

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

✉:shenenxian_qh@chinastock.com.cn

豆粕菜粕：

2020年4月份巴西大豆出口或达到1450万吨。里约热内卢4月23日消息：据市场人士称，2020年4月份巴西大豆出口量可能达到1450万吨，同比增加45%。巴西外贸部发布的报告显示，4月份前三周巴西已经出口近916万吨大豆，环比增加28%。外贸部称，2020年1季度巴西大豆出口为1800万吨，同比增加14%，其中近74%的大豆出口到中国。

一位巴西分析师称，雷亚尔贬值提振了巴西大豆在国际市场上相对美国大豆的竞争力。自1月份以来，雷亚尔已贬值近三分之一。贸易商称，在中国港口，目前巴西大豆售价比美国大豆便宜10美分/蒲式耳。

咨询机构AgRural公司称，截至4月16日，巴西大豆收割工作已经完成计划面积3640万公顷的92%，比五年平均进度高出1%。据巴西农业部下属的国家商品供应总局Conab去年12月份表示，2019/20年度（2月到次年1月）巴西大豆出口量可能达到7200万吨，同比增加3%。

华盛顿4月23日消息：美国农业部周度出口销售报告显示，美国对华大豆出口销售总量同比减少3.8%，上周是同比减少2.3%。截止到2020年4月16日，2019/20年度（始于9月1日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为1235.0万吨，高于去年同期的552.8万吨。2019/20年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为1263.4万吨，较去年同期的1313.4万吨减少3.8%，上周是同比减少2.3%，两周前是同比减少2.5%。

美国农业部在2020年4月份供需报告里预计2019/20年度（10月至次年9月）中国大豆进口量预计为8900万吨，高于3月份预测的8800万吨，比上年提高7.83%；2018/19年度中国大豆进口量为8254万吨，同比减少12.28%。

布宜诺斯艾利斯4月22日消息：美国农业部驻布宜诺斯艾利斯农业参赞那发布的阿根廷油籽以及制成品年报报告显示，2019/20年度阿根廷大豆产量预计为5100万吨，比农业参赞2月份的预测值调低了260万吨或者4.8%。

23日北方豆粕多稳，局部窄幅波动。6-9月2009 长春+200 铁岭+160 天津+60 济宁+80 日照+80；孙吴景润3600 盘锦汇福3130 经历昨日部分偏强反弹后，23日南方豆粕多稳，局部窄幅波动。北海2910 泰州3020 巢湖3120 荆州3140；6月东莞07+20 防城九三4月09+180 经历昨日部分偏强反弹后。

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，豆类市场仍然承压。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

近日南疆地区普降大雨，喀什伽师县四乡、兵团一师十一团等棉区遭受冰雹袭击。预计4月下旬南疆地区将持续降水降温天气，对尚未完成棉花播种任务的地区播种进度，及棉花苗期生长，产生不利影响。4月18-21日，喀什地区降雨受灾较为严重的是塔吉克阿巴提镇，该乡镇春播作物棉花共近6000亩地，积水都较为严重，预计6000亩地棉花需要全部重新播种。

据澳大利亚棉花协会的预测，2019/20年度澳大利亚植棉面积只有6万公顷，不到上年度（29.2万公顷）的四分之一。今年1-2月的降雨缓解了澳大利亚主产棉区的长期干旱，有效地补充了水库，也让澳大利亚棉农对来年的生产报以希望。目前，多数地区的蓄水比例已达四分之三，灌溉田的扩种形势已经比较明朗，至于旱地田扩种，还需要看临近播种时期的具体情况而定。而且，要使土壤水分完全充足，今年冬季（年中）还需要更多的降雨。毕竟，整个产区已经干旱了太久太久，有些地区仍需要50-75毫米的降雨才能播种。未来几周，澳大利亚达令地区的棉花收获即将开始，而新冠疫情的封锁措施会让收获工作受到影响。澳大利亚行业人士表示，疫情对棉花行情最大的冲击是，目前道路封锁给收获棉花带来一定麻烦。

印度棉花S-6轧花厂提货价报35400卢比/坎地，折58.90美分/磅；旁遮普J-34报3740卢比/莫恩德，折59.30美分/磅。近十日，印度棉花公司（CCI）在MSP项下收购籽棉折皮棉约2500吨，目前累计收购185.3万吨。其中马哈拉施特拉邦库存达80%，该邦棉农正在申请CCI降低收购标准。

受全球新型冠状病毒影响，欧洲纺织与成衣制造业预计今年的销售和生产将下降50%以上，其中大多数公司已进行裁员，且面临财务上的困难。据欧盟统计局数据显示，尽管2019年纺织与成衣业销售和出口额表现良好，但由于欧盟经济衰退、英国脱欧，制造业需面临不确定的关税压力，欧洲的纺织和成衣业渡过艰难的2019年。欧洲服装和纺织品工业协会（Euratex）表示，纺织品和成衣业的数据与总体情况相符。就业人数下降超过2%，营业额自2012-2013年以来首次出现负增长，与2018年相比，纺织品下降2%，服装下降1.3%。然而正在进行的一项针对Euratex成员们的问卷调查显示，2020年3月因新型冠状病毒，纺织品和服装产业的信心指数已“急剧下降”，并评估影响情况只会越来越糟。问卷调查初步结果显示，超过一半的公司预计销售量和产量将下降50%以上。此外90%公司在财务状况上面临严重限制，80%公司则将临时裁员，25%公司正考虑停止营业。

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63.71万吨至1077.99万吨（近10年最高1428万吨），同比去年高404.72万吨；钢厂库存下降26.16万吨至433.2万吨（近5年最高776万吨），同比去年高234.88万吨。合计库存下降89.87万吨。本周产量环比上升14.03万吨至357.47万吨（去年同期产量359.97万吨）。本周厂库与社库继续去化，但环比降幅收窄，库存总量较历史同期仍然最高，与此同时产量回升已经接近历史同期高位，供需两旺格局仍在，但现实库存压力依然不小。

本周五大品种库存继续降库155.83万吨，但降幅收窄37万吨。从降库规模来看，螺纹钢依然是主力，厂库社库共计下降89.87万吨，表观需求447万吨，较上周474.93万吨下降28万吨。目前总库存量2828

万吨，较3月峰值下降约1000万吨。虽本周降库有所放缓，但表观需求尤其是螺纹钢的表观需求仍保持在周平均450万吨的规模，意味着钢价短期仍有较强的支撑。从中钢协4月中旬数据来看，重点统计钢铁企业共平均日均粗钢产量和钢材粗钢产量较上一旬环比分别增加0.29%和2.97%，但同比去年分别下降2.7%和0.41%，整体来看，受疫情影响，高库存压力和订单压力之下，钢厂今年增产空间明显收窄，增产动力放缓。建筑钢材来看，全国各地继续处于去库存阶段，且华北、西南市场去库存较快，华东地区同比去年库存总量压力较大，同比增加103%，降库缓慢。热卷华北地区降库较快，周环比下降16%，较去年同比增加60%，热卷整体库存量较去年增库平均在50%以上，尤其华东地区库存总量同比增幅超过90%，压力仍大。

数据显示，截至4月21日，今年重点监测城市流拍率升至21.8%，较2019年增加了5.8个百分点。尽管3月以来土地市场供应逐步恢复，但土地成交依然不佳。房地产今年受到疫情影响，销售下滑明显。1-3月，商品房销售面积21978万平方米，同比下降26.3%。影响房地产进一步开发投资和土地成交，考虑到地方政府财政压力，土地供应会继续加大，地方刺激消费政策也会继续加码。

4月22日，中国钢铁工业协会召开新闻发布会介绍一季度钢铁行业形势。中钢协称，截至4月19日，中钢协监测的191家企业中，在产企业178家，因疫情影响停产或暂未复产企业13家。目前，钢铁生产保持平稳。同时，中钢协也提及，一季度受主要用钢行业各项指标同比均大幅下降影响，钢材消费下滑，价格持续走低。

一季度中钢协会会员企业利润总额同比下降50.8%。据国家统计局公布的数据，一季度，全国累计生产粗钢23445万吨、同比增长1.2%，日均产量为257.64万吨、同比增长0.09%；生产生铁19974万吨，同比增长2.4%；生产钢材（含重复材）26742万吨，同比下降1.6%。3月份，全国粗钢产量为7898万吨，同比下降1.7%；日均产量为254.77万吨，同比下降1.68%，比1—2月份下降1.19%。

钢材出口下降，进口有所增长。一季度，我国累计出口钢材1429万吨，同比下降16.0%；进口钢材318万吨，同比增长9.7%。3月份，全国出口钢材648万吨，同比增长2.4%；进口钢材114万吨，同比增长26.5%。

中钢协表示，当前钢铁行业需求下滑，价格持续走低，受国际疫情蔓延影响，出口面临压力。另外，行业还面临矿价与钢价走势背离，降本增效难度加大的挑战。据海关总署数据，一季度，我国进口铁矿石进口平均价格为90.59美元/吨，同比上涨11.7%。同期，钢材价格同比下跌5.7%。进口铁矿石价格走势和钢材价格走势背离，给钢铁企业降本增效带来较大压力。

中钢协表示，要千方百计地维护市场稳定，毫不动摇地深化供给侧结构性改革。中钢协称，经过近几年的供给侧结构性改革，钢铁行业的抗风险能力有所提升。但钢铁去产能成果尚不牢固，深化供给侧结构性改革的任务仍十分紧迫。要持续保持打击各类违法违规新增产能行为的高压态势，积极配合开展举报核查工作。科学决策投资方向，防止盲目大举新建钢铁产能，警惕再次出现严重产能过剩的风险。

总体来看，钢材现货市场成交逐渐恢复正常，螺纹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。主力合约10月螺纹仍然处于区间震荡之中的特性明显，但下一步可能有走势收窄的可能。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

4月LPR非对称降息。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2020年4月20日贷款市场

报价利率 (LPR) 为: 1 年期 LPR 为 3.85%, 5 年期以上 LPR 为 4.65%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。与上月相比, 本月 1 年期 LPR 下调 20 个基点, 是 LPR 改革后下调幅度最大的一次; 5 年期以上 LPR 下调 10 个基点。这也是 LPR 改革以来第三次非对称降息。

1 年期 LPR 报价较上期下降 20 个基点, 符合市场预期。此前, 央行已先后下调逆回购和 MLF 利率 20 个基点, 这表明从政策利率向贷款市场利率传导机制的畅通。这次 5 年期以上 LPR 只下降了 10 个基点, 体现了房地产金融政策的连续性和稳定性, 有利于促进房地产市场平稳健康发展。

为深化利率市场化改革, 提高利率传导效率, 推动降低实体经济融资成本, 人民银行决定改革完善贷款市场报价利率 (LPR) 形成机制。2019 年 8 月 20 日, LPR 迎来了改革后的首次报价。2020 年 4 月, 1 年期 LPR 为 3.85%, 5 年期以上 LPR 为 4.65%。

4 月 17 日, 中共中央政治局会议明确指出, “稳健的货币政策要更加灵活适度, 运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕, 引导贷款市场利率下行, 把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。”

这次 LPR 下调 20 个基点, 是自去年 8 月 LPR 改革以来, 降息幅度最大的一次, 有利于进一步降低实体经济融资成本。

铜市场 2020 年铜矿山增产的项目并不多, 铜精矿加工费 TC/RC 较 2019 年大幅下滑, 原料供应相对于冶炼产能的紧张局势仍然存在。2019 年四季度铜精矿、电解铜及铜材进口同比增幅明显扩大, 国内精炼铜和铜材产量大幅增加, 这与下半年电网投资环比增加和汽车、空调等产品的边际好转有关, 也部分建立在市场对 2020 年基建加码、地产后周期消费向好的良好预期基础上的。但需关注国家电网将 2020 年电网投资计划定在 4080 亿元, 预计这一投资将比 2019 年的 4500 亿同比下降 8.8%, 电网投资的大幅缩减对铜消费将产生直接冲击。而且铜市场受新冠疫情冲击家电汽车等需求都在下滑, 包括房地产今年需求也要稍打折扣。

目前矿端干扰已确定量在 0.7%, 而未明确量十分可观, 减产叠加南美、非洲矿石物流运输效率大幅降低导致短期矿处于紧缺状态, TC 下调至 57.87 美元/吨, 国内已有炼厂将年度检修计划提前至二季度, 矿端的干扰向冶炼传导。废铜二季度批文预计同比下滑, 但海外废铜供应因疫情影响而大幅下滑, 造成我国进口量不足。需求方面, 国内需求持续回暖, 出库水平已恢复至去年同期的 8-9 成, 考虑到供应端的干扰 (尤其是废铜), 国内社会库存和保税区库存持续下降, 而海外过剩逐渐显现, 短期内外库存背离走势或持续。在疫情干扰下供应持续低迷, 而需求方面除了消费的回暖, 前期积压订单也贡献较大, 随着这些积压订单的消化以及出口订单影响的显现, 如此强力的去库将难以持续。基于对供需两端的调整, 二季度过剩量有所收窄, 但并未扭转过剩局势。铜价经过前期大幅反弹接近 43000 以上阻力位。铜市场前两年的低点 44500 左右, 本轮反弹压力位在 43000-44500 一带。阻力位上方铜矿均有利润, 再加上需求不足, 如果供给端受疫情影响不大很难突破。但由于目前虽然需求不利, 但由于供给端受到干扰, 铜市场并不是严重过剩, 故铜可能会选择均衡的震荡区间等待基本面变化再行突破。操作上, 市场短期可能转入区间震荡状态, 观望为宜。

期权策略: 目前波动率仍然较高, 做空波动率或观望为宜。

原油:

周三(4月22日)美国总统特朗普发推称,如果伊朗在海上骚扰美国的船只,美国海军将击落并摧毁其炮艇。受此影响,陷入历史性崩跌浪潮的原油似乎看到了一丝曙光,美国 WTI 原油当日一度大幅拉升近 40%,布伦特原油也强势上扬。随着原油市场企稳,美股三个交易日以来首次上涨。

几天前,美国国防部称,伊朗伊斯兰革命卫队海军舰艇在波斯湾靠近美国海军和海岸警卫队舰艇的地方采取了“危险和挑衅”行动。特朗普在推特上写道:“我已经指示美国海军击落并摧毁所有伊朗炮艇,如果他们在海上骚扰我们的船只。”

对此,伊朗伊斯兰革命卫队海军发表声明称,美国对伊朗革命卫队的指控是虚假的好莱坞情节。该声明表示,近几周,伊朗注意到美国海军在波斯湾的不专业行为再次出现,已经威胁到该地区的安全与稳定,并构成新的风险。声明提到,美国海军在其官方声明中,对该事件进行了不正确且有目的的描述。

地缘政治方面的消息,可能是油价飙升的原因之一,因为空头回补了他们的头寸。

OPEC+本月早些时候同意将日产量削减了约 1000 万桶,以减少供应过剩。原定于 5 月开始的减产计划正在慢慢提前,阿尔及利亚和科威特表示将立即削减产量。美国的页岩油运营商已经开始关闭油井,停止钻探,这些措施可能会使产量减少 20%,并导致数千工人失业。

但目前石油市场仍有多余的供应,且库存也在逐日增加。石油市场也不得不应对交易所交易基金引发的波动。美国石油基金表示,由于特殊的市场条件,可能需要将更多的 WTI 合约转期。另外,美国 EIA 公布,上周美国原油库存增加 1500 万桶,至 5.186 亿桶,为近三年来最高。俄克拉荷马库欣的库存增加了 480 万桶,至 5970 万桶,基金 7600 万桶左右的最大产能。目前约有 3400 万桶原油在海上储存,还有 4500 万桶将在本月底前装船。

经过对全球主流石油公司以及美国页岩油生产商生产成本的测算和比较,全球主流石油公司完全成本在 41-52 美元/桶,付现成本在 15-21 美元/桶,而美国页岩油企业的完全成本和付现成本也处在这一水平线上。因为很多产油商都在远月上套期保值了,所以通过目前价格让产油商因为亏损而快速减产暂时可能性不大,但要关注新的减产联盟是否有进一步扩大减产协议的可能。

新冠疫情对全球石油需求的冲击已经体现出来。OPEC+将从 5 月 1 日开始减产,4 月仍是减产的空档期。美国石油需求是按周公布的,能为观察新冠疫情对经济需求的影响提供很好的样本。与 3 月前三周均值相比,3 月最后一周美国整体石油消费下降了 15%,其中汽油下降了 29%;而 4 月第一周的数据更加糟糕,整体石油消费与 3 月前三周均值相比下降了 31%。从需求端来看,4 月是需求冲击最厉害的时段,我们预测需求降幅为 2000 万桶/天。因此从现在到 5 月 1 日,全球原油库存将会出现快速的累积。我们估计全球有将近 10 亿桶的原油库存冗余,原油库容将接受极限考验。此外,考虑到全球一半的原油可用库容在美国,空间上分布极不均匀,4 月份我们将看到某些原油出口国面临库容不够的局面。

原油市场现在通过远月大幅升水的方式消化近月利空。尽管 5 月份 OPEC+开始减产,但如果疫情没有缓解仍然可能过剩。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。但由于原油处于绝对低价位,市场稍有利好就会反弹,而且受减产及地缘政治因素影响反弹也有一定力度,总之低位宽幅区间震荡在所难免。操作上避免追涨杀跌,等待下探企稳时短线逢低做多。

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