

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：

美国农业部在4月份大豆月度供需报告中上调2019/2020年度美豆期末库存量至4.80亿蒲式耳，同时将美豆出口量预估值下调5000万蒲式耳，疫情对美豆出口需求的影响开始体现，但美国国内大豆压榨量被上调2000万蒲式耳，显示美国养殖户对豆粕需求增加。对于南美大豆产量，美国农业部将巴西和阿根廷大豆产量分别下调150万吨和200万吨至1.245亿吨和5200万吨，相比其他机构的预测，美国农业部对南美大豆数据调整幅度较小。巴西大豆出口继3月创出1330万吨的纪录后，分析机构预测4月巴西大豆出口量将达到1350万吨的新纪录，主要需求来自中国。随着巴西大豆陆续到港，国内大豆供应紧张状况将逐渐缓解。

周四国内沿海豆粕现货报价窄幅波动，沿海豆粕主流价格在2960-3240元/吨之间运行，市场观望情绪升温，需求端采购较谨慎。4月国内大豆到港量预计不足700万吨，油厂缺豆停机率仍偏高，预计本周大豆压榨量进一步下降，豆粕低库存仍对现货价格有支撑。3月份巴西大豆对华装运量高达1000万吨，4月仍保持高位，预计5、6月份大豆月均到港量将达到950万吨，且近期巴西大豆压榨利润约在300元/吨，本周国内进口商继续购买巴西大豆，远期豆粕市场宽松的供应环境令价格上行压力增加。养殖端需求表现较为平稳，近期国内报告多起非洲猪瘟疫情，养殖端对豆粕价格的提升作用较为有限。

下一步南美大豆将大量上市，今年美豆种植面积大幅增加，国内需求恢复缓慢，豆类市场利空明显。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或向下突破行情，操作上反弹逢高做空。

期权策略： 卖出看涨期权或观望。

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。

美国农业参赞的最新报告显示，2020/21 年度巴西植棉面积为 170 万公顷，同比增长 1.2%。受全球经济下滑和新冠疫情的影响，巴西棉花出口量预计为 185 万吨，同比减少 4.5%，国内消费量预计为 69.7 万吨，同比减少 3%。根据以上面积预测，2020/21 年度巴西棉花产量预计为 294 万吨，同比增长 4%，再创历史新高。棉花单产预计和近十年平均值持平，为 115.3 公斤/亩。

据库尔勒、阿克苏、乌鲁木齐等地棉花监管库反映，4 月上旬以来新疆棉公路、铁路运输保持稳定，部分仓库发运量小幅回升，仍以棉花贸易商、大中型内地纺织企业及疆内轧花厂发运为主，重点流向是江苏、河南、山东、福建、河北等省。由于 4 至 5 月份纺企原料补库意愿并不强烈（以随用随买为主），再加上新疆等部分地区疫情防控外松内紧，因此用棉企业倾向于直接从贸易商手中点价采购（原单结算，销售方负担汽运出库费，铁路出库费买方自理），疆内库点的皮棉大多委托贸易商公路或铁路发运，既节省了人力、差旅等支出，又减少了找车皮、上站台等麻烦。河南、山东两家棉企表示，最近新疆棉公路出疆费用继续小幅下降，主要受高速公路免除通行费、汽柴油价格下调及出疆车辆增多影响。

3 月上中旬开始，全国多家仓库开始恢复公路业务运输办理，再加上油价下调以及公路免收车辆通行费，3 月份出疆棉公路运输价格也有大幅下调。在运价下调与运输业务逐渐恢复办理的双重利好推动下，3 月份出疆棉公路运输量大幅增加，据全国棉花交易市场库对库新疆核查点统计，2020 年 3 月份公路运输量 22.33 万吨，环比增加 21.78 万吨。其中，出疆棉流向最大的是山东省，运输量为 6.63 万吨，占 3 月份公路运输量的 29.7%；排名第二的是河南省，运输量为 6.40 万吨，占 3 月份公路运输量的 28.7%；排名第三的是江苏省，运输量为 2.26 万吨，占 3 月份公路运输量的 10.1%。排名前三的省份运输量总计 15.3 万吨，占 3 月公路运输量的 68.5%。

由于疫情影响，1-2 月份国内的零售数据也很差。根据国家统计局发布的数据显示，1-2 月份，社会消费品零售总额 52130 亿元，同比名义下降 20.5%，其中服装鞋帽、针纺织品类零售额 1534 亿元，同比下降 30.9%。1-2 月份，全国网上零售额 13712 亿元，同比下降 3.0%。其中，吃类和用类商品分别增长 26.4% 和 7.5%，穿类商品下降 18.1%。预计随着国内疫情在 3 月份得到有效控制，预计二季度国内零售数据会出现较大幅度的回升。

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。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缺乏持续大涨的动力。棉花市场大概率处于低位震荡时期，操作上不建议追高。

期权策略：尝试参与做空波动率策略。

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 65.36 万吨至 1211 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 443.84 万吨；钢厂库存下降 53.14 万吨至 521.55 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 314.69 万吨。合计库存下降 118.5 万吨。本周产量环比上升 20.13 万吨至 325.51 万吨（去年同期产量 349.99 万吨）。尽快库存同比仍处于历史高位，但厂库与社库持续下降，且环比去库加快，显示需求旺盛，与此同时产量也继续回升，但总量还未达到去年高位，总体来看，供需两旺的特征较明显。

据中国工程机械工业协会统计，2020 年 3 月纳入统计的 25 家挖掘机制造企业共销售各类挖掘机

49408 台, 同比增加 11.6%。2020 年 1-3 月, 共销售挖掘机 68630 台, 同比下降 8.22%。据中国工程机械工业协会统计, 2020 年 3 月纳入统计的 23 家装载机制造企业共销售各类装载机 14853 台, 同比下降 17.2%。

近期欧洲疫情新增出现拐点, 同时远月合约空头大幅减仓离场, 远月成材合约也随之上涨。目前主力合约在 10 月, 由于其贴水现货幅度较大, 且需求预期波动较大, 或出现超跌反弹。但近月产量的大幅恢复对现货仍有压力, 成材单边仍需观察原料端走势, 目前铁矿仍在去库, 焦炭出现提涨, 长流程成本短期看有一定支撑, 铁水成本 2100 元左右, 废钢跌后逐渐低于铁水成本, 同时市场也有反馈废钢基地库存明显去化, 后期需关注废钢是否能止跌。

短期市场的焦点依然是新冠肺炎疫情的发展, 虽然我国疫情基本控制, 但国外疫情愈演愈烈, 特别是欧美疫情处于快速扩张期, 疫情严重冲击全球经济, 对全球制造业供应链产生很大影响。疫情导致欧美钢材下游需求不振, 目前全球超过 100 家汽车工厂停产, 后期或将有更多的国外钢铁资源进入中国, 包括钢坯、铁矿石等, 同时我国板材出口也将面临较大冲击。3—4 月本是钢铁行业传统旺季, 与往年相比, “金三银四” 已然迟到, 今年受疫情影响将推迟至 5 月前后, 规模也难以与近年同期相提并论。在全球化背景下, 我国钢铁需求恢复难以弥补全球性的需求下滑。由于终端指标水泥磨机开工和房屋新开工恢复速度明显慢于情绪指标和表观需求, 不排除下游未开工但提前拿货的可能, 钢材的真实需求回升的幅度可能非常有限, 叠加目前钢材的高库存, 预计后期高炉开工率回升缓慢。在钢材供需方面, 国内粗钢供应有增长潜力, 但需求预期并不乐观, 供需关系已然失衡。若要使供需关系再度平衡, 钢厂必须减产, 并且对基建需求的预期不能太高。从全年看, 国内需求总体呈稳中有降态势。经粗略估算, 相较于去年, 今年库存峰值增加 1400 万吨左右, 相当于疫情给国内钢铁需求带来的减量, 考虑后续需求弥补一些, 预估全年国内粗钢消费量同比减少 1000 万吨左右, 同比下降 1.5% 左右。考虑到国外供需矛盾相对于国内更加恶劣, 净出口同比预计将继续减少。因此, 国内需求减少的部分, 一部分将增加在国内库存上, 另一部分则只能通过供应减量来实现供需再平衡。

总体来看, 钢材现货市场成交逐渐恢复正常, 但需求总体弱于往年。螺纹钢期货近几个月一直处于大区间震荡之中, 主要是受需求减少库存增加的压力及成本支撑决定。目前估计仍然将处于区间震荡之中, 但短期在需求旺季促使下有回归区间高点考验阻力的可能。操作上, 下探时逢低仍然可以做多 10 月份螺纹钢。

期权策略: 观望。

铜

根据新冠疫情的发展情况, 及各国采取的防护措施, 二季度全球疫情拐点是大概率事件。二季度全球经济的主要矛盾仍然是疫情带来的需求大幅下跌的冲击。另一方面, 中国 4 月复工复产有望从上游工业向中游制造和下游消费转移, 大宗商品在国内复工进一步充分的情况下会受到一定支撑, 但国外需求骤降仍然压抑大宗商品, 所以二季度宏观经济的内外矛盾导致大宗商品运行仍然曲折和剧烈波动。

对于有色金属市场来说, 疫情对需求端冲击大于供给端, 有色金属在基本都在成本线附近运行。近两个月来, 国内外疫情对有色金属价格形成打压, 各品种价格下跌幅度均超 20%。从全球疫情爆发地区分布来看, 目前确诊病例主要集中在亚洲、欧洲及北美, 与基本金属消费合计占比超 90% 的主要区域重合, 但是相比之下, 疫情对供给的影响却并不突出。总体而言, 在疫情尚未结束, 复产尚未完备的前提下, 有色金属下游需求难有突破, 同时假如疫情向世界其他地区蔓延, 则有色金属供给未来可能也会受影响。

二季度基本金属的需求端将是国内复苏与海外萎缩的角力。中国占据全球金属消费量的 44%~56%, 疫情稳定后的国内复工进展良好, 政策刺激下的基建投资和消费回暖将带动金属需求持续修复; 反观海外, 疫情爆发中心的欧美地区占金属消费量的 30% 以上, 预计海外需求的持续萎缩会拖累国内需求的反弹力度。

疫情可能对供给端形成持续冲击。疫情导致有色金属贴近 90%成本分位线运行，利润持续收缩甚至大幅亏损，供给端减产压力进一步加大。从矿端看，海外疫情蔓延下的管控升级，主要非美矿产国汇率贬值难以对冲超 20%的价格跌幅，矿端利润持续萎缩，将对高成本矿山生产和运输造成明显影响，高压之下的南美、非洲等多处矿山出现减产；从冶炼端看，冶炼费下滑持续压缩利润甚至亏损，进口矿运输受阻，料远期原材料供应存在风险，中小冶炼厂面临减产压力。

目前国外疫情仍然在快速蔓延，铜需求前景仍然不乐观，但部分铜矿已经因为疫情原因开始缩减员工数量，必和必拓在智利铜矿中发现员工受新冠病毒感染事件，如果后期铜矿生产受疫情影响导致铜矿产量减少那将构成重大利多。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。但如果供给端受疫情影响不大，那么在全球疫情没有好转迹象之前铜市场反弹力度有限，因为需求在疫情快速扩散的时期不可能出现复苏的预期。全球疫情短期没有办法得到根本的控制，目前没有特效药，疫苗问世还需要很长时间。所以全球经济衰退不可避免。近期反弹力度主要关注疫情对铜矿供应的影响来决定。关注疫情对铜矿的影响和国内冶炼企业有无减产行动。操作上，市场短期延续反弹，做空需等待，调整时可以短线做多。

期权策略：目前波动率仍然较高，观望为宜。

原油：

欧佩克代表也表示，OPEC+不会在没有墨西哥的情况下削减石油产量。墨西哥能源部长称，墨西哥准备好减产仅 10 万桶/天。

因墨西哥抵制，OPEC+减产协议的谈判最终无果而终。国际原油市场经历了一次“巨震之夜”。事实上，昨夜的谈判过程一度迷雾重重，也一度柳暗花明。一度有消息称，欧佩克和非欧佩克成员国(欧佩克+)敲定了一份减产协议。这份“敲定”的减产协议确定：自 2020 年 5 月 1 日开始减产 1000 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月起，减产 800 万桶/日，至 12 月；自 2021 年 1 月起减产 600 万桶/日，至 2022 年 4 月。但即便如此，这个额度还是不及市场预期，WTI 油价随后暴跌 10%。

而据最新消息，因墨西哥抵制，OPEC+目前未能达成协议。欧佩克代表也表示，OPEC+不会在没有墨西哥的情况下削减石油产量。墨西哥能源部长称，墨西哥准备好减产仅 10 万桶/天。

在疫情的袭击下，如今的石油市场早已危机重重。目前，全球每天的石油供应过剩已经达到 2500 万至 3000 万桶。需求方面，欧佩克+文件显示，预计 2020 年第二季度全球原油需求下降 1200 万桶/日。预计 2020 年全球原油需求萎缩 680 万桶/日，糟糕的需求令全球原油市场陷入悲观。由于美国、沙特和俄罗斯三大产油国的博弈，减产能否有效执行以及能持续时间也令市场担忧。实际上，在会议还没有开始前，高盛就在一份报告中称，假设周四的 OPEC 会议决定减产 1000 万桶/日(有效减产量为 650 万桶/日)将不足以改善全球油市供需平衡。

4 月 9 日晚上 10 点，“欧佩克+”视频会议正式拉开序幕。大约 10 点 20 分左右，据路透社援引 OPEC 消息人士称，沙特和俄罗斯就深度减产达成协议。欧佩克+以及其他产油国将讨论减产高达 2000 万桶/日，这一结果远超市场预期。消息一出，国际油价瞬间飙升。其中，WTI 一度大涨 13%，布伦特原油涨幅达 11%。不过，半个小时后，欧佩克代表称，欧佩克+将全面减产 1000 万桶/日，为期两个月，在两个月后继续减产，但减产规模下调。即减产规模从 2000 万桶降至 1000 万桶，国际油价迅速跳水，将此前的涨幅几乎全部被吞没。

北京时间凌晨 0 点左右，据欧佩克+消息人士称，欧佩克+正在讨论在 1200 万桶/日的减产范围之外，由其他国家承担 500 万桶/日的减产配额。美国能源部长布鲁耶特表示，对欧佩克+在今天某个时候达成协议感到乐观，美国政府没有管控原油产量的机制。随后，三名欧佩克+消息人士称，欧佩克+就 5-6 月减产 1000 万桶/日达成了原则性协议。欧佩克代表称，欧佩克+将全面减产 1000 万桶/日，非市场传言的减产 2000 万桶/日。WTI 油价由涨转跌，跌幅达 3%。

在长达近 8 个小时的漫长会议之后，欧佩克和非欧佩克成员国(欧佩克+)终于敲定了一份减产协议。协议确定，自 2020 年 5 月 1 日开始减产 1000 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月起，减产 800 万桶/日，至 12 月；自 2021 年 1 月起减产 600 万桶/日，至 2022 年 4 月。每日减产 1000 万桶将是 OPEC 成立以来最大的减产规模，但俄罗斯坚称，只有美国加入该协议，俄罗斯才会减产。加拿大和巴西等其他大型产油国已经表示支持减产，不过这些国家目前是因为市场力量而减产。

总体看来，虽然 OPEC+初步达成协议，但由于墨西哥等国的缘故协议最终能否执行还是大问题。市场仍然具有很大不确定性。而且目前需求下降幅度很大，大约在 10%以上甚至更多，在疫情没有好转之前全球每天原油需求下降可能达到 1500-2000 多万桶。而减产 1000 万桶都不一定能执行，所以市场仍然难以大幅走高。市场在这种不确定性面前再结合低价的原油还是以低位震荡可能性较大。操作上等待再次下探企稳之后逢低做多。

期权策略：等待操作时机。

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