

## 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：

根据 AgRural 的数据，巴西上周晚些时候的大豆收获进度为 25%，而去年为 40%。这意味着本周上涨了 10%，但仍远远落后于去年的速度。马托格罗索——据马托格罗索农业经济研究所(Imea)称，截至上周晚些时候，马托格罗索农民收获了 52% 的大豆。这代表本周增加了 17.6%，收获进度加快。这周的收获速度有所提高，但仍比去年落后 32%。气象机构 Maxar 预测，未来一周，巴西马托格罗索州将出现大范围降雨，这将导致收获进一步推迟。巴西的收成速度已经降到了十年来最慢的水平，但大多数专家仍然预测，本季的产量将达到创纪录的 48-49 亿蒲式耳。巴拉那大豆——根据农村经济部(Deral)的数据，截至 3 月 1 日，巴拉那州早播大豆收割进度为 23%，上周为 8%，去年同期为 54%。目前 1% 作物处于花期，37% 处于结荚期，62% 处于成熟期。作物状况有所改善，优良率为 81%（上周为 80%），一般为 16%（上周为 17%），差劣率为 3%（上周为 3%）。Deral 将他们对该州大豆产量的估计下调至 2,030 万吨，较去年下降 2%，较他们最初的估计下降 1%。他们将较低的估计归因于生长季节开始时的干燥天气和 1 月份的过量降雨。南里奥格兰德——该州的大豆正处于荚果灌浆的关键阶段。农民们开始担心，因为最近几周天气已经变得干燥，但现在的预报称，该州中部和北部大豆生产集中地区的降雨机会将增加。巴西咨询机构 Datagro 预计 2020/21 年度巴西大豆产量将达到 49.85 亿蒲式耳，因为近来的降雨提振大豆作物生长。不过 Datagro 也指出，降雨耽搁了大豆收获。

据美国农业部发布的周度出口销售报告显示，截至 2021 年 2 月 25 日的一周，美国 2020/21 年度大豆净销售量为 334,000 吨，显著高于上周，但是比四周均值低了 33%。2021/22 年度净销售量为 199,400 吨，其中对中国销售 198,000 吨。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，如果未来几周主产区仍没有出现显著降雨，那么 2020/21 年度阿根廷大豆产量预测数据可能下调。

因市场对南美不利作物天气的担忧加剧，隔夜美豆小幅收高，过度降雨导致巴西大豆收割推迟，并影响巴西大豆对外出口节奏。不过，南美大豆产量前景限制美豆反弹高度，短期美豆继续宽幅震荡。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。

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，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。

据乌鲁木齐、阿克苏、库尔勒等地棉花监管库反馈，2月下旬以来新疆棉公路、铁路发运量继续反弹，尤其新疆汽运出库量较节前回升更快，预计3月份新疆棉移库整体进入高峰期。部分棉花贸易商、棉纺织企业表示，近一周以来，受公路发运量全面恢复、疆内外天气降温和汽柴油价格上调等影响，北疆部分监管库出疆汽运价格上涨20-30元/吨，但受铁路运费稳定、出疆及回程车辆增多等制约，新疆棉公路出疆运费整体持稳。进入2月下旬，新疆大部分棉区陆续进入春耕备播期，各农资公司、植棉大户、合作社等开始忙碌起来。阿克苏沙雅、柯坪、库车县等地农民预计，最早3月下旬至4月初手摘棉陆续开播，而机采棉则稍推迟一周以上。对阿瓦提、沙雅、库车县等地植棉户调查来看，2021年长绒棉的种植意愿、积极性较2020年有明显回升。

巴基斯坦近期以干燥天气为主，本年度籽棉上市量折皮棉预计将仅几百吨。得益于良好的天气条件与较高棉花价格支撑，棉农种植积极性较高，信德省南部棉区的新棉种植范围逐渐扩大。目前水资源充足，棉籽供应正常，但抗虫害能力仍为不确定性因素。当地政府近期对增加棉花种植方面做出了一些积极的声明。目前巴基斯坦皮棉价格持续坚挺，较低等级轧花厂提货价在10800-11800卢比/莫恩德，旁遮普较高等级在12000-12700卢比/莫恩德。

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

受唐山限产消息影响，本周建材市场大幅上涨，全国多地的涨幅过百，期货与原材料价格走高，对高价存有支撑，随着市场整体成交跟进不足，市价高位回落，但随着两会的召开，可能会有相关的进准政策的出台，会迎来新的一波涨价。所以厂家与商家皆对市场持有看好的态度，但市场商家对现在的价格高位有一定的恐慌心理，获利商家多在积极寻求出货，且终端方面对现在的高位有抵触心理，市场需求有限，工地还未全部开工，预计要三月中下旬市场会恢复正常水平。35城螺纹社库1304.22万吨增82.26万吨；螺纹钢厂库521.83万吨增6.99万吨，线材厂库179.08万吨增加4.19万吨；螺纹钢周度产量337.47万吨增

加 18.82 万吨，线材周度产量 146.21 万吨增加 8.48 万吨。

本周铁矿石市场稳中偏强运行。周内普指逐渐在 170 美金上方震荡，受供应紧张影响，市场对主流中高品粉兴趣依旧浓厚，海运矿价创 9 年来新高。有些澳粉，例如纽曼，资源供应非常有限，并且逐渐拉开与 PB 粉的价差。矿石方面，高炉淘汰消息一出，盘面先跟着期螺上冲一波，然后又开始收窄涨幅，毕竟高炉淘汰是实实在在的打击了矿价的，就算跟涨，幅度也不会超过期螺。实货方面，由于对下游钢铁需求复苏的持续乐观情绪，唐山港和青岛港的中品粉买盘在昨天下午开始就有所增加。但钢厂补库仍未大面积开启，按需补充为主。库存方面看，全港铁矿石依旧紧张，巴西和澳洲到货继续偏低；另外进入 3 月开始，矿商的贸易矿存量也在减少。不仅进口资源，就连国产资源也表现紧张，受山东金矿事故影响，国内多地矿山延迟开工，开启安全检查，市场预计恢复正常供应起码半个月到 1 个月时间。矿种方面，55%左右的印粉在节后交易活跃，这也表明目前钢厂不太能接受主流中品的高溢价，开始转投低品资源。另外，北京两会召开，唐山限产预期持续严格，在此背景下，块矿供应减少、烧结限产及下游需求坚挺，暂时还是支撑了块矿溢价，不过变数也有可能随时发生，对块矿溢价只能保持相对乐观的态度。远期方面，PB 粉目前溢价高达 6 个美金之多，港口转售利润有限，而粉矿折扣还有可能进一步缩小。这给了印粉扩张机会，最近两周印粉的海运流动性大幅上升，北方小厂采印粉的积极性非常高。国产矿方面，普指冲向 180，钢坯强势运行，内粉商家惜售盼涨心态强烈，随着钢企陆续订货，资源流通量加大，精选及大矿要价高企，部分钢企价格上调，如鑫达、松汀涨 30，宝泰涨 20，但是由于环保严格加之新规出台停产高炉，对钢企的采购量有一定的影响。两会召开在即当地炸药供应受限，选矿企业原矿资源紧缺明显，矿选及贸易商惜售现象明显。山东地区，部分矿山仍在停产安全检查，只有少数矿山在生产，资源也显紧俏市场整体涨势不如预期，均少量拿货为主，供需水平仍偏紧，但 62.5 球团价格随着水涨船高至 1610。

本周国内焦炭市场偏弱运行，焦价第二轮提降 100 元/吨全面落实执行。供应方面，河北、山西地区将在采暖季结束后关停部分落后产能，但对整体焦炭市场供应情况影响较小，山东、内蒙出台控制能耗通知，若后期严格执行，焦企将大幅限产，当前主产地焦企多维持高负荷生产，唐山地区环保政策趋严，厂商已停止货车装卸，焦企多有累库现象。需求方面，钢厂开工高位，焦炭到货量较好，对焦炭采购速度有所放缓，且唐山发布 3 月份大气污染防治综合治理攻坚月方案，3 月 10 日前或将关停 4 座高炉，焦炭日耗或稍有减少。港口方面，市场交投氛围较为冷清，贸易商集港意愿较弱，且唐山地区发布停止港口运输通知，要求 3 日至 6 日 8 时停止港口运输，贸易商集港量稍有下降，可售资源现货较少，市场观望情绪较浓。

**期螺钢坯支撑坚挺，加之市场氛围较好，下游需求陆续释放。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，而且螺纹铁矿价格都到达历史高位，有色金属近几日有回调继续，黑色也可能受此影响展开震荡，但需求旺季到来之际还需要关注下一步需求的释放程度，操作上，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。**

**期权策略：观望**

## 铜

走过拐点，美国经济即将迎来爆炸式增长。美国经济虽然仍处在新冠疫情的阴影中，但随着越来越多民众接种疫苗，疫情相关限制措施逐步放松，以及大规模财政刺激措施的推出，经济学家们预计，美国经济即将迎来爆炸式增长。亚特兰大联储的 GDPNow 模型周一预计，美国一季度实际 GDP 环比折年率将增长 10%，高于 2 月 26 日预计的 8.8%。纽约联储也将美国一季度实际 GDP 增速预估上调 0.4 个百分点，至 8.7%，称主要原因是个人消费支出和个人可支配收入方面的有利进展。美国商务部上周五公布的数据显示，美国 1 月个人收入环比激增 10%，创下去年 4 月以来的最大月度增幅；1 月个人支出环比增长了 2.4%。

亚德尼研究公司(Yardeni Research) 董事长兼首席策略师亚德尼(Ed Yardeni)周二指出, 实际 GDP 的 V 型复苏将依然是 V 型复苏, 不过在一季度之后就不属于“复苏”了, 因为实际 GDP 将在该季度全面恢复至疫情前水平, 之后经济将在此基础上进一步“扩张”。截至去年底, 美国 GDP 规模相比一年前仅剩下 2700 亿美元的缺口。去年三、四季度, 美国 GDP 的环比年化增长率分别为 33.4%和 4.1%。

就全年而言, 摩根士丹利预计, 今年美国经济将增长 6.5%, 创下 1984 年以来的最大增幅, 并在 2022 年进一步扩张 5%。高盛则预计美国 GDP 今年将增长 7%。牛津经济研究院 (Oxford Economics) 也认为, 美国经济今年将扩张 7%。经济学家们认为, 美国经济将实现大幅增长的原因之一, 是联邦政府的大规模救助行动。去年, 美国国会通过了近 4 万亿美元的纾困措施, 目前, 民主党人正在推动另一项 1.9 万亿美元的刺激计划, 其中包括第三张 1400 亿美元的现金支票。在前两次救助计划中, 美国政府向大部分美国人前后发放了 1200 亿美元和 600 亿美元的现金支票。摩根士丹利称, 这两次计划, 使得美国人口袋里的现金总共增加了 1.5 万亿美元, 到今年 3 月, 该数字有望增加至 2 万亿美元。另有数据显示, 1 月美国家庭的总储蓄额升至 3.9 万亿美元, 相比去年 2 月时的 1.4 万亿美元大幅增加。分析人士称, 高储蓄额的释放将推动今年美国经济强劲增长。

容诚 (RSM) 会计师事务所首席经济学家 Joseph Brusuelas 指出, 今年年中美国经济增速有可能接近 9%, 这就是美国经济重启、家庭被抑制的需求得到释放的强大力量。“我认为这些需求不会在今年释放殆尽, 我预计这大概需要两年时间, 因为家庭在使用这些现金时可能会比较谨慎。”

不过, 消费者们已经开始花钱了。美国商务部上周公布的数据显示, 受刺激措施支撑, 美国 1 月零售销售增长了 5.3%。这意味着, 人们已经开始在酒吧、餐馆, 电子电器商店以及百货商店进行消费了。生产性活动也在升温。周一美国供应管理协会 (ISM) 公布的数据显示, 2 月美国制造业 ISM 采购经理人指数环比增至 60.8, 创 2018 年 2 月以来的最高水平。数据高于 50 表示制造业处于扩张状态。周三发布的美联储褐皮书调查报告则称, 大部分联储辖区的经济活动近期温和扩张。大部分地区的制造活动整体温和上升。随着新冠疫苗的普及, 大多数企业对未来 6-12 个月持乐观态度。多数地区报告称, 就业水平近期有所上升, 尽管速度缓慢, 预计近期就业水平将温和改善。此外, 招聘网站 Indeed 上的招聘贴数量则比疫情前的基线水平高出 4%。自今年 1 月初触及巅峰以来, 美国每日新增新冠肺炎病例持续下降。本周一, 美国每日新增病例降至 5 万以下, 创四个多月来的最低水平。与此同时, 全球第二大疫苗生产商默克公司宣布协助强生公司生产新冠疫苗, 美国总统拜登承诺, 将在 6 月前生产足够所有成年人接种的疫苗。目前美国已有超过 15% 的人口接受了至少一剂疫苗接种。在这一背景下, 宾夕法尼亚、北卡罗来纳、密歇根等多州宣布放松限制。得克萨斯州周二宣布取消口罩令, 所有商家恢复原有客容量。密西西比州也将于周三取消口罩令。

周四全球股市全面大跌, 鲍威尔昨天发表讲话未提及任何压低利率的措施, 市场失望, 随后股市大跌, 十年期国债收益率再急升至 1.5%以上, 美元指数涨到 91.6。经济数据方面, 昨天公布的美国 1 月耐用品订单月率终值为增长 3.4%, 1 月工厂订单月率增长 2.6%, 创了去年 7 月以来新高, 说明美国工业生产持续增长势头稳定。加上刺激计划即将兑现, 经济增长这一宏观最基本的支撑逻辑不变。但可能通胀预期、国债收益率上涨激发了资产配置的调整, 我们需要看刺激计划兑现后, 市场焦点是否重新回到经济增长逻辑上来。金属价格全面大跌可能是国债收益率急涨导致的广泛的风险资产回调压力。从中期基本面看, 无论是美国大规模刺激计划即将兑现, 疫苗接种比率提高推动传统服务业恢复正常, 还是低库存进入消费旺季都是较确定的事, 价格强势逻辑不变。只是有色金属普遍吸引大规模投机资金入场, 短期涨幅过大, 资金一哄而散, 导致回撤幅度也同样较大。短线资金行为决定价格波动节奏。国内方面, 由于价格大涨, 下游普遍无法接受高价, 缺乏新订单, 本周工厂仍以消化库存为主, 现货销售乏力, 周四现货贴水重新回到 80 元, 估计本周库存将保持增加。

5 日提请十三届全国人大四次会议审议的政府工作报告提出, 今年发展的主要预期目标是, 国内生产总值增长 6%以上。政府工作报告说, 经济增速是综合性指标, 今年预期目标设定为 6%以上, 考虑了经济运行恢复情况, 有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。城镇新增就业 1100 万人以

上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右；进出口量稳质升，国际收支基本平衡；单位国内生产总值能耗降低 3%左右；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。

面临历史高位压力，铜价大幅冲高之后产生调整，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。今天公布的政府工作报告把 GDP 增速目标设立在 6%以上，说明今年的财政和货币政策都可能会保持稳中收紧的策略。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：

欧佩克+已就减产规模达成协议，除了哈萨克斯坦和俄罗斯，其他成员国将延长减产计划。欧佩克+将在 4 月份再次开会，决定 5 月份及以后的产量水平。俄罗斯和哈萨克斯坦被允许 4 月分别增产 13 万桶/日和 2 万桶/日。沙特倾向于从 5 月开始逐步取消 100 万桶/日的自愿性减产计划，逐步增产的数量将取决于违反配额规定的成员国的补偿性减产速度。欧佩克+协议文本显示，违反配额规定的产油国需要在 7 月之前补偿其违反配额规定的行为。OPEC 会议终于结束了，OPEC+ 决定不在四月份进行增产。但俄罗斯和哈萨克斯坦可以增加 15 万桶，这对比于市场之前预期的 150 万桶要小了很多。沙特也宣布将自愿减产 100 万桶的时间延长到四月份。油价盘中大幅拉涨，刷新近一年多以来的高位。油价回调或将告一段落。

美国石油协会(API)周二(3 月 2 日)公布的数据显示，截至 2 月 26 日当周，原油库存增加 735.6 万桶，分析师先前预计减少 185 万桶。这强化了潜在供应过剩疑虑。Axi 全球市场策略师 Stephen Innes 表示：“库存意外大增发生时机，恰巧是油市多头正在烦恼的时刻。” API 称，俄克拉荷马州库欣仓库的原油库存增加 73.2 万桶。当周炼厂原油加工量下滑 175 万桶/日。截至 2 月 26 日当周，美国汽油库存减少 990 万桶，降幅高于分析师预估的减少 230 万桶。当周包括柴油和取暖油在内的馏分油库存减少 910 万桶，而分析师此前预估为减少 300 万桶。数据显示，美国原油进口量增加 63.1 万桶/日。

依据 3 月度调查结果显现，欧佩克 2 月份石油日产量减少 87 万桶，其中原因主要是沙特减产所致，这也为去年 6 月以来首次出现月度减产。依据路透社对欧佩克、石油公司音讯来源和油轮跟踪数据的调查显现，2 月份欧佩克 13 个成员国的石油总产量为 2489 万桶/天，沙特阿拉伯完成了约 85 万桶/天的减产承诺，超出了欧佩克+配额 100 万桶/天。依据欧佩克的二手资料，该卡塔尔 1 月份的石油日产量均匀为 2550 万桶，比去年 12 月增加了 18 万桶/天，其中最大产油国沙特阿拉伯产量有所上升。欧佩有些成员国不受欧佩克+削减产量协议的影响。

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

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

电话：400-886-7799