

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）大豆期货周五上涨，交易商称，因预期中美贸易磋商重新启动。美国当地时间6月16日至17日，中共中央政治局委员、中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪应约同美国国务卿蓬佩奥在夏威夷举行对话。双方就中美关系和共同关心的国际与地区问题深入交换了意见。双方充分阐明了各自的立场，认为这是一次建设性的对话。双方同意采取行动，认真落实两国元首达成的共识。双方同意将继续保持接触和沟通。

随着中国买家重返美国大豆市场，加上美国玉米供应预计创下33年来的新高，上周投机基金在芝加哥期货交易所（CBOT）大豆期货上的多单相对玉米多单的比例创下史上最高，反映出投机基金对大豆和玉米后市的看法差距从未如此过大。美国商品期货交易委员会（CFTC）发布的持仓数据显示，截至6月9日当周，投机基金在大豆期货及期权市场的多单从一周前的6,637手增至20,376手。近来市场人气乐观，因为中国大量采购美国大豆。这也使得基金在大豆上的多单相对玉米多单之差达到创纪录的317,688手，打破了2013年10月29日创下的前期记录296,985手，当时大豆多单为116,358手，玉米空单180,627手。

投机基金在玉米和大豆市场多单差的最低点出现在2011年4月19日，当时投机基金在玉米市场持有多单365,448手，在大豆市场持有多单87,891手。6月初投机基金对玉米和大豆看法如此迥异是非常不寻常的，因为美国作物正处于初期生长阶段，仍存在天气风险。但是由于作物丰产预期以及玉米乙醇需求损失巨大，明年美国玉米供应预计增长超过50%，因此投机基金无力看涨玉米。

截至6月9日当周，投机基金在CBOT豆粕期货和期权市场的净空单增加大约2,000手，为52,986手，这是自2月份以来最高净空单规模。今年3月份新冠疫情首次升级，由于担心食品安全，投机基金减持在豆粕期货及期权市场的空单，减持规模创下历史最高纪录。不过4月初这种趋势彻底反转，此后投机基金已经增持近77,000手空单，创下10周以来的最高水平。截至6月9日当周，投机基金在豆粕市场的空单总计达到88,317手，而从月份来看，只有2017年6月份所有周超过这个水平。截至6月9日当周，投机基金在豆油期货和期权市场实现多翻空，从一周前的净多单11,376手，到净空单56手。尽管在此期间主力期货上涨了1%。但是豆油期货在上周三到周五期间下跌2%，投机基金预计是主力空头。同期基金可能在豆粕期货市场上净做多。

美国农业部在6月份供需报告里预计2019/20年度（10月至次年9月）中国大豆进口量达到9400万吨，高于5月份预测的9200万吨，比上年提高13.88%；2020/21年度中国大豆进口量预计为9600万吨，和5月份预测持平，同比增长2.13%。

周四，阿根廷农民反对政府提出的将债务重组中所发行的债券利率与农产品出口挂钩的提议。政府最近向650亿美元主权债券的持有者提供了这项建议，作为达成交易的甜头。按照这一建议，每当农产品出口达到一定阈值时，就会触发阿根廷付款。但是这仍然不足以赢得债券持有人的同意。一位消息人士称，债权人认为这个担保虽然带来好处，但是作为讨价还价的工具还不够有吸引力，不足以弥合双方的立场差

距。农户们则担心，将农产品出口作为主权债务的担保，将鼓励政府维持出口税不变，目前大豆和制成品的出口税为 33%，玉米和小麦为 12%。

6 月巴西大豆出口创历史新高，但 7 月之后逐步放缓，加之巴西货币贬值，刺激美豆出口需求更加强劲，对价格形成重要支撑；但美豆产量预期丰收，基本面缺乏利好题材，则限制盘面上涨空间。国内方面，国内到港大豆数量充足，油厂近两周周度大豆压榨量将达到 210 万吨超高水平，国内大豆、豆粕供应宽松环境下，行情延续反复窄幅震荡格局。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

国内消费 5 月份数据大幅好转，出口方面数据仍差预计要等到下半年甚至第四季度数据才会逐渐出现好转。整体的消费虽然仍是不如往年同期，但是在逐步恢复，国内的供需基本面在逐步改善。目前市场仍然存在着较大的不确定性是蝗灾和疫情的二次爆发。面纱方面国内消费开始慢慢恢复，5 月份国内的消费数据大幅好转，5 月份服装出口数据仍然较差，但是预计随着疫情得到有效控制，后面预期会慢慢变好。近期纱线和坯布销量较 5 月份有所下降，走货一般，棉纱价格相对稳定。短期内消费难以回归到疫情之前的状态。

5 月，据中国棉花协会调查，全国植棉面积为 4615.63 万亩，同比减少 4.15%，与上期持平。月内，全国大部棉区气象条件正常，适宜棉苗生长，截止到 31 日棉花播种进度为 99.6%，同比落后 0.14 个百分点。50.2%的棉苗处于 6-8 片真叶期，同比增加 27.86 个百分点；病虫害发生程度总体较轻，占比均超过八成，调查农户中，认为苗情较好的占 44%，同比增加 29.82 百分点。5 月，新疆棉花专业仓储库出疆发运量为 59.23 万吨，环比增加 8.67 万吨，同比增加 27.04 万吨。2019 年度（2019 年 9 月-2020 年 5 月）出疆棉公路与铁路共发运 342.74 万吨，同比增加 96.82 万吨。

印度棉花公司(Cotton Corporation of India)周一修订了折扣计划，对价格进行了合理化调整，以减少库存膨胀，并确保以有竞争力的价格向纺纱厂提供原材料。市场上优质的棉花是 3.5-3.6 万卢比/坎德。该计划将于六月底生效，CCI 规定了较低的基本价格，从 35,600-37,500 卢比/坎德（356 公斤），每天至少购买 500 包，将给予 300 卢比的折扣。每天购买超过 2 千克的包，将提供 1200 卢比的更高折扣。

根据国家统计局发布的数据显示，5 月份限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额 1018 亿元，同比下降 0.6%，降幅较上月缩小 17.9 个百分点。前 5 个月限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售额累计 4067 亿元，同比下降 23.5%，降幅较上月缩小 5.5 个百分点。5 月份限额以上服装鞋帽、针纺织品类零售内销数据大幅有好转迹象。1—5 月份，全国网上零售额 40176 亿元，同比增长 4.5%，比 1-4 月提高 2.8 个百分点。其中，实物商品网上零售额 33739 亿元，增长 11.5%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%。其中穿类商品下降 6.8%。

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

本周全国螺纹钢库存公布：本周螺纹钢社会库存较上周下降 2.82 万吨至 757.22 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 200.57 万吨；钢厂库存上升 16.39 万吨至 300.74 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 71.48 万吨。合计库存上升 13.57 万吨。本周产量环比下降 2.35 万吨至 396.21 万吨（去年同期产量 376.72 万吨）。钢厂库存继续回升，社库降幅大幅放缓，总体库存开始回升；产量略有回落，但仍处同期最高。

6 月 19 日国内钢材市场价格小幅上涨。19 日唐山钢坯出厂上调 10 元/吨报 3310 元/吨。今日黑色系期货走强，市场信心提振，下游采购明显增加，商家多数探涨。国内建筑钢材价格多数上涨，部分持稳，个别小幅松动。主要城市螺纹钢均价 3796 元/吨，较上个交易日上涨 3 元/吨，具体来看，早盘开市期螺震荡上行，国内多数城市开价稳中有升。盘中，贸易商反馈成交好转，低位资源高靠，下游采购有所增加，全天成交量较前一日明显回升。目前来看，原料价格依然处于高位，成本端支撑力强，由于近期需求保持弱势，现货市场尽管有反弹迹象，但预计涨幅有限。

热轧板卷全国主要城市价格大幅上涨，4.75 热轧板卷全国均价 3788 元/吨，较上个交易日上涨 20 元/吨。分区域来看，华东、华南、华中、东北地区价格大幅上涨，华北、西南地区价格小幅上涨，西北地区价格暂稳。今日黑色商品期货市场震荡走高，收涨 1.78%，现货市场早盘报价大幅上涨，涨后市场成交一般，大多为商家间的投机补库需求，午后部分商家价格拉涨，但涨后高位成交乏力。而下旬钢厂订货成交大幅拉高，商家市场收货成本更低，收货意愿也大于订货意愿，另一方面也带来了商家惜售的心理，认为就算涨价空间有限，但也较难回落，短期低售的情况偏少，且有高位挺价出现。

国内中厚板市场价格稳中偏强，全国 20mm 普板均价 3874 元/吨，较上个交易日涨 4 元/吨。据了解，今日期货价格震荡走强，在此影响之下，贸易商心态逐渐好转，报价以稳中偏强为主。钢厂方面，本周钢厂开工率 86.15%，周环比持平；钢厂产能利用率 86.23%，周环比提升 0.46%，预计下周 NG 检修，钢厂开工率、产能利用率或小幅走低。库存方面，本周钢厂库存小幅减少，社会库存小幅增加，总库存周环比增 0.22%，年同比增 2.88%。

原料端来看，焦炭第六轮提涨落地，总计涨幅 300 元/吨。截止 6 月 19 日，全国高炉螺纹钢利润 238.2 元/吨，而焦炭吨焦盈利已高达 310.05 元/吨，吨焦利润超过了螺纹钢利润。从行业利润角度来看，焦炭价格上涨空间有限，需重点关注各地环保政策及钢材价格变动。

近两日利好有北京疫情得到了控制，央行持续逆回购操作净投放 800 亿元，山西河北等地蓝天保卫战钢铁去产能引发市场关注。值得关注的是，粗钢产量持续创出历史新高，最新一周的钢产量来看，增产明显放缓，且螺纹钢产量已经开始回落，季节性因素的影响，以及钢厂利润空间收窄的背景下，产量继续增加的空间有限。

近期机械制造销量和产量增长明显，作为基建投资的晴雨表，挖掘机5月产量20万台，同比增长82.3%；1-5月挖掘机产量为153289台，同比增长14.7%。同时，在基建投资拉动，以及国三淘汰背景下，重卡销量持续创新高。最新数据显示，5月重卡销量17.9万辆，同比增长65.6%，再创历史新高。

总体来看，螺纹期货近期仍然保持强势，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。操作上，有回调短线做多螺纹或铁矿。

期权策略：观望。

铜

本周基本上主要有以下几个方面：

1. 北京地区新冠疫情新增病例明显回升。近期北京市已进入非常时期，全市社区防控工作迅速进入战时状态。6月14日0时至24时，北京新增新冠肺炎确诊病例36例，其中丰台区23例、大兴区7例、海淀区2例、东城区1例、朝阳区1例、石景山区1例、房山区1例；已完成流调的34例均与新发地市场有关，还有2例正在流调中。通过流行病学调查发现，当前确诊病例均与新发地市场有关。6月15日0时至24时，北京新增报告本地确诊病例27例、疑似病例2例、无症状感染者3例。目前，全市社区（村）处于三级防疫等级，采取二级防控措施，要求一级工作状态。另据通报，因在疫情防控工作中存在落实“四方责任”不到位、“四早”要求不力、消杀工作不到位等问题，丰台区副区长周宇清等被免职。北京疫情新增病例突然大幅增加，并且传染源尚不清楚，这对当前市场构成一定压力。但由于疫情新增规模有限，对市场影响不大。

2. 本月最新公布的数据显示，1-5月份，全国房地产开发投资45920亿元，同比下降0.3%，降幅比1-4月份收窄3.0个百分点。1-5月份，房地产开发企业房屋施工面积762628万平方米，同比增长2.3%，增速比1-4月份回落0.2个百分点。1-5月份，房地产开发企业土地购置面积4752万平方米，同比降8.1%，降幅比1-4月份收窄3.9个百分点。1-5月份，商品房销售面积48703万平方米，同比下降12.3%，降幅比1-4月份收窄7.0个百分点。5月份，规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较上月加快0.5个百分点，在上月由负转正基础上继续回升。

3. 复工复产深入推进，工业生产加快。对规模以上工业企业的抽样调查显示，截至5月27日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较4月下旬上升6.6个百分点。5月份，规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较上月加快0.5个百分点，在上月由负转正基础上继续回升。2020年1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降6.3%，降幅比1-4月份和一季度分别收窄4.0和9.8个百分点。1-5月份，基础设施投资同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄5.5个百分点。从以上数据看，国内经济形势复苏向好。

4. 6月16日，国药集团中国生物武汉生物制品研究所研制的新冠病毒灭活疫苗I/II期临床试验盲态审核暨阶段性揭盲会在北京、河南两地同步举行。揭盲结果显示：疫苗接种后安全性好，无一例严重不良反应；不同程序、不同剂量接种后，疫苗组接种者均产生高滴度抗体；28天程序接种两剂后，中和抗体阳转率达100%。国外疫苗方面，英国牛津大学主管新冠病毒疫苗测试的贝尔（John Bell）教授表示，牛津研制的疫苗最早将于2020年9月底上市，并有望于圣诞节期间在英国全面推出。中国灭活疫苗预计最快

2020 年底或 2021 年初上市。此外，强生、赛诺菲、默克预计在 2021 年陆续推出新冠疫苗产品。

5.季末流动性趋紧现象。6 月为跨季度、跨半年时点，通常都会出现季节性的资金边际趋紧。进入 6 月中下旬，叠加缴税因素、债券发行等因素，对市场资金面存在一定扰动。14 天逆回购也是因为季末进行流动性管理，防止季末流动性趋紧。昨日召开的国常会提出，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行等政策，推动金融系统让利。综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。这使得市场对于短期内再次降准的预期升温。

铜市场目前仍然保持强势，下跌缺乏动力。主要受供给端影响有一定支撑，由于库存大量减少导致近月逼仓行情再现。但上方反弹压力越来越大，在夏季需求淡季到来之时及预期铜精矿未来到港增多的影响下市场可能反复震荡，也可能出现调整。操作投机者观望，有库存企业适量做空套保。

期权策略：暂时观望，或者卖出宽跨式期权。

原油：

本周欧佩克与非欧佩克产油国部长级监督委员会会议结束，欧佩克在其官网发表声明。声明中称，5 月的整体减产执行率为 87%，乐见减产执行率未达到 100%的国家承诺在 7 月-9 月进行补偿；伊拉克和科威特已经提交其补偿计划，其他未提交计划的国家将在下周一(6 月 22 日)之前提交给欧佩克秘书长巴尔金都；此外，委员会对自愿在 6 月额外减产共 120 万桶/日的沙特、阿联酋、科威特和阿曼表示感谢。下一次联合技术委员会(JTC)会议将在 7 月 14 日举行，联合部长级监督委员会(JMMC)在 7 月 15 日举行。

OPEC+部长级委员会推动提高减产执行率，但未建议延长减产。OPEC+的一个委员会周四敦促伊拉克和哈萨克斯坦等国更好地遵守减产协议，但在将创纪录减产延长至 8 月，还是从 8 月开始削减减产规模的问题上没有给出建议。该委员会名为联合部长级监督委员会(JMMC)，为 OPEC+提供建议，并将于 7 月 15 日再次开会，届时将提出下一轮减产规模建议，以支撑受冠状病毒大流行冲击的油价。在石油需求下降高达三分之一之后，OPEC+自 5 月开始创纪录减产 970 万桶/天，相当于全球供应量的 10%。按计划，减产幅度将在 8 月到 12 月降至 770 万桶/日。

两位 OPEC+消息人士说，周四的 JMMC 虚拟会议没有讨论延长减产至 8 月的问题。OPEC+声明也没有提及延长减产，并称伊拉克和哈萨克斯坦提出了一份如何在 7-9 月弥补 5 月超配额生产的计划。

Rystad Energy 的 Bjornar Tonhaugen 表示，“这可能是市场的额外利好消息，两国可能会减少部分供应。”减产执行落后的国家在未来几个月弥补 5 月的超配额生产意味着，即使 OPEC+决定缩减减产幅度，实际减产幅度会加大。Tonhaugen 指出，没有延长大幅减产到 8 月的消息没有影响到价格，这表明我们目前看到的价格水平是可持续的。

OPEC+同意伊拉克减产未达标的补偿方案。伊拉克告诉 OPEC+，本月将会完全兑现石油减产，同意了 5 月减产不达标的弥补办法。与会代表说，本月初原则达成的协议在周四的部长级视频会议上最终定案。此举提高了 OPEC+产量协议的公信力，在需求开始复苏之际也会进一步减少对市场的供应量。

俄罗斯能源部长诺瓦克：我们可能会在年底前看到原油市场的平衡。俄罗斯能源部长诺瓦克：欧佩克+没有讨论 8 月的计划，原油库存可能会在年底或者明年年中降至 5 年均值的水平，可能在 1-2 个月内看到全球原油的供需平衡，欧佩克国家 5 月的减产执行率为 87%，所有的欧佩克国家都确认，计划 100%执行减产协议，将对 5 月未执行的部分进行补偿，几个国家减产较配额低 130 万桶/日，当前 40 美元/桶左右的油

价反应了客观情况。

上周美国 API 原油库存超预期增加 385.7 万桶，汽油库存意外增加 426.7 万桶。

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，导致原油市场前期反弹，近期市场美原油市场徘徊在 40 美元左右，市场上方压力逐渐显现，但这个位置只能造成调整不会反转，国外短期需求仍然复苏缓慢，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

邮箱：shenexian_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799