

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：

周四 CBOT 大豆期货市场小幅收涨，市场对美国农业部月度供需报告反响平淡，中国采购进展仍是各方关注的重点。美国农业部公布 6 月大豆供需报告，包括美豆面积、单产、总产、出口等数据多维持上月预估水平，美豆压榨量小幅提高，美豆结转库存小幅下降。本次报告对市场影响基本呈中性。美国农业部周四公布，美国民间出口商报告向中国销售了 72 万吨大豆。当周美国陈豆出口销售净增 100.37 万吨，新豆销售净增 121.25 万吨，均超出市场预期，美国大豆周度出口销售量升至 16 个月来最高水平。中国继续履行中美贸易协议的信号十分强烈。当前美豆开局状态良好，天气炒作动力不足，各方对美豆产量预期保持乐观。巴西大豆出口节奏大幅提前，三四季度可供出口大豆数量偏低，一定程度上利于美豆出口。国内到港大豆数量持续攀升，油厂开足马力生产，国内豆粕和豆油供应保持宽松。马来西亚棕榈油市场周四止跌回升，6 月上旬出口激增为市场带来新动力。美豆维持震荡状态，市场呈现粕强油弱特征，中国需求对美豆未来走势影响显著。

周四国内沿海豆粕现货报价继续震荡整理，多地波动 10-20 元/吨，沿海豆粕主流价格多运行在 2630-2750 元/吨之间，成交表现一般。沿海 6-9 月豆粕基差报价长时间维持在负值，更凸显现货供应压力仍未化解。中国买家持续积极采购美豆，本周采购美豆数量已超过 10 船。进口大豆到港量持续增加，大豆供应能力大幅提升。油厂开机率保持高位，本周大豆压榨量将升至 200 万吨以上，沿海豆粕库存连续七周增加。预计 6-8 月大豆月均到港量将超过 1000 万吨，国内供应宽松局面仍在深化。近期南方多地降雨频繁，华南水产养殖受冲击较大，菜粕需求受到影响。随着国内生猪存栏持续恢复，饲料需求形势好转，豆粕需求端对价格支撑作用趋强。当前油厂压榨收益处在负 100 元/吨之内，油厂挺价意愿较强，油粕比值频繁震荡。

中储粮网将于 6 月 12 日上午 10:00 组织国产大豆竞价销售专场，本次投放的是 2017 年产国产大豆，共计 60486 吨，标的储存分布在哈尔滨、佳木斯、齐齐哈尔、黑河。与市场预期不同是，这次投放的并不是临时存储大豆，而是一次性储备大豆。根据媒体报道，呼伦贝尔粮食局在 2017 年发布的一条工作简讯中提到，争取国家一次性储备大豆指标全国计划收购量 40%（即 20 万吨）落地呼伦贝尔市。如果据此描述，2017 年一次性大豆储备收购数量可能为 50 万吨，那么本次 2017 年大豆抛售的数量只会少于 50 万吨。从市场影响来看，本轮一次性储备大豆的投放量不大，且遵循顺价原则，因此未对大豆市场带来压力，反倒因首周投放量小于市场预期，刺激国内连盘黄大豆一号主力合约明显上涨。

2008/09 年度-2013/14 年度，国家总共收购临储大豆约 2000 万吨，截至 2019 年 9 月 2 日的最后一场临储大豆拍卖，历年来我国临储大豆拍卖成交量共约 1300 万吨，再去掉定向投放量，目前临储大豆库存预计不足 100 万吨。

美豆与国内豆粕双双反弹回升。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并有望展开一波上升行情。操作上回调逢低做多。

期权策略： 卖出看跌期权或买入看涨期权。

棉花

美国农业部月度报告显示，全球 2020/21 年度棉花年末库存预估被上调 1.0467 亿包，5 月预估为 9943 万包。全球 2019/20 年度全球期末库存上调为 1.0056 亿包，5 月预估为 9716 万包。全球年末库存有相当的大增长，这种意料之中，但仍然对市场构成压力。

近期印度和巴基斯坦蝗灾以及印度棉花公司出台的新年度 MSP 价格支撑国际棉花价格。印巴蝗灾目前仍未得到有效控制，预计对全球棉花产量预计将有一定影响，具体影响大小看后期防治工作。

根据国际纺织品制造商联合会（ITMF）的调查，2020 年的全球纺织企业订单取消幅度或达 31%，营业收入下降 28%，这意味着全球纺织业将损失 3000 亿美元。

目前，国际货币基金组织（IMF）预计 2020 年全球经济收缩 3%，这将使棉花消费减少 11%，但随着 GDP 增长的加快，棉花消费的复苏也在加快。国家棉花市场监测系统抽样调查显示，截至 6 月初，被抽样调查企业棉花平均库存使用天数约为 37.4 天（含到港进口棉数量），环比增加 1.7 天，同比增加 4.6 天。推算全国棉花工业库存约 72.1 万吨，环比增加 4.8%，同比增加 0.4%。全国主要省份棉花工业库存状况不一，江苏、浙江、河北三省棉花工业库存折天数相对较大。据青岛、广州、张家港等地的棉花贸易企业反馈，近一周保税、6/9 月船期美棉、巴西棉、西非棉询价、出库较前两周减缓，而且高等级、高指标、高升水的外棉成交更冷清；出货集中在中低品质巴西棉、印度棉（含 2018/19 年度陈棉）、墨西哥棉、希腊棉及低等级美棉，如长度 1-1/8 及以下；颜色级 M、SLM 级等；而且人民币报价资源更受关注、青睐。

据中国海关总署最新统计数据显示，2020 年 5 月，我国纺织品服装出口额为 295.54 亿美元，环比增长 38.36%，同比增长 24.02%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为 206.487 亿美元，同比增长 77.34%；服装（包括服装及衣着附件）出口额为 89.057 亿美元，同比下降 26.93%。2020 年 1-5 月，我国纺织品服装累计出口额为 979.65 亿美元，同比下降 0.80%，其中纺织品累计出口额为 597.517 亿美元，同比增长 21.30%；服装累计出口额为 382.131 亿美元，同比下降 22.80%。

全球大范围的封锁导致失业率创下历史新高，纺织服装的零售明显减少。2-4 月，美国的服装和服饰零售下降 79%。虽然消费者预期短期的经济收入减少，但经济复苏之后的消费预计会增加，届时纺织品服装消费将会反弹。欧美国家和日本的收入较高，占全球服装进口的 61.5%，但亚洲消费者（尤其是中国和韩国）的财富也在增长，随着疫情封锁的结束，中国已经率先开始了复苏，其他亚洲国家的管控措施放松之后经济复苏的步伐也将跟进

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 15.18 万吨至 758.34 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 207.1 万吨；钢厂库存上升 0.16 万吨至 284.25 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 59.49 万吨。合计库存下降 15.02 万吨。本周产量环比上升 3.16 万吨至 398.56 万吨（去年同期产量 382.21 万吨）。钢厂库存止跌企稳，社库降幅大幅放缓，与此同时，产量再创历史新高。

目前钢材现货价格亦进入盘整趋弱区间，杭州钢材库存不降反增，重新回归 90 万吨以上，广州去库存进入滞缓期，与前期快速去化相比基本处于纹丝不动的状态。需求同步而降，钢材市场仅低价有少量出货，高价成交明显受阻，雨季对钢材需求及交通的影响蛮大，商家有意无意明降暗降操作开始增多。

铁矿石：据监测数据显示，唐山地区 66% 酸粉湿基不含税主流市场价格为 705-715 元，较上一工作日涨 10-15 元；建平地区 65%-66% 酸粉湿基不含税市场价格为 660-665 元，较上一工作日持平；淄博地区 65%-66% 酸性干基含税现金市场价格为 950 元，较上一工作日持平。进口矿外盘市场 61.5% 澳粉参考价格 102-102.5 美元，较上一工作日跌 0.98 美元。青岛港 61.5% PB 粉参考价格为 790 元，较上一工作日跌 10 元。61% 麦克粉参考价格为 780 元，较上一工作日跌 10 元。天津港 61.5% PB 粉参考价格为 790 元，较上一工作日跌 10 元；超特粉参考价格为 655 元，较上一工作日跌 10 元。国内铁矿石市场冲高后弱势运行。国产矿方面，河北部分地区价格上调，主要原因在于当地钢企上调采购价格。进口矿方面，港口现货贸易商报价小幅下调 10 元，但是贸易商低价出货意向较差，并未跟随期货市场下跌而大幅下调成交价格。但从整体来看，进口矿市场交投较差，钢厂端接受意向一般。

随着抗疫形势不断好转，钢铁产量不断增加。兰格钢铁网制造业采购经理指数（PMI）显示，3-5 月，连续三个月都在 50% 以上，已经形成了一种趋势性的回升，这表明当前的经济开始呈现一种恢复性增长的良好趋势。钢企不断增加产量，高炉开工率持续攀升。兰格钢铁网数据显示，截止 6 月 5 日，全国主要钢企高炉开工率已达 87.1%，环比增长 1.7 个百分点，同比增长 5.3 个百分点，连续三个月上升，其中 5 月电炉企业产能利用率提升到了 70% 左右。钢企不断提速生产，后期产量还有进一步上升的空间。高炉开工率的上升，直接导致粗钢产量的增加，兰格钢铁网重点钢企粗钢日均产量旬报显示，截止 5 月底，日均产量达 209.3 万吨，同比增长 4.4%，环比增长 4%，达到了重点钢企历史第二高产量水平，连续六旬实现上涨。并且从 4 月上旬开始，重点钢企粗钢日均产量旬报已经连续出现了 5 旬的增长，粗钢日均产量累计上涨了 25.35 万吨，增幅达到了 13.88%，可见增长速度之快。

消费需求向好带动库存持续下降，目前钢材社会库存已经出现“十二连降”，据兰格钢铁云商平台监测数据显示，截止 2020 年 6 月 5 日，29 个重点城市社会库存为累计下降了 957.5 万吨，降幅为 41.40%，降幅明显。投资需求不断增长，今年的主要投资方向集中在老旧小区改造、重点投资项目和雄安新区建设三个方面。老旧小区改造将在全国 21 个省市推出改造规划，投资总额或达 4 万亿元。重点投资项目从有可比数据的 22 个省份来看，2020 年比 2019 年的计划投资规模平均增长 7%。

国家统计局日前公布数据显示，今年前 4 个月，全国固定资产投资（不含农户）降幅比 1 月份至 3 月份收窄 5.8 个百分点。从环比速度看，增长 6.19%。预计 5 月份固定资产投资环比增长幅度将提升到 10% 以上。随着供需的恢复，矛盾也逐渐产生。数据显示，供给侧生产量指数已经恢复到 53% 以上的水平，恢复速度较快。需求端新订单指数只有 50.9%，供需之间有着不小的差距，需求总体偏弱。

由于降雨天气对露天建筑施工项目造成了干扰，拖慢或加大了建筑工地材料运输、浇灌钢筋混凝土等工程的开展，部分工地还出现了停工，导致这些地区的钢材需求量和成交量近期都出现了较快的回落。而这一个时间或将持续 20 至 40 天不等。北方地区，因为高温影响，近期钢材需求量也出现了一定程度的下降。以北京为例，据兰格钢铁网云商平台监测数据显示，截止 6 月 10 日，北京建材市场成交量为 6000 吨，较前一日下降了 800 吨，降幅为 11.76%；较 6 月 1 日的 13000 吨下降了 7000 吨，降幅达到了 53.85%。可见近期的出货量明显回落，也间接说明了钢材需求出现了一定程度的下降。

总体来看，螺纹期货主力合约突破前期高点之后向上推进乏力，但仍然保持上升态势，近期库存仍然

在下降，考虑到原材料成本支撑尚在，需求尚未被完全证伪，市场仍在等待库存拐点的真正显现。市场仍然有一定支撑，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，但供应上也在增加，所以单边大幅波动很难。操作上，暂时观望，如果有冲高机会可以逢高做空套期保值。否则观望。

期权策略： 观望。

铜

当地时间 6 月 11 日，在美国股票市场因为经济重启连续上涨多日后，受到部分州新冠病毒感染单日确诊案例出现增长影响，投资者出现恐慌情绪，导致当天美国三大股指暴跌。股市在收盘前一小时抛售加速，其中道琼斯工业平均指数大跌超过 1800 点，成为自 3 月以来跌幅最大的一天。美国投资者信心又一次遭到测试，交易商在近期新冠病毒感染案例增加和美联储严峻的经济预测后，重新权衡投资医院。

随着美国各州深入推进重启，对第二波新冠病毒感染病例的担忧也在上升。得克萨斯州连续三天报告因为感染新冠病毒住院人数创下新高。据美联社 10 日报道，加州 9 个县报告新增新冠病毒感染病例及确诊病例住院人数出现激增。

美联储在 10 日表示将为经济提供多年的低利率货币政策支持，但市场认为，美联储的货币政策不能“抵消严重的新冠肺炎第二波疫情。随着得州、亚利桑那及加州新冠病毒感染和入院人数增加，投资者担心近期抗议活动会助长感染潮出现，使得经济及盈利增长疲软的风险增加。

10 日晚，根据美国约翰斯·霍普金斯大学数据，美国新冠病毒感染确诊人数已经突破 200 万。据媒体报道，截至北京时间 6 月 11 日 16 时，冠状病毒疫情已影响到 215 个国家和地区，全球累计确诊 7362873 例，累计死亡 416786 例。其中，美国确诊病例数超 200 万。

联邦公开市场委员会（FOMC）周三发布的经济预测概要显示，美联储预计 2020 年美国实际 GDP 萎缩 6.5%，失业率为 9.3%。不过美联储决策者认为 2021 年美国 GDP 将增长 5%，失业率将下降至 6.5%。美联储还预计到 2022 年年底的利率将维持在接近于零的水平，并表示其资产购买的步伐将保持在目前的最低水平。考虑到病毒疫情引起的经济损失，美联储在可预见的将来维持利率不变的决定，符合市场参与者普遍期望。尽管美联储并未宣布推出收益率曲线控制（YCC）策略——曾有人预测央行可能藉此设定长期利率上限，但美联储主席鲍威尔的确表示 FOMC 未来将继续讨论该机制。

点阵图显示出不同寻常的一致性，只有两名与会者预测这段时间过后会加息。虽然加息路径点阵图只是个人观点汇总，但其一致性意味着 FOMC 未来会议上能更容易的发出关于未来的指引。周三的美联储声明非常鸽派，鲍威尔的讲话也显示他对美国经济复苏前景极度缺乏信心。

美国上周初请失业金人数为 154.2 万人 连续 10 周回落。美国劳工部 6 月 11 日数据显示，上周美国首次申请失业救济人数达 154.2 万，市场预期值为 155 万，前值为 187.7 万，已连续 10 周回落。过去十二周里，美国申请失业救济总人数已超 4400 万。此外，5 月 30 日当周续请失业金人数为 2092.9 万，高于预期的 2000 万，但较前值 2148.7 万有所回落。美国劳工部 6 月 5 日公布的数据显示，美国 5 月失业率为 13.3%，环比下降 1.4 个百分点，较 4 月的历史高位有所回落。5 月美国非农业部门就业岗位环比增加 250 万个，好于市场预期。不过美国劳工部下属机构劳工统计局后又在声明中提到，由于存在“分类错误”，目前公布的失业率低于实际情况。据媒体报道，如果修正这一错误分类，美国 5 月实际失业率约为 16.3%，而 4 月的实际失业率则高达 19.7%。

据 SMM 调研，5 月线缆企业开工率达到 101.74%，环比上升 1.3 个百分点，同比增加 9.68 个百分点。开工率保持在高位，主要是因为企业存量订单充足，5-6 月是国网线缆集中交货期，电力电缆行业订单火爆，工程类订单也表现不俗。然而，5 月下旬后，企业新增订单开始走弱，预计 6 月产量将有所下降，预计 6 月线缆企业开工率环比回落 4.63 个百分点至 97.11%。4 月空调产量为 1915.9 万台，同比下降 17.3%，前 4 个月累计产量 5581.5 万台，累计同比降幅为 24.8%。此前市场普遍预期受海外疫情的拖累，空调外需将明显下降，不过据海关总署的数据，4 月空调出口 706 万台，去年同期为 720 万台，虽有下滑，但降幅不及预期，随着海外复工复产推进，外需还有恢复的空间，反而是内需成为关键。6 月仍是空调生产的旺季，对于铜需求有一定的带动。4 月以来汽车市场逐渐回暖，5 月乘用车市场零售环比回暖明显，汽车市场向好也有利于铜材需求，尤其是今年在经济衰退压力下，新基建领域充电桩的建设步伐或将加快。

铜价连续冲高之后近两日开始回调。后市来看，铜矿供应逐渐恢复，但需注意智利和秘鲁疫情防控情况；废铜进口也将增多，对精铜的替代将会显现。技术上也走到了春节前的缺口位置，压力逐渐加大。在夏季需求淡季到来之时可能继续出现调整。操作上反弹逢高做空套保，做多尚需等待。

期权策略： 暂时观望。

原油：

北京时间周三晚 22:30，美国能源信息署(EIA)公布的数据显示，截至 6 月 5 日当周，美国除却战略储备的商业原油库存增长 572 万桶，预期减少 101.3 万桶，前值减少 207.7 万桶。虽然增幅大超预期，但不及早间 API 公布的 842 万桶；汽油库存增幅超预期。精炼油库存增长 156.80 万桶，预期增加 343.0 万桶，前值增加 993.4 万桶。当日凌晨，美国石油协会(API)公布的数据显示，截至 6 月 5 日当周，API 原油库存意外大增 842 万桶至 5.394 亿桶，预期减少 145 万桶；精炼油库存增加 427.1 万桶，高于此前 290 万桶的预期；美国上周原油进口增加 160 万桶/日。API 库欣原油库存减少 228.5 万桶；API 汽油库存减少 291.3 万桶。

当地时间周二，EIA 公布了月度短期能源展望报告：除了欧佩克+，北美各地的生产商也削减了产量，美国的钻机数量降至历史最低水平。因钻探商削减了活动，预计 2020 年美国原油产量将下降 67 万桶/日至 1156 万桶/日，比之前预测的 54 万桶/日的下降幅度更大。

EIA 预计美国原油产量将继续下降，到 2021 年 3 月将降至 1060 万桶/日，然后到 2021 年底略有增加。到 2021 年，美国的石油需求预计将增加 140 万桶/日至 1946 万桶/日，而 EIA 先前的预测为增加 145 万桶/日；EIA 预计 2020 年世界石油消费量将下降 830 万桶/日，至 9253 万桶/日，比此前预测的 815 万桶/日再度下滑。

由于新冠疫情席卷了全球并限制了旅行，今年早些时候油价暴跌。但是，随着各国放松封锁措施，世界各地的需求已开始逐渐上升。但市场也在担忧需求和供应，摩根士丹利表示，油价此前上涨过快，而全球石油需求可能不会在 2021 年底之前就回到疫情前的水平。供应问题或许会卷土重来，随着价格上涨，美国页岩油将重启生产；此外，当欧佩克和盟国开始减少减产幅度时，石油产量将急剧增加。

欧佩克+减产计划仅延期一个月，而此前市场预计减产计划将延长三个月。美油和布油都需要更强劲的利好因素，才能将油价推回 3 月 6 日之前的水平。当前油价与油价大跌前存在很大的差距，布油价格在 3 月油价大跌前已突破 50 美元/桶。不过目前的协议预计将导致市场在 10 月前出现供应短缺，从而在更长期限内支撑油价。

利比亚沙拉拉油田上周末刚刚开始恢复生产，但受武装组织影响，该油田已在 24 小时内第二次停产。沙拉拉油田是利比亚最大的油田，日产量为 300 万桶。利比亚国家石油公司曾希望该油田的产量能在 90 天内恢复正常。然而，最新的事态发展清楚地表明，利比亚未来几个月的石油产量将存在不确定性，可能仍会持续波动。

原油价格反弹到目前这个位置可能部分页岩油企业不会减产了，再加上需求必定没有完全恢复，而且疫情新增数据较大，OPEC+延迟减产时间不长，这些因素导致市场开始调整。短期看市场调整震荡可能性较大。操作上避免追涨杀跌，等待回调较为充分企稳出现技术信号时逢低做多。

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