

## 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：

豆粕市场仍然处于天气市炒作之中，美国农业区仍有降雨导致大豆种植进一步推迟且产量前景或低于预期。美国陈豆库存充足，南美大豆丰产，仍将制约美豆上涨空间，还可能频繁波动。总体来说，利多因素主导，短线美豆或继续偏强震荡运行。中美即将重启谈判，贸易关系有望改善，给国内粕价增添利空气氛。第三季度大豆到港庞大，而猪瘟疫情难以完全防疫，本周仍在蔓延，影响生猪存栏，下游采购谨慎，近期豆粕成交清淡，叠加南方降雨影响豆粕提货速度，使得油厂豆粕库存连续几周趋增，利空豆粕市场，美豆天气市也还未结束，天气炒作随时可能再现，此外，中美元首会晤只是重启谈判，谈判结果仍有不确定性，中美达成一致前，多空双方都将比较谨慎，波动幅度不会太大。

当前，美豆正常播种窗口已关闭（保险最终播种期），正在进入25天晚播期，虽然种植方面的轻微延迟通常不会对产量产生巨大影响，然而，前所未有的全面种植延迟，如果叠加可能会出现早霜风险，则会导致产量的严重损失，这一点尚待确定；短期市场关注6月末美国农业部面积报告和季度库存，较之于已经确定牛市的美玉米而言，美豆仍然具有更多的不确定性，由于晚播收益可能高于弃耕，所以玉米转种大豆以及努力完成大豆播种的可能性，会使得最终美豆面积损失低于预期；后续作物长势及价格波动，在庞大库存亟待消化的背景下，将进一步取决于夏秋季天气形势。

USDA将在本周五（6月29日）公布截至6月1日的库存数据及面积报告，市场仍在讨论周五的报告可信度不高，有评论称产区东部农民大豆播种将持续至7月第一周。而根据路透调研显示美豆面积的平均预估为8435.5万英亩，较3月意向面积偏低26.2万英亩。对于农民而言，只要价格合适、补贴到位、单产损失可控，能如期收获的情况下，农民还是会选择收益最大的方案，毕竟封顶25%的晚播单产保险还是能抵消一部分产量和收益损失。

天气预报显示，未来10天美国大部分农业区将出现更加干燥，温暖的天气，此前异常潮湿和凉爽的春季推迟了种植。

因中美贸易战后续的不确定性以及豆油市场的弱势，厂家已然将重心放在豆粕上。目前豆粕价格高位，下游操作谨慎，基本面来看，豆粕市场中短期重心已经转移到今年北半球的产量天气炒作上来。国际上长期供应压力仍然较大，但短期美豆种植区的天气及产量预估成为主要题材。7、8月份是天气炒作的关键时期，在今年全球大豆供应压力仍然较大情况下该阶段价格震荡可能性较大，近期估计高位震荡，市场高位追高风险增大。操作上建议短线操作，长线交易等待天气炒作到一定阶段之后逢高抛空为好。

期权策略：暂时观望。

### 油脂

中美谈判重启带来利空，加上国储大豆及菜油持续拍卖，下周将拍28万吨国储大豆，第三季度大豆到港量也庞大，月均到港量或高达950万吨以上，未来油厂开机率将升至较高水平，豆油库存增势不改。与

此同时，因近期进口利润可观，进口商入市积极性提升，油脂市场供应十分充裕，基本面偏弱仍施压油脂行情。不过目前美豆仍处于“天气市”，总体仍将偏强运行，且贸易谈判能否达成协议尚有不稳定性，豆油绝对价格也处于多年低位区，加上，美国与伊朗关系紧张，中东紧张局势提振本周原油大涨，也限制了油脂期价下滑空间，短线豆油现货继续下跌空间预计也不大。

船运调查公司 AmSpec Agri 马来西亚公司称，2019 年 6 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,173,814 吨，比 5 月份同期减少 14%。船运调查机构 ITS(Intertek Testing Services)发布的数据显示，2019 年 6 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油出口量为 1,148,673 吨，比 5 月份同期的 1,397,359 吨减少 17.8%。

汉堡 6 月 12 日消息：据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，2019/20 年度全球大豆产量可能减少，主要原因是美国大豆减产。目前供需形势仍有许多不确定因素。油世界预计 2019/20 年度全球大豆产量为 3.558 亿吨，比本年度创纪录的水平低 500 万吨，因为美国大豆产量预计下滑。2019/20 年度全球其他 9 种油籽产量预计增加约 200 万吨，其中棉籽产量增幅最大。油世界还预计花生、棕榈仁、亚麻籽、红花籽和蓖麻籽产量增加。全球油菜籽产量可能连续第二年减少。

汉堡 6 月 12 日消息：据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，2019 年 4 月份加拿大油菜籽出口量为 53.5 万吨，比上年同期的 92.7 万吨减少 42%，创下 14 个月来的最低水平。油世界称，4 月份加拿大油菜籽出口下滑的主要原因是加拿大中断对中国的出口。不过 3 月份加拿大曾向中国供应了 19 万吨油菜籽。

4 月份加拿大对墨西哥的油菜籽出口同样减少，为 6.4 万吨，同比减少 48%。对阿拉伯联合酋长国的出口减少到 3.9 万吨，同比减少 34%；对美国的出口为 6.4 万吨，同比减少 6%，对日本的出口量为 16.3 万吨，同比减少 0.6%。与此同时，4 月份加拿大对巴基斯坦的油菜籽出口量增至 16.2 万吨，同比增加 2.5 倍。对欧盟的出口量为 4 万吨，上年同期为零。整体来看，2019 年前四个月加拿大油菜籽出口量为 240 万吨，同比减少 100 万吨。

因为多雨天气对美豆播种影响比较大，“天气市”比往年提前启动，国内油脂期货市场受美豆和豆粕影响近日大幅震荡，美国大豆主产区气候和贸易战谈判都具有不确定性，而且最终油脂市场还是要回归基本面。棕榈油增产周期、全球大豆供应充裕导致油脂市场长期仍然压力较大。但美豆天气炒作期间估计还是震荡可能性较大，操作上避免追涨杀跌，反弹逢高抛空油脂为宜。

场外期权策略：反弹时候卖出看涨期权。

## 棉花

6 月 27 日郑棉生成仓单 16619 (-46) 张，有效预报 1227 张，合计折合棉花 71.4 万吨。棉花现货价格指数 CC index3128B 价格 1418859 (+29)。6 月 27 日储备棉轮出销售资源 10980 吨，实际成交 10844 吨，成交率 98.76%，平均成交价格 13069 元/吨，新疆棉成交均价 13217 元/吨，地产棉成交均价 12835 元/吨。5 月 5 日至 6 月 27 日，储备棉轮出累计成交 34.33 万吨，成交率 85.05%。

据中国棉花协会物流分会对全国 18 个省市的 186 家仓储会员单位库存调查，5 月底全国商品棉周转库存总量约 352.81 万吨，较去年同期增加 97.46 万吨，其中新疆库有棉花 247.02 万吨，同比增加 90.53 万吨。2019 年 5 月我国进口棉花 18 万吨，同比增加 38.5%，2019 年 1-5 月我国累计进口棉花 102 万吨，同比增加 74.7%。虽然近期棉花价格上涨，棉花现货成交也开始活跃，但是下游市场情绪仍是比较悲观，行业缺乏信心。棉花上游供应充足，下游消费相对差是不争的事实，因此从供需层面上看，郑棉是比较利空的。但是当前棉花消化库存的阶段，储备棉最近成交率也维持高位，纺织企业近期也有补库，涤纶短纤价格也大幅回升，粘胶短纤价格有企稳回升迹象，下游似乎有好转的迹象，多空双方分歧较大。目前中美贸易方面的态度是影响近期走势的主要因素，近两天市场各种消息炒作较多，对于贸易谈判我们

仍需保持谨慎态度，随时关注可能出现的变化。

国际市场，据印度媒体报道，由于今年季风雨延迟，政府鼓励种植油料作物，印度棉农准备改种花生等其他收益好的作物，今年古吉拉特邦的植棉面积预计减少 10-15%。由于降雨迟迟不来，古邦主产区的新棉播种始终没有加快进度。过去五年，古吉拉特邦的平均植棉面积为 3900 万亩。本年度，古吉拉特邦降雨一直匮乏，6 月 1 日以来的降雨量只有 40 毫米，比长期均值 66.6 毫米减少 40%。由于花生生产成本低、收获后的残余物可以当饲料增加收入，因此花生便成了更合适的选择。据悉，政府对油料作物的支持、饲料价格上涨和干旱使花生对棉农的吸引力更大。据统计，古吉拉特邦棉农购买了 300-350 万包棉籽，去年为 450-500 万包。5 月份的时候，古吉拉特邦的棉籽需求预计为 700-720 万包。马哈拉什特拉邦和其他南部产棉区的季风雨能否弥补古吉拉特邦面积的减少还需要观察。

巴西，再过一个月，巴西马托格罗索州的新棉收获即将全面展开（比正常晚了大约 2-3 周），单产预计低于去年，播种延迟和面积扩大带来的问题是收获末期将进入雨季，新棉质量问题引人担忧，水分高将给机采棉的收获带来很大压力，而且轧花厂的加工能力也不足。虽然巴西棉丰产，但收获和加工没有能跟上。由于目前玉米价格更好，因此下年度的植棉面积可能会减少。

国内市场，据奎屯、乌鲁木齐及阿克苏等地棉花监管库反映，6 月下旬以来皮棉汽运出库低迷 3/7 轻工事业部棉系研发报告不振，尤其南疆手摘棉及机采棉仍未止住下滑的势头。出疆棉以中高品质北疆机采棉、郑棉仓单为主，重点流向是河南、山东、江苏及湖北等地。南疆部分棉企表示，虽然 6 月份以来棉花出疆公路运费持续下滑（阿克苏至南阳、郑州等地运费带票 650-680 元/吨，较 2、3 月份高点时下降超过 100 元/吨），但 6、7 月份打算汽运出疆的棉花加工企业、棉花贸易商仍比较少。内地库新疆棉销售处于半停滞状态，棉企 6 月份以后资金压力逐渐上升，内地库装卸、仓储、保险等收费高于新疆。近两日受郑棉振荡回调的影响，皮棉基差销售报价随之有 100-200 元/吨的下滑，除现货询价、成交没有多少起色外，“点价”仓单的流出较前几周景气度明显减弱。6 月 24-25 日，贸易商“双 29”（21 级手摘棉）内地库公重报价 14750-14850 元/吨，“双 28”北疆机采棉公重报价 14350-14450 元/吨，3128/3129 级（断裂比强度 26.5-27.5cN/tex）机采棉公重报价 13900-14100 元/吨。贸易商试图调高基差，减缓现货跟随郑期的脚步，从而获得比交割更高收益。

棉花价格大幅下跌之后出现反弹行情，近期的反弹仅仅是跌幅巨大之后的短期反弹。长期从基本面上看市场价格仍然未有止跌企稳迹象，除非中美贸易谈判取得很好的进展，否则棉花市场仍然缺乏向上动能。如果 G20 峰会上中美贸易谈判没有进展那么美国势必启动另外 3000 亿美元商品的增加关税的措施，届时棉花受影响仍然巨大。总之，近期影响棉花的主要因素是贸易谈判，而 G20 期间是谈判未来进展的关键时点，密切关注近日的谈判情况。操作上等谈判结果再定。

期权策略：观望

### 白糖

2018/19 年制糖期全国制糖生产已全部结束。截至 2019 年 5 月底，本制糖期全国共生产食糖 1076.04 万吨（上制糖期同期产糖 1030.63 万吨），比上制糖期同期多产糖 45.41 万吨，其中，产甘蔗糖 944.5 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 915.66 万吨）；产甜菜糖 131.54 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 114.97 万吨）。截至 2019 年 5 月底，本制糖期全国累计销售食糖 666.77 万吨（上制糖期同期 574.67 万吨），累计销糖率 61.97%（上制糖期同期 55.76%），其中，销售甘蔗糖 565.35 万吨（上制糖期同期 480.52 万吨），销糖率 59.86%（上制糖期同期 52.48%），销售甜菜糖 101.42 万吨（上制糖期同期 94.15 万吨），销糖率 77.1%（上制糖期同期 81.89%）。

巴西单方面宣布 2020 年 5 月前中国将取消特别保障关税将大幅降低进口糖的成本；

) 巴西中南部 6 月上半月糖产量同比继续下降。根据 Unica 数据显示, 巴西中南部 6 月上半月压榨了 4237 万吨甘蔗, 同比下降 0.36%, 产糖 186 万吨, 同比下降 6.09%。乙醇产量为 21.08 亿升, 同比减少 2.28%。6 月上半月制糖比为 35.84%, 低于去年同期的 36.44%。截至 6 月上旬, 巴西中南部累计产糖 671 万吨, 同比下降 10.4%; 乙醇产量 82.9 亿升, 同比下降 5.27%。

广西主产区现货报价小幅下调。27 日, 广西南宁中间商仓库报价 5190-5340 元/吨, 柳州站台报价 5240-5260 元/吨, 仓库报价 5240-5260/吨。贵港仓库报价 5260 元/吨。5 月产销数据表现仍偏快, 糖厂库存低于去年同期。南方甘蔗压榨结束, 后期处于去库存阶段。近期, 宏观及政策不确定性大, 给郑糖带来干扰, 如进口政策放松预期, 打压郑糖; 广西甘蔗市场化, 使得市场不确定性加大。配额外关税下调, 预计后期食糖进口量加大。我们认为, 后期预计产销情况仍要偏快, 近月受整体供需及成本影响, 下方空间有限, 远月受关税下调影响, 难有大涨, 近多远空格局持续。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转负; 巴西方面, 近期产糖量有所增加, 同比仍下降; 印度要关注出口情况; 泰国产糖量同比小降。从大周期来看, 郑糖虽处于熊市后期, 但熊市仍未走完。

截至本周, 印度雨季降水量较正常水平低 24%, 本榨季低于均值的降水量对甘蔗单产构成威胁, 但印度食糖库存仍较充裕, 继续打压糖价。西南季风一般在 6 月登陆印度南部, 9 月底退出印度。西南季风会是印度降水的主要来源, 因而季风降雨对印度农作物生长影响重大。甘蔗是一种水资源密集型作物, 印度季风降雨是否充沛对第二年甘蔗产量的影响非常大。然而, 甘蔗在印度主要用来制糖, 因而印度食糖产量也直接受到了季风降雨的影响。今年西南季风推迟一周登陆了印度南部, 至今推进仍不顺利, 正常在 6 月 15 日附近季风已北移至西北部的古吉拉特邦, 但今年截止 19 日仅到达了卡纳塔克邦南部, 随后便拐入了孟加拉湾。截止 20 日, 印度多个邦仍然非常缺水, 如重要产糖地区马邦和卡邦 6 月降雨量分别比长期均值低 63%、32.2%。去年季风降雨低于正常 (为长期均值的 91%) 加上过去一个多月降雨显著偏少已导致马邦和卡邦出现甘蔗干枯。印度西部糖厂协会最新调查显示马邦下榨季产量预估为 640 万吨, 而卡邦产量预估最近也遭到下调。因而, 目前印度天气正朝着有利于国际糖价的方向发展。印度天气是影响产糖的一个非常重要的非人为因素, 其它人为因素对产糖的影响也非常大, 如甘蔗收购价格政策、食糖出口政策等。本月第二周印度糖厂协会 (ISMA) 和政府见面商讨了如何解决库存持续过剩以及未来如何避免出现过剩, 会上 ISMA 强调了 7 月前出台下榨季食糖出口政策的必要性, 并建议统一全国甘蔗定价政策。因而未来除了继续关注印度季风推进情况, 投资者还需密切关注印度食糖相关政策的变动。

最近美国 CBOT 玉米价格飙升, 差不多在 1 个月内上涨了 35%。由于美国 90% 以上的乙醇供应来自玉米, 乙醇价格也跟随玉米上涨超过 28%, 导致向巴西出口乙醇的套利空间关闭。去年巴西进口乙醇 17.54 亿升, 其中巴西北部-东北部占 13.08 亿升, 进口主要源自美国。因而, 如果未来美国出口巴西乙醇减少, 这部分供应必然需要通过扩大巴西自身的乙醇生产来补充。由此市场预期, 巴西中南部可能进一步最大化制醇比。对此, 国际机构 Kingsman 认为美国玉米和乙醇价格上涨, 中期可能会支撑糖价, 但对于制糖比可能不会有即刻影响, 因糖厂已最大化乙醇生产。另外, 观察巴西 6 月下半月的降雨预测距平情况可见, 第一周 6 个甘蔗主产州中, 巴拉那州和南马托格罗索州部分地区降雨低于正常, 其它各州正常; 第二周 6 个州降雨均基本正常。因而由此来看, 6 月下半月巴西中南部天气比较适合压榨, 榨蔗量应该正常偏高。同时, 由于目前中南部刚进入压榨高峰, 未来几个月的食糖生产将给国际贸易流带来阶段性压力。

巴西单方面宣布 2020 年 5 月前中国将取消特别保障关税将大幅降低进口糖的成本。回顾国内食糖进口关税情况, 2017 年 5 月 22 日, 商务部发布 2017 年第 26 号公告, 公布对进口食糖保障措施调查的终裁决定, 认定在调查期内被调查产品进口数量增加, 中国国内食糖产业受到了严重损害, 且进口产品数量增加与严重损害之间存在因果关系。根据商务部建议, 国务院关税税则委员会决定自 2017 年 5 月 22 日起对进口食糖产品实施保障措施。保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式, 实施期限为 3 年且实施期间措施逐步放宽, 自 2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日税率为 45%, 2018 年 5 月 22 日

至 2019 年 5 月 21 日税率为 40%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日税率为 35%。如果中国未来取消对配额外的进口食糖增加的关税那么国内市场确实仍然将承受压力，而且既然巴西糖业协会已经发布声明，这个消息将来落实的可能性很大，所以国内市场不论是技术面还是基本面中短期都将处于弱势。但国际市场上近期美国原糖走出回升行情，美糖有逐步走强迹象。国内可能跟随美盘弱势反弹，但由于未来政策的可能变化，操作上最好等反弹出现结束迹象后逢高抛空。

期权策略：政策还有不明朗性，观望

### 螺纹钢

本周全国螺纹库存公布：本周螺纹社会库存较上周上升 9.66 万吨至 566.31 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年高 84.41 万；钢厂库存本周下降 9.53 万吨至 219.73 万吨（历史最高 457 万吨），同比去年高 18.3 万吨。合计库存上升 0.13 万吨。本周产量环比下降 3.15 万吨至 373.17 万吨（去年同期产量 310.98 万吨）。本周社库增，厂库减，总体库存水平与上周持平，但仍超去年同期；产量较上周环比有所下降，但降幅不大，绝对量仍处高位。

上周唐山突然发布限产消息，可谓是近期钢市最主要的热点，根据其计划，唐山钢企在 8 月之前都将限产 20%-50%，这一限产规模对于唐山甚至华北地区产量都有一定影响。但我们仍要考虑到其他方面：第一，限产局限于唐山一地，而非全国甚至华北，对于整体产量的影响其实是比较有限的，第二，限产并未改变铁矿石供给偏紧的情况，成本对钢价依然有较强支撑，第三，限产实际力度严格与否依然未知，但今年国庆期间阅兵在阅兵前河北地区对限产可能更加严格，这将直接影响到 9 月份的产量，所以今年夏天的限产可能是持续性的直到需求旺季。

现货再度上涨，建材成交有所回升。钢联数据显示，本周钢材产量相对平稳，表观需求继续回升，五大品种总库存重新下降，累库压力有所缓解；唐山停产高炉规模继续扩大，但高炉停产需要准备时间，尚未传导至实际产量，目前现货上涨依靠投机需求带动，螺纹、热卷 1910 合约升水扩大，期价进一步上涨需等待现货配合，钢价短期高位震荡。

本周铁矿石市场由弱转强。周内普指在 115 美金左右震荡，周初连铁连跌数日后，矿山平台两单主流粉矿固定价成交带动连铁和掉期止跌反弹。唐山正在执行最严格的限产，且周边省市也有效仿的意思，像邯郸、山东等，此轮限产政策中的措辞跟前期不同的是使用了一些比较强硬的字眼，比如强制断电、贴封条等。环保加强阶段，使得品质较差的性价比资源滞销，对高品采购钢厂亦属于放缓观望状态，其中超特粉的港口库存增长较快；而纽曼块降幅最大。当前钢厂利润空间收窄配合环保政策趋严，需求减弱一定程度上抵消了库存紧张的影响。钢厂方面则继续采用低品矿为主，降本保利润的采购目标将给港上主流低品带来一定流动性，同时也能稳定高低品之间的价差。所以中长期看，7 月的矿价有几率再涨一些，但幅度可能不及其他商品；短期来看，矿石基本面依旧良好，虽有环保扰动，但想快速拉低矿价很难。国产矿方面，普指高位运行，商家盼涨心态浓郁，上周末邯邢局大幅上调 48，密云矿业更是暴涨 79。再加上钢坯的配合上涨，目前贸易商抬价近乎疯狂，金马刷新唐山钢厂最高采购价至 930，并且多家钢企采购价已达 900 元/吨，矿粉已到了没有最高只有更高的地步，当然相应的风险也是不可忽略的，环保令钢厂烧结限产，但同时也致使遵化选厂关停，商家依然坚持低价不出，甚至挺价操作，如今迁西一钢厂存在暗涨行为，不过市场观望气氛渐起。预计短期内国产矿市场稳中偏强运行。

前期国内关于地方政府专项债券方面的政策提出允许将专项债券作为资本金，将增加专项债资金撬动基建投资的乘数，进一步强化资金保障，利好基建投资。此前，专项债作为债务性资金并不能作为项目资本金，而是用于新设项目的配套融资或存量项目的补充融资，因此撬动基建投资的作用限于资本金规模与比例的约束，而资本金投入又进一步受限于地方政府财力。此次允许将专项债券作为符合条件重大项目的

资本金，将使得项目资本金来源得到扩充，增强专项债资金撬动基建投资的乘数作用。此外叠加贸易摩擦不确定性下稳内需重要性的阶段性提升，基建投资有望得到显著提振。

本次政策主要拓宽领域聚焦在基建部分，但对于隐性债务的防控高压线依然存在。“对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。”，但同时文件也明确指出“坚决不走无序举债搞建设之路”、“坚决遏制隐性债务增量”、“对举债硬性债务铺新摊子坚决终身问责与倒查责任”。

首先，新增专项债目前还剩余 1.3 万亿额度，考虑到指定基建方向专项债占比约有 15-30%左右（按照年初以来发行节奏，土储和棚改用途占比高达 7 成左右），那么专项债中可用于基建部分资金约 2000 亿至 4000 亿左右。因为只有符合文件要求的重大项目才可作为资本金，假设专项债中用于基建资金有一半归属重大项目，那么可增加资本金约 1000-2000 亿。根据目前基建项目资本金要求 20-25%左右，因此杠杆在 4-5 倍；第二种实际估算，按照基建投资/预算内资金比重来看实际杠杆，目前基本在 7 倍左右。因此杠杆在 4-7 倍之间。可增加资本金 1000-2000 亿，杠杆 4-7 倍，最终或可撬动新增基建投资 0.4 万亿-1.4 万亿。考虑到 2018 年基建投资总量在 18 万亿左右，因此额外拉动基建投资 2.2 个百分点至 7 个百分点左右。

近日螺纹钢期货大幅拉升，主要受限产政策影响，但今年国庆期间阅兵在阅兵前河北地区对限产可能更加严格，这将直接影响到 9 月份的产量，所以今年夏天的限产可能是持续性的直到需求旺季。这样在需求旺季之前库存可能不能积累，而在需求旺季到来之际地方专项债券政策导致的基建项目可能有一定程度的增加，这样需求上升供给不上来，导致钢材市场阶段性基本面好转。10 月合约是需求旺季，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。操作上每次下探时逢低短多为主。

场外期权策略：观望

## 铜

美国总统唐纳德·特朗普称，如果与中国国家主席习近平在日本举行的 20 国集团峰会上如期会晤后，未就贸易协议取得进展，将对中国输美商品大量加征关税。“我关于中国的 B 计划是每月收取数以十亿计美元，并且越来越少地与他们开展生意往来，”特朗普周三接受 Fox Business Network 的 Maria Bartiromo 采访时表示。特朗普此前曾表示，如果在与习近平于本周末大阪举行的会谈中得不到满意答复，就可能决定对剩余 3,000 亿美元中国输美产品加征关税。全球金融市场将密切关注这两位领导人预计于周六举行的会晤。美国股指期货在特朗普讲话过后缩减涨幅。股指期货稍早因美国财政部长史蒂文·姆努钦重申对最终达成贸易协议抱有“希望”而上涨。

据彭博周二报道，在双方重启贸易谈判之际，备选方案可能是美国暂停对中国 3,000 亿美元输美商品加征关税。特朗普周三在这场电视采访中称，如果确实对更广泛的中国商品加征关税，税率可能是 10%而非 25%。“我的 B 计划也可能是我的 A 计划，我的 B 计划是如果我们达不成协议，我将征收关税，可能不是 25%，但可能是 10%。”特朗普周三接受采访时说。

特朗普还表示，他喜欢中国，喜欢习近平，但“他们已经利用了我们这么长时间。”“他们让自己的货币像个乒乓球一样贬值，”他说道。

5 月中国出口超预期，月份的中国外贸取得了一份喜忧参半的成绩单。海关总署 6 月 10 日公布的数据显示，5 月份，中国货物贸易进出口总值 2.59 万亿元，增长 2.9%。其中，出口增长 7.7%；进口下降 2.5%。

5月出口好于预期，尽管美国再度加码关税措施，当月的中国出口增速并未延续4月的下滑，而是出现了小幅回升，这在国际组织纷纷下调全年经济与贸易预期、多国经济出现放缓的背景下颇为不易。“抢出口”效应是5月出口反弹的一个重要原因，但随着时间窗口的关闭以及贸易透支效应的凸显，未来的出口可能面临着不小的压力。前5个月，中美贸易总值为1.42万亿元，下降9.6%，其中，对美国出口1.09万亿元，下降3.2%；自美国进口3352.7亿元，下降25.7%；对美贸易顺差7506.2亿元，扩大11.9%。受中美贸易摩擦的影响，2019年以来，中国对美进出口金额及占比降幅明显。目前美国已由中国第二大贸易伙伴降至第三大贸易伙伴，前5月，中美贸易额占中国外贸总值的比重为11.7%，而在2017年，这一数字为15.2%。欧盟和东盟占我外贸总值的比重则分别达15.7%和13.5%。

综合情况来看，废旧进口方面，大概率会有所减少；精炼产量是否受到影响可以从矿端进口得以验证，从5月铜矿进口数据来看，冶炼产能检修结束或伴随产量的增加，短期供应尚未受到加工费的影响，但是从保税区库存下降来看，降幅明显高于中国对铜矿的进口，因此，一定程度来看，国内产能对铜矿加工费忍受程度更高，因此，全球范围内来看，精炼产量或已经受到低加工费的影响。另外，需求继续维持偏弱格局，特别是和汽车领域相关的板带等领域，但铜杆有所好转，虽然有一定的行业集中效应，但从领先指标来看，中国发电设备投资近月增速明显高于电网投资，按照经验预估，未来需求是存在一定好转预期。

ICSG：预计2019年全球精铜缺口将达到19万吨。ICSG预计今年精铜产量将增长2.8%，2020年将有所放缓，增速为1.2%。在需求方面，目前由于随着电气化的发展，今年全球表观精铜消费量预计将增加2%，2020年将增加1.5%。所以在铜精矿供给不足叠加需求旺盛的市场背景下，ICSG预测今年全球精铜缺口约仍达到19万吨，2020年进一步上升到25万吨。

SMM5月14日讯：据Investing News网站报道，国际铜业研究组织(ICSG)在发布对2019年和2020年铜产量预测，表示今年全球铜产量将与2018年2.5%的增幅基本持平，而2020年的增长目标有所下滑，增幅为1.9%。在全球精铜产量方面，ICSG预计今年精铜产量将增长2.8%，2020年将有所放缓，增速为1.2%。在需求方面，目前由于随着电气化的发展，今年全球表观精铜消费量预计将增加2%，2020年将增加1.5%。所以在铜精矿供给不足叠加需求旺盛的市场背景下，ICSG预测今年全球精铜缺口约仍达到19万吨，2020年进一步上升到25万吨。但是与此同时，中国扩大的电解产能以及刚果(Democratic Republic of Congo)提高的电解铜产量，都将在一定程度上缓解市场供应紧张的局面。ICSG预测，到2020年底中国仍将是全球精炼铜产量增长的最大贡献者。

总体来看，目前铜市场有所反弹调整，但贸易战谈判不确定性仍然主导近期市场。供给端增量较少及罢工干扰供给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。随着中国经济下行压力增大，国内在基建等方面会加大刺激力度，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5700-6600美元/吨。近期接近区间下部区域。尽管贸易战仍然具有不确定性，但受供给方面支撑铜下方空间应该有限。操作上如果G20之后贸易谈判没有什么进展市场可能会有回调，如果没有谈判进展明显则市场会进一步冲高，但冲高之后也会回调。操作上，等等谈判的进一步明朗，最好是在市场再次探底企稳时再做多。前期多单可以逢高减持，低位再接回来。如果保险起见最好配合虚值看跌期权作为保护控制风险效果更好。

**期权策略：暂时观望，等待企稳技术信号出现之后逢低做多看涨期权。**

### 橡胶

截至上周末：交易所总库存426905(+2460)，交易所仓单415730(+590)。原料：生胶片56.19(0)，杯胶41.80(-0.20)，胶水52(0)，烟片57.79(-0.79)。截止6月21日，国内全钢胎开工率为74.95%(+1.05%)，国内半钢胎开工率为71.68%(+1.28%)。

沪胶表现依旧偏弱，原油反弹以及中美贸易缓和预期都不能令沪胶提振，或说明橡胶基本面过于疲弱。市场接下来的焦点放在 G20 峰会上，中美贸易是否有进一步进展。近期替代原料合成胶价格持续下行，以及预期后期供应增加，使得沪胶价格依然有压力。但现实供应依然偏紧，现货价格表现相对强势，近期混合胶价格持续升水期货盘面价格，全乳胶价格与期货价格价差较小。现货端没有明显下滑之前，期价下方空间亦有限。昨天现货价格较为平稳，其中混合胶继续下跌 25 元/吨，全乳胶继续上涨 50 元/吨，期现价差继续缩窄。随着雨水的来临，泰国原料价格有所松动，但依然较为坚挺。国内外产区随着雨水的到来，前期偏干天气得到缓解，但产量的释放还需要时间，因此，国内外市场依然呈现原料偏紧的格局。现实需求疲弱以及中美贸易战的不确定性影响，都是当前橡胶价格最大的压制。但国内外后期货币政策转向宽松以及国内加大财政刺激政策等将成为下游中长期的利好影响。基于以上分析，我们认为，6 月份国内库存将难以出现拐点，除非海关对于混合胶政策出现明显转向以及短期内下游需求进一步大幅下挫。供需两弱，6 月价格或维持震荡。

乘联会发布周度分析指出，6 月全国乘用车零售快速回升。6 月 1-3 周增速是 3%，较 5 月走势改善较好。目前市场走势受到国六标准实施的影响还是较大，厂家努力提升零售的自救表现较好。零售走强主要是强力国五去库存的效果，国五库存量决定清库存的零售速度，目前看效果较好。

橡胶市场近期震荡偏弱，主力合约 9 月又将面临巨量交割，所以压力仍然较大。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，近期的主导题材一是贸易战，另一个是 9 月合约的交割。而远月 1 月份合约升水较大不利于建立多单，所以操作上暂时观望，等待市场下探之后的在远月份上的做多机会。

期权策略：观望或者采取卖出宽跨式期权策略。

## 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