

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1月14日消息：气象专家约翰·巴兰尼克称，经过两个多月的严重干旱后，过去几天南美农业产区出现了大范围的中到大雨，这个周末还将会出现更多降雨，从而使得主产区土壤墒情更为充足。大部分地区的土壤墒情可能改善。不过阿根廷这波大范围降雨过程将于1月16日至17日结束，未来一周的天气几乎完全干燥。但是气温可能接近或低于正常，这有助于避免水分蒸发，但是大部分地区的温度仍将达到35摄氏度左右。对于进入生殖生长期的农作物来说，本周降雨至关重要。

在巴西，由于迄今为止农业产区的降雨量低于正常，因此本周的大范围降雨非常重要。在过去两个月里，巴西中部主产区出现了大约200-300毫米的降雨。迄今为止降雨不足，已经促使巴西国家商品供应公司（CONAB）下调2020/21年度巴西玉米和大豆产量预测数据。下周米纳斯吉拉斯州和巴伊亚州东部农业产区以及戈亚斯州将会出现干燥天气，降雨减少。但是马托格罗索州和南马托格罗索州将有降雨，目前玉米和大豆作物状况要好于两周前。本年度降雨严重不足造成土壤墒情远远低于正常水平。随着第二季玉米播种开始，巴西大部分地区土壤墒情很少。第二季玉米产量远远高于首季玉米。

由于今年播种季节开端天气干燥，巴西农作物播种比正常落后了两周左右。巴西直到10月份才开始进入雨季。由于播种耽搁，土壤墒情匮乏将严重影响玉米作物生长。如果拉尼娜天气导致今年雨季提前结束，那么玉米作物进入生殖生长期或灌浆期时将没有可用的墒情，导致单产下降。

外媒1月14日消息：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1.95倍，前一周同比增加1.93倍。美国农业部发布的周度出口销售报告显示，截至1月7日的一周，中国（大陆地区买家）净买入76万吨2020/21年度美国大豆，以及6.6万吨2021/22年度大豆，作为对比，前一周净买入37万吨美国大豆。

15日北方豆粕震荡。博兴4080 龙口4090 北京4200；大连长春铁岭停报。持续暴涨后，国内连盘调整，豆粕现货追涨意愿减弱，短线震荡几率加大。15日南方豆粕震荡。北海3830 湛江3850 跌20 泉州4020 芜湖3980；分销昆明4150 持续暴涨后，国内连盘调整，豆粕现货追涨意愿减弱，短线震荡几率加大。

因为南美天气令人担忧，隔夜美豆再度上涨，国内连盘也继续获得支持，豆粕期货短线测试3800元阻力可能。而豆粕现货方面，因疫情问题导致物流运输紧张，且在年前需要备货、豆油行情趋弱下，油厂挺粕为主，豆粕现货行情因而继续坚挺为主。不过，因粕有上涨乏力展开高位调整的迹象，而且市场追涨的意愿也开始减弱，豆粕现货继续上涨乏力，但大跌也不易，短线继续坚挺、窄幅震荡整理几率加大。

美豆期价创下六年半来的新高，因为南美天气形势依然令人担忧，其主要因素有：基金驱动的技术性买盘以及对南美供应的担忧带动。货币严重超发下的通胀预期以及南美潜在天气威胁是支撑美豆市场高位运行的重要支柱。

1、四大理由推升通货膨胀。多灾多难的2020年即将结束，随着多国厂商陆续研发出新冠肺炎疫苗，生活回归正常的梦想有了希望的曙光。市场预期当生活恢复日常，民众对多数产品的需求也回到正轨，随

之而来的就是全球通货膨胀的浪潮。据彭博社报导，普林斯顿大学经济政策研究中心高级研究学者杜雷(William C. Dudley)认为明年将是通货膨胀的一年。首先，因为疫情的爆发，全球活动大停摆，消费停滞情况下，物价也跟着重跌。2020年2月开始，物价指数年增率一直走低，五月来到近五年新低点。因为物价指数走低，2021年以此低标为比较基准，计算上会使通膨数字上升。当疫苗在世界各国普及，大家生活回到正轨，原有的消费需求恢复如常，需求的增加亦将带动物价的上涨。此外，因为疫情导致许多企业倒闭或是延迟扩产计划，在产品供给的减少无法满足暴增的需求，供需失衡再次刺激物价上涨。再者，Fed已表明在未达充分就业、通货膨胀率达2%且能温和上升前，都不会调升短期利率。因此一旦通膨真发生，Fed将放手任其上升，直到上升幅度到达其预期。2021年，通膨似乎已成既定趋势。

2、南美天气潜在威胁。巴西大豆头号产区马托格罗索州的收割工作开局缓慢。当地农民称，收割进度落后于上年同期，因年度之初降雨不足。阿根廷产区目前同样缺少有效降雨。天气预报显示未来降水较少，不足以完全缓和玉米和大豆作物压力。拉尼娜现象是市场重要的潜在利多题材，在南美地区长达近半年大豆生产周期内，任何威胁产量的天气都可能激发市场炒作情绪。

3、美豆库存多年低位 豆粕现货跟随美豆一起飞。因为南美天气形势依然令人担忧，美豆收涨，并创下六年半来的新高。当前货币严重超发下的通胀预期以及南美潜在天气威胁是支撑美豆市场高位运行的重要支柱。国内虽然进口大豆充足、需求采购较为谨慎，且豆粕价格连续大涨后成交并未明显放量，但成本驱动以及通胀预期及南美天气炒作情绪高涨，豆粕现货追涨继续提升，今日全国豆粕行情进一步大涨50-80元/吨，沿海主流价格已经涨至3450-3550元/吨。

当前主导国内豆粕市场走向的主要因素在供应端，通胀预期及南美天气炒作情绪高涨，美豆加速反弹深化牛市行情，国内豆粕市场看涨预期受到提振，将继续跟随美豆保持强势运行状态。南美天气炒作已经进入关键时期，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。后期根据南美天气变化，价格转折时期尚未到来。操作上不建议追高，建议观望。

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。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。美棉新年度签约情况不错，中国大量采购对美棉销售利好。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：12月以来，纯棉纱市场行情好转，棉纱价格上涨，常规纱和高支纱涨幅较大，纺织企业利润大好。当前纱布库存较低，企业订单好，生产企业的积极性高涨，部分好企业的订单到了3月份。粘胶纱价格上涨，纯涤纱部分地区报价也上涨，需求尚可。

中国棉花信息网数据，2020年12月，中国棉纺织行业采购经理人指数(PMI)为66.26%，环比上升10.45个百分点，大幅高于50荣枯线以上。该月棉纱库存减少，棉花库存增加，生产量和开机率略有增加，新订单大幅增加。

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%。根据 i 棉网数据，截至 1 月 13 日，新疆棉累计加工量为 524.3 万吨，棉花检验量为 499.58 万吨。

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%。

郑棉期货主体趋势仍然为震荡攀升，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

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存上升 29.72 万吨至 425.3 万吨（近 10 年最低 156 万吨），同比去年低 69.22 万吨；钢厂库存上升 16.29 万吨 276.01 万吨（近 5 年最低 153 万吨），同比去年高 58.76 万吨。合计库存上升 46.01 万吨（去年同期上升 92.98 万吨）。本周产量环比下降 4.12 万吨至 345.37 万吨（去年同期产量 312.46 万吨）。库存连续第三周上升，但同比去年来看，库存的上升幅度偏慢，社库总水平已经低于去年同期，螺纹产量有所下降，但大幅高于去年同期。

2021 年 1 月上旬，重点统计钢铁企业共生产粗钢 2195.61 万吨、生铁 1943.54 万吨、钢材 2051.90 万吨、焦炭 322.26 万吨。本旬平均日产，粗钢 219.56 万吨，环比增长 1.51%、同比增长 11.58%；生铁 194.35 万吨，环比增长 2.84%、同比增长 9.79%；钢材 205.19 万吨，环比下降 8.31%、同比增长 11.94%。本旬，重点统计钢铁企业钢材库存量 1302.70 万吨，比上一旬（即年初）增加 140.59 万吨，增长 12.10%；比去年同期增加 252.48 万吨，增长 24.04%。

海关总署 2021 年 1 月 14 日数据显示，2020 年 12 月我国出口钢材 485.0 万吨，较上月增加 44.8 万吨，同比增长 3.5%；1-12 月我国累计出口钢材 5367.1 万吨，同比下降 16.5%。12 月我国进口钢材 137.5 万吨，较上月减少 47.9 万吨，同比下降 7.3%；1-12 月我国累计进口钢材 2023.3 万吨，同比增长 64.4%。

海关总署最新数据显示，2020 年累计，中国共进口铁矿石 11.7 亿吨，同比增加 1.01 亿吨，增幅 9.5%；累计进口额为 1189.44 亿美元，同比增加 176.13 亿美元，增幅 17.4%。据此测算，2020 年中国铁矿石进口均价为 101.65 美元/吨。

铁矿石昨晚普指涨 2.45 至 171.45 美元，月均值为 169.43 美元。钢价持续下跌，而原料价格保持高位，钢企利润空间明显收缩，观望情绪较重，临近周末补库积极性不高，市场成交一般。多地因疫情物流不畅，运费增加。短期看铁矿石价格难以下跌。

焦炭：14 日临汾一级冶金焦出厂含税价 2600 元/吨；潍坊二级冶金焦出厂含税价 2560-2610 元/吨，涨 100 元/吨；唐山准一级冶金焦含税到厂 2660 元/吨。国内焦炭市场偏强运行，随着华北、华东主流钢厂接受焦炭提涨 100 元/吨，焦炭市场第十三轮提涨基本落地，累涨 800 元/吨。供应方面，焦化去产能政策影响仍在，焦炭供应持续收紧，目前主流地区焦企在高利润刺激下生产积极性不减，厂内焦炭库存多处极低位，受疫情扩散影响，部分焦企汽运有所受阻，有转火运意向。需求方面，钢厂开工维持高位，厂内焦炭库存多处中低位，然受河北及山西地区疫情严控影响，部分钢厂焦炭到货量有所减少，个别钢厂出现超前提涨来保证焦炭到库量的现象，且火运在无法满足钢厂焦炭补库需求下，个别钢厂有检修计划。港口方面，受

疫情影响，汽运稍有阻碍，且在火车车皮较为紧张下，贸易商集港难度略有增加，低价出货意向较弱。

14日全国线螺市价主流涨跌稳均现。52个样本城市中，上涨城市有9个，占比17.31%，涨幅20-60；保持平稳的城市有17个，占比32.69%；下跌城市26个，占比50%，跌幅10-80。截至发稿，钢坯较昨持稳，现报3810元/吨。现货市场多谨慎观望，全国市场主流稳中偏弱调整，市场需求锐减，整体成交偏弱，山东地区主流上调，钢厂拉涨意愿强烈，今日最新库存数据显示，库存增幅扩大，需求减少，且北方受公共卫生事件影响，运输受到影响，临近节前，下游工地多已经停工，或部分赶工时期，贸易商整体心态谨慎，综合考虑，料今价主流稳中偏弱运行。影响因素如下：1、期螺窄幅震荡，现货市场多谨慎观望；2、库存增幅扩大，需求减少；3、市场需求锐减，整体成交偏弱；4、原材料支撑尚存。

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，目前需求淡季可能震荡调整，操作上短线操作或观望多单逢高减磅，避免追涨杀跌。

期权策略：观望

铜

目前矿端较为平静，短期仍是供应偏紧格局。上周上期所铜库存增加11530吨至86679吨，一改前期跌势，虽然整体库存仍处于低位，但对铜价的带动作用稍有减弱。据SMM，12月电线电缆企业开工率为91.02%，环比减少5.81个百分点，同比减少0.02个百分点。春节临近，下游需求转淡。宏观层面上，变异病毒在越来越多的地区被检测到，引发市场不安情绪，同时各地均有有条不紊开始接种疫苗，利多与利空并存。中国12月制造业PMI环比回落0.2个百分点至51.9%，其中原材料库存指数持平，而新订单库存指数回落0.3个百分点，总体下滑幅度有限，还处于相对高位上，利空影响有限。1月4日公布的2020年12月财新中国制造业PMI（采购经理指数）录得53，虽较11月的十年来高点下降1.9个百分点，但仍显著高于荣枯线，显示疫情后经济恢复仍在持续。中国1-11月规模以上工业企业利润增长2.4%，数据良好，对铜价形成利好。但另一方面全球疫情感染人数激增，日本单日新增创下新高，变异病毒可能对经济修复形成拖累，铜价上方将逐渐有一定压力。年末贸易流量减少，铜的短期受抑，铜库存略有增长。

美国全国商业经济协会的经济学家调查结果与世界大型企业研究会的基准情景预测类似。该协会调查显示，经济学家平均预计美国经济增长将从2020年第四季度的4.1%放缓到2021年第一季度的2.9%，但在此后的三个季度将反弹到3%的增速以上；2020年全年美国经济将萎缩3.5%，2021年将增长3.8%。美国依旧是世界第一大经济强国，美国的经济出现了大面积的萎缩，但是其股市却是一路高涨，目前美国股指已经突破了30000点，也就是说美国的经济几乎都是靠金融撑起来的。欧洲利好频出，欧盟与中国如期完成双边投资协定谈判，欧洲企业进一步扩大海外市场份额前景乐观；美欧关系将随着美国政府换届而得到修复，双方的贸易争端也有望得到化解；英国无协议脱欧的风险消除。欧洲央行决定全面延长在疫情期间实施的放松融资条件的措施至2022年。这意味着，欧元区的银根会在相当长的时间内非常宽松，支持经济复苏。但是欧洲经济复苏仍面临很大的不确定性。疫苗接种的拖延，病毒的变异情况等等都会削弱经济前景。欧洲央行、OECD等权威机构在12月均大幅下调了对欧元区2021年经济增长的预期。OECD对欧元区GDP增长预期从此前的5.1%下调至3.6%。

根据中国国家统计局发布的统计数据，11月中国出口增长21.1%，进口增长4.5%。1-11月中国出口机电产品1.37万亿美元，占中国出口的59%，同比增长4.3%。在新冠疫情蔓延的背景下，中国还增加了医疗和个人防护设备出口。在今年的前11个月中，此类商品的出口年均增长42.5%。

目前市场对刺激政策的利好基本上已经消化。进入一月份，铜消费变差，部分大型线缆企业消费下滑

20%以上，加上进口废铜开始流入到国内市场，现货市场开始走弱，现货升贴水开始走弱，铜市场开始垒库，铜价可能进入震荡状态。

面临历史高位压力，铜价近日向上突破之后又回落，去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，多单在出现下跌技术信号之后建议平仓。

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：

标普全球普氏能源资讯的最新调查发现，欧佩克及其盟友去年12月将原油日产量提高了28万桶，至7个月高点。利比亚的产量达到2013年年中以来的最高水平，其他几个国家的产量略有增加。具体而言，欧佩克13个成员国12月日产2543万桶，比11月增加22万桶，而以俄罗斯为首的9个非欧佩克成员国日产1274万桶，增加6万桶。减产执行率方面，根据普氏能源资讯的计算，整个欧佩克12月的减产执行率为98.5%，低于11月份的100.1%。石油运输咨询公司Petro-Logistics甚至表示，欧佩克+12月的减产执行率降至75%，为去年5月开始新一轮减产以来的最低水平。其中，欧佩克成员国的减产执行率下降得更为明显，下跌了10%至82%；而非欧佩克成员国下降了8%至64%。

许多欧佩克+成员国，尤其是俄罗斯和阿联酋，一直渴望夺回因疫情而失去的市场份额，并游说放松本国的减产配额，甚至增产；相反，沙特阿拉伯、阿尔及利亚等国则支持进一步限制产量，以防止油价在疫情继续蔓延的情况下回落。调查发现，沙特12月的原油产量稳定在901万桶/日，超出当月899万桶/日的配额，油轮跟踪服务还显示沙特12月的原油出口稳步增长。根据调查，目前欧佩克+最大的生产国俄罗斯12月的原油产量则提高到910万桶/日，超过其配额11万桶/日。

按照去年12月的约定，欧佩克+在1月将小幅增产50万桶/日；在2月和3月，俄罗斯和哈萨克斯坦被允许进一步增产，沙特阿拉伯则做出“牺牲”，自愿减产100万桶/日，其他成员则将维持1月份的产量水平。根据欧佩克+协议，在1月，沙特减产配额将增加到912万桶/日；俄罗斯1月份的配额同样为912万桶/日，而2月和3月的配额将上升至918万桶/日和925万桶/日。一般来说，俄罗斯很难在冬季增加产量，但由于俄罗斯希望保住部分市场份额，因此其国内的石油公司已经开始为增加产量摩拳擦掌。

12月欧佩克原油产量的急剧增加主要归因于利比亚，调查显示，利比亚的原油产量升至六年半以来的最高水平。利比亚上个月的产量为118万桶/日，比11月增加了15万桶/日。在利比亚民族团结政府(GNA)和利比亚国民军达成和平协议之后的最后三个月里，利比亚已成功增产了100万桶/日。但由于LNA和GNA仍需制定全面的收益分配协议，围绕着协议可能仍会掀起一些风波，因此2021年仍可能出现供应中断的情况。伊朗也在全面复产。根据调查，12月份伊朗的日产量为204万桶，是3月份以来的最高水平。油市投资者普遍预计，拜登上台将刺激伊朗继续增产。同样受到制裁的委内瑞拉，其产量比伊朗略有下降，前景比伊朗更为严峻，因为其石油基础设施遭受了多年投资不足、盗窃和管理不善的困扰。

根据欧佩克+协议，利比亚、伊朗和委内瑞拉能豁免减产，因此预计利比亚的大规模停产活动不会影响欧佩克+的减产成绩，然而，这会削弱该集团控制其原油供应的能力。

尽管深深陷入经济危机的痛苦，但伊拉克12月的原油产量依然增加，这主要是由于南部的原油出口急剧上升。结果是12月伊拉克原油产量增加了385万桶/日，比配额高出了5万桶/日。阿联酋也在12月份继续提高产量，但仍比其259万桶/天的配额低了2万桶/天。与此同时，尼日利亚发布了自该联盟于2017年

开始产量协议以来最好的一份减产成绩单。尼日利亚上个月的产量为 143 万桶/天，比 11 月下降了 7 万桶/天，为 2016 年 8 月以来的最低水平。这主要是由于该国 Qua Iboe 码头发生大火造成了原油生产中断，尼日利亚主要的原油等级之一依赖该码头出口。

从技术上看，目前正在开展上升浪行情，但 55 美元以上压力逐渐增大，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，所以长期看原油仍然有继续向上空间。但近期涨幅较大，不排除调整可能性。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：卖出宽跨式期权。

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