEC+ 进一步延长减产政策，油价仍然具有向上动能。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：调整时候买入看涨期权。

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：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799