中金财富期货策略周报（2022 年第 16 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：从 4 月经济数据和金融数据看，4 月份经济遭遇了至暗时刻，对应的工业品面临产成品库存增加，因此大部分上游工业品呈现累库状态，内外盘工业品齐跌。对于大部分机构认为工业品进入下行阶段，我们有着不同的观点，我们认为需要继续关注疫情走势和经济复苏情况，尤其是以地产和消费为代表的弱势项一旦出现回升，工业品价格有望回暖。目前我们仍然认为工业品处于震荡态势，除非“悲观预期”被进一步证实。

股指期货：上海疫情对市场情绪影响较大，随着上海疫情进入尾声，我们认为 A 股面临的情绪显著缓解，A 股无论从估值，还是从政策的角度看，处在底部是清晰，不可争辩的事实，我们认为，市场的底部是一个反复的过程，如果指数再度出现回落，仍是较好的逢低买入机会。

铜：在加息预期下美元持续在 20 年高点附近徘徊，有色金属市场承压运行，铜价继续走低。供应端，精铜产量回升，TC 加工费处于上行趋势。一季度精炼铜产量同比增 6.2%，山东某大型冶炼企业 5 月有望复产，预计 6 月才能形成产量，5 月份冶炼厂检修较多，近期铜供应预计小幅承压；受疫情反复影响，废铜资源略紧，货商抬价意愿浓，下游接货意愿弱，废铜成交欠佳。国内现货进口盈利缩至 200 元/吨左右，洋山铜溢价上涨，清关量预计增加。消费端，国内疫情持续影响需求，下游相关行业呈现偏弱格局。沪铜受美联储收紧流动性及世界经济增速下降影响持续弱势震荡。

锌：当前的宏观环境，近期美联储决议落地，加息兑现，缩表也即将开启，全球流动性都面临收缩风险，再叠加美元显著走强，有色承压下行。国内锌精矿供给紧张，加工费持续走低，但进口锌精矿盈利窗口打开，且冶炼利润超过了国产锌精矿，有利于增加国内供给。4 月精炼锌产量 49.55 万吨，环比降幅小于预期，5 月产量预计增至 51.73 万吨。需求端来看，疫情影响下，初端锌企业开工率仍显疲软，未达往年同期水平。疫情导致国内消费受限，社会库存处在相对高位。当前市场对宏观悲观情绪发酵，风险资产遭到抛售，沪锌将继续弱势震荡。

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。

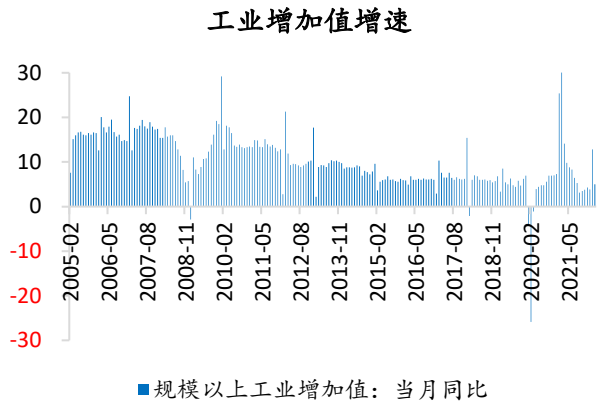
油脂油料：全球大豆价格处于历史高位运行，各主产国纷纷扩种大豆。美国农业部将新年度美国和巴西大豆产量预测的过高，生长期内一旦遭遇恶劣天气，更容易引发减产炒作。新季美豆种植进度偏慢，存在玉米面积转种大豆的可能。乌克兰葵花籽种植面积大幅下滑以及印尼禁止棕榈油出口持续冲击全球植物油供应链，并为油脂价格提供抗跌动力。国内三大油脂经过上周调整后再度止跌回升，内外价格倒挂国内油脂进口大幅萎缩，供应偏紧预期仍吸引资金买入。与此同时，国际油价因俄乌冲突而保持强势，油脂作为生物燃料原料的需求也受到市场关注。因此，油脂期货空单宜减持观望。国内豆粕市场经过低位盘整后在美国农业部报告相对利多刺激下强势反弹，市场买盘人气回暖，可减持空单或短线思路适量参与。豆一期货市场因中储粮停止拍卖而减少上行阻力，技术上出现向区间震荡上沿突破的迹象，可保持震荡偏强思路适量参与或继续观望。

目 录

周度策略：不宜对 4 月社融数据做悲观解读 - 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 五月首周：消费疲软，开工率上行 - 7 -
3 流动性：本周央行逆回购净投放 300 亿元 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
2 结论 - 11 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
锌 - 13 -
1 锌：影响因素 - 13 -
2 总结 - 14 -
3 锌期货现货数据 - 14 -
原油 - 15 -
1 市场面临供需双杀 - 15 -
2 欧盟分歧搁置决议 - 15 -
3 供应中断风险犹存 - 16 -
4 寻求伊朗替代货源 - 18 -
5 经济衰退需求放缓 - 18 -
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 上游支撑下游拖累 - 20 -
3 全面开割时间问题 - 20 -
4 进口压力暂时不大 - 22 -
5 辩证看待抄底机会 - 22 -
6 内在周期运行蓝图 - 22 -
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 - 24 -
3 油脂油料市场展望 - 25 -
4 油脂油料市场主要数据 - 25 -
免责条款 - 27 -

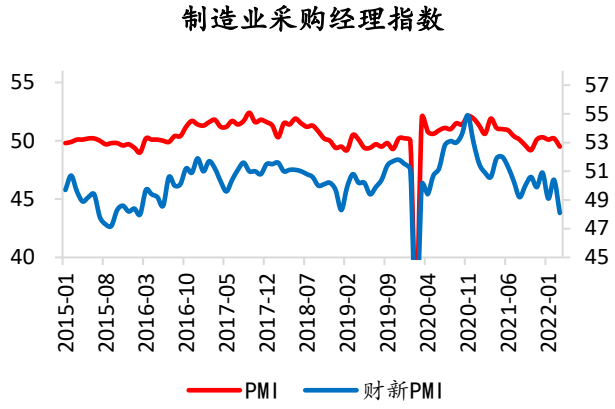
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



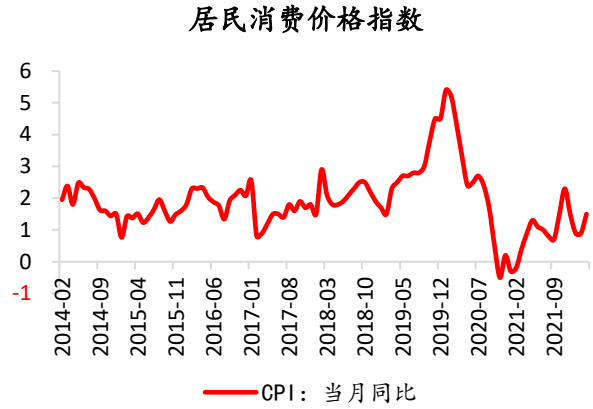
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



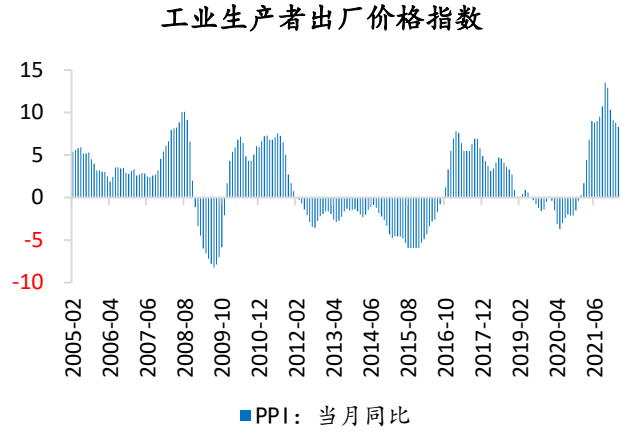
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



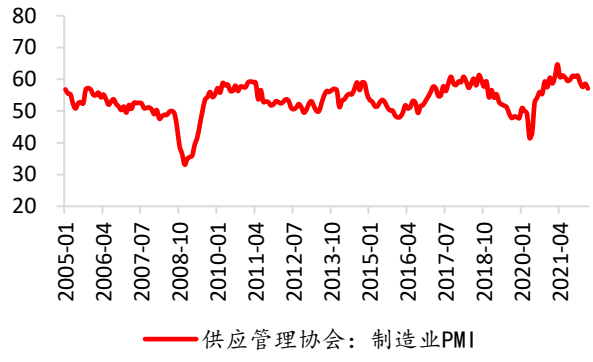
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



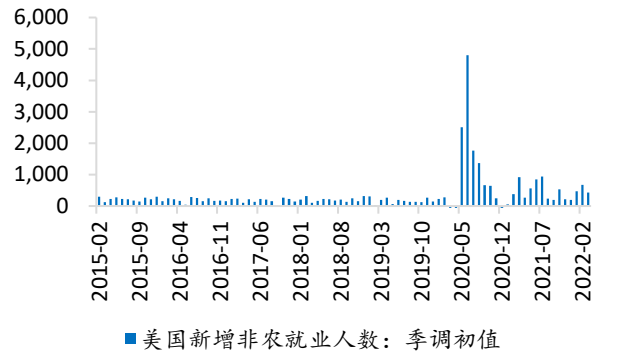
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：不宜对 4 月社融数据做悲观解读

近期商品市场呈现弱势态势，尤其是工业品走势明显偏弱。上周螺纹钢录得第四周连跌行情，铜价也连续下跌，除了原油相关的品种强势之外，其他品种悉数走弱。从近几个月的行情看，工业品市场从交易“强预期”到交易“弱现实”，目前已经进入到交易“悲观预期”的阶段。尤其是周五公布的 4 月份金融数据，让市场的担忧情绪更加升温。

4 月金融数据显示需求明显走弱

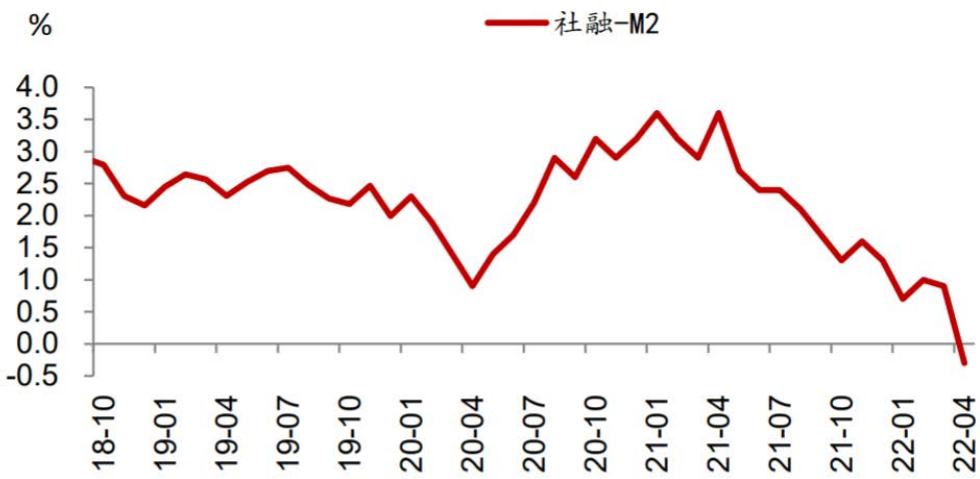
13 日公布的数据显示：4 月社会融资规模增量 9102 亿，前值 46531 亿，去年同期为 18570 亿。中国 4 月新增人民币贷款 6454 亿，前值 31300 亿，去年同期为 14700 亿。

4 月信贷社融总量、结构均差，指向疫情冲击蔓延、地产低迷、消费不振。贷款方面，4 月新增贷款 6454 亿元，同比少增 8246 亿元，较过去三年同期均值少增 7513 亿元，甚至低于疫情暴发的 2020 年 2 月（9057 亿元）。各项贷款余额同比回落 0.5 个百分点至 10.9%。总量结构均差，指向疫情全面拖累经济，特别是地产、消费。

疫情对经济数据的冲击是显而易见的，然而还有另外一个因素可能被忽视，那就是 4 月历来是贷款小月。历年来 4 月增量环比显著回落是常态，今年 3 月的大幅上冲导致 4 月的回落效应更为明显。银行在 3 月末的季度考核压力下会消耗大量的信贷项目储备，导致 4 月的贷款项目储备不足；同时银行在 3 月也常以期限较短的企业短期贷款来冲量，这些短期贷款会在 4 月到期，使 4 月份的短期贷款大幅回落，拖累整体贷款表现。2019-2021 年新增企业短期贷款在 4 月份的均值为-1208 亿元，今年 4 月新增规模为-1948 亿元。

从社融-M2 剪刀差变负可以看到当前经济的症结所在。社融是金融机构资产端，代表政府部门和实体部门能够提供给金融机构的资产供给规模，M2 为负债端，代表金融机构的负债情况；社融-M2 剪刀差收敛，一则意味着金融机构资产端收缩幅度要更高，金融机构缺资产，处于结构性资产荒的状态，这种背景下无风险利率通常会处于偏低位置；二则表明当前稳增长宽信用症结在于实体需求不足，并不在于金融机构缺流动性缺负债，后续宽信用稳增长政策应会更加重视激活实体需求，一季度货政执行报告就曾明确提出“持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，培育和激发实体经济信贷需求”。

图表 1：社融-M2 增速持续下行



资料来源：wind，中投期货研究所

不宜对社融数据过度解读

疫情导致的多个经济数据进入至暗时刻，我们可以正视问题，但是不宜做过分解读。

我们认为，随着上海疫情接近尾声，疫情扰动或将边际减弱，5 月社融增速有望筑底。对于信贷投放而言，预期局部疫情对于 5 月信贷投放仍有一定负向影响，全月贷款同比少增趋势或将延续。政府债券发行提速或成为 5-6 月社融增速筑底的“稳定器”，如能顺利完成“6 月底前完成大部分新增专项债发行工作”的安排，则 5 月政府债券净增量有望达到万亿左右。基于以上因素的判断，预计 5 月社融存量增速或将维持在 10.2%-10.3%左右水平。

另外，4 月财政支出进一步提速。今年 3 月和 4 月财政存款分别同比多降 3571 亿/5367 亿，考虑到今年专项债发行的前置以及央行结存利润上缴财政的因素，财政支出同比多增或更为明显。一般性存款延续高增，居民存款+企业存款，在 3 月同比多增 1.68 万亿的基础上，4 月继续同比多增 1.10 万亿，上述财政支出带来的存款转移产生积极作用，此外疫情因素带来的消费受限，或一定程度亦影响了居民存款的使用与支出。

因此，我们总结认为三个因素有助于二季度经济逐渐走稳。首先是央行在一季度货币政策报告中已明确提出了“支持实体”的下一阶段货币政策主基调，加大结构性货币政策力度。再加上存款利率市场化改革后，“4 月最后一周全国金融机构新发生存款加权平均利率下调了 10bp”，成本端下行，5 月 LPR 调降空间打开。其次是我们上述分析的财政政策，还有 2.25 万亿元的专项债要在 5 月和 6 月加速发行。最重要的是，疫情逐步好转，稳增长政策提速加力，5 月经济数据可能明显改善，融资需求有望修复回升。

密切关注疫情和经济走势

从 4 月经济数据和金融数据看，4 月份经济遭遇了至暗时刻，对应的工业品面临产成品库存增加，因此大部分上游工业品呈现累库状态，内外盘工业品齐跌。对于大部分机构认为工业品进入下行阶段，我们有着不同的观点，我们认为需要继续关注疫情走势和经济复苏情况，尤其是

以地产和消费为代表的弱势项一旦出现回升，工业品价格有望回暖。目前我们仍然认为工业品处于震荡态势，除非“悲观预期”被进一步证实。

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 12 日	国常会：财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘	要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘	稳增长政策继续加码
	5 月 12 日	商务部等 14 部门发布关于开展内外贸一体化试点的通知	通知提出，力争用 3 年时间，在完善内外贸一体化调控体系，培育一批内外贸一体化经营企业，打造一批内外贸融合发展平台	继续增强内循环的实力
数据	5 月 13 日	中国 4 月社融增量 9102 亿元，显著放缓	中国 4 月社会融资规模增量 9102 亿元人民币，前值 4.65 万亿元人民币	4 月金融数据同样经历至暗时刻
	5 月 13 日	美国 5 月密歇根大学消费者信心大幅不及预期	美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 59.1，预期 64	消费者的耐用品采购计划因价格高企而跌至历史新低。
事件	5 月 4 日	“全球第二大小麦生产国”印度突然禁止小麦出口	印度限制小麦出口造成的缺口短期将难以填补，因为全球其他小麦生产地区“天公也不作美”。	全球粮食危机将加剧

资料来源：中投期货研究所

2 五月首周：消费疲软，开工率上行

内需方面，多数走低。房产交易市场回暖，本周 30 城商品房成交面积回升，同比降幅收窄，录得-54.59%。地市方面，100 城土地成交规模同比降幅扩大，溢价率跌至 1.21%。汽车消费走低，本周乘用车销售大幅下降，厂家日均零售量 3.18 万台，同比下降 16.75%。电影市场受疫情持续影响，票房周度同比降幅持续走低，录得-84.29%。

外需方面，边际下行。上周美国红皮书零售同比下跌至 13.10%；CCFI 指数继续下跌至 3056.98 点，出口需求下降。在进口方面，CRB 指数回落至 628.65 点，波罗的海指数大幅度上升至 2984.75 点，进口需求上升。

生产方面，逐步恢复。唐山高炉开工率小幅回升，为 53.97%。全钢胎、半钢胎开工率继续上升至 55.64%和 60.49%。疫情影响逐步减弱，聚酯、织机负荷上行 0.65、0.58 个 pct，PTA 开工率下行 1.16 个 pct。

工业品价格，整体下跌。本周国内外需求较为疲软，原油价格回落，油价环比下跌 3.3%；焦煤、焦炭、动力煤库存需求减弱，价格环比分别下跌 4.9%、4.3%、2.7%；铁矿石价格下跌 2.0%。建筑业受疫情反复影响，水泥库容比高位运行，水泥、玻璃环比分别下跌 0.8%、3.7%。铜价、铝价环比持续下跌，分别下跌 2.8%、6.7%。消费品价格，多数下跌。蔬菜、水果、鸡蛋环比分别下跌 2.4%、0.9%、0.4%，跌幅收窄；羊肉、牛肉环比分别下跌 1.0%、0.8%，跌幅扩大；猪

肉价格环比上行 0.1%。

3 流动性：本周央行逆回购净投放 300 亿元

本周，央行平稳进行 500 亿元逆回购操作，期间 200 亿元逆回购到期，实现 300 亿元净投放。

具体来看，央行本周每日均进行 100 亿元逆回购操作，其中，周一至周三无逆回购到期，周四、周五分别有 100 亿元逆回购到期。本周逆回购中标利率均为 2.1%。

下周共有 600 亿元 7 天期逆回购到期，周一到期 200 亿元，周二至周四分别到期 100 亿元。值得注意的是，下周二将有 1000 亿元 MLF 到期。

此外，下周一将公布中国 1 至 4 月全国房地产开发投资、1 至 4 月城镇固定资产投资等经济数据。下周五将公布中国 5 月一年期及五年期贷款市场报价利率(LPR)。

银行间市场资金延续充裕，主要回购利率变动不大，隔夜资金利率继续低位徘徊在 1.3%附近。DR001 加权平均利率报 1.3076%；DR007 加权平均利率报 1.6123%。14 天 Shibor 跌至 1.61%创年内新低

4 宏观策略

从 4 月经济数据和金融数据看，4 月份经济遭遇了至暗时刻，对应的工业品面临产成品库存增加，因此大部分上游工业品呈现累库状态，内外盘工业品齐跌。对于大部分机构认为工业品进入下行阶段，我们有着不同的观点，我们认为需要继续关注疫情走势和经济复苏情况，尤其是以地产和消费为代表的弱势项一旦出现回升，工业品价格有望回暖。目前我们仍然认为工业品处于震荡态势，除非“悲观预期”被进一步证实。

5 股指期货市场分析

沪指连续反弹 站稳 3000 点

本周 A 股连续反弹，沪深 300 指数涨 2.04%，上证 50 涨 1.05%，中证 500 涨 4.19%。

本周北上资金净卖出 73.22 亿元。其中沪股通净卖出 18.75 亿元，深股通净卖出 54.47 亿元。

周初指数涨跌不一，随后均强势反弹，最终深指和创业板指均站上二十日均线。A 股大盘逆势上涨，走势明显强于海外市场。从周 K 线来看，上证指数上涨 2.76%，深证成指上涨 3.24%，创业板指领涨 5.04%。个股板块涨多跌少，汽车、电力设备、电子、环保、建筑装饰等行业走势较强；仅农林牧渔、石油石化、煤炭和银行下跌。本周北向资金净流出 73.22 亿元，其中沪市净流出 18.75 亿元，深市净流出 54.47 亿元。

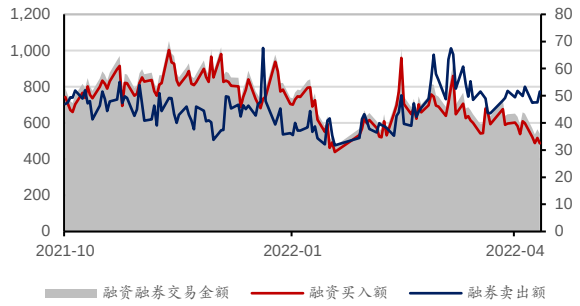
如有深度回落 仍要关注买入机会

5 月份以来，截至 5 月 13 日，有 1582 只个股期间呈现大单资金净流入态势，占 A 股总数的 32.91%，期间合计净流入额为 295.83 亿元。

近期，政策面的利好频频出现，这一系列措施的目的旨在稳定经济增长基本盘，保民生、保就业，从而提振投资者信心。在向好趋势下，市场已完成探底之后维持震荡上行态势，行情有望从左侧转向右侧，市场信心也可能随着情绪回暖而稳步回升。由此，近期融资客悄然进场布局，加仓当下的热点行业，对部分优质行业龙头品种进行加仓。

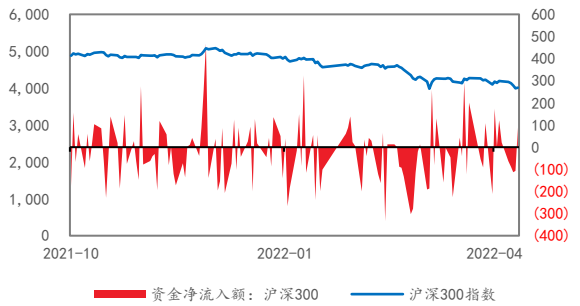
上海疫情对市场情绪影响较大，随着上海疫情进入尾声，我们认为 A 股面临的情绪显著缓解，A 股无论从估值，还是从政策的角度看，处在底部是清晰，不可争辩的事实，我们认为，市场的底部是一个反复的过程，如果指数再度出现回落，仍是较好的逢低买入机会。

图表 8：融资融券数据图



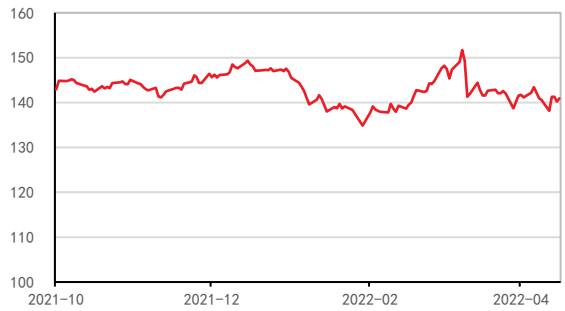
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



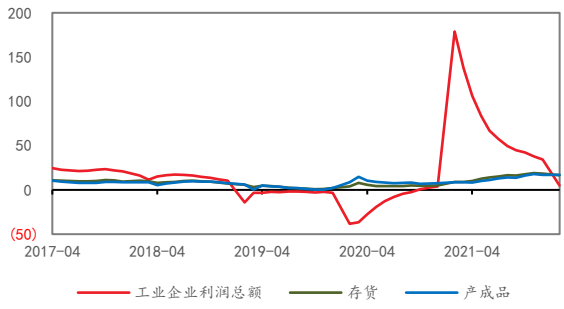
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

2022 年第一季度以来，智利部分大型矿山不利因素接连暴露，产量表现不佳。截至 2 月，智利共生产铜精矿含铜 82 万吨，同比减少 6.2 万吨，降幅约 7%。究其原因，与老矿山品位下降、技改空间有限等因素有关。智利铜业的 Chuquicamata、Ministro Hales、El Teniente 三座矿山（产量占智利总产量约 17%）除品位天然下降外，还面临着地下通道缓慢、矿石排序等生产技术问题。必和必拓的全球最大铜矿 Escondida 于 4 月份遭到了工人和环保人士的抗议，再加上疫情导致的劳动力短缺等问题，该矿山全年指导产量下调 2-6 万吨，至 100-103 万吨。3 月以来，秘鲁大型矿区的抗议活动使得铜精矿产量受到明显影响。抗议活动影响的矿山主要集中于五矿资源的 Las Bambas 矿山、南方铜业的 Cua jone 矿山及嘉能可的 Antapaccay 矿山。Las Bambas 矿山附近的居民声称该矿山未遵守社会投资承诺，抗议活动导致使该矿自 4 月 20 日起开始停产至今，当前仍未复产。据 SMM 数据显示，智利今年仍有计划新增及扩建项目共计约 20 万吨因此，但全年产量中性预估为同比下滑约 8 万吨。总之，贡献增量的矿山与前期预期基本一致，但不少矿山因自身品位及外部原因使得 产量大幅低于预期。整体上，全年铜精矿产量并不像年初的预期那样乐观，产量调整较 3 月预期有所下降。

精炼铜产量小幅增长

从精炼铜产量来看，铜精矿现货加工费 TC 继续走高，炼厂有利可图，冶炼厂有较大动力生产。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。产量的减量主要还是来自于山东冶炼厂的停产，其余冶炼厂在高利润驱动下基本维持满产计划。从今年 5 月份冶炼厂计划来看，国内部分冶炼厂进入集中检修期，TC 快速突破 70 关口，至 80 附近，将原本供应端的宽松预期持续放大，与此同时，硫酸价格在硫磺酸成本上移影响下也基本回到去年高位，部分地区已经超过千元，冶炼厂在高利润驱动下产量将出现增长。

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

在加息预期下美元持续在 20 年高点附近徘徊，有色金属市场承压运行，铜价继续走低。供应端，精铜产量回升，TC 加工费处于上行趋势。一季度精炼铜产量同比增 6.2%，山东某大型冶炼企业 5 月有望复产，预计 6 月才能形成产量，5 月份冶炼厂检修较多，近期铜供应预计小幅承压；受疫情反复影响，废铜资源略紧，货商抬价意愿浓，下游接货意愿弱，废铜成交欠佳。国内现货进口盈利缩至 200 元/吨左右，洋山铜溢价上涨，清关量预计增加。消费端，国内疫情持续影响需求，下游相关行业呈现偏弱格局。沪铜受美联储收紧流动性及世界经济增速下降影响持续弱势震荡。

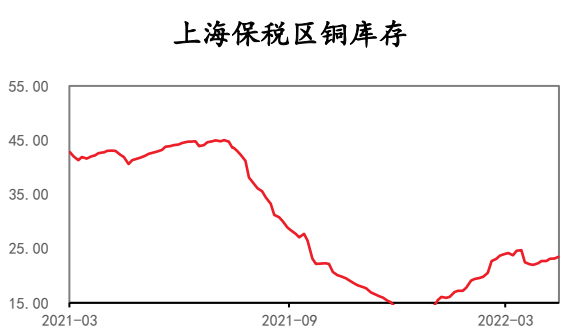
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



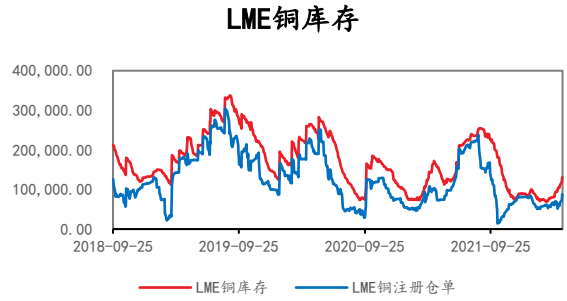
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



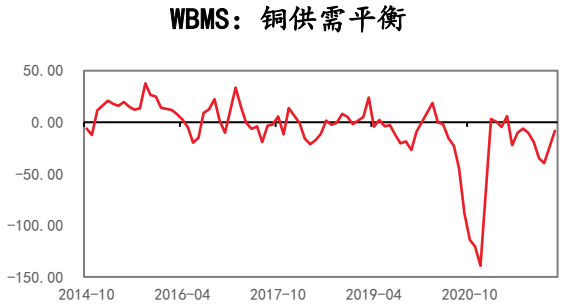
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



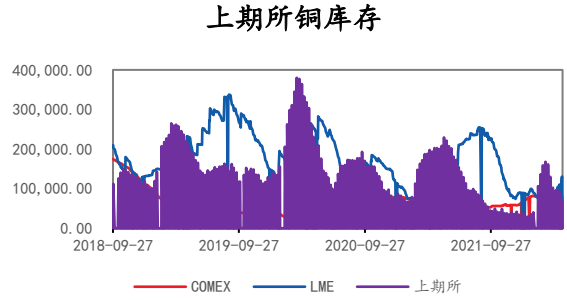
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



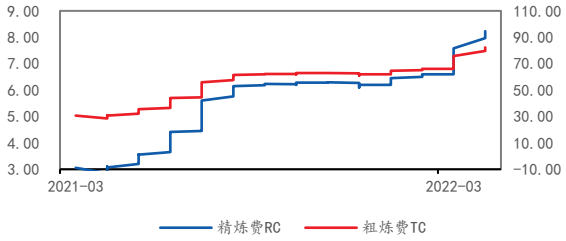
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

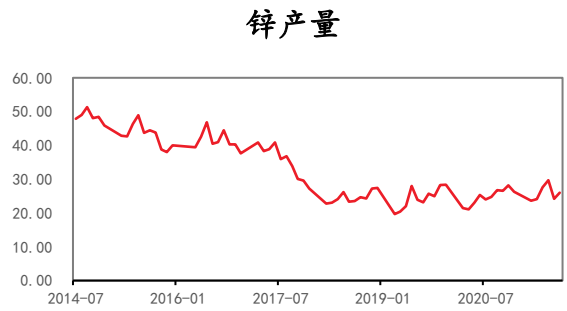
资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

当前的宏观环境，近期美联储决议落地，加息兑现，缩表也即将开启，全球流动性都面临收缩风险，再叠加美元显著走强，有色承压下行。国内锌精矿供给紧张，加工费持续走低，但进口锌精矿盈利窗口打开，且冶炼利润超过了国产锌精矿，有利于增加国内供给。4 月精炼锌产量 49.55 万吨，环比降幅小于预期，5 月产量预计增至 51.73 万吨。需求端来看，疫情影响下，初端锌企业开工率仍显疲软，未达往年同期水平。疫情导致国内消费受限，社会库存处在相对高位。当前市场对宏观悲观情绪发酵，风险资产遭到抛售，沪锌将继续弱势震荡。

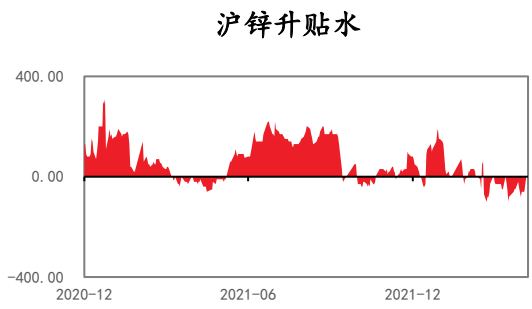
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



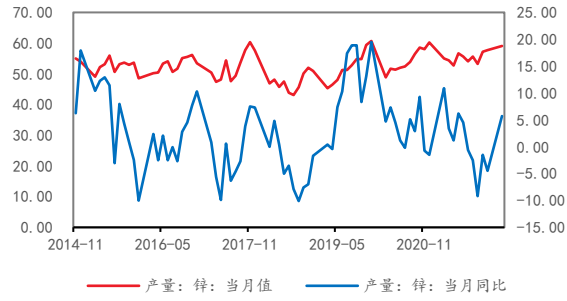
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



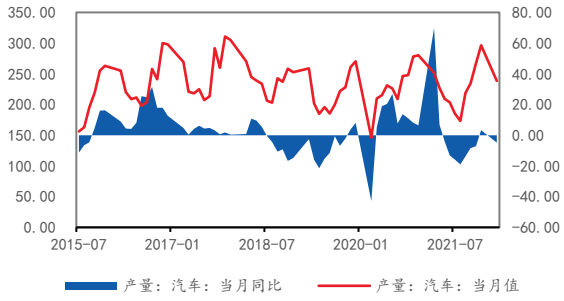
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

原油

1 市场面临供需双杀

EIA 发布最新一期月度能源市场展望报告，对全球原油供应、需求和 OECD 库存均做出下修，总体上支持中长期原油市场的偏强势表现。

EIA 将 2022 年全球原油供应估计值下调 32 万桶/日，并将 2023 年原油供应预期大幅下调 61 万桶/日。分地区来看，2022 年 OPEC 原油产量预期上调 15 万桶/日，前苏联地区（主要是俄罗斯）原油产量预估下调 32 万桶/日，美国原油产量预估下调 21 万桶/日。自俄乌战争爆发以来，EIA 连续下调全球原油供应预期，可见地缘政治对原油市场的影响是深远的。

EIA 将 2022 年全球原油需求增长预期调降 19 万桶/日至 224 万桶/日，连续三个月累计下调原油需求 132 万桶/日，将 2023 年全球原油需求增长调增 1 万桶/日至 194 万桶/日。对于世界最大的经济体和原油主要消费区，预计 2022 年美国和中国的原油需求增长分别下调 8 万桶/日和 11 万桶/日。未来全球经济笼罩在战争、疫情和通胀阴影下，导致原油需求增长较此前预期极大放缓。

EIA 预计 2022 年全球原油累库 27 万桶/日，较上月预估值 40 万桶/日大幅下降，预计 2023 年全球原油累库仅 4 万桶/日。OECD 商业原油库存处于近五年来低位水平，在自然减产和制裁威胁下，全球原油市场累库预期甚至可能发生反转。在未来两年低库存依然会继续支撑油价，并放大供应中断风险对市场的冲击。

整体上，EIA 报告字里行间透露出对全球经济的消极态度和对系统性风险的忧虑情绪，但这不意味着原油走势也是悲观的。EIA 综合预测，2022 年二季度 Brent 平均价格为 107 美元/桶，下半年为 103 美元/桶，2023 年均价降至 97 美元/桶。不过该机构也表示，不确定性因素实在太多了，此预估不包括欧盟对俄制裁的影响，原油供应紧张加剧会令价格波动远超预期。我们认为，原油市场处于高位震荡状态，若无重大变故发生，油价下跌转熊的可能性不大。

2 欧盟分歧搁置决议

此前，俄乌地缘政治引发市场对欧洲能源危机的担忧，但欧盟内部主要成员国意见莫衷一是，一定程度上缓和了短期矛盾爆发的预期。

尽管欧盟委员会打算在近期敲定新一轮制裁，但欧盟各国仍未就对俄石油禁令达成共识。匈牙利明确表示，反对在能源领域对俄罗斯实施进一步制裁，并否决相关制裁措施。捷克则表示，拒绝以卢布支付天然气款项，准备停止进口俄罗斯石油。耐人寻味的是，德国作为俄罗斯能源的主要买家，原本反对欧盟过激的对俄制裁，但近期该国立场发生较大转变，甚至公然宣称能够承受石油禁令带来的后果。

负责欧盟能源事务的官员表示，为摆脱对俄罗斯的能源依赖，欧盟计划在今年年底前替换掉三分之二自俄罗斯进口的天然气。为寻求其他天然气来源，欧盟已经与所有主要供应商进行接触，此外还包括增加可再生能源的使用比例及一系列节能措施。德国经济部门出具的报告称，德国

正“迅速降低”对俄罗斯的能源依赖，俄罗斯石油在德国石油进口总量中所占比例已从去年的35%降至目前的 12%。

尽管俄乌战争走向白热化，俄欧双方却似乎并不急于摊牌。俄罗斯天然气工业股份公司表示，目前俄罗斯仍然正常经乌克兰境内管道向欧洲供气。但考虑到以美国为首的西方国家正在向乌克兰输送大批武器，目前乌克兰几乎不可能与俄罗斯签订和平条约，俄乌战争不会很快结束。俄乌地缘政治问题对欧洲乃至全球能源市场的威胁并未解除，只是过渡期提供了斡旋余地，避免能源危机的休克式冲击，但油价仍有充足的理由维持高位震荡状态。

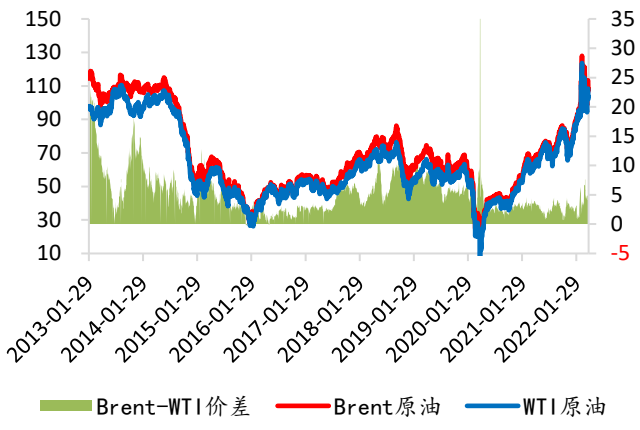
3 供应中断风险犹存

国际原油价格能够维持如此高位，最主要原因是欧盟坚持禁止进口俄罗斯原油的态度，引发市场结构性断供的风险。

欧盟提议逐渐停止进口俄罗斯能源，该计划将在六个月内生效，虽然理论上必须得到 27 个成员国的全体通过，但欧洲主要大国在对俄制裁上立场坚决，正不遗余力地推进这一政策。欧盟委员会仍打算禁止欧洲公司为装载俄罗斯原油的油轮提供保险，以限制俄罗斯的实际原油运输能力。应该明确，欧盟制裁俄罗斯某种程度上等同于自我制裁，他们难以基于切身利益和实际需要自主决策。在美国的煽动和施压下，欧盟将“克服一致性原则，由合格多数做出决定”。

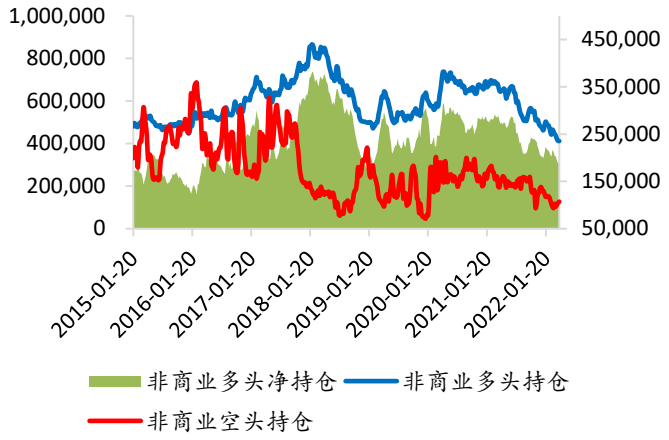
对于俄罗斯而言，能源领域制裁将造成其油气物流的颠覆性改变，主要市场从欧洲国家变为中国、印度等亚洲消费大国，且不得不折价出售。而对于欧洲来说，问题就是单纯的油荒，无论沙特、伊朗还是美国，全世界都很难找到如此之多的额外供应来填补空缺。市场越来越倾向于相信，未来某一时点欧洲能源危机终将爆发，尤其是能源企业和贸易商，他们承受不起站在错误一边的代价。因此，在基本形势不发生逆转的前提下，地缘政治激化令油价易涨难跌，调整则是暂时性的。

图表 22：国际原油期货价格



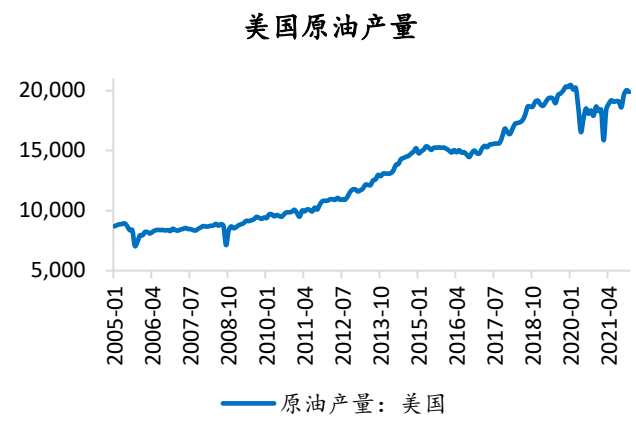
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



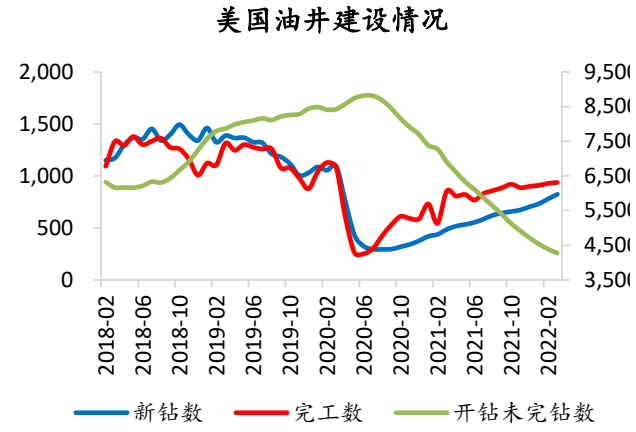
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



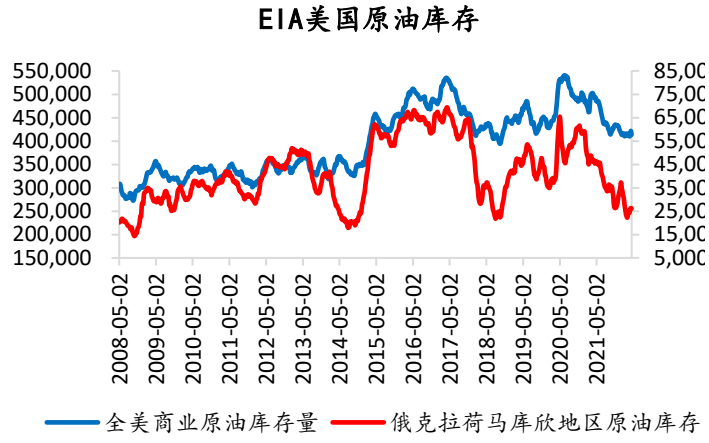
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



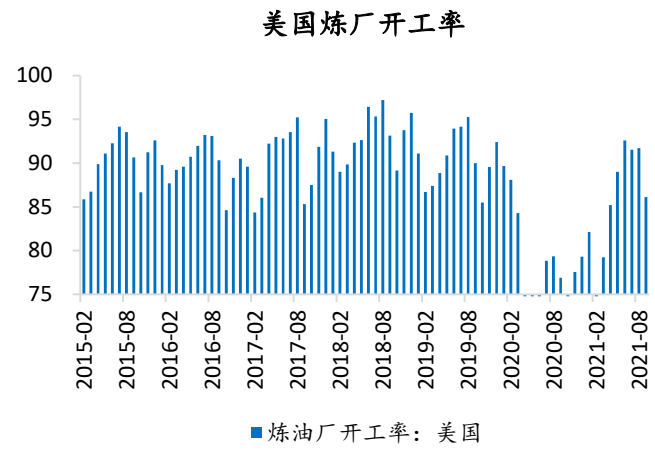
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



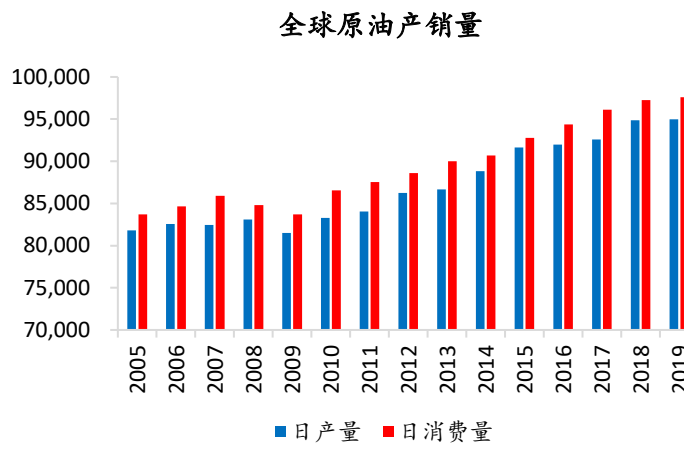
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 寻求伊朗替代货源

据外媒报道，欧盟正在尽最后的努力，试图挽回伊朗核问题全面协议相关方谈判，冀以摆脱对俄罗斯的能源依赖。

目前美伊双方就恢复协议和解除制裁分歧较大，主要原因是美国拒绝将伊朗伊斯兰革命卫队从“恐怖组织”列表中除名，而伊朗目前的铀浓缩活动达到了历史最高水平。根据欧盟的表态，该组织正在寻求一种中间道路来打破僵局。俄乌战争爆发后，由于欧洲在对俄罗斯的立场问题上骑虎难下，不得不违背自身迫切需求和经济利益，做出制裁俄罗斯能源领域的决定。此时若美国和伊朗达成和解，显然欧洲将从中获益。

在全球面临地缘政治引发能源危机的风险时，作为产油大国的伊朗就显得至关重要，欧洲方面迫切希望伊朗重回国际原油市场。然而，美国从特朗普到拜登两届政府几乎黔驴技穷，结果也未能令伊朗屈服；对比之下，欧洲既然对俄制裁尚不能自主决策，在伊核协议上更无法干预美国的做法。俄乌冲突升级推动油价飙升后，伊朗原油收入得到极大改善，并不急于重启谈判，而且他们深知唇亡齿寒的道理。

现在看来，伊核协议谈判可能会持续较长时间，欧洲终将为自己的决定付出代价。不过伊朗的确是为数不多能够迅速大量增产的石油输出国，目前闲置产能约 150-200 万桶/日，能够抵补相当一部分俄罗斯的产量损失。我们坚持原油市场偏紧的格局难改，但应对潜在风险因素予以了解。

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 上游支撑下游拖累

今年国内橡胶市场与往年最大区别在于，迄今供应和库存压力并不大，但需求欠佳的弱现实及预期差对橡胶价格构成重大利空。

供应方面，国内云南产区原料正常释放，海南大部分区域开割预计推迟一个月，此外浓乳相对全乳利润较高，令短期内交割品产量增长有限。需求方面，随着国内上海等地疫情逐渐得到控制，前期受影响的下游企业将陆续复工，五一节假或造成短期统计数据的波动，不过整体需求尤其终端偏弱难改。库存方面，青岛地区一般贸易及保税库存变化不大，国内需求虽然恢复缓慢，但船货到港数量亦同比较低。后期若下游需求从疫情中改善，港口橡胶库存有望迎来季节性去库但幅度有限。

综上，天然橡胶基本面缺乏驱动，大概率将继续保持低位震荡运行，直至年中淡季结束。尽管现在成本端支撑较强，但需求拖累下市场十分疲弱，考虑到 RU09 合约因设计机制是一年中最弱的主力合约，本着多强空弱的原则，宜待反弹空配思路为主。

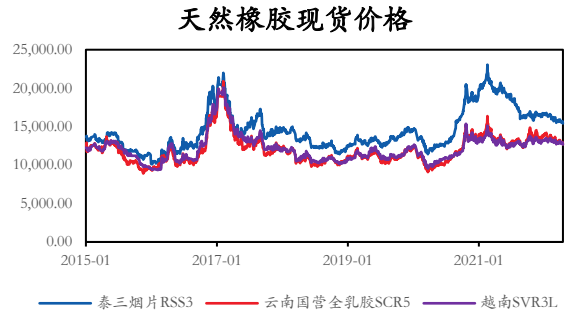
3 全面开割时间问题

天然橡胶供应端即将到达本年度割胶季的第一个关键时刻，即国内外主产区的全面开割。

泰国方面，预计降雨量将有所增加，短期或影响原料产出。随着泰国胶水产量自东北部向南部逐渐释放，原料价格存在进一步下跌的空间。越南方面，产区割胶工作开展顺利，不过目前产量仍然偏低，大概相当于旺季水平的 20%，随着开割面积增加将继续提量。国内方面，云南预计近期降雨量将环比增加，对割胶作业或有一定影响；海南部分地区受到白粉病爆发影响，预计全面开割推迟至 5 月下旬到 6 月初。

随着胶水价格高位回落，泰国出口浓乳利润尚可，但标胶价格大跌利润较差。内盘目前浓乳利润较高，进浓乳厂原料价格远高于进全乳厂达 3000 元/吨以上，对交割品生产造成较大的原料分流，需关注浓乳高价的可持续性。不过除了海南产区开割推迟，其余主要天然橡胶产地今年开割情况正常，未来原料放量料只是时间问题。由于沪胶盘面大幅下跌，01 合约生产交割利润缩窄，但从季节性周期规律来看仍难言底部。

图表 30：天然橡胶现货价格



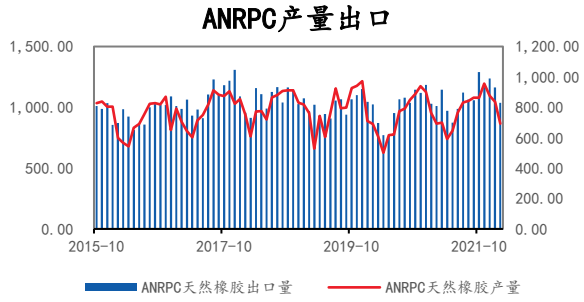
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



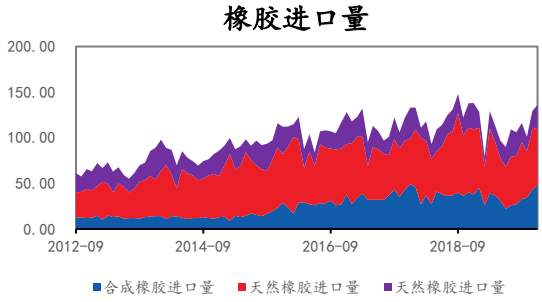
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



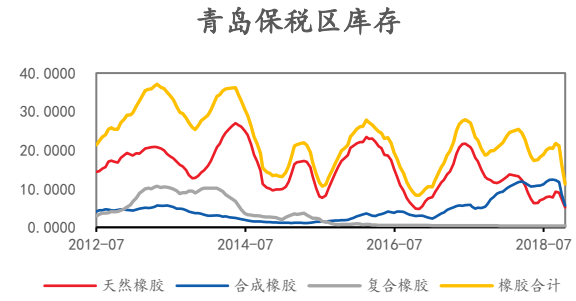
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



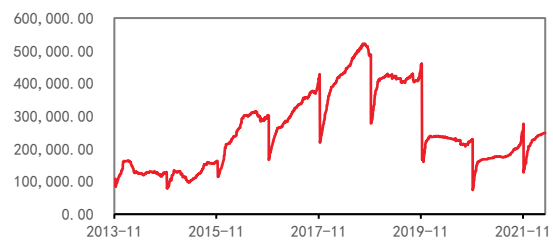
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



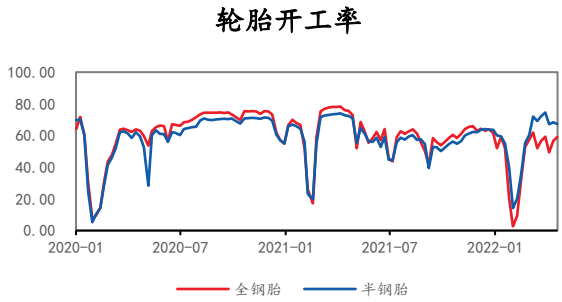
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



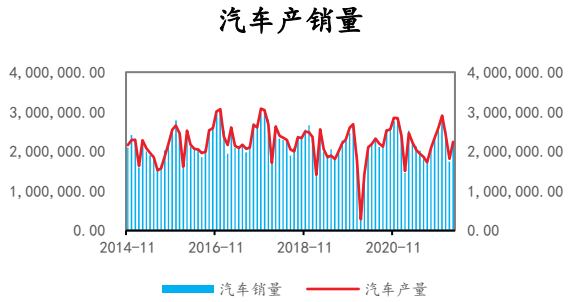
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 进口压力暂时不大

海关总署公布的数据显示，2022 年 4 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 53.6 万吨，同比大幅下降 7.1%；1-4 月中国橡胶进口总量共计 239.7 万吨，较 2021 年同期增加 1.3%。

泰国天然橡胶货源因船期延误到港有限，贸易商报盘相对抗跌，内外盘维持顺挂状态。据隆众资讯，截至 5 月上旬华东市场泰国橡胶进口利润大约在 300 元/吨左右。越南产区 5 月开始陆续有新胶入市，海南产区预计 6 月将有新胶进入销区，将会对泰国橡胶市场份额和销售价格造成挤压。泰国南部主产区也即将全面开割，后期原料产出增加，泰胶船货价格仍存在一定下滑空间。

考虑到补货面临的下跌风险，贸易商单边采购积极性低迷，令泰国橡胶货源到港量缩减，青岛地区转入小幅去库状态。泰国橡胶与沪胶主力合约价差持续缩窄至历史低位，令套利盘平仓出货为主，不具备加仓机会。因此，橡胶走势虽弱却表现出跌无可跌的迹象，这主要归于时下供应压力不大，令基本面没有进一步恶化。

5 辩证看待抄底机会

那么问题来了，橡胶现在到底能不能抄底？针对任何一项投资标的，在某一时点、某一价格上，单纯问看多看空其实没有任何意义。因为无论做多还是做空，都有一定概率盈利，也极有可能亏损。交易的多空立场主要看站在什么时间周期（或者叫级别）上思考，离开级别谈交易就是耍流氓。

综合当前宏观背景、橡胶行业和商品氛围，我们认为：对于数日到数周的短线级别，激进做法可介入超跌反抽，但应强调止盈止损纪律；对于 3-6 个月的中线级别，只要基本形势没发生变化，逢低多不如逢高空；对于以年度为单位的长线级别，绝对价格低于成本线无疑是投资的价值洼地，但要承受沪胶远月合约高升水带来的移仓成本。

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

美国农业部月度报告主要内容

美国农业部公布 5 月 12 日公布了大豆供需报告显示，由于此次报告首次对 2022/2023 年度美国及全球主要国家大豆供需做出评估，因而受各方关注的程度较高。美国农业部预计 2022/2023 年度美国大豆播种面积为 9100 万英亩，单产为 51.5 蒲式耳/英亩，产量为 46.4 亿蒲式耳，同比增加 5%。美豆产量预计创历史最高纪录，主要是美豆收获面积增加所致；2022/2023 年度大豆压榨量将达到 22.6 亿蒲式耳，同比增加 4000 万蒲式耳；大豆出口将增加 6000 万蒲式耳，达到 22 亿蒲式耳；大豆期末库存将增加 7500 万蒲式耳，期末库存预估为 3.1 亿蒲式耳。美国大豆产量预计将连续第二年创下纪录，但由于需求急升，市场担忧供应仍将保持偏紧状态。

美国农业部预计 2022/2023 年度巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.49 亿吨和 5100 万吨，均处于偏高水平。美国农业部预计 2022/2023 年度中国的大豆进口将增加 700 万吨，达到 9900 万吨。2021/2022 年度中国的大豆进口预估上调 100 万吨，达到 9200 万吨。美国农业部预计，2022/2023 年度全球大豆产量将达到创纪录的 3.947 亿吨，同比增加 13%。整体来看，目前美国农业部对新年度大豆主产国产量预测值处于偏高水平，要想实现预期产量目标，需要良好的天气加以配合。

美国春季种植进度偏慢，大豆面积可能被动增加

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 8 日当周，美国大豆种植率为 12%，去年同期为 39%，五年均值为 24%；美国玉米种植率为 22%，去年同期为 64%，五年均值为 50%，玉米出苗率仅为 5%，较五年均值低 10 个百分点。本周美国玉米和大豆播种进度均低于市场预期，市场仍担心无法按期播种的玉米将被动转种大豆。美国农业部预计 2022 年美国大豆面积较上年增加 4%。如果春季种植结束后证实部分玉米面积转增大豆，2022 年美豆种植面积将继续调高，进一步夯实美豆稳产增产的基础。目前市场密切关注美国春季种植情况，美豆面积预增为美豆价格反弹增添阻力。

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十分脆弱，全球油脂市场对利多题材保持高度敏感，是价格持续高位运行的重要支撑。

2 国内豆类市场分析

4 月份进口大豆到港量大幅增加，国内大豆供应偏紧形势得到改善

海关总署公布的数据显示，2022 年 4 月中国进口大豆 807.9 万吨，比上月的 635.3 万吨增加 27.2%，但比上年同期的 744.8 万吨增加 8.5%，创历史同期新高。2022 年 1-4 月我国累计进口

大豆 2858.9 万吨，同比略减 0.8%，降幅较前三月继续收窄。受进口大豆到港量大幅增加影响，前期处于偏紧状态的国内大豆供应形势得到有效改善，为油厂提高开工率提供重要保障，同时也缓解了豆油和豆粕库存紧张局面。2021/2022 年度前 7 个月(2021 年 10 月至 2022 年 4 月)，中国累计进口大豆 5091.7 万吨，比上年同期的 5442.1 万吨减少 350.4 万吨和 6.4%。主要原因：一是国内生猪价格有所反弹但仍低位运行，存栏持续下滑，养殖并未摆脱亏损状态，饲料企业下调配方中豆粕添加比例，豆粕消费需求减少;二是进口大豆压榨持续亏损，油厂采购积极性不高，部分企业降低商业库存满足压榨需求，减少大豆进口;三是政策性进口大豆持续投放增加市场供应。

国内豆粕库存回升，豆粕基差维持低位

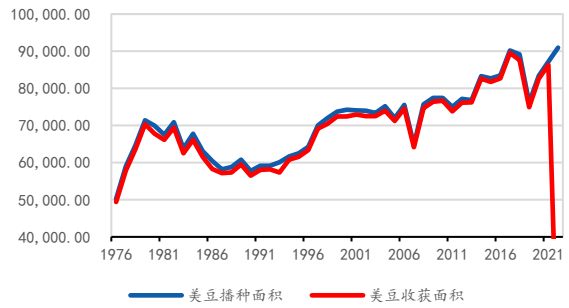
上周国内大豆压榨量略降至 171 万吨，低于大豆到港量，大豆库存小幅上升。监测显示，截至上周末，全国主要油厂进口大豆商业库存 456 万吨，比前一周增加 8 万吨，比上月同期增加 170 万吨，比上年同期减少 39 万吨。5 月 13 日政策性大豆竞价交易继续进行，投放 2019 年产进口大豆 31.4 万吨。5 月国内大豆到港量预计超 900 万吨，后期大豆库存将继续上升。虽然上周大豆压榨量有所回落，豆粕产出减少，但饲料养殖企业提货速度缓慢，豆粕库存明显上升。5 月 9 日，国内主要油厂豆粕库存 56 万吨，比上周同期增加 15 万吨，比上月同期增加 22 万吨，比上年同期减少 18 万吨，与过去三年同期均值基本持平。因近期国内豆粕现货库存回升，油厂挺价动力减弱，豆粕现货反弹力度弱于期货，致使豆粕基差持续收窄。

3 油脂油料市场展望

全球大豆价格处于历史高位运行，各主产国纷纷扩种大豆。美国农业部将新年度美国和巴西大豆产量预测的过高，生长期内一旦遭遇恶劣天气，更容易引发减产炒作。新季美豆种植进度偏慢，存在玉米面积转种大豆的可能。乌克兰葵花籽种植面积大幅下滑以及印尼禁止棕榈油出口持续冲击全球植物油供应链，并为油脂价格提供抗跌动力。国内三大油脂经过上周调整后再度止跌回升，内外价格倒挂国内油脂进口大幅萎缩，供应偏紧预期仍吸引资金买入。与此同时，国际油价因俄乌冲突而保持强势，油脂作为生物燃料原料的需求也受到市场关注。因此，油脂期货空单宜减持观望。国内豆粕市场经过低位盘整后在美国农业部报告相对利多刺激下强势反弹，市场买盘人气回暖，可减持空单或短线思路适量参与。豆一期货市场因中储粮停止拍卖而减少上行阻力，技术上出现向区间震荡上沿突破的迹象，可保持震荡偏强思路适量参与或继续观望。

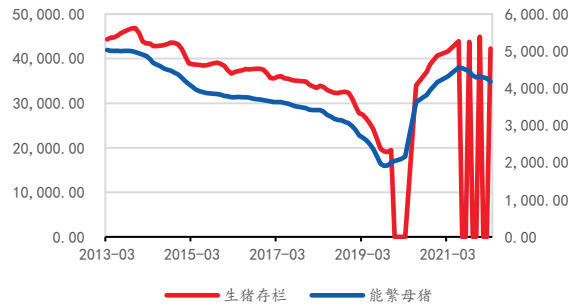
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



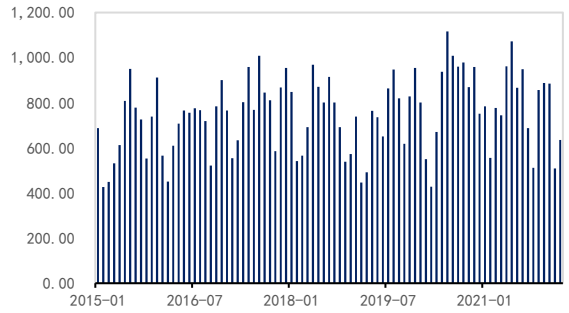
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



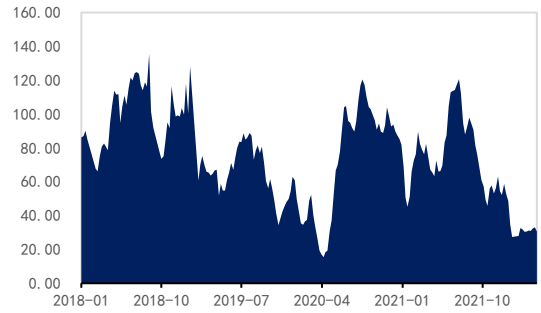
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

免责条款

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。未经中金财富期货事先书面同意，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网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：http://www.tqfutures.com/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203－4205单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900