

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：

东北产区春季播种有序展开，受政府提高大豆种植补贴影响，农民种植大豆积极性明显提高。据了解，多地租地成本明显下降。国家统计局预计全国大豆意向种植面积增加 16.4%，其中吉林、黑龙江、辽宁和内蒙古增幅分别为 37.0%、28.4%、14.2%和 14.1%。2019 年国家农业农村部将继续实施增加大豆和油料作物的生产指导，黑龙江省 2019 年大豆种植补贴将较玉米高出 200 元/亩以上，大豆生产者补贴每亩不超过 270 元，具体补贴标准由省里统筹确定。吉林省提高 2019 年大豆生产者补贴标准较上年提高 41 元/亩至 265 元/亩。

中美贸易战可能升级引发市场对未来国内豆粕供应趋紧的担忧，油厂挺价以及贸易商囤货意愿提高，市场购销好转。中美贸易关系紧张，巴西大豆贴水报价走高带动进口成本价提升。6 月船期巴西大豆贴水报价为 150 美分，折算豆粕理论成本约为 2590 元/吨。巴西大豆贴水报价上涨抵消了大部分美豆下跌对中国进口大豆成本的影响，并导致国内豆粕市场与美豆走势明显分化。美方一旦对中国进口商品提高关税，中方必然采取反制措施，中方很可能取消尚未发运的 700 万吨美豆，并使美豆恢复对华出口变得遥遥无期。虽然可能会造成中国大豆市场阶段性供应不足，但由于中国对美豆的依赖性下降、南美大豆供给充足以及国内二三季度豆粕需求萎缩等因素影响，国内豆粕市场出现非理性暴涨的可能性不大。预计今日国内粕类期货市场延续震荡走势，建议投资者保持震荡思路，密切关注中美贸易谈判结果及中美双方采取的贸易措施。

即使真的打起贸易战，豆粕市场今年与去年的基本面也大不相同。去年豆粕 4 月初最高达到 3400，盛极而衰，这一点位还是站在当时南美阿根廷大豆产量减产的基础上。作为对比，去年阿根廷的产量是 3750 万吨，截止上月的 USDA 报告公布的阿根廷产量预估是 5500 万吨。目前至未来几个月，国内进口大豆都该是以南美大豆为主的时间窗口。今年南美大豆同比增产约 1500-2000 万，供应情况明显好于去年。这一既定事实现状下，意味着当前受消息刺激的连粕上涨可攀登高峰将相当有限。没有了想象空间想不理性都难，毕竟支持上涨的又是一个反反复复的消息，犹如飘忽不定的浮萍。

基本面来看，豆粕市场受贸易战消息不确定性影响震荡加剧，短期虽然反弹，但长期确有不稳定性。国际市场上大豆供应压力仍然很大，豆粕市场难以走出单边上涨趋势，建议采取高抛低吸的短线操作或观望为好。

期权策略：暂时观望。

油脂

美国总统特朗普指责中国违背早些时候会谈中作出的承诺，并表示将于美国东部时间上午 12:01(格林尼治标准时间 4 点 01 分)对中国产品征收新关税。中国威胁要进行报复。中美贸易关系再度升级，将对商品市场构成利空影响。

马来西亚棕榈油产量可能增加，也对价格不利。马来西亚棕榈油协会发布的数据显示，4月份棕榈油产量环比增加2.3%。马来西亚棕榈油局将于周五发布马来西亚4月份棕榈油产量、出口和库存数据。一份调查显示，分析师们预计4月份马来西亚棕榈油产量将减少到164万吨，比3月份减少1.9%。4月底库存也将减少到277万吨，环比减少5%。上周(4月29日)知名行业分析师Dorab Mistry发布的预测数据利空。Mistry预计2019年马来西亚棕榈油产量将会提高到2,000万吨，高于早先预期的1,950万吨。他预期在4月份到6月份期间马来西亚棕榈油库存下滑，但是之后将会再次增长。从棕榈油出口情况看，AmSpec Agri的数据显示，4月1-30日马来西亚棕榈油出口量为1,576,442吨，环比提高2%；ITS的数据显示，4月份马来西亚棕榈油出口量为1,576,442吨，和上月持平；SGS的数据显示，4月份棕榈油出口量为1,584,660吨，比上月提高0.5%。

马来西亚棕榈油局(MPOB)发布的数据显示，马来西亚3月底棕榈油库存为292万吨，比上月减少4.6%，这也自2018年10月份以来首次低于300万吨。3月份棕榈油出口为162万吨，环比增加22.4%。3月份棕榈油产量为167万吨，环比增加8.3%。

马来西亚棕榈油出口不振，棕榈油库存高企，也对价格利空。船运调查机构将于周四发面马来西亚4月份前25天棕榈油出口数据。船运调查公司AmSpec Agri马来西亚公司周初称，2019年4月1-20日期间马来西亚棕榈油出口量为892,477吨，比3月份同期减少1.8%。船运调查机构ITS(Intertek Testing Services)发布的数据显示，2019年4月1-20日期间马来西亚棕榈油出口量为900,940吨，比3月份同期的881,924吨增加5.1%。

当前国内油脂市场购销放缓，供应宽松，贸易战短期对油脂市场有一定影响，但最终油脂市场还是要回归基本面。油脂市场前期大幅下跌，对利空基本面有一定程度的消化。最近受贸易战不确定性影响估计进入震荡阶段。操作上避免追涨杀跌，下探时逢低短线做多，设好止损。

场外期权策略：卖出虚值看跌期权或观望。

棉花

5月9日郑棉生成仓单19912(+174)张，有效预报2056张，合计折合棉花87.9万吨。棉花现货价格指数CC index3128B价格15599(-9)。5月9日储备棉轮出销售资源11404吨，实际成交11404吨，成交率100%。平均成交价格14634元/吨，较前一交易日上涨78元/吨；折3128价格15896元/吨，较前一交易日下跌127元/吨。其中：新疆棉成交均价14785元/吨，新疆棉折3128价格16003元/吨，新疆棉加价幅度1123元/吨；地产棉成交均价14443元/吨，地产棉折3128价格15762元/吨，地产棉加价幅度882元/吨。5月5日至5月9日，储备棉轮出累计成交5.25万吨，成交率100%。储备棉轮出以来成交情况好，企业竞拍热情仍然很高，加价比较积极，对市场形成支撑。近期期货价格大跌，市场上棉花基差点价成交活跃，一口价销售企业很被动。新疆棉报价近期略有降低，北疆监管库“双29”机采棉(杂质2.4%-3%)公重报价15700-15800元/吨。近期市场的宏观系统性风险非常大，谈判进入关键时期，市场对各种消息高度敏感，恐慌情绪较高，短期内宏观情绪将主导市场。继续关注双方对于谈判的最新状况以及全球股市大宗商品市场走势。

国际市场

澳大利亚，上周降雨之后，本周澳大利亚新南威尔士州南部的棉花收获恢复进行，目前已经完成过半，南部地区棉农正加紧在下一轮降雨之前完成更多的收获，该州北部和昆士兰州天气晴好，大部分收获已经结束。据当地权威机构介绍，新南威尔士州南部的棉花平均单产在10-12包/公顷，最高13-14包/公顷。大约80%的棉农种植了全部的棉田，其他地区则花了大价钱来完成灌溉。

印度，5月8日消息，农田缺水、棉花主产区西南季风降雨不足，再加之虫害频发，印度2018/19年度棉花产量预计将下滑超过5%。2020财年印度棉纱纺织厂的运营利润料萎缩100-150个基点，主要由于棉花产量下滑，棉花价格上涨，以及需求不温不火。这将扭转上一财年的复苏形势。受棉花减产影响，到2018/19年度印度棉花期末库存将降至两年低位，提振本财年国内棉花价格涨至每公斤128-140卢比，较上财年上涨了7-8%。

国内市场

目前，新疆棉花出苗情况较好，全部进入苗期。棉花苗期对水肥需求不多，但需要较高的温度和充足光照。适宜棉苗生长的温度为20-25摄氏度，低于17摄氏度的情况下会严重影响棉苗生长。进入5月份以来，新疆连续出现小雨天气，最高气温在17-20摄氏度，最低气温在10摄氏度左右。据当地棉农介绍说：“在棉花出苗期间，低温阴雨天气影响棉苗的发育生长，如管理不慎，容易导致出现弱苗、病苗、断头苗和死苗，从而影响到棉花保全苗、育壮苗、促早发。”

近日棉花价格不断下跌，市场短期仍然处于弱势，中期之内受抛储影响市场仍然难以走出震荡区间，操作上暂时观望。

期权策略：观望。

白糖

广西四月单月销糖下降。截止4月30日，广西全区共入榨甘蔗5466万吨，同比增加383万吨；产混合糖634万吨，同比增加31.5万吨；产糖率11.59%，同比下降0.26个百分点；累计销糖317万吨，同比增加48万吨；产销率49.98%，同比提高5.33个百分点。其中4月份单月销糖43万吨，同比减少6万吨。

云南省2018/2019榨季生至4月30日已有停榨糖厂40家（去年同期停榨糖厂35家），共入榨甘蔗1570.84万吨（去年同期入榨甘蔗1543.56万吨），产糖200.21万吨（去年同期产糖197.20万吨），产糖率12.75%（去年同期产糖率12.78%）。截至4月30日止，云南累计销糖89.97万吨（去年同期销糖69.65万吨），4月份单月销售30.48万吨（去年同期销售18.58万吨）。产销率44.94%（去年同期产销率35.32%）。

目前，产业仍偏悲观。我们认为，郑糖近期的拉升，是对前期过度下跌的修复，后期预计产销情况仍要偏快，后期要关注进口及政策的变动，在政策未有太大偏离的情况下，郑糖后期预计难有深调。外盘方面，原糖或已见底，中期仍处于低位震荡偏强态势，目前配额外进口利润已经打开，持续近半年的内外倒挂情况结束；巴西方面，新榨季开始，产糖量预计有所增加；印度生产进度较快，产量或高于预期，但要关注印度出口情况；泰国产糖量同比仍增。

广西糖业市场化改革发出明确信号。4月15日，广西壮族自治区发改委发布通知：从2019/2020年榨季起，自治区糖料蔗收购价退出政府指导价格管理，实行市场调节价。至此，国内桂滇粤琼四大甘蔗主产区的甘蔗收购全部回归市场化。这一举措将导致国内白糖市场未来波动空间比原先大幅增加。

国际食糖业组织（ISO）认为，2019/2020榨季全球食糖供给宽松将转入供应偏紧状态，供需缺口预计为200万吨左右。同时，ISO将2018/2019全球食糖供给过剩量下调至217万吨。多机构预估的2019/2020年度全球食糖供需缺口的数量不同，但是存在缺口确是共识，这就奠定了未来糖价将从熊市转向牛市。全球食糖产量主要集中在印度、巴西、欧盟、泰国和中国，这五个国家的产量总和占全球食糖产量的60%。在历史上，巴西一直为全球第一大食糖主产国，不过在2018/2019年度，巴西产量大幅下降，创12年来新低，而印度产量增加，使得印度产量首次超过巴西，成为全球第一大主产国。印度食糖2019/2020年度

产量减少。从 2010/2011 年度以来，除了 2016/2017 年度由于厄尔尼诺导致印度食糖产量减少之外，印度食糖产量均高于消费量。2018/2019 年度印度食糖产量为 3587 万吨，比上年度的 3411 万吨增加 5.16%，食糖消费量为 2750 万吨，比上年度的 2650 万吨增加 3.77%。产量增加 176 万吨而消费增加 100 万吨。

近期美国原糖下跌。但从美国原糖长期周线图上仍然处于横盘震荡的第二浪调整之中可能性较大。由于食糖市场国际国内矛盾都不是很大，市场仍然需要较长时间的震荡等待基本面的矛盾积累。操作上不建议追涨杀跌，等待回调之后企稳做多机会。

期权策略：回调企稳之后买入远月看涨期权

螺纹钢

据我的钢铁网统计，截至 5 月 7 日，螺纹钢社会库存 632.72 万吨，环比下降 17.7 万吨，钢厂库存 213.59 万吨，环比下降 1.09 万吨；线材社会库存 149.93 万吨，环比下降 11.42 万吨，钢厂库存 62.33 万吨，环比上升 0.2 万吨；热轧卷板社会库存 212.72 万吨，环比上升 1.81 万吨，钢厂库存 90.32 万吨，环比下降 3.77 万吨；冷轧卷板社会库存 116.46 万吨，环比下降 1.79 万吨，钢厂库存 30.22 万吨，环比下降 0.21 万吨；中板社会库存 101.92 万吨，环比上升 0.09 万吨，钢厂库存 69.82 万吨，环比下降 0.12 万吨。

据统计，5 月 9 日，螺纹钢产量 375.72 万吨，环比上升 7.56 万吨；线材产量 159.12 万吨，环比上升 5.87 万吨；热轧卷板产量 337.29 万吨，环比下降 0.99 万吨；冷轧卷板产量 80.96 万吨，环比下降 1.18 万吨；中板产量 126.63 万吨，环比下降 3.86 万吨。钢联口径统计，本周钢材社会库存和钢厂库存整体下降，在劳动节假期结束后，终端需求有所回归，带动螺纹总库存降幅略有扩大，但仍大幅低于农历同期。供应端方面，五大品种产量继续增加 7.41 万吨，供应保持较高增速。特别是注意到板材产量降幅微弱，我们初步调研了解，唐山 5 月限产执行情况一般，两者相互吻合。未来产量在利润刺激下仍有上行压力，叠加表观需求将季节性回落，价格仍面临一次调整的压力。

本周建材现货市场价格整体先强后弱。节后归来受节间上涨带动，部分城市补涨为主，但需求释放有限，成交难有跟进，加之受贸易摩擦影响期螺走势欠佳，现货心态低迷，成本端亦支撑弱化，商家多逢低走货为主，市场利好难以持续，周后期市价回落。后市来看，一方面，高温雨季来临，需求跟进不足，且产量方面有所增加；另一方面，敏感地区唐山市场 5 月份实施空气管控措施，高炉厂家检修增多，原料等方面存支撑，市场深跌意愿不强。综合考虑，市场多空因素并存，市场短期继续震荡可能性较大。

目前 5 月合约逐渐走向交割行情，主力合约转换为 10 月合约。对于 10 月合约未来变数还是比较大。综合各方面因素考虑，近期期螺基本完全受制于消息面变动，若中美谈判和解，则下周期螺止跌反弹概率较大，但若谈判破裂，期螺短期或延续震荡偏弱态势。在夏季钢材的消费淡季，钢价有一定的调整应该是大概率事件，但考虑到今年钢材消费很好，钢厂库存不高背景下，挺价意愿仍然较坚决，因此 10 月合约目前的价格已经比现货价格低了 400 元左右，而且 9、10 月份又是需求旺季，而且去年以来几个主力合约相继在高位摘牌，所以如果未来库存不能大幅积累则未来 10 月合约仍然有高位摘牌的较大可能。短期 10 月合约可能仍然处在区间震荡行情，3600-3900 之间震荡可能性较大，操作上在区间内逢低做多为主。

外期权策略：观望

铜

2019 年 4 月社会融资规模存量统计数据报告。初步统计，4 月末社会融资规模存量为 209.68 万亿元，

同比增长 10.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 141.85 万亿元，同比增长 13.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.15 万亿元，同比下降 13.3%；委托贷款余额为 12.03 万亿元，同比下降 10.9%；信托贷款余额为 7.89 万亿元，同比下降 7.7%；未贴现的银行承兑汇票余额 3.97 万亿元，同比下降 15.6%；企业债券余额为 21.12 万亿元，同比增长 10.5%；地方政府专项债券余额为 7.97 万亿元，同比增长 41.4%；非金融企业境内股票余额为 7.09 万亿元，同比增长 3.8%。

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.7%，同比高 1.9 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 1%，同比低 0.3 个百分点；委托贷款余额占比 5.7%，同比低 1.4 个百分点；信托贷款余额占比 3.8%，同比低 0.7 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.9%，同比低 0.6 个百分点；企业债券余额占比 10.1%，与上年同期持平；地方政府专项债券余额占比 3.8%，同比高 0.8 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.4%，同比低 0.2 个百分点。

4 月末社融规模比 3 月份仅仅增加 1.27 万亿，相比上月份增幅大幅下降。比预期也低较多。说明宽松的货币发放不可持续。

汉象 10 日讯：【商务部新闻发言人就美方正式实施加征关税发表谈话】美方已将 2000 亿美元中国输美商品的关税从 10%上调至 25%，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。第十一轮中美经贸高级

总体来看，目前铜市场受贸易战谈判不确定性影响近期下跌，但供给端增量较少及供给干扰和低库存的利多因素有一定支撑，但未来长期决定铜市场的主要还是需求因素。前期美国国会两党达成开启基建的一致共识，长期看铜需求仍然不会太悲观。估计铜市场还是在区间震荡之中，目前区间为 46000-51000。近期接近区间下部区域。尽管贸易战仍然具有不确定性，但铜下方空间应该有限。操作上前期已经建议有库存企业需要做好卖空套期保值，目前可以空单逢低平仓。需要建立战略储备或者投机客户新单可以在下探时分批做多，46000-47500 的区间之中分 3 批建仓。贸易战一旦达成协议之后铜市场可能有较大反弹。

期权策略：逢低做多看涨期权。

橡胶

近来沪胶表现强劲，刺激沪胶冲高的重要题材是关于近来海关查验进口混合胶的传闻。混合胶是天然橡胶与部分合成橡胶的混合物，比如国内市场常把含有 97.5%天然橡胶和 2.5%丁苯橡胶的混合胶作为天然橡胶的替代品，主要原因是混合胶的进口关税较低（最惠国 7.5%，带产地证为零关税），天然橡胶则要按照 1500/吨或 20%（两者从低）的规定征收关税。在 2015 年调整复合胶国家标准之前，复合胶因享受进口零关税而具有明显的优势，但在将复合胶标准由天然橡胶含量不超过 97%~99% 改为不应大于 88%之后，复合胶的吸引力大大降低，混合胶则逐渐受到市场青睐。2015 年下半年起，混合胶进口量大增，逐渐替代了原复合胶的地位。

今年四月底，市场上流传海关发布对于 4002.8000 项下“混合胶”归类认定的通知，“通知指出：‘实质性混合’是指天然橡胶与合成橡胶按一定比例的均匀混合，所得产品的任意剖面均可通过红外光谱法等常规检测方法检出合成橡胶（合成聚异戊二烯除外），仅在天然橡胶表明含有少量合成橡胶的产品，应按天然橡胶归入税目 40.01 项下”。这样，部分以“混合胶”为名进口的准天然橡胶将面临征收 1500/吨或 20%（两者从低）的关税，从而大大增加进口成本。同时，在海关严格查验的背景下进口橡胶通关进度也将放缓，可能造成阶段性供应偏紧的情况。

以认定标准调整为由对胶价的投机行为曾多次出现。比如 2015 年 4、5 月实施修改后的复合胶标准导致复合胶进口量大减，沪胶价格 12200 元左右上涨到 15200 元；2016 年 7 月传闻海关严查天胶冒充混合胶

进口，沪胶由 10100 元反弹至 12200 元。但是，这种阶段性的题材炒作难以持久，除非橡胶供需面出现实质性的变化。目前的情况是，严查混合胶对胶价会有利多刺激，但新胶上市量逐渐增加，而下游需求暂时没有起色。5、6 月份东南亚地区割胶旺季来临，国内汽车月度产量一般在此阶段逐渐萎缩，直到 7、8 月份才能到达年内底部。这样看，除非产区出现严重灾害性天气或是国内出台新的汽车消费刺激政策，否则上半年剩余时间内国内橡胶供需形势难有实质改变。此外，近期应密切关注中美贸易谈判的进展，若有实际成果则有可能推动沪胶延续反弹行情。

橡胶市场近期偏强震荡，从技术上看国内橡胶虽然弱于日本橡胶和新加坡橡胶，但三者都表现出一定的低位支撑，而且国外橡胶已经出现较大的涨幅。国内和日本橡胶及新加坡盘都表现出一定的共振，技术上似乎表现出一定的反转征兆。国内库存压力犹存，而下一年度天然橡胶市场仍然是供应充足。所以未来仍然需要底部反复震荡磨底之后才能有更大的上升动力。目前橡胶期货处于底部震荡过程之中，操作上每次下探企稳之后都是逢低做多的机会。

期权策略：买入 9 月合约看涨期权。

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