

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：

4月16日消息，芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货周四连续第四个交易日收低，因担心出口需求疲弱。

美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，4月9日止当周，美国2019/2020年度大豆出口销售净增24.47万吨，创市场年度低位，市场预估区间为30-60万吨，较之前一周减少53%，较前四周均值减少68%。当周，美国2020/2021年度大豆出口销售净增6万吨，市场预估为7.5-30万吨。4月9日止当周，美国2019/2020市场年度豆粕出口销售净增15.87万吨，市场预估为10-25万吨，较前周减少18%，较前四周均值减少2%。美国2019/2020市场年度豆油出口销售净增2.12万吨，市场预估区间为0.8-3.5万吨。交易商同样担心美国肉类工厂因新冠病毒关闭，其导致用于牲畜饲料的豆粕需求减少。全球最大的肉类加工厂-Smithfield食品公司周三表示，将关闭美国两家加工培根和火腿的工厂，此前因员工中爆发新冠病毒感染而关闭了一家独立的生猪屠宰厂。

布宜诺斯艾利斯谷物交易所周四在周度报告中称，截至目前，阿根廷本年度大豆作物收割率达到37.8%，平均单产为每公顷3.42吨。交易所称，天气条件有利，收割进程较前周加快21.6个百分点，本年度收割速度较上年度同期加快3.7个百分点。

尽管主要进口来源地受新冠肺炎疫情蔓延影响，中国一季度大豆进口同比略有增加，且价格较为稳定。但3月份单月，大豆进口量却不及去年同期。此外，在进口来源地上，自美国进口大豆量增加2.1倍。

海关总署新闻发言人、统计分析司司长李魁文14日在国新办新闻发布会上表示，中国一季度进口大豆1779.2万吨，同比增加6.2%。虽然一季度大豆进口依然略有增幅，但第一财经记者查询海关数据后发现，今年3月份中国大豆进口量为427.8万吨，较2019年3月份（491.7万吨）同比减少约13%。近期新冠疫情在全球进一步蔓延，外界担忧一些农业出口国可能缩减出口进而影响谷物价格。不过，从数据来看，今年第一季度中国进口大豆的价格保持相对平稳。

疫情促使学校延期开学，（相关饲料，榨油）企业推迟复工，同时也拖慢了生猪补栏的节奏。由此来看，国内大豆需求会大幅度减少。

巴西基础设施部长德福雷斯塔（Tarcisio Gomes de Freitas）表示，将于15日开始计划给卡车司机和港口工人接种相关疫苗，加强他们的卫生保障。

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

目前，巴基斯坦棉纱生产正缓慢恢复，少数纱厂开始复工，产量减少为纱线价格提供了支撑。虽然下游织造厂需求减少，但最近一周棉纱的内销和出口价格均保持坚挺。巴基斯坦突然封锁使纺织厂原料供应不足，政府允许部分纺织厂继续生产，完成国内外即期需求订单。未来一周，巴基斯坦工厂开机率将回升到 40%。随着复工企业的增多，棉纱价格可能大幅下跌。与此同时，巴基斯坦棉花价格没有变化，由于国际棉价很低，纺织厂继续重点采购进口棉。据悉，3 月份巴基斯坦纱厂已累计采购超过 10 万吨进口棉，主要是美棉、巴西棉和墨西哥棉。当纺织厂全面复工之后，巴基斯坦对进口棉的需求将进一步扩大。

新冠疫情影响，今年一季度越南服装出口可能大幅下降。不过在疫情结束后，越南可能获得更大的市场份额，迅速成为全球服装出口的领军者。目前的肺炎疫情将使服装出口加速从中国转移到其他国家，这已经在 2019 年发生，这是由于过去十年劳动力成本的上涨，以及特朗普政府征收的额外美国关税。在 2020 年头两个月，越南占美国服装进口总额的 18.8%，中国为 21.3%。

据奎屯、乌鲁木齐、阿克苏等地棉花监管库反映，3 月中旬以来新疆棉出疆数量持续上升，特别是铁路发运逐渐进入高峰。2、3 月份压抑的发运需求快速恢复。据中国棉花协会棉花物流分会统计，3 月份新疆棉发运量高达 56.47 万吨，环比增加 43.79 万吨，较去年同期增加 5.9 万吨。

3 月我国纺织品服装出口额 154.3 亿美元，同比减少 15.1%，其中纺织品出口额 89.22 亿美元，同比减少 6.3%，服装出口额 65.08 亿美元，同比减少 24.8%。一季度我国纺织品服装累计出口 452.64 亿美元，同比减少 19.6%，其中纺织品出口额为 226.9 亿美元，同比减少 15.6%，服装出口额为 225.7 亿美元，同比减少 23.3%。2020 年 3 月，中国棉纺织行业采购经理人指数 (PMI) 为 50.85%，环比上升 14.26 个百分点，环比上升至 50 荣枯线附近。本月棉纱库存上升，棉花库存下降，生产量和开机率、新订单量均上升。

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。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。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，待再次下探时逢低做多。

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 69.3 万吨至 1141.7 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 432.61 万吨；钢厂库存下降 62.19 万吨至 459.36 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 255.21 万吨。合计库存下降 131.49 万吨。本周产量环比上升 17.93 万吨至 343.44 万吨（去年同期产量 355.16 万吨）。本周厂库与社库继续加速去化，显示旺季需求较好，但库存总量较历史同期仍然最高，与此同时产量回升速度也较快，接近历史同期高位。总体来看，供需两旺。

富宝独立电炉跟踪（周）：八成电炉厂已经复产，电炉厂废钢涨价较快。

一、4 月 16 日电炉钢成本情况 截止 16 日为止，华东区域电炉钢测算成本（100%废钢）3114 元/吨，华东长流程吨钢测算成本（15%废钢比）3209 元/吨，按沙钢上海三级螺 3557 元/吨（磅计=3430/0.97），

模拟电炉吨钢毛利 443 元/吨。如果按钢厂 10 天前的废钢库存成本测算，实际成本可能在 3256 元/吨左右，毛利 301 元/吨左右。最新调研，江苏某电炉厂利润在 200 元左右，浙江电炉厂过磅成本 3200 元/吨。

二、长短流程本周废钢用量/到货情况 本周富宝统计全国 49 家独立电炉厂本周废钢日耗 7.5 万吨/日，环比上周增加 0.7 万吨/日，同比去年少 1.4 万吨/日左右。样本内 17 家电炉厂停产，其中 4 家湖北电炉厂暂未复产，另有 4 家电炉厂由于各种原因，一段时间内都无法复产。样本内本周新增 2 家复产，在产电炉厂废钢用量明显开始回升。本周 70 家长流程钢厂（高+转）废钢日用 12.8 万吨/日，环比上周增加 1.7 万吨/日，同比去年少 2.5 万吨/日。目前 70 家长流程废钢日均到货量 7.9 万吨，供需偏紧，废钢暂时依旧看稳。三、独立电炉厂开工情况 本周 49 家独立电炉厂开工率为 60.4%，环比上周增加 5.5%。本周 49 家电炉厂产能利用率(废钢用量/电炉产能)为 56.2%，环比上周增加 4.9%。样本内在产电炉厂 32 家，在产电炉产能利用率 78%左右（废钢口径），随着电炉厂废钢库存成本的逐步降低以及湖北武汉地区的解封，预计电炉复产还将继续加速。四、废钢价格与行情 富宝资讯最新跟踪 83 家电炉厂，复产 67 家，占比达 80%。

总体来看，钢材现货市场成交逐渐恢复正常，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。近期 10 月螺纹下探到前期低点迅速反弹，仍然处于区间震荡之中的特性明显。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，在区间中间位置暂时观望，如果有下探时逢低仍然可以做多 10 月份螺纹钢。

期权策略：观望。

铜

2020 年一季度是实体经济受新冠肺炎疫情影响的承压期。人民银行认真落实党中央、国务院决策部署，灵活运用多种政策工具，金融逆周期调控力度大幅增强，金融体系对实体经济的信贷支持力度明显加大，一季度，各项贷款增加 7.1 万亿元，是季度最高水平。在信贷供给总量增长明显的同时，信贷结构优化，信贷支持的针对性和有效性在增强。

抗疫和受疫情影响大的行业得到贷款有力支持。一是卫生和社会工作行业贷款增速大幅上升。3 月末，卫生和社会工作业贷款余额 6171 亿元，增速为 17.1%，比上年同期高 7.2 个百分点，信贷全力支持社会抗疫。一季度，卫生和社会工作业贷款新增 624 亿元，同比多增 286 亿元。二是批发零售业贷款增速上升较快。3 月末，批发零售业贷款余额 9.52 万亿元，增速 8.4%，比上年同期高 5.8 个百分点。一季度，批发零售业贷款新增 4418 亿元，同比多增 2742 亿元。三是交通运输、仓储和邮政业贷款较快增长。3 月末，交通运输、仓储和邮政业贷款余额 14.1 万亿元，同比增长 13.3%，比上年同期高 3.5 个百分点。一季度，交通运输、仓储和邮政业贷款新增 6289 亿元，同比多增 579 亿元。

较多中长期贷款流向制造业、基础设施和服务业等领域。一是投向制造业的中长期贷款增速是 2011 年 4 月以来新高，高技术制造业中长期贷款继续较快增长。3 月末，制造业中长期贷款余额 4.15 万亿元，同比增长 16.7%，增速是 2011 年 4 月以来新高，其中，高技术制造业中长期贷款余额 8402 亿元，同比增长 39.2%。一季度，制造业中长期贷款新增 2695 亿元，同比多增 956 亿元。二是基础设施贷款供给明显增加。3 月末，基础设施业（包括交通运输仓储和邮政业、水电气的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业）中长期贷款余额 22.96 万亿元，同比增长 10.5%，比上年同期高 1.8 个百分点。一季度，基础设施业中长期贷款新增 9749 亿元，同比多增 1312 亿元。基础设施业中长期贷款增速有所回升，主要是由于公共设施管理业中长期贷款增速同比增长 12.9%，比上月末高 0.9 个百分点，明显回升。三是服务业（不含房地产）中长期贷款增速上升。3 月末，服务业中长期贷款余额 29.5 万亿元，同比增长 14%，比上年同期高 3.8 个百

分点。一季度，服务业中长期贷款新增 1.54 万亿元，同比多增 3063 亿元。其中，3 月份当月新增 4781 亿元，同比多增 2115 亿元。

仅仅四周时间，美国经济就抹去了过去 11 年中几乎所有的就业增长。美国劳工部周四发布的数据显示，上周申请失业救济金的人数达到 524.5 万。结合之前三周的失业申请报告，过去四周申请失业救济的美国人数达到了 2202.5 万。这个数字已经非常接近自 2009 年 11 月以来增加的 2244.2 万个非农就业岗位。受疫情影响，美国人失业的迅速将是空前的。Principal Global Investors 首席策略师 Seema Shah 表示：“尽管周四发布的失业人数较上周有所减少，但这仍然意味着金融危机以来的所有就业机会都已被抹去。此外，由于许多工人（包括零工）未包括在这些数字中，因此劳动力市场的痛苦程度可能甚至比这些数字所表明还要严重。”她补充说：“对下半年经济的担忧可能被低估了。尽管政府正在寻求解除经济封锁，但经济重新开放只会是渐进的，这加剧了企业和家庭的财务压力，抑制了需求，并暗示经济复苏将放缓。”

小公司最担心的事情来了 美国小企业贷款援助计划资金告罄。美国小企业管理局（SBA）表示，该局已经停止接受借款申请和新贷款方的加入，因为旨在帮助小企业熬过疫情危机的 3490 亿美元联邦救济计划已经再无资金可用。官员们说，如果没有更多资金进来，许多蜂拥涌向银行申请贷款的小企业将无法获得帮助，因为这项联邦救济计划遵循“先到先得”原则，推出仅仅两周后，已没有资金可让 SBA 用于对额外贷款提供担保。而国会在增加援助额方面陷入了僵局。全美独立企业联盟（NFIB）总裁 Brad Close 表示，“小企业最担心的情况真的发生了”。NFIB 是美国最大的小企业行业组织。Close 称，“美国小企业处于悬崖边缘，他们竭尽全力希望继续开业，留住自己的员工。国会议员和官僚主义让他们失望了，那些希望参加薪酬保障计划（PPP）的最小企业处境最为不利。”

据 SMM 调研 3 月漆包线开工率为 77.40%，与 2 月相比环比大涨 52.59%，比预期的 70.64% 高 6.76%。但预计 4 月漆包线企业开工率为 78.42%，只微涨 1.02%。3 月国内铜棒企业开工大幅好转。据 SMM 调研数据显示，3 月份铜板带箔企业整体开工率为 73.07%，同比下滑 2.38 个百分点，环比大幅回升 17.19 个百分点。

CSPT 未能就 2020 年第二季度的加工处理费（TC/RCs）达成共识，主要因为疫情带来的不确定性令决策复杂化。此前 MMG 宣布遭遇了不可抗力，Cobre Panama、Constancia 等矿山暂停运营。

供应点干扰率持续提高，同时封锁措施导致物流运输效率大幅下降的影响，TC 继续下滑至 62.5 美元/吨，4 月中旬前封锁状态难有改善，预计 TC 仍将继续下调，此外南非、马来西亚等国的封锁造成短期粗铜和废铜供应面临短缺局面。需求端，国内去库表现良好，但 LME 库存迎来累库，同时通过对下游调研，部分企业表示后续订单情况并不乐观，消费增长的持续性并不乐观。近期供应端的干扰和宏观情绪的改善支撑铜价且给予一定反弹动力，但疫情对消费的干扰并没有得到实质改善，以消费型经济结构为主的欧美国家承受经济压力愈加严峻。预期反弹之后再次下探，但恐慌程度不如前期。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，但上方压力阻击加大，由于供给端的不确定性暂时先观望。

期权策略：目前波动率仍然较高，观望为宜。

原油：

4 月 15 日伦敦报道，国际能源署(IEA)执行董事法提赫·比罗尔(Fatih Birol)周三表示，本月可能是石油行业经历过最糟糕的一个月。在能源监管机构 IEA 发布月度报告后，比罗尔在电话会议上告诉记者，几年后，当我们回顾 2020 年时，我们很可能会发现 2020 年是全球石油市场历史上最糟糕的一年。

IEA 在其月报中称，目前没有一项可行的减产协议，能够使减产幅度足以抵消目前这样的短期需求损失。IEA 月报指出，预计 2020 年石油需求较上年减少 930 万桶/日，随着需求下降超过 OPEC+ 的减产量，石油储备可能会饱和。更多具体数据如下：预计 4 月石油需求同比减少 2900 万桶/日，降至 1995 年以来的水平。第二季度石油需求较上年同期减少 2310 万桶/日，12 月预计减少 270 万桶/日。

在产量方面，在 OPEC+ 达成减产协议后，5 月的石油产量预计减少 1200 万桶/日。非 OPEC 国家第四季度石油产量可能减少 520 万桶/日，全年可能减少 230 万桶/日，其他产油国（主要为美国和加拿大）由于油价下跌，未来几个月产量可能减少 350 万桶/日。

对于原油库存量，3 月原油的浮动储存量增加了 22.9 万桶，至 103.1 万桶。上半年隐含库存增加 1200 万桶/日，可能超过石油行业的物流承载力。经合组织 2 月石油库存减少 3540 万桶/天，至 28.78 亿桶，这是因为产品的需求抵消了原油库存的增加。经合组织石油库存较五年平均水平低 4240 万桶，由于前景疲弱，目前库存可覆盖未来 79.2 天的需求。此外，IEA 还预测 2020 年全球炼油产量将下降 760 万桶/日，至 7430 万桶/日。

不难发现，此前已有机构大幅调降需求预期，预计二季度全球原油需求大幅萎缩。疫情在全球蔓延引发原油需求坍塌，而由于大部分国家疫情爆发集中在二季度，因此对二季度原油需求的影响最为显著。而根据高盛在 3 月底的预估，二季度原油需求降幅最大，尤其是 4 月份全球需求将减少 1868 万桶/日，占总需求的近 20%，疫情对美国需求冲击的高峰时期在二季度，而对对中国需求冲击的高峰在一季度。

当地时间 4 月 11 日凌晨，G20 能源会议落下帷幕，二十国集团能源部长会议公报正式发布，各国态度明确，即减产显然有利于当前的能源市场与油价。随后多国就此 OPEC 会议未解决的问题同样进行了讨论，最终市场迎来了一份 OPEC+ 历史性减产的协议。从减产协议的内容来看，将自 2020 年 5 月 1 日起减产 970 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月 1 日至 12 月减产 770 万桶/日；自 2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 580 万桶/日；俄罗斯和沙特将于 5-6 月各减产 250 万桶/日，减产的基准均是 1100 万桶/日，其他国家都以 2018 年 10 月的产量为减产的基准水平；除承担减产份额外，沙特、阿联酋和科威特三国同意额外联合削减原油出口量 200 万桶/日；伊朗、委内瑞拉和利比亚将被豁免在减产决议之外；G20 产油国可能额外减产 450 万桶/日，美国、巴西、加拿大将共同减产 370 万桶/日，墨西哥将从 5 月起减产 10 万桶/日，美国将减产 30 万桶/日来弥补墨西哥的减产幅度。虽然产油国达成了减产共识，但减产基准偏高或令实际的减产量大打折扣。根据高盛的预计，在减产框架下，产油国产量较一季度降幅仅为 450 万桶/日左右。

虽然当前因疫情导致全球原油需求下降达 20%，当前的减产量并不能抵消市场的过剩量，但从长远来看，疫情过后市场需求将逐步恢复，而产油国的减产会持续到 2022 年，此消彼长之下，预计将逐步平抑市场的过剩量。因此，虽然短期油价难言乐观，但也不至于过度悲观，至少产油国在减产问题上的态度，对持续下跌的油价形成底部支撑。

原油市场现在通过远月大幅升水的方式消化近月利空和表现远月利多。市场反复震荡筑底可能性较大。如果全球疫情持续爆发，那么换月之后由于现货需求不佳导致换月之后会出现近月合约补跌的情况。在疫情没有好转及减产难以抵消市场需求下降份额的情况下这种可能性比较大。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。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