



商品期货研究方法 with 品种特点

广发期货 鲍红波
2022年5月19日

诚信 专业 创新 图强

第一部分 商品期货研究方法

1. 经济周期法
2. 平衡表法
3. 季节性法
4. 成本利润法
5. 持仓分析法
6. 事件驱动法

第二部分 品种特点

1. 金属品
2. 化工品
3. 农产品

第一部分 商品期货研究方法

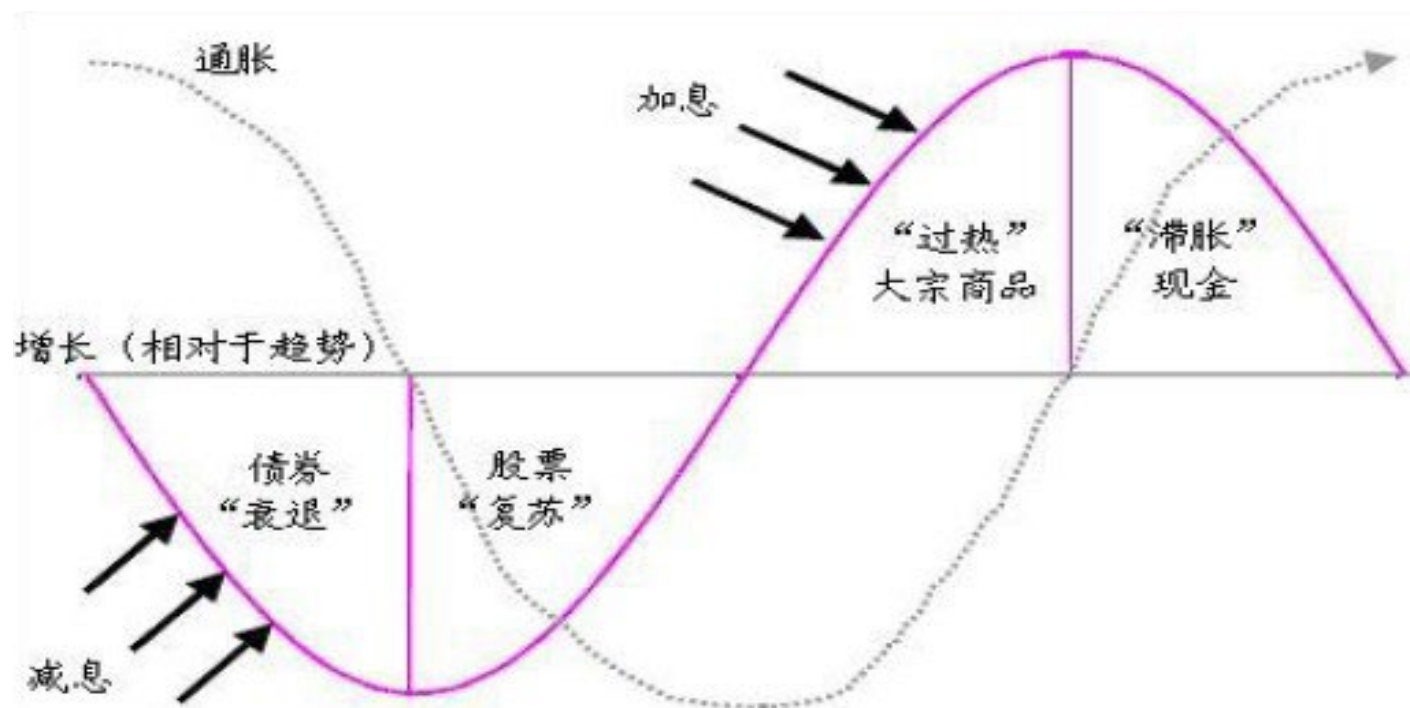
1. 经济周期法
2. 平衡表法
3. 季节性法
4. 成本利润法
5. 持仓分析法
6. 事件驱动法

1. 经济周期法

- **经济周期是经济运行中周期性出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象，主要表现是国民收入、经济增长、失业率、物价水平扩张与紧缩的周期性波动变化。**
- 虚拟资产与实物资产的不平衡，过多的货币供给造成泡沫，泡沫破灭、恐慌发生，经常性的经济危机并不是一些简单的相互独立的事件，而是**经济组织内在不稳定性周期性重复发作的体现。**
- 经济增长就像历史潮流一样无法阻挡，而这种增长不是一蹴而就的，**繁荣与衰退、潮涨潮落，经济增长是蹒跚向前的，经济增长就是经济周期循而往复、周而复始的过程。**

1.2 经济周期四阶段

- 按照美林证券的分类，经济周期可分为四个阶段：**复苏、繁荣（过热）、滞胀、衰退（萧条）**，或者划分为两个阶段、两个转折点：谷底、扩张、峰顶、衰退。
- 在不同的阶段，资产都会有不同的表现，从而为资产选择和配置提供契机。



1.3 经济周期四阶段特征

- 在衰退阶段：经济增长停滞，生产能力过剩，商品去库存，价格下跌。
- 在复苏阶段：经济开始增长，过剩产能还没能完全消化，通胀较低，需求回暖，企业经营好转，股市黄金期。
- 在繁荣阶段：经济过热、通胀抬头，产能增长，此时大宗商品是最佳选择。
- 在滞胀阶段：GDP的增长率降到潜能之下，但通胀却继续上升，企业盈利恶化。

阶段		经济增长	通货膨胀
I	衰退（萧条）	下降	下降
II	复苏	上升	下降
III	繁荣	上升	上升
IV	滞胀	下降	上升

1.4 经济周期中的资产配置

- 在不同的阶段，资产都会有不同的表现，从而为资产选择和配置提供契机。

经济周期不同阶段资产的平均表现（根据美林证券1970-2004年美国市场统计数据）

	股票	大宗商品	债券	现金	资产选择	股票配置
衰退（萧条）	6.4%	-11.9%	9.8%	3.3%	债券	防御/增长
复苏	19.9%	-7.9%	7%	2.1%	股票	周期/增长
繁荣	6%	19.7%	0.2%	1.2%	商品	周期/价值
滞涨	-11.7%	28.6%	-1.9%	-0.3%	现金	防御/价值

1.5 美林时钟



1.6 经济周期分析注意事项

- **明斯基时刻：资产价值崩溃的时刻。**

经济长时期稳定可能导致债务增加、杠杆比例提升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。

经济有天生内在的不稳定性，经济好的时候，投资者倾向于承担更多风险，随着经济向好的时间不断推移，投资者承担的风险更大，直到超过收支不平衡点而崩溃，这个崩溃点称为明斯基时刻。

- **经济周期分析方法有长期性、趋势性好的特点，对长期趋势分析很有帮助。**

但由于数据滞后等原因，确定当前经济所处经济周期并不是易事。

应注意两个问题：

第一：即使对经济周期判断正确，某商品价格走势也如经济周期法所预测，但不应忽略短期、中期内将有幅度不小的变动。

第二：近年来宏观环境以及商品影响因素的复杂性，经济周期法所示最佳资产配置常常失效，所以不可过分迷信经济周期分析方法。

2. 平衡表法

2.1 供需平衡表项目

- **总供给=总需求**
- **供给方面:**
 - 期初库存=上期期末库存
 - 总产量
 - 进口量
- **需求方面:**
 - 国内消费量
 - 出口量
 - 期末库存
- **供需平衡方面:**
 - 期初库存+总产量+进口量=国内消费量+出口量+期末库存
 - 期末库存=(期初库存+产量+进口量-国内消费量-出口量)
 - 库存消费比=期末库存/总消费量

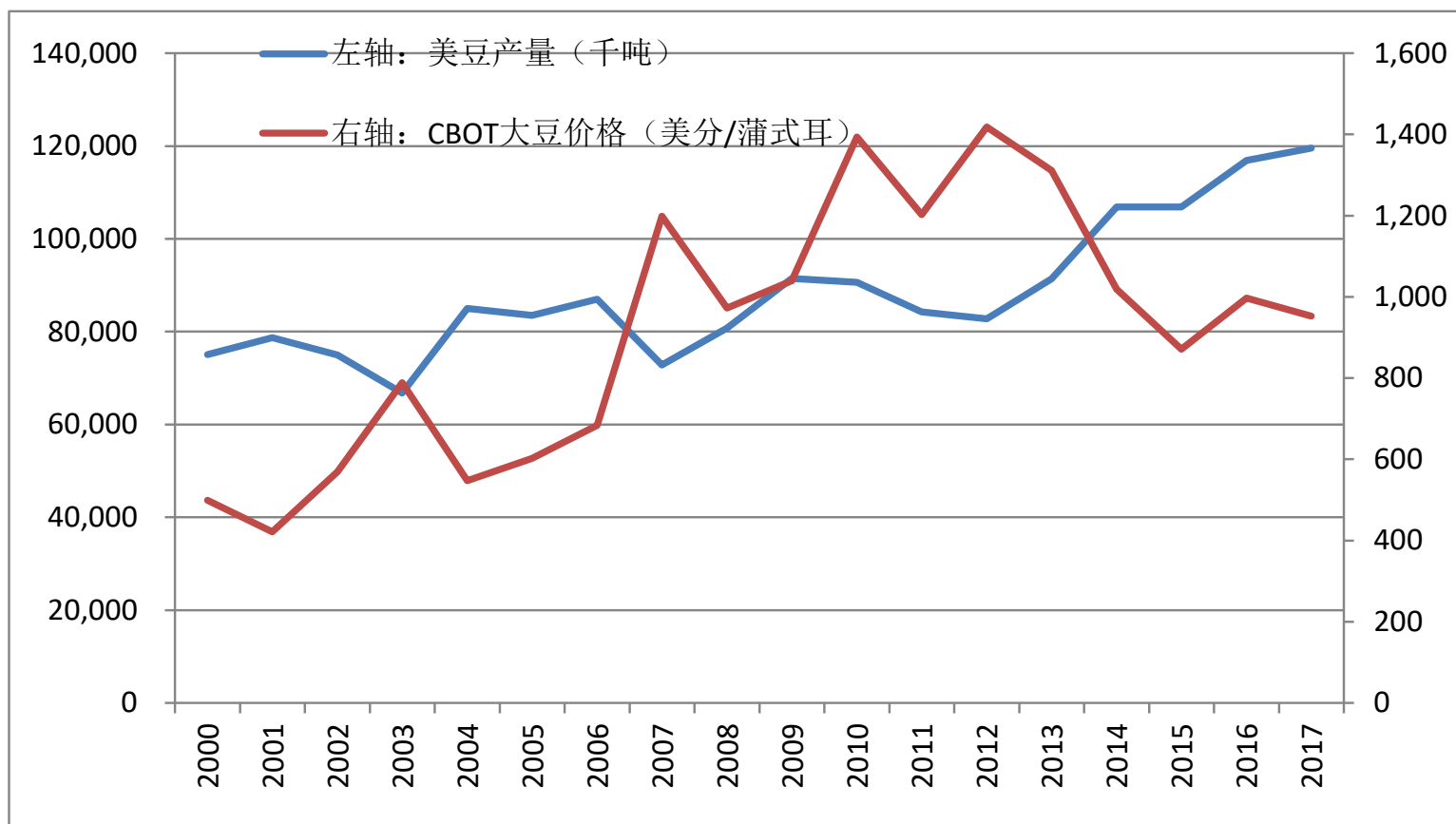
总供给:	总需求:
期初库存	消费量
产量	出口量
进口量	期末库存

2.2 年度供需平衡表

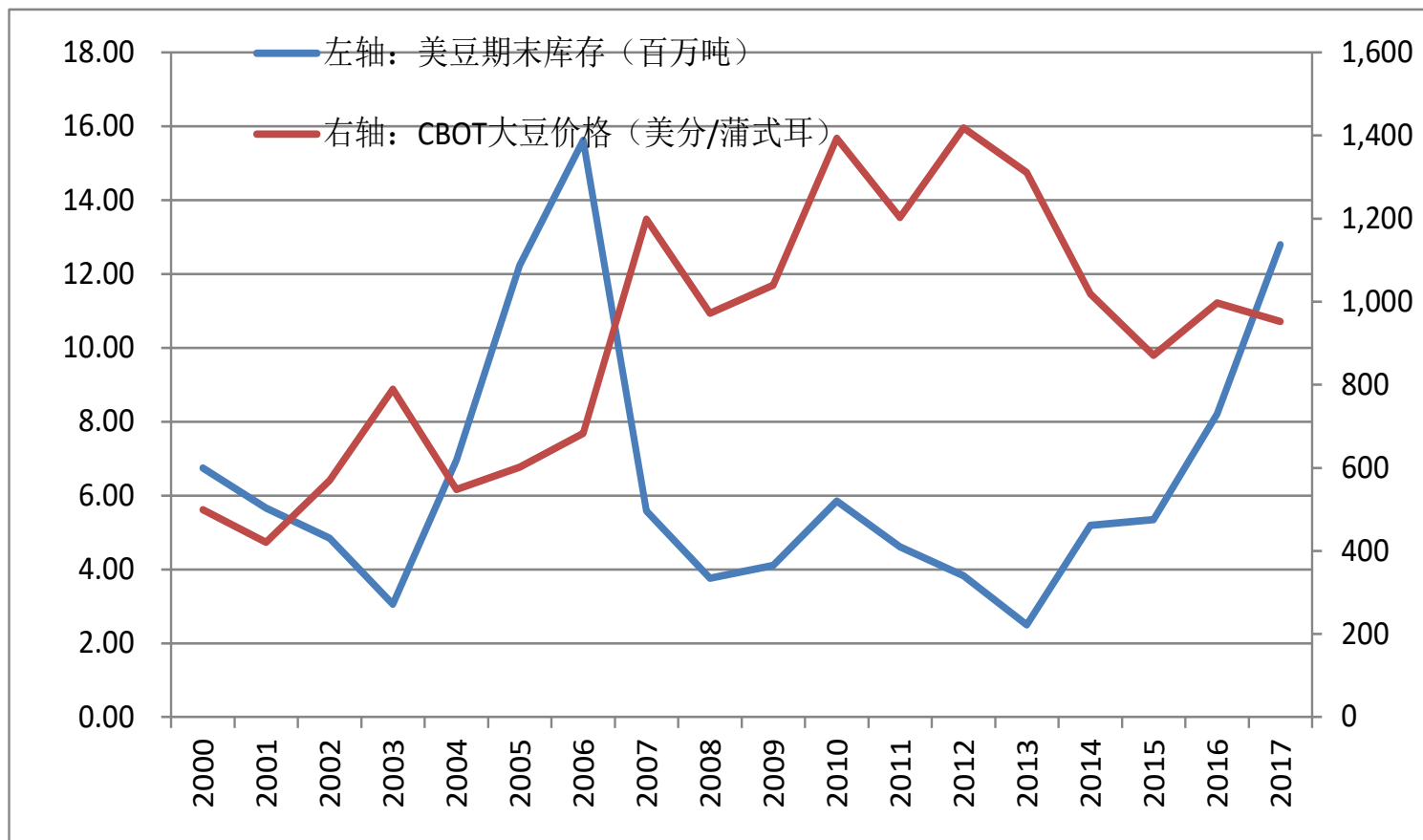
- 年度供需主要指标：种植面积、单产、产量、期末库存、库存消费比
- 衡量指标：同比、环比，年比、月比
- 定性分析：供应紧张、供求平衡、供应宽松。

美国大豆供需平衡表	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
百万亩										5月预估
播种面积	76.8	83.3	82.7	83.5	90.2	89.2	76.1	83.4	87.2	91
收获面积	76.3	82.6	81.8	82.7	89.5	87.6	74.9	82.6	86.3	90.1
收获面积比例	99%	99%	99%	99%	99%	98%	98%	99%	99%	99%
单产	44	47.5	48	51.9	49.3	50.6	47.4	51	51.4	51.5
期初库存	141	92	191	197	302	438	909	525	257	235
产量	3358	3927	3929	4296	4412	4428	3552	4216	4435	4640
进口	72	33	24	22	22	14	15	20	15	15
总供给	3570	4052	4140	4516	4735	4880	4476	4761	4707	4890
压榨	1734	1875	1886	1901	2055	2092	2165	2141	2215	2255
出口	1638	1843	1942	2166	2129	1748	1682	2261	2140	2200
种用	97	97	97	105	104	88	96	101	106	102
残余	9	46	18	42	9	43	9	1	12	23
总需求	3478	3861	3944	4214	4297	3971	3952	4504	4472	4580
期末库存	92	191	197	302	438	909	525	257	235	310
农场均价	13	10.1	8.95	9.47	9.33	8.48	8.57	10.8	13.25	14.4
农场均价										
库存消费比	2.65%	4.95%	4.99%	7.17%	10.19%	22.89%	13.28%	5.71%	5.25%	6.77%

- 产量与价格：呈现明显的反向关系



- 库存与价格：呈现明显的反向关系



2.3 月度供需平衡表

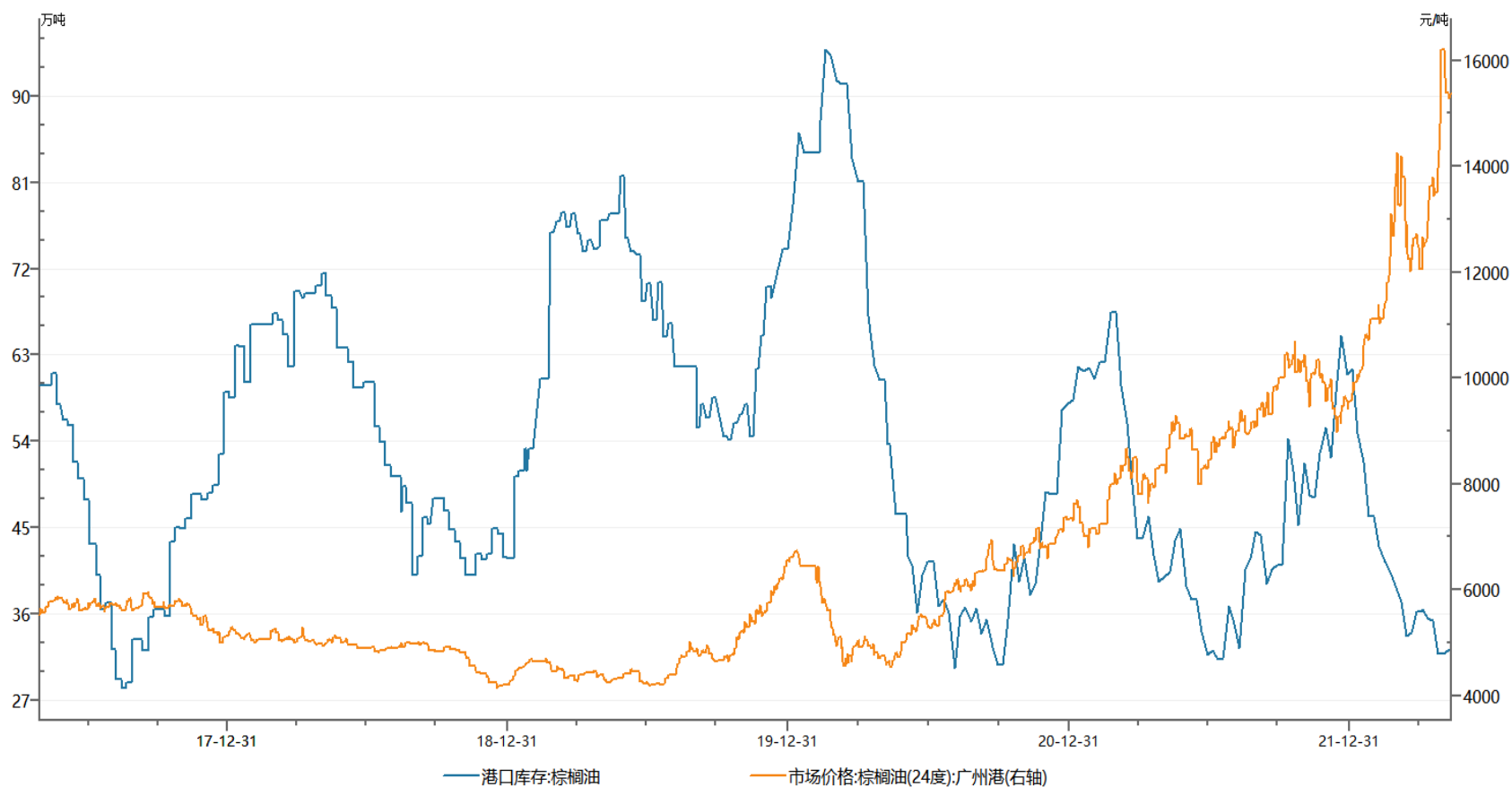
- 月度供需主要指标：对进口量的预测、库存使用比
- 衍生季度供需状况：季度供需平衡表

2021-2022年度中国棕榈油市场月度供需报告（单位：万吨）

年	2021年							2022年				
月份	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
期初库存	39	34	26	29	41	39	34	41	40	36	33	34
进口量	48	49	64	60	52	57	56	16	15	19	35	48
总供应	87	83	91	88	93	96	90	57	55	56	68	82
食用量	37	41	43	30	42	44	33	8	9	12	24	29
其它	16	16	19	17	12	17	17	9	10	11	10	15
出口量	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
总需求	53	57	62	47	54	62	50	17	19	23	34	44
期末库存	34	26	29	41	39	34	41	40	36	33	34	38

2.4 短期商业库存与价格

- 短期库存与价格：呈现反向关系。
- 预测库存走向是研判行情的重点。

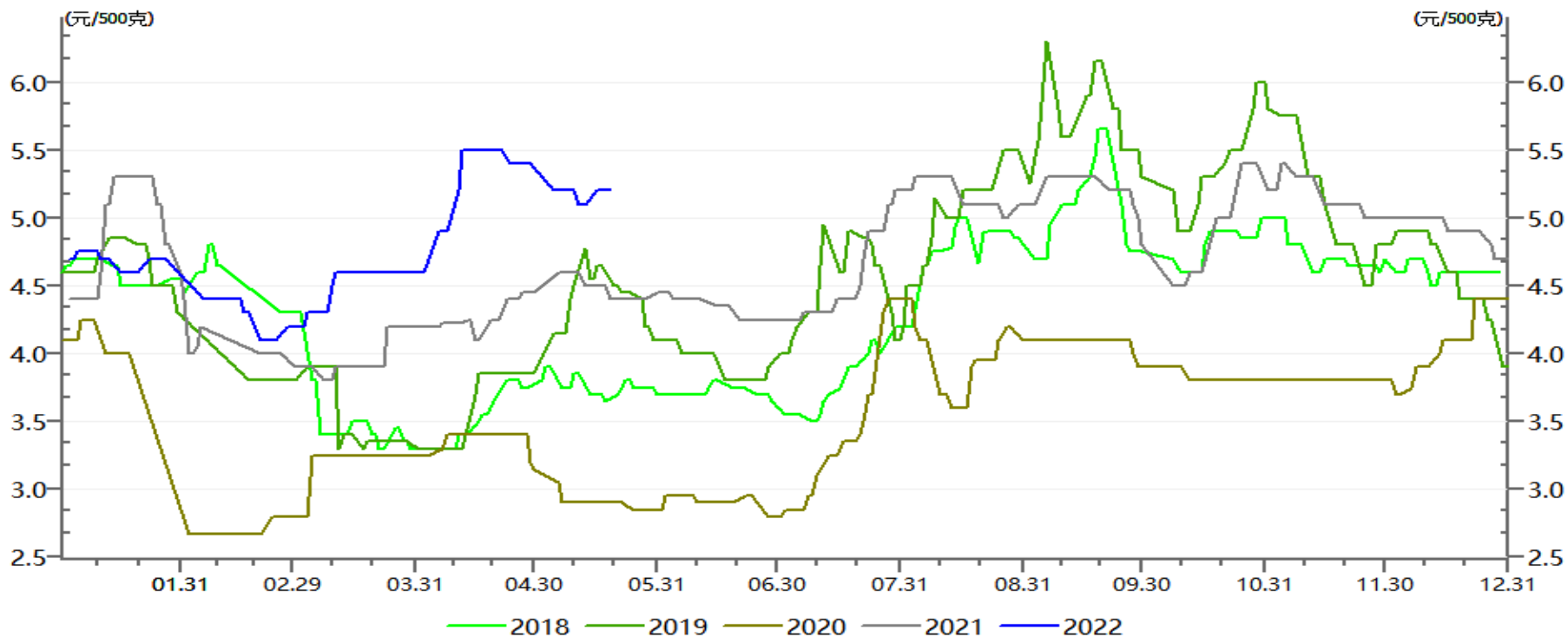


3. 季节性分析方法

3.1 季节性分析方法

- 因为季节的变动，价格产生规律性的变化。
在供应淡季和消费旺季，价格容易上涨或高企。
在供应旺季和消费淡季，价格容易下跌或低落。
- 基本面的技术分析方法。

平均价:鸡蛋:广东:广州



3.2 大豆生长季节性

生长期：90天-120天

北半球：美国、中国，5-6月播种，9-10月收获

南半球：巴西、阿根廷，10-12月播种，3-5月收获。

		一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
大豆耕作时间分布	中美					种植期		开花期	灌浆期		收获期		
	巴西		开花期	灌浆期	收获期							种植期	
	阿根廷		开花期	灌浆期	收获期							种植期	
	阿根廷	种植期		开花期	灌浆期	收获期							种植期

灾害性天气：干旱、水灾、低温、霜冻、冰雹以及引起病虫害的其他气象条件。

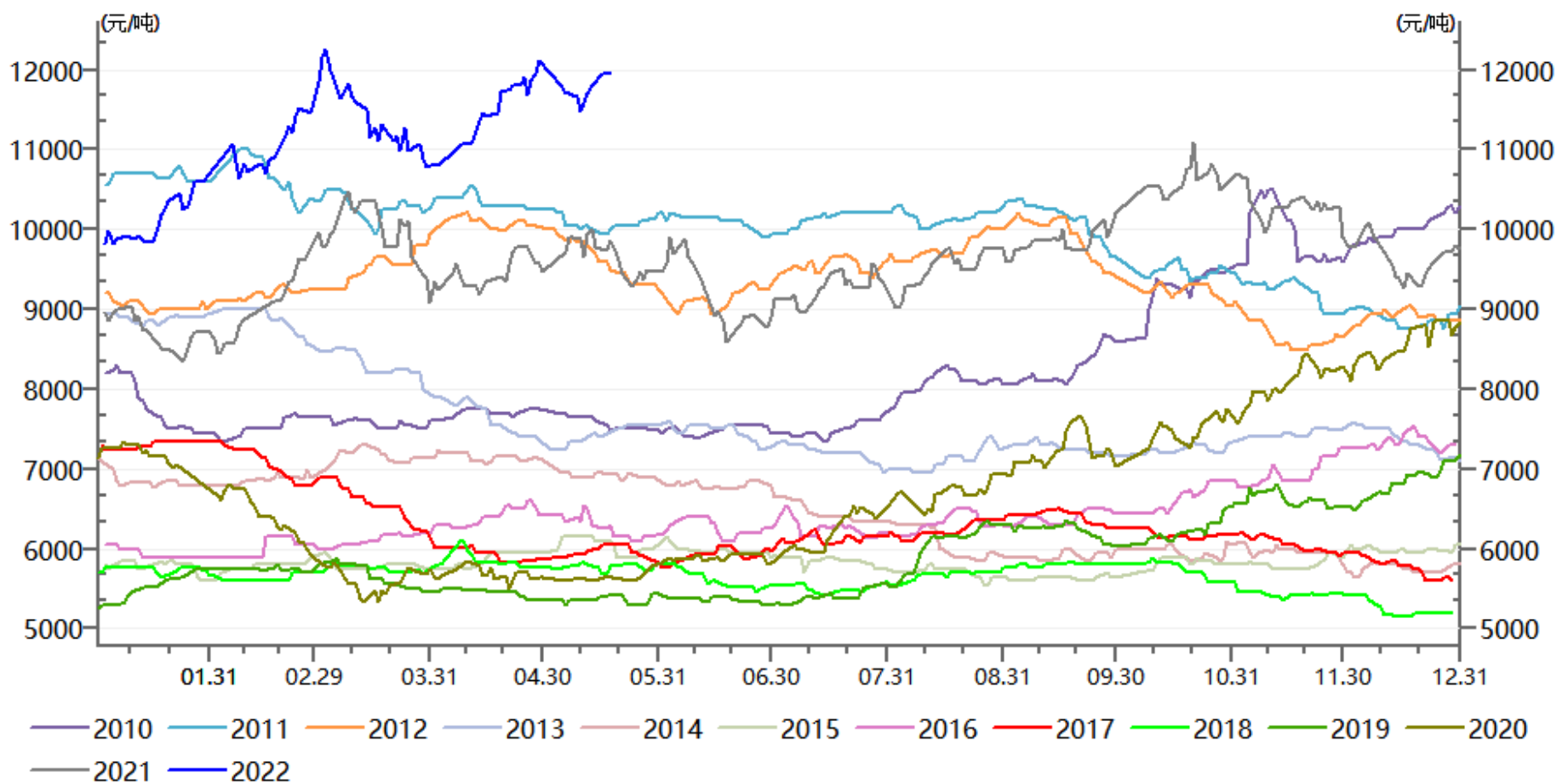
温度：平均气温15度开始播种，低于15度前收割，是完全能够满足大豆对热量的需求。霜冻会使大豆干枯死亡。

水分：在发芽期间，土壤水分过多或长时间干旱都是有害的，大豆种子发芽所需要的含水量为50%。大豆除能抵抗短期干旱外，还能忍受短期水淹。不过，若发芽分化后土壤水分过多，则产量很低。

保存时间：大豆可存放一年之久，可储备；豆粕保质期一般为6个月，流通中的储存期限会更短一些，保鲜期3个月。

3.4 季节性例外案例

现货价:一级豆油:张家港



3.5 季节性分析的优缺点

- 季节性分析方法容易掌握、直观易懂、简单明了。
- 只适用于特定品种的特定阶段，并常常需要结合其他阶段性因素做出客观评估。
- 如果出现特殊情况导致供求失衡，就会消弱原有的季节性规律。
- 譬如：在通货膨胀严重时，即使在需求淡季，期货价格也趋于上涨；而经济形势不好，季节性上涨就会被冲淡，期货价格甚至下跌。
- 在实际应用中切忌过分依赖季节性分析法。
- 供需相对平衡的年份，季节性有很大的参考意义。供需严重失衡，季节性容易被打破。

4. 成本利润法

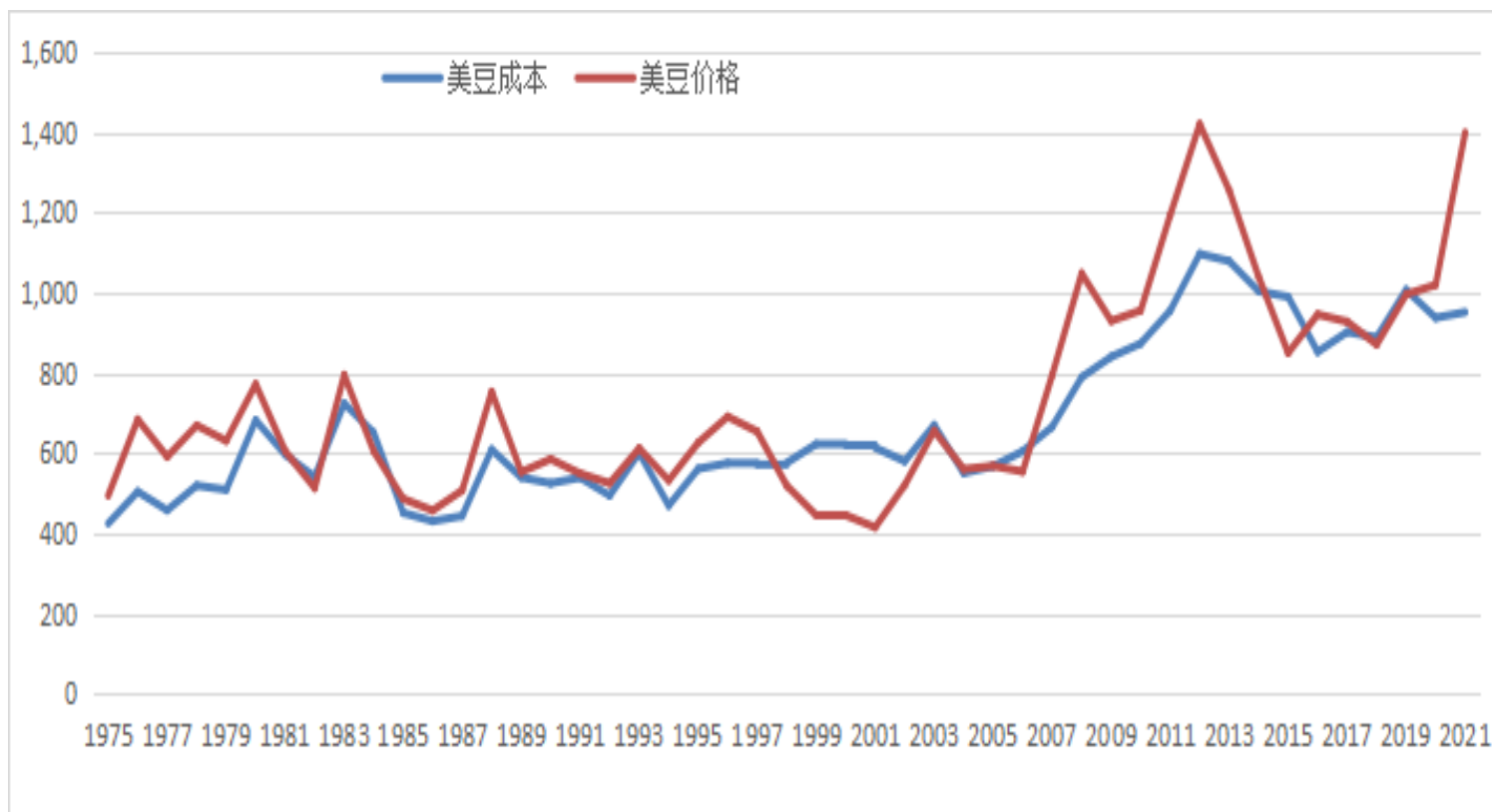
4.1 种植成本

- 美豆种植成本：推导种植收益及农民惜售情况。
- 寻找成本支撑。

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
美豆产出	525.4	596.8	541.8	497.8	408.0	491.9	454.7	444.2	429.3	515.4	650.7
毛收入	525.4	596.8	541.8	497.8	408.0	491.9	454.7	444.2	429.3	515.4	650.7
种子	56.6	55.3	59.3	60.1	61.8	58.8	58.1	57.4	60.9	59.5	59.5
化肥	23.6	37.5	38.2	36.7	34.2	28.1	25.3	24.1	31.3	31.3	31.0
农药	16.7	26.4	28.2	28.6	27.6	27.6	27.1	26.6	37.4	35.6	34.6
一般生产	6.6	9.4	10.0	10.3	10.7	10.6	10.3	10.5	12.7	12.7	13.1
燃油, 电力,	21.3	21.2	21.8	21.6	14.1	11.9	14.1	14.5	16.0	13.5	13.8
维修	13.9	22.2	22.8	23.3	23.4	22.8	23.4	24.1	28.7	29.2	31.4
灌溉费用	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
资金利息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.8	1.6	1.9	0.4	0.1
总生产费用	138.8	172.3	180.4	180.7	172.0	160.3	159.2	158.9	189.0	182.3	183.4
雇佣劳动	2.1	2.8	3.0	3.1	3.3	3.2	3.3	3.5	4.8	5.0	5.4
非雇佣劳动成本	17.4	16.8	17.5	18.1	18.8	18.9	19.4	20.6	17.1	17.6	18.8
设备维修	81.7	81.2	84.6	88.2	90.4	88.8	91.1	91.9	110.7	109.9	118.2
土地租金	136.0	137.6	154.0	158.4	161.5	143.7	142.9	145.4	151.8	151.5	155.0
税收保险	10.1	9.6	9.9	10.2	10.8	10.5	10.7	10.7	12.0	12.1	13.3
农场费用	15.4	17.4	18.0	18.3	18.4	18.0	18.3	18.9	18.3	18.7	20.0
总管理费用	262.8	265.3	287.0	296.3	303.2	283.2	285.6	290.9	314.8	314.7	330.6
总成本	401.6	437.6	467.3	476.9	475.2	443.5	444.8	449.8	503.7	497.0	514.0
收入-总成本	123.7	159.2	74.5	20.8	-67.2	48.5	10.0	-5.6	-74.4	18.4	136.7
收入-生产成本	386.5	424.5	361.5	317.1	236.0	331.6	295.6	285.3	240.4	333.2	467.3
单产	42.0	39.9	43.3	47.5	48.0	52.0	49.3	50.6	50.0	53.0	54.0
农场均价	11.9	14.2	12.6	10.4	8.5	9.5	9.3	8.7	8.6	9.7	12.0
美豆成本	955.4	1097.2	1079.3	1004.1	990.0	852.8	902.2	889.0	1007.5	937.7	951.8
美豆种植收益	239	324	177	36	-140	93	25.8	-18	-146	29	246
美豆盘面价格	1194	1421	1256.019	1040	850	946	928	871.0	996	1020.0	1400

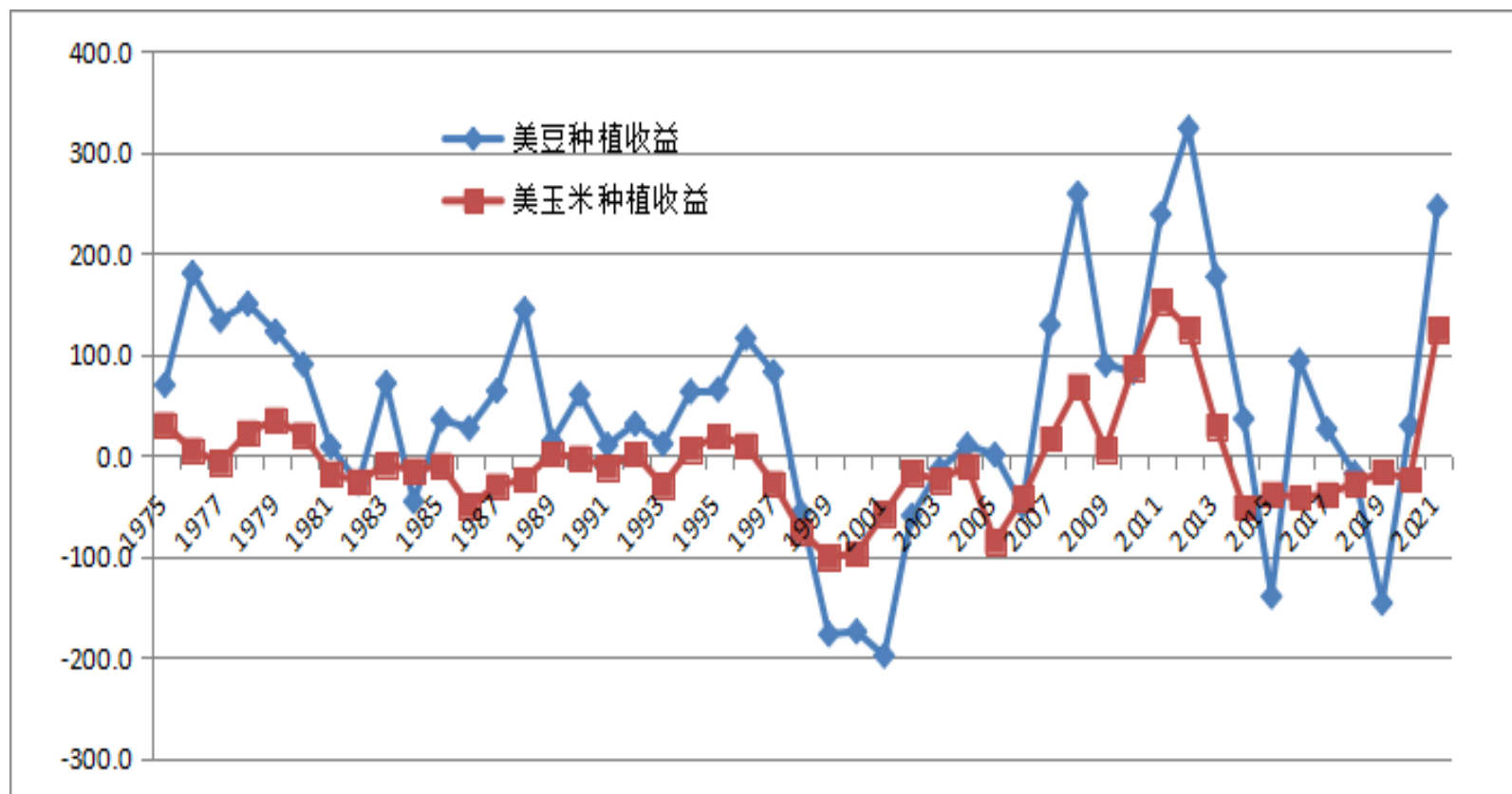
4.2 寻找成本支撑

- 跌破种植成本有可能。
- 但持续在成本之下不会太久。
- 高利润刺激种植积极性。



4.3 种植替代关系

- 美豆与美玉米的种植竞争：美豆、美玉米的收益比较。
- 种植选择。

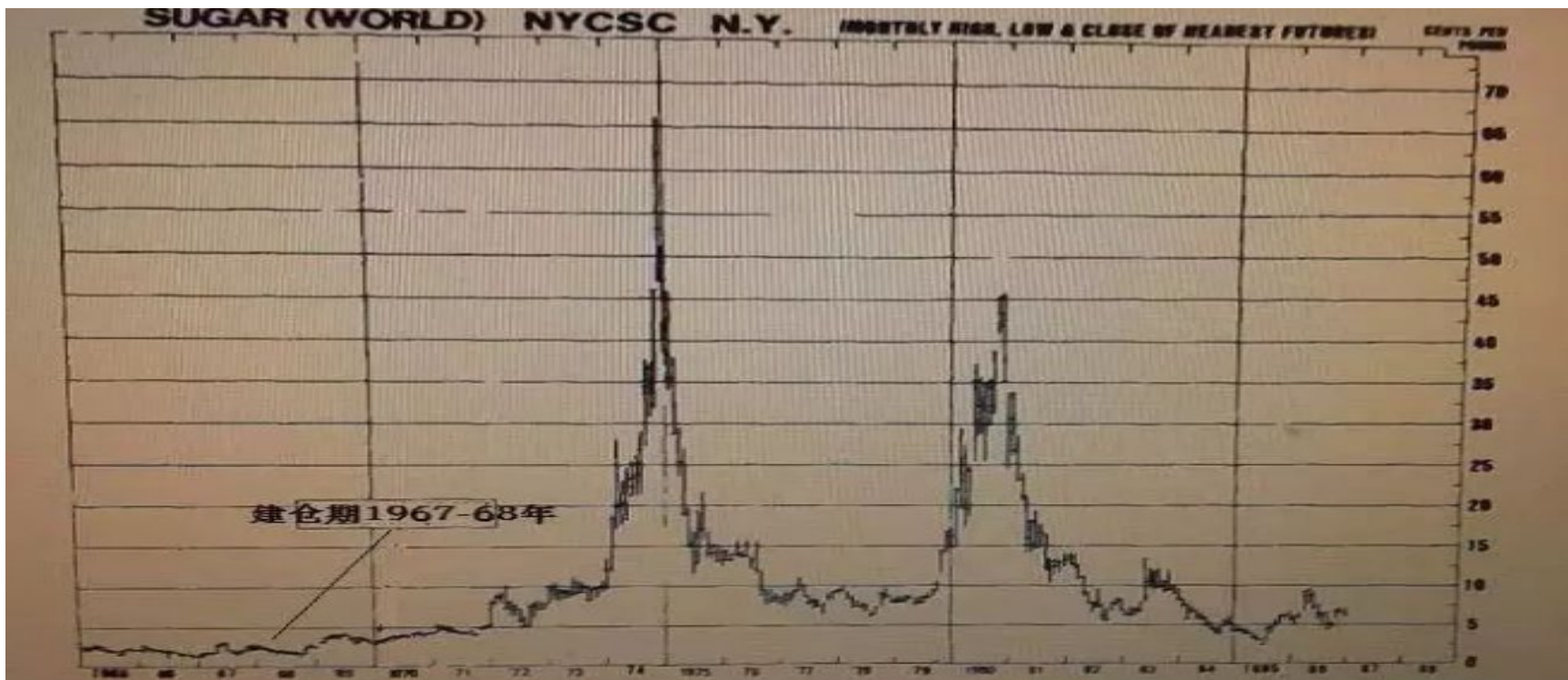


4.4 低于成本的例子

- 斯坦利·克罗(1934年3月5日-1999)(Stanley Kroll)是美国著名的期货专家，1960年进入全球金融中心华尔街，1981年之后他重返华尔街。著有《克罗谈投资策略》。
- 白糖的价格跌到比装白糖的麻袋还要便宜，这个价格在现货上显然是不合理的价格，克罗当时其实是发现了市场已经犯错了。
- 斯坦利克罗在1967年做多原糖期货，他当时把自己的假设检查了一遍又一遍，尽己所有的去研究市场、研究所有的图形，同时也向同行讨教了不少糖的操作技巧。最后认为在2美分/磅附近做多白糖期货是个千载难逢的机会，并为客户和自己积累庞大的糖的多头仓位，**价格2.00美分/磅的白糖是个什么概念呢？这意味着什么？这意味着装糖的麻袋成本和装糖的人工费就超过了2美分，还别说里面装了一麻袋糖。以那么低的价格买进，怎么会赔？**
- 然而事实是怎样的呢，市场并没有反转，反而是继续向下，从1967年又跌了两年，一直跌到1969年，**在跌到1.33美分/磅时才见底！**意味着又下跌了30%，做过期货的都知道30%意味着什么，那意味着在这两年里有无数人进去抄底被套爆仓。
- 白糖期货市场上，糖价居然跌到比包装袋价格还低的程度，换言之，等于是糖不要钱了。为什么会如此，因为当时的糖实在太多，由于储存条件有限，不使用就会自己融化，如果能出售，至少还能回收包装袋的成本，总比分文不值好。

案例：白糖

- 克罗为客户和自己积累庞大的糖的多头仓位，平均价格是2.00美分/磅左右。
- 1967年又跌了两年，一直跌到1969年，**在跌到1.33美分/磅时才见底！**意味着又下跌了30%，做过期货的都知道30%意味着什么，那意味着在这两年里有无数人进去抄底被套爆仓。
- 他对自己更有信心，相信多头走势终会来临的。市场持续走平之际，他还是紧抱仓位不放达两年——只要不砍仓，就没有赔钱，损伤的只是每一个期货到期的换月的成本。
- 大多头市场终于在1969年降临，多头市场持续了五年，并于1974年达到66美分/磅的高潮。

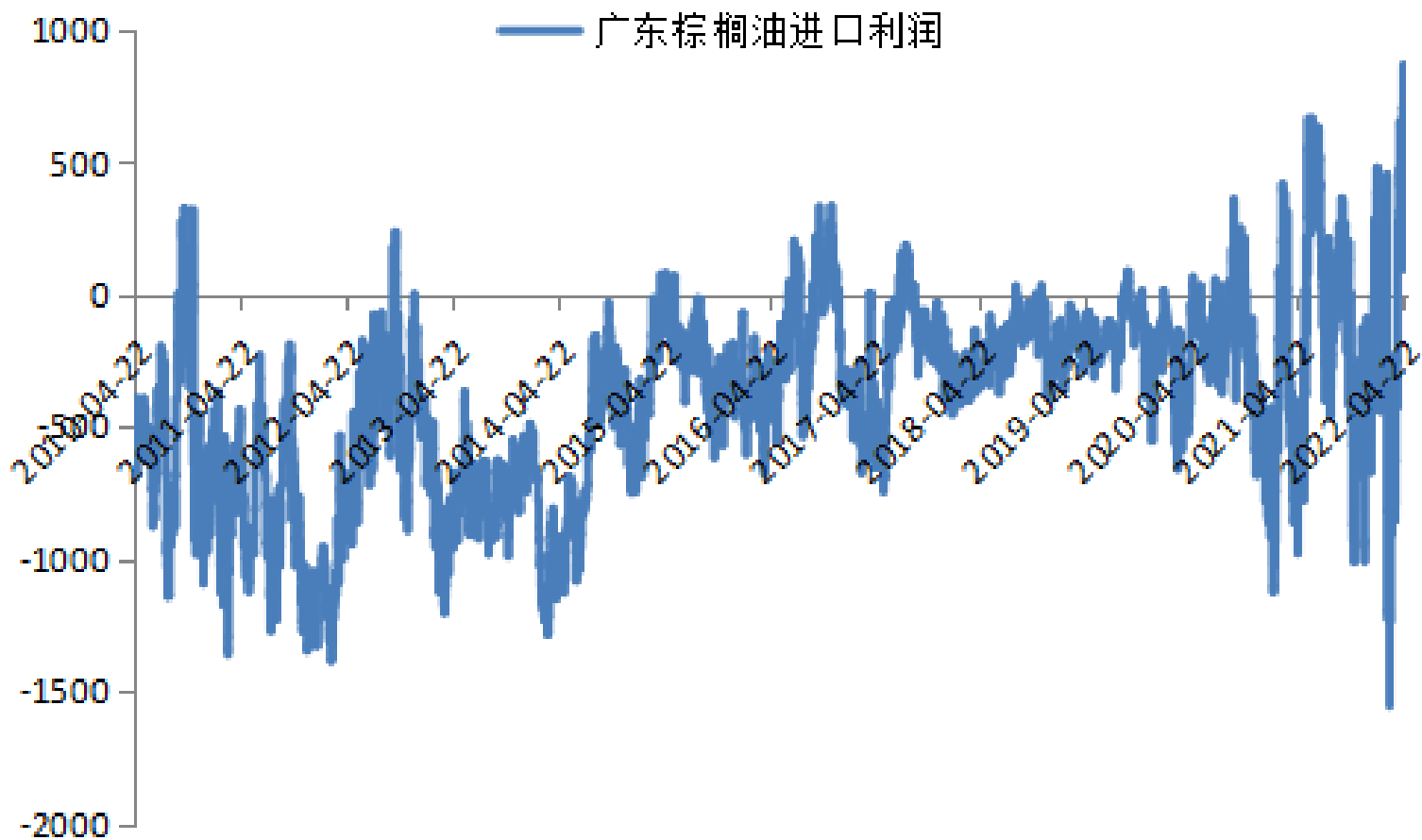


4.5 进口成本及公式

- 大豆进口成本核算公式：〔(CBOT期价 + FOB升贴水) × 单位换算系数 + 海运费〕 × 增值税 × 关税 × 人民币汇率 + 港杂费。
- 大豆压榨利润 = 豆油销售价格 × 0.185 + 豆粕销售价格 × 0.78 - 大豆价格 - 加工费
- 进口大豆压榨套利：进口美豆，抛国内豆粕、豆油期货

品种	船期	期货收盘 (美分/蒲式耳)	升贴水 (美分/蒲式耳)	FOB价 (美元/吨)	运费 (美元/吨)	CNF (美元/吨)	进口成本 (元/吨)	港口
美湾	6月M	1606.75	138	641.09	78.5	719.59	5540	天津港
		1606.75	138	641.09	79.0	720.09	5544	张家港
		1606.75	138	641.09	79.5	720.59	5548	广州港
	7月M	1606.75	135	639.98	78.5	718.48	5532	天津港
		1606.75	135	639.98	79.0	718.98	5535	张家港
		1606.75	135	639.98	79.5	719.48	5539	广州港
	8月Q	1562.25	135	623.63	78.5	702.13	5408	天津港
		1562.25	135	623.63	79.0	702.63	5412	张家港
		1562.25	135	623.63	79.5	703.13	5416	广州港
	10月X	1472.25	197	613.35	78.5	691.85	5330	天津港
		1472.25	197	613.35	79.0	692.35	5334	张家港
		1472.25	197	613.35	79.5	692.85	5338	广州港
	11月X	1472.25	191	611.14	78.5	689.64	5314	天津港
		1472.25	191	611.14	79.0	690.14	5317	张家港
		1472.25	191	611.14	79.5	690.64	5321	广州港
	12月F	1474.75	169	603.98	78.5	682.48	5259	天津港
		1474.75	169	603.98	79.0	682.98	5263	张家港
		1474.75	169	603.98	79.5	683.48	5267	广州港

进口成本利润分析案例



4.6 成本利润法分析的注意事项

- 成本利润计算出来的价格，是一个动态的价格，具有一定的滞后性。
- 在很多产品的生产过程中，会产生副产品或者可以循环利用的产品，很多企业依靠副产品盈利，而主营产品可能一定程度上亏损。
- 具有科学性、参考价值高的有点，但现实中，受不同时点供求关系、资金炒作等因素的影响，价格脱离成本利润区间，因此应结合其他基本面分析方法。不可过分依赖单一方法。

5. 持仓分析法

5.1 CFTC持仓报告

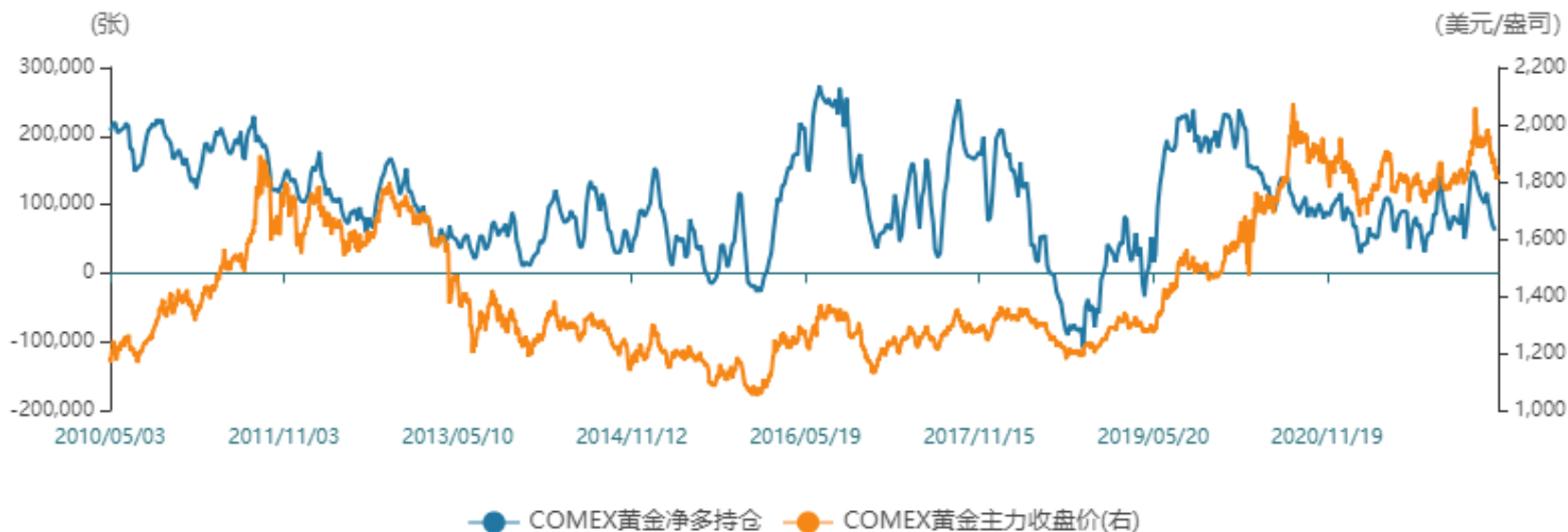
- 商品期货交易委员会 (CFTC) 在美国东部时间每周五15:30公布当周周二的持仓数据。
- CFTC通过发布交易商持仓报告 (COT) 来帮助投资者了解市场动态。COT报告提供了
- 每周二期货和期权市场上20个或20个以上交易者所持有的未平仓合约数明细, 这些交易者所持有的头寸等于或超过了美国CFTC规定的持仓标准。
- COT报告基于报告公司提供的头寸数据, 这些报告公司包括: 期货经纪商、清算会员、外国经纪商和交易所。虽然头寸数据由报告公司提供, 但实际却基于交易商的主要商业目的来分类。

SOYBEANS - CHICAGO BOARD OF TRADE								Code-005602	
FUTURES ONLY POSITIONS AS OF 05/10/22									
NON-COMMERCIAL			COMMERCIAL			TOTAL		NONREPORTABLE POSITIONS	
LONG	SHORT	SPREADS	LONG	SHORT	LONG	SHORT	LONG	SHORT	
(CONTRACTS OF 5,000 BUSHELS)						OPEN INTEREST:		694,454	
225,260	50,652	85,026	334,792	482,490	645,078	618,168	49,376	76,286	
CHANGES FROM 05/03/22 (CHANGE IN OPEN INTEREST: -6,402)									
-14,095	1,699	740	9,046	-8,609	-4,309	-6,170	-2,093	-232	
PERCENT OF OPEN INTEREST FOR EACH CATEGORY OF TRADERS									
32.4	7.3	12.2	48.2	69.5	92.9	89.0	7.1	11.0	
NUMBER OF TRADERS IN EACH CATEGORY (TOTAL TRADERS: 566)									
161	92	137	177	266	397	451			

5.2 CFTC报告的意义

- CFTC 报告是全球投资者非常关注的报告，根据 CFTC 公布出来的当周的持仓报告数据，投资者可以根据报告中的持仓数量、增减变化、各类持仓所占比例变化、交易商数量变化等等，作为投资判断的重要参考标准。
- 通过商品期货价格与 CFTC 持仓对比来看，商品的期货价格与传统报中的非商业净持仓和分类报告的管理基金的净持仓走势较为接近，关注基金持仓的走向，对预测和跟踪商品的价格有很大的指导意义。

COMEX黄金价格与CFTC管理基金净持仓



5.3 国内交易所持仓

- 国内交易所在收盘后将当日交易量和多空持仓量排名前20名会员名单及数量公布。
- (1) 比较多空主要持仓量的大小，一般使用前20名持仓的对空合计数之差(净持仓)来对多空实力进行分析，如果某期货合约前数名(比如前20名)多方持仓数量远大于空方持仓量，说明该合约多单掌握在主力手中，空单则大多分布在散户手中，反之亦然。
- (2) 观察某一品种或合约的多单(空单)是否集中在一个会员或几个会员手中，结合月价格涨跌找到市场主力所在，即区域或派系会员持仓，进行持仓分析。
- (3) 跟踪某一品种主要席位的交易状况，持仓增减、从而确定主力进出场的动向。

[大连商品交易所数据]棕榈油总持仓龙虎榜[2022-05-18]

2022-05-18 16:10:05 字号 大小

☆ 添加收藏

多头总持仓龙虎榜					空头总持仓龙虎榜				
	会员号	会员名	多头持仓	增减	会员号	会员名	空头持仓	增减	
1	30	国泰君安	40820	756	30	国泰君安	33260	-793	
2	110	中信期货	34723	-546	125	国投安信	27233	1128	
3	134	五矿期货	27964	-208	110	中信期货	24698	-151	
4	196	一德期货	25488	-719	109	永安期货	21272	-2552	
5	25	乾坤期货	21729	939	49	海通期货	19747	6	
6	122	华泰期货	18969	1077	52	中粮期货	18208	1413	
7	210	招商期货	17684	-444	210	招商期货	17841	-446	
8	49	海通期货	16957	284	122	华泰期货	17282	-1890	
9	125	国投安信	16879	-411	103	中国国际	16503	131	
10	51	银河期货	14808	2070	56	申银万国	15628	-665	
11	164	西部期货	12233	-52	196	一德期货	15057	2149	
12	240	摩根大通	11668	-73	97	浙商期货	14264	120	
13	71	中信建投	10485		170	兴业期货	13761	-88	
14	184	东证期货	9358	507	80	国富期货	10307	1575	
15	120	中投期货	9290	273	184	东证期货	9637	-1287	
16	109	永安期货	8855	899	51	银河期货	8310	93	
17	103	中国国际	8074	52	227	国元期货	7124	15	
18	80	国富期货	7293	311	95	北京首创	7076	77	
19	227	国元期货	7077	-6	173	广发期货	7001	-1889	
20	97	浙商期货	6700	-163	105	光大期货	5310	797	
合 计			327054	4546	合 计			309519	-2257

5.4 持仓分析注意事项

- 对商业头寸而言，更多注意持仓的变化，因为一些持仓是因为角色决定的。
- 注意季节性因素的变化，尤其是农产品的变化，有时候商业交易者做的只是季节性套期保值。
- 持仓分析是从资金面的角度看市场动向，对短期作用明显，长期走势还需结合基本面分析等其他方法。

6. 事件驱动分析法

6.1 系统性因素与非系统因素事件

- 系统性因素事件：宏观经济政策、货币、财政等突发性政策事件。
- 非系统性因素事件：微观层面的事件，只影响到具体某个期货品种。
- 黑天鹅事件：意外性，极其罕见，能产生重大影响。
- 灰犀牛事件：太过于常见以至于人们都习以为常，视而不见，没有给予足够的重视，结果导致严重的问题和事件，比如：影子银行，房地产泡沫、地方债务等等。
- 突发性越高，不确定性越大，影响就越大。

6.2 事件驱动的影响

- 系统性因素事件会影响商品的估值，如货币政策宽松会提高很多商品的价格。
- 非系统性因素事件，很多突发事件，可从基本面的供需上进行分析。
- 对于事件因素的分析：拿结果与预期做比较，如公布重要的经济数据，可能被市场提前反映。

- **分散：**

不要把鸡蛋放在一个的篮子里”，就是怕车倾篮翻一篮子鸡蛋被打光，遭到倾家荡产、难得翻身的风险。

分散投资，组合选择，是通过分散化的投资，在投资组合内实现自然对冲。这种策略只对消除非系统风险有效，对消除系统风险无效。

- **对冲：**

对于投资中的系统性风险，投资者可以通过对冲的方法转移风险。对冲是通过构筑一项反方向的头寸来保护现有的某些资产（负债）头寸的价值。

- **保险：**

通过支付保险费来完全避免损失，是一种直接的转移风险方法。
购买期权做保护。

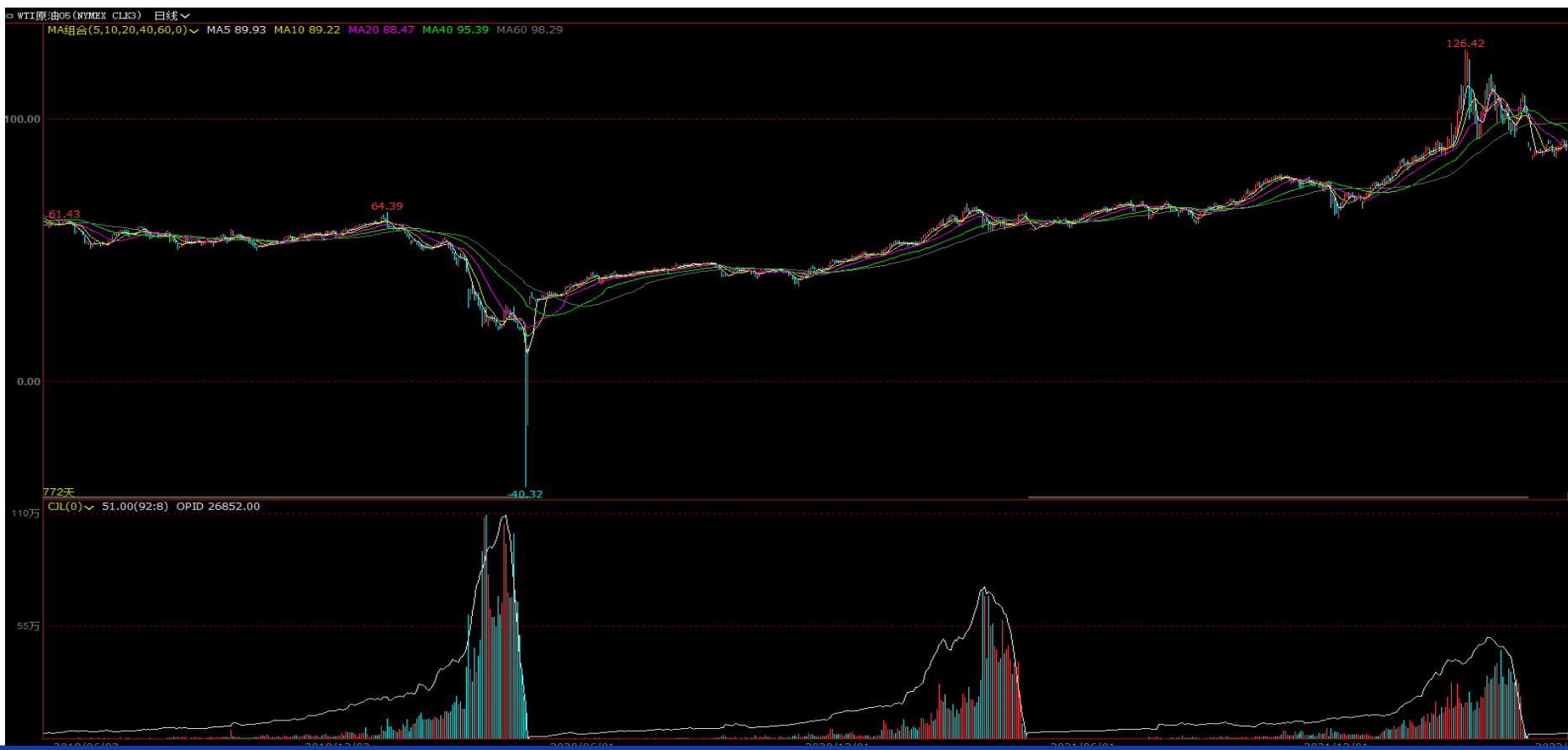
6.4 例子：沙特石油公司遇袭事件

- 2019年9月14日，沙特阿美石油公司在其官网宣布位于Abqaiq的石油加工厂和Khurais的油田遭到恐怖分子的无人机的袭击，造成大火，约570万桶/天原油产能受影响中断。事后，也门胡赛武装宣布对袭击负责。
- 周一国际油价跳涨，最高涨幅接近20%。



6.4 例子：原油宝

- 2020年三月份，美国股市突然间出现了多次巴菲特也没见过的熔断。
 - 2020年4月20日（美国时间），WTI原油5月期货合约CME官方结算价-37美元/桶为有效价格，由此触发“原油宝”事件。
- 该次事件是疫情期间全球原油市场剧烈动荡下的极端表现，客户和中国银行都蒙受重大损失。



第二部分 品种特点及分析方法

1. 金属品
2. 化工品
2. 农产品

1. 有色金属期货品种特点

1.1 有色金属期货品种

- 有色金属通常指除去铁（有时也除去锰和铬）和铁基合金以外的所有金属。
- 目前与期货相关的几个品种分别是铜、铝、铅、锌、镍、锡。

- LME：伦敦金属交易所，是世界上最大的有色金属交易所，品种齐全，对世界范围有色金属生产和销售有重要影响。
- SHFE：上海期货交易所，涵盖六大有色金属品种，对有色金属价格的影响力在逐步提高，不容忽视。
- COMEX：纽约商业交易所，目前主要交易铜，影响力低于LME和SHFE。

品种	主要市场
铜	LME、SHFE、COMEX
铝、铅、锌、镍、锡	LME、SHFE

1.2 有色金属主要应用领域

品种	主要特点	应用领域
铜	导热导电性能突出	电子电气方面：电线电缆、铜管
铝	密度小、导电性能好，延展性好	电气工业、铝合金在汽车、船舶以及建筑领域应用较广
铅	密度大，有毒性，具有两性，既能形成高铅酸金属盐也能形成酸的铅盐	绝大部分用作铅酸蓄电池
锌	抗大气腐蚀、合金机械性能好	汽车、建筑、部分电气设备以及电池
镍	高度磨光和耐腐蚀性	不锈钢、电池、电镀
锡	熔点低，延展性好	焊锡（计算机、通讯、半导体）、镀锡板

1.3 品种特点

•供给特点:

- (1) 金属生产和供给为全年性的，生产由发达国家向新兴国家、发展中国家和地区转移和集中。
- (2) 全球金属矿产资源垄断特征明显，矿产商定价能力强于加工冶炼企业。

•需求特点:

- (1) 受宏观经济影响较大，仓储成本在其价格构成中被弱化。
- (2) 金属得市场需求受经济周期、下游行业景气程度等相关因素影响明显。
- (3) 相对于供给，金属需求得市场化程度跟高，其终端产品得需求是全球性的。

1.4 有色金属产业链

•有色金属产业链共性特征明显，产业链大致包括：矿石采选、金属冶炼、金属加工和终端消费等环节。



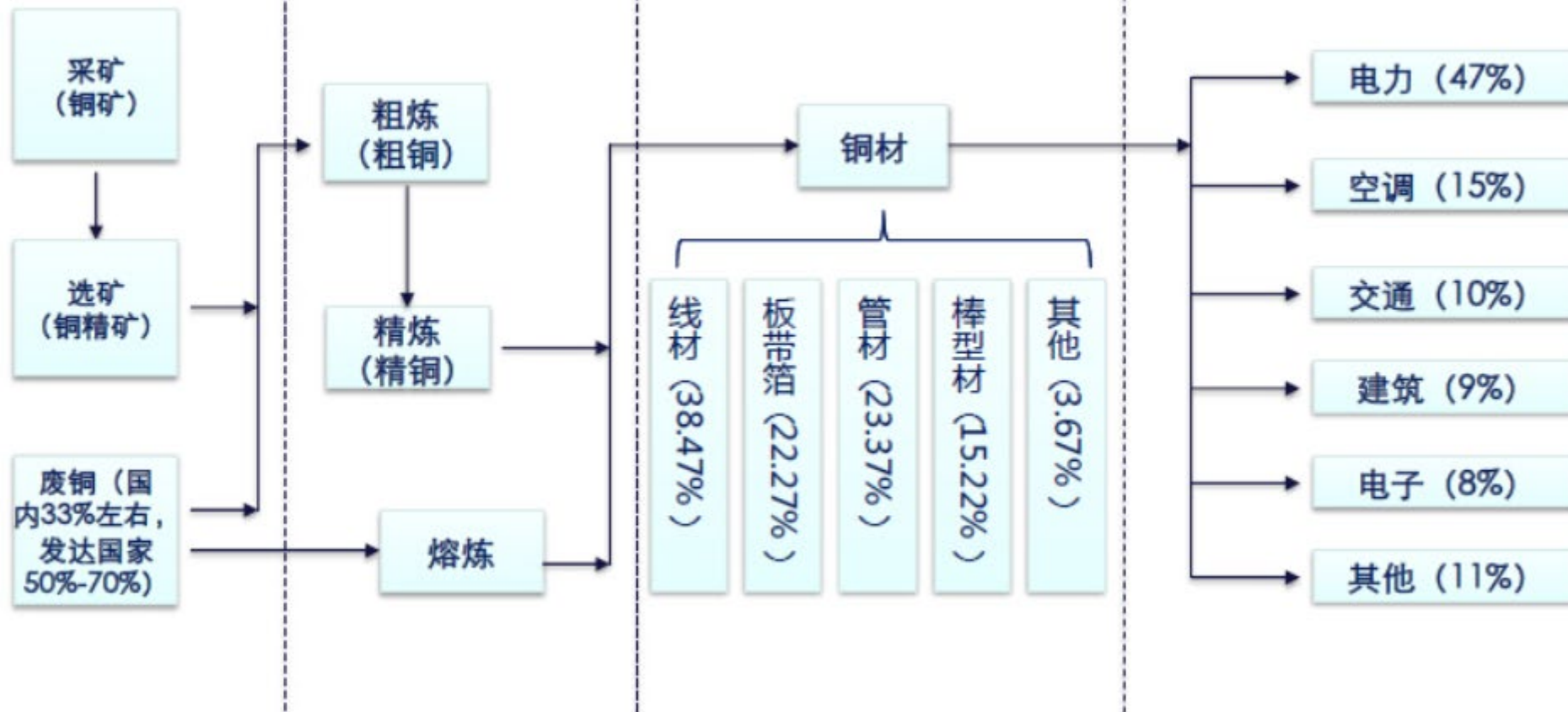
1.4.1 铜产业链

矿山采选

冶炼

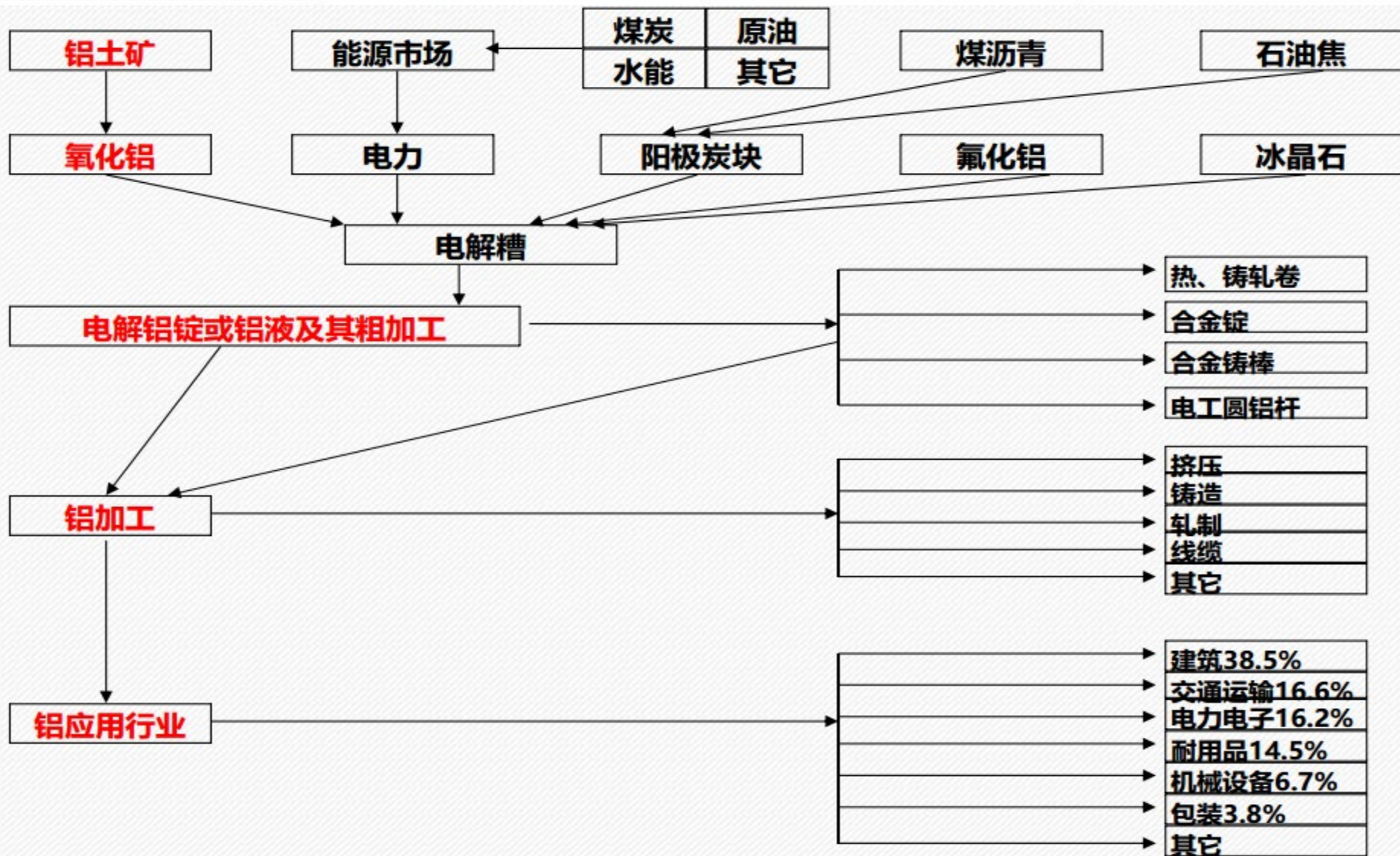
深加工

终端消费

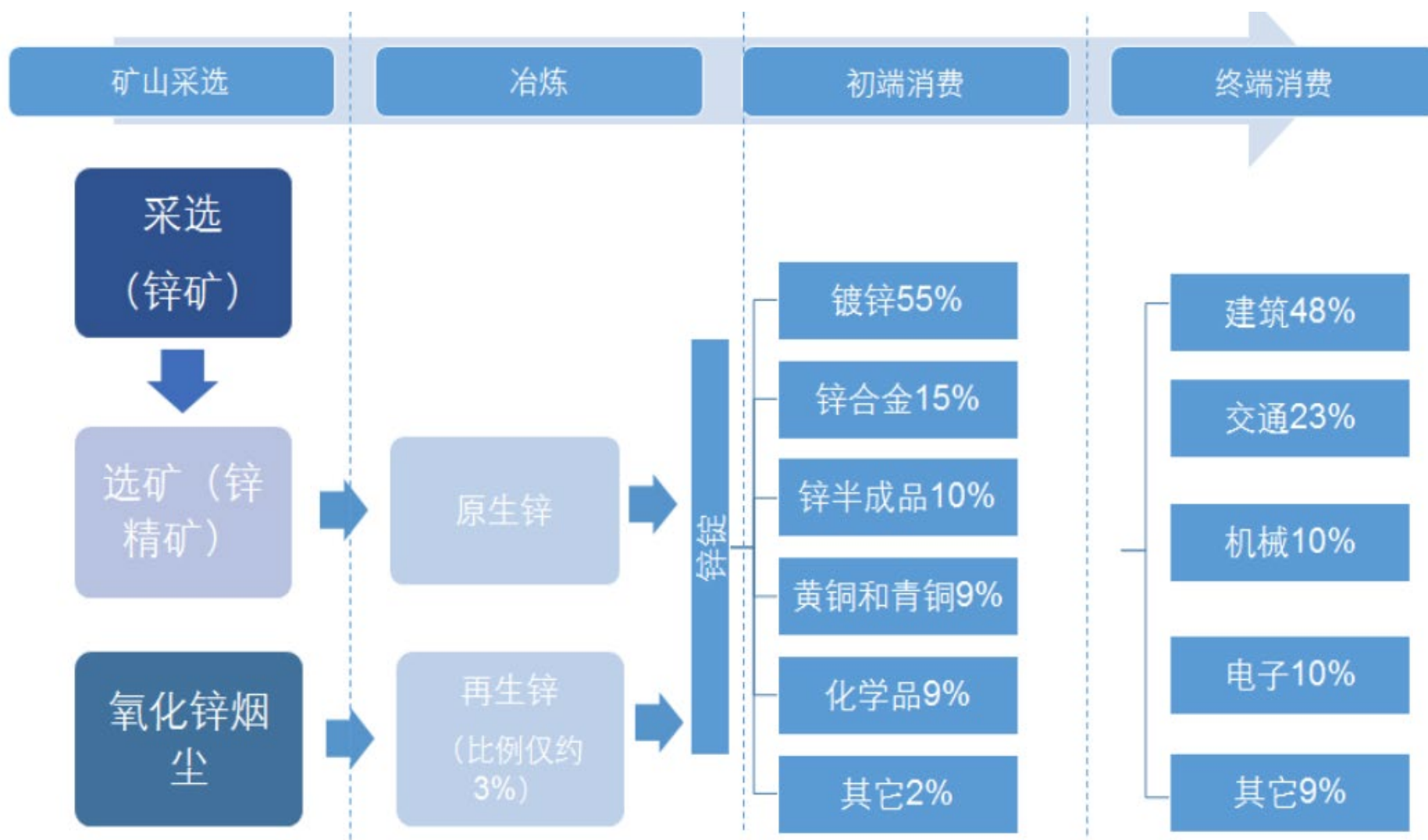


注：由于欧美国家消费习惯及统计口径不同，欧美消费领域中建筑占50%，电力电子占20%，交运10%，工程机械8%，其他12%。

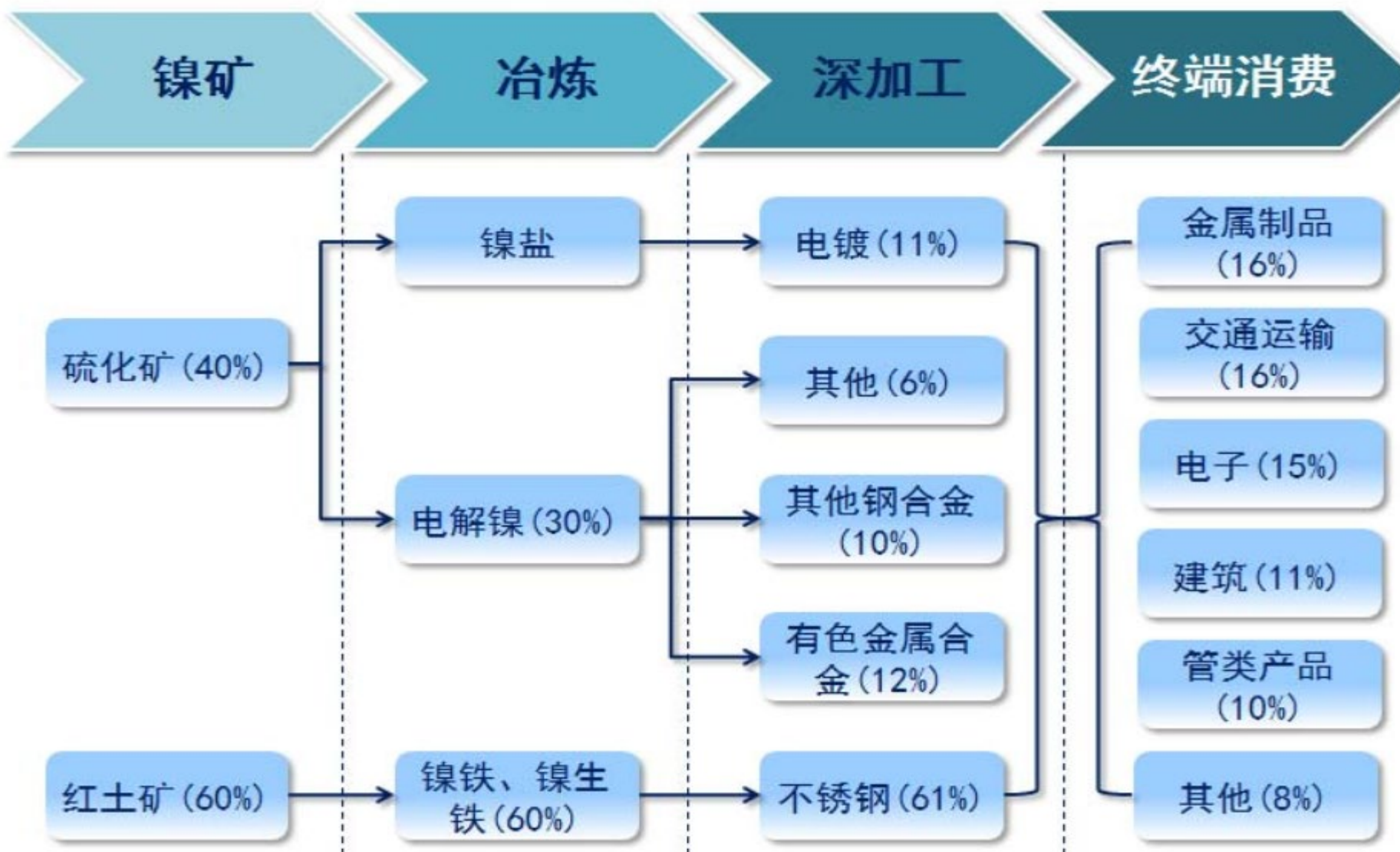
1.4.2 铝产业链



1.4.3 锌产业链



1.4.4 镍产业链



1.5 有色金属分析主要因素

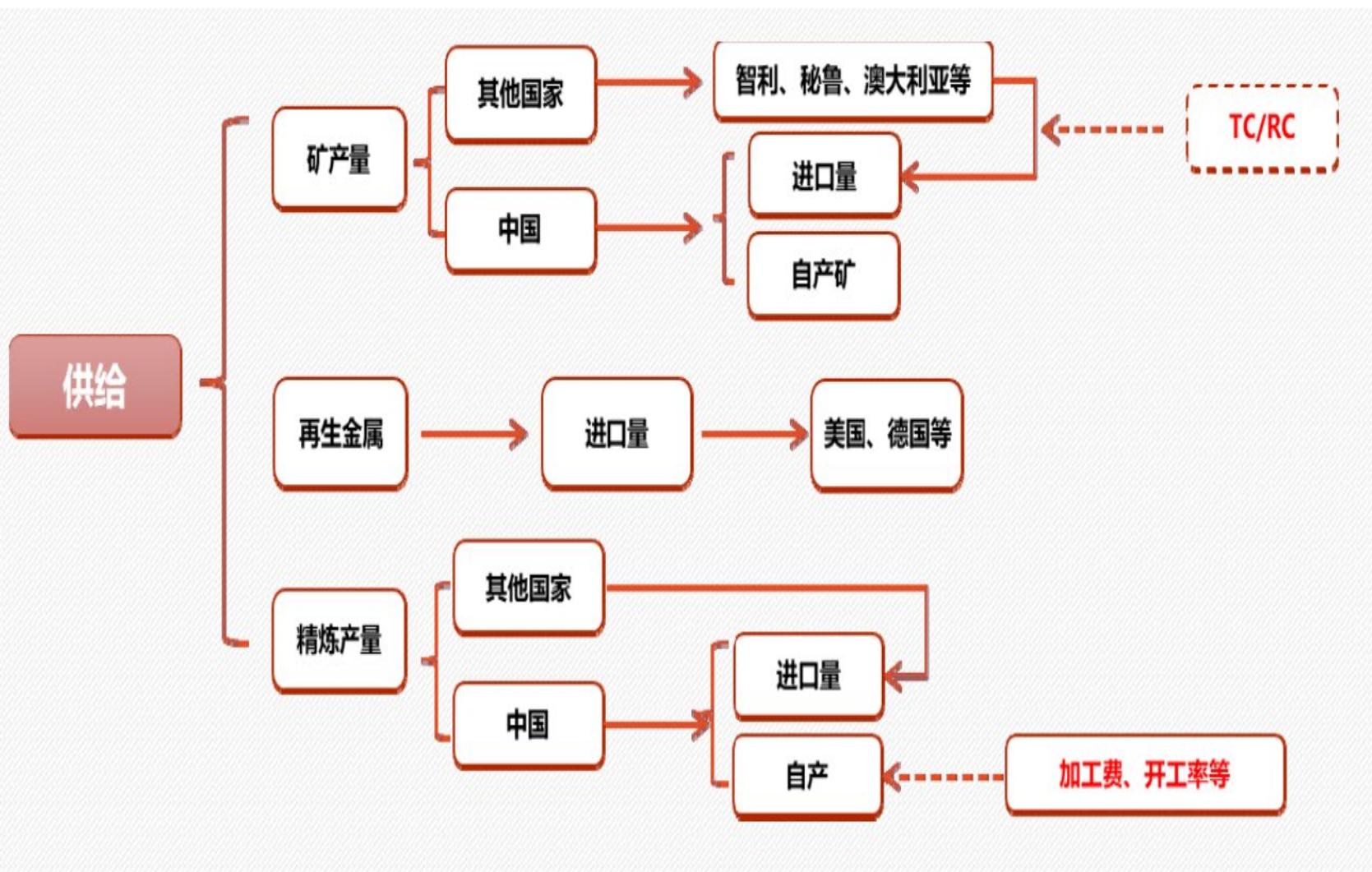
基本面分析是通过分析商品的供求关系的变化来分析商品价格的合意变化趋势，其前提是供求关系主导商品价格。

它包括以下五方面内容分析：

- 1、供求关系因素分析：供需因素
- 2、宏观经济因素分析
- 3、金融货币因素分析
- 4、政治、政策及新闻因素分析
- 5、气候及季节性因素分析



1.5.1 供给因素



1.精矿

产量
(主要考虑矿山采选)

矿山资源分布情况

潜在矿山的勘探和开发

已开发矿山的开发程度

进口

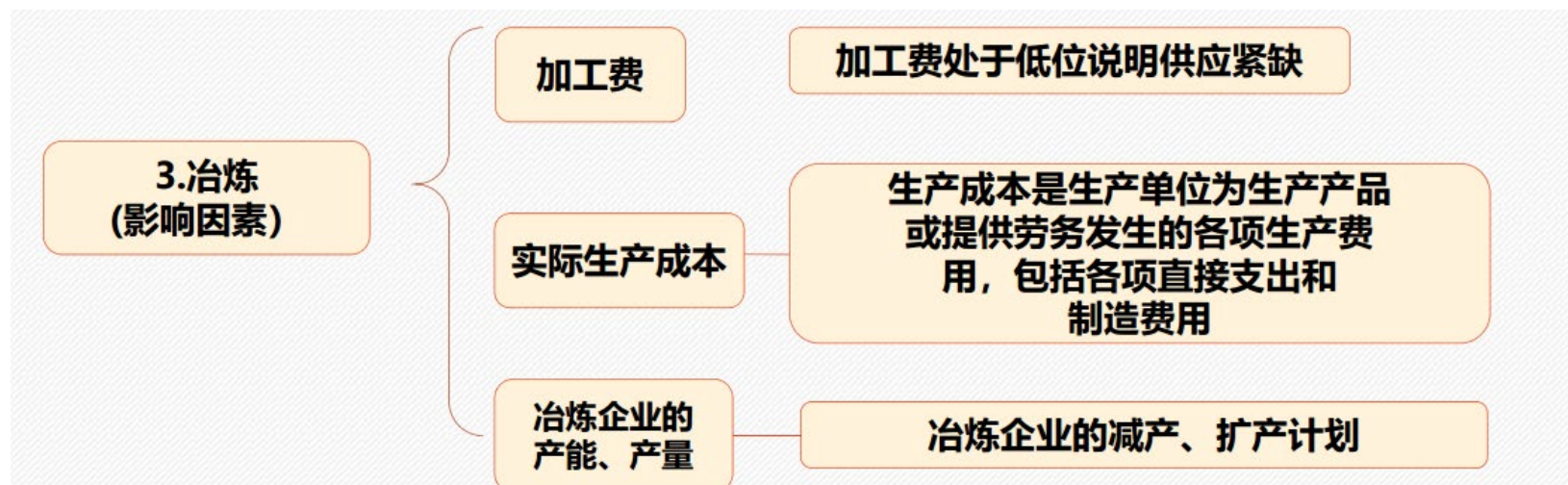
自然灾害和突发事件对矿山产量影响

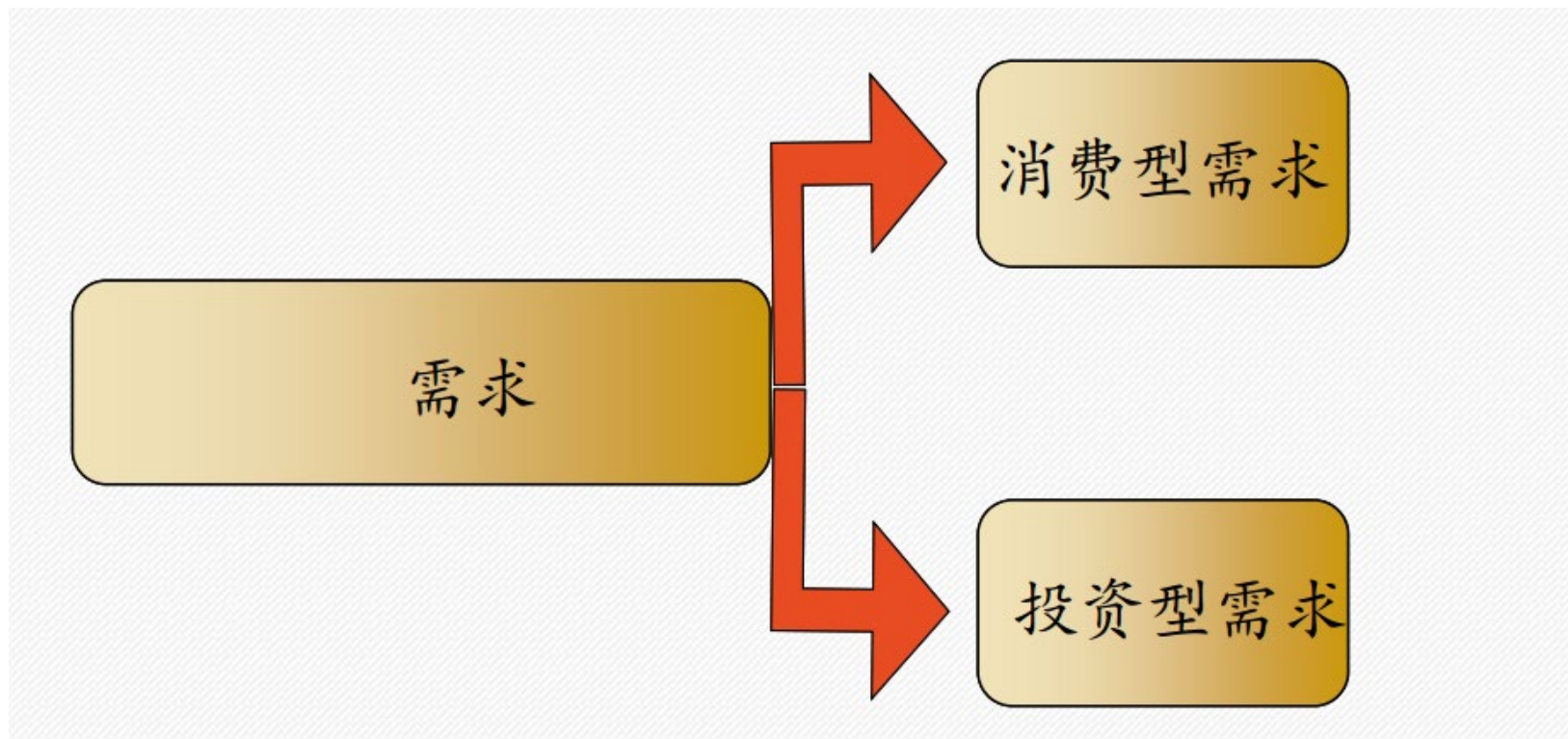
2.再生金属

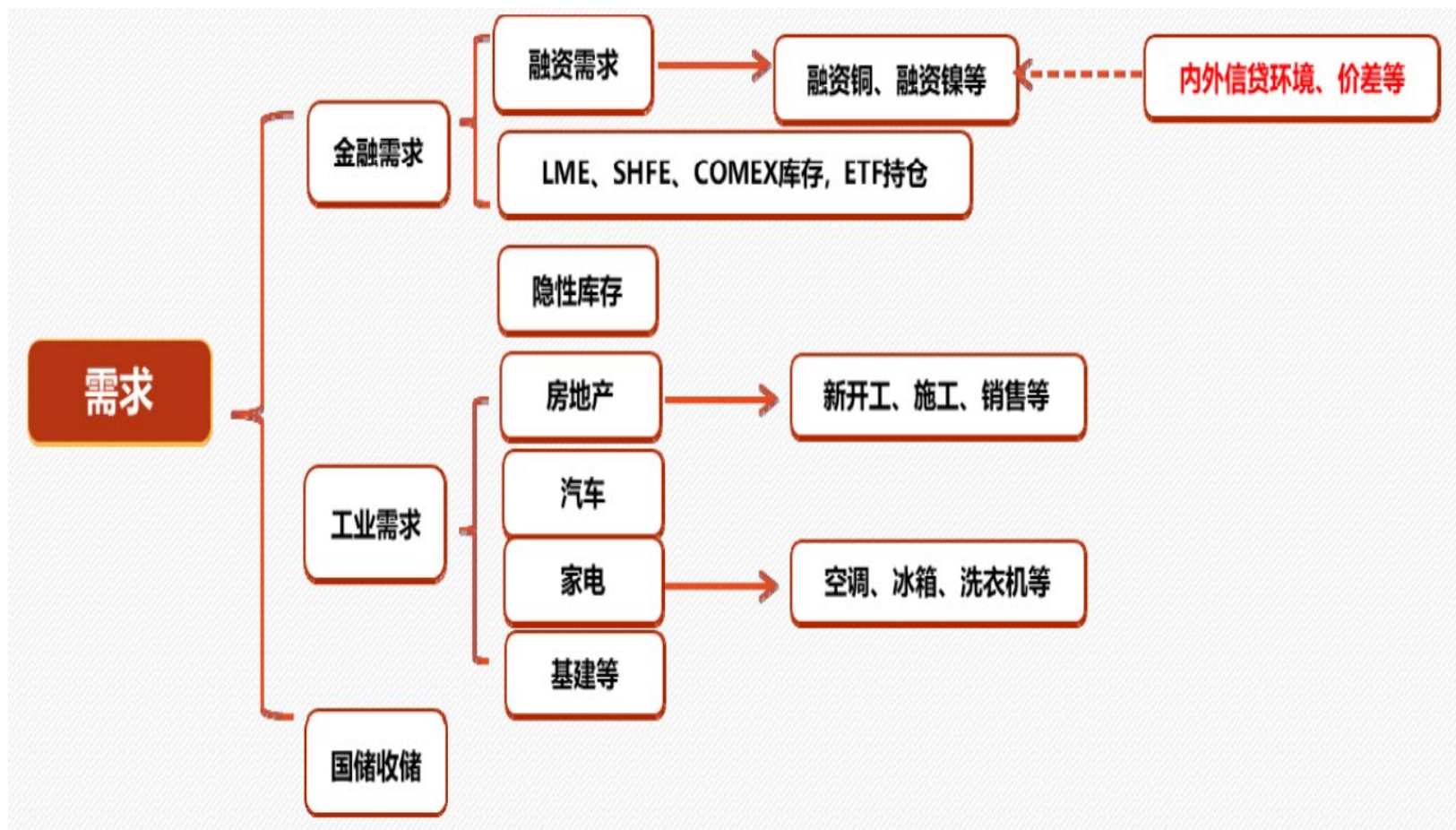
新生再生金属，它是金属工业生产过程中产生的废料

旧再生金属，它是使用后被废弃的物品

进口再生金属，主要来自美、日、德、俄，其中美国高居榜首







1. GDP增长速度对铜消费影响

2. 国家财政政策

如：中国4万亿经济刺激计划等

3. 国家货币政策

如：利率、存准、公开市场操作等

4. 金属行业政策

如：铅酸电池行业环保要求

5. 库存因素

显性库存

LME铜库存

上期所铜库存

6. 季节性因素

隐性库存

COMEX铜库存



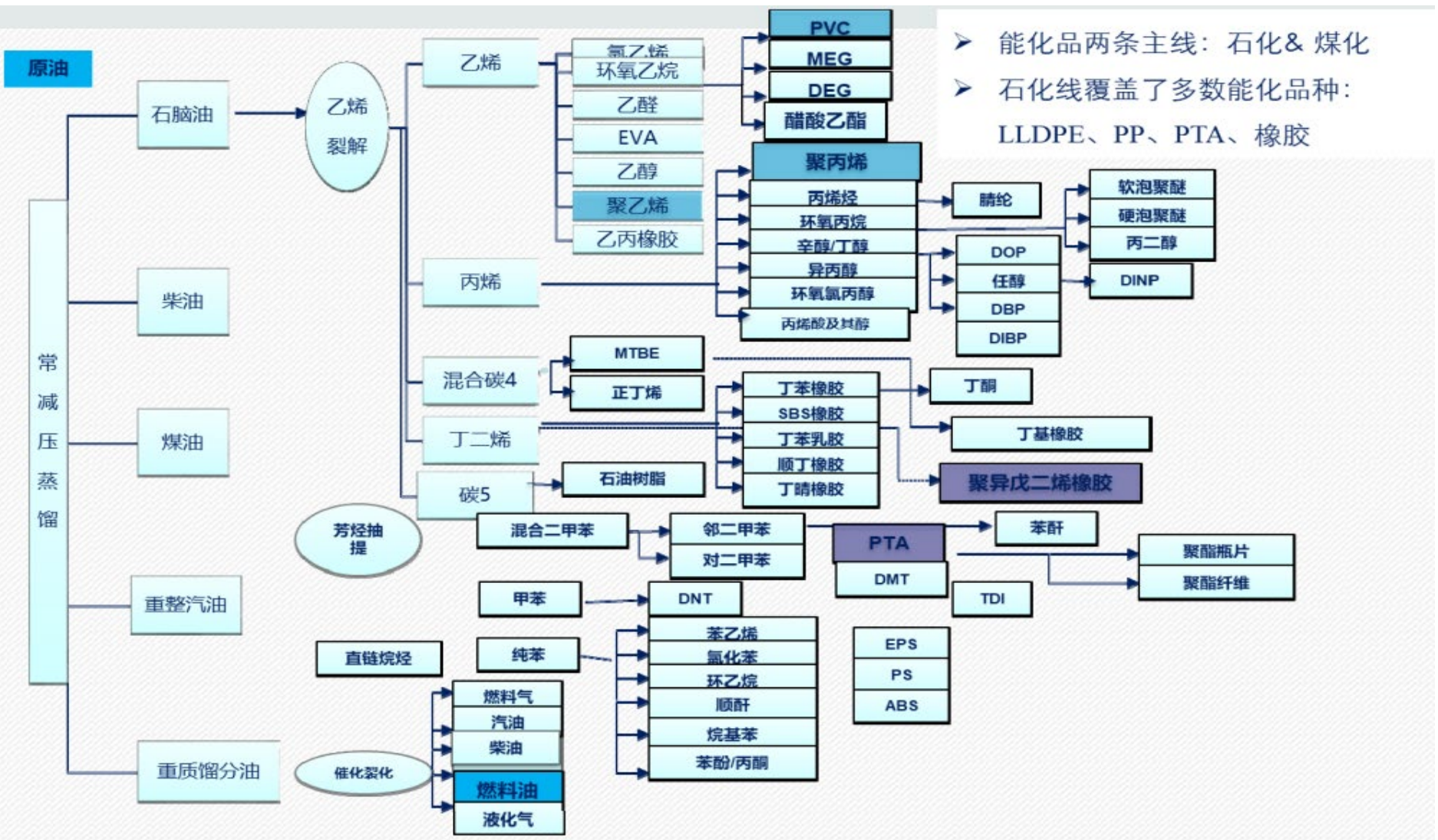
- (1) 周期性较为明显，与经济环境高度相关。
- (2) 产业链环节大致相同，定价能力存在差异。
- (3) 价格需求弹性大，供求变化不同步。
- (4) 矿山资源垄断，原料供应集中。

2. 化工期货品种特点与分析方法

2.1 化工品期货品种分类：

- **大商所：**线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）、乙二醇、苯乙烯、液化气
- **郑商所：**甲醇、玻璃、PTA、短纤、纯碱、尿素
- **上期所：**原油、燃料油、沥青、天胶

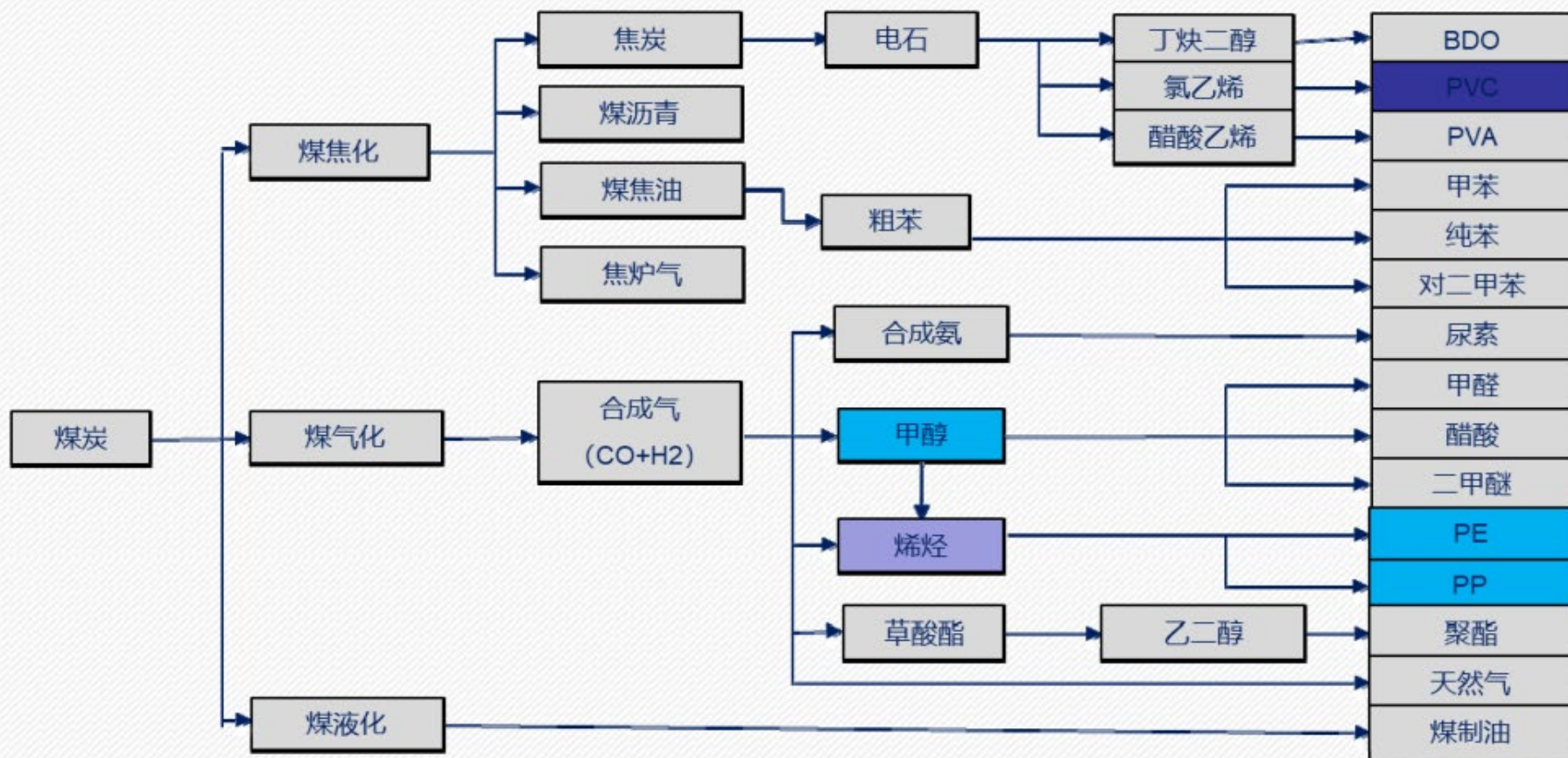
2.2 原油化工产业链：



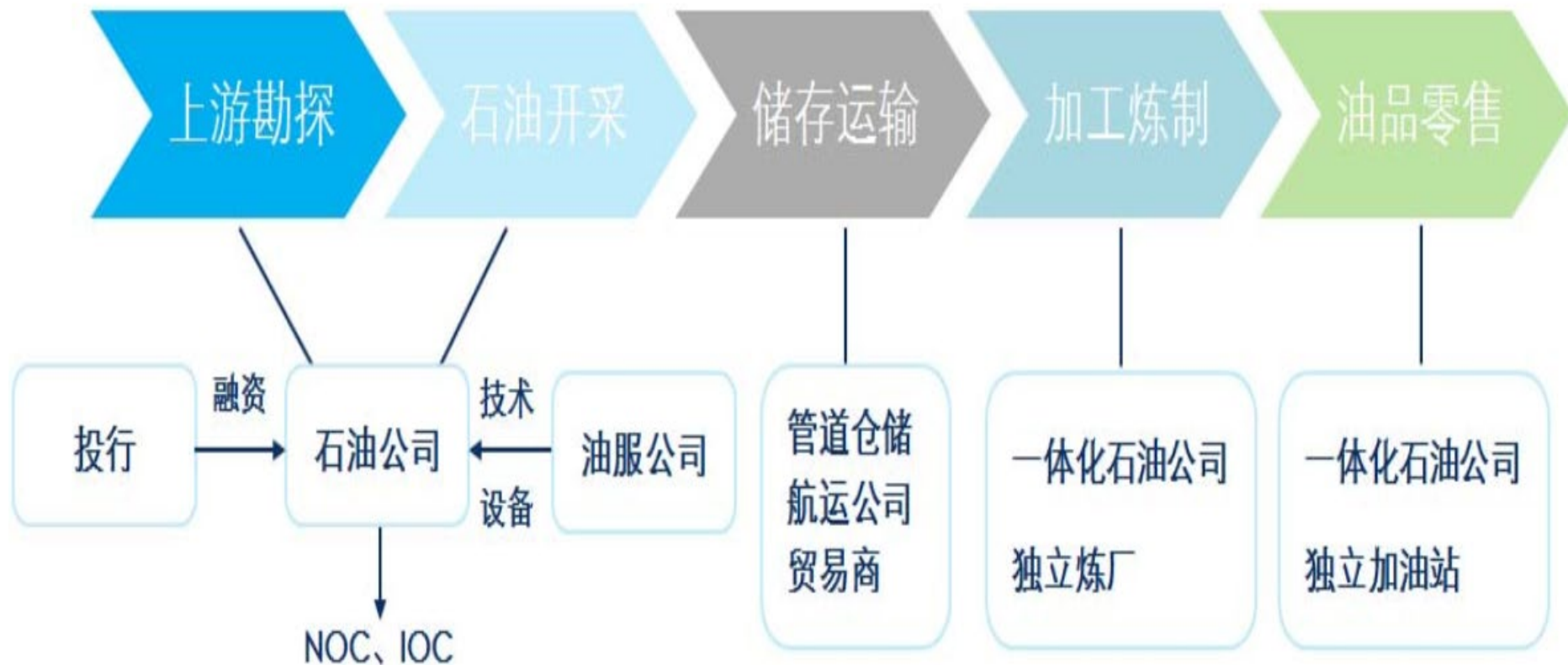
- 能化品两条主线：石化 & 煤化
- 石化线覆盖了多数能化品种：
LLDPE、PP、PTA、橡胶

2.3 煤化工产业链：

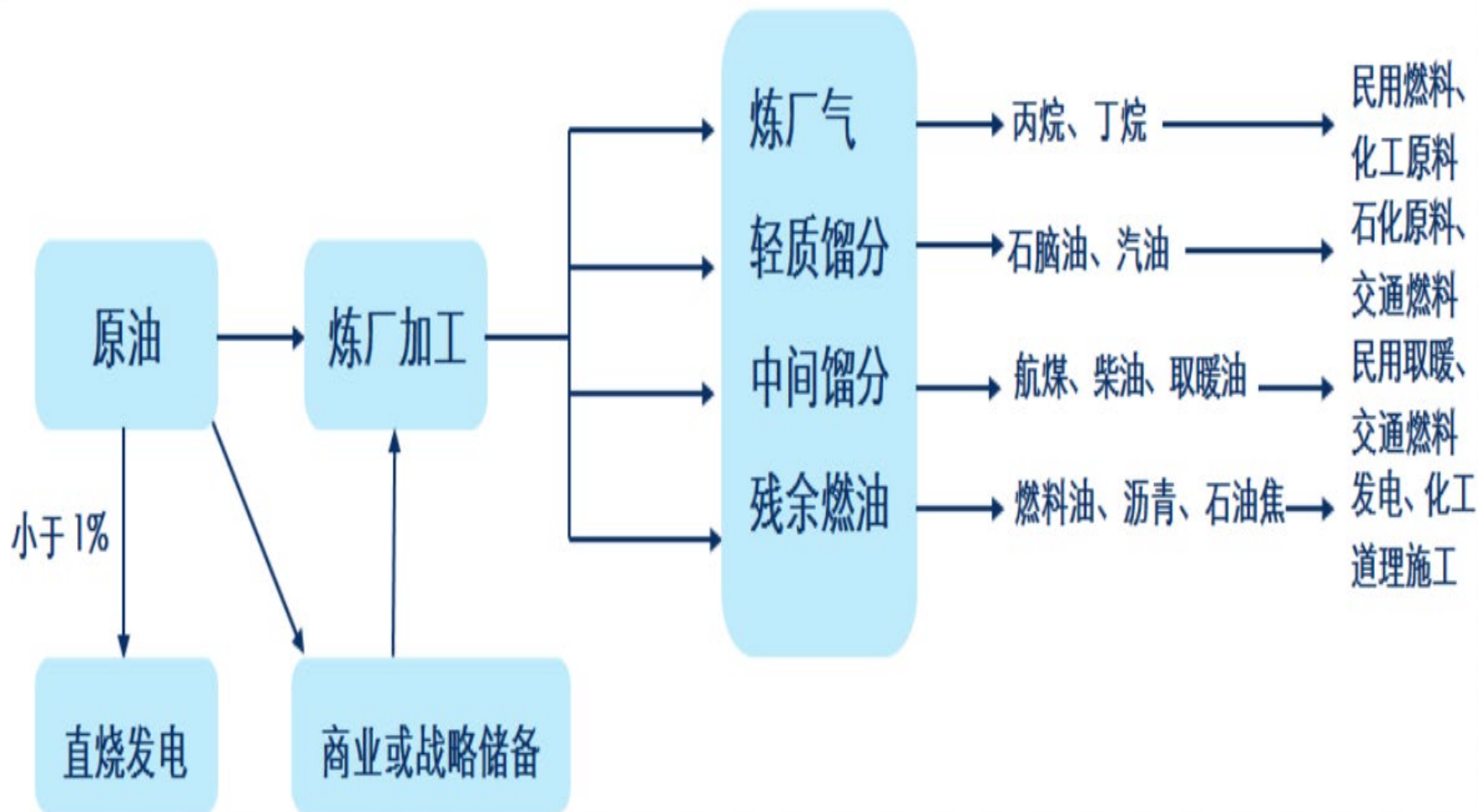
- 煤化线主要包含：甲醇、PVC；
- 随着MTO装置的大量上马，聚烯烃品种L和PP与煤化线关系也日趋紧密。



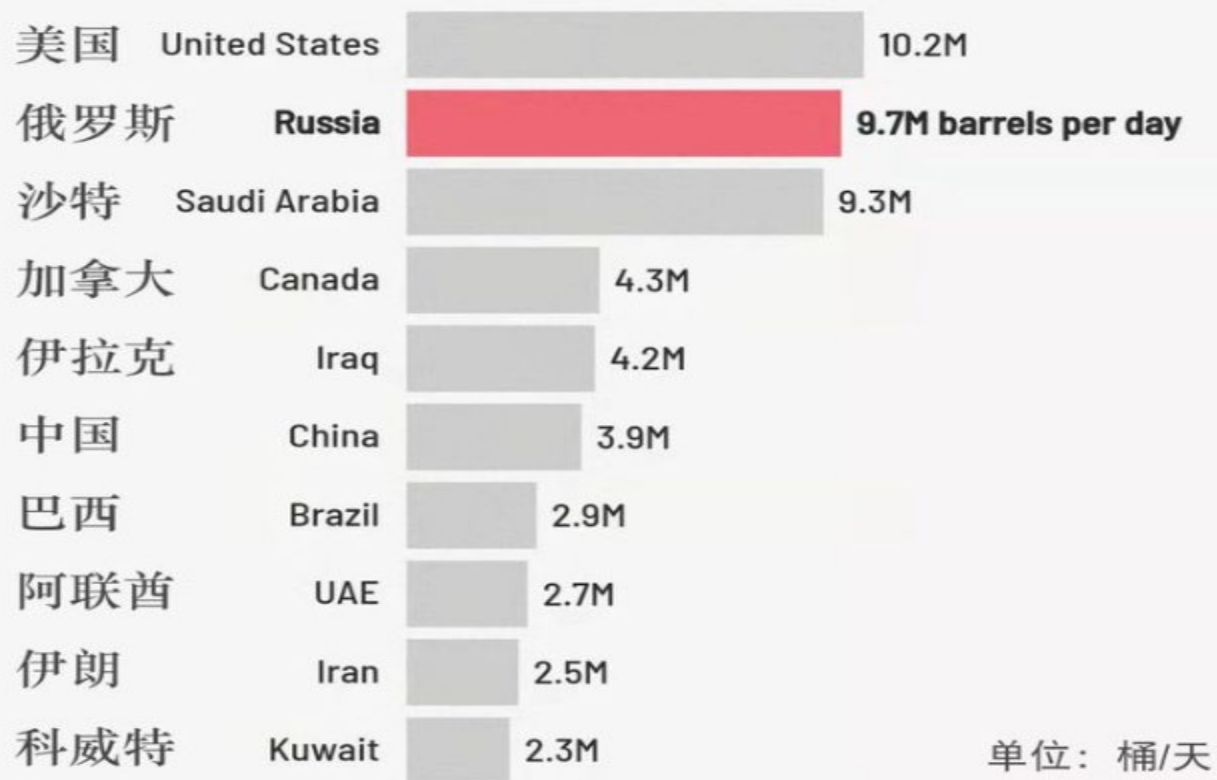
2.3 原油上下游产业链：



原油上下游产业链：



2021年世界10大原油生产国 Top crude oil producers in 2021

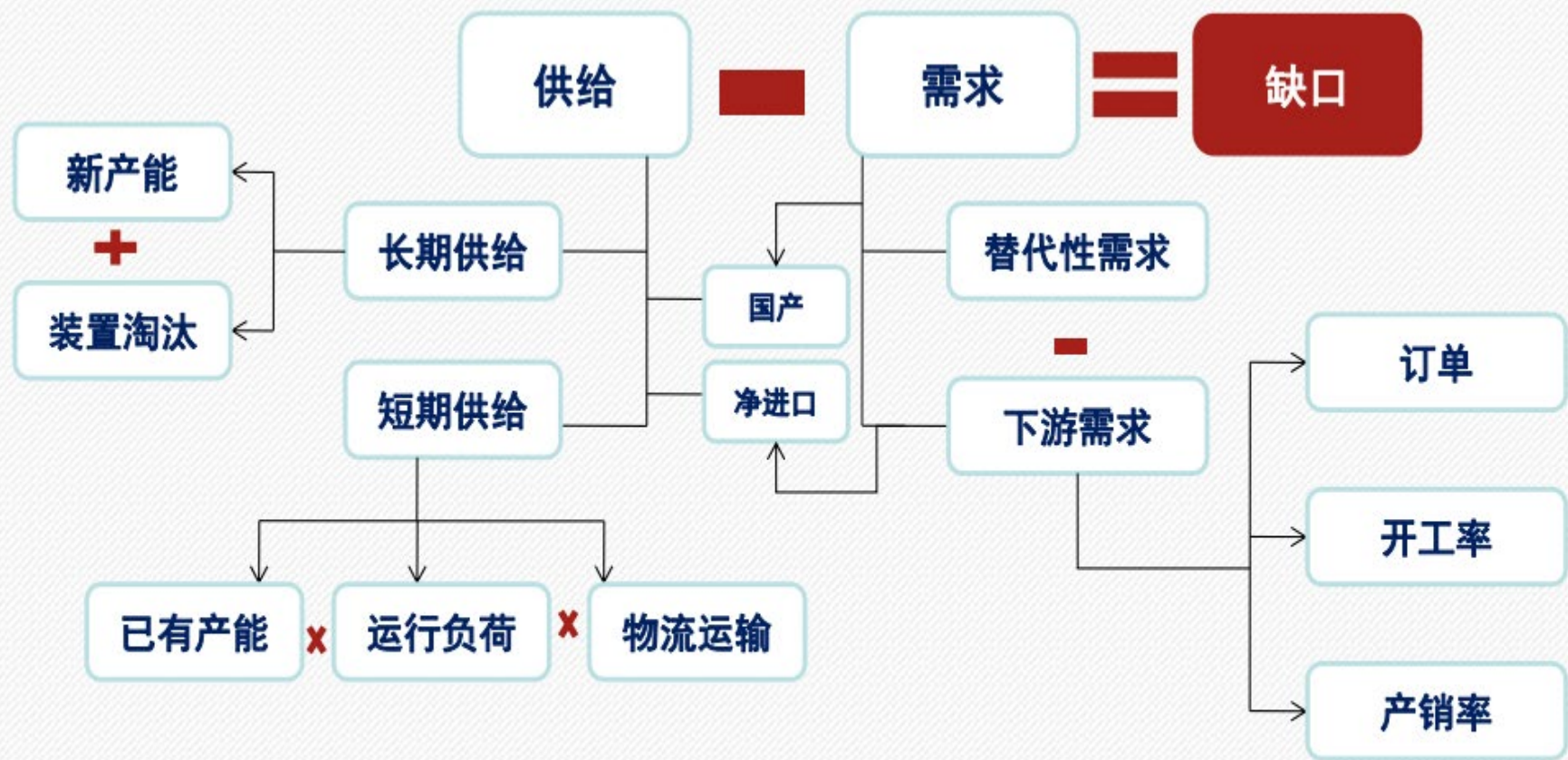


Source: Rystad Energy

Country	Production cost (bbl)	Total cost (bbl)*
 United Kingdom	\$17.36	\$44.33
 Brazil	\$9.45	\$34.99
 Nigeria	\$8.81	\$28.99
 Venezuela	\$7.94	\$27.62
 Canada	\$11.56	\$26.64
 U.S. shale	\$5.85	\$23.35
 Norway	\$4.24	\$21.31
 U.S. non-shale	\$5.15	\$20.99
 Indonesia	\$6.87	\$19.71
 Russia	\$2.98	\$19.21
 Iraq	\$2.16	\$10.57
 Iran	\$1.94	\$9.09
 Saudi Arabia	\$3.00	\$8.98

**Total cost (bbl) includes production cost (also shown), capital spending, gross taxes, and admin/transport costs.*

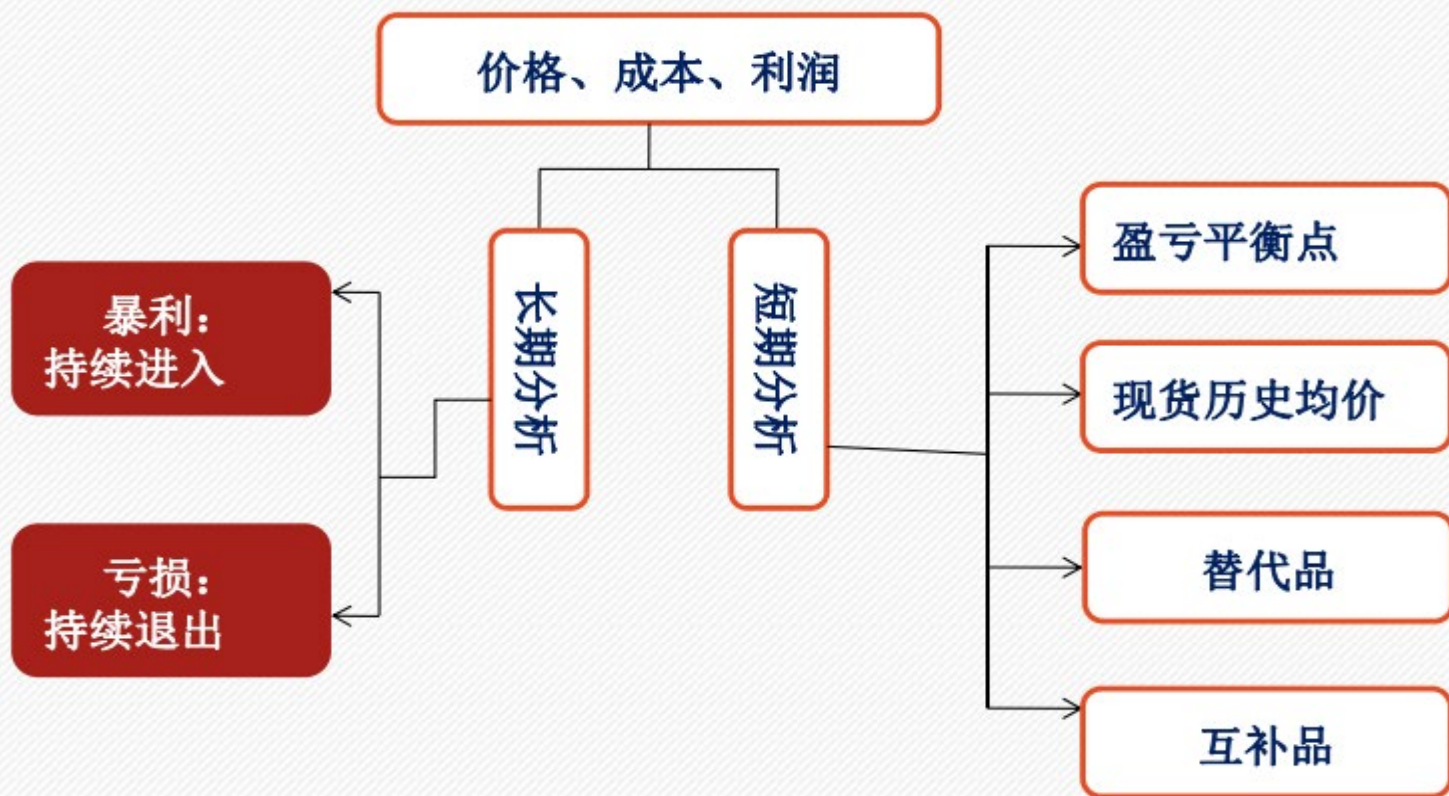
2.4 化工品期货供需分析框架：



供需平衡表

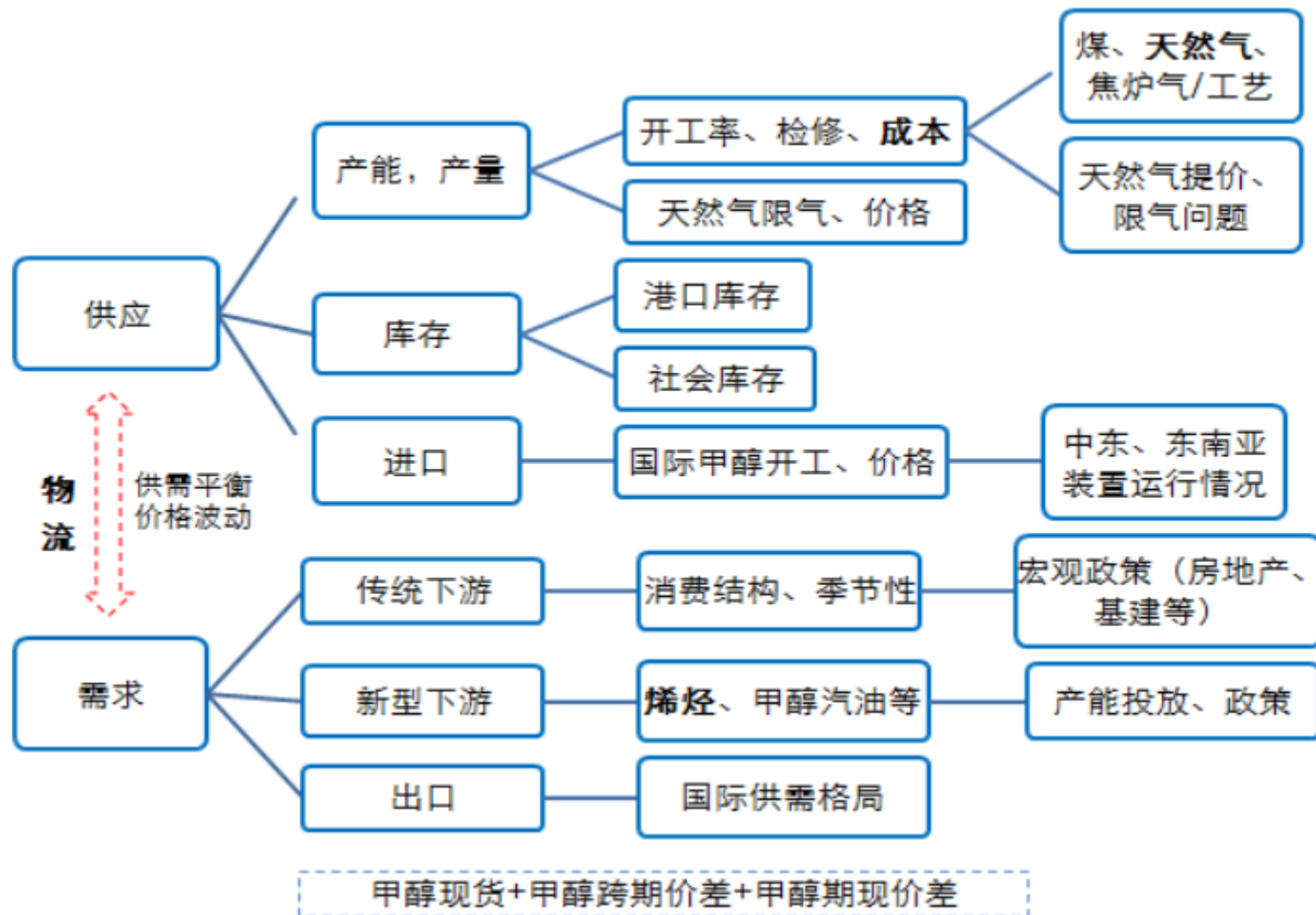
期末库存=期初库存+本环节产量+进口量-下环节的消耗量

2.5 化工品成本利润分析框架：



成本利润提供价格支撑：暴利引导外来进入者，利润回归；亏损淘汰落后产能，价格回升。

2.6 价格影响因素分析因子：以甲醇为例



2.7 化工产业链价格传导特点

- **定价能力：**

石化上游企业控制着石化中间体的生产，国内缺少交易“中间体”的现货市场，终端产品价格受上游价格垄断的影响。

- **价格的形成：**

消费拉动：下游需求增长推动价格上涨，拉动原材料价格上涨。

成本推动：源头原材料上涨，转嫁到加工环节的产品价格中，传导到终端产品上。

成本的推动不如需求的拉动来得那么顺畅。上游涨价需要下游产品消费市场的消化，否则无法传导。

价格传导可能会：时间滞后性，被阻断，差异化。

2.8 化工品分析注意因素

- **价格的主要影响因素：**

供给和需求。

下游开工情况：石油产品价格会影响化工品的生产成本，而生产成本则直接影响石化产品生产商的积极性。

相关商品价格，由于替代关系，相关商品价格的变动也会影响石化产品的价格走势，比如pta与棉花，都是纺织品的直接上游原料。

原油价格：基础化工原料，决定了成本。

国家宏观政策：人民币汇率、进口关税、出口退税以及国家产业政策取向等。

- **注意因素：**

原油价格走势影响较大。

价格波动频繁，具有季节性特征。

产业链影响因素复杂多变。

价格具有垄断性。

3. 农产品期货品种特点

3.1 农产品期货品种分类：

- **粮食作物：稻谷、小麦**
- **经济作物：棉花、白糖、菜籽、油脂、鸡蛋、生猪、苹果、红枣**
- **兼具粮食和经济作物属性：大豆、玉米**

3.2 农产品品种特点

- **生产特点:**

地域性: 直接依赖于土地资源, 受气候、土壤、农作物生长特性、经济技术条件和国家政策差异性等因素的影响, 生产地域性非常明显。

季节性: 收获季节集中上市, 季节性生产, 全年消费。

波动性: 种植面积、产量、和供给量取决于自然条件、价格预期、生产成本、农业政策等诸多因素影响, 产量和供给呈现较大的波动性特征。

- **消费特点:**

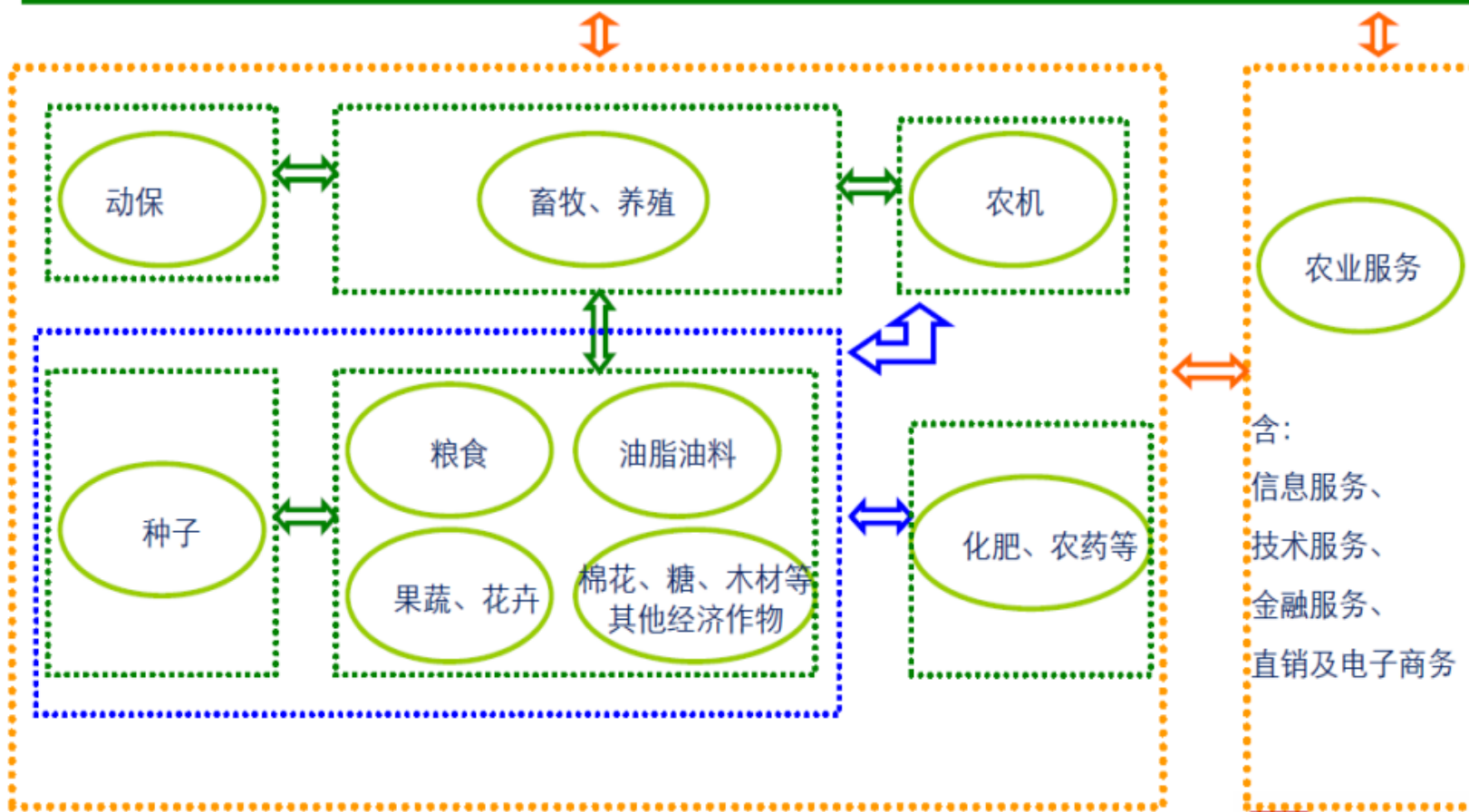
稳定性: 农产品需求弹性小, 尤其是粮食和油脂类品种, 无论价格高低, 消费需求相对稳定, 消费量波动不大。

差异性: 受消费水平、生活习惯、观念等因素的影响, 不同地区消费存在差异性。

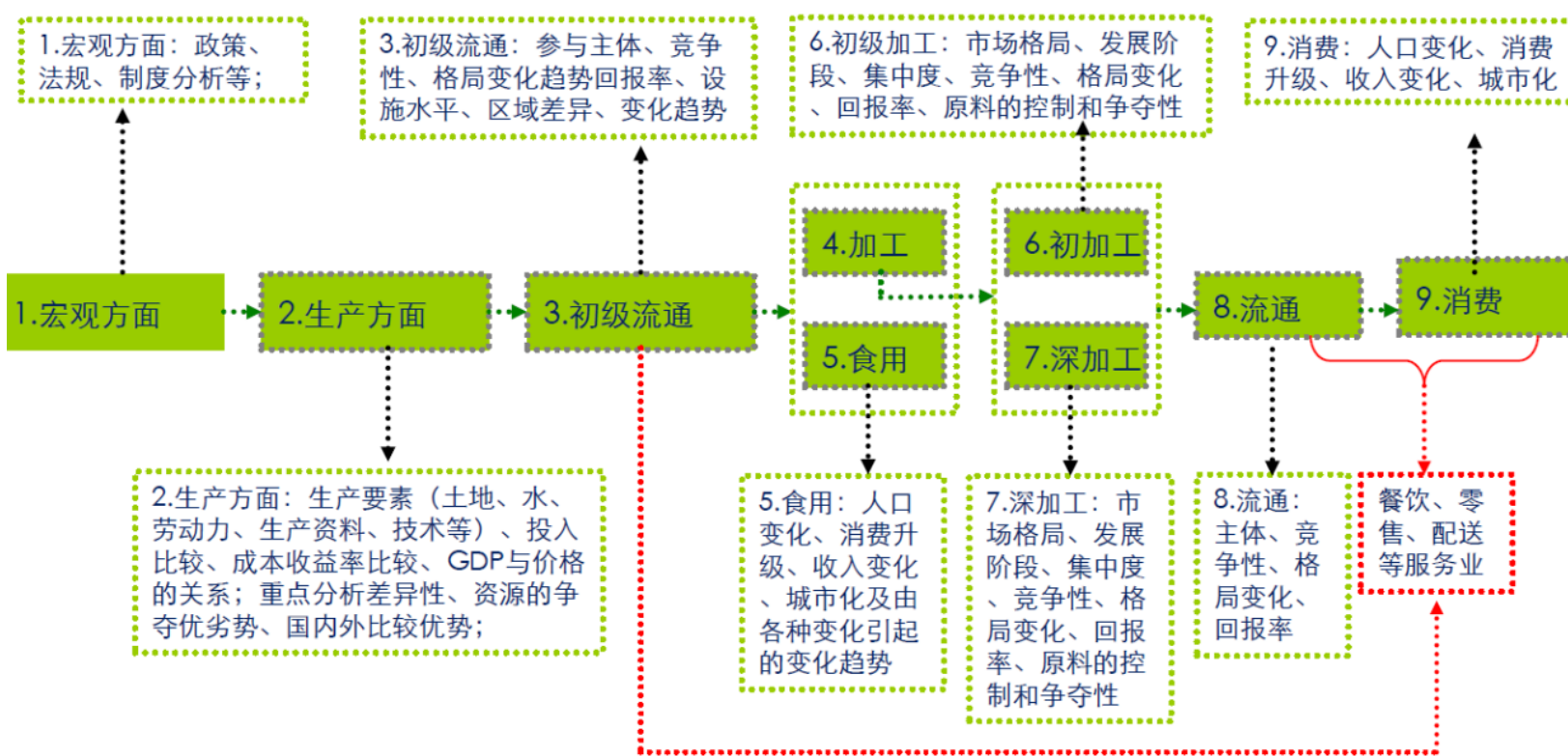
替代性: 农产品的替代性, 食品替代, 工业原料替代。

3.3 农产品大产业链

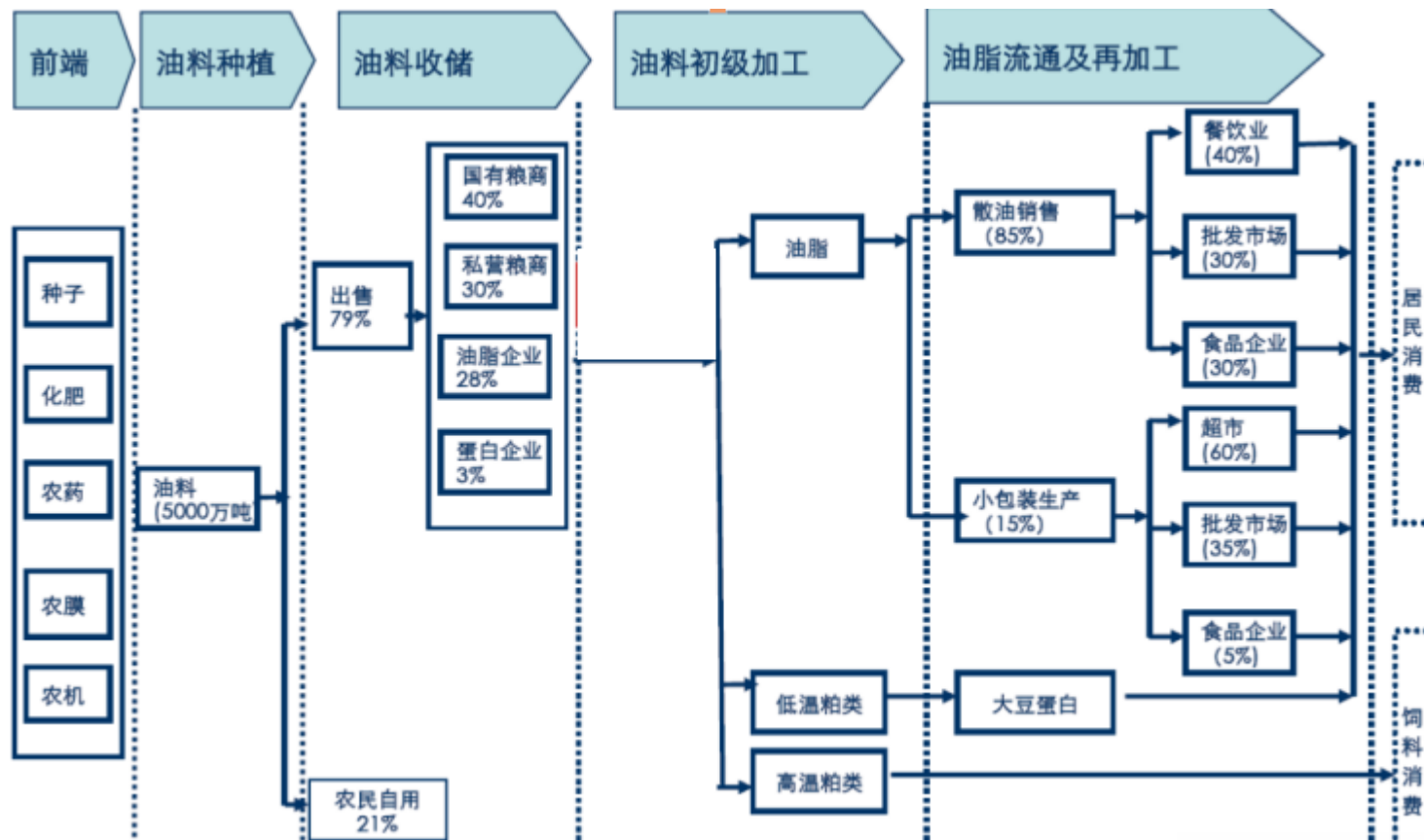
大农业概念下的合理分类，打破常规的产前、产中、产后的分类法；采用以产业链为主线，将深加工等子行业、子产业链放到主产业链中的分类法，近50个行业的大农业，分为10大类。



3.4 流通产业链



3.5 农产品产业链：油脂油料



	油料种植	油料收储	油料初加工	小包装食用油
市场规模	2,060亿元	1,627亿元	4,500亿元	680亿元
CAGR	7.4%	8.2%	22.4%	24.0%
环节利润率	12%	6%	7%	10%
市场集中度	散户为主，但区域集中度明显	前十家企业占30%；企业总数量约6.8万家左右	大豆压榨前十家企业占70%；油料加工企业数量约2263家	前十家企业占80%；企业总数量约50家
发展态势	正在由小规模向专业经济合作组织化转变	企业数量从2000年的8万多家减少到目前6万多家	企业数量从2000年的1300多家增长至目前2200多家	企业数量增长缓慢，现有品牌市场占有率已经很高

成长较快

- 市场规模4500亿，近十年成长率20%左右，预计未来仍将保持较高速度成长

需求旺盛，供给缺口较大

- 食用油需求持续旺盛
- 小包装市场总体快速增长
- 食用油对外依存度达60%

市场集中度高

- 加工企业规模大，大豆压榨前10家市场份额高达70%
- 70%大豆压榨产能由外资控制
- 品牌集中度高，小包装食用油前10家市场份额约80%

资源性和地域性强

- 受自然资源制约，土壤性质、气候条件等对油料种植影响很大

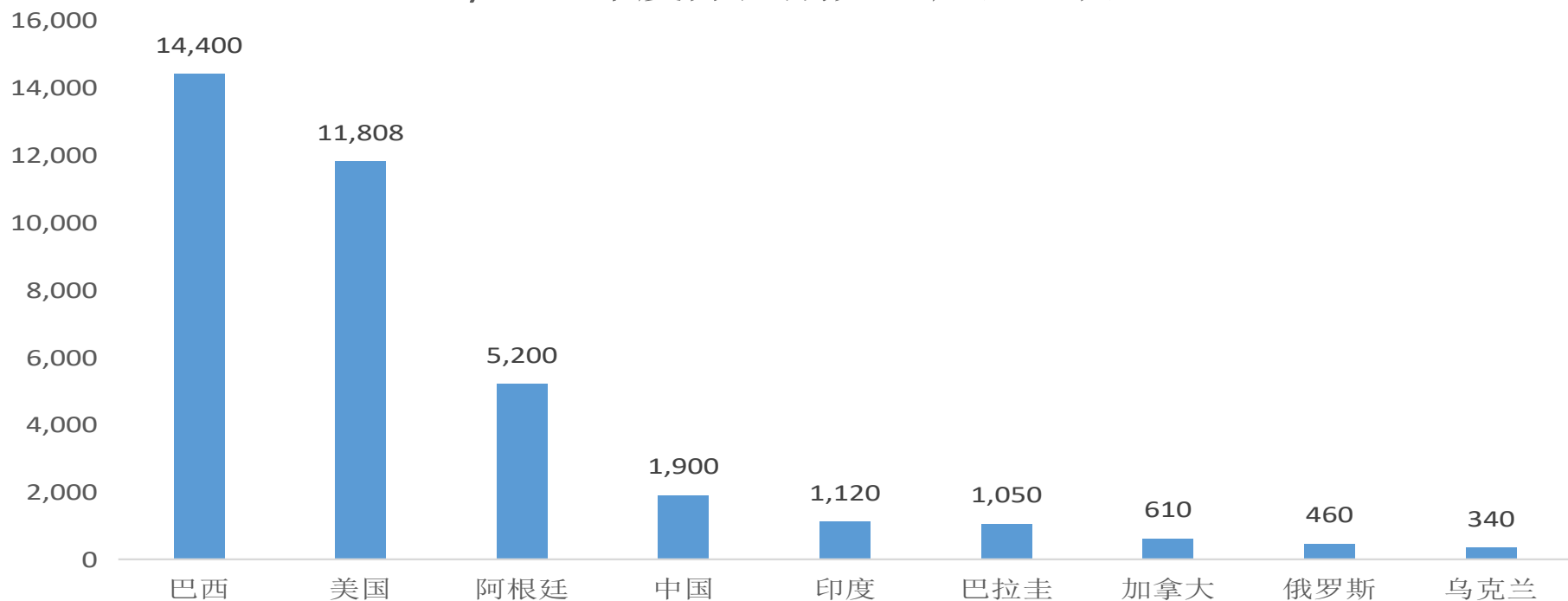
政策限制明显

- 限制外资新建、扩建

大豆压榨行业集中度较高，品牌市场占有率也较高，行业竞争激烈，上下游产品价格波动大，长期是期货市场农产品较为活跃产品

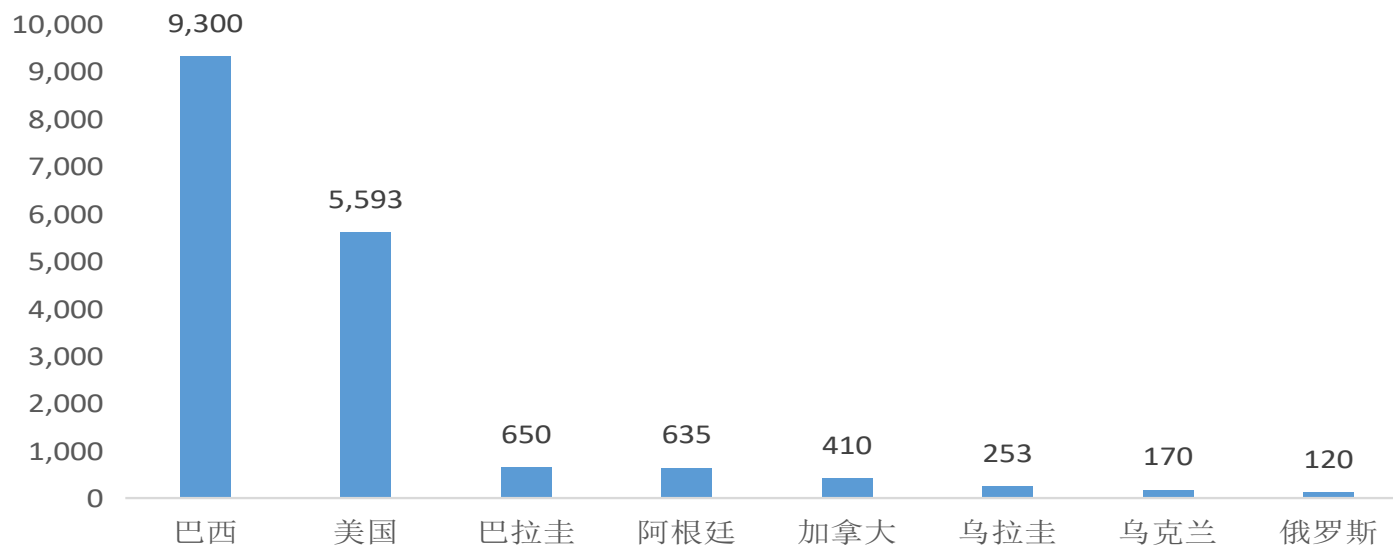
- 大豆主产国：美国、巴西、阿根廷。
- 巴西大豆产量1.44亿吨，是全球最大的大豆生产国。美国大豆产量1.18亿吨，处于第二位。阿根廷大豆产量5200万吨，处于第三位。
- 中国大豆产地主要集中在黑龙江，黑龙江大豆产量占全国约34%。

2021/2022年度分国别大豆产量（万吨）



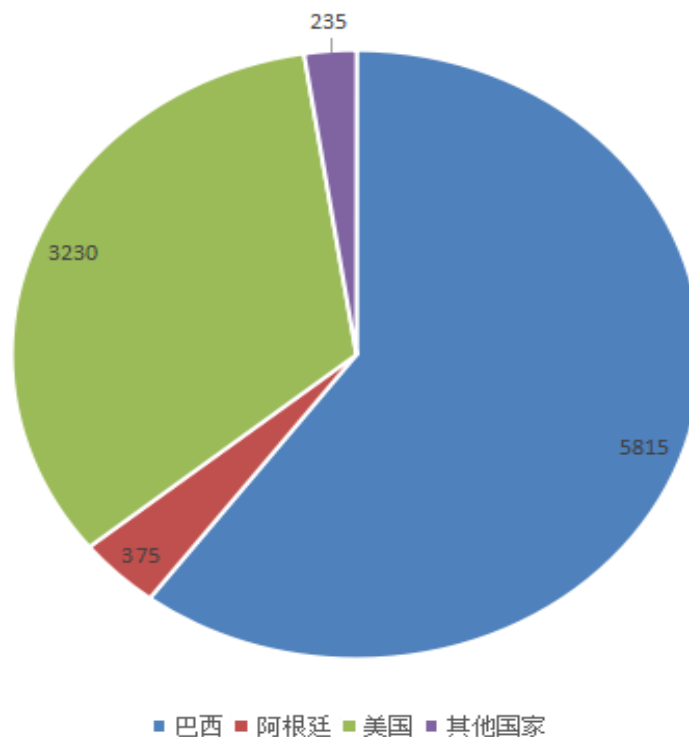
- 巴西、美国是全球最大的大豆出口国家。
- 巴西大豆年出口量近9000万吨，美国年出口有5000多万吨。
- 其他国家出口量相对较小。

2021/2022年度大豆出口量（万吨）

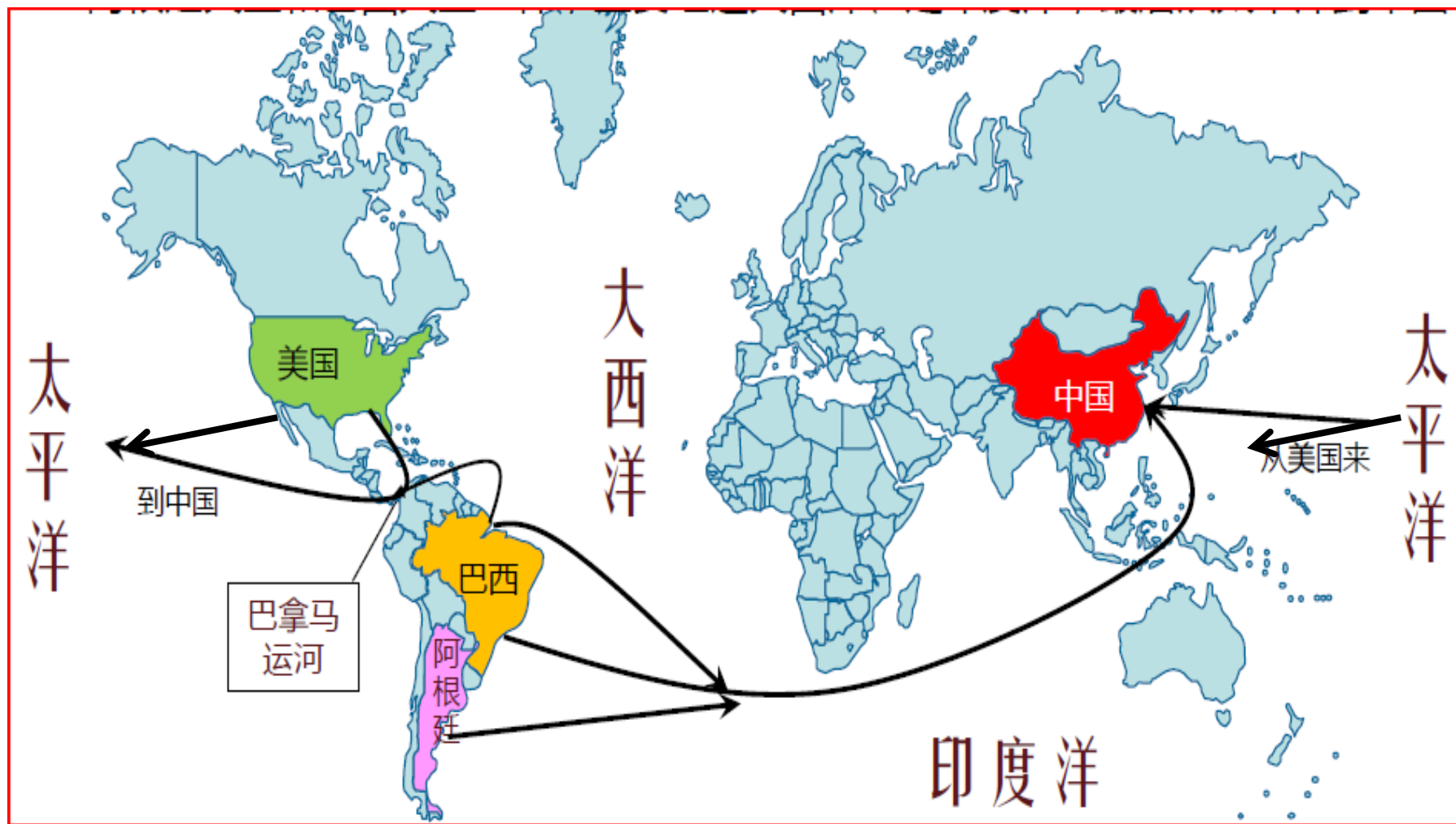


- 中国是最大的大豆进口国，中国大豆进口量持续增加，现今年度进口量达到9000多万吨。第二名的欧盟只有1400万吨。
- 中国也是最大的大豆消费国。

2121年中国大豆分国别进口量（万吨）



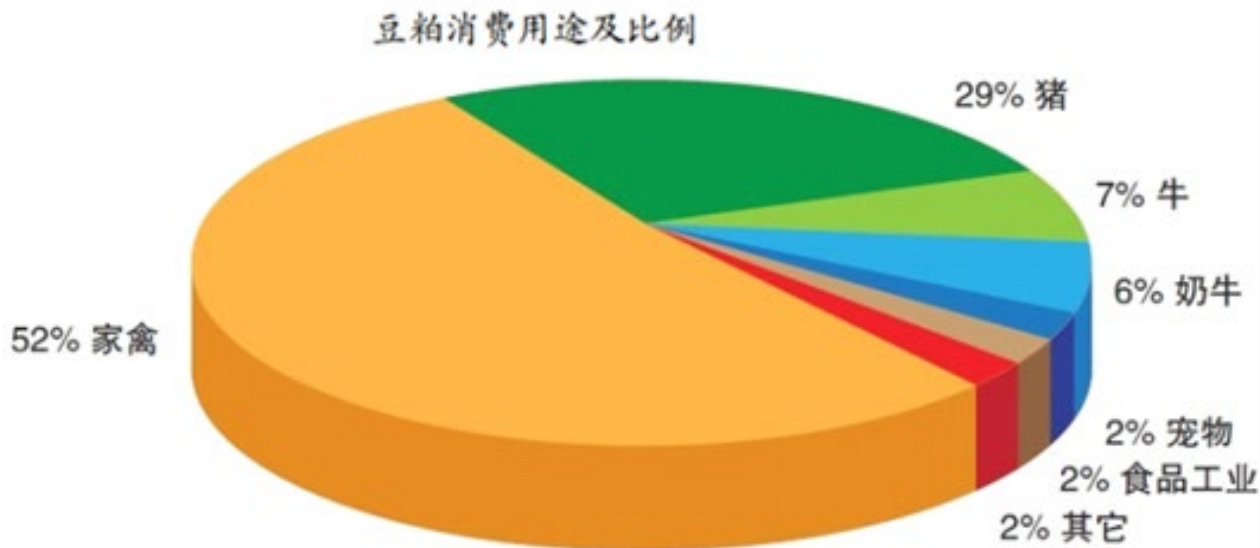
中国进口大豆的贸易格局



- 中国大豆1吨生产0.165吨豆油和0.80吨豆粕
 - 美国大豆1吨生产0.185吨豆油和0.78吨豆粕
 - 加工费120-150元
- **压榨利润 = 豆油价格 × 出油率 + 豆粕价格 × 出粕率 - 大豆价格 - 加工费。**

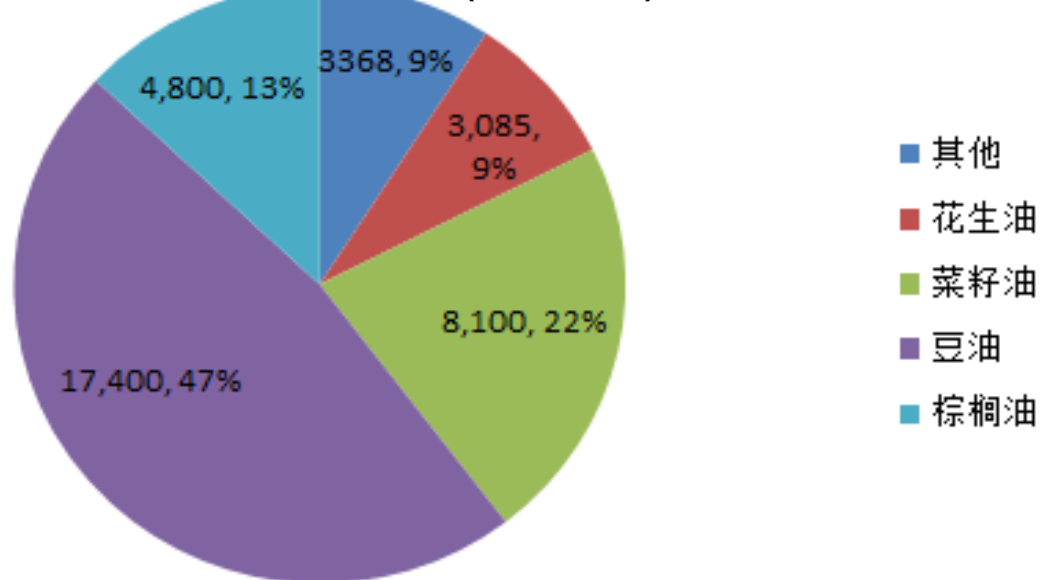


- 豆粕消费主要集中在家禽饲养、生猪、肉牛及奶牛饲养等方面。
- 在家禽饲养中的使用量大约占到总用量的52%左右，生猪饲料方面大约占到总量的29%，在肉牛饲养中占到总量的7%，奶牛饲养约占总量的6%左右。



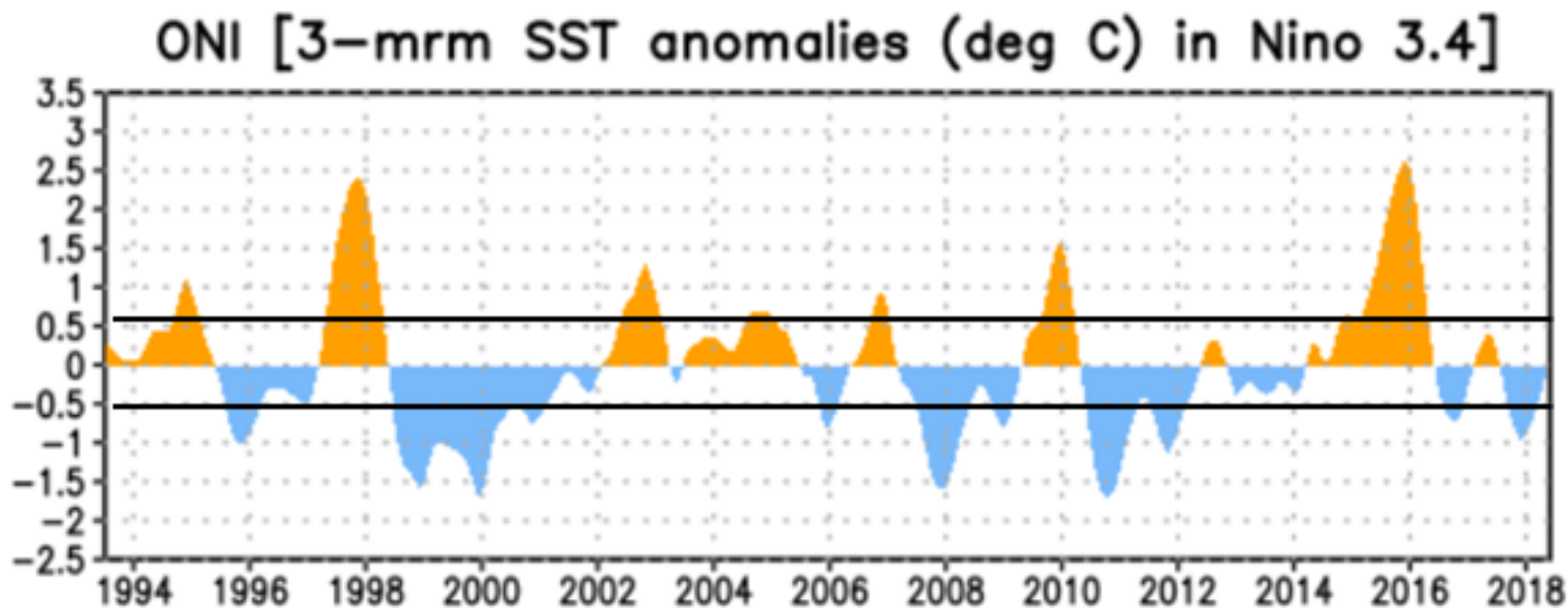
- 豆油、菜籽油、棕榈油是我国消费最多的三个油脂品种。
- 豆油是我国最大的油脂消费品种，年度消费达到1700多万吨。
- 棕榈油消费近500万吨。

中国植物油消费量和占比（千吨，%）



3.6 厄尔尼诺与拉尼娜

- 厄尔尼诺现象泛指赤道附近的东部太平洋表层海水温度上升引起的气候异常现象。一般认为海温连续三个月正距平在 0.5°C 以上，即可认为是一次厄尔尼诺事件。相反，如果南美沿岸海温连续三个月负距平在 0.5°C 以上，则认为是反厄尔尼诺事件，又称拉尼娜事件。
- 自1950年以来，全球共发生过两次强厄尔尼诺事件，分别为1982到1983年以及1997到1998年，以最近的1997到1998年强厄尔尼诺事件为例，期间全球许多国家都发生了严重的旱涝灾害，导致全球粮食减产20%左右。



厄尔尼诺及拉尼娜的影响

- 厄尔尼诺大数始发于5-8月，持续时间在半年以上。主要影响区域是东南亚、澳大利亚、巴西、印度、中国。从降雨情况来看,一般会导致东南亚干旱、澳大利亚干旱、印度干旱、巴西(北部少雨,中南部降雨过多)、中国(北方少雨、南部多雨)。
- 拉尼娜容易导致美豆和南美大豆减产。

厄尔尼诺	
对中国	台风减少
	北方高温干旱
	南方持续低温降水，洪涝
	北方容易出现暖冬
对世界其他地区	西太平洋沿岸、南部非洲干旱少雨
	东太平洋沿岸，水温增高，降水增多
	大西洋、西北太平洋风暴减少
	导致南洋棕榈油减产，美国大豆增产，
拉尼娜	
对中国	春季沙尘暴盛行，气候干冷（北方干旱）
	夏秋降水强度大，持续时间长，台风增多
	冬春雨雪冰冻天气频繁（雪灾、霜冻天气）
对世界其他地区	中东太平洋地区干旱而严寒
	美国、俄罗斯、西欧普遍降温
	印度尼西亚、澳大利亚东部、巴西东北部、印度以及非洲降雨增多
	对南亚棕榈油：主要看降雨量的大小，如果适量则会增加产量，过量则会导致质量和运输问题。 对大豆：南美大豆干旱导致减产；

3.7 政策：收储、抛储、直补

- 以油菜籽、菜籽油为例：
- **2008年开始收储油菜籽，菜籽油的库存600万吨以上，每年的仓储成本预计高达15亿元人民币，且有40亿元的利息费用。**
- 2013年10月，国家粮食储备库被曝已流入大量转基因菜油。
- 2015年夏，具体收购价和是否收储菜籽油由省级政府确定，以省财政风险基金补贴收购资金不足部分。
- 2017年抛储后剩余库存20万吨左右。

	收储价 (元/吨)	菜籽收储量 (万吨)	折合菜油收购	竞价销售	定向销售	库存
2008	4400	150	50			50
2009	3800	404	150			200
2010	3900	250	80	141.7	56	82.3
2011	4600	330	140	0.7		221.6
2012	5000	437	150			371.6
2013	5100	500	170	15		526.6
2014	5100	349	105			631.6
2015	地方自行收储			23.47		608.13
2016	地方自行收储			398.23		209.9
2017	地方自行收储			88.95	100	20.95

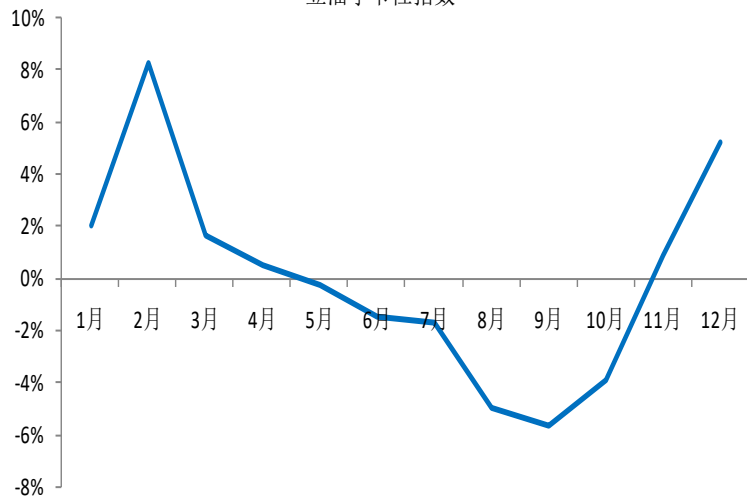
- 主要粮食和棉花进口关税配额：大米进口配额为532万吨，小麦为964万吨，玉米为720万吨，棉花为89.4万吨。

	配额	关税	配额外关税	备注
大豆	无	3%	无	
油脂	无	9%	无	
玉米	720	10%	65%	最惠国
大米	532	1%	65%	最惠国
小麦	964	1%	65%	最惠国
棉花	89.4	1%	分级别	最惠国
白糖	194.5	15%	50%	最惠国

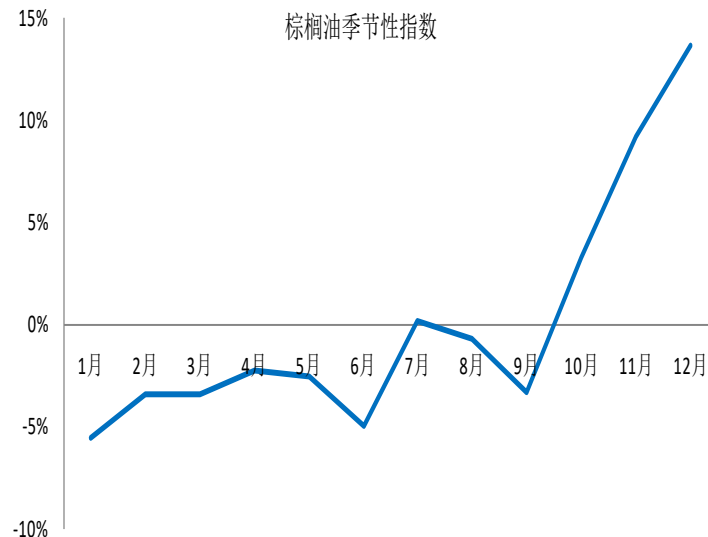
3.8 季节性：以豆油、棕榈油为例

- 供需相对平衡的年份，季节性有很大的参考意义。供需失衡，季节性容易被打破。
- 豆油：二季度豆油市场处于消费淡季，国庆、春节、元旦处于消费旺季。
- 棕榈油：棕榈油在天气转暖的二、三月份逐步进入消费旺季，四季度油脂市场国庆、春节、元旦备货消费旺季支撑下，棕榈油价格往往上涨。

豆油季节性指数



棕榈油季节性指数



3.9 农产品期货价格分析注意事项

- 对农产品期货价格预测时，不仅要参考历史数据，也要考虑科技进步和金融因素对农产品价格的影响。
- 农产品期货价格具有明显的季节性，农产品官方报告和预测数据有时会有明显的时滞性和反向性，利空的报告可能利空出尽。
- 农产品期货品种间具有明显的相关性和替代性，不同品种、不同市场、不同国家的期货合约之间的价格可以从相互之间的逻辑关系和比较关系计算出价格偏离程度和回归关系。在应用供需平衡表进行分析时，不能只看一个品种的供需平衡表。
- 受种植条件、自然因素和资源有限性的制约，农产品的产量和供给增长相对有限，偶尔还会因灾害性天气出现歉收年景，因此，农产品期货品种比较容易出现多头行情，单边投机容易导致价格向上偏离。
- 政府部门、行业组织和市场权威机构发布的农业种植面积、产量预测、供求平衡表等内容和数据对市场行情的影响也应重点关注。
- 关注因农产品品种季节性生产、全年消费、区域性成产、全球消费，以及农产品的仓储、运输和国际贸易对其价格的影响。

更多信息..

期待与您

更进一步的交流.....

