

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：

尽管美国农业部已经公布了作物面积报告，但是市场充满了质疑，尤其是玉米面积。叠加中美谈判进程虽然官宣重启，但市场亦是胆战心惊，中方采购美豆数据有进展但仍远低于预期等等诸多不确定性下，美豆很难走出独立行情，没有特别方向指引，区间震荡为主。后期仍要关注天气风险与中美贸易谈判走向。据美国农业部发布的作物进展周度报告显示，截止到2019年6月30日，美国18个大豆主产州的大豆播种进度达到92%，上周85%，去年同期100%，过去五年同期的平均播种进度为99%。

目前市场在质疑下的美农报告：美国农业部也承认这些数字已经过时，并称将重新调查13个州的玉米种植面积，种植14个州的大豆种植面积和阿肯色州的棉花种植面积。这些调查结果将于8月12日供需报告中公布，所以有关产量的话题要继续持续到8月中旬。

中方自美采购量远低于预期：截至6月27日当周，2019年迄今美豆对华装运总量为815.1593万吨，去年同期装运量为750.6738万吨；而迄今中国对美豆总采购量近1380万吨，折算未装运量约560万；

天气预报称，美国中西部地区天气总体良好，预计整个周末中西部作物带的西北部和东部地区将有降雨。在美国农业部周五发布每周出口销售报告之前，分析师预计政府将报告美国大豆销售60万至120万吨(新旧作物年度合计)。

汉堡7月3日消息：据德国汉堡的行业刊物《油世界》称，在2019年6月份的最后一周，巴西大豆出口大幅减少到180万吨，使得6月份的出口总量创下三个月来的最低。相比之下，6月份最后一周巴西玉米出口量激增增至95万吨，使得6月份的出口总量达到140万吨。

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，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不确定性，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。

出口数据船运机构 SGS 预估马来西亚 6 月棕榈油出口较上月下滑 18.7%，至 137.1 万吨。ITS 预估马来西亚 6 月棕榈油出口较上月下滑 19%，至 134.1 万吨，出口异常疲软。6 月产量预计将下滑，6 月 1 日-30 日马来西亚棕榈油产量比 5 月份降 15.03%，单产降 15.66%，出油率增 0.12%。作为对比，6 月 1 日-25 日马来西亚棕榈油产量比 5 月份同期降 13.34%，单产降 13.45%，出油率降 0.02%。CIMB 预测 6 月马来西亚棕榈油数据：产量 156.4 万吨(-6%)，进口 6 万吨，出口 138 万吨(-19%)，消费 30.5 万吨，库存：238.7 万吨(-2%)。调查显示截至 5 月底，印尼棕榈油库存料为 281 万吨，上个月为 251 万吨。昨日油脂震荡运行。库存表现上国内棕榈油上周继续下滑，处在 66 万吨。上周豆油库存基本仍维持 148 万吨附近，豆油市场经过上周放量成交后又逐步恢复正常，中期看豆油消费仍不太乐观，主要关注油厂是否因粕类胀库停机。

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

7 月 4 日郑棉生成仓单 16112 (-76) 张，有效预报 1182 张，合计折合棉花 69.2 万吨。棉花现货价格指数 CC index3128B 价格 14288 (-5)。7 月 4 日储备棉轮出销售资源 11940 吨，成交率 100%，平均成交价格 13070/吨，较前一交易日下跌 31 元/吨。新疆棉成交均价 13248 元/吨，地产棉成交均价 12828 元/吨。5 月 5 日至 7 月 4 日，储备棉轮出累计成交 40.1 万吨，成交率 86.89%。5 月底全国商品棉周转库存总量约 352.81 万吨，2019 年 1-5 月我国累计进口棉花 102 万吨，储备棉也在供应，因此从供应端来看，棉花可选择资源丰富。棉花上游供应充足，下游消费差是不争的事实，因此从供需层面上看郑棉压力比较大。但是最近几周，经过前一段时间纺织企业的压缩库存，近期下游刚性补库，郑棉价格反弹，棉花现货成交也开始活跃，储备棉成交也好，仓单棉流出速度也在加快，近期现货市场相对好转。此外中美贸易谈判也利好棉花下游消费，但是下游消费改善需要时间，贸易谈判的利好需要时间慢慢体现，预计后期消费情况将慢慢改善。

国际市场，据悉，印度政府刚宣布了新年度的 MSP 最低收购价，从去年的 5450 卢比/100 公斤

籽棉(折 5.45 元人民币/公斤籽棉)，提高至今年的 5555(5.555 人民币/公斤籽棉)，上调 105 卢比/公担，增幅 1.9%。

巴西，5 月 31 日至 6 月 28 日，巴西国内现货交易低迷，棉花价格指数累计下跌 5.45%，当月均价环比下跌 3.04%。当月，巴西国内纺织厂对补库兴趣不大，继续消化前期采购的原棉库存，等待新棉收获加快。同时，巴西棉农已经预售了大量 2018/19 年度新棉，6 月份国内外市场远期交货的合同数量(2018/19 年度和 2019/20 年度)很低。6 月底，巴西圣保罗港口 4 级棉的基差只有 150-200 点，较前期下降近一半，主要是棉商不愿增加库存而且除了亚洲的低价报盘以外，出口需求疲软。巴西棉今年产量预计达到 270 万吨，受国内物流仓储的限制，现货市场的棉花必须尽快运走卖掉，有的棉商甚至干脆让棉花在没有找到买家之前先装船运走，期望在亚洲找到买主。

国内市场，6 月下旬以来郑棉振荡幅度有所加大，重心不断上移(7 月 1 日 CF1909 合约盘中高

点 14300 元/吨)，国内皮棉无论基差还是“一口价”销售都持续跟涨，2018/19 年度新疆棉询价、成

交逐渐回暖，买卖双方信心处于回升通道。7月1-2日，疆内监管库“双29”和“双28”机采棉公重报价分别为14800-14900元/吨（少量“双30”报价突破15000元/吨）、14550-14700元/吨，河南、山东、江苏等地“双29”毛重报价15600-15700元/吨。

7月4日储备棉轮出销售资源11940.0535吨，实际成交11940.0535吨，成交率100%。平均成交价格13070/吨，较前一交易日下跌31元/吨；折3128价格14301元/吨，较前一交易日下跌39元/吨。新疆棉成交均价13248元/吨，新疆棉折3128价格14440元/吨，新疆棉加价幅度948元/吨。地产棉成交均价12828元/吨，地产棉折3128价格14110元/吨，地产棉加价幅度618元/吨。5月5日至7月4日，储备棉轮出累计成交40.1万吨，成交率86.89%。

棉花价格大幅下跌之后出现反弹行情，近期的反弹仅仅是调整性行情，难以持续为未来的趋势。但经过大幅下跌棉花市场再进一步下跌动能也并不充足，估计又开始步入区间震荡阶段，操作上关注中美等谈判结果，暂时观望。

期权策略： 观望

白糖

2018/19年制糖期食糖生产已全部结束。本制糖期全国共生产食糖1076.04万吨（上制糖期同期产糖1031.04万吨），比上制糖期同期多产糖45万吨，其中，产甘蔗糖944.5万吨（上制糖期同期产甘蔗糖916.07万吨）；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6月底，本制糖期全国累计销售食糖761.29万吨（上制糖期同期销售食糖650.65万吨），累计销糖率70.75%（上制糖期同期63.11%），其中，销售甘蔗糖653.11万吨（上制糖期同期551.36万吨），销糖率69.15%（上制糖期同期为60.19%），销售甜菜糖108.18万吨（上制糖期同期99.29万吨），销糖率82.24%（上制糖期同期为86.36%）

中糖协产销简报消息，根据海关统计，1~5月份，全国累计进口食糖93万吨，同比减少17万吨，减幅15.45%；全国累计出口食糖6.92万吨，同比减少0.22万吨，减幅3.08%。

7月4日，郑交所白砂糖仓单数量为15960张，较前一交易日持平，有效预报仓单6033张。国内主产区白砂糖柳州现货报价5320元/吨，较前一交易日上涨30元。

外盘原糖方面，考虑到海湾地区局势紧张，原油期价或维持强势，这会导致巴西制糖率不及预期，而印度季风雨推迟，或已对新榨季甘蔗单产产生较大影响，再加上其他地区天气及其中国潜在可能虫害影响，或带动原糖期价震荡反弹，同时考虑到印度库存压力和巴西乙醇-原糖价差，原糖期价上方空间亦不宜过于乐观；国内郑糖方面，预计国内郑糖期价更多跟随外盘原糖期价走势，即整体或震荡上涨。对于各合约而言，9月受制于进口和抛储压力，5月合约则可能受到潜在政策包括贸易保障关税和蔗农补贴政策的压制，或相对弱于1月。

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，所以国内市场长期看受此方面影响较大。但另一方面国内本榨季销售数据较好，对国内糖价短期内有所支撑。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，操作上追涨需谨慎。估计国内食糖仍然以区间震荡为主。

期权策略：暂时趋势性不强，观望

螺纹钢

本周全国螺纹钢库存公布：本周螺纹钢社会库存较上周上升 8.41 万吨至 574.72 万吨（历史最高 1095 万吨），同比去年高 107.66 万；钢厂库存本周下降 2.23 万吨至 217.5 万吨（历史最高 457 万吨），同比去年高 19.53 万吨。合计库存上升 6.18 万吨。本周产量环比上升 4.49 万吨至 377.66 万吨（去年同期产量 309.94 万吨）。本周社库增，厂库减，总体库存水平与上周继续上升，与去年同比增幅扩大；产量环比再次上升，绝对量仍处历史高位，环保影响不大。

近期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。

进入七月后，长江中下游地区将陆续出梅，但多地又会迎来高温酷暑天气，下游需求很难迅速恢复，预计需求端存在一定压力；而随着新一轮中央生态环保督察的启动，部分钢厂限产力度将加大，与此同时，因铁矿石等原料价格处于高位，部分钢厂选择错峰检修，供给端压力或有所减轻。届时市场或呈现“供给受限，需求难旺”的格局。据悉，7 月份钢材需求端难有明显起色，尤其房地产及基础设施投资力度降低，市场心态较为低迷。不过 7 月钢厂减产检修明显增多，加上新一轮环保督查即将展开，钢厂产能释放有所缓解，市场供给压力也将减轻。

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难以大幅积累，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，这样需求上升供给上不来，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。操作上目前价位已经较高，追高有一定风险，建议暂时观望。有钢材库存的企业可以在 1 月合约上后续上涨之后等待出现滞涨技术信号之后逢高分批建仓套期保值做空。

场外期权策略：观望

铜

废旧进口方面，从公布的第一批六类进口企业情况来看，进口管理更倾向规范而不是限制，因此，影响降低；铜精矿加工费继续走低，这对中小冶炼企业影响延续，预期将会对产量构成影响；而需求方面，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。整体上，铜微观供需层面的预期展望是好转的，加上贸易战氛围缓和，铜价格筑底。不过，由于废旧影响不及预期，以及短期大型冶炼企业恢复生产，加上短期需求格局尚未改变，近月合约相对会偏弱一些，并使得绝对铜价格反复。

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，目前铜市场在 G20 之后又有下探，但总体步入区间震荡之中，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，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，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卖出看跌期权。

橡胶

自6月12日创下阶段新高12550元/吨之后，沪胶期货主力1909合约价格便呈现单边下跌走势，6月28日一度下探至11335元/吨，区间累计最大跌幅近10%。分析人士表示，前期利多支撑因素逐步趋弱，沪胶市场行情重回基本面影响。随着供给端产量释放逐步趋于正常化以及下游需求依然乏善可陈，均将使得沪胶继续承压，预计短期仍存下跌空间。

本轮沪胶出现下跌行情主要源于前期基本面带来的支撑逐步趋弱。前期产区干旱天气影响产量释放、中国海关严查混合胶进口以及中游库存出现季节性下降等因素均为盘面带来支撑，但在基本面偏弱格局并未完全扭转的情况下，短期因素的支撑难以持续，多头炒作情绪退却后行情重新回归至基本面。

目前下游行业需求走弱，且截至目前仍未出现明显的改善迹象。三季度产胶国天然橡胶产量步入季节性高产期，且中国云南天然橡胶产区干旱气候结束，炒作气氛彻底消散，天然橡胶供应增加压制天然橡胶价格上涨。

从基本面来看，目前天然橡胶市场基本面依然弱势。供应方面，近期产区持续降水使得前期干旱天气的影响消除，供给端产量的释放逐步趋于正常化，原材料价格也开始回落。下半年即将进入旺产季，后市的供给预期仍将偏宽松。虽然海关严查混合胶事件仍无定论，但通关率已经大幅提高，区内库存持续增加，目前仍有大量滞港货物，未来一旦通关正常化后，滞港货物进入内地市场将对此前去库节奏造成冲击。

中国汽车工业协会公布的数据显示，2019年5月份，中国汽车产销量分别为184.8和191.3万辆，同比分别下滑21.16%和16.4%，环比分别下滑9.93%和3.43%，1-5月中国汽车累计产销量分别为1023.7和1026.59万辆，累计同比分别下降13.01%和12.95%。

橡胶市场近期下跌，主力合约9月又将面临巨量交割，所以压力仍然较大。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。虽然天然橡胶市场相当长一段时间以来处于底部反复震荡过程之中，但目前看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。近期的主导题材一是贸易战，另一个是9月合约的交割还有就是20号标胶什么时间上市及上市之后对现有橡胶期货市场的影响问题。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

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799