中投期货策略周报（2022 年第 15 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

周度投资视点

宏观策略：近期工业品市场的波动，主要原因在于投资者对经济复苏的担忧，事实上欧洲经济数据恶化超预期，因此工业品普遍出现回落走势。但是需要注意的是，需求的变化是慢变量，需求下行对供需的影响，仍不及相供应扰动的影响，因此当前市场主要矛盾仍在供应端，预计短期内大宗工业品维持区间震荡的概率较大。

股指期货：4 月以来，国内疫情、供应链冲击及对稳增长信心不足等因素压制市场风险偏好。在悲观预期集中释放后，A 股估值水平回落至历史低位，当前权益市场配置性价比逐步显现，上证指数在 3000 点以下无需悲观。

铜：TC 继续上行接近 80，除了原料充裕预期外，国内炼厂产量受损也推高了 TC，3 月铜精矿进口保持稳定增长，原料端未存供应风险，但具有来自智利秘鲁的部分扰动。在疫情影响下上海及广东地区整体报关进口量有限，叠加国内冶炼厂 4-5 月的集中检修，产量增量低于预期。下游铜材开工率有所走高不过终端电缆、地产、开工等依然低迷，目前上海及其周边地区也面临港口物流堵塞和复工人员返岗困难等情况，未来弱需求的状态恐仍将延续一段时间。整体来看，目前国内外铜市场供需依然处于双弱过程之中，以及近强远弱尽管需求有回暖预期，但难以支持铜价持续走高。

锌：俄乌问题依然存在，欧洲天然气价格维持高位震荡，电价高企，目前未收到更多欧洲锌复产消息，海外锌实物溢价再度攀升，供应紧张。近期锌 LME 注销仓单占比从 3 月中旬的 10%左右连续上升，4 月上旬达到 60%左右并维持至今。同时 LME 锌库存连续下降， 3 月至今已经下降了 20%，海外“逼仓”风险上升。国内方面，强预期与弱现实交织，疫情导致国内供需双弱，一季度锌锭产量不及预期，下游初端开工受限，消费较差，难以推动锌价进一步上涨。锌价期货价格主要受外盘主导，将延续高位运行，暂维持内弱外强格局。同时，关注欧洲电力价格大幅下跌、国内需求不及预期等风险点。

原油：从 2022 年迄今原油市场表现来看，核心逻辑回到“供应增长有限，需求稳步复苏”的预期上来，推动国际油价再创 2014 年以来新高。在供应紧张预期日益加剧的状况下，基准原油远期结构呈现稳固的现货溢价模式，这意味着市场整体仍然是看涨的。这样的形势下，产油国相关的地缘政治风云突变，将油价推至 100 美元大关以上。总体而言，原油市场基调将取决于供需关系的此消彼长，牛市中的高位震荡行情是合理的，至少在反复触顶的过程完成之前不会戛然而止。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

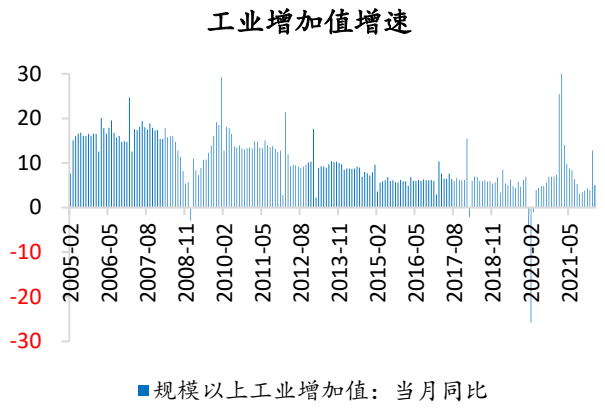
油脂油料：新季美豆种植进度虽低于常年水平，但在播种窗口关闭前仍有较大提升空间，尚不能断定玉米面积会大量转种大豆。俄乌局势发展仍是影响当前全球大宗商品市场的焦点。乌克兰一旦错过农作物播种期，必将对该国葵花籽和玉米等粮油作物生产造成严重影响，加上印尼实施贸易保护措施，全球粮食危机有进一步升级迹象。全球植物油供应链遭遇严重冲击，CBOT 豆油价格不断突破历史新高，显示资金对粮油价格上涨抱有较强预期。外部市场供应炒作持续发酵，国内三大油脂跟随国际市场向上突破。国内油脂库存原本偏低，而内外价格倒挂令企业降低进口，国内植物油供应缺口短期内仍难恢复，成本驱动与市场预期形成合力，推动油脂价格保持牛市运行节奏，可适量持有油脂期货多单。国内豆粕市场因供应恢复而保持震荡运行，在美豆未形成向上突破前，国内粕类市场将继续因油脂的强势而上行受限，油强粕弱格局持续强化，可保持震荡思路短线参与或维持观望。豆一期货市场在震荡区间下沿得到支撑，反弹节奏随时可能因连续的拍卖压力和新季面积增加等因素而打断，可保持区间震荡思路短线参与或继续观望。

目 录

周度策略：稳增长继续加码 俄乌问题仍无改善 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 疫情冲击 4 月经济数据承压 ..... - 7 -
3 流动性：5 月流动性仍将宽松 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 16 -
1 俄乌难以和平收场 ..... - 16 -
2 能源对抗全面升级 ..... - 16 -
3 全球油气物流改变 ..... - 16 -
4 实际现状供应偏紧 ..... - 18 -
5 经济衰退需求放缓 ..... - 19 -
6 矛盾未解不轻言空 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 20 -
1 供需偏弱估值偏低 ..... - 20 -
2 关注物候季节规律 ..... - 20 -
3 供应压力持续递增 ..... - 20 -
4 疫情重创下游需求 ..... - 22 -
5 系统风险陡然上升 ..... - 22 -
6 内在周期运行蓝图 ..... - 23 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 ..... - 24 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 24 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 25 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 25 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 25 -
法律条款 ..... - 27 -

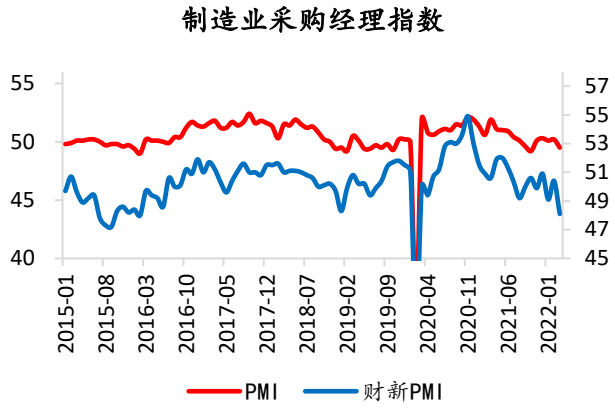
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



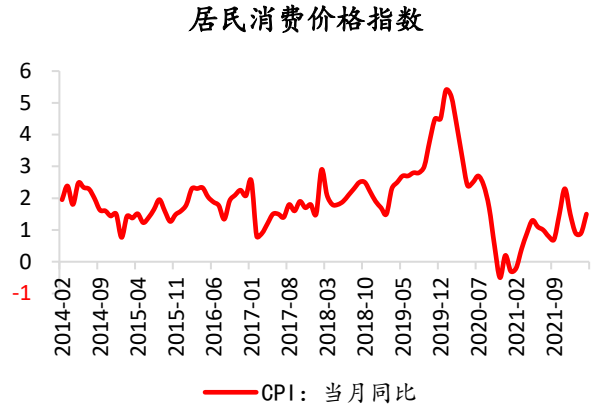
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



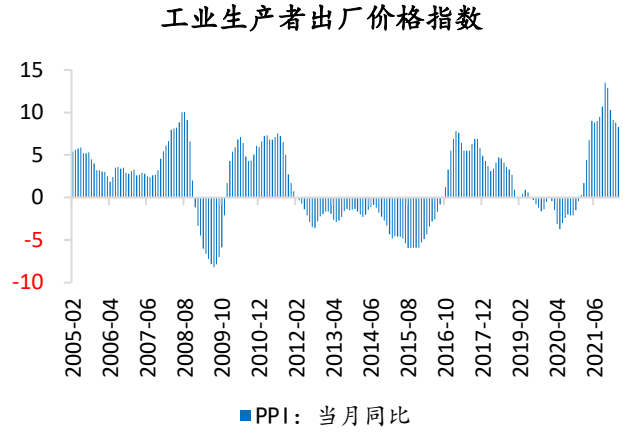
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



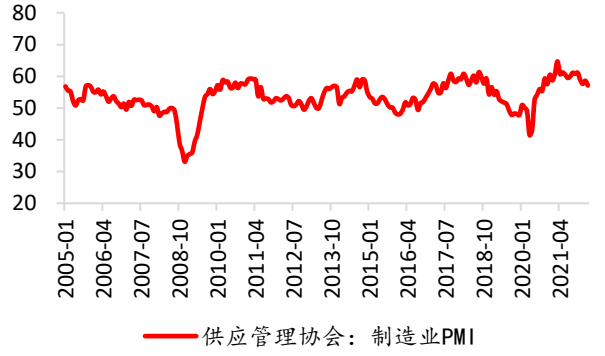
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



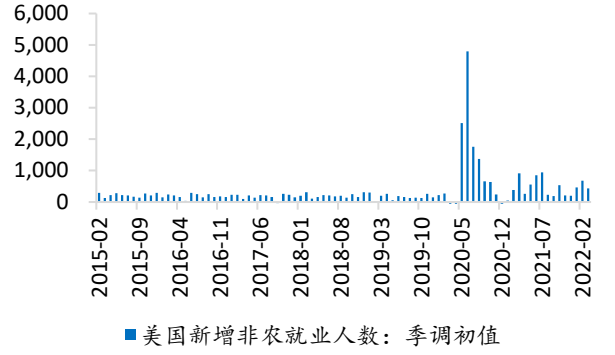
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

周度策略：稳增长继续加码 俄乌问题仍无改善

节前工业品市场走势仍然较为分化，内盘定价的工业品一度受到上海疫情的影响，继而对市场预期产生影响，大幅回落，但是随后在政治局会议重现确定稳经济的刺激下回升，以钢材走势最为明显。外盘定价的品种方面，走势较为震荡，原油回落后再度回升，受到俄乌问题的影响较大，整体呈现高位震荡的走势。

风险挑战增多，将出台新一轮稳增长政策

会议明确提出当前面临的“风险挑战增多”，首先，3 月以来，上海、吉林等地再现新一轮聚集性疫情，并波及全国，其影响程度仅次于 2020 年初的武汉疫情。其次，2 月 24 日乌克兰危机爆发，国际油价、粮价大幅上冲，全球高通胀形势雪上加霜，我国面临的输入性通胀风险随之加大。第三，春节后，国内楼市仍未回暖，房地产投资、涉房消费承压，特别是一些头部房企风险仍在暴露，已经成为需要重点管控的风险点。

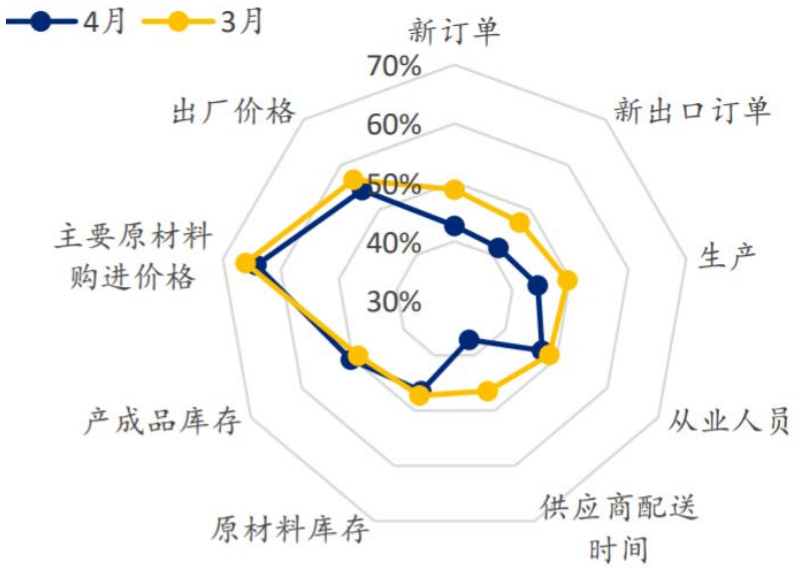
既然已经强调今年的目标不变。接下来的增量政策可能包括：一是适度调高今年的目标财政赤字率，不排除从 2.8%上调至 3.0%、甚至 3.2%的可能。这可以进一步加大退税减税和降费力度，大幅增加财政在民生保障、基建提速方面的投入。在民生保障方面，不排除在全国范围内定向发放消费券的可能。事实上，从政策效果上看，当前通过财政补贴消费，在稳增长方面的效果会比基建提速更快；接下来基建提速的确定性比较高，本次会议已明确要求“发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。

二是货币政策会继续推动降息降准。二季度除了支小再贷款规模有可能进一步扩大，更多领域将被纳入定向支持范围外，MLF 利率有可能再度下调 10 个基点，存准率也有可能下调 0.5 个百分点。由此，今年以来的总量型货币政策力度将接近 2020 年上半年的水平。

另外需要关注其它政策措施，也在进一步聚焦稳增长。针对各类大型互联网平台，会议提出“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管”。这意味着接下来针对平台经济的政策重点将从“严监管”向“促发展”方向适度调整，目标是充分发挥其在物流保障、稳定就业等方面的积极作用。事实上，今年产业政策的一个重点是有利于经济稳定的政策要积极推进，有收缩效应的政策要慎重出台。

随着稳增长政策的陆续出台，市场对经济稳定的情绪回升，对于市场情绪而言，过于悲观的预期也将修正，这对内盘定价的工业品走势有明显提振。

图表 1：PMI 变化情况



资料来源：wind，中投期货研究所

俄乌问题开始影响经济形势

当前影响大宗商品的两个主要因素是俄乌问题和美联储加息。美联储加息通过影响需求间接对经济产生影响，俄乌问题直接影响到能源和食品价格，对以欧洲为代表的直接相关方产生巨大影响。

欧盟统计局 5 月 3 日公布，欧元区 3 月份生产者物价指数（PPI）环比增长 5.3%，创去年 10 月以来新高；同比增长 36.8%，续创历史新高记录，并且同比和环比的增幅均超过了市场预期。

欧元区 3 月 PPI 加速，与预期相符，主要受到能源价格的上涨推动，强化了未来几个月 CPI 将上升的预期。此外，由于全球疫情的反复、供应链的失衡和地缘政治冲突等因素，欧元区的大宗商品、劳动力市场和供应链都正在面临危机。数据显示，欧元区 3 月份的能源价格较上年同期上涨了逾一倍，且劳动力市场没有大幅改善，欧元区 3 月份失业率为 6.8%，持平于预期，较前值降低了 0.1%。能源成本的飙升和劳动力市场的低迷，也意味着欧洲通胀压力正在进一步上升。

5 月 2 日，欧洲联盟各成员国能源部长在比利时首都布鲁塞尔举行会议，讨论针对俄罗斯的新一轮制裁，包括禁止进口俄罗斯石油。令人失望的是，此前对俄“较为友好”的德国一反常态，宣布支持欧盟国家分阶段地、逐步禁止进口俄罗斯石油，这将是德国史上首次支持对俄油的“逐步禁令”。同时，德国警告称，欧盟消费者应该做好准备，面对经济遭受巨大打击和能源价格的上涨。

德国自杀式的“断气”做法除了让自己经济陷入困境和通胀飙涨之外，似乎没有其他明显效果。如果欧洲国家纷纷效仿，后市的影响难以预料。

在上一次的议息会议中，美联储已经表示，将缩减上限定为每月 600 亿美元的美国国债和 350 亿美元 MBS，共 950 亿美元，几乎是上次上限（500 亿元）的两倍。美联储今年将缩减约 6000

亿美元资产负债表，明年将缩减 1 万亿美元。美联储官员们正在讨论在未来三年削减大约 3 万亿美元的持有量，而 2017 年至 2019 年仅为 8000 亿美元。

缩表对资产价格的影响，主要是美股的影响，并未开始。

继续抓住主要矛盾

近期工业品市场的波动，主要原因在于投资者对经济复苏的担忧，事实上欧洲经济数据恶化超预期，因此工业品普遍出现回落走势。但是需要注意的是，需求的变化是慢变量，需求下行对供需的影响，仍不及相供应扰动的影响，因此当前市场主要矛盾仍在供应端，预计短期内大宗工业品维持区间震荡的概率较大。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	5 月 3 日	澳洲加息，幅度超预期	5 月 3 日周二，澳洲联储加息 25 个基点，将基准利率从历史低点 0.1%上调至 0.35%	为 2010 年以来首次加息，同时也是近 15 年来首次在澳大利亚大选期间加息。
	5 月 2 日	国家发改委发布《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》	国家发改委发布《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》	国家发改委明确属于哄抬价格的几种情形
数据	5 月 4 日	欧元区 3 月 PPI 同比增幅创纪录新高	欧元区 3 月 PPI 环比增长 5.3%，创去年 10 月以来新高	该数值创历史新高
	5 月 4 日	3 月职位空缺和主动辞职人数均创新高	美国 3 月份的职位空缺达到了创纪录的 1155 万；辞职人数为 454 万也创新高	JOLTS 报告进一步加剧通胀情况，预计将推动美联储大幅加息的步伐。
事件	5 月 4 日	欧俄双方加大相互制裁力度	德国总理朔尔茨接受媒体采访时表示，欧盟将在今年夏季停止进口俄罗斯煤炭，在今年年底前逐步淘汰俄罗斯石油，并将大幅减少从俄罗斯进口天然气。	俄乌问题暂时难以缓解

资料来源：中投期货研究所

2 疫情冲击 4 月经济数据承压

4 月，制造业 PMI 环比下降 2.1 个百分点至 47.4%，建筑业商务活动指数（52.7%）下降 5.4 个百分点、服务业商务活动指数（40.0%）下降 6.7 个百分点，两者影响下非制造业 PMI 较前期下降 6.5 个百分点至 41.9%，低于 Bloomberg 市场预期（46.0%）。疫情反弹叠加供应链受阻的双重影响，综合 PMI 从前期的 48.8%降至 4 月的 42.7%。4 月，制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 在连续两个月收缩后，均降至 2020 年 3 月以来最低值，经济周期探底趋势明显。主动作为实现双重目标。4 月 29 日，中共中央政治局会议强调“疫情要防住、经济要稳住”的观点。我们认为，这将有助于平衡当前“动态清零”和经济发展的双重目标，伴随供应链压力进一步缓解，我们预计制造业和建筑业将逐步从供给冲击中恢复、而内需提振带来的需求改善将是制造业和建筑业加快扩张的驱动力；服务业仍将受疫情拖累、但继续下行的空间有限。需求进一步回落，制造业被动补库存压力上升。4 月，制造业新订单指数下降 6.2 个百分点至 42.6%，为 2020 年 3 月以来最低值，显示制造业需求进一步回落。外需方面，海外生产恢复逐渐替代国内出口订单，制造业新出口订单指数继续下探，从前期的 47.2%降至 4 月的 41.6%。整体需求疲软的背景下，制造业原材料和产成品库存指数出现分化：4 月，原材料库存指数下降 0.8 个百分点至 46.5%，产成品库存指数回升 1.4 个百分点至 50.3%，原材料库存和产成品库存指

数的继续分化，反映出需求疲软导致去库存放缓，制造业被动补库存压力有所上升。

制造业库存承压拉低生产，叠加供应链受阻的影响，采购、进口进一步下降。4 月，产成品库存与新订单指数的差额从前期的 0.1 个百分点扩大至 7.7 个百分点，显示出制造业库存压力上升。

3 流动性：5 月流动性仍将宽松

2022 年 4 月资金面回顾：预计 4 月超储率维持于 1.4%附近，略超季节性，政府债发行暂歇叠加央行降准搭配再贷款投放，资金面较为充裕。资金价格上，4 月三大资金利率中枢小幅下降（DR007 均值 2.0%至 1.9%；1Y 存单利率 2.6%至 2.4%；1YSHIBOR 利率 2.6%至 2.5%），波动率总体小于往年水平，资金利率基本围绕政策利率进行波动。

2022 年 5 月流动性缺口展望：综合五因素模型，若央行不进行对冲，2022 年 5 月流动性缺口约为 6460 亿元，压力核心来自于专项债、国债发行小高峰。基于联储 5 月加息 50BP 叠加物价走势，预计央行大概率将进行 MLF 等额对冲，搭配逆回购每日续作，流动性缺口仍可弥合，无需过忧。在暂时不考虑降准下，5 月超储率小幅升至 1.5%。

现金漏损：5 月份居民和企业取现需求较弱，现金漏损对流动性的影响明显下降，预计现金回流补充流动性约 2000 亿元。

外汇占款：出口小幅放缓叠加汇率贬值，外汇占款收缩至 70 亿。

政府存款：收支差额上，5 月财政收入通常处于全年各月中上水平，但受稳增长及留抵退税等政策的影响，预计 5 月仍以净投放为主，财政收支差额约为-3600 亿元。政府发债上，1）5 月预计有 6700 亿元国债发行，估计净融资为 3468 亿元左右；2）根据地方发债计划，预计 5 月将发行地方债 8000 亿元，叠加到期 2438 亿元，最终净融资规模约在 5562 亿元左右。综合预计政府存款环比增加 5430 亿元，是 5 月流动性缺口的核心干扰。

缴准压力：5 月缴准压力上行，预计环比增加 1500 亿元。

央行投放：5 月 OMO 市场上将有 1600 亿元到期量。但结合政治局会议精神，结构性工具将更积极地支持实体，后续 2000 亿科技创新再贷款、400 亿元普惠养老再贷款、1000 亿元交运物流再贷款以及纾困保供类型的再贷款均将陆续推进，预计 5 月约有 2000 亿元的再贷款投放。此外，央行上缴利润还有 4000 亿元在路上，叠加 4 月上缴 6000 亿元，预计通过财政支出能对 5 月流动性贡献 2000 亿，叠加逆回购续作，预计央行净投放增 5000 亿。

央行后续操作展望：在外部加息节奏加快以及内部物价有所制约下，5 月货币政策基调仍偏松，但将更着重结构性工具。根据政治局会议“谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”精神，预计货币政策将积极配合财政、产业政策，打出“组合拳”，投向基建、纾困、科创、民生等领域的增量工具会陆续出台，做到重点帮扶中小微企业，更精准地支持实体。

4 宏观策略

近期工业品市场的波动，主要原因在于投资者对经济复苏的担忧，事实上欧洲经济数据恶化超预期，因此工业品普遍出现回落走势。但是需要注意的是，需求的变化是慢变量，需求下行对供需的影响，仍不及相供应扰动的影响，因此当前市场主要矛盾仍在供应端，预计短期内大宗工业品维持区间震荡的概率较大。

5 股指期货市场分析

沪指收复 3000 点

4 月最后一周两市探底后大幅回升，沪深 300 涨+0.07%，上证 50 涨-0.37%，中证 500 涨-1.97%。

北上资金 4 月实现净买入。4 月份，北上资金恢复买入，成交净买入 63.01 亿元。

4 月 26 日沪指击穿 2900 点时，两市股指回落至历史低点。

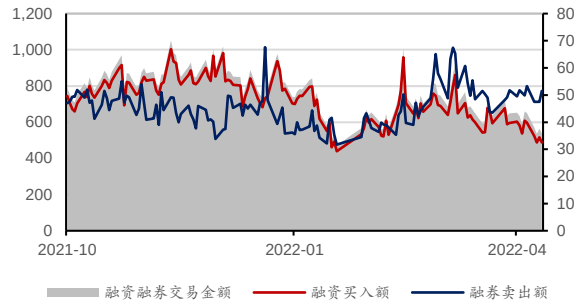
从绝对估值来看，04/26 低点时，全部 A 股 PE（TTM）为 15.2 倍，已经接近 2013 年以来均值-1 倍标准差（14.5 倍），PB（LF）为 1.50 倍，已经低于 2013 年以来均值-1 倍标准差（1.59 倍）。从大类资产比较看相对估值，04/26 低点时，A 股风险溢价率（1/全部 A 股 PE-10 年期国债收益率）为 3.75%，已经高于 2013 年以来均值+1 倍标准差（3.42%），即股市吸引力明显大于债市，股债收益比（沪深 300 股息率/10 年期国债收益率）为 0.85，已经高于 2013 年以来均值+1 倍标准差（0.82），同样反映股市吸引力明显大于债市。从个股层面看，04/26 时 A 股破净公司占比（股价跌破净资产的公司占所有上市公司的比例）上升至 10.8%，历史上出现这种现象时分别是 05 年 4-8 月、08 年 10-11 月、18 年底 19 年初、20 年 2-5 月。对比历史的熊市底部的估值水平，05 年以来 A 股市场经历 5 轮牛熊周期，回顾历次市场底部阶段估值低点，历次市场底部区域估值并不一样：全部 A 股 PE 在约 12-18 倍之间，均值为 14.6 倍，本次 15.2 倍；PB 在约 1.4-1.9 倍之间，均值为 1.66 倍，本次 1.60 倍；A 股风险溢价率在约 2.3%-4.9%之间，均值为 3.84%，本次 3.75%；股债收益比在约 0.8-1.1 之间，均值为 0.94，本次 0.85；A 股破净率在约 2%-24%之间，均值为 11.3%，本次最低时为 10.8%，综合而言，4 月末市场低点时的估值处于底部区域。

底部或有反复 建议关注再度调整后的低吸机会

从指数调整时空看，沪深 300 本轮调整时空已经比较明显，05 年来沪深 300 经历了 4 轮完整的调整周期，除了 08 年金融危机背景下的调整外，历次下跌持续时间约 12 个月左右，最大跌幅约 30%-45%。本轮沪深 300 下跌已持续 14.4 个月（21/02-22/04），最大跌幅达 37%，对比历史本轮调整时空上已经很明显。万得全 A 本轮调整在时间上不及历史，但在空间上已较为明显，万得全 A 本轮下跌已持续 4.5 个月（21/12-22/04）最大跌幅达 29%，对比 05 年以来 4 轮调整周期，除 08 年，历次下跌持续时间约 11 个月左右，最大跌幅约 30%-50%。

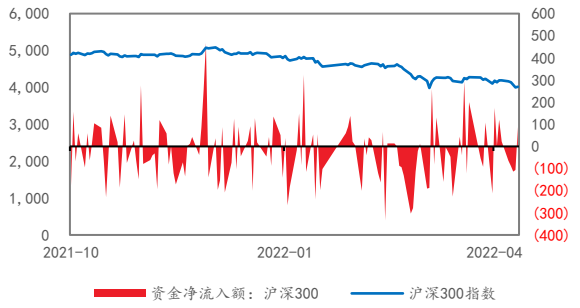
3000 点以下勿悲观。4 月以来，国内疫情、供应链冲击及对稳增长信心不足等因素压制市场风险偏好。在悲观预期集中释放后，A 股估值水平回落至历史低位，当前权益市场配置性价比逐步显现，上证指数在 3000 点以下无需悲观。本次政治局会议明确稳增长的政策总基调将延续，后续随着国内疫情好转，疫情防控优化，基建、消费、房地产等领域政策将持续发力，疫情冲击最大的阶段正逐步过去，市场情绪有望得到修复。

图表 8：融资融券数据图



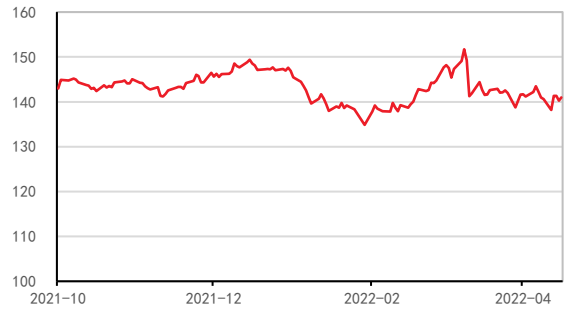
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



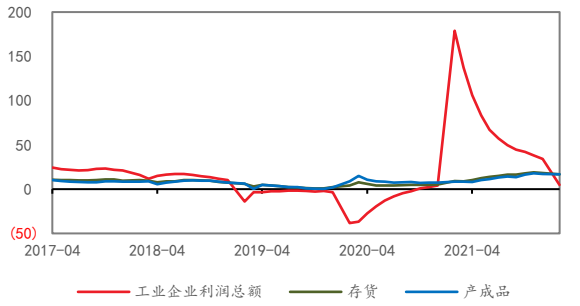
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

智利官方机构周四公布的数据显示，1 月智利主要铜矿产量下降 7%至 42.57 万吨，主要受智利国家铜业公司（Codelco）产量疲软影响。1 月份 Cochilco 铜产量同比下降 15%至 12.08 万吨，全球最大铜矿 Escondida 产量 1 月同比下降 4.4%至 8.1 万吨，由嘉能可和英美资源集团合资的 Collahuasi 铜矿当月产量同比下降 10%至 5.13 万吨。国内铜精矿的进口加工费继续上涨，已经达到 64.83 美元/吨的水平，创下了近两年的高点。铜精矿加工费的回升反映了全球铜精矿供应的宽松。对于铜精矿偏宽松的预期，依然是市场的主基调，预计现货铜精矿加工费将继续保持上涨节奏。另外，俄乌冲突引发市场对有色板块的供应忧虑，从俄罗斯的铜矿和铜产量来看，俄罗斯铜矿主要出口中国和哈萨克斯坦，欧洲仅占比 3.7%，因此铜矿供应影响有限。

精炼铜产量小幅增长

电解铜产量为 84.85 万吨，环比上升 1.5%，同比下滑 1.4%。 总体来看，除了山东 两家民营冶炼厂因资金等问题被迫停炉减产外，3 月份其余国内冶炼厂产量和预期基本相符。从 今年 4 月份冶炼厂计划来看，虽然像中金，富冶等冶炼厂都进入检修，但是当下国内低库存高升 水，且原料加工费持续走高的情况下，冶炼厂不愿减少产量，检修对电解铜产量影响有限，仅有北方部分冶炼厂将受到检修影响。近期常州一带有部分跨省精铜到货，加之少部分上海货源补充，江苏市场 有部分企业在陆续尝试恢复生产。浙江市场在不断吸收异地冶炼厂以及贸易商的货源，市场整体供 应有明显回升，因此近期开工表现和厂家复产欲望有明显回升。

废铜供应紧张

废铜可以作为原料进行冶炼成为精铜，也可以直接加工为废铜杆，约有 50%的废铜进行冶炼，50%的废铜直接进行加工。精废价差逐渐收窄，废铜冶炼替代性减弱，抑制了再生铜原料市场的消费。精铜持货商更愿意直接卖出所持有的精铜，库存降速较快，导致逼仓行为推动铜价快速上涨。而且春节前后的 1-2 月份，由于企业放假的原因，进口量应会下降，船期集中在 3-4 月份到港，再生铜进口呈较明显的季节性波动。目前海外货源依然偏紧，价格较高，认为进口要持续放量的难度较大。国内的精废价差虽然短期受到铜价拉升提振，但是长期来看，偏紧的废铜供应将持续施压精废价差，预计未来将长期处于低位。这对于废铜的替代作用来说并不乐观，而精铜的需求将得到明显受益。另外，财税 40 号文正式落地实施，再生铜加工企业收到的 3%税率的发票不能 够享受抵扣和退税，并且面临 10%的增税成本，使得再生铜企业将可能 减少废旧铜拆解和再生铜供应，转而加大对精炼铜的需求。

“双碳”政策推动下游需求

建筑地产、交通运输和电力行业发展推动下游需求增长。建筑地产、交通运输以及电力仍是工业金属下游消费主力，从 2021 年地产竣工情况来看，即使受疫情影响，全年房屋竣工面积累计同比仍在 10%以上。

3 月初电线电缆企业订单逐渐转暖，各类基建项目开始逐步下单。铜价反弹，一度令消费受到抑制，下游短暂陷入观望状态，新增订单表现较差。但周中随着铜价出现回落，刚需买盘涌入，订单稳步回升。3 月，工程、基建项目陆续动工，且一季度国网将迎来交货小高峰，加上光伏、风电、新能源汽车线束等端口订单持续向好，预计 3 月份线缆消费也将回温向好。

“双碳”政策推动下游需求。新能源汽车是铜需求消费增长的新领域（汽车中用铜量比较大的零部件是散热器，包括黄铜带散热器管和薄铜带折曲成的散热片等），新能源汽车单车用铜量远高于传统汽车的 20-30kg。随着绿色经济的兴起，碳中和、碳达峰已成为全球大趋势，新能源汽车成为各国节能减排的重要一环。各国纷纷制定能源转型战略，推出一系列新能源汽车补贴政策及远景规划，大力推动新能源汽车的渗透和发展。以中国为例，中国将力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，2060 年前实现碳中和，并在政策上大力推进新能源汽车。

2 结论

TC 继续上行接近 80，除了原料充裕预期外，国内炼厂产量受损也推高了 TC，3 月铜精矿进口保持稳定增长，原料端未存供应风险，但具有来自智利秘鲁的部分扰动。在疫情影响下上海及广东地区整体报关进口量有限，叠加国内冶炼厂 4-5 月的集中检修，产量增量低于预期。下游铜材开工率有所走高不过终端电缆、地产、开工等依然低迷，目前上海及其周边地区也面临港口物流堵塞和复工人员返岗困难等情况，未来弱需求的状态恐仍将延续一段时间。整体来看，目前国内外铜市场供需依然处于双弱过程之中，以及近强远弱尽管需求有回暖预期，但难以支持铜价持续走高。

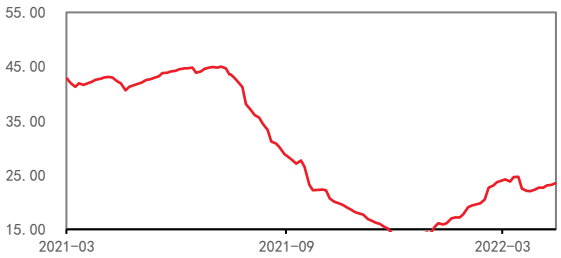
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



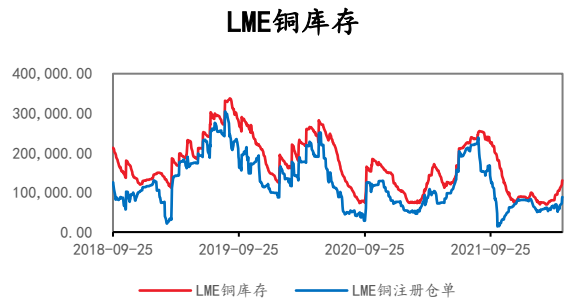
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



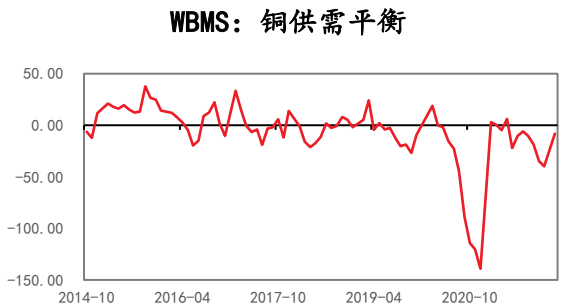
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 14：LME 铜库存



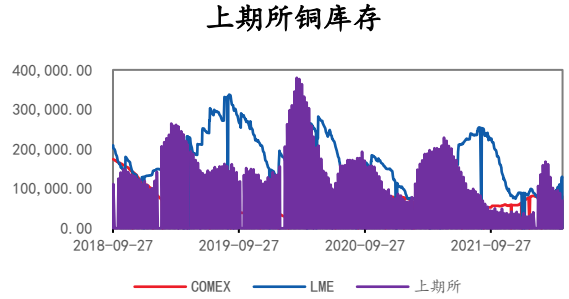
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



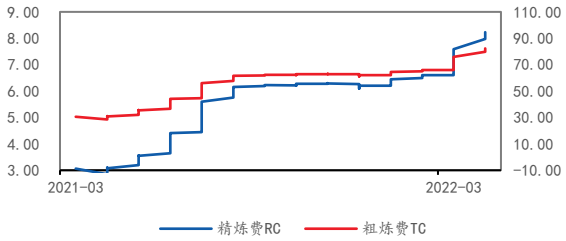
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

锌

1 锌：影响因素

海内外矿山产量逐步恢复，偏紧趋势未改

ILZSG 最新数据显示，2021 年全年全球锌矿产量达 1294.7 万吨，累计同比增加 4.34%，较 2019 年同比减少 0.21%。从数据来看，2021 年海外锌精矿产量同比显著回升，呈明显的疫情后周期修复特征，但 下半年以来恢复节奏逐步放缓，四季度产量环比同比均现负增长。全球锌矿产量逐步增加，当尚未完全恢复至疫情前水，全年锌矿供应维持偏紧格局。2022 年海外锌矿增量预期有 25-30 万吨万吨，增量主要体现在嘉能可旗下位于哈萨克斯坦的 Zhairem 矿山 2021 年 5 月投产，预计 2022Q2 稳定生产，矿产能 16 万吨/年。同时，Nexa 旗下 Aripuanã 项目 2021 年 10 月 7 日获得运营许可批准，2022 年 Q1 末开始生产。伦丁旗下 Neves-Corvo 锌扩展项目（“ZEP”）2021 年 1 月重启后。2022 年，国内矿山增产乏力，除银漫矿业扩产以外，其他并无重大新 增项目。相较去年年底市场预期湖南湘西地区矿山产能增长，预计今年难以出现实际增量。

欧洲电价起飞，供应受限

海外能源紧张局势加剧。从欧洲天然气价格来看，普京对欧美反制措施拉动天然气价格大涨；从欧洲电力价格上来看，由于天然气价格高企，电力价格仍处高位；从海外升水来看，欧洲地区现货美元升水延续走强。从欧洲天然气价格来看，周内价格暴涨。由于普京要求“不友好国家”购买俄罗斯天然气时要用卢布进行支付，欧洲天然气涨，同时价格走强背后是对欧洲能源供应担忧的加剧。向前看，短期内欧洲能源紧缺问题无法解决。天然气供需偏紧局面难改，炼厂成本将维持在高位。对于欧洲锌冶炼企业而言，电力成本占据现金成本的 20%左右，伴随电价不断刷新高位，电力成本占比攀升至 60%左右，欧洲冶炼厂利润亏损刷新高。短欧洲炼厂锌锭供应仍然受制于处在绝对高位的天然气和电价，海外尤其欧洲精锌供应较为紧张，欧洲的供应紧张程度甚于国内。

中国精炼锌预计产量 50.13 万吨，环比增加 4.29 万吨或环比增加 9.37%，同比增加 0.9%，2022 年 1-3 月精炼锌预计累计产量为 147.7 万吨，同比去年同期减少 2.19%，一季度锌锭产量仍不及预期。矿企及冶炼厂利润再度攀升，矿企利润显著高于历史同期，冶炼厂利润主要得益于持续上升的副产品价格，硫酸价格基本已达到近四年的高位。矿企及冶炼厂的生产动力都较为充足，部分冶炼厂宁愿配比一些亏损的进口原料去维持更高的开工率，当前制约产量增长的主要因素是原料端仍然偏紧。

消费端受疫情影响偏弱

镀锌方面，开工弱势运行，叠加临近五一开工预计仍有进一步下滑空间。锌合金方面，高锌价叠加疫情抑制需求，以消耗库存为主，因此今年库存略低于去年同期。而氧化锌的开工率企稳回升，但仍只有 50%附近。由于受汽车芯片短缺的影响，板材需求相对低迷，后期需要关注国内政策刺激能否拉动需求上行。

终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投

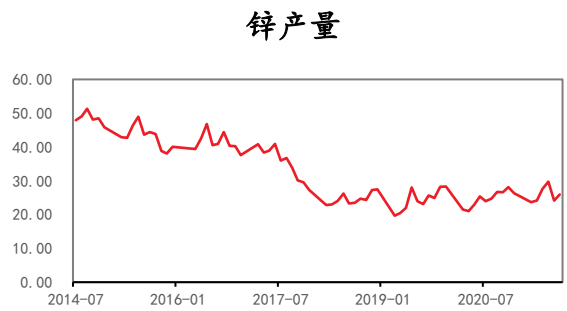
资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

俄乌问题依然存在，欧洲天然气价格维持高位震荡，电价高企，目前未收到更多欧洲锌复产消息，海外锌实物溢价再度攀升，供应紧张。近期锌 LME 注销仓单占比从 3 月中旬的 10%左右连续上升，4 月上旬达到 60%左右并维持至今。同时 LME 锌库存连续下降， 3 月至今已经下降了 20%，海外“逼仓”风险上升。国内方面，强预期与弱现实交织，疫情导致国内供需双弱，一季度锌锭产量不及预期，下游初端开工受限，消费较差，难以推动锌价进一步上涨。锌价期货价格主要受外盘主导，将延续高位运行，暂维持内弱外强格局。同时，关注欧洲电力价格大幅下跌、国内需求不及预期等风险点。

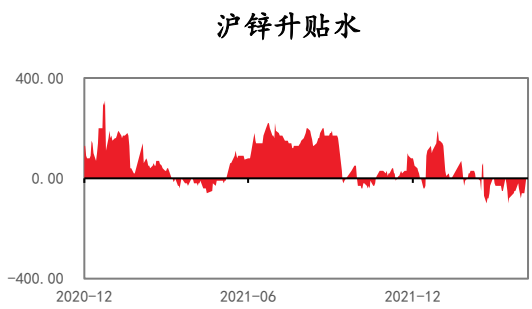
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



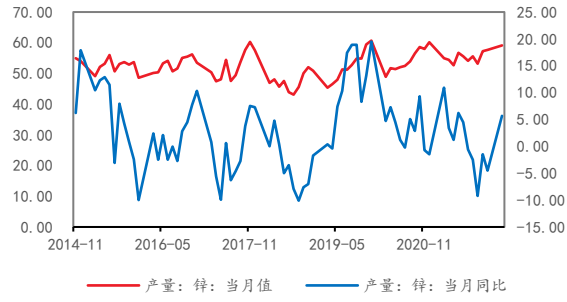
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 19：锌升贴水



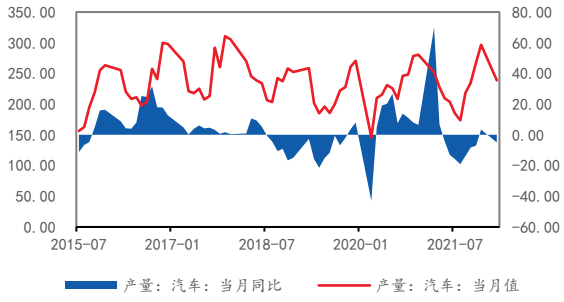
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

原油

1 俄乌难以和平收场

随着美国及其欧洲盟友加大对乌克兰的军事支持，俄乌战争难以和平收场且有转向白热化趋势。在地缘冲突激化的局势下，原油和天然气在内的国际能源市场面临巨大的不确定性。

西方继续向乌克兰运送武器并实施新的制裁，欧盟正在考虑各种“聪明的制裁手段”，例如对支付给俄罗斯的石油进口价格设置上限等，以期对俄罗斯造成最大损害的同时，将欧元区受到的影响降至最低。彭博社报导称，俄罗斯天然气工业股份公司将从 4 月 27 日起停止进入波兰的天然气供应，之前俄罗斯要求使用卢布支付遭到大多数欧洲国家拒绝，造成彻底断供的结果并不意外。接下来问题的焦点将转向德国，该国工业生产和人民生活也严重依赖俄罗斯的天然气，目前评估暂无能源休克的直接风险。

俄罗斯先后切断向立陶宛、保加利亚和波兰的油气供应，标志着博弈双方开始全面将能源武器化，俄罗斯与欧美在关键问题上的对抗出现重大升级，加剧了市场对全球能源供应趋紧的担忧。

2 能源对抗全面升级

俄乌战争已经进入关键时期，俄罗斯与西方国家在包括能源在内的各领域全面对抗，同时欧洲内部意见也正逐渐形成统一。

俄乌冲突爆发后，德国一直在想方设法摆脱对俄罗斯的能源依赖，从而将制裁俄罗斯的成本变得可控。其中进展最快的是煤炭，德国与欧盟一道全面停止进口俄罗斯煤炭。至于原油方面，德国计划将分阶段实施以原油为标的的直接制裁，而不是采取相对温和的间接选项。德国希望在短时间内找到新的供应渠道，彻底替代从俄罗斯进口原油，以配合欧盟对俄罗斯的能源禁令。据悉，俄罗斯原油在德国进口总量中所占比重已经从俄乌冲突前的 35%降至 12%左右，进口俄罗斯原油的港口已经转向其他供应商。然而，在欧盟进一步加强对俄罗斯制裁之际，欧洲多国原油进口量环比翻倍猛增，这些原油相当一部分实际上辗转来自俄罗斯。

对于高度依赖俄罗斯能源的欧洲而言，原油和天然气断供无疑将是一场剧震，甚至会成为俄欧关系的历史性转折点。树欲静而风不止，能源危机的风险持续升级，这是市场无法忽视的。

3 全球油气物流改变

随着欧美制裁的步步紧逼，目前俄罗斯原油出口困难重重。

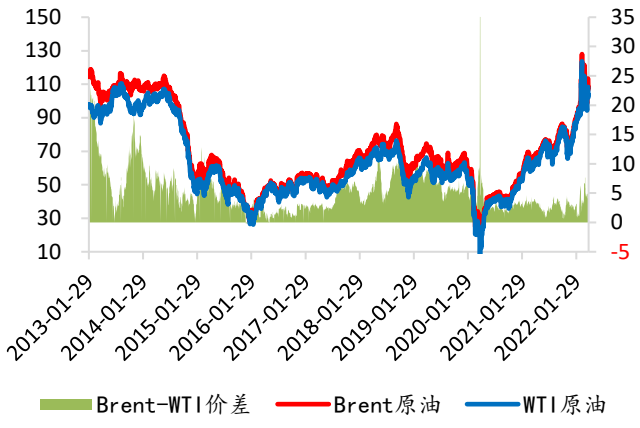
俄乌战争导致的直接结果是，俄罗斯两大原油品种 Urals 和 ESPO 与 Brent 现货价差暴跌至历史最低水平。俄罗斯银行业被踢出 SWIFT 系统，导致贸易结算方式变得非常麻烦，西方买家无法从银行开出信用证来支付。实际上，出于对承受连带制裁风险的担忧，很多亚洲国家亦减少或停止进口俄罗斯原油。在国际原油大牛市中，俄罗斯原油却遭遇大甩卖的尴尬局面。

俄罗斯目前的能源出口现状是，价格低，运费高，且很难规避西方制裁进行出口。普京发表讲

话称，预计欧洲未来减少对俄罗斯能源依赖是大势所趋，需要让能源出口多样化，并开始转移到其他路径。普京提出扩大俄罗斯石油和天然气出口网络，强调重点向东部和东南部发展，要求在 6 月 1 日前制定相关基础设施建设方案。

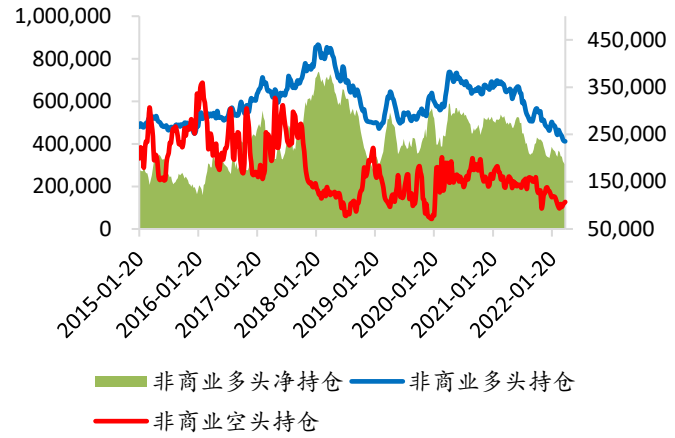
俄乌战争及国际博弈已经在一定程度上导致全球能源流发生变化。俄罗斯被迫向中国和印度转移出口，欧洲降低对俄罗斯的能源依赖，这部分供应的退出主要将由美国和中东弥补。但在中短期内，这两大区域增产扩能整体仍然受限，西方对俄罗斯制裁升级虽然改变了全球油气物流路径，但并不能缓解原油市场供不应求的根本矛盾。

图表 22：国际原油期货价格



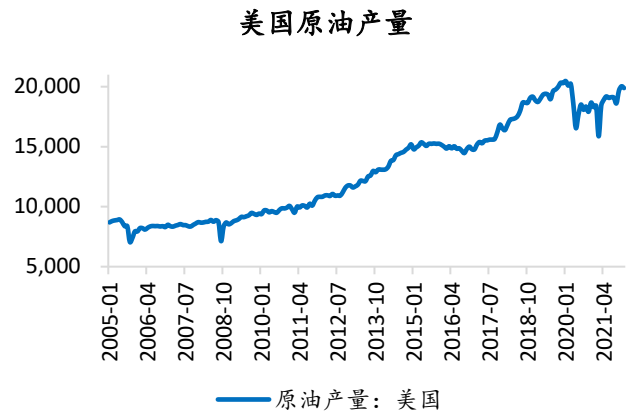
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 24：美国原油产量



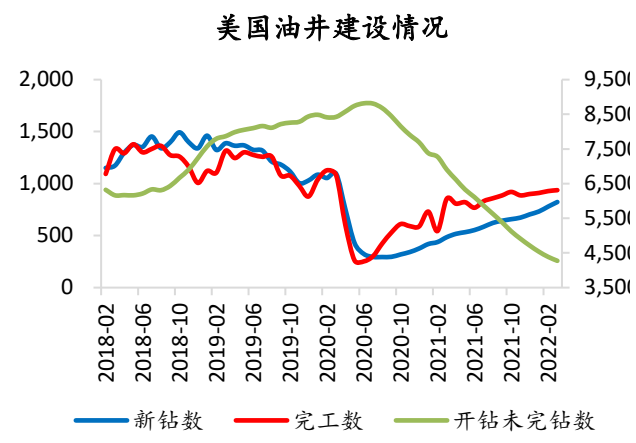
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 25：沙特原油产量



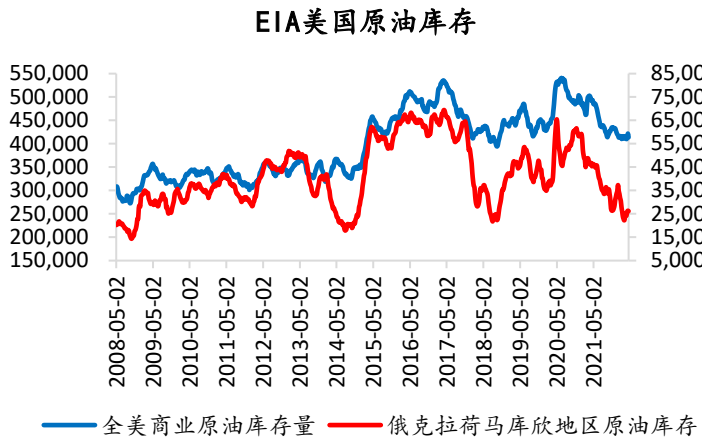
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



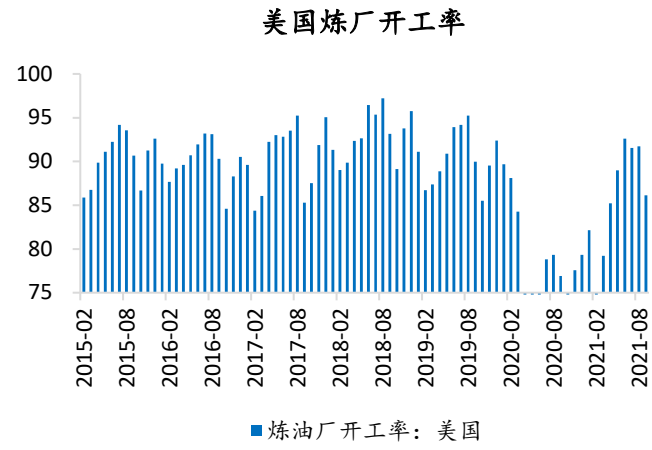
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



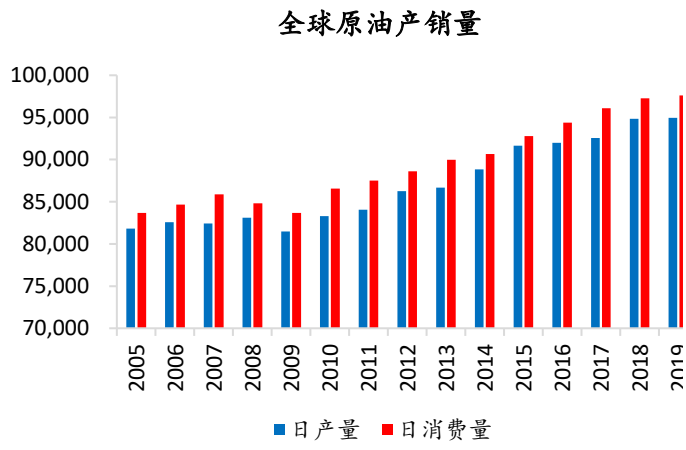
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 29：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

4 实际现状供应偏紧

抛开预期层面的交易因素，就基本面实际形势而言，原油现货紧张的核心矛盾能否缓解，仍要看俄罗斯出口制裁和其他产油国增产此消彼长的结果。

自俄乌战争开始以来，OPEC 一直没有对此事件公开发表评论。西方一些观点认为，俄罗斯和欧美的冲突会影响 OPEC+组织的稳定，但恰恰相反的是，OPEC 与俄罗斯已经顺利举行了两次会议，而且没有在任何公开声明中提到乌克兰。事实上，当年 OPEC 两大创始成员国伊拉克和伊朗进行了长达八年的两伊战争，该组织也并没有解体。面对地缘政治危机导致的全球能源市场动荡，OPEC 统一立场是支持通过政治途径解决乌克兰问题。以沙特的观点为代表，认为目前原油市场是由地缘政治事件主导，而不是由基本面因素主导。按照这个逻辑，尽管许多石油消费国呼吁应超额提高供应，但 OPEC 仍坚持按照协议走稳步小幅增产的路线。3 月 OPEC 原油产量仅较 2 月增加 5.7 万桶/日，5 月初举行的会议将决定 6 月的产量水平，结果料也平淡无奇。

国际油价短期或面临一定调整，但市场条件不变的前提下，高位震荡是中长期的主流走势。

5 经济衰退需求放缓

俄乌战争已经改变了大宗商品在内的金融市场逻辑，出于对经济复苏放缓和货币政策紧缩的担忧。世界正在从合作发展逐渐走向分歧对抗，全球经济前景严重倒退，引发原油需求增长放缓的预期。

根据国际货币基金组织（IMF）最新发布的世界经济展望报告，鉴于俄乌战争的直接冲击以及影响外溢，预计中期全球经济增长率将下滑至 3.3%左右，2022-2023 年全球经济平均增速为 3.6%，这是该机构今年第二次调降预期。俄乌战争的余波通过贸易和金融体系传播到更广的范围，大宗商品市场亦难独善其身。

世卫组织再次发出警告，传播能力更强的病毒变种肆虐，全球新冠疫情大流行远未结束。近期，传染性更强的奥密克戎亚型变异株 BA.2 被发现，欧洲国家的确诊人数正在迅速攀升，预计美国也将紧随其后爆发新一轮疫情。然而，欧美国家和地区过早放宽甚至撤销防疫措施，未来人类防疫形势仍然充满不确定性。更严重的是，坊间流传着很多关于疫情的错误信息，诸如 Omicron 症状轻微、全面放开取代动态清零等，流言泛滥危害甚于疫情本身。本次疫情防控难度极大增加，国内外经济复苏和原油需求都将面临较大的下行压力。

有研究表明，二季度全球原油需求量将同比温和增加 59.4 万桶/日，甚至可能不及这一预期。高通胀是眼下亟待解决的迫切问题，发达经济体需要更长时间才能恢复到疫情前状态，而发展中经济体与发达经济体之间的马太效应或将加剧，疫情叠加战争造成的创伤很难消弭。在这种充满不确定性的背景下，如无新的重大利好产生，过高的油价缺乏长期吸引力。

6 矛盾未解不轻言空

原油核心逻辑回到“供应增长有限，需求稳步回升”的预期上来，俄乌战争则将看涨情绪推向高潮，归根结底是对供需失衡问题的担忧，全球原油市场的稳定性面临挑战。三大原油机构及主流国际投行对 2022 年原油市场的观点达成了高度一致，一句话概括为：供需收紧、库存低位、地缘风险，构筑起稳固的上涨逻辑。

自俄乌战争爆发以来，地缘政治一直是原油市场的主导因素。根据以往研究经验，即使通晓历史、政治和军事，基于有限的准确公开信息，也难以对地缘政治走向做出有效的预判。与其无端揣摩俄乌局势，不如将关注点聚焦在原油供应端的动态变化。地缘政治预期导致的市场重新定价已经初步稳定，接下来油价高位震荡、极限冲高还是大幅回落，将主要取决于实际情况和先前预期的差异。

无论局势如何演进，在俄罗斯能源出口存在高度不确定性，且尚无可靠替代供应的情况下，未来市场仍将抱有相当紧张的预期，国际原油走势不能轻易言空。关于本次地缘事件对能源市场的影响，我们认为右侧的尾部风险依然很高，只要供应量无法迅速增加，油价保持高位震荡的理由充分。投资者此时须格外警惕市场波动性上升的风险，避免盲目追涨杀跌造成两头挨打的尴尬后果。

天然橡胶

1 供需偏弱估值偏低

在经济增速放缓和疫情形势严峻的负面冲击下，天然橡胶市场表现为需求预期转弱而供应压力增强，沪胶呈现出破位下行的疲弱走势。

ANRPC 发布的橡胶市场月度报告显示：3 月全球天然橡胶产量同比增长 4.9%至 95.4 万吨，一季度产量整体下降 1.1%至 318.6 万吨；3 月全球天然橡胶消费量同比微增 0.1%至 128.8 万吨，一季度消费量略降 0.8%至 354.9 万吨。根据 ANRPC 最新评估，预计 2022 年全球天然橡胶产量将增加 2.3%至 1429.2 万吨，其中泰国+1.4%、马来西亚+6.5%、印尼+4%、越南-0.4%；预计 2022 年全球天然橡胶消费量将增加 2.2%至 1464.3 万吨，其中中国+0.5%、印度+3.5%、泰国+11.8%、马来西亚+3.2%。

俄乌战争一石激起千层浪，新冠变种又层出不穷，2022 年全球经济复苏存在相当大的不确定性，橡胶—轮胎—汽车产业链亦不能独善其身。当前，天然橡胶绝对价格固然已经低于原料成本之下，但供需偏弱和估值偏低的格局短期难以改观。

2 关注物候季节规律

天然橡胶供应端表现为农产品属性，即非常明显的季节性规律。

泰国是全球最大的天然橡胶生产国和出口国，尤其是该国南部地区的素叻他尼、洛坤、宋卡、董里四府产量最大。从时间轴上来看，泰国每年一般从 4 月底或 5 月初自北向南开始割胶，8、9 月旱季结束后原料开始上量，12 月至来年 1 月达到旺产季高峰，2 月底进入减产停割期。

应如何看待橡胶生产的自然规律？一句话，关注意料之外，不忘情理之中。例如，在即将进入割胶季之时，泰国气象局发布了夏季风暴预警，预计主产区或将延期开割。受今年第 9 号夏季风暴影响，泰国部分地区将出现雷暴、大风和强降雨，预计波及范围 35 个府。包括上文提到的四个产胶大区在内，近期主要以阴雨天气为主，将对割胶作业造成干扰。

开割初期天气是最重要的影响因素，以往经验表明，洪涝多雨的影响偏暂时性，低温干旱才是橡胶树的大敌。如果物候条件基本正常，无论短期割胶节奏如何，往后供应压力逐渐增加是整体趋势。

3 供应压力持续递增

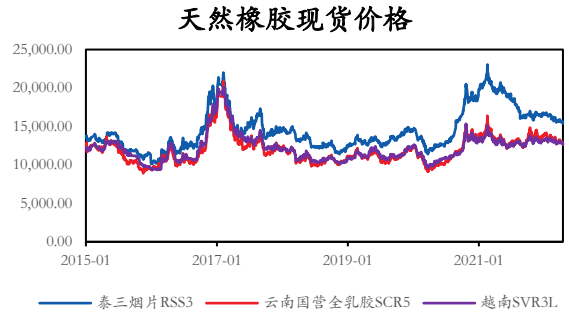
在下游需求萎靡不振的同时，国内外天然橡胶主产区向开割季过渡，原料产出呈逐步增加的态势。

据隆众调研，3 月中旬国内云南版纳产区开割，目前已经开始上量；海南产区物候条件不佳，橡胶树落叶参差不齐且部分胶园爆发白粉病，开割时间预计推迟到 5 月上旬。泰国东北部产区 4 月中旬开割，泰国南部主要产区尚未到割胶季，原料产出整体较少，不过目前橡胶树长势良

好，预计 5 月中上旬开割。马来西亚产区 4 月中下旬开割，原料产出稳定增加。越南产区停割期雨水充沛，橡胶树长势良好，已于 4 月上旬提前开割，预计 5 月中旬达到全面割胶状态。

全球天然橡胶主产区即将全面迎来新一年度的割胶季，供应压力势必逐渐增大，而下游需求受公共卫生事件影响恢复缓慢。基本面逻辑弱势加上宏观经济悲观预期，导致天然橡胶行情深度大跌至成本线下。但随着恐慌情绪逐渐得到消化，沪胶走势企稳后转入偏弱震荡运行。未来数月将到达年中传统淡季，尽管胶价存在一定的修复需要，但缺乏实质利好驱动，难以指望趋势性上涨。

图表 30：天然橡胶现货价格



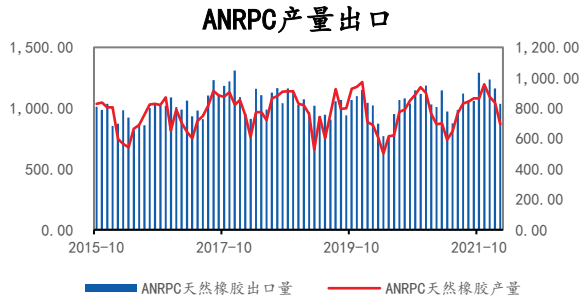
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



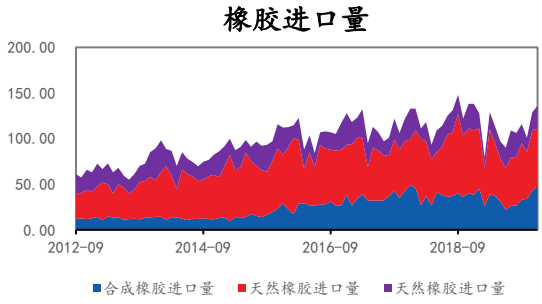
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



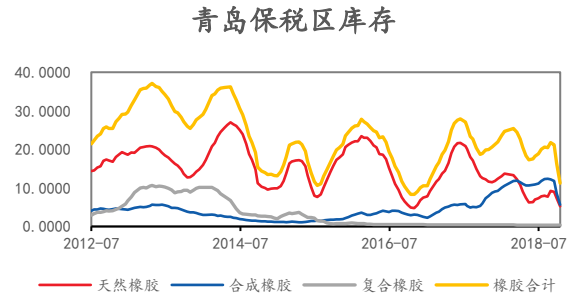
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 33：橡胶进口量



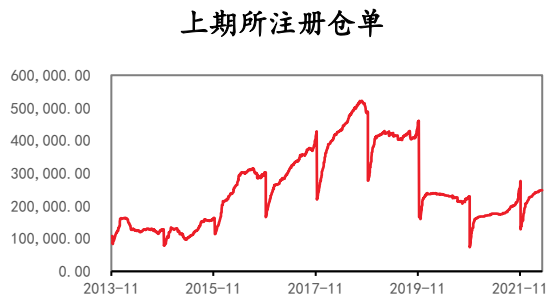
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



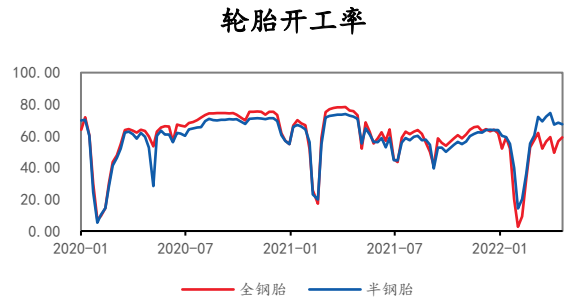
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



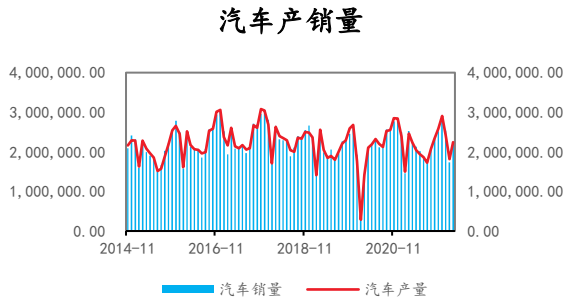
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 36：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 37：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

4 疫情重创下游需求

天然橡胶下游需求的 70%以上为轮胎制造业，由于国内疫情大规模反扑，橡胶轮胎行业状况普遍不佳，天然橡胶下游需求陷入困境，是其基本面最大的利空因素。

据中国橡胶工业协会了解到的情况，当前橡胶轮胎企业的生产经营遇到了很大问题，概括为：开工低位、库存大增、销量缩水、成本抬高、利润下滑。3 月上海疫情爆发以后，汽车轮胎产业链面临的困难比 2020 年疫情刚开始的时候更为严重。由于疫情防控政策，全国多地严格限制人员流动，造成交通运输不畅。进口到港的橡胶原料提货困难，其他辅料采买多有障碍，橡胶制品厂家发货也受到限制，上下游供应链同时出现问题。受此影响，轮胎企业开工率同比明显下降，山东部分地区开工率仅在在 60%左右。终端需求恢复还需要很长时间，而轮胎厂成品库存高企的矛盾并没有缓解，一季度橡胶轮胎库存同比增幅达到 40%以上。交通管制还加剧了公路运输行业运力饱和，抑制了替换及配套轮胎需求。此外，疫情防控带来的生产成本也在急剧增加，橡胶轮胎企业利润雪上加霜。

5 系统风险陡然上升

沪胶跟随大宗商品市场遭遇重挫，盘面价格跌至成本线下方，这验证了我们此前提出的逢低多不如逢高空的观点。不过很显然，本次橡胶大跌主要并不是其自身原因。俄乌冲突、美联储加

息、国内疫情，这是当前宏观层面上的三件大事，而且均在某种程度上影响超出预期。系统性风险的陡然上升，将此前强预期弱现实的状态打破，不达预期却要面对现实，引发了交易者对未来极度悲观的情绪，这才是大跌的最主要原因。

6 内在周期运行蓝图

包括天然橡胶在内的大宗商品分析普遍存在一个现象，上涨就唱多通胀逻辑，下跌就唱衰基本面矛盾。基本面研究的价值在于明确整体形势，天然橡胶市场往往短期波动剧烈，受情绪左右大可不必。过去的商品研究经验表明，期货价格到底反映的是当前市场状况，还是未来市场预期，其实并没有明确的结论。这个问题可以理解为，期货是未来供需关系预期形成的均衡价格，但即时的变化会改变对未来的预期，在盘面上表现为超出趋势的随机性部分。

过去的一年全球公共卫生事件成为主要交易逻辑，但长远来看仍不改变橡胶行业乃至宏观经济的大周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转，大起大落的空间都十分有限，等待超涨或超跌时市场自我修复的机会。

油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破

1 外部豆类市场分析

印尼实施棕榈油出口禁令，严重干扰全球植物油供应

印度尼西亚总统 4 月 22 日宣布，为控制不断飙升的国内食用油价格，印尼定于 4 月 28 日停止食用油及其原材料出口。印尼政府对出口禁令范围的划定出尔反尔，在宣布将毛棕榈油也列入出口禁令后，全球油脂市场应声大涨。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，在国际植物油贸易中占有重要地位。该国禁止棕榈油出口将严重影响其他国家食用油供给，并会提高豆油和菜籽油等替代品需求，对参与食用油国际贸易国家原有的供需平衡关系造成严重破坏。

印尼和马来西亚在全球棕榈油市场的重要地位

印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，按照美国农业部的评估，2021/2022 年度印尼棕榈油产量为 4550 万吨，占全球总产量的 59%；出口量为 2800 万吨，占全球总出口量的 56.4%，占该国总产量的 61.5%。马来西亚是全球第二大的棕榈油生产国和出口国， 2021/2022 年度马来西亚棕榈油产量为 1900 万吨，占全球总产量的 24.7%；出口量为 1622 万吨，占全球总出口量的 32.7%，占该国总产量的 85.4%。印尼和马来西亚两国棕榈油产量为 6450 万吨，占全球棕榈油总产量的 83.7%，占全球所有植物油总产量的 28.2%。由此可见印尼和马来西亚在全球棕榈油市场乃至全球植物油市场中的重要地位。印度、中国、欧盟和巴基斯坦是主要棕榈油进口国，2021/2022 年度棕榈油进口量分别为 775 万吨、710 万吨、620 万吨和 350 万吨，上述四个市场年进口棕榈油量占全球总进口的 51%。由此可见，印尼棕榈油出口对主要进口国棕榈油供应具有举足轻重的作用，市场围绕印尼棕榈油出口禁令做出剧烈反应也不足为奇。

乌克兰葵花籽产量将大幅下降，全球植物油供应链十分脆弱

俄乌冲突对黑海地区粮食和葵花籽油贸易造成的严重冲击还未结束，乌克兰春季播种无法正常开展，市场普遍预期该国葵花籽产量将大幅下降，进而导致全球植物油供应更趋紧张。根据美国农业部的统计，2021 年乌克兰葵花籽油年产量约为 567.6 万吨，占全球产量的 27.8%；其中出口 495 万吨，占该国产量的 87.2%，占全球出口的 46.1%。乌克兰葵花籽油产量受损，国际买家不得不增加棕榈油和豆油等替代油品的采购。2021/2022 年度南美大豆因干旱造成近 2000 万吨的减产，东南亚棕榈油也因劳动力短缺和洪涝灾害造成减产，印尼禁止棕榈油出口更是对全球棕榈油供需体系造成前所未有的破坏，全球植物油供应链在接二连三的冲击下正变得不堪一击，全球油脂市场对利多题材的敏感性持续上升。

美国作物区天气条件不佳，存在玉米面积转增大豆的可能

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 4 月 24 日，玉米播种进度为 7%，低于业内人士估计的 9%，也低于五年均值 15%以及上年同期的 16%。和历史同期对比，今年玉米播种进度属于历史第三慢，在 2013 年和 1993 年，4 月 24 日的播种进度还不到 7%。当前美国作物区湿冷天气引发市场关注，如果玉米无法按期播种，大豆播种面积将被动增加。美国农业部报告显示，截至 4 月 24 日当周，美国大豆种植率为 3%，去年同期为 7%，五年均值为 5%。美国农业部在 3 月底预计，2022 年美国大豆播种面积将达到创纪录的 9095.5 万英亩，新季美豆面积增加将为 2022 年美豆丰产奠定基础。按照当前美国农业部预估的大豆面积和 51.5 蒲式耳/英亩的趋势型单产核算，2022 年美豆产量将达到创纪录的 1.25 亿吨，有助于缓解全球大豆供应担忧，但未来天气条件仍是美豆能否实现预期产量的重要变量。

2 国内豆类市场分析

中国植物油供给高度依赖外部市场，成本驱动国内油脂价格反弹

中国油料作物生产能力有限，国内植物油供给体系高度依赖外部市场。根据国家海关总署公布的数据，2021 年中国植物油进口总量为 1039.2 万吨，其中进口棕榈油 638 万吨，菜籽油 215 万吨，葵花籽油 128 万吨，豆油 112 万吨，棕榈仁油 63 万吨，花生油 28 万吨，其他杂油不到 30 万吨；进口大豆 9652 万吨，核算压榨豆油量约为 1900 万吨，进口油菜籽 264.6 万吨，核算压榨菜油量约为 106 万吨。进口其他油料占比更低，对中国植物油供给影响不大。2021 年中国植物油总消费量约为 3700 万吨，上述直接或间接进口的植物油占中国植物油消费总量的 82.3%，可以说中国植物油市场与外部市场联系非常紧密，外部植物油或相关市场的变化是引起国内市场波动的主要原因。

豆粕供应能力提升，基差快速回落

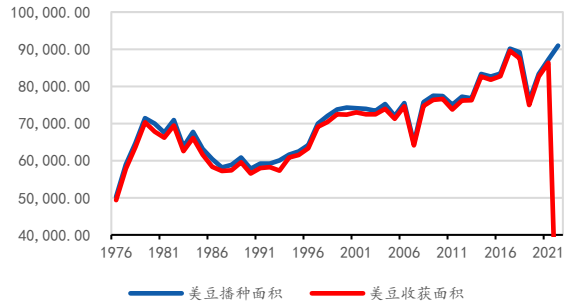
受进口大豆到港量回升影响，国内大豆周度压榨量增至 165 万吨，但低于大豆到港量，大豆库存继续回升。监测显示，截至上周末，全国主要油厂进口大豆商业库存 381 万吨，比前一周增加 62 万吨，比上月同期增加 177 万吨，比上年同期减少 37 万吨。国家粮食交易中心保持美豆拍卖一次进口大豆的调控节奏，4 月 29 日进口储备大豆竞价交易继续进行，投放量仍 50 万吨。随着大豆压榨量持续提升，豆粕产出增加，饲料养殖企业提货速度一般，豆粕库存上升。4 月 25 日，国内主要油厂豆粕库存 35 万吨，比上周同期增加 4 万吨，比上月同期增加 5 万吨，比上年同期减少 32 万吨，比过去三年同期均值减少 17 万吨。预计近期大豆周度压榨量将提升至 180 万吨以上水平，国内豆粕库存将保持上升趋势。受现货供应能力大幅提升以及豆油强势上涨贡献更多压榨利润，油厂对豆粕的挺价能力持续下降，国内豆粕现货呈现连续下跌局面，豆粕基差已由 3 月最高时的 800 多降至 200 左右，豆粕市场逐渐趋于正常运行状态。

3 油脂油料市场展望

新季美豆种植进度虽低于常年水平，但在播种窗口关闭前仍有较大提升空间，尚不能断定玉米面积会大量转种大豆。俄乌局势发展仍是影响当前全球大宗商品市场的焦点。乌克兰一旦错过农作物播种期，必将对该国葵花籽和玉米等粮油作物生产造成严重影响，加上印尼实施贸易保护措施，全球粮食危机有进一步升级迹象。全球植物油供应链遭遇严重冲击，CBOT 豆油价格不断突破历史新高，显示资金对粮油价格上涨抱有较强预期。外部市场供应炒作持续发酵，国内三大油脂跟随国际市场向上突破。国内油脂库存原本偏低，而内外价格倒挂令企业降低进口，国内植物油供应缺口短期内仍难恢复，成本驱动与市场预期形成合力，推动油脂价格保持牛市运行节奏，可适量持有油脂期货多单。国内豆粕市场因供应恢复而保持震荡运行，在美豆未形成向上突破前，国内粕类市场将继续因油脂的强势而上行受限，油强粕弱格局持续强化，可保持震荡思路短线参与或维持观望。豆一期货市场在震荡区间下沿得到支撑，反弹节奏随时可能因连续的拍卖压力和新季面积增加等因素而打断，可保持区间震荡思路短线参与或继续观望。

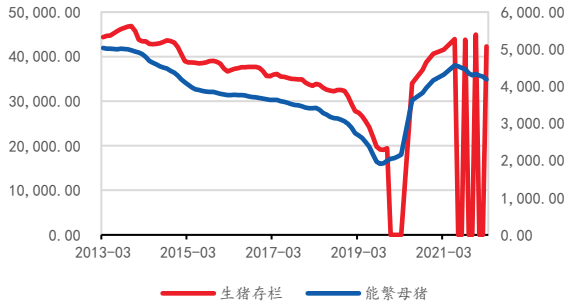
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



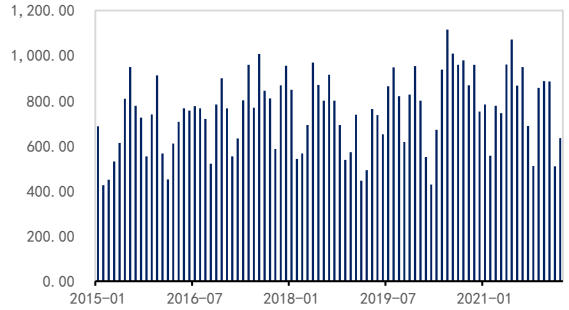
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



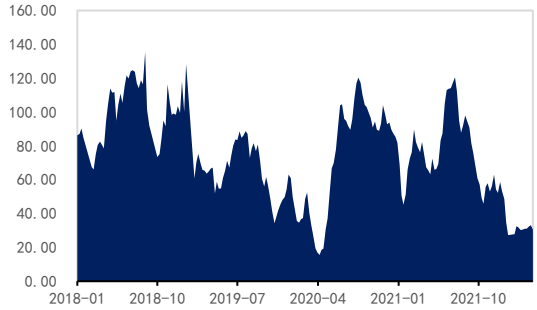
资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 40：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 41：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

法律条款

版权免责声明：本报告由中投天琪期货有限公司提供，未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中投期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责： 本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中投天琪期货有限公司

公司网站：http://www.tqfutures.com/

地址：深圳市福田区莲花街道福新社区益田路6001号太平金融大厦4203－4205单元

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900