中金财富期货策略周报（2022 年第 17 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：大宗商品在连续下行之后小幅回升，市场整体偏弱势。从当前工业品市场运行情况看，目前阶段需求对价格走势起主导作用，建议密切关注上海复工、稳增长政策和房地产市场的表现，并紧盯工业品库存的变化。我们认为中国经济前低后高的概率较大，但是仍需要注意超预期的风险。目前位置工业品追跌面临一定风险，谨慎投资者可适当观望，激进投资者可关注波段性做多机会。

股指期货：A 股的独立行情除了前期充分调整的因素之外，与上海疫情进入尾声，市场情绪缓解密切相关。但是仍需要注意的是，指数向上的动能需要加强，以及上方面临的阻力仍不可小觑。当前情况下回落有支撑，但是也容易出现冲高回落的走势，我们前期的策略“大跌敢买，大涨舍得卖”的策略依然有效。风险提示：外围市场下跌超预期。

铜：国内 TC 仍维系偏高位水平，但 5 月铜精矿供求仍预期紧张。进出口方面，国内现货进口维持小幅盈利，洋山铜溢价持平。废铜方面，昨日国内精废价差 220 元/吨，废铜替代优势低。5 月份国内精铜产量预计仅为 81.65 万吨，将创下年内低点。整体供应已经低于往年同期，叠加目前市场库存处于低位，因此价格反弹也将容易出现。目前虽然需求还是处于弱势，但是疫情已经开始逐渐好转，物流也开始恢复，市场需求有望明显提振。国内疫情逐步好转，但目前经济下行压力依旧较大，整体需求恢复正常仍需时日。短期内市场情绪谨慎，铜短期仍维持震荡格局。

锌：美联储维持鹰派加息立场不变，市场再度受宏观面扰动，锌价承压下跌。基本面看，欧洲能源价格影响边际减弱，但支撑犹在。国内锌精矿进口转为盈利，改善国内锌锭供应预期，整体供应端矛盾缓解。需求方面，初端下游开工尚未恢复，但由于锌价下跌，现货市场成交较好。短期受宏观情绪的影响较大，锌价大幅下挫，前期供应炒作情绪出尽，但在消费明显改善前上冲动力不足，企稳后或回归震荡走势，后续持续关注欧洲能源问题、国内消费复苏情况。

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。

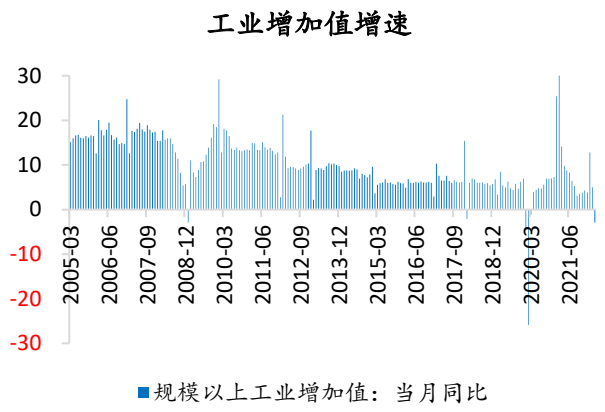
油脂油料：美国陈豆库存紧张为价格高位运行提供动力，新季美国大豆播种进度加快，市场仍在密切关注美豆和玉米的最终面积。由于美国大豆播种面积至少在 9100 万英亩，在正常天气条件下，2022 年美国大豆实现创纪录产量的概率非常大。当前全球粮食危机感增强，商品通胀预期强烈，俄乌持续冲突令全球油脂供应链十分脆弱，油脂价格整体处于易涨难跌状态。因印尼棕榈油产量在全球油脂供应中占有重要地位，该国出口和销售政策对全球油脂价格的影响持续增强。国内低库存、高基差以及刚需等因素同样支撑油脂价格抗跌。国内豆粕市场与美豆联动性较强，在美豆反弹提升大豆进口成本后，国内豆粕市场在成本驱动下保持震荡上行的概率依然较大，但可能受到油脂市场强势的制约。豆一期货市场走势较为独立，因中储粮停止拍卖而减少上行阻力，短期仍有望保持偏强运行状态。

目 录

周度策略：LPR 下调托底地产 市场情绪缓解 - 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 稳增长政策继续加码 - 7 -
3 流动性：流动性维持充裕态势 - 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 近期油价波动剧烈 - 15 -
2 市场面临供需双杀 - 15 -
3 产量下降逐步兑现 - 16 -
4 通胀高企燃眉之急 - 18 -
5 美国干预扬汤止沸 - 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 超跌反弹转入震荡 - 20 -
3 胶价企稳中规中矩 - 20 -
4 基本形势缓慢改善 - 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 - 26 -

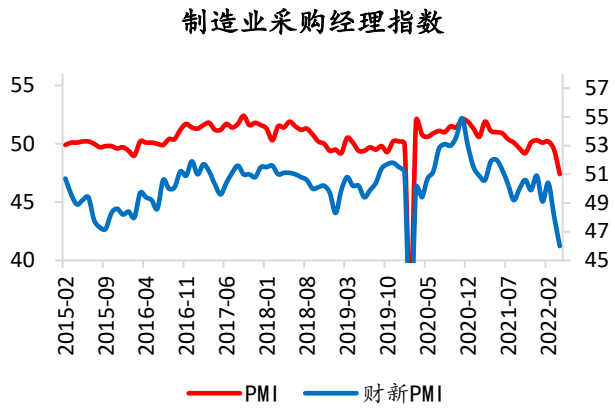
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



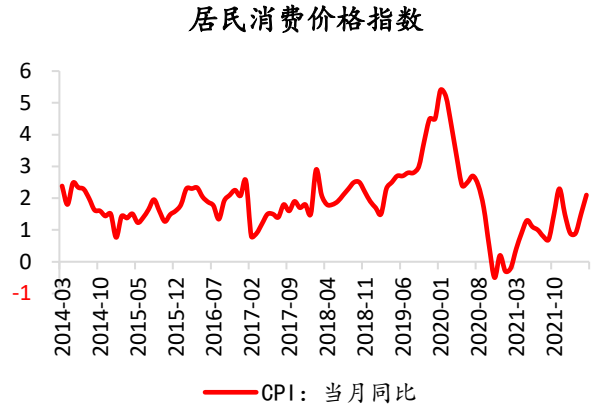
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



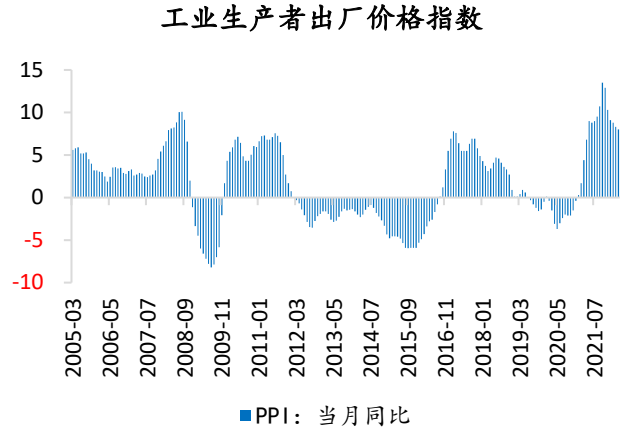
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



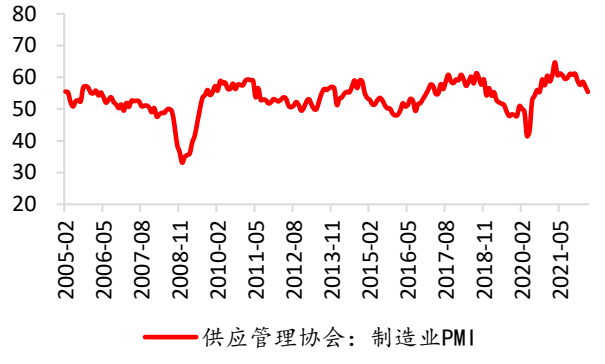
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



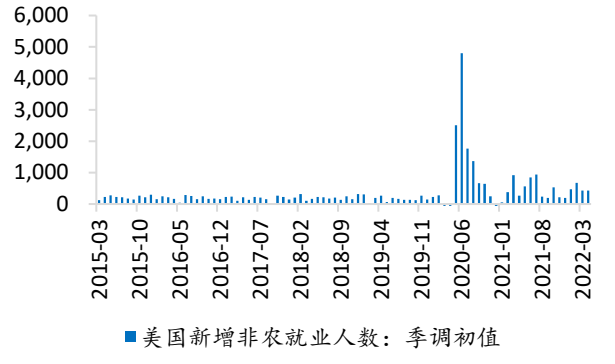
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：LPR 下调托底地产 市场情绪缓解

在连续的稳增长政策以及上海疫情缓解的情况下，4 月下旬以来工业品市场连续下跌的态势逐渐缓解。本周铜和钢材等工业品结束了连续数周的下跌，A 股表现则更为抢眼，沪指连续两周涨幅都在 2%以上。

稳增长重心转向稳地产

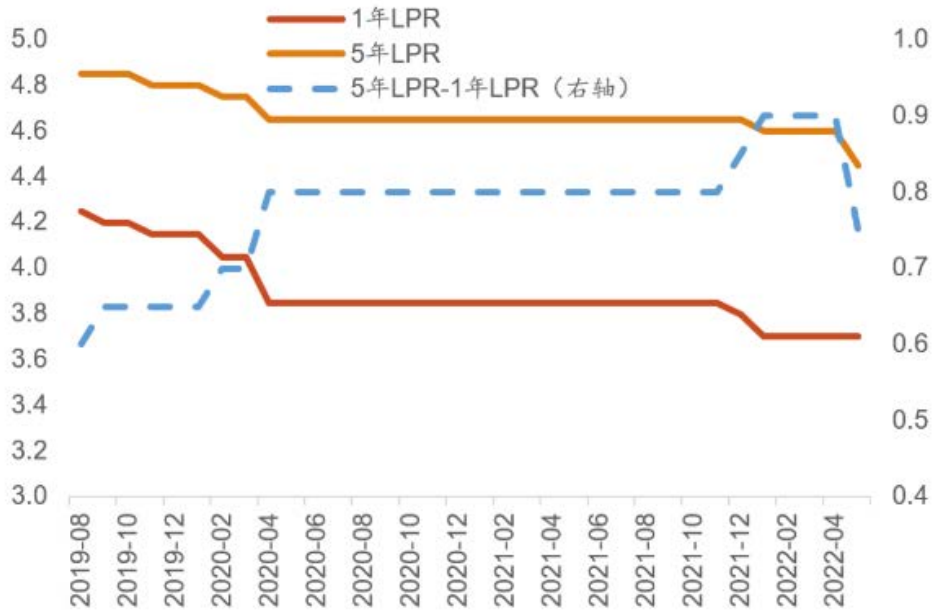
5 月 20 日周五，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期贷款市场报价利率（LPR）最新报 3.70%，上次为 3.70%；5 年期报 4.45%，上次为 4.60%。由于 LPR 报价是以 5bp 为步长进行调整，一般降息 10bp 将能撬动 5 年期 LPR 降低 5bp，因此可以说本月 5 年期 LPR 一次性跨出 3 步，力度知道，比较罕见，足见稳增长的态度非常坚决。

LPR 在首套房利率可以下调 20 个 BP 的情况下继续大幅下调，显示了高层继续加码稳增长的决心。从今年的金融数据来看，居民部门新增信贷确有增长乏力的现象。观察目前的房地产市场，一个明显的特征是商业银行的房贷利率定价较高。在“房住不炒”、“因城施策”的政策下，各地商业银行从年初开始陆续下调房贷利率。近期，央行与银保监会也出台了关于房地产市场差别化的信贷政策，打开了首套房利率的下限。本次下调 5 年期 LPR 的操作亦是在帮助商业银行进一步打开房贷利率下行的空间，我们认为这对房地产市场销量的回暖会产生积极影响。

尤其是一年期的 LPR 没有下调，足见这次“降息”是为地产单独准备的。后续在“房住不炒”、“因城施策”的框架下，支持房地产市场合理需求的政策会继续出台。另外，根据存款利率市场化机制，1 年期 LPR 报价下调有进一步降低商业银行存款利率水平的作用，央行本次未引导 1 年期 LPR 下调，体现了央行对于下一步政策操作的谨慎，也体现此次调整对房地产的呵护。

下调 5 年期 LPR 也意味着宽信用加码。假设二季度 GDP 同比增速为 3%，那么要想实现 5%-5.5%左右的增速，三、四季度 GDP 累计同比增速要达到 6%-7%。自去年末以来，在政策的发力下，信贷总量虽然逐步有所好转，但是信贷结构差，中长期贷款不足的问题迟迟没有得到改善。在这时候大幅下调 5 年期 LPR 利率无疑有利于进一步降低企业中长期融资成本，推动实体融资需求回升，并进一步推动信贷结构改善。

图表 1：LPR 走势



资料来源：wind，中投期货研究所

密切关注宏观经济走向

4 月工业增加值当月同比录得-2.9%。装备制造业、高技术制造业下降幅度最大。上述行业集中在长三角、珠三角，受疫情影响严重。且产业链长，对供应链稳定性要求高。4 月服务业生产指数当月同比降至-6.1%。供需走弱，4 月城市调查失业率升至 6.1%的高位。应届生人数再创新高，16-24 岁人群失业率升至 18.2%的历史最高值。

不过 5 月我国新增病例数大幅回落，主要疫区正逐渐复工复产。同时，增量政策仍有空间，经济有望逐渐走出谷底。

4 月全国月日均新增新冠肺炎病例为 2183 人，仅次于 2020 年 2 月。奥密克戎疫情发展较快，出于抗疫需要，防疫政策也随之持续升级。随着疫情较重的城市陆续进入静默状态，生产、消费在一定程度上暂停。需求走弱也抑制了投资动能。不过 5 月新增病例数量较 4 月已经有了明显下降，各地复工复产节奏在逐步加快，经济波谷或已显现，曙光在即。

耗煤和发电数据环比改善。南方八省发电耗煤 4 月 21 日为 157.4 万吨，27 日回升至 159.7 万吨，5 月 5 日、5 月 12 日进一步升至 161.5、166 万吨。中电联统计 5 月 6 日-12 日燃煤发电企业日均发电量同比减少 11.4%，较 4 月 8 日-14 日、4 月 15 日-4 月 21 日、4 月 29 日-5 月 5 日的同比读数-19.3%、-16.0%、-12.9%继续收窄。

整体看，我们认为 5 月份的经济数据将显著好转，宏观经济复苏概率仍在加大。

密切关注疫情和经济走势

大宗商品在连续下行之后小幅回升，市场整体偏弱势。从当前工业品市场运行情况看，目前阶段需求对价格走势起主导作用，建议密切关注上海复工、稳增长政策和房地产市场的表现，并紧盯工业品库存的变化。我们认为中国经济前低后高的概率较大，但是仍需要注意超预期的风

险。目前位置工业品追跌面临一定风险，谨慎投资者可适当观望，激进投资者可关注波段性做多机会。

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 20 日	5 月 LPR 报价迎最大降幅	5 年期以上 LPR 为 4.45%，较上次下调 15 个 BP	针对地产的稳增长政策继续加码
	5 月 19 日	李克强主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会	已出台政策要尽快落到位，中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完毕	继续增强内循环的实力
数据	5 月 20 日	从 17.6 暴跌至 2.6！美国费城制造业指数崩了	美国经济出现明显回落	若接下来公布的其他联储制造业数据同样令人失望
	5 月 18 日	4 月 70 城房价：一线城市房价环比略涨 二三线城市环比下降	70 个大中城市中，商品住宅销售价格下降城市个数增加，一二三线城市商品住宅销售价格环比总体呈降势、同比继续走低。	一二三线城市商品住宅销售价格环比总体呈降势、同比继续走低。
事件	5 月 20 日	欧盟委员会公布能源计划，到 2025 年太阳能光伏发电能力增一倍	涉及未来五年内高达 2100 亿欧元的资金规模。	欧洲新能源步伐加快

资料来源：中投期货研究所

2 稳增长政策继续加码

国内：留抵退税红利加速释放，稳增长突出就业优先。5 月 16 日，央行开展 1 年期 1000 亿元 MLF 操作，中标利率持平上次的 2.85%，5 月 20 日，五年期以上 LPR 超预期下调 15 个基点至 4.45%，目前我国货币政策坚持不搞大水漫灌，预计后续仍以结构性政策助力经济为主，配合财政稳增长，近期增量政策工具较可期；17 日，国家外汇管理局公布银行结售汇和代客涉外收付数据，4 月结售汇延续顺差态势，为 190 亿美元，涉外收付款顺差 162 亿美元，总体跨境资金流动形势仍保持稳定；17 日，国家发改委就投资项目审批、稳就业、稳物价、外商投资、县城建设等方面进行说明，1-4 月发改委审批核准固定资产投资项目大幅超去年同期水平，专项债加快节奏发行带动下，固定资产投资项目审批也将进一步提速，预计基建投资增速将向好；17 日，财政部发布 4 月财政收支情况，狭义和广义财政收支均呈收缩态势：因 4 月实现增值税留抵退税 8015 亿元，一般公共预算收入同比下降 41.34%，支出同比下降 1.96%，但农林水事务支出提升较为亮眼。5 月疫情正逐步转好，物流逐渐恢复，专项债二季度也有望加快发行，后续财政支出将加快发力，财政增量政策工具有望出台；18 日，李克强召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，经济总量居全国前十省份均参加，会议指出上半年要基本实施完已确定的政策，新举措 5 月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间；18 日，财政部通报了 8 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例以及问责措施，现阶段防范重大金融风险这一底线

并不会放松，相应的城投融资环境的边际放松的可能性也大幅降低。

3 流动性：流动性维持充裕态势

本周，央行平稳进行 500 亿元逆回购操作，期间 600 亿元逆回购到期，实现 100 亿元净回笼。

短端利率小幅回升，但是仍维持在低位。上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜上行 8.8 个基点，报 1.414%。7 天 Shibor 上行 0.7 个基点，报 1.654%。从回购利率表现看，DR007 加权平均利率上升至 1.5848%，低于政策利率水平。上交所 1 天国债逆回购利率（GC001）下降至 1.637%。

LPR 的下调针对性较强。本次 5 年期 LPR 利率大幅调降，一定程度上能够对中长期贷款起到促进作用。对于资产配置而言，历史上降息往往带来债券收益率的阶段性下行，不过，本次 5 年期 LPR 利率调整幅度较大，但并未同时调降 MLF 利率，这意味着银行要消化降息的大部分成本。而在资金成本没有下降的情况下，加上政策效果着力于带动地产改善来稳定经济。

4 宏观策略

大宗商品在连续下行之后小幅回升，市场整体偏弱势。从当前工业品市场运行情况看，目前阶段需求对价格走势起主导作用，建议密切关注上海复工、稳增长政策和房地产市场的表现，并紧盯工业品库存的变化。我们认为中国经济前低后高的概率较大，但是仍需要注意超预期的风险。目前位置工业品追跌面临一定风险，谨慎投资者可适当观望，激进投资者可关注波段性做多机会。

5 股指期货市场分析

沪指连续反弹 强势超预期

本周 A 股在外围市场下跌的情况下继续反弹，沪深 300 指数涨 2.23%，上证 50 涨 2.17%，中证 500 涨 2.29%。

本周北上资金净卖出 73.22 亿元。5 个交易日分别-78.26 亿、59.6 亿、-22.77 亿、51.24 亿、142.36 亿元。净流入 152.17 亿。

两大因素导致指数强于外围：

其一是疫情好转。5 月 19 日，上海新增 88 例新冠肺炎本土确诊病例和 770 例本土无症状感染者，疫情进入收尾阶段

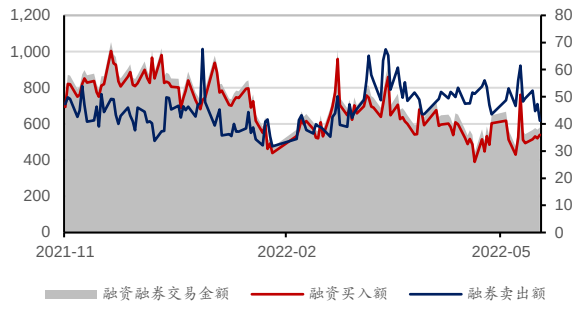
其二是是政策支持。除了我们上述讨论的 LPR 三级跳重磅政策之外，4 月经济数据大幅承压后，为实现全年经济目标，管理层对冲疫情影响的迫切性明显抬升，几乎每天都有稳增长政策出台，短期政策还将持续加码。此外，国常会在稳就业、粮食和能源保供、维护产业链供应链稳定等方面也进行了部署。

如有深度回落 仍要关注买入机会

策略方面，从中长期来看，业绩、估值、政策等因素对市场总体有利。就短期而言，市场在快速反弹后呈现震荡过程，虽然外围指数依然压力较大，但国内指数呈现了一定的抗跌性，如果指数在整固调整中不出现破位，则将为下一阶段的上攻积蓄更多力量，建议保持耐心，在市场整固过程中，基于中长期视角关注低吸机会。

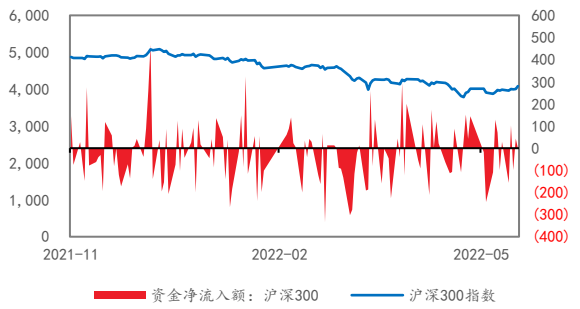
A 股的独立行情除了前期充分调整的因素之外，与上海疫情进入尾声，市场情绪缓解密切相关。但是仍需要注意的是，指数向上的动能需要加强，以及上方面临的阻力仍不可小觑。当前情况下回落有支撑，但是也容易出现冲高回落的走势，我们前期的策略“大跌敢买，大涨舍得卖”的策略依然有效。风险提示：外围市场下跌超预期。

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



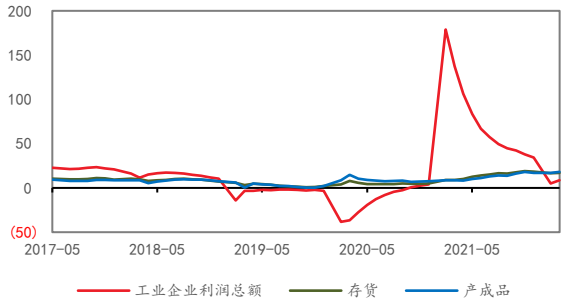
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

国内 TC 仍维系偏高位水平，但 5 月铜精矿供求仍预期紧张。进出口方面，国内现货进口维持小幅盈利，洋山铜溢价持平。废铜方面，昨日国内精废价差 220 元/吨，废铜替代优势低。5 月份国内精铜产量预计仅为 81.65 万吨，将创下年内低点。整体供应已经低于往年同期，叠加目前市场库存处于低位，因此价格反弹也将容易出现。目前虽然需求还是处于弱势，但是疫情已经开始逐渐好转，物流也开始恢复，市场需求有望明显提振。国内疫情逐步好转，但目前经济下行压力依旧较大，整体需求恢复正常仍需时日。短期内市场情绪谨慎，铜短期仍维持震荡格局。

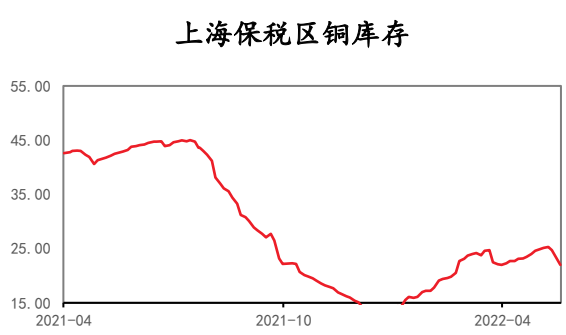
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



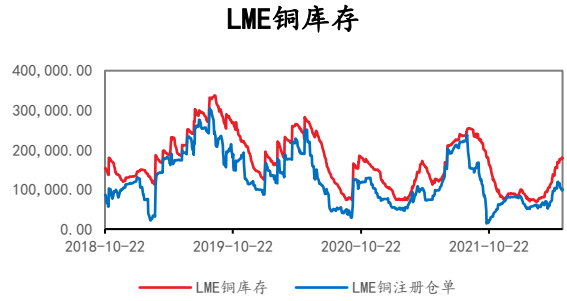
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



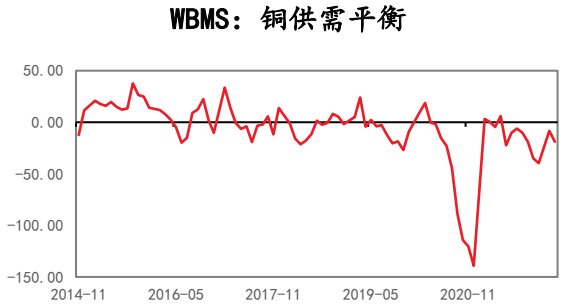
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



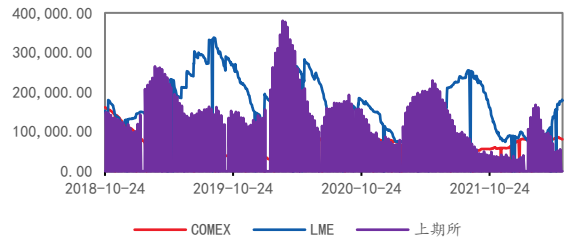
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



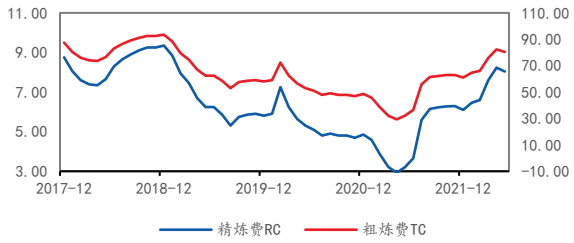
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

国内 TC 下降 150 元/金属吨至 3500 元/金属吨；进口 TC 上涨 20 美元/干吨至 240 美元/干吨，侧面印证了国内原料端偏紧的局面仍然延续。矿山总体利润仍然处于近七年的高位，部分区域开工率回升之中，但尚不足以满足冶炼需求。上周硫酸价格回调，国产 TC 下降，冶炼利润有所减少，但仍处于近七年次高的位置，冶炼意愿较为充分，当下锌锭产量低于预期主要是由于原料紧缺造成。4 月中国精炼锌预计产量 49.55 万吨，环比减少 0.04 万吨或环比减少 0.08%，同比降低 1.89%。2022 年 1-4 月精炼锌预计累计产量为 196.7 万吨，同比去年同期减少 1.89%。

消费端受疫情影响偏弱

在锌价连续几日大跌后，下游纷纷补库，在消费好转。镀锌板企业开工率环比上升至 85.37%。压铸锌合金企业整体开工率环比上升 14.3%至 57%。主要是因为湖南、广东、江浙等地先前停产的企业在上周陆续复工。复工前企业仍以消化成品库 存为主，外加临近假期、下游囤货，合金企业成品库存下降。锌价回调，合金企业逢低补充原料，市场采购情况好转，社会库存减少。

各省份累计发行专项债券约 1.3 万亿元，占提前下达额度的 89%，较去年同期增加了约 1.17 万亿元。地方政府专项债券可用规 模较大，今年专项债券安排 3.65 万亿元，预计各地二季度完成大部分新增专项债券的发行工作，并于三季度完成扫尾，专项债将对今年投资增长形成重要支撑。

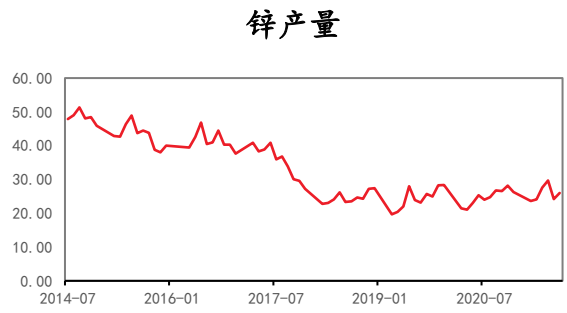
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

美联储维持鹰派加息立场不变，市场再度受宏观面扰动，锌价承压下跌。基本面看，欧洲能源价格影响边际减弱，但支撑犹在。国内锌精矿进口转为盈利，改善国内锌锭供应预期，整体供应端矛盾缓解。需求方面，初端下游开工尚未恢复，但由于锌价下跌，现货市场成交较好。短期受宏观情绪的影响较大，锌价大幅下挫，前期供应炒作情绪出尽，但在消费明显改善前上冲动力不足，企稳后或回归震荡走势，后续持续关注欧洲能源问题、国内消费复苏情况。

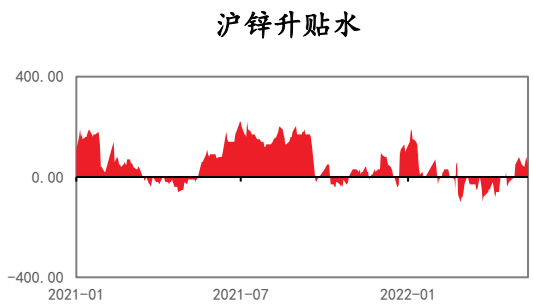
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



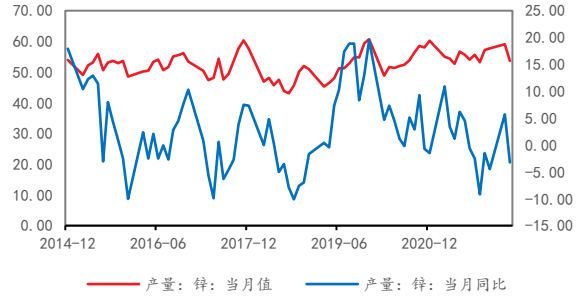
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



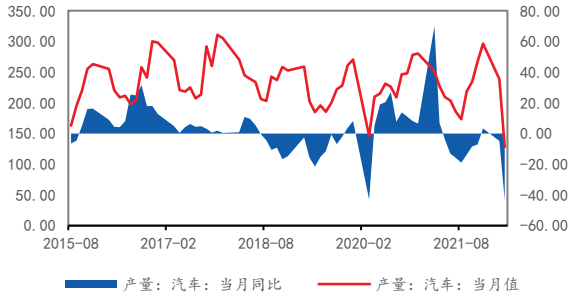
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 近期油价波动剧烈

近期，包括原油在内的商品市场波动较为剧烈。

原油号称大宗商品之王，对很多品种走势和市场整体情绪的影响显著。作为很多能化产品的源头，油价高涨直接体现在原料成本端上，例如燃料油、沥青、塑料、PTA 等；对于能源化工产业链体系之外的其他商品，和原油走势的相关性则较小，在美联储加息和国内宏观下行压力下价格普遍回调，至于国际油价面临的不确定性，主要与俄乌战争、伊核协议谈判和美联储货币政策等因素有关。

就目前情况而言，欧盟搁置对俄罗斯石油的制裁禁令，令市场对原油供应终端的担忧有所缓和，油价暂不具备突破上行的契机。不过，随着夏季出行高峰带来燃料需求增长，且欧盟不会轻易改变对俄罗斯的立场，将进一步加剧原油供需结构偏紧的局面。另一方面，原油和天然气飙升极大推高了能源价格和通胀水平，全球经济正处在从胀到滞的过程，遏制通胀是各大经济体面临的共同难题。

总之，在目前供应弹性不足而需求维持平稳的基本形势下，预计油价将继续高位震荡运行，市场供需失衡的威胁也将长期存在，不排除原油走势突破上行的可能。

2 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，

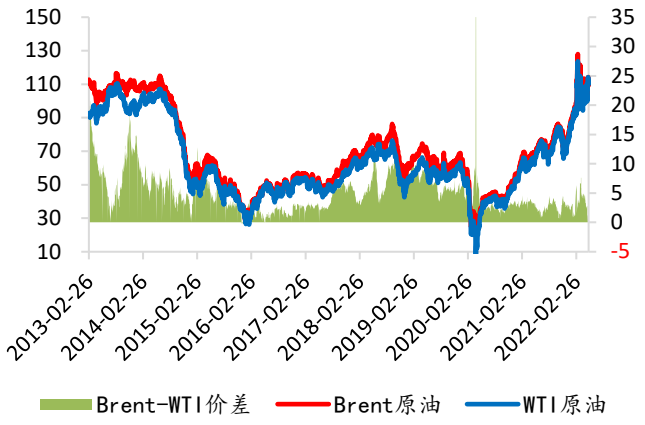
下半年为 103 美元/桶，2023 年均价降至 97 美元/桶。不过该机构也表示，不确定性因素实在太多了，此预估不包括欧盟对俄制裁的影响，原油供应紧张加剧会令价格波动远超预期。我们认为，原油市场处于高位震荡状态，若无重大变故发生，油价下跌转熊的可能性不大。

3 产量下降逐步兑现

全面禁止进口俄罗斯石油是欧洲难以承受的代价，但将俄罗斯制裁到底是西方坚定不移的立场，于是美国提议欧盟可以对俄罗斯石油征收关税。美国财政部官员表示，将与七国集团领导人讨论对俄罗斯石油的定价上限和关税，来作为全面禁运制裁的替代。美国财长耶伦表示，美国支持欧洲制定俄罗斯石油禁运一揽子计划，即对俄罗斯石油征收关税的同时，可以分阶段实施石油禁运。西方认为，这一做法可在维持原油供应，抑制油价飙升，减少俄罗斯收入三者之间取得较好的综合效用。

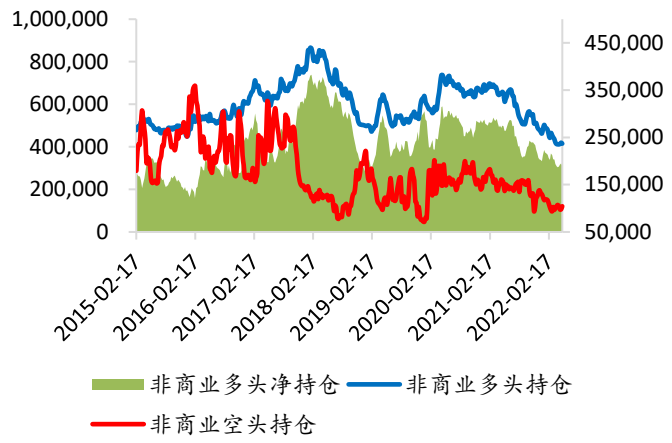
根据 IEA 最新月报数据，4 月俄罗斯原油产量为 910 万桶/日，环比大幅下降 90 万桶/日，低于 OPEC+产量目标 134 万桶/日，远未达到协议的增产要求。然而 4 月俄罗斯原油出口反而增加了，因为欧美贸易商赶在禁令出台前的窗口期集中采购，有些订单则是俄乌战争发生前签订的。后期欧美企业将遵守所有已适用的制裁措施，未来一段时间俄罗斯原油出口量将随产量下降，地缘政治对全球原油供应的影响正开始逐步体现。

图表 22：国际原油期货价格



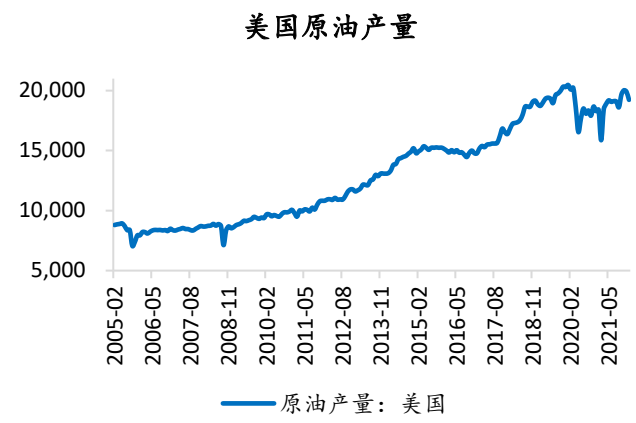
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



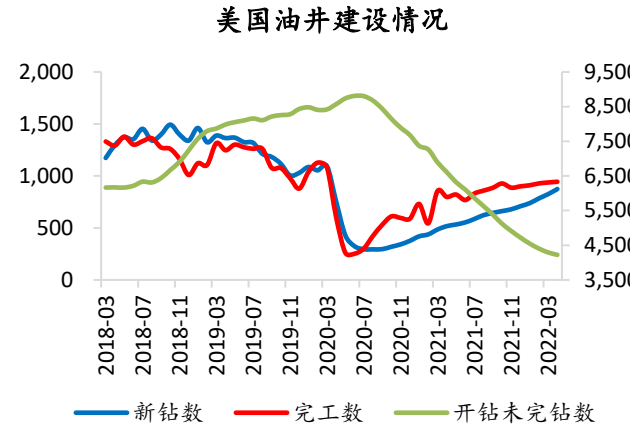
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



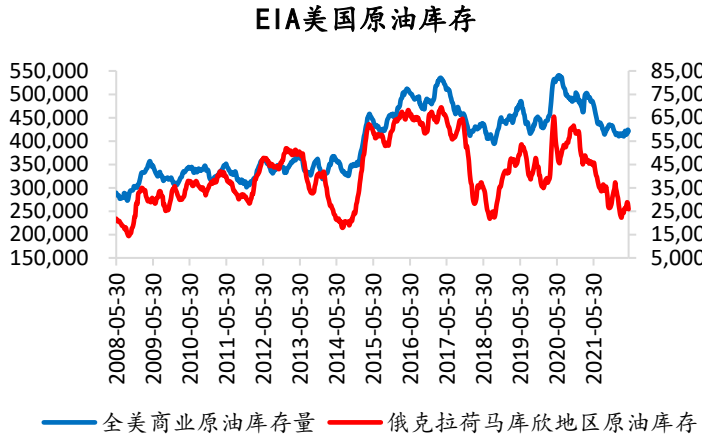
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



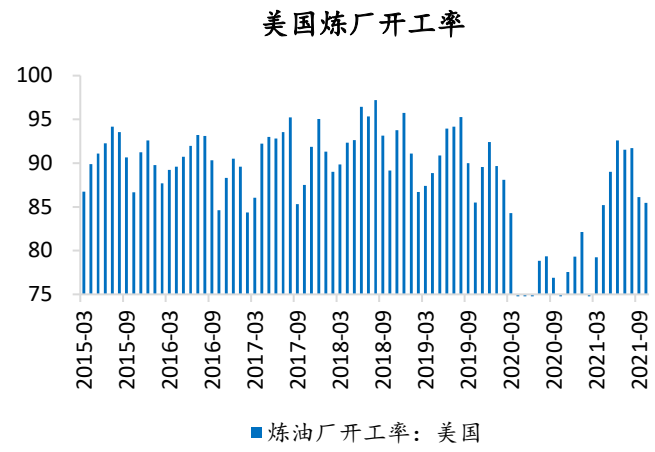
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



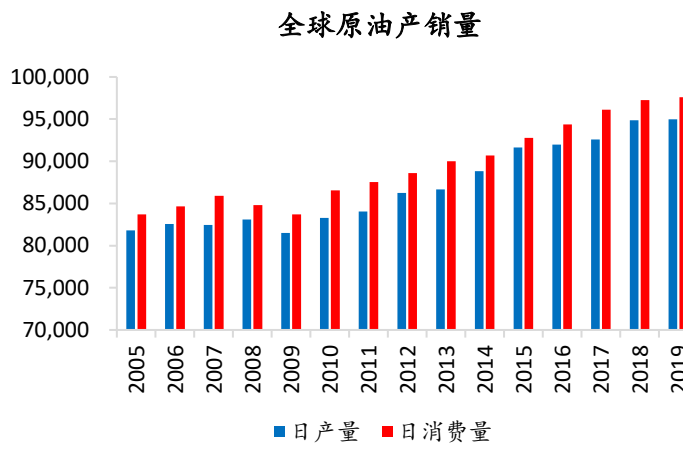
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 通胀高企燃眉之急

当前最令美国政府焦头烂额的，也许并不是和俄罗斯的代理人战争，而是制裁预期带来的油价飙升。凭借其丰富的油气资源，美国虽然不会受到直接冲击，但油价上涨造成的高昂通胀无疑是燃眉之急。

作为原油下游最重要的产品之一，汽油生产成本大约 59%来自原油的原料成本，当前美国汽油价格高涨或解释为加油站等零售行业的反应具有一定滞后性。无论如何，能源消费带来的高通胀是美国政府亟待解决的燃眉之急，鼓励本土页岩油企业增产是一个选项。美国能源信息署（EIA）数据显示，当前美国原油产量在 1180 万桶/日，预计 2022 年美国原油产量为 1190 万桶/日，2023 年产量为 1285 万桶/日。即使在最乐观的情况下，美国原油产量的增长也可能仅比当前预测多出数十万桶/日，相对于 1 亿桶/日左右的全球原油需求并不显著，更何况制裁可能会导致俄罗斯石油出口量减少 300 万桶/日。在全世界都很难找到额外供应的情况下，原油市场保持偏强状态是主流趋势。

5 美国干预扬汤止沸

3 月底拜登政府推出了规模空前的抛储计划，总共将释放 1.8 亿桶的战略石油储备，冀以缓解供应短缺和调控油价。随后，拜登政府宣布今年秋季招标采购 6000 万桶原油来补充库存，试图以保证日后需求来鼓励当下增产。然而，美国本土页岩油行业不仅没有响应政府号召，尤其是在百元油价的反衬下，美国原油供应弹性显得极其佛系。页岩油生产商在赚到高油价带来的巨额利润后，并没有循环投资以扩大产能，而是倾向于通过股息红利和股票回购向股东派发现金。

基于三权分立的体制，法理上美国政府无权使用行政手段干预本土页岩油企业增产，他们能做的只有抛储。然而，战略石油储备顾名思义是为了应对战争等突发事件，并不好拿来做宏观调控之用。当前美国抛售石油储备对于市场只是扬汤止沸，日后必将会重新补充回来，甚至一番

波段操作的结果可能是以更高价格购入。无论如何，美国政府的花样整活更多作用于情绪，并不改变国际原油市场的基本格局。

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

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。根据 ANRPC 最新发布的月报，从全球天然橡胶市场基本面来看，确非如此前期货走势那么不堪。

ANRPC 统计数据显示，4 月全球天然橡胶产量同比增加 13.6%至 94.1 万吨，天然橡胶消费量微增 0.3%至 121 万吨。该组织预计，2022 年全球天然橡胶产量料将增长 1.8%至 1417.9 万吨，其中泰国+1.4%，马来西亚+6.5%，印度尼西亚+2.9%，越南-0.4%。2022 年全球天然橡胶消费量料将增加 2.2%至 1463.9 万吨，其中中国+0.5%，印度+3.5%，泰国+11.8%，马来西亚+3.2%。

不过报告中强调，尽管天然橡胶基本面长远预期正在好转，但必须考量其他外部因素的影响。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。对比原油等强势品种不难发现，由于橡胶并不具备坚实有力的核心逻辑，在交易层面上是不宜追涨的。

2 超跌反弹转入震荡

沪胶收复成本线后维持震荡盘整，在市场看空情绪得到缓解后，供需关系仍是橡胶价格的主导因素。

现货方面，云南地区国产全乳胶市场价格在 12950 元/吨，基本平水沪胶主力合约。

供应方面，近期泰国主产区降雨偏多，对割胶作业造成一定干扰，支撑原料收购价格保持坚挺，但全面开割后原料产出将持续放量。

需求方面，橡胶轮胎工厂生产情况基本恢复，当前全钢胎和半钢胎开工率在 60%左右，环比显著回升但同比仍然偏低。出口市场表现尚可，内销市场需求疲弱，轮胎厂成品库存压力较大，后期开工提升幅度或有限。终端汽车市场来看，1-4 月全国汽车产销量分别完成 769.0 万辆和 769.1 万辆，同比分别下降 10.5%和 12.1%，预计二季度整体难有好转。

库存方面，截至 5 月中旬，青岛港口橡胶库存小幅累库至 40.65 万吨，处于近年同期较低水平。

总体而言，天然橡胶基本面只能说是多空参半，预计中短期内上下都缺乏核心驱动，料将维持低位区间震荡态势。特别强调一点，投资者应对超跌反弹和趋势性上涨加以分辨。

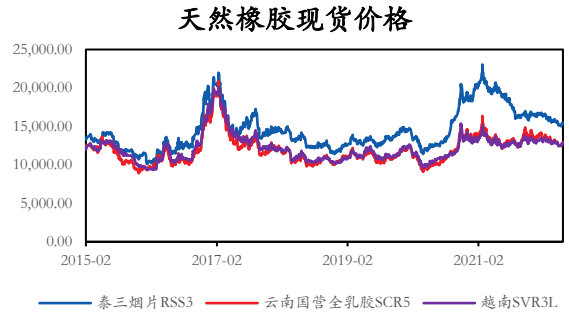
3 胶价企稳中规中矩

据悉泰国橡胶管理局（RAOT）举行会议，对二季度天然橡胶价格和供需进行了预测。该机构统计数据显示，2022 年 1-4 月，全球橡胶产量约为 442.6 万吨，消费量约为 452.3 万吨，全球橡胶市场存在约 9.7 万吨的缺口，整体结构较为均衡。预计 2022 年二季度，泰国将向市场释放橡胶产量 76.3 万吨，比上年同期减少 14.37%；4-6 月产量分别约为 16.1，20.9 和 39.3 万吨，

符合季节性递增的规律。预计二季度泰国橡胶出口量达到 99.4 万吨，比上年同期下降 6.36%。

泰国橡胶局得出的结论是，二季度国际橡胶市场价格预计将保持稳定。关于二季度天然橡胶供应水平同比下降的预期，主要因为泰国主产区的降雨天气将持续至 6 月底，叠加开割初期橡胶树落叶病的局部爆发，一段时间内限制了原料提产放量的进程。随着原料产量的季节性增加，橡胶价格可能会有小幅调整，但总体仍处于中规中矩的水平。

图表 30：天然橡胶现货价格



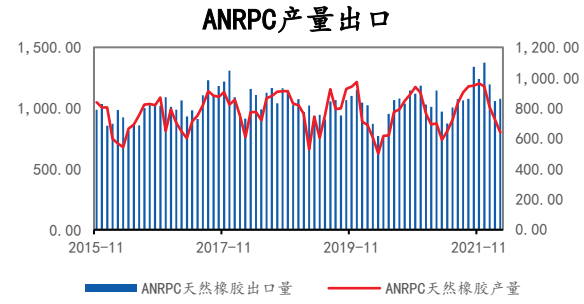
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



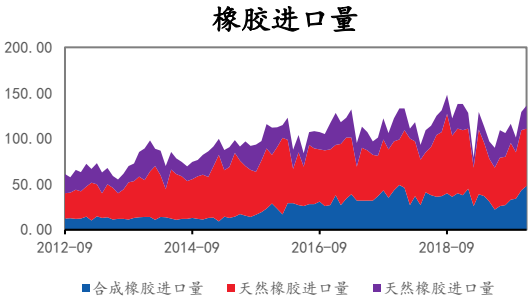
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



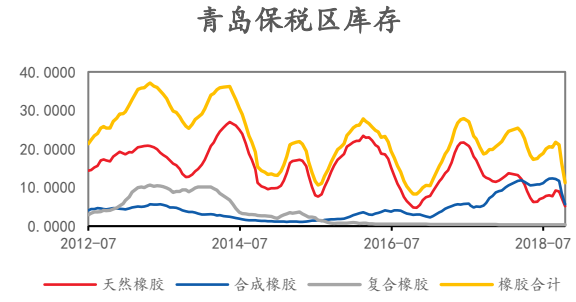
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



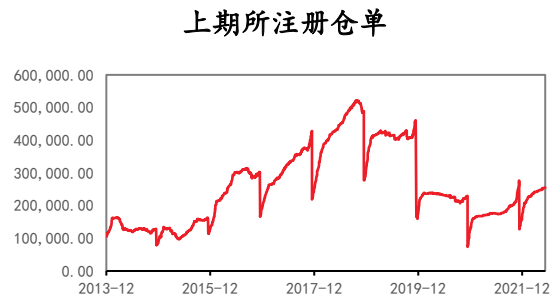
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



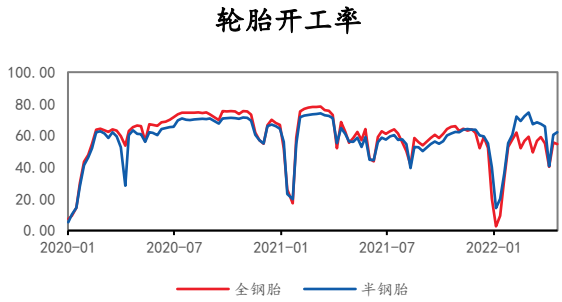
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



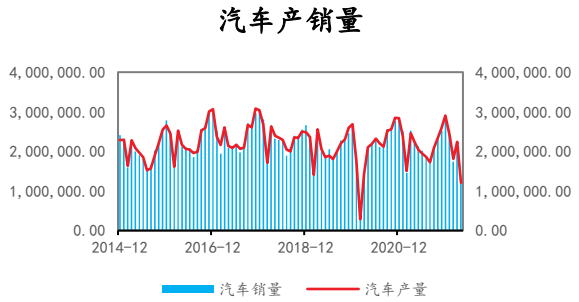
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 基本形势缓慢改善

泰国橡胶管理局（RAOT）综合认为，预计今年剩余时间内天然橡胶价格仍将上涨。根据该机构对橡胶产业形势分析的初步结论，2022 年全球对天然橡胶的需求将大于投放的产量，理由是市场供需关系达到极限后将会反转。

当前东南亚主产区正处于产能历史峰值阶段，但新增产能高峰期已过，老树加速淘汰而新树补种不足，后期将迎来持续缓慢的去产能阶段。主要产胶国例如印度尼西亚，面临劳动力不足以及落叶病防治等难题，越来越多农民转向种植经济效益更高的油棕，预计在未来三年或将因此损失 30%的天然橡胶产量。最大产胶国泰国今年并没有出台保证橡胶收入的政策，仅支持橡胶技术项目，并继续向胶农提供低息贷款，这也有利于加快行业的自然出清过程。当所有这些因素都反映在橡胶价格上，泰国橡胶局预计胶价应不低于 60 泰铢/公斤，但还需关注自然灾害、通胀、海运等其他因素。

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。

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。

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

美国陈豆库存偏紧，强劲出口需求支撑价格高位运行

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截至 5 月 12 日当周，美国大豆出口销售合计净增 90.22 万吨，接近 20-110 万吨的市场预估区间高端。巴西大豆减产致使美豆出口周期延长，市场密切关注这些出口订单的履行和发运情况。受美豆出口需求回暖提振，美豆价格呈现震荡攀升走势。

美国玉米播种进度加快，玉米面积转增大豆预期有所减弱

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 15 日当周，美国大豆种植率为 30%，此前一周为 12%，去年同期为 58%，五年均值为 39%。美豆种植率落后于常年水平，2022 年美豆开局表现一般。本周美国玉米种植明显加快，截至 5 月 15 日玉米种植率接近 50%，缓解了近期市场对大豆种植面积被动增加的担忧，但也有行业分析人士根据当前的种植进度指出，2022 年美国大豆最终种植面积可能高于美国农业部预估的 9095.5 万英亩。

印尼解除棕榈油出口禁令，马来西亚棕榈油探底回升

自印尼 4 月 28 日实施棕榈油出口禁令以来，国际市场关于印尼取消出口禁令的声音不绝于耳，并成为影响近期全球油脂市场关注主要因素。在印尼国内棕榈油价格大幅下降以及各方压力下，该国总统宣布自 5 月 23 日起解除食用油出口禁令。不过，印尼政府随后宣布，将实施一项国内市场销售要求，以确保国内保留有 1000 万吨食用油。印尼频繁调整棕榈油出口政策，引发油脂市场宽幅震荡。马来西亚和印尼同属棕榈油生产和出口大国，在印尼实施棕榈油出口禁令期间，马来西亚棕榈油出口大幅增加。船运调查机构发布的数据显示，马来西亚 5 月 1-15 日棕榈油出口环比增加 20.6%-29%。在印尼宣布解除棕榈油出口禁令并实施国内销售计划后，马来西亚棕榈油市场触底反弹，市场做出利空出尽的反应。

2 国内豆类市场分析

进口大豆库存连续攀升，油厂豆粕供应较充足

统计数据显示，上周国内进口大豆商业库存已经升至 478 万吨，比前一周增加 22 万吨，比 4 月同期增加达 160 万吨，连续第六周攀升。受近期到港大豆数量增加补充油厂大豆库存后，油厂开机率提升，大豆压榨数量增加，豆粕产量随之提高。国内养殖业饲料需求同步回暖，多地豆粕成交量明显增加，油厂豆粕库存处于震荡增加趋势。数据显示，截止 5 月 16 日，国内沿海油厂豆粕库存 57 万吨，比上周同期增加 1 万吨，比 4 月同期增加 27 万吨，比过去三年同期均值增加 2 万吨。叠加国家粮食交易中心每周拍卖一次进口大豆，国内进口大豆将保持宽松状态，从而为豆粕供应提供保障。本周国内豆粕市场上涨的主要动力来自美豆大幅反弹后的成本驱动，国内豆粕库存及需求端对粕价的提升动力并不明显。

4 月进口油脂大幅下滑，供应趋紧提振油脂高位运行

国家海关总署公布的数据显示，2022 年 4 月中国豆油进口量为 1 万吨，同比下降 85.6%。1-4 月豆油进口量总计为 8 万吨，同比下降 73.5%；中国棕榈油进口量为 12 万吨，同比减少 59.6%。1-4 月累计进口 38 万吨，同比下滑 70.8%。内外油脂价格严重倒挂是国内进口豆油和棕榈油大幅下降的主要原因。与此同时，油脂进口量大幅下降加剧国内供应紧张预期，为国内油脂价格

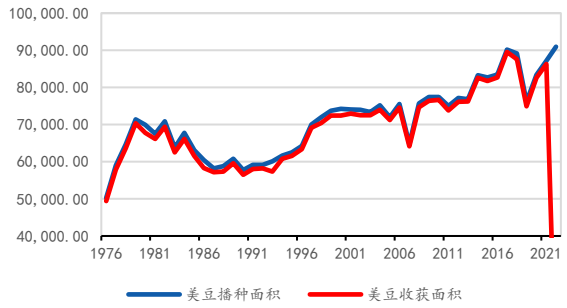
居高不下提供重要支撑。本周国内豆油价格涨幅领先于棕榈油和菜籽油，与美豆大幅反弹带动大豆进口成本提升有关。目前来看，国内油脂市场低库存、高基差现象仍在持续，仍是吸引资金买入油脂期货的重要动力。

3 油脂油料市场展望

美国陈豆库存紧张为价格高位运行提供动力，新季美国大豆播种进度加快，市场仍在密切关注美豆和玉米的最终面积。由于美国大豆播种面积至少在 9100 万英亩，在正常天气条件下，2022 年美国大豆实现创纪录产量的概率非常大。当前全球粮食危机感增强，商品通胀预期强烈，俄乌持续冲突令全球油脂供应链十分脆弱，油脂价格整体处于易涨难跌状态。因印尼棕榈油产量在全球油脂供应中占有重要地位，该国出口和销售政策对全球油脂价格的影响持续增强。国内低库存、高基差以及刚需等因素同样支撑油脂价格抗跌。国内豆粕市场与美豆联动性较强，在美豆反弹提升大豆进口成本后，国内豆粕市场在成本驱动下保持震荡上行的概率依然较大，但可能受到油脂市场强势的制约。豆一期货市场走势较为独立，因中储粮停止拍卖而减少上行阻力，短期仍有望保持偏强运行状态。

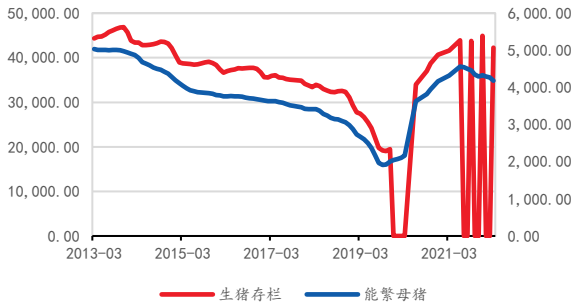
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



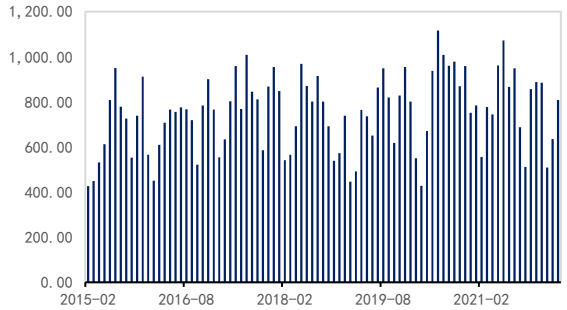
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



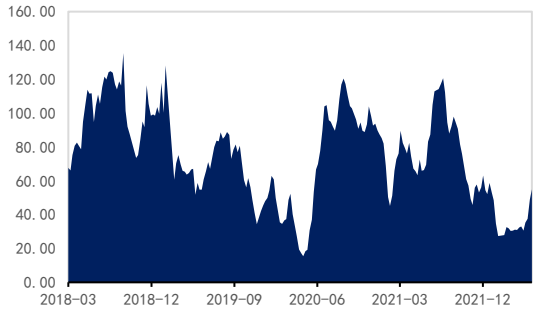
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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