

2019西部期货投资策略报告8月刊之精要版

投资研究部 全体成员

电话：029-87406631 邮箱：zhoumeili@westfutu.com

说明：该投资策略报告 8 月刊之精要版，基于 2019 西部期货投资策略报告 8 月刊全文内容，汇总了各个期货品种分析师的主要观点及投资建议，旨在为客户提供更加简要和快捷的投资咨询服务，帮助客户快速了解各个品种核心及要点，若需要深入解读某个品种的详细内容，请参阅——2019 西部期货投资策略报告 8 月刊。

★宏观研究——经济下行压力不减 经济面仍助债市走强

本月公布的6月份PMI数据显示，制造业PMI连续两个月落入荣枯线以下，与制造业投资持续处于低增速相互印证，表明制造业总体还在持续收缩中，但非制造业总体继续保持稳中有进发展态势。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业的生产指数为55.6%、53.3%和52.2%，环比均有所上升，且分别高于制造业总体4.3、2.0和0.9个百分点，表明在当前复杂多变的经济环境下，制造业转型升级继续推进，中高端制造业和消费品制造业对经济增长的促进作用进一步增强。

6月社融增速回升至10.9%，强于市场的预期，显示出宽信用仍在继续推进。新增社融中，贷款、专项债、企业债等相对5月有明显回升，新增贷款占新增社融比例降74.0%。4月以来，政府更加关注改革、以及外部冲击变大等因素，使得经济显示出下行压力，社融的回升对经济可以起到支撑作用。6月新增贷款回升，其中居民短贷、企业短贷、企业中长贷相对于5月回升较为明显；但新增贷款低于去年6月，主要是因为去年6月由于表外转表内的因素导致新增贷款较高。新增贷款中居民贷款占比相对前3个月有所下滑。从季调后数据来看，企业中长期贷款有所回升，但仍是处于最近2年的偏低水平，这背后可能显示了实体对经济走势仍比较担忧。

出口方面，全球经济放缓+贸易战或有反复+高基数，下半年出口增速将持续下滑。

进口方面，考虑到下半年政策对经济下行可能有更高的容忍度，货币不会大水漫灌、财

政发力大概率也很难超预期，因此下半年国内进口需求很难出现超预期增长的情况。进出口“比差”模式下，衰退式顺差仍可能出现。

进入到8月份，我们认为中国一些经济周期的驱动因素正在发生积极变化，2019年下半年中国经济将逐步迎来利多因素的积累。(1) 全球流动性环境由“加息周期”逐渐进入到“降息周期”，流动性边际更加宽松，有利于经济趋稳和复苏；(2) 中国“去杠杆”和“金融条件收紧”的边际影响逐渐递减，看到一系列金融扩张指标已经触底后趋势性回升，国际环境也有利于实施宽松的货币政策，金融条件由“收紧”逐渐演变到“放松”；(3) 汽车消费将逐渐触底回升，房地产产业链消费品需求也将逐渐企稳，这两项在限额以上社会消费品零售总额的占比高达40%左右；(4) 2019年2季度中国工业行业产能利用率再次上升，工业品价格仍然处于高位，目前周期性行业供需关系仍然处于“紧平衡状态”，具备资本开支扩张的行业景气度条件。

短期来看，偏弱的基本面对于利率中枢继续下行仍有支撑，济基本面后期仍助债市走强，中长期来看，积极关注利多因素的积累与变化，长期不应过于悲观。

后续需要关注的边际变量依然是：宏观内部边际变量为，中美贸易摩擦对中国经济的影响将实质性显现，分歧聚焦于，一、中美贸易摩擦是否会进一步升级或双方达成和解。二、经济若超预期下行，货币政策空间、提振内需政策力度，以及经济下行何时触底，预计明年中附近为敏感观测区域。

外部边际变量一为美国经济将可能在下半年出现边际复苏拐点。中美贸易摩擦对美国经济的影响也将显现，贸易摩擦开始朝着纵深发展，本周二中美将展开第12轮经贸磋商，结果将会在8月初公布，若该事件进一步出现超预期演变将驱动市场风险偏好趋向改善或恶化，而加征关税和核心科技企业制衡是中美贸易摩擦的一体两面。

外部边际变量二为美联储7月31日议息会议决议大概率采取降息举措来前瞻性缓解经济走弱迹象，这也将意味着全球货币政策正式进入降息周期。美国经济边际放缓程度、美股调整幅度和速度超预期，是决定是否进入降息周期的关键。领先指标重点关注非农数据、美国国债10-2期现利差曲线变化以及周首次申请失业金人数，同步指标重点关注失业率和通胀数据。

★股指期货——波动带来交易机会 短期不确定将加大

今年以来，指数第二和第三阶段的反弹主要还是受低估值和风险偏好改善的影响，盈利对指数反弹贡献程度不大。风险偏好改善主要是情绪的变化，情绪又往往容易“超预期”，即在乐观时过于乐观，悲观时过于悲观。

4月、5月股指进入趋势性回调，市场对后市的走势分歧明显加大。从原因上分析，市场对基本面过度乐观预期的修正、对国内政策导向及外部环境的预期转变是导致本轮行情调整的主因。

市场对于目前的下行压力已经有一定程度的消化，对于宏观经济逆周期调节政策也有一定预期（宽松政策已部分落地），前期三大股指承压下行，遇到抄底与抛盘振荡在所难免。

6月以来，市场在内外核心变量边界条件未被明显打破的背景下进入震荡区间，目前消息面存在三大风险因素，分别是中美经贸磋商结果、美联储议息会议决议和中央政治局会议结果。三者均集中在本周左右落地，消息面风险释放之前市场情绪还是以谨慎为主。目前市场对美联储降息25bp的预期较为充分，重点在于对后续政策的解读，若并非很偏鸽派，则美股会有所调整；对中美经贸磋商结果较为中性，预计短期难以达成实质性进展，对中央政治局会议具有一定的期待。同样，若中美贸易磋商出现超预期向好或恶化，也将显著影响到市场中长期走势。

展望后市，中美贸易谈判进展依然是市场走势的核心矛盾，此外，美联储货币政策也将对我国货币政策空间产生重大影响。下半年的政策重心依然是内外环境下滑与政策缓冲防风险之间的博弈与调整。

我们可以通过情景分析对后市行情进行分析：（1）乐观情景：中美贸易谈判成功并达成协议，A股年内将突破3200点，有望重回贸易战爆发前的3500点左右；（2）中性情景：中美贸易谈判陷入僵持，长时间谈谈打打，A股年内将以震荡行情（2800-3200点）为主，但期间走势将较为复杂，波动也将加剧，投资者风险偏好取决于政策层面的力度；（3）悲观情景：中美贸易战升级，双方开展更大规模加税行为，甚至摩擦扩散至更多领域，A股将跌破2800点支撑，可能重归2600点以下或更低（取决于国家应对措施）。

我们认为乐观和悲观情景出现的可能性比较低，中性情景出现的可能性更大（70%

概率)。

交易机会：

①期现套利策略：当前不存在；跨品种套利策略：推荐多IC空IH

②跨期套利策略：当前不存在

③期权策略：关注基于不确定行情下的买put保护+领口+卖call备兑轮动策略（情景1：当市场行情区间震荡时，切换为领口策略，等待市场出现转机；情景2：当市场震荡向下时，切换为卖call备兑策略，实现增强收益；情景3：当市场震荡向上时，切换为买put进行保护，以小代价规避系统性风险）

④股票多头策略：短期以地产基建+医药+债券为主，长期应布局科技+低估消费及医疗板块。

⑤债券策略：建议积极关注可转债打新+折价套利策略（据笔者统计分析：今年年初以来，可转债上市首日平均收益率为8%，适合风险偏好程度较低投资者）。

⑥其他策略：推荐指数化定投+低风险套利策略（指数建议配置医药行业指数）

风险提示：（1）美联储议息会议预期被证伪；（2）中美贸易谈判不及预期；（3）经济数据超预期下行。

★铁矿石——供应紧张有缓和预期 铁矿石高位震荡

今年上半年四大矿山产量和发运量都明显收缩，导致我国铁矿石进口量大幅下滑，而生铁产量大幅增加，对于铁矿石的需求持续强劲，根据供需平衡表显示，今年上半年我国铁矿石呈现供需紧张格局，港口库存大幅下降。

对于下半年预估，随着淡水河谷和力拓逐渐恢复生产，主流矿山的供应逐渐恢复，高价格刺激下非主流矿山增产或在下半年显现，下半年铁矿石供给端将会逐渐回升；需求端来看，钢厂在维持低利润水平下生产仍将保持高位，环保限产影响或有限，那么铁矿石的需求依然强劲。所以下半年预计铁矿石供需的紧张程度将会出现缓解，铁矿石价格中枢或将小幅下移，【700，800】区间内波动。

短期来看，8月份关注发运量情况以及港口库存变动，限产仍有扰动，铁矿需求阶段性走弱，供需依然偏紧，基差高位支撑，铁矿价格高位震荡为主。主要风险点：矿山发运情况、环保限产政策。

★螺纹钢——限产政策博弈高供给 螺纹淡季承压

综合分析，8月份螺纹钢在高供给弱需求的大格局下，环保限产政策和铁矿成本支撑作为扰动因素将增加行情的波动性。对于限产执行力度难以准确预估，大概率情况下限产政策对于总供给的影响有限，那么对于螺纹价格的提振多为短期情绪提振。如果8月份限产力度很大，造成了总供给的实质性减少，那么螺纹价格将强势走高；对于铁矿的成本支撑来讲，大概率情况下铁矿价格上方空间已经有限，难以带动螺纹价格大幅冲高，但是高企的铁矿价格会对螺纹形成底部支撑。

那么大概率情况下，8月在高供给弱需求影响下，螺纹将延续震荡回落走势，但限产政策继续扰动叠加旺季预期，螺纹下行空间或有限，关注3850点支撑。长期关注“金九银十”的需求成色，关注旺季需求能否消化高企的供给，预计螺纹下半年【3500, 4200】区间内季节性波动为主。

★焦煤——供需宽松 焦煤价格承压

综上所述，我们认为8月份炼焦煤供应端小幅下降，需求端随着焦化厂限产范围的扩大而下降，总体依然延续宽松格局。且下游企业库存中等偏高，限产状态下，补库意愿弱，需求弱。焦煤现货价格稳中承压，期货价格震荡偏弱，09范围（1360,1430）。策略：可考虑做多01合约焦化利润。

风险因素：煤矿环保检查力度趋严；焦企环保检查力度放松；成材市场需求转好。

★原油——需求预期或修复 原油将偏强震荡

从宏观市场看，中美贸易摩擦缓和后面临新一轮谈判，预期短期或有利好因素出现，加之美联储将启动降息模式，全球宽松货币市场已开启，短期对宏观经济修复将起到积极的促进作用，短期对宏观经济不必过度悲观，长期不确定因素增加，存在不断证伪的可能性。

从供需面分析，短期OPEC限产仍将继续推进，俄罗斯维持目前产量水平，美国钻井平台减少的背景下产量相对稳定，8月份原油供给较7月份平稳或小幅减少，三季度供给增量有限，四季度OPEC减产边际效果递减，且美原油增产潜力释放，原油供给格局近紧

远松。而需求端在中美贸易摩擦僵持以及全球经济数据疲软的双重压力下增量受限，但全球宽松货币政策刺激下尤其美联储加息将在一定程度提振经济增长，短期原油需求预期或被修正，三季度原油需求值得期待，但进入四季度，政策刺激的经济增长或难为继，加之中美贸易战反复，原油需求或将承压。

从市场情绪及价差因素分析，原油基金净多持仓下降，多空僵持中，现货小幅贴水期货，负基差下显示现货市场偏弱，裂解利润下降说明成品油需求较弱，恐慌指数处于相对低位区间，远期曲线亦是弱BACK结构，市场走势缺乏新动力指引。

目前原油市场多空力量相对均衡，在没有新的变量出现前，供给端增量有限，而需求端增量下调，弱BACK结构下，油价下有支撑，上有压力，而美联储降息、中美贸易战或将提供短期积极变量，中期OPEC减产力度、地缘政治演绎，原油去库情况等将提供新的方向指引。8月份油价偏强震荡概率较大，预期三季度以修复BACK结构为主，待逐步调整平移为SUPER BACK结构后，伴随进入四季度的时间节点，供需格局逐步转换，供给压力凸显，需求变量反复，原油或将承压。

关注焦点因素：

- 1、OPEC+限产执行情况及会议决议；
- 2、中美贸易战进展情况
- 3、美联储加息情况；
- 4、地缘政治演绎；
- 5、美原油去库存状况。

★三大能源机构报告解读——OECD库存增加 能源机构谨慎悲观

EIA: OPEC产量小幅下降，但降幅放缓；上调美国产量增长潜力，下调2019年原油需求增速15万桶至107万桶/天；OECD库存在持续增加，但预期3季度库存可用天数将出现下降。反映到价格层面，预计今年下半年布伦特原油现货价格平均将达到67美元/桶，在2020年将保持这一水平。EIA预计2019年WTI原油价格为59.58美元/桶，此前预期为59.29美元/桶；预计2020年WTI原油价格为63.00美元/桶，此前预期为63.00美元/桶。

OPEC: 预期全球GDP增速3.2%，与上期报告持平，预期后期经济不会更差。供需层面，小幅下调非欧佩克供给增长，OPEC减产延续；预期2019年全球原油需求增速114万桶/天，与上期报告持平，预期三季度需求或有好转；OECD库存环比大幅增加，高于5年同期水平。虽然二季度全球供大于求，但预期三季度对OPEC原油需求将增加，而四季

度需求或减弱。

IEA:非 OPEC 产量增长较快, 尤其 2020 年对 OPEC 原油需求将减弱; OECD 库存环比增长, 其中美国和日本库存下降, 而欧洲库存增加; 2019 年二季度原油需求增速降至 90 万桶/天, 但预期下半年原油需求增速将升至 180 万桶/天, 预期 2019 年全年需求增长 120 万桶/天。

整体看, 三大机构对原油后市谨慎悲观。对 OECD 库存增加达成共识, 对 NON-OPEC 产量增长有一定预期, 但对原油后市需求增长并非十分悲观, 尤其对三季度原油需求相对乐观, 四季度需求或将下降, 对原油价格预期维持中位水平。

★PP——检修对冲新增产能 8月供应边际改善

基本面来看, 7月产量维持高位, 但因为进口依旧维持低位预计平衡表压力不大, 8月平衡表环比有望边际进一步改善, 供应方面, 因为检修产量环比7月会增加, 进口方面, 因为之前进口利润倒挂8月进口预计也不会太多, 需求方面, 会逐步进入旺季的备货期, 所以供需两方面看, 预计8月上游石化库存会出现一定去化, 平衡表看 PP8月压力不大。

月差方面, 需要关注 1909 多空交割博弈的情况, 基于一定的正基差, PP91 继续走反套概率不大。

策略方面, 推荐 01 合约的 PP-3*MA 扩大, 核心逻辑在于甲醇库存较 PP 库存压力更大, 基差结构方面也有利, PP01 基差 400 多, MA01 基差负 100 多, 短期 09 移仓也对这个头寸有利。风险在于基本面格局的改变, 即甲醇超预期去库, PP 超预期累库。

★PE——8月供需边际改善 09 关注交割博弈

基本面来看, 8月平衡表有望边际改善, 供应方面, 因为检修产量环比7月会增加, 进口方面, 因为之前进口利润倒挂8月进口预计也不会太多, 需求方面, 会逐步进入棚膜旺季的备货期, 所以供需两方面看, 预计8月上游石化和港口库存都会出现一定去化, 平衡表看 PE 压力不大。但考虑到 1909 合约较大的持仓量以及偏低的负基差, 临近交割的博弈对价格可能影响更大。

月差方面，需要关注 1909 多空交割博弈的情况，基于较低的负基差，LLDPE91 可能还会继续走反套。

★美豆——CBOT 大豆短期震荡 中期关注天气题材

6月中旬以来，CBOT 大豆在前期反弹高位水平进行震荡。随着播种工作推进，市场对播种期天气题材炒作热情降温，7月中旬开始，美国大豆产区天气情况改善，天气题材暂时告一段落；6月底，中美两国领导人同意重启贸易谈判，5月初特朗普曾发表言论称计划对 3250 亿美元中国商品加征关税，中美贸易谈判一度陷入僵局，两国领导人 G20 峰会会晤后贸易关系趋于缓和；USDA 6 月末公布的种植面积报告大幅下调新作年度播种面积预估，季度库存预估亦明显低于市场预期，7 月份供需报告下调单产预估，一系列利多数据给市场提供利多支撑。后期市场关注焦点主要有以下几个方面：

(1) 美国新季大豆天气题材。美国大豆播种期内受到过多降雨天气影响，播种工作延缓至 7 月中旬结束，作物生长进度明显慢于正常年份；USDA 6 月末公布的种植面积明显低于市场预期，7 月供需报告下调单产预估，不过市场质疑数据的合理性。7 月中旬以来，美国大豆产区天气情况好转，天气预报显示 8 月初以前天气情况整体有利于作物生长。但播种面积减少和作物生长进度延缓背景下，市场对天气题材更为敏感，USDA 作物生长报告显示作物优良率偏低，后期天气题材将继续成为市场关注焦点。

(2) 中美贸易关系。中美两国领导人 G20 峰会后贸易关系出现向好趋势，美国宣布放开对华为供货限制，取消对部分中国商品加征关税，中国增加对美国农产品采购；中美贸易代表恢复沟通机制，美国谈判代表将于近期访华。但中美关系进展缓慢，不确定因素仍然存在，美国总统特朗普 7 月 16 日发表言论称，不排除对中国 3250 亿美元商品加征关税可能。

(3) 供给宽松的基本面压力。2018/2019 年度美国大豆丰产而出口受中美贸易关系影响，陈豆结转库存规模庞大；巴西和阿根廷两国合计产量亦创出历史最高纪录，中国需求放缓情况下南美出口销售也将面临压力。

综上分析结合市场表现来看，美国大豆播种完成及产区天气好转令 CBOT 大豆失去上涨动能，USDA 利多数据提供支撑，但市场对播种面积数据存疑；中美贸易关系缓和利多美豆，而负面消息亦对市场情绪影响较大。后期市场将在天气题材、中美关系、供给宽松等背景下博弈，美国陈豆结转库存和南美丰产构成现实的供给宽松压力，天气题材是决定北美作物季大豆供给的核心变量，中美关系进展阶段性带来市场情绪起伏。整体上

我们认为，在新的市场矛盾出现以前 CBOT 大豆以震荡为主，中期最有可能打破平衡的是美豆天气题材发酵。

★豆粕——市场矛盾平淡 豆粕区域震荡

国内豆粕自6月初创出年内高点后近期呈震荡偏弱走势，前期上涨主要受中美关系担忧情绪升温及美豆天气题材推动。价格上涨后下游采购热情明显降温，现货基差回落，国内对外盘跟涨热情不足；G20峰会前，习近平主席受邀与美国总统特朗普通话，双方释放积极信号令市场担忧情绪缓解，G20峰会期间中美双方领导人重启经贸磋商；6月中旬以后美豆天气炒作热情降温，且受中美关系趋缓影响，国内豆粕与CBOT大豆走势分化。后期市场焦点主要有以下几个方面：

(1) CBOT大豆。随着美国新季大豆播种完成及天气情况好转，CBOT大豆上涨动能减弱，USDA播种面积、季度库存、单产及产量等数据利多，但市场对播种面积数据存疑，CBOT大豆短期呈震荡格局，后期市场关注焦点在于天气题材发酵。

(2) 国内豆粕供需。南美大豆丰产使得国内大豆外部供给环境宽松，且随着中美贸易关系缓解，国内可能增加对美国大豆采购数量；近几个月大豆到港量较大，港口进口大豆库存水平较高，工厂原料供应充裕，过去几周豆粕库存下降主要因胀库压力下工厂开机率偏低，一旦库存压力缓解开机率将很快恢复；下游需求受到猪瘟疫情影响，生猪及能繁母猪存栏加速下降，季节性消费旺季启动前国内豆粕整体将面临供给过剩压力。

综上所述结合市场表现，CBOT大豆天气题材告一段落及中美贸易关系趋缓使豆粕失去反弹动能；国内大豆原料供给宽松，下游需求相对较弱，工厂面临胀库压力，过去几周开机率偏低水平运行；后期大豆到港规模庞大，中美贸易谈判过程中或增加美豆采购，下游需求将继续受到猪瘟疫情影响，供给宽松压力将持续存在。短期来看，美豆天气题材、中美关系等市场矛盾趋于平淡，国内工厂开机率偏低使得豆粕库存压力有所释放，另外禽类养殖增长部分抵消猪瘟疫情对蛋白消费需求的冲击，豆粕维持震荡格局的可能性较大；中期美豆天气将是市场关注焦点，美国新季大豆播种面积减少和作物生长延后背景下市场对天气题材更为敏感。

西部期货精英分析师团队介绍

	<p>周美莉 西安交通大学产业经济学硕士研究生，现任西部期货有限公司投资研究部总经理，同时担任能源化工板块研究，侧重将基本面与技术面结合进行趋势预测。2014 年获大商所石化板块“优秀分析师”荣誉称号、2015 年带领公司投研部获大商所“最具潜力投研团队”荣誉称号。2017 年带领投研团队获大商所“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”等荣誉称号。</p> <p>投资咨询号：Z0001463 电话：029-87406631 邮箱：zhoumeili@westfutu.com</p>
	<p>李国 西部期货投资研究部有色金属团队铜研究员、农产品团队油脂研究员，现任西部期货有限公司投资研究部副总经理。侧重从国内外宏观环境出发，结合期货品种自身基本面把握市场走势。2015 年获大商所油脂品种“优秀分析师”荣誉称号、参与协助投研部获大商所“最具潜力投研团队”荣誉称号。2017 年参与协助投研团队获大商所“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”等荣誉称号。2018 年获评为郑商所菜系品种高级分析师。</p> <p>投资咨询号：Z0001465 电话：029-87406631 邮箱：liguo@westfutu.com</p>
	<p>谢栩 西部期货投资研究部首席研究员，中国金融期货交易所股指期货讲师，上海期货交易所期权讲师，国家中级经济师，同时担任公司内部讲师，培训经验丰富。对黑色金属现货产业链有充分了解。深入产业链，帮助企业客户制定投资套保方案，助力现货企业稳定生产经营。2017 年参与协助投研团队获大商所“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”等荣誉称号。</p> <p>投资咨询号：Z0002095 电话：029-87406631 邮箱：xiexu@westfutu.com</p>
	<p>温雄 西北大学金融硕士，CIIA，现为西部期货有限公司投资研究部期权研究员。第一届“中金所杯”一等奖、第二届“中金所杯”二等奖，大商所豆粕期权讲师。2017 年参与协助投研团队获大商所“优秀期货投研团队”、“优秀期权投研团队”等荣誉称号，尤其期权策略帮助团队获得全国期权组比赛第九名</p> <p>投资咨询号：Z0012949 电话：029-87406631 邮箱：wenxiong@westfutu.com</p>

	<p>齐祥会 西北大学金融学硕士研究生（优毕），FRM，CFA Level1，现为西部期货有限公司投资研究部股指研究员，第五届、第六届“中金所杯”二等奖，研究生期间曾先后6次获得省级及全国金融建模和模拟交易大赛奖项。宏观及金融基础扎实，具有一定的python金融数据分析能力，目前侧重于贝塔及阿尔法等相 关策略研发（个人公众号：期指圈江湖事）。</p> <p>电话：029-87406631 邮箱：qixianghui@westfutu.com</p>
	<p>李鹏超 西北大学金融硕士，现为西部期货有限公司投资研究部黑色团队焦煤研究员，第五届“中金所杯”二等奖、第六届“中金所杯”二等奖。对煤炭产业链认识深刻，善于从产业链的角度把握焦煤价格趋势变动。</p> <p>电话：029-87406631 邮箱：lipengchao@westfutu.com</p>
	<p>王昭璐 英国莱斯特大学精算专业硕士研究生，现为西部期货有限公司黑色系研究员，主要负责品种为动力煤，注重商品基本面研究，把握市场动向。</p> <p>投资咨询号：Z0001465 电话：029-87406631 邮箱：wangzhaolu@westfutu.com</p>
<p>免责声明</p>	<p>本报告中的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价。本报告由西部期货有限公司提供，我公司具有投资咨询业务资格，本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。</p>