

沈时度势——期货市场投资策略周度分析

2020年05月08日

## 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：

美国农业部周四公布的出口销售报告显示，4月30日止当周，美国2019/2020年度大豆出口销售净增65.3万吨，市场预估区间为60-110万吨，较之前一周减少39%，较前四周均值增加19%。当周，美国2020/2021年度大豆出口销售净增17.75万吨，市场预估为10-30万吨。加拿大统计局周四表示，加拿大农户计划在2020年减少油菜籽的播种。统计局还表示，油菜籽库存总量减少12.3%，从去年同期的1020万吨降至890万吨。巴西Itaqui港总裁Ted Lago周四表示，该港口并未受到马拉尼奥州实施的封锁措施影响，2019年该港口大豆出口占到巴西总出口10%以上。

美国农产品巨头ADM日前预测称，随着中国履行中美第一阶段贸易协议下的承诺，其从美国购买的大豆数量将恢复到贸易战前的水平。尽管新冠肺炎疫情给全球经贸带来冲击，但中国仍然在落实中美两国年初签署的第一阶段贸易协议。美国大豆出口协会中国首席代表张晓平6日接受《环球时报》记者采访时透露，今年3月中下旬至4月中旬，中国企业共采购110多万吨美国大豆，“这些采购无疑会推动中美第一阶段协议的执行，也会帮助中国保障大豆供应安全。”

根据中国海关总署公布的数据，今年一季度，中国进口大豆1779.2万吨，增加6.2%。同期，中国自美国进口农产品355.6亿元，增长1.1倍，其中进口大豆781.4万吨，增加2.1倍，总价值218.8亿元，增长2.1倍。海关总署新闻发言人李魁文在上月14日的一季度贸易数据发布会上表示，随着中美第一阶段经贸协议的逐步落地，双边经贸出现了一些积极的因素，尤其是近期部分自美进口商品出现了良好的增长势头。

根据国际市场行情，一般进入3月，中国就会重点转向从巴西等南美生产国进口大豆，但中国企业仍然继续从美国采购，这也引来市场不少猜测。张晓平告诉《环球时报》记者，一些分析人士认为这是中国在充实国家储备，也有人认为这是为南美未来可能因新冠肺炎疫情影响而出现的供应困难做准备。“可以肯定的是，这些采购无疑会推动中美第一阶段协议的执行，也会帮助中国保障大豆供应安全。”

外媒5月6日消息：国际谷物理事会发布的月度报告显示，2020/21年度全球大豆产量预计为5.07亿吨，比上次3月26日的预测值调低了200万吨，但是继续高于2019/20年度的4.98亿吨。2020/21年度全球大豆消费量预计为5.02亿吨，高于上次预测的5.01亿吨，也高于上年的4.95亿吨。2020/21年度全球大豆期末库存预计为1.81亿吨，低于上次预测的18.85亿吨，但是高于上年的1.76亿吨。

美豆距离800美分不远，下方具有较强支撑，下一步随着夏季天气炒作阶段的到来，及疫情逐渐得到控制，再加上国内生猪存栏逐渐恢复，豆粕市场需求将逐渐复苏，故美豆与国内豆粕都将在低位获得一定支撑。估计市场将步入区间震荡行情，操作暂时观望。

期权策略： 卖出看涨期权或观望。

棉花

据乌鲁木齐、阿克苏等地棉花监管库反馈，4月底以来，新疆棉公路发运量维持高位并呈小幅增长态势，尤其是河南、山东、江苏等重点流向。铁路运输集中在有专用铁路线的专业仓储库，流向则比较广泛，广东、福建、江浙、湖北、山东、河南、河北等各消费区的发运量均保持满负荷状态。阿克苏、库尔勒仓储库判断，2020年4月份棉花出疆发运量将突破60万吨，创本年度新高。

据海关统计，4月我国纺织品服装出口额213.61亿美元，同比增加10%，其中纺织品出口额146.21亿美元，同比增加49%，服装出口额67.4亿美元，同比减少30%。前4个月我国纺织品服装累计出口666.25亿美元，同比减少12.1%，其中纺织品出口额为373.115亿美元，同比增加2.9%，服装出口额为293.089亿美元，同比减少22.3%。今年一季度，美国服装进口量和进口额同比分别下降11.8%和12.1%，对中国服装的进口量下降42.4%，进口额下降52.4%。美国对中国以外地区服装进口量和进口额分别下降3.2%和5.5%。一季度，越南占美国服装进口的比重从一年前的15.9%提高到18.9%。中国的比重则从28.3%骤降至18.3%。同时，美国对印度尼西亚服装的进口大幅下降，对柬埔寨、巴基斯坦和约旦的进口则继续增加，对缅甸的进口量同比几乎翻倍。

国际棉花咨询委员会(ICAC)发布的5月份全球产需预测认为，因新冠疫情影响到全球经济，纺织品服装消费需求急剧下降，2019/20年度全球棉花消费量为2294万吨，同比减少11.8%，棉花进口量为826万吨，同比减少10.4%。新冠疫情的不确定性和中美贸易问题影响着棉农的种植意向。2020/21年度，全球植棉面积预计减少4%，为3300万公顷。

越南工业和贸易部数据显示，2020年4月和5月越南纺织品和鞋类的订单量将同比下降约70%。即使在5月底全球疫情有所缓解，Vinatex仍将损失1万亿越南盾(约合4240万美元)，是2019年5100亿越南盾净利润的2倍。Vinatex首席执行官表示：按目前情况，到5月将有30-50%工作机会消失。越南纺织业是该国出口市场重要部分，2019年占出口总值的10%左右。如果纺织业受到影响，那么越南出口市场也将受到重创。据越通社报导，疫情下越南出口活动正面临重重困难。据统计，2020年第1季越南出口总额达590.8亿美元，同比增长0.55%，进口额达562.6亿美元，同比下降1.9%，实现贸易顺差28亿美元。

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，如果全球疫情继续蔓延，需求会受到较大影响。纺织行业上下游订单出现大幅缩减，外贸订单大量取消的纺织企业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。但另一方面，棉花期货市场近期明显出现区间震荡行情，市场向下动力减弱，估计市场将以低位区间震荡方式等待基本面好转，操作上不建议追高，待下探时逢低做多。

期权策略：尝试参与做空波动率策略，或卖出看跌期权。

## 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46.45万吨至949.32万吨(近10年最高1428万吨)，同比去年高316.6万吨；钢厂库存下降27.74万吨至367.92万吨(近5年最高776万吨)，同比去年高154.33万吨。合计库存下降74.19万吨。本周产量环比上升10.46万吨至368.98万吨(去年同期产量375.72万吨)。受假期影响，本周厂库与社库下降速度放缓，但同比去年，去库速度依然不慢，与此同时产量上升至历史高位，市场供需两旺。

成品材市场来看，五一假期成本端支撑走强，市价稳中偏强为主，市场心态乐观，厂商探涨意愿不减，市价主流上扬。目前市场状态如下：1.终端多按需补库，成交难有大幅放量。2.期螺以及钢坯带动下，现货市场氛围向好。3.库存仍处高位，贸易商积极出货占据主导。4.主导钢厂挺价意愿强，价格具有抗跌性。%。本周钢厂产量有所回升，厂、社库存继续下降，但降速有所放缓。基差来看，截至周四，期螺主力贴水全国现货均价 225 元、贴水上海现货理计价 71 元，贴水幅度不大，若现货涨势放缓，则对期螺涨势形成制约。

目前钢材呈供需两旺格局，随着我国疫情的控制，下游复产带动钢材需求上升，同时钢铁行业以销定产，钢材产量上升一定程度上反映需求向好。

逆周期调控政策加码，钢材内需不悲观。对于内需而言，国家逆周期调控政策加码将明显提振建筑业以及汽车行业。一季度，国内经济受疫情冲击明显，一季度实际 GDP 增速-6.8%，4 月 17 日中共中央政治局会议指出，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，预示着将有更大的宏观政策力度来稳增长保就业。今年以来，财政货币双发力，通过适当提高赤字率、发行特别国债、扩大专项债等手段进行财政扩张，通过定向降准、引导利率下行降低企业融资成本。3 月社融数据表现亮眼，社会融资规模存量同比增速 11.5%，环比+0.8 个百分点，表内外融资环比均明显回升，企业债券融资超预期，企业债券融资同比增 177%。3 月社融是流动性充裕、信用宽松、企业复工复产融资需求回升同时作用的结果。

地产是政府逆周期调控的主要手段。房地产在房住不炒的主基调下，整体政策空间不大，但一城一策背景下仍然存在边际放松的可能，目前多地放宽新房预售审批标准，地产企业为加大推盘，将加快前端的开工及施工进度。另外地产是资金敏感型行业，宽货币宽信用背景下，房产企业融资改善，特别是利率下行下，房企融资成本下行，这有利于稳定地产投资，同时，利率对于房屋销售也有正向作用。3 月地产投资恢复较快，地产投资增速由负转正，回升至 1.14%，环比上升 17.5 个百分点。预计二季度在地产赶工预期支持下，螺纹钢需求环比将明显回升。

基建是政府托底经济的主要手段，但近年来受表外融资渠道监管趋严，特别是城投债的规模萎缩，基建投资增速明显放缓。基建资金来源主要包含五大类：国家预算内资金、国家贷款、自筹资金、利用外资和其他资金。根据 2016 年统计局公布的数据：基建自筹资金占比 60%；国家预算内资金占比 16%；国内贷款占比 15%；利用外资占比 1%。其中，自筹资金主要来自城投债、非标融资(信托项目、委托贷款)、PPP 等，一般是政府隐性负债的表现。随着 2017 年政府严查表外融资以及资管新规的出台，表外融资渠道关闭，地方政府自筹资金缩减明显；国家预算内资金主要来自一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会基金预算。地方政府专项债作为政府性基金预算的重要组成部分，是基建资金来源的一方面。今年为对冲经济下行压力，政府专项债发行规模超前，发行节奏也明显前移，预计基建投资增速将显著回升。2020 年政府三次下达提前批专项债额度，共 2.29 万亿，财政部还鼓励地方争取在今年 5 月底前将 2.29 万亿元新增专项债发行完毕。虽然具体专项债额度需等两会确认，但相比去年全年 2.58 万亿的规模，预计今年地方政府专项债券规模有望提升至 4 万亿，专项债对基建的拉动可能达到 8%以上。此外，专项债可用作资本金以及资本金比例下调，地方政府可通过部分专项债扩大融资规模，有助于进一步撬动基建投资。在信贷偏松的背景下，基建国内贷款、非标融资规模也可能进一步扩大。全年乐观估计，基建投资增速可达 10%以上，将明显拉动螺纹钢需求。

5 月专项债洪峰将至 万亿投向基建。为了将被疫情冲击的经济拉回正常运行轨道，稳投资力度在不断加大。其中，地方政府专项债券(下称“专项债”)加快发行，为重大基础设施建设项目筹资。5 月 12 日，江苏财政厅将发行 463 亿元专项债，拉开 5 月地方政府发行新增专项债序幕。市场普遍预计，按照财政部此前要求，5 月份专项债规模可能达到 1 万亿元，将创近些年单月发行量新高。今年新增专项债发行规模将创历史新高。目前财政部提前下达了 2020 年 2.29 万亿元专项债额度，这已经超过了去年全年额度(2.15 万亿元)。市场普遍预计，今年全年专项债额度约为 3.5 万亿元。而接受第一财经采访的部分专家甚至认为，

这一数据可能接近 4 万亿元。

总体来看，螺纹钢期货近几个月一直处于大区间震荡之中，但近期经过调整之后向区间上方压力位附近回升，中长期看，基建及房地产需求的恢复，专项债的快速发行，都对未来钢材市场有一定支撑，从需求周期和疫情控制情况及今年房地产的任性和基建回升加大来看，未来需求仍然比较乐观。短期内钢材仍将保持强势。操作上，在区间震荡期间不建议追涨杀跌，关注区间上缘 3500 以上压力的突破情况再定夺。

期权策略： 观望。

## 铜

据海关统计，今年前 4 个月，我国货物贸易进出口总值 9.07 万亿元人民币，比去年同期（下同）下降 4.9%，降幅比一季度收窄 1.5 个百分点。其中，出口 4.74 万亿元，下降 6.4%；进口 4.33 万亿元，下降 3.2%；贸易顺差 4157 亿元，减少 30.4%。按美元计价，前 4 个月，我国进出口总值 1.3 万亿美元，下降 7.5%。其中，出口 6782.8 亿美元，下降 9%；进口 6200.5 亿美元，下降 5.9%；贸易顺差 582.3 亿美元，减少 32.6%。

4 月份，我国外贸进出口 2.5 万亿元，同比微降 0.7%；其中，出口 1.41 万亿元，增长 8.2%；进口 1.09 万亿元，下降 10.2%；贸易顺差 3181.5 亿元，增加 2.6 倍。按美元计价，4 月份我国外贸进出口 3552.2 亿美元，下降 5%；其中，出口 2002.8 亿美元，增长 3.5%；进口 1549.4 亿美元，下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，增加 2.5 倍。

云南省支持重点企业开展有色金属产品商业收储。按照“企业收储、银行贷款、财政补贴、市场运作、自负盈亏”的原则，对全省铜、铝、铅、锌、锡、锑、铟等重点有色金属产品进行商业收储，收储总量约为 80 万吨，收储时间为一年。收储所需资金由企业以产品质押方式向银行贷款。省级财政安排 10 亿元专项资金，对企业收储给予银行贷款部分贴息。其中对收储铜、电解铝、铅、锌的企业给予 60% 的贴息补助。据 SMM 调研了解，当地铜企确有接到通知，但并没有明确具体如何执行以及需要交多少量，目前还在倡议阶段。对于铜市场来说，因内外供应以及废铜问题，铜现货并没有出现过剩，甚至华北地区还出现缺货现象，现货升贴水也维持高位，对企业来说收储行为的意义并不大，配合意愿不高，但若强制执行仍能给现货市场带来进一步的利好。

### 甘肃省有色金属储备实施方案

储备有色金属品种和总量：收储 43.6 万吨有色金属产品，其中：铜 8 万吨、铝 30 万吨、锌 4 万吨、镍 1.5 万吨、钴 1000 吨。建立联席会议制度。有色金属储备联席会议由省发展改革委、省工信厅、省财政厅、省政府国资委、省金融监管局、人民银行兰州中心支行等相关部门组成。省发展改革委为联席会议召集单位，组织实施收储工作。规范储备原则。有色金属储备遵循“政府调控、企业储备、银行贷款、财政扶持、市场运作”的基本原则。储备对象仅限于省内企业生产的铜、铝、锌、镍、钴产品。

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。

矿商安托法加斯塔负责人对智利媒体表示，2020 年全球铜市供应将过剩 200,000-300,000 吨，一些矿山

停产抵消了新冠肺炎疫情导致的需求下降。Antofagasta 首席执行官 IvanArriagada 在接受 El Mercurio 报采访时称，新冠肺炎疫情引发的市场动荡影响了全球企业，因此很难对铜价做出预测。他称，在全球需求疲软的背景下，这将反映在铜价上。Antofagasta 是全球最大的铜生产商之一，其在最近表示已经削减了今年的资本支出计划，其铜产量将位于其年度产量预期的低端。智利是世界上最大的铜生产国，尽管有报道称该国一些矿商正在评估减产，但到目前为止，该国的铜出口尚未出现重大中断。五一之后铜市场仍然保持稳定，短期仍然处于反弹状态，主要受供给端影响有一定支撑，但上方反弹压力越来越大，下一步关注南美疫情，近日秘鲁、智利疫情新增病例较多，看是否有可能影响铜矿供给。操作上原有多单持有。

**期权策略：**目前波动率仍然较高，做空波动率或卖出看跌期权。

### 原油：

5月1日至5日，俄罗斯石油和天然气凝析油产量降至950万桶/日。俄罗斯能源部副部长索罗金称，俄罗斯将很快达到减产峰值水平。消息人士称，沙特5月原油出口可能跌至600万桶/日左右，为近十年来最低水平。美国能源信息署（EIA）昨晚公布的数据显示，美国上周原油产量跌至2019年7月以来新低。

美国减产成绩最惹人关注，因为到目前位置美国依然没有强制性减产协议，此前得州减产讨论陷入僵局——北京时间周二晚间，美国得州原油监管机构确定放弃采取欧佩克式的减产配额，驳回了减产动议。也就是说，当前美国原油减产都是自发式的。根据管道巨头 Plains All American Pipeline LP 的数据，勘探人员预计美国和加拿大本月将关闭350万-450万桶的日原油产量，其中包括二叠纪地区的约100万桶。

外媒报道指出，得州铁路委员会之所以放弃减产的提议（得克萨斯州原本提议超出生产配额的页岩油生产商要罚款1000美元/桶），很大程度上是因为油企的减产幅度和速度都超乎意料，许多油井已经被关闭了。圣母大学页岩工业经济学副教授克里斯蒂安·鲍梅斯特说：“油价一直处于在盈亏平衡水平线之下，只有停止钻探并关闭油井才有意义，这是减产的第一步。”然而，这种减产只是油企为避免破产所采取的迫不得已措施。这不，减产才刚刚开始，这些页岩油企业就提出：一旦油价回升到每桶30美元，他们将立刻停止减产。

页岩油企业“明牌”：30美元为是否继续减产的关键价位。页岩油行业对于全球石油供需平衡举足轻重，对于欧佩克、俄罗斯和其他产油国而言，页岩油生产商停止减产是可怕的，这相当于抹杀欧佩克+的减产努力。要知道油价才刚刚有所起色，若页岩油企业决意停止减产，这可能会加剧油市供过于求的程度。然而，近日几家知名的页岩油企业都相继明确表示中止减产的可能性。响尾蛇能源公司(Diamondback Energy Inc)是二叠纪盆地最著名的页岩油企业之一，目前，该原油开采商已经暂停多达15%的石油生产量，几乎所有的水力压裂工作人员也都被遣送回家。但该公司表示，一旦油价回升至每桶20-30美元，停止减产热潮将会掀起，该公司会考虑恢复压裂开采。帕斯利能源公司(Parsley Energy Inc.)也称已将其四分之一的生产设备闲置，并暂停了所有钻探和压裂活动。该公司将是否继续减产的关键价位设置为30美元。相比之下，Centennial Resource Development Inc的要求低得多，其表示24或25美元一桶的油价可能足以促使页岩油生产商恢复产量的40%。准备在油价上涨时放弃减产的不只是所谓的独立页岩油生产商。美国石油巨头埃克森美孚(Exxon Mobil Corp.)在油价处于低位时选择关闭其最新、最多产的页岩油井，这恰恰是考虑到，一旦市场复苏，该公司可能迅速复产。不过，这家超级巨头并未披露其内部价格杠杆。

页岩油行业极其灵活。页岩油行业拥其他传统产油行业所没有的优越性——由于特殊的地质，页岩油生产商能轻易关闭和打开油井。老式的常规油井可能需要数月的精心处理和操作才能重新投入使用，而西德克萨斯州和北达科他州等地的页岩油井可以在短短一周内恢复使用。帕斯利能源公司是为数不多支持得克萨斯州配额生产的公开石油交易商之一，他表示需要一到两周的时间才能使油井恢复到先前的产量水平。

原油市场 5 月份 OPEC+ 开始减产, 而且美国页岩油也有较多减产, 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, 但页岩油在 30 美元以上又有复产的预期, 这样油价在低位震荡将可能是较长时间的走势, 低位宽幅区间震荡在所难免。操作上避免追涨杀跌, 等待下探企稳出现技术信号时短线逢低做多。

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](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenexian\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenexian_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799