

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：

周四美国豆粕出口大幅下滑令豆粕价格承压收低，而原油暴涨的溢出效应是豆油价格获得提振，盘中呈现油强粕弱特征。美国农业部公布的美豆最新周度出口销售量为 95.74 万吨，高于市场预估区间上沿，但市场对全球经济出现衰退后的美豆出口需求仍感到担忧。受巴西局部单产下降影响，分析机构 INTL FCStone 将巴西大豆产量下调到 1.201 亿吨，在各机构预测数据中处于偏低水平。布宜诺斯艾利斯谷物交易所周四将阿根廷大豆产量预估由此前的 5200 万吨下调到 4950 万吨，该机构认为阿根廷天气不理想导致大豆产出不及预期。巴西 3 月大豆出口量高达 1164 万吨，较 2 月出口量 512 万吨翻倍，去年同期为 846 万吨。预计中国订单占比在 80% 以上，随着巴西大豆陆续到港，国内大豆供应紧张局面将缓解。

周四国内沿海豆粕现货报价继续回落，多地跌幅在 10-70 元/吨，湛江报价 3060 元/吨，秦皇岛 3230 元/吨。美豆大跌以及中国将恢复进口加拿大菜籽的消息继续压制市场情绪，中下游入市谨慎，豆粕成交量继续下滑。中加恢复油菜籽贸易的消息虽未得到官方证实，但豆粕和菜粕市场闻风大跌，足见此前的南美物流炒作支撑性较弱。尤其是巴西官方证实 3 月份对华出口大豆装船量超过 900 万吨，国内远期大豆供应将获得充足保障，粕类市场开始理性面对远期供需格局。养殖端整体运行平稳，国内生猪产能稳步恢复，短期内需求端无法为粕类价格注入明显上涨动力。

因国内豆粕现货紧缺以及短期还难确定后期大豆到货情况，豆粕期货距离震荡，下一步南美大豆将大量上市，如果没有疫情影响的供应链上的问题干扰，国内豆粕将延续区间震荡行情，9 豆粕短期处于 2700-2900 的区间震荡可能性较大，操作上避免追涨杀跌。

期权策略： 观望。

棉花

消费预期坍塌！海外订单大降企业陷困境。今年国内纺织行业推迟复工，给棉花市场带来了不小的压力。据中国棉花协会预测称，今年国内棉花消费量下降至 782 万吨，同比下降 3.1%，较上期减少 20 万吨，进口量下调至 188 万吨，同比下降 8.3%，较上期减少 10 万吨。

据海关数据显示，2019 年中国向意大利、韩国、日本、法国、德国、美国、西班牙、英国、澳大利亚和荷兰出口服装金额合计为 766 亿美元，占中国服装出口总金额的 55%。来自海外的订单同比大降，而部分原有的订单也被取消。棉纺织行业季节性影响较大，过去的消费不再来，1、2 月份的国内疫情、3、4 月份甚至持续时间更久的海外疫情，将给需求带来实质影响。如果后期棉花消费仍未见起色，预计行业内存在一系列连锁反应。在下游消费锐减的情况下，部分纺织企业或许很难再坚持下去。

疫情冲击中国服装出口地欧洲、美国市场，对上游棉花的消费预期有较大影响。国外疫情对棉花消费的影响至少要到 4 月下旬。因此，在海外疫情蔓延下，全球棉花消费的减量至少在 100 万吨以上。

截止 2 月底，全国棉花商业库存 490 万吨，较上个月减少 10.4 万吨，库存数据处于历史高位水平。据海关统计，2020 年 1 至 2 月，我国出口纺织纱线、织物及制品 137.725 亿美元，同比下降 19.9%；出口服装及衣着附件 160.623 亿美元，同比下降 20.0%。国外疫情爆发前，我国纺服出口数据已经出现了较大幅度下降。据此估计，3 月份以后相关出口数据降幅会更大。

据了解，目前国内棉纺企业生产及经营正遭受着严峻挑战。现在企业面临的问题一是不敢接单，二是订单减少。照这样持续下去，企业维持不了多长时间。这样的跌幅是企业无法承受的，甚至不敢接下游布厂订单。

国际：2019 年度美棉签约和装运进度好，且有中国第一阶段协议加大采购美棉对美棉是一个利好。长期来看，美棉目前价格位于历史低位，投资价值凸显，且美棉植棉面积预计减少也对 2020 年度的棉花价格提供了一定的支撑。但是目前全球疫情爆发，疫情直接影响终端消费，对市场影响利空，短期内市场仍然跟着疫情发展以及美国股市走。

目前主要影响棉花的还是全球疫情延续爆发导致的需求减少，而且不仅仅是中国，全球性的需求减少，如果全球疫情继续爆发，需求会受到较大影响，棉花市场暂时还是处于弱势。纺织行业上下游订单出现大幅缩减。国内下游织厂目前订单多仅维持到 3 月底，后续订单衔接困难，在外贸订单大量取消的情况下，未来纱、布的库存可能出现较快的累积，纺织企业面临着复工后又将停工停产的窘境，原料需求将受到较大压制。未来若境外疫情发展拐点出现，市场信心将会有所改善，预期的改善到真正控制住可能还有较长一段时间。由于病毒的高传染性及各国内情况参差不齐，在疫苗推出前，防控措施难以很快完全消除，经济活动恢复将会相对缓慢，下游需求的恢复也会偏慢，再加上棉花供应面临高库存的制约，棉价虽然近期反弹但短期缺乏持续大涨的动力。

操作上等待将来弱势下探结束的做多机会，目前暂时观望。

期权策略： 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下降 59.58 万吨至 1276.36 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 458.15 万吨；钢厂库存下降 42.46 万吨至 574.69 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 346.75 万吨。合计库存下降 102.04 万吨。本周产量环比上升 15.28 万吨至 305.38 万吨（去年同期产量 344.82 万吨）。厂库与社库下降速度较快，但总体库存水平仍处于历史同期高位，与此同时产量也继续回升，总体看，旺季特征明显。

目前钢材市场虽然还是处于震荡行情，但长期看钢材市场并不十分悲观。

首先是中国疫情形势明显好转，逐步迎来钢材需求旺季。经过全国上下齐心协力，现今全国疫情好转，剔除境外输入，全国多数省市已经确诊病例为零。在决策部门的全力推动之下，全国复工复产渐入佳境。预计进入二季度后，随着有关限制措施的逐步解除，消费和投资活动快速反弹，国内钢材需求出现大幅度增长，库存压力显著减轻。

不仅如此，疫情冲击还强化了逆周期调节，致使基建投资增添新动力。据媒体报道，今年仅新基建投资就会达到万亿元。资金方面，支持基建力度不断加大。财政部数据显示，截至今年 3 月 20 日，全国各地发行专项债券 10233 亿元，全部用于铁路、轨道交通等交通设施建设，以及生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域的重大基础设施项目。

此外，出于强化逆周期调节，经济稳增长需要，人民银行货币政策亦会进一步宽松，在全面降准与定

向降准的同时，亦不排除全面降息可能。以上新老基建共同发力，预计今年内包括新基建在内的全国基建投资增速会有明显提高，达到6%以上，从而使得3月份后钢材需求，特别是建筑钢材需求得到增强，庞大库存得以消化。

其次，外围市场美联储无限数量货币宽松(QE)，世界经济形势将会好转。先前全球经济增长趋势呈现糟糕预期。国际金融协会发布报告预计今年全球经济将负增长1.5%，其中美国经济将萎缩2.8%，欧元区经济将萎缩4.7%，日本经济将萎缩2.6%。国际货币基金组织总裁也发表声明说，新冠肺炎疫情给全球经济造成严重损失，2020年全球经济将陷入负增长，衰退程度至少与2008年金融危机时相当，甚至更加严重。

在此压力之下，美联储放大招，史无前例无限量QE。美国联邦储备委员会3月23日宣布，将采取广泛新措施来支持经济，继续购买美国国债和抵押贷款支持证券以支持市场平稳运行。自本周起每天都将购买750亿美元国债和500亿美元机构住房抵押贷款支持证券，不设额度上限，每日和定期回购利率报价利率将重设为0%。同时，美联储还宣布将扩大货币市场流动性便利规模。这是新冠肺炎疫情在美国暴发以来，美联储迄今为止最激进的市场干预行动。

此外，美国还将出台一项价值2万亿美元的财政刺激计划。预计其它国家都会积极跟进，财政政策与货币政策双管齐下。所有这些措施，将会予以世界经济很大支撑，并极大提振市场信心。也正是如此，近期美股全线暴涨，道指一度狂飙2100点，创史上最大单日上涨点数，以及1933年以来的最大单日百分比涨幅。据此预计无论是美国还是全球经济形势，将比先前的糟糕预期要好很多，其衰退程度不会很大，如果乐观一些，甚至可能摆脱衰退局面。在这种情况下，中国钢材外部需求环境的严峻程度亦会降低。

当然今年国内钢铁新增产能大量释放长期还有利空效应，应该说，近几年来全国又新增了不少钢铁产能，今年内就有数千万吨的新产能投产，致使全国钢铁总产能有增无减。在这些新增加的钢铁产能基础上，钢铁企业积极增产，始终会成为钢材市场行情的重大压力。

总体来看，钢材现货市场成交逐渐恢复正常，需求将逐渐释放，螺纹期货近期受全球整体金融市场暴跌影响及废钢下跌铁矿下跌对远期钢材压力较大的预期的影响而表现调整。但总体上钢材市场需求逐渐上升，库存去化周期开始这是主要矛盾。操作上，如果有下探企稳时逢低仍然可以做多10月份螺纹钢，等待未来需求回升行情。

期权策略： 观望。

铜

从宏观层面来看，欧元区3月制造业PMI初值录得44.8，环比下降4.4个百分点，不过高于预期值39；英国3月制造业PMI报48，较前值下降3.7个百分点；美国3月Markit制造业PMI初值录得49.2，低于前值1.5个百分点。受到疫情全球蔓延影响，欧美主要制造业PMI回落，不过相较于制造业PMI，服务业PMI受到了更大的冲击，欧元区3月服务业PMI降至28.4，美国服务业PMI降至39.1，均是历史最低水平。海外疫情蔓延的趋势逐渐失控，特别是在欧洲和美国地区，恐慌情绪和悲观预期一度让市场引发流动性危机，不过在美国无限QE和财政刺激下，危机得以缓解，不过由疫情导致的全球经济衰退无可避免，后期全球将进一步使用宽松的货币政策和财政政策对冲疫情冲击，国内在政策调整上还有较大空间，适度降息和提高财政赤字率，着力在扩大内需上下功夫，有望带动产业链逐步回暖。

产业基本面：从产业基本面来看，截至3月27日SMM铜精矿指数报65.32美元/吨，较上周下跌了3.03美元/吨。TC进一步下行反映市场对于矿端供应干扰的担忧，在铜价逐渐回归基本面定价后，疫情在主要矿出口国家的发展影响了项目进程，成为铜价支撑。当前电解铜市场仍处于过剩状态，不过现货交投情绪正在在逐渐转好，同时废铜供应中断引导向精铜消费；上期所一季度累库结束，库存拐点到来；国家电网

提高了年度电网投资目标额至 4500 亿元，并将在特高压建设项目上持续加码；耐用品消费领域受到较冲击，尤其是汽车和家电消费领域，国内消费还需要一定的政策刺激，当前已经看到一些省份开始出台刺激消费的相关政策。

综合来看，本月铜价在市场流动性危机暴露和悲观经济预期双重压力下大幅下挫，价格跌至 2016 年的底部震荡区间，上周铜价在全球经济刺激政策的出台和流动性危机解除的背景下逐渐止跌企稳。当前市场博弈重点是矿端供应扰动和需求下降之间的对冲影响，另外，上期所铜库存拐点已至，助力铜价止跌，国网铜需求提速和经济刺激政策将在四月份陆续推行，铜价后期依然有一定反弹预期；不过海外疫情形势仍然十分严峻，欧美主要消费国家的经济秩序紊乱，宽松的政策效果还有待检验。

目前国外疫情正在快速蔓延，铜需求前景仍然悲观，目前铜的价位下还未出现有较大减产信息。如果全球疫情继续蔓延，需求减少幅度可能更大。不过最近美股在美联储一系列救市措施的影响下出现有力反弹，这对铜市场也构成支撑。但在全球疫情没有好转迹象之前铜市场只能维持震荡，因为需求在疫情快速扩散的时期不可能出现复苏的预期。后期虽然有国家逆周期调节力度加大及美联储刺激经济的措施，但必须等到疫情缓解，需求有复苏预期的情况下这些利多才能被激发出来。操作上，对于套期保值者我们认为铜市场目前向下空间有限，可以逢低做多，有订单严格套保，采取战略储备虚拟库存的企业也可以在目前相对低价区域建立一部分库存，同时可以采取虚值期权保护的方式规避大幅下跌的风险。投机者可以在下探企稳时采取小波段做多的策略。

期权策略： 可以卖出宽跨式期权。

原油：

特朗普发表讲话称，俄罗斯和沙特将很快解决石油争端。国际油价 4 月 1 日下跌。美国能源信息局当天公布的数据显示，上周美国商业原油库存为 4.692 亿桶，环比增加 1380 万桶。

美国 3 月 ADP 就业数据“雪上加霜”。有“小非农”之称的美国 ADP 就业人数 3 月减少 2.7 万人，创 2010 年 10 月份以来新低，但数据并未反映出疫情对就业的整体影响。

据最新统计数据，全球新冠肺炎累计确诊病例数已经突破 93 万例，美国累计新冠肺炎确诊病例超过 21 万例，为全球确诊病例最多的国家。截至北京时间 4 月 2 日 6:55，美国累计新冠肺炎确诊病例 213372 例，意大利新冠肺炎累计确诊病例达 110574 例，西班牙累计确诊 104118 例，德国累计确诊 77981 例，法国累计确诊 56989 例，伊朗累计确诊 47593 例，英国累计确诊 29474 例，瑞士累计确诊 17768 例，土耳其累计确诊 15679 例，比利时累计确诊 13964 例，荷兰累计确诊 13614 例，韩国累计确诊 9887 例。

美国能源信息局当天公布的数据显示，上周美国商业原油库存为 4.692 亿桶，环比增加 1380 万桶。截至 3 月 27 日当周，美国原油库存增幅创 2016 年 10 月份以来单周最大，汽油需求跌至 1994 年 1 月以来最低水平。上周美国国内原油产量维持在 1300 万桶/日，美国上周原油出口减少 69.5 万桶/日至 315.5 万桶/日。

有分析师称，全球的储油空间将在 6 周内填满，这或将迫使前所未有规模的大量原油产能关闭。瑞穗证券能源主管也表示，EIA 数据公布已经接近数年来高点，但“爆炸性数据”应该会在下周出现。

值得一提的是，昨晚，克里姆林宫发言人表示，可以很快安排俄罗斯总统普京与沙特方面的对话，但普京目前无意与沙特方面开展对话。此外，俄罗斯能源部称，需求暴跌和供应过剩给原油市场带来了长期风险，能源部长诺瓦克与美国能源部长周二就当前的油市状况进行了通话，讨论了合作的问题。

美国银行石油天然气分析师认为，倘若俄罗斯和沙特阿拉伯诉诸于使用所有补偿机制，那么石油价格可能会跌至远低于 20 美元/桶。“两国还有各种机制来补偿油价的下跌。数量波动有助于沙特阿拉伯，而累进税制和自由浮动货币则有助于俄罗斯”。沙特阿美目前的生产成本总计 8 美元/桶，俄罗斯生产商目前的生产成本在 10 美元/桶—12 美元/桶。俄罗斯有能力在未来几个月内将原油产量提高约 20 万至 30 桶/日，到年底将增加约 50 万桶/日。

病毒已对原油市场造成严重伤害，这种前所未有的需求破坏速度，迫使全球范围内的炼油厂纷纷减产，未来几个月燃料需求预计将大幅下降。

总体看来，原油市场受特朗普在沙特与俄罗斯之间的调节而产生大幅反弹。虽然在低油价持续的情况下 OPEC+ 开始呼吁召开紧急会议，平衡原油市场。但每次这种时候都是一波三折，引发市场剧烈波动。目前需求下降幅度很大，大约在 10% 左右甚至更多，在疫情没有好转之前全球每天原油需求下降 1000 多万桶即 10% 左右是很正常的。但减产 1000 万桶需要各方面配合，这种难度很大。但联合减产最终还是有可能成功。但市场在这种不确定性面前再结合低价的原油还是以下探时逢低做多为主。下一步震荡反弹可能是主基调。

期权策略：买入看涨期权，或者牛市价差策略。

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