

## 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：

5月29日消息，芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货周五下跌，因美国与全球最大大豆进口国中国之间的紧张局势加剧。美国农业部（USDA）公布，民间出口商报告向中国出口销售132,000吨大豆。其中66,000吨定于2019/2020市场年度付运，剩余66,000吨定于2020/2021市场年度付运。美国农业部周五公布的出口销售报告显示，5月21日止当周，美国2019/2020年度大豆出口销售净增64.43万吨，市场预估区间为40-90万吨，较之前一周减少47%，较前四周均值减少27%。当周，美国2020/2021年度大豆出口销售净增20.3万吨，市场预估为20-50万吨。

5月下旬以来，国内豆粕普遍走强，因为中西部地区春播步伐放慢，气象预报显示将会出现更多的不利天气，这提振豆价涨至两周的高点。不过技术性抛盘介入，制约大盘的涨幅。而国内市场利多支撑的主要因素来自于中美关系因新冠疫情再度紧张的话题、人民币汇率贬值以及地缘政治动态等等；当然给予国内豆粕期现货提振的另一面因素则是来自美豆的强劲反弹（周二录得近一个月来最大单日涨幅）。近月巴西大豆对华积极出口，使得其三季度中后期出口力度已达上限，是否新增美豆进口对于中国来说似乎都会对国内行情形成拉升，如果中美关系交恶则似乎直接看多，若持续加增美豆进口，反向会刺激后期采购成本上升。而对于美豆市场而言，中美首阶贸易协议背景下中国持续采购美豆则将是长期存在利多支撑的题材。近期国内外豆类市场复杂性加剧。

临近5月末，随着国内油厂压榨量的逐步提升，豆粕库存已经出现连续增长态势，市场也在继续对近月供应端压力进行反应，但在4月份以来国内厂商的持续杀价过程中，终端现货成交持续增量、提货力度明显增强以及油厂豆粕增库速度不如预期，因而使得国内豆粕期货走势整体强于且快于现货。而近期中美关系因新冠疫情而紧张，令市场对未来大豆供应有所担忧，提振我国豆粕走势。

今年以来，巴西大豆对华出口“火爆”，推动因素来自于众所周知的雷亚尔暴贬以及中国强劲需求。继4月份达到1630万吨之后，5月份巴西大豆出口量料达到1470万吨。机构预计巴西大豆6月份船期合同量为1000-1050万吨，7月份850-950万吨，8月份则在600-700万吨。对应到我国进口大豆市场，5-7月三个月总到货量非常集中、平均1000万吨水平，市场短期供过于求已经在行情不断释放中得到体现，但三季度后期到四季度巴西大豆能够给出的供应量已达上限，这意味9月份之后的供应或更加捉襟见肘，因而远月我国厂商不进口美豆似乎也不太现实，且近期已在持续采购远月船期美湾和美西货源（据彭博社周三报道，中国本周已经买入超过10船巴西大豆，因为中美紧张关系持续升温，促使中国寻求确保大豆供应）。

近日美国总统特朗普政治团队再次“大打中国牌”，针对中央政府新的“港版国安法”发布声明（美国政府将视情况作出最强烈的反映……），使得国内外市场开始担忧中美两国贸易关系继续反复甚至交恶，美国总统特朗普面对美国不断爆灯的新冠疫情数据，在其大选之年继续大打“中国牌”，令交易员不得不回想起喜忧参半的2018-2019年。而反映国际投资者预期的离岸人民币对美元汇率，5月27日先后跌破7.15、7.16和7.17三个关口，午后最低下跌至7.1758，较前日收盘价下跌超过300个基点，创去年9月以来新低，可见当前市场中的避险情绪之浓厚，也显示出无论是贸易、资本市场还是美国对中国态度，都将中美两大

经济体的紧张关系重新带回市场视野。

目前中美关系又开始博弈加剧，对豆类市场长远有一定影响，美豆目前低位区间震荡，国内豆粕企稳回升，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，对豆粕有一定支撑，操作上逢回调时候做多。

期权策略： 卖出看跌期权或观望。

## 棉花

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。

印度棉花协会(CAI)表示，卢比下跌使得印度棉花成为全球市场上价格最低的供应，对亚洲买家非常具有吸引力。印度对孟加拉国等亚洲客户的棉花售价约为 62 美分/磅，美国棉花则在 70 美分左右。此外卢比汇率下跌也有利于印度出口产品的竞争力。印度棉花协会 (CAI) 日前将该国 2019/20 年度棉花出口预估上调 12%至 470 万包。印度目前正遭受 27 年最为严重的蝗虫灾害。这是今年以来印度遭受的第二次蝗灾。今年年初，在印度的拉贾斯坦邦、古吉拉特邦等地，蝗灾导致大面积农作物减产或绝收。印度媒体指出，此次印度蝗灾爆发的时间比正常年份偏早，之前蝗灾主要在 6—7 月份出现，今年则出现在 4—5 月份。

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。据海关统计数据，2020 年 4 月我国进口棉花 12 万吨，环比减少 40%，同比减少 33.3%。2020 年 1-4 月我国累计进口棉花 73 万吨，同比减少 13.1%。2019/20 年度以来(2019.9-2020.4)我国累计进口棉花 114 万吨，同比减少 20.8%。国储库存截止 3 月 31 日，储备棉库存有 232 万吨。往年 5 月份已经开始轮出储备棉，今年到现在仍没有任何轮出消息，考虑今年棉花价格太低，国家不会再轮出增加市场负担，预计今年轮出的可能性较低。

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。替代性纤维价格略有抬头，棉纱销售好转，需求有好转迹象。

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。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 33.91 万吨至 802.73 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 250.26 万吨；钢厂库存上升 4.14 万吨至 305.16 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 93.98 万吨。合计库存下降 29.77 万吨。本周产量环比上升 2.45 万吨至 394.01 万吨（去年同期产量 381.19 万吨）。本周库存下降幅度大幅放缓，厂库止跌回升，库存绝对值水平仍处历史最高；与此同时，产量再次创历史新高，基本面供需压力有所增大。

本周钢市各品种千姿百态，涨跌互现呈震荡调整格局。国内主要钢材品种库存量有所下降但降幅收窄，随着各项政策的落地，钢价进入调整期，终端需求不及预期，商家观望情绪浓厚，近期小幅震荡为主。本周建材社库降幅收窄，产量增加，经过前期价格拉涨，下游需求尚可，钢厂生产较为积极，产量有小幅增量，目前各地钢厂库存消化不一，然铁矿石等原材料支撑尚存，钢厂挺价意愿强烈，目前下游需求尚可，贸易商到货成本高企，低卖意愿不强，下周即将进入月初，贸易商资金等压力会有所缓解。

本周铁矿石市场震荡走强。国产矿市场全国价格普涨，河北地区市场报价涨 8-60 元不等，东北地区市场报价涨 10-25 元，山东地区市场报价涨 50-60 元，本次价格上涨主要受钢厂采购价格上调和大矿出厂价格上涨影响。进口矿方面，周初市场价格回调，期货在多头受巴西激增发货消息影响下砍仓下行，但是港口现货市场跟跌情况较差，在期货下跌行情中，多数大型港口现货贸易商报价坚挺，降价意向不足，期现基差贸易商出货积极且价格略低，随着低价资源出售完成，强现实的基本面仍未得到改变，港口库存仍处于降库中，港口现货资源紧俏的格局并未得到明显改善，钢厂端在较为可观的利润驱动下对原材料的需求有增无减，故临近周末盘面与现货在强基本面的驱动下震荡走强。

铁矿王国巴西的新冠疫情更新：累计感染 44 万人、死亡 2.68 万人；最近铁矿石再次成为黑色系的明星，其中一个重要的关注点是巴西的新冠疫情可能影响全球矿石的供应，巴西淡水河谷（VALE）2019 年铁矿产量 3.02 亿吨，占全球铁矿产量的 12.08%、占全球铁矿贸易量约 18%。截止 5 月 29 日，巴西累计感染 44 万人、死亡 2.68 万人；其中 5 月 29 日当日感染人数为 3077 人，同比下降 88%。数据均来自 WIND，不保证数据的准确性。4 月初至今，铁矿石价格已上涨 20%，主要受巴西供应紧张推动。巴西和澳大利亚共同主导铁矿石开采行业。这一轮上涨也表明，中国经济在经历了年初的低迷之后正在积聚动力。

新冠疫情并未导致国内高炉大规模减产，而海外钢厂减产导致的铁矿石需求下降进而对中国的冲击也并未像市场预期的那样强烈，反而国内铁矿石的库存一直呈现下降势头。在 4 月铁矿石进口量大增的情况下，铁矿石库存还下降了 100 多万吨，说明国内铁矿石需求处于非常不错的状态。但是，整体来看，瑞银分析称，去年巴西出口大约 3.5 亿吨铁矿石，即每周 650 万吨。但今年巴西只有一周的时间出货超过 600 万吨。在过去的三个星期里，巴西每周的出口量还不到 450 万吨。

分析师表示，由于 Covid-19 疫情继续影响巴西铁矿石出口，Capesize 干散货船舶恐将受影响，近期仍将处于低位。新冠疫情在巴西国内蔓延，将对巴西国内的铁矿石生产带来阻碍，此前巴西的铁矿石生产本已遭受到恶劣天气的负面影响。上个月，中国铁矿石巨头淡水河谷（Vale）将其 2020 年的最高产量预期下调了 7%，至 3.3 亿吨。（详情见：淡水河谷：彻底淘汰 25 艘油改散 VLOC，并下调产量预期）疫情的大流行迫使这家巴西矿业巨头继续关闭最初在 2019 年 1 月布鲁马迪诺 Brumadinho 大坝灾难后关闭的矿山。

Jefferies 分析师 Randy Giveans 称，在巴西出现冠状病毒疫情的情况下，好望角型船的运价预计仍将面临压力，此外，还有其他因素也在压低运价。“巴西的铁矿石生产仍然受到阻碍，印度的煤炭需求随着封锁时间的延长而减弱，船队的运力供给也因为拆船厂的拆船作业受到闲置而膨胀，而较低的燃料成本也让老旧船只得以继续运营。” Clarksons Platou 证券分析师 Frode Morkedal 周五在一份报告中写道，“我们担心

巴西铁矿石出口在短期内将维持在相对较低的水平。”

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。而且近期巴西疫情大规模扩散，对铁矿供应可能会带来一定影响。操作上，有回调短线做多螺纹或铁矿。

**期权策略： 观望。**

## 铜

国药集团：新冠灭活疫苗有望今年底或明年初上市。疫苗是防控病毒传染最有效的手段，这对我国最终战胜疫情也至关重要。国药集团 5 月 29 日披露，目前 2000 多例临床数据显示，该疫苗安全性、有效性得到充分验证，不良反应发生率和程度均远低于已上市各类疫苗。

国药集团中国生物是我国乃至亚洲历史最久、产品最全、规模最大、综合实力最强的生物血液制品企业。目前中国生物年产疫苗 50 余种，年产能超 7 亿剂次，供应着我国 80% 以上的国家免疫规划疫苗。疫情发生以来，国药集团、中国生物把疫苗研发作为科研攻关的重中之重，在全病毒灭活疫苗、重组蛋白疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸疫苗和减毒流感病毒载体疫苗等五条技术路线上，经充分论证，最终确定灭活疫苗工艺成熟标准可控，具有规模化生产和大规模使用的经验与条件。如今，中国生物在灭活疫苗的研发上已经取得了阶段性成果。“武汉生物制品研究所 4 月 12 日，北京生物制品研究所 4 月 27 日分别获得国家药监局新冠灭活疫苗临床批件，现在均已进入二期临床。”中国生物董事长杨晓明介绍，目前两千多例临床数据显示，受试者产生的抗体已完全达到抵抗新冠病毒水平，新冠病毒抗体阳转率达到了 100%。

疫苗打下去是否安全有效，是公众最关心的问题之一。从目前为止获得的数据看，该疫苗的安全性非常好，无任何受试者发生严重不良反应。从有效性看，抗体水平主要有两个指标，即抗体阳转率和平均抗体水平。目前临床显示，这两方面的有效性指标也较为理想。

据悉，临床试验分为三期。临床试验方案采取年龄序贯、剂量序贯的双序贯方式，临床研究结束经药监局技术审评，完成临床现场核查、生产现场核查、中检院质量复核、GMP 认证方可上市。目前，相关各环节已从串联变并联、加速推进临床研究，这一疫苗完成 I 至 III 期临床直至上市，预计最快需要到今年底或明年初。

张文宏：明年 3 月可能可以看到第一个成功的疫苗。对于新冠病毒的疫苗，在张文宏看来按最乐观的情况预计，在明年 3 月可能可以看到第一个成功的疫苗，但效果如何都是未知。所以回过头来，还是得寄希望于疾病控制，“现在马上寄希望于疫苗，我觉得这种寄希望可能还是不负责任的”。此外，张文宏也表示：中国的疫苗现在在一期二期事实上进行的速度都是比较快的，但是就疫苗而言，我们的疫情控制得非常好，使得我们失去了在中国从事三期临床研究的一个机会，将来我们中国几个跑在比较前面的疫苗如果要做临床研究，还要到国外疫情比较高发的地方去做。张文宏认为，总体而言，疫苗最终应该是解决新冠的一个非常有用的一武器，但是从三期临床结果出来到全世界能够有足够的产量让大多数的人得以使用，我相信这个时间节点还不是明年的年终所能完成的。

铜市场目前反弹受阻，但下跌也缺乏动力。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。两会政策没有超预期，市场短期上攻动力不足。但长期仍然有机会回升，但在夏季需求淡季到来之时或之前有可能出

现调整。正好在技术上上方也面临 44000 以上的阻力位。操作等待充分回调再买入。

**期权策略：** 暂时观望，或者卖出宽跨式期权。

### 原油：

昨天周四晚 11 点，美国 EIA 发布最近一周的美国油品库存周报。数据显示，上周美国的原油进口量达到 720 万桶/日，环比增加 200 万桶/日；美国商业原油库存增加 790 万桶，达到 5.344 亿桶，较 5 年均值高 13%。汽油库存小幅减少 70 万桶，柴油库存大增 550 万桶。油品总供给 1617.8 万桶/日，比去年同期 2023.6 万桶/日大幅下降（疫情冲击）。另外，战略石油储备 SPR 库存也增加了 220 万桶。国内原油产量 1140 万桶/日，减少 10 万桶/日。

疫情对美国的石油需求冲击严重，炼厂开工率 71.3%，仍然趴在低位。成品油总需求低迷，仅为去年同期的 80%。柴油库存继续快速增加，马上就要到 5 年的峰值极限，恐怕罐容真有问题，或者需要加大柴油的出口；而油价和柴油的裂解价差关联度高，柴油库存大涨，柴油裂解价差低迷不是好事，能否在后面冲击炼厂开工需要关注；另外柴油也反映出复工复产的节奏和效率。社交隔离逐步解除，汽油需求塌陷触底，但修复仍然缓慢。炼厂开工方面，由于汽油库存出现下降，柴油如果能够出口或者需求修复下平衡的话，炼厂开工率的最差程度也就这样了，预计炼厂开工率将不再下降，但 70% 的负荷水平应该会持续 2-3 个月。

原油产量继续下降，低油价对美国的页岩油冲击正快速的体现出来，钻机数量也持续下降之中，上游压裂活动进一步下降。按照美国月度的上游新井投用带来的产量增加和老井的产量自然衰减量，页岩油全停的情况下，一个月下降的产量会达到 120 万桶/日；目前产量的月度实际降速情况来看，已经显示出短期美国页岩油上游还是在加速去产量。原油库存大涨，特别是美湾地区的原油库存大涨，很大的原因是来自沙特的进口原油的增加，也就是价格战之后，沙特火力全开之下，大量的沙特原油输向欧美，也就是说美国增加的原油总库存都是沙特原油到港卸货造成的；由于美国议员对沙特的不满，沙特 5 月开始大规模减产（1100 万桶/日为基数，减 200 万桶/日），6 月自愿再多减 100 万桶/日，后面应该没有更多的沙特原油进口了。另外，原油库存高企，应担心美国原油库容爆满，美国能源部启用了 SPR 库容，这样可以容纳更多的过剩美国原油；同时，这些 SPR 的战略储备库分布在美湾地区，并不会导致库欣的库存增加。

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及在减产和需求下降的博弈中是否还是出现过剩还有不确定性。市场反复震荡筑底可能性较大。市场处于低价位，市场稍有利好就会反弹，但页岩油在 35 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：[shenenxian\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenenxian_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799