

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：

芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货周五收跌，盘中触及一个月低位，因预计美国中西部地区将迎来对作物有利的天气。7月大豆期货收于日低之上，在20日波林格区间的低端寻获支撑。该合约下跌1-3/4美分，结算价报每蒲式耳8.33-1/4美元。豆粕合约上升，因周末前出现低吸买盘，此前跌至2016年4月以来最低。豆油期货则下跌，受累于油价疲软。7月豆油期货在50日移动均线附近寻获支撑。7月豆粕合约收涨1.6美元，结算价报每短吨284.10美元。

本周国际大豆价格维持830-850美分这个小区间窄幅波动，本周价格走势表现为先扬后抑，主力7月合约由847美分跌至833美分，下跌14美分。目前中国采购的大豆仍以巴西大豆为主，以中储粮采购轮储大豆为代表的采购了120万吨美豆。巴西7月装船对7月合约的贴水价格保持在140-146美分，上涨6美分。所以本周进口大豆理论成本保持在2980-3010元之间，变化不大。本周国际大豆市场并没有特别的炒作因素，引导CBOT大豆价格窄幅波动的多是由于中国大豆的采购预期。中美两国大的格局走向仍是市场不确定性的系统性风险，市场会时刻关注。

本周国内豆粕价格保持在相对低位，沿海豆粕现货平均价格保持在2690元（辽宁豆粕价格2800元附近，是全国豆粕最高价位区），沿海四级豆油平均价格保持在5300-5350元（大连5月一级豆油价格5530元，三级豆油5430元）。与期货市场综合评估盘面的油厂理论榨利保持良好，170-190元/吨，有利于持续促进国内油厂采购国际大豆，积极在国内销售油粕。国内油粕市场主要交易的因素1、5-7月中国大豆集中到港，据最新的装船情况评估国内5月大豆最终进口量可能会达到1060万吨，装船情况预测6-7月中国大豆进口量平均每月仍能达到1100万吨。若5-7月份国内大豆每月平均到港量都能达到1000万吨之上，这对阶段性国内大豆供应压力是历史上没有的。所以这始终将成为压制这几个月国内豆粕市场价格的主要因素。

天气有利而种植面积增加，美豆基本面利空。但美豆距离800美分支撑位不远，下方具有一定支撑，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，故美豆向下空间也不宜看到过低。估计市场将步入区间震荡行情，操作暂时观望。

期权策略： 观望。

棉花

受全球疫情影响，2019年度全球棉花的消费量再次大幅下调121万吨至2286万吨，导致全球棉花期末库存大增128.5万吨至2115.5万吨，库存消费比大增至92.54%。3/4/5三个月对于新年度2020年度全球棉花产量减81万吨至2589万吨，消费增加249万吨至2535万吨，新年度产量预计仍在高位，消费量虽然比19年度好很多，但是仍不久前两年，消费恢复预期目前仍不佳。

全球消费量继续大幅下调 全球棉花库存消费比大增全球棉花消费继续减少，库存消费比大增。

□ 根据 USDA 报告, 5 月 14 日一周美国 2019/20 年度陆地棉签约量为 2.92 万吨, 其中中国净签约量为 3.48 万吨, 其他几个国家取消合约较大, 截至当周累计签约量为 369.48 万吨, 签约进度为 109%, 五年均值为 103%。当周装运量为 5.72 万吨, 截至当周累计装运量为 245.17 万吨, 装运进度为 72%, 五年均值为 75%。最近四周, 中国突然大量签约美国陆地棉。

□ 美国农业部 5 月 18 日发布的美国棉花生产报告显示, 截至 2020 年 5 月 17 日, 美国棉花播种进度为 44%, 较前一周增加 12 个百分点, 较去年同期增加 5 个百分点, 较过去五年均值增加 4 个百分点。目前, 美国核心棉区得克萨斯州的表现最好, 播种进度为 46%, 较去年同期和近五年同期均值分别增加 13 个百分点和 16 个百分点。

据中国棉花信息网最新的数据, 4 月底我国商业库存量为 429.75 万吨, 环比减少 33.92 万吨, 同比增加 50.26 万吨。其中新疆库存 286.89 万吨, 较上月减少 50.47 万吨, 新疆棉出疆速度加快。商业库存仍高于往年同期。

4 月份纺织品出口仍差, 内销数据好转。□ 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%。□ 根据国家统计局发布的数据显示, 4 月份限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额 799 亿元, 同比下降 18.5%。前 4 个月限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额累计 3057 亿元, 同比下降 29%。4 月份限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售同比降幅缩小, 内销数据有好转迹象。

棉花市场春节后大幅低开之后开始反弹, 近日在反弹进一步上冲动力不足。市场步入调整状态 目前的需求毕竟难以出现持续性的大幅上涨, 目前主要影响的还是疫情导致的需求减少, 但长期看由于中国和美国都在下一年度种植面积有减少的情况, 后期棉花仍然有上涨的机会。但中短期市场上升乏力, 将在底部反复震荡。操作上下探时逢低做多远月合约。

期权策略: 观望。

螺纹钢

本周全国螺纹钢库存公布: 本周螺纹钢社会库存较上周下降 56.56 万吨至 836.64 万吨 (近 10 年最高 1428 万吨), 同比去年高 266.81 万吨; 钢厂库存下降 30.34 万吨至 301.02 万吨 (近 5 年最高 776 万吨), 同比去年高 96.58 万吨。合计库存下降 86.9 万吨。本周产量环比上升 10.25 万吨至 391.56 万吨 (去年同期产量 381.52 万吨)。本周厂库与社库继续下降, 但降幅进一步放缓, 库存绝对值水平仍处历史最高; 与此同时, 产量大幅上升, 再次创历史新高, 供应在利润的刺激下逐渐增大。

本周铁矿石市场继续偏强运行。周内普指站到 95 美金上方, 一方面, 两会即将召开, 唐山限产从严, 路北、迁安、滦南等区跟进, 5 月 18 日 8 时起至 5 月 31 日 24 时止烧结机限产较多, 铁矿短期仍维持供需偏紧格局, 在成材坚挺带动下铁矿价格有所支撑。另一方面, 巴西目前不仅受疫情影响, 还因发运港天气恶劣导致发运进一步受阻, 上周巴西的出口量降至 460-470 万吨左右, 而前一周的出口量约为 510 万吨。此外, 由于中澳摩擦, 市场担忧可能影响到澳矿供给, 澳矿一旦供应出现问题, 影响将非常大。但铁矿石对澳大利亚的经济和贸易至关重要, 并且一直以来都是澳大利亚出口额最大的品种, 没有之一, 2019 年, 西澳大利亚州铁矿石资源特许权使用费近 70 亿澳元, 同比增加 55.5%, 占西澳大利亚州资源特许使用费的 82%, 占西澳大利亚州政府收入的 18%。所以澳大利亚自断臂膀跟我国交恶可能性不大。远期资源方面, 供需问题继续推高粉矿溢价, 而块矿则没有继承粉矿的衣钵, 反而因钢厂大量采购粉矿, 使得块矿需求被压缩, 溢价也继续走跌, 所以流动性是目前块矿的最大问题。从品种上看, 不管是钢厂还是投机商

都对 MNP 等中品粉青睐有加，其他澳洲低品粉都开始回落，这是因为随着卡粉价格不断上涨且资源紧张，需要配卡粉混矿的品种如果还保持高价就很难被钢厂青睐。此外金步巴等澳粉也因较高的氧化铝含量使得出货受阻，因此矿山不得不提高折扣来增加竞争力，这也解释了为什么金步巴折扣越来越高，而麦克几乎不打折的原因。国内钢企仍保持较好的需求，进口矿的库存环比下降，铁矿供需偏紧的局面仍然存在，强劲的需求和对短期供应的担忧推高了铁矿石的价格，短期或将坚挺运行。国产矿方面，普指高位，商家盼涨心态增强，内粉资源受地域和环保限制，一直以来都处于偏紧的局面，所以即使外矿和成品都出现疲软迹象，内粉商家惜售挺价的仍然比比皆是，如密云矿业大幅上调 55，五矿大幅上涨 39 元，山东大矿涨 15，并且各地也均有不同程度上调行为出现。特别是东北地区因运输严查，运费有涨，加之受普指和周边影响，钢厂更是变着花样的上涨，不是用干湿基转换的方式掩盖涨价的真像，如朝阳钢铁。就是保量加价大涨 40 如凌钢，跟有甚者一半明涨，一半暗涨，以稳定市场。预计短期内国产矿市场偏强为主，幅度在 10-20 元左右。

总体来看，螺纹主力合约在铁矿带动下向上突破前期高点阻力位，虽然冲高回落，但市场目前由于原料端的紧张对钢材仍然有支撑，后市仍然继续震荡攀升可能性加大。操作上，关注 10 月合约 3600 左右能否有效突破站稳，市场中短期仍然以强势看待，有库存需要套期保值者仍然需要等待会上冲乏力时机。目前仍需观望。

铜

5 月 22 日，2020 年政府工作报告对外发布，我们认为有以下方面值得关注。

第一，没有设定 GDP 的增长目标。

受新冠疫情冲击，一季度 GDP 同比-6.8%。目前国内经济处于恢复过程中，制造业生产已基本恢复到疫情前的水平，但需求恢复相对偏慢，疫情海外扩散又加剧了中国出口的不确定性。不设置具体的增长目标，既能够给政策更大的灵活空间，让宏观调控重点锚定就业，又能避免过低的增长目标影响企业和家庭的预期。

第二，保就业是今年宏观调控的首要任务，就业目标有所放松。

今年城镇新增就业人口目标为 900 万人以上，比 2019 年目标少了 200 万人。城镇登记失业率目标 5.5% 左右，比 2019 年高了 1 个百分点。城镇调查失业率目标为 6% 左右，比 2019 年高了 0.5 个百分点。

尽管放松了就业目标，但完成任务需要多方面发力。今年 4 月城镇调查失业率已经到了 6%，而海外疫情扩散对中国出口的影响还没有完全体现，出口直接和间接相关的就业人数达到 1.8 亿。如果海外疫情长期持续，出口产业链将面临很大的保就业压力。

政府在直接稳定和扩大就业的同时，还通过加大减税降费力度、推动企业降低生产经营成本和强化金融支持等方式，保市场主体从而间接稳定和扩大用人需求。

第三，宽信用是重点，下半年降准降息仍然值得期待。

政府工作报告对货币政策的定位仍然是稳健，但从具体的要求来看，今年的货币环境会比以往更加宽松，且宽信用将是重点。一方面，政府工作报告罕见的，直接提出要充分利用好“降准降息”手段，推动（企业融资）利率持续下行。另一方面，今年我们没有看到像过去两年一样“把好货币供给总闸门”的说法，在关于社融和货币供给表述上，也不再是“引导 M2 和社融增速与经济增速相适应”，而是提出要引导 M2 和社融增速明显高于 2019 年。这意味着今年必然是一个宽信用的大年。在财政的力度低于预期的情

况下，今年稳经济扩基建，必然要更多依靠外部融资的手段，这对更好的融资环境提出了要求。

另外，今年因为疫情影响，不少企业的经营性现金流减少，资产负债表恶化，为了避免出现大范围的债务风险，避免经济陷入“经济增速下行—实体信用风险加大—银行惜贷—收缩信贷—经济进一步下行”的恶性循环，也同样需要货币政策更加积极，营造出更好的货币与信用环境。

第四，积极财政力度低于预期，亮点是减税降费规模继续扩大。

新增财政赤字 3.76 万亿，发行抗疫特别国债 1 万亿，新增专项债额度 3.75 万亿，都基本处在市场预期范围的下限或者接近下限。今天股债市场的走势，也反映了市场认为积极财政的力度不够大。假定今年一般公共预算收入和政府性基金收入的增速都为-5%，根据上述财政赤字、特别国债和专项债的安排，今年一般公共预算支出+政府性基金支出的规模约为 34.6 万亿元，同比增长 4.9%，明显低于 2019 年的 9.5%。

减税降费规模超预期。2019 年原计划降费税费 2 万亿，实际完成 2.36 万亿。今年计划提高到 2.5 万亿，规模超预期，这是稳市场主体、增加经济可持续性的选择。

铜市场目前反弹受阻回落，由于两会没有超预期刺激政策出台，导致市场开始回调。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。在夏季需求淡季到来之时或之前有可能继续调整。操作上多单可以逢高减持，等待充分回调再买入

期权策略：等待机会，暂时观望。

原油：

本周国际原油市场反弹，国内原油低位震荡。本周数据显示，美国的失业压力居高不下也对油价构成压力，但是全球制造业数据好转，部分缓解了压力。此外市场对于疫情二次爆发的风险也施压油价。不过随着近期全球原油库存下降，同时 OPEC+ 等产油国仍在积极的减产，油市的供需状况已经有所好转，

在本周三美国副总统彭斯称，美国可能会因为新冠疫情而实施更多旅行限制，同时西班牙议会批准将国家紧急状态再延长两周，凸显防疫局势依旧严峻。如果疫情二次蔓延预期升温，也会进一步打压油价。

第三大原油需求国印度可能需要花费更多的时间来恢复原油需求。印度的原油需求复苏可能需要花费更长的时间，因为该国在经历了两个月限制措施后迎来了该国史上最大的经济衰退。印度石油业高管的报告称，对大宗商品的需求可能要到今年年底才能恢复到危机前的水平，因为燃料需求一度下降了多达 70%。

据路透社报道，美国页岩油气革命的先驱——切萨皮克能源 (Chesapeake Energy) 公司正准备申请破产保护，已与债权人商讨了一项 10 亿美元的潜在融资方案，以应对原油价格暴跌的空前局面。而在这之前，短短一个月时间不到，诸如惠廷石油、戴蒙德海上钻探公司等，申请破产保护的美国上市石油企业已不下 5 家。无疑，面对透着丝丝凉意的市场寒冬，美国页岩油产业正遭受一场“重感冒”，页岩生产商正成为其中的牺牲品。

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，但疫情是否仍然导致需求减少和严重过剩还有不确定性。市场反复震荡筑底可能性较大。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。总体而言，市场仍需关注疫情的进展、国际贸易局势以及全球经济数据表现，这三大因素对于油市下一步进展将产生关键影响。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