

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：

华盛顿7月9日消息：美国农业部周度出口销售报告显示，美国对华大豆出口销售总量同比增长12.4%，上周是同比增长10.1%。截止到2020年7月2日，2019/20年度（始于9月1日）美国对中国（大陆地区）大豆出口装船量为1295.7万吨，高于去年同期的873.5万吨。当周美国对中国装运7.44万吨大豆，上周对中国装运0.19万吨大豆。迄今美国对中国已销售但未装船的2019/20年度大豆数量为328.0万吨，去年同期为571.6万吨。2019/20年度迄今为止，美国对华大豆销售总量（已经装船和尚未装船的销售量）为1623.7万吨，同比增加12.4%，上周是同比增加10.1%，两周前是同比增加15.0%。迄今美国对华售出422.7万吨2020/21年度交货的大豆，比上周提高19.2万吨。

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%。

6月30日，美国农业部发布的新作农产品播种面积报告以及季度库存报告给玉米市场带来意外利好。播种面积预测数据下调推动玉米价格上涨，并为2020/21年度玉米前景带来乐观情绪。大豆播种面积数据位于市场预期范围的低端。据悉在美国农业部进行调查时，还有224万英亩的玉米仍未播种，这令市场怀疑这些耕地最终可能种上替代作物比如大豆或者弃耕。市场关注的焦点转向天气预报以及即将出台的USDA7月份供需报告，寻求短期内价格走向。

6月末种植面积报告之后，美国农产品市场就正式步入天气市场，而进入7月份之后，市场对于天气题材的变化也会越发敏感，单产成为关键的影响因素。来自NOAA对7月的天气展望数据，美玉米带将迎来高温少雨天气，而相比玉米来说，大豆最关键的生长期其实是在8月，历史上也曾出现过7月降水不足8月补回后单产并不低的情况。而受到新冠疫情以及种植收益的影响，USDA6月末面积报告中大幅下调的500万英亩玉米面积，并未转移到大豆面积上，市场解读如果后期种植天气良好，或者随着后续播种的跟进或者播种意向发生改变，则对种植面积的修正将会在8月份的作物产量报告中体现，这也似乎意味着美豆播种面积仍有保留。

长期天气预报显示，未来三十天里，在一些严重干旱的地区，天气预报仍将继续干燥，从科罗拉多州东部、南部新墨西哥州东部和北部再到东部诸州等等；并且未来干燥不仅仅表现在西部地区，中西部的部分产区也开始旱象抬头，包括北达科他州以及南达科他州北部部分地区，甚至包括从内布拉斯加州西南到科罗拉多州东部。而短期预报来看，下周的天气依然偏干，高压脊覆盖范围从落基山脉扩大至俄亥俄河谷，高压脊脊峰的降水并不足以抵消高温天气带来的土壤水分损失。而美豆市场交易天气升水的基本面基础要比玉米更强。大豆单产即使只下调1蒲/英亩，大豆库存将下降至2亿蒲附近。特别是南美正在发酵拉尼娜天气---全球大豆供需平衡相较玉米和小麦更加脆弱。

截至7月5日的一周，美豆生长优良率71%，市场预期为70%，上周71%，去年同期53%，截至目前美豆优良率持续保持良好。而7月中下旬，美豆将基本进入开花结荚期，也就是正常概念中的生长关键

期，通常优良率的高低会影响单产水平，进而影响总供应量；但现阶段并未到天气会实质性影响到美豆单产阶段。当然从历史数据来看，优良率也不直接和单产相对应，历史单产回撤率最大的为 2003 年，当年美豆优良率开局 94%，平均 84%，最终美豆单产回撤 10.8%，而 2015 年，7 月中旬以后美豆优良率基本维持在 89% 左右，最终单产 48 蒲，反倒超过了平均优良率 94% 的 2014 年单产水平（47.5 蒲）。

美国农业部报告利多导致豆粕大涨，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，豆粕市场将获得一定支撑，但未来行情总体还是需要天气定夺，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

7 月 9 日储备棉轮出销售资源 8033.28 吨，成交率 100%。平均成交价格 11639 元/吨，较前一日上涨 72 元/吨，折 3128 价格 13008 元/吨，较前一日上涨 90 元/吨。新疆棉成交均价 11779 元/吨，较前一日上涨 134 元/吨，新疆棉折 3128 价格 13173 元/吨，较前一日上涨 133 元/吨，新疆棉加价幅度 1278 元/吨。地产棉成交均价 11350 元/吨，较前一日下跌 7 元/吨，地产棉折 3128 价格 12668 元/吨，较前一日上涨 79 元/吨，地产棉加价幅度 773 元/吨。7 月 1 日至 7 月 8 日累计成交总量 56349.1862 吨，成交率 100%。

截至 7 月 3 日全印度已经播种棉花面积为 916.73 万公顷，比 5 年均值高了 40%，已经完成了预计播种面积的 76%，其中主产区马邦已播种面积为 331 万公顷，古吉拉特邦已播种面积为 260.4 万公顷，特伦甘纳邦已播种面积为 154 万公顷。据外商及青岛、广州、张家港等地的棉花贸易企业反馈，7 月上旬保税棉+非保税棉库存总量较 6 月份同期有所下降，但幅度不大，库容压力缓解并不十分明显。虽然近半个月来，港口外棉因 ICE 棉花期货上行、储备棉轮出及出口订单恢复非常缓慢等等因素制约，询价和成交、出货不顺畅（部分贸易商随 ICE/郑棉上涨而下调外棉基差，但收效甚微）；但抵港、入库的外棉数量更低，除了少量 2019/20 年度美棉外，澳棉、巴西棉、西非棉、印度棉的数量都偏低，“出库慢但入库也少”，因此整体处于弱平衡状态。

今年一季度，英国服装进口量同比下降 12%。不过，由于进口单价飙升 15.5%，进口额同比增长 1.7%。孟加拉国在第一季度成为最大的供应商，中国市场份额继续微跌，特别是机织服装类别。一季度，英国对孟加拉国的服装进口量激增 34%，而对中国的进口量下降了 8.7%，对中国针织服装的进口量略有上升，但机织服装进口则下降了 19%。目前，中国服装的进口额仍占 16.1%，而意大利、土耳其、印度和荷兰则在 6.2%至 7.4%的狭窄范围内%。

美国疫情有二次爆发的可能性，欧洲近几日疫情也有反复，巴西、印度疫情情况越来越严重，消费端短期内难有起色。供应端，美国旧年度棉花签约量近期不佳，但是签约进度和装运进度尚可，新年度棉花优良率较低，特别是主产区得克萨斯州由于之前天气干旱优良率特别低。印度旧棉花价格较低，由于其国内纺织厂复工复产率不高，需求也不好，棉花的消费量低，CCI 收购了印度产量三分之一的棉花。新年度印度再次提高最低收购价格，农民种植积极性较高，棉花播种进度较快。目前印巴蝗灾对棉花产量的影响仍存在较大的不确定性。

国内：从未来一段时间的供需角度来看，棉花保持了近几年供应充足的常态，另外有储备棉作补充，本年度在新花上市前供应充足。需求方面，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。储备棉轮出从 7 月 1 日开始至 9 月 30 日结束，轮出最近几天成交情况较好，且美棉播种面积大幅减少近期走强对郑棉有提振作用，因此郑棉近期价格有走强趋势。此外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。

美国农业部报告公布的种植面积减少数量大于预期对棉花期货带来利多支撑。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，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，棉价上涨将一波三折。郑州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，但美棉向上趋势明显。操作上待下探时逢低做多。

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上升 19.77 万吨至 817.07 万吨（近 10 年最高 1428 万吨），同比去年高 238.41 万吨；钢厂库存下降 2.29 万吨至 341.31 万吨（近 5 年最高 776 万吨），同比去年高 114.01 万吨。合计库存上升 17.48 万吨。本周产量环比下降 12.32 万吨至 388.43 万吨（去年同期产量 375.52 万吨）。库存上升幅度放缓，一方面，本周需求较上周有所好转，另一方面，受电炉减产和北方限产影响，本周产量下降幅度较大。

今年上半年，尽管遭遇疫情严重冲击，但中国钢材市场指标好于预期，尤其是二季度以后，表观消费呈现 V 型反弹局面，推动了钢材及黑色系列商品价格震荡扬升。根据统计数据测算，上半年钢材国内需求超出预期，今年前 5 月全国粗钢表观消费同比增长 3.3%，其中 5 月份增幅达到 6.3%，呈现 V 型态势。由于下半年中国经济增长还会提速，并且固定资产投资成为刺激国内需求的最重要抓手，钢材消费力度得到强化，因此“淡季不淡，旺季更旺”，下半场中国钢材需求量还会更多。由于下半年继续提速，所以目前的 V 型右侧继续扬升，最终呈现全年“勾型”局面。

虽然遭遇新冠肺炎疫情冲击，但由于中国抑制疫情蔓延，成功推动复工复产，以及逆周期调节加码，致使下半场中国经济提速。世界银行前景预测局预计中国今年增长 1%，是唯一在 2020 年保持正增长的主要经济体，另一方面，国内经济界普遍认为中国经济将超出这一增速。有专家认为 2020 年中国 GDP 实际增长速度大约为 3.2% 左右。据此测算，下半年中国 GDP 实际增长速度就应当在 6% 左右，明显高出上半年增长水平。下半年宏观经济提速，当然奠定了中国钢材需求的更多基础。不仅如此，又因为决策层将强化固定资产投资，尤其是向“两新一重”倾斜，强化补短板的基础设施投资作为刺激国内需求，抵御境外需求恶化压力的重要抓手，因此下半场中国钢材的国内需求将会更多，而不是减少。

中国钢材市场下半场更为旺盛的消费与购买需求，当然为国内钢铁企业提供了强大刺激。除此之外，近些年来钢铁企业所新增加的先进钢铁产能，也使得下半年实现更多钢铁及钢材产量成为可能。据中国钢铁工业协会数据显示，2020 年 6 月下旬，重点统计钢铁企业日产粗钢同比增长 5.7%、日产钢材同比增长 3.95%，显示了这一放量趋势。预计下半年全国钢铁及钢材产量还会居高不下，甚至增速进一步升高。

总的来看，下半年钢材市场将呈现供需两旺状态，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，以宽幅震荡看待，关注冲高之后受阻情况，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

近期铜市场主要信息有：

1. 智利、秘鲁公布 5 月铜产量 数据，智利同比增长 1% 至 49.25 万吨，而秘鲁萎缩 41% 至 12.8 万吨，但目前秘鲁正处于复产阶段，预计产量回升，而智利面疫情不断发展干扰加大，必和必拓宣布缩减旗下 Cerro Colorado 生产，Codelco 扩建项目暂停且暂停一家精炼厂生产，市场担忧情绪持续。

2. CSPT 小组召开了最新第三季度的 Floor price 价格会，并敲定第三季度的 TC/RC 地板价为 53 美元/吨及 5.3 美分/磅，抑制国内冶炼产能。SMM 6 月铜精矿指数报 51.71 美元/吨。而本次确定的三季度地板价较一季度的 67 美元/吨下降较多，客观反映了进口铜精矿供应收紧的趋势，同时下半年原料供应形势仍十分严峻。Antofagasta 本周与铜陵有色及江西铜业就 2021 年上半年铜精矿供应协议达成一致，最终确定的 TC/RC 为 60.8 美元/吨及 6.08 美分/磅，将为来年长单谈判提供一定指引。

3. 由于精废价差回到 2000 元以上水平，废铜替代消费愈发明显，但再生铜进口短期仍难实现，三季度仍以批文为主，废铜进口仍紧张。

4. 其次是需求端，电网电源的投资增速居高不下，预计后市将带动整体需求增加；以及终端需求各领域先后回暖，整体消费并不悲观。

5. 智利国家铜业公司(Codelco)周五表示，Chuquicamata 矿工会批准实施为期 7 天的轮班工作，以减少工人暴露于冠状病毒暴发的风险。全球最大的铜生产商 Codelco 在一份声明中表示，该措施以超过 75% 的多数票获得通过。智利国家铜业公司 Codelco 周六表示，将暂时停止旗下 El Teniente 矿山的升级项目项目建设，该公司声明，此举是应对迅速蔓延的冠状病毒大流行的必要举措。Codelco 在一份声明中表示，该措施将使 Teniente 相关业务的员工总数减少到 4,500 人，并且该矿山将继续以先前宣布的 14 天轮班制度以保护工人。嘉能可报告其在刚果的矿工出现感染，周末智利科达尔科报告其全部矿山只有一半工人在生产，秘鲁一小型矿山宣布因疫情而暂停运营，矿山生产受阻的担忧加剧。

6. 废铜：7 月 1 日，再生铜（黄铜）标准已正式如期落地，有关部门正在加快推进相关资质认证和监管措施出台工作，但距离实际可用仍需一段时间。环保部公布了三季度进口废铜的第一批批文，总量为 17 万吨，由于二季度批文仍有剩余，批文本身并不影响废铜进口，新的批文公布暗示三季度新的再生铜原料进口标准可能无法执行，但仍将以批文形式保障正常的废铜进口需要。截至 5 月进口废铜同比减少 20 万吨，进口及国产废铜减少是上半年精铜快速去库存的重要原因。5 月下旬开始东南亚重启废铜进口，6、7 月进口环比增加，但美国经济重启受阻，新的废铜回收恢复缓慢，可能造成 8 月东南亚废铜原料紧张，国内废铜整体供应偏紧。但短时间看，由于高价吸引国内库存释放，当前废铜供应较宽松，下游消费略有放缓，精铜紧张与废铜宽松的结构性矛盾造成精废价差扩大，整体而已，国内炼厂因精矿原料紧张而减产，7、8 月精矿可能进一步紧张，需要保持进口以维持国内供应，低库存和沪伦现货同时升水说明精铜现货紧张仍是基本格局，强势不变。

对于未来的铜价走势本人的观点如下：

1. 矛盾比较明显，需求尚未完全恢复但供应受限支撑铜价。目前国内消费已进入淡季，尤其在进口货源冲击下，出库量明显下滑且不如往年同期水平，而海外则因制造业复苏环比继续回暖。在经济数据表现较好的情况下，基本面则海外接力中国撑起需求，虽然美国疫情反弹有所阻碍，但矿端干扰影响更大，基本面支撑较强，铜价仍然有继续冲高可能。但从更长期看铜价冲高之后还要回落。

2. 需求长期宏观上没有新周期但中期有全球复苏逻辑。即中期有复苏牛长期没有新周期。长期没有新周期不论是宏观经济上还是铜的需求上都是如此。主要是指铜需求的主要领域中国的房地产基建将来虽然有一定任性但没有多大增长潜力。

3. 基本面仍然利多，虽然技术上到了阻力位但目前没有任何因素能引发供应上升从而导致库存大幅积累。

4. 下一步供应方面准确预期比较困难，主要是疫情对铜矿供应的影响难以确定。这种不确定性还可能持续很长时间，直到疫情明显消退。

5. 疫苗上市之后有效期是人们关注的焦点。有报道说人体自然产生的新冠病毒抗体 6 个月后就检测不到了，疫苗是否也会如此还未可知。疫苗的有效期将对未来的疫情控制乃至世界经济的复苏情况构成决定性影响。

总体上看，技术上铜市场仍然稳健的运行在上行通道，智利铜矿受新冠疫情影响而减产再加上中国复工顺利欧美复工仍然在推进等供需错配导致铜价上涨。库存低是重要支撑。中期看库存变化情况，如果库存不能积累铜市场仍然将进行逼仓行情。但库存如果有所回升那么市场可能进行调整。目前库存在低位是支撑铜价上涨的最主要因素，后期的价格变化主要取决于铜库存能否回升。但如果库存继续减少，市场仍然有冲高动力。操作上暂时观望。

期权策略：暂时观望。

原油：

市场关注美国能源信息署公布的上周汽油库存大幅减少的数据而忽略原油库存意外的增加。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 7 月 3 日当周, EIA 汽油库存实际公布减少 483.90 万桶, 预期减少 21.8 万桶, 前值增加 119.9 万桶; 美国原油产品四周平均供应量为 1777.8 万桶/日, 较去年同期减少 15.1%; 美国上周原油出口减少 70.5 万桶/日至 238.7 万桶/日。北京时间周三晚 22:30, 美国 EIA 公布的数据显示, 截至 7 月 3 日当周, 美国除却战略储备的商业原油库存意外大超预期, 实际增加 565.40 万桶至 5.392 亿桶, 增加 1.1%, 预期减少 318.9 万桶, 前值减少 719.5 万桶。除却战略储备的商业原油上周进口 739.4 万桶/日, 较前一周增加 142.5 万桶/日; EIA 精炼油库存实际公布增加 313.50 万桶, 预期减少 12.7 万桶, 前值减少 59.3 万桶。数据公布后, 美油短线下挫 20 美分。

此前 EIA 公布的月度短期能源展望报告显示, EIA 预计 2020 年 WTI 原油价格为 37.55 美元/桶, 此前预期为 35.14 美元/桶; 预计 2020 年布伦特原油价格为 40.5 美元/桶, 此前预期为 38.02 美元/桶; 周三, 加拿大财政部预计, 2021 年 WTI 原油价格将为 43 美元/桶, 2019 年 12 月的预测为 58 美元/桶。

北京时间周三(7 月 8 日)凌晨, 美国石油协会(API)公布的数据显示, 截至 7 月 3 日当周, API 原油库存增加 205 万桶, 预期减少 340 万桶。美国石油协会(API)公布的数据显示, 截至 7 月 3 日当周, 汽油库存减少 183 万桶, 此前预期为增加 9.6 万桶; 精炼油库存减少 84.7 万桶, 此前预期为减少 13.2 万桶。

美国原油的产量前景似乎正在趋于稳定: 美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)上周六公布的数据显示, 截至 6 月 26 日当周, 石油钻井总数减少 1 座至 188 座, 当周天然气钻井总数仍为 75 座; 总钻井总数减少 1 座至 265 座。美国钻井公司连续第 8 周削减石油钻井平台数量至历史新低、天然气钻井平台数量持平。

来自市场情报公司 Genscape 及其竞争对手 Seevol.com 的数据显示, 俄克拉荷马州库欣中心的原油库存大量增加, 该中心接收的是 WTI 合约即将到期的原油。Genscape 报告库欣石油储备增加 250 万桶, 而 Seevol 称库欣石油储备增加 160 万桶。

美国新冠肺炎确诊病例激增，多个州的新冠肺炎病例达到创纪录水平。根据约翰斯霍普金斯大学(Johns Hopkins University)的最新统计数据显示，全球新冠感染病例已逾 1192.1 万例，死亡人数突破 54.6 万。在美国，逾 303.5 万人感染了新冠肺炎，超过 13.2 万人死亡，在世界各国中报告的死亡人数中占比超过 20%，高居世界首位。许多州已决定推迟让商店重新开业、恢复生产活动的计划，在某些情况下还会取消这一计划，这可能会破坏刚刚出现的原油需求复苏。

GPC 能源研究中心预计，当前的情况将持续至 11 月，美国页岩油产业才可能出现复苏，恢复至公共卫生事件爆发前的水平需要大概一年的时间。但是，该研究中心还考虑了可能出现的最糟糕的情况，即状况没有出现预想的好转，在这样的情况下，那么页岩油产生可能要到 2023 年 9 月才能恢复原有的水平。

渣打银行在报告中指出，石油市场当前的价格预测并未考虑爆发第二轮公共卫生事件的可能性，以及可能随之而采取的封闭措施，或是经济活动无法按照预期速度恢复原有水平的任何可能性。

原油价格反弹到 40 美元左右开始横盘，目前市场等待的是欧佩克和俄罗斯可能自 8 月起是否放松减产，再加上需求必定没有完全恢复，而且疫情新增数据较大，这些因素导致市场开始震荡整理。短期看市场调整震荡可能性较大。但毕竟油价处于历史低位，目前震荡调整属于见底以来的第二浪调整，之后在疫情好转带动下或 OPEC+ 进一步执行减产协议的支持下继续回升。操作上避免追涨杀跌，回调下探时候逢低做多。

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