中金财富期货策略周报（2022 年第 19 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：如果俄罗斯石油产量大幅下降，沙特阿拉伯将增加石油供应，同时欧盟对俄罗斯石油禁运被一票否决，但是油价依然坚挺，国际定价的大宗跟随走强。中国经济数据逐渐好转，工业品逐渐走强，除了复工复产的预期影响之外，成交也出现好转。预计短期内工业品维持偏震荡的格局，建议密切关注华东地区复工对工业品的拉动，如果库存显著下降，注意关注波段性机会。

股指期货：5 月以来影响市场情绪的内因（国内经济预期）和外因（海外流动性预期）都发生了微妙但显著的变化，市场对俄乌冲突（引发的高油价和中美关系）和疫情封控（上海转为常态化管理）这两个外生冲击的定价也逐渐充分，情绪的回升有望持续。随着经济数据改善，预计指数继续震荡向上。

铜：国内疫情向好，稳增长政策密集出台，国务院连续召开会议，部署稳经济一揽子措施，上海则推出 50 条政策措施重振经济，国内经济存在复苏预期。智利、秘鲁铜矿扰动持续，推升供应忧虑。5 月冶炼活动增加，随着湖北项目运行及山东冶炼企业复产，6 月供应预计充足。下游消费仍然偏弱，但随着疫情好转，宽松政策预期下市场普遍有后期消费修复预期，需关注疫情后消费落地情况；废铜价格偏高，采购意愿不强，以按需补库为。总之，全球明年流动性回收和全球经济复苏并不乐观，6 月国内进入传统消费淡季，低库存对铜价有所支撑，但是趋势不明，或将继续震荡运行为主。

锌：欧洲电价小幅波动后维持高位，而冶炼厂没有新的复产消息，LME 库存持续去化，欧洲供应端紧缺致东南亚市场出现多次锌锭转移。国内矿紧缺情况持续，不过随着海外锌精矿进口由亏转盈，进口盈亏自-1292 元/吨转至 255.6 元/吨，进口窗口打开，若是后续进口窗口持续开启，一定程度上有望缓解国内矿紧缺的现状。4-5 月冶炼厂产量无法释放，将维持 50 万吨左右。需求端，未来疫情得以控制，叠加促销费政策进一步推进，下游、终端在恢复生产后的补库需求仍然可以期待。基本面无明显变化，主因供应端炒作情绪走弱，锌价或将继续震荡走势。

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。

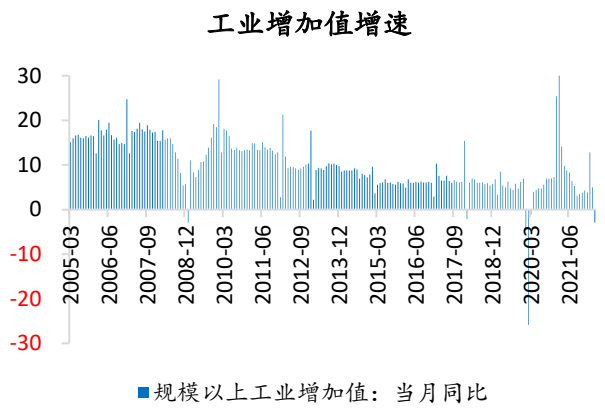
油脂油料：美豆种植率快速提升引发美豆市场出现高位急跌，俄罗斯表示准备允许乌克兰通过被封锁的黑海港口出口谷物，CBOT 谷物市场承压下跌维持弱势，短期盘踞在农产品市场的热钱有退场迹象。印尼加快棕榈油回流国际市场的步伐，全球油脂供应链有望得到修复，但印尼取消劳工输入马来西亚，马来西亚棕榈油可能因劳动力不足而再度下降。国内进口油脂数量大幅下降，削弱内外盘联动性，而国内油脂市场的低库存、高基差以及经济活动恢复提振需求等因素支撑油脂价格抗跌。国内豆粕现货市场因库存压力而涨势受限，但远期因进口大豆数量偏低而存在偏紧预期，豆粕基差不断收窄，推动市场保持近弱远强格局。因成本端高度依赖美豆，国内豆粕市场长期走势仍需要美豆指引。豆一期货市场走势较为独立，整体仍保持区间震荡特征，但价格重心有所抬高。

目 录

周度策略：经济数据边际改善 市场情绪明显回升 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 地产：销售端触底，政策持续放松 ..... - 6 -
3 流动性：流动性维持充裕态势 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
铜 ..... - 9 -
1 影响因素 ..... - 9 -
2 结论 ..... - 10 -
3 铜期货现货数据 ..... - 10 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 13 -
原油 ..... - 14 -
1 近期油价波动剧烈 ..... - 14 -
2 欧盟策划第六轮制裁 ..... - 14 -
3 俄罗斯或将得到豁免 ..... - 14 -
4 OPEC+协议何去何从 ..... - 16 -
5 长期结构性供需错配 ..... - 17 -
6 矛盾未解不轻言空 ..... - 17 -
天然橡胶 ..... - 19 -
1 多空参半区间震荡 ..... - 19 -
2 浓乳升水现货紧俏 ..... - 19 -
3 情绪触底预期扭转 ..... - 19 -
4 需求疲弱车市下行 ..... - 21 -
5 短线企稳长线空配 ..... - 21 -
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 ..... - 23 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 23 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 23 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 24 -
免责条款 ..... - 25 -

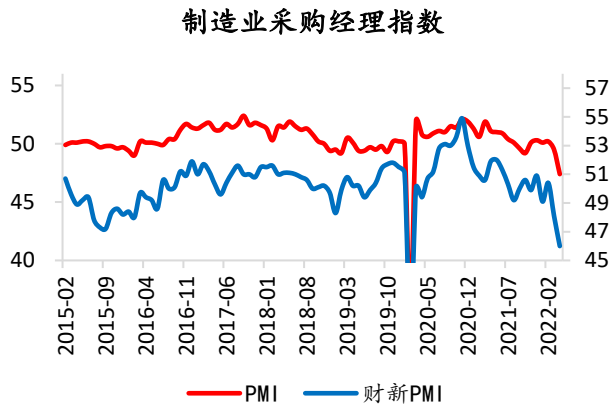
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



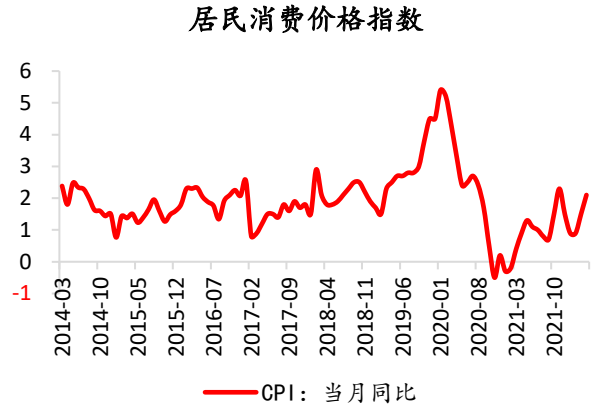
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



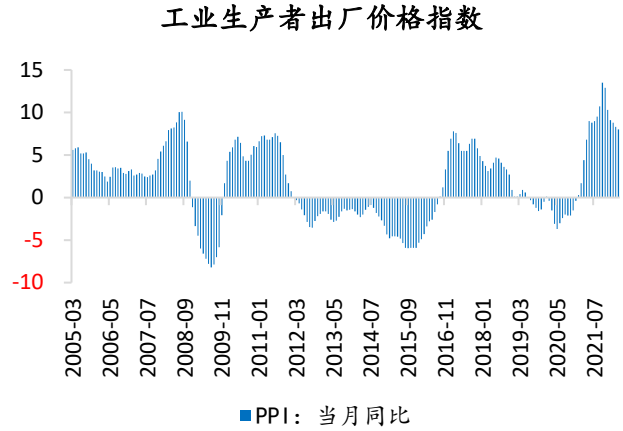
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



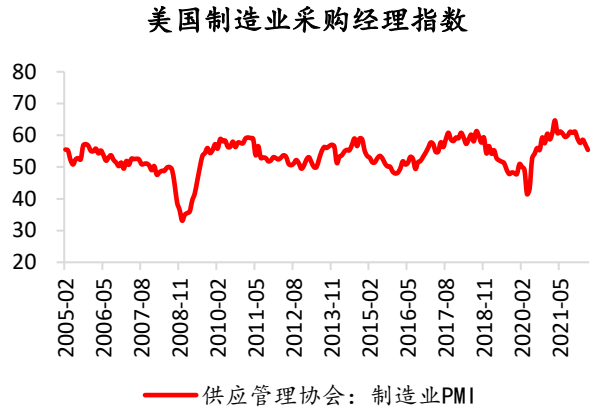
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



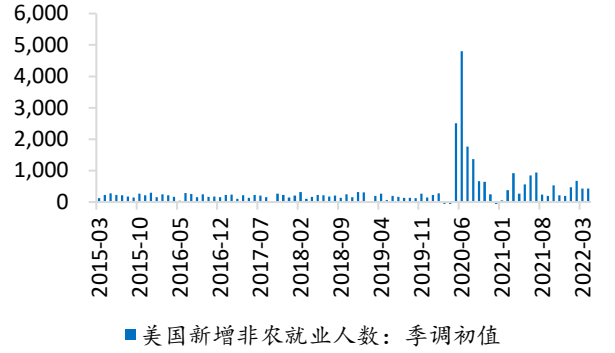
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济数据边际改善 市场情绪明显回升

我们上周强调近期市场有从交易“弱现实”过度到“悲观预期”的迹象，随着上海恢复正常生产生活，经济数据边际改善，市场并未出现最为极端的走势，即滑落到交易“悲观预期”上来，近期内盘定价的钢材、建材和煤炭类明显反弹。

5 月 PMI 数据超出预期

5 月官方制造业 PMI 为 49.6%，环比上升 2.2%，非制造业 PMI 为 47.8%，环比上升 5.9%，好于我们的预期。

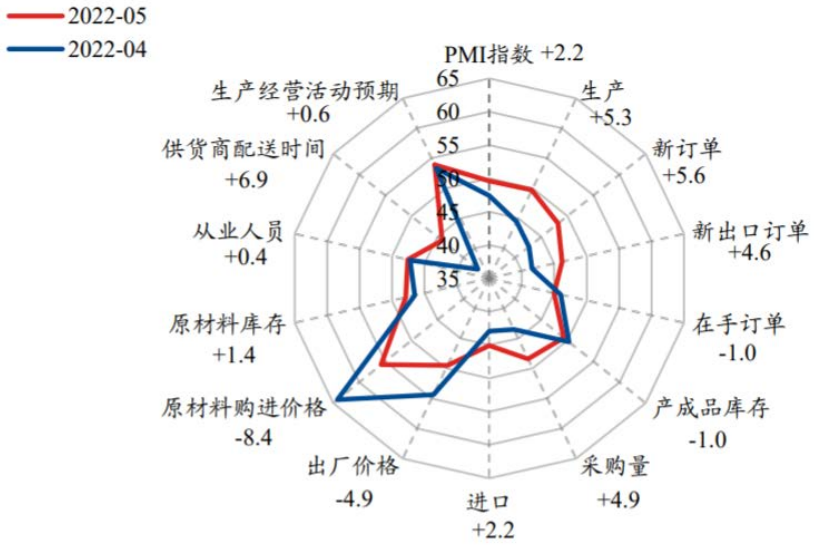
从趋势上看，制造业 PMI 指数仍在荣枯线以下，但回升趋势明显，表明经济下行压力最大的时候可能已经过去。5 月制造业 PMI 录得 49.6%，环比上月大幅回升 2.2 个百分点。随着疫情冲击的逐渐减弱，经济供需两端均有明显的恢复。从疫情防控措施等级的降低和复工复产进程的继续推进，未来工业生产的继续修复可能是大概率事件。从需求角度来看，本月新订单、新出口订单指数均有明显回升。本土疫情冲击的好转和防控等级的降低可能也是本月国内需求回升的核心原因。随着需求端的逐渐修复，居民消费和出口状况可能会出现一定的边际好转。

需求回暖，交通物流状况改善，以及价格因素影响降低，制造业企业可能在由被动补库向主动去库阶段切换。除疫情冲击减弱下需求明显回暖之外，本月数据还较为明显地反映出了目前交通物流状况的改善和商品价格因素影响的降低，具体表现在：一是 PMI 供货商配送时间指数环比上月明显上行，或反映出疫情影响减弱和政策支持下企业物流运输状况的明显好转；二是 PMI 主要原材料购进价格指数、出厂价格指数明显回落，价格因素对于制造业企业的约束有所缓解。因此，从库存角度来看，本月 PMI 产成品库存指数环比上月下行 1 个百分点至 49.3%，且原材料库存指数环比上月回升 1.4 个百分点至 47.9%，或反映出在疫情好转、供需回暖的背景下，制造业企业可能正在由被动补库向主动去库阶段进行切换。

疫情缓解之后，服务业商务活动指数环比大幅上行，但建筑业商务活动指数环比小幅下行。基建项目推进速度偏慢和房地产行业的整体低迷可能是导致建筑业景气度未见明显好转的主要原因，经济回升的最后一块拼图仍须加强。

无论怎样，经济数据回升之后，市场情绪显著缓解，以钢材为代表的品种明显回升。

图表 1：PMI 分项变化



资料来源：wind，中投期货研究所

海外情绪仍不稳定

5 月表现最佳的资产为原油、美债；表现最差的资产有欧债、美元和金属。

5 月市场最大的变化是，随着投资者努力应对持续货币紧缩以及俄乌冲突，全球市场的交易逻辑从“通胀风险”转变为“增长担忧”。

另外，我们需要注意缩表的影响。本月初的美联储会议会后披露了缩表的路线图，将从 6 月 1 日开始行动，最初每月最多合计缩减 475 亿美元，其中包括 300 亿美元美债以及 175 亿美元机构抵押支持证券（MBS）。三个月后，美联储的资产负债表规模将缩减至 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS）。到 2023 年底，美联储的资产负债表规模可能缩减近 1.5 万亿美元至 7.5 万亿美元左右。

如果到 2023 年底美联储的资产负债表缩减近 1.5 万亿美元，这可能相当于再加息 75 至 100 个基点，事实上的影响，仍待后续观察。

市场情绪显著改善

如果俄罗斯石油输出大幅下降，沙特阿拉伯将增加石油供应，同时欧盟对俄罗斯石油禁运被一票否决，但是油价依然坚挺，国际定价的大宗跟随走强。中国经济数据逐渐好转，工业品逐渐走强，除了复工复产的预期影响之外，成交也出现好转。预计短期内工业品维持偏震荡的格局，建议密切关注华东地区复工对工业品的拉动，如果库存显著下降，注意关注波段性机会。

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	6 月 1 日	减半征收车辆购置税	对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税	稳消费政策继续加码
	6 月 1 日	国常会：部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效	已出台政策要尽快落到位，	继续增强稳增长政策效果
数据	6 月 2 日	美国 5 月 ADP 就业人数仅增加 12.8 万人	分析师此前预计将增加 30 万人	飙升的通胀正在给小企业带来严重伤害
	5 月 31 日	5 月官方制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%	经济数据边际好转	疫情尾声，复苏起点
事件	6 月 3 日	OPEC+同意 7、8 月将原油增产幅度扩大 50%	OPEC+同意 7 月、8 月均增产 64.8 万桶/日，远超当前增产幅度 43.2 万桶/日	OPEC+此次扩大增产被美国官员视为沙特拒绝美方增产呼声近一年后的“重大转变”。

资料来源：中投期货研究所

2 地产：销售端触底，政策持续放松

5 月百强房企单月累计实现销售金额 5192 亿元，同比-59.9%，环比增长 5.4%；1-5 月百强房企累计实现销售金额 26396 亿元，同比-52.7%；5 月市场销售端虽然依旧疲软，但环比有所回暖。随着疫情得到有效控制以及调控政策的持续放松，我们预计 6 月销售有望回升，但仍将维持负增长的弱势趋势。

房企：5 月各梯队均大幅下滑，成长型房企表现稍强 5 月单月销售超百亿的房企数量为 14 家，较上年同期减少 30 家。保利发展单月实现全口径销售金额 380 亿元，碧桂园和万科地产单月分别实现销售金额 378 和 293 亿元。1-5 月碧桂园、万科、保利发展分别累计实现全口径销售金额 2012、1673 和 1592 亿元，分列行业前三。从销售增速来看，5 月排名 TOP6-15 房企的表现稍优于其余各梯队，各梯队均呈现出明显的下滑态势；在 TOP30 房企中，仅 1 家房企实现了销售规模的正增长，整体表现较差。

3 流动性：流动性维持充裕态势

预计 5 月超储率维持于 1.5%附近，略超季节性，财政支出发力对冲政府发债融资的影响，资金面整体较为宽松。资金价格上，5 月三大资金利率中枢小幅下降（DR007 均值 1.9%至 1.8%；1Y

存单利率 2.4%至 2.3%；1Y SHIBOR 利率 2.5%至 2.3%），低利率引发短端交易频繁，“滚隔夜”成交量一度破 6 万亿元，利率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。

6 月流动性缺口较大，虽然财政支出可以补充部分流动性，但由于支出往往集中于月末最后几天，因此月中缴税或政府债缴款仍会加剧资金面波动。总体来说，6 月关注焦点在于专项债的发行节奏，这是 6 月资金面面临的最大挑战，R007 利率中枢可能在 6 月上半月回升至 2.0%附近。

央行后续操作展望：海外加息节奏加快，货币政策稳中趋松，后续配合财政仍将小步慢走。一是在货币端保持合理充裕，MLF 利率暂不会调整，但不排除 1 年期和 5 年期 LPR 调降。二是在信用端继续推进结构性政策，结构性工具兼具结构性降息和降准的功能，能对实体企业进行精准滴灌，后续增量空间能达万亿级别，助推宽信用实现。

4 宏观策略

如果俄罗斯石油产量大幅下降，沙特阿拉伯将增加石油供应，同时欧盟对俄罗斯石油禁运被一票否决，但是油价依然坚挺，国际定价的大宗跟随走强。中国经济数据逐渐好转，工业品逐渐走强，除了复工复产的预期影响之外，成交也出现好转。预计短期内工业品维持偏震荡的格局，建议密切关注华东地区复工对工业品的拉动，如果库存显著下降，注意关注波段性机会。

5 股指期货市场分析

指数继续反弹 强势仍超预期

本周 A 股继续反弹，沪深 300 指数涨 2.21%，上证 50 涨 0.99%，中证 500 涨 3.03%。

本周北上资金净亿元。4 个交易日分别 138.65 亿、31.81 亿、12.47 亿、31.83 亿元。北向资金本周合计净买入 253.45 亿元。周净买入额创近 18 周新高。

6 月 2 日，科创 50 指数表现“一枝独秀”，大涨 4.68%。同时，成交逾 650 亿元创出年内新高。科创板全面上行特征明显，上涨个股数量占比逾 98%。由于科创 50 涨幅已经超 20%，进入技术性牛市。

近两周，行业指数进入同步回升的阶段，预示着市场已经逐渐走出情绪的最底部，进入广谱修复的阶段。

目前仍处在情绪改善的初期，各个风格和行业指数的交易拥挤度普遍处在较深的超卖区间内，只有煤炭和建筑的交易拥挤度略高于中性。从交易的角度来看，本轮反弹仍存有向上空间。

虽然 5 月成长股和中盘股已经有一定反弹，但指数层面上，成长/中盘的交易拥挤度相较价值/大盘依然更低，尤其是计算机、电子、通信等行业的交易拥挤度垫底，成长股的反弹空间更大。

预计指数仍将震荡向上

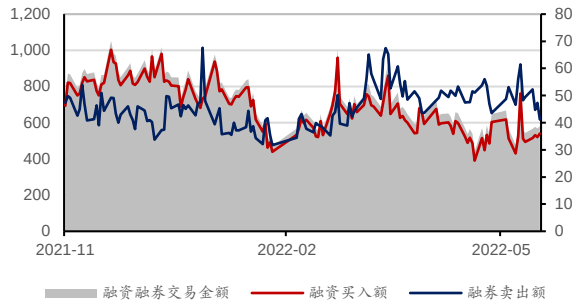
5 月以来影响市场情绪的内因（国内经济预期）和外因（海外流动性预期）都发生了微妙但显著的变化，市场对俄乌冲突（引发的高油价和中美关系）和疫情封控（上海转为常态化管理）

这两个外生冲击的定价也逐渐充分，情绪的回升有望持续。

当前 A 股市场整体止跌企稳，量能偏弱且轮动较快，说明这些边际变化对于市场整体情绪修复起到了积极的作用。

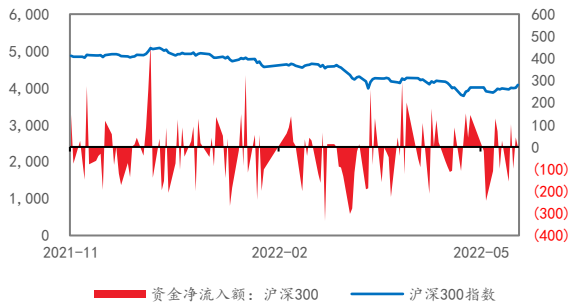
当前上证综指与创业板指数的平均市盈率分别为 12.82 倍、37.52 倍，处于近三年中位数以下水平；两市周四成交量 8917 亿元，处于近三年日均成交量的中位数区域。未来股指总体预计将继续震荡向上，同时仍需密切关注政策面、资金面以及外部因素的变化情况。

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



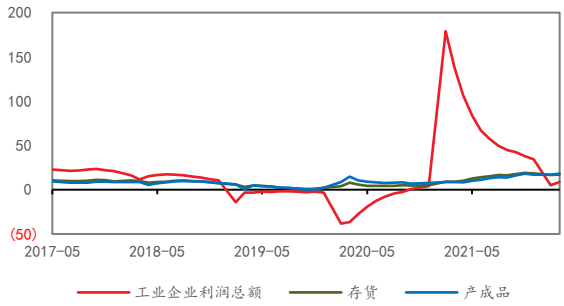
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

4 月中国电解铜产量为 82.73 万吨，环比下滑 2.5%，同比下滑 5.7%。1-4 月累计产量同比下跌 0.8%。国家统计局数据显示，4 月精炼铜产量 89.8 万吨，同比下滑 0.33%，1-4 月累计生产 353.9 万吨，同比增长 4.77%。从 5 月份冶炼厂计划来看，国内冶炼厂进入集中检修期，包括赤峰云铜，东南铜业等冶 炼厂纷纷进入检修，而前期中金，富冶的检修依旧没有结束，预计 5 月份产量将创下年内新低。但后续看，原料短缺叠加山东两家冶炼厂都将在 5-6 月份逐渐复产，外加下半年国内新增产能将逐渐释放，5 月份或将是年内产量低位。

进口窗口维持关闭状态，进口铜数量下降。据海关总署数据显示，2022 年 4 月进口精炼铜 28.95 万吨，同比下滑 9.27%，1-4 月累计进口精炼铜 119.64 万吨，同比下滑 2.89%。

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

国内主要精铜杆企业周度开工率为 65.69%，较上周回升 2.06 个百分比，已连续五周呈回升趋势。随着疫情的持续好转，周边物流持续得以恢复，下游企业不断加入复产的队伍中，国内 5 年期 LPR 出现下调，需求有望出现边际好转，市场的乐观预期再度升温。终端国网工程端口订单正逐渐回暖，此前部分终端订单因疫情原因导致交货延后，将于 6、7 月份陆续生产发运，但单值较往年缩水，不及预期。另外光伏、电子通讯等行业订单 显现韧性，后市仍有较强增长预期。然而今年家电行业订单下滑超过 20%，不少小厂甚至直接腰斩，农业水泵、电工工具等出口订单也呈现下滑趋势，且目前江浙一带运输还是受限，对企业发货影响较大。整体来看，除了“老生常谈”的地产行业需求持续无改善外，国网投资额和招标量与实际下单量及金额并不匹配，较往年缩水。疫情防控下，终端消费持续难见亮点，多以刚需采购为主。

“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

国内疫情向好，稳增长政策密集出台，国务院连续召开会议，部署稳经济一揽子措施，上海则推出 50 条政策措施重振经济，国内经济存在复苏预期。智利、秘鲁铜矿扰动持续，推升供应忧虑。5 月冶炼活动增加，随着湖北项目运行及山东冶炼企业复产，6 月供应预计充足。下游消费仍然偏弱，但随着疫情好转，宽松政策预期下市场普遍有后期消费修复预期，需关注疫情后消费落地情况；废铜价格偏高，采购意愿不强，以按需补库为。总之，全球明年流动性回收和全球经济复苏并不乐观，6 月国内讲进入传统消费淡季，低库存对铜价有所支撑，但是趋势不明，或将继续震荡运行为主。

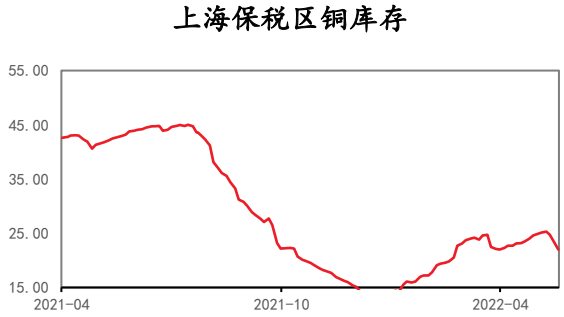
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



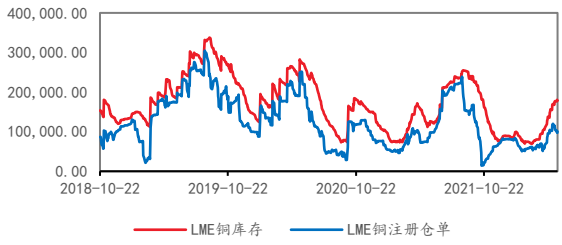
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



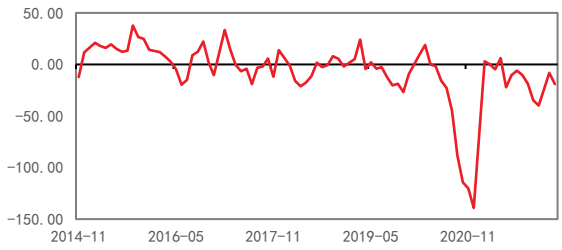
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



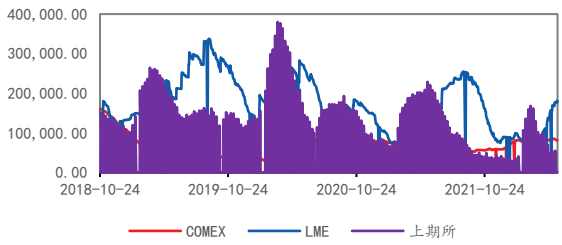
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



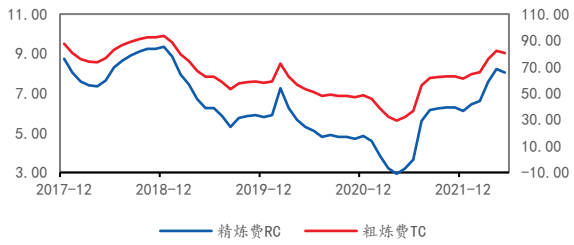
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

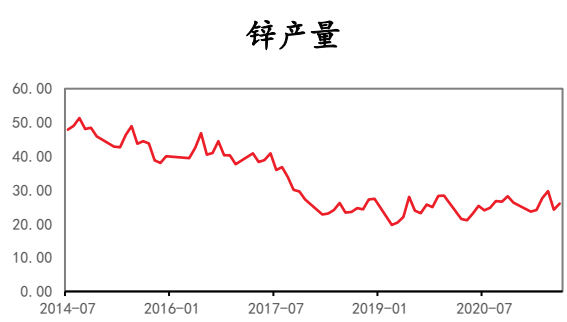
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

欧洲电价小幅波动后维持高位，而冶炼厂没有新的复产消息，LME 库存持续去化，欧洲供应端紧缺致东南亚市场出现多次锌锭转移。国内矿紧缺情况持续，不过随着海外锌精矿进口由亏转盈，进口盈亏自-1292 元/吨转至 255.6 元/吨，进口窗口打开，若是后续进口窗口持续开启，一定程度上有望缓解国内矿紧缺的现状。4-5 月冶炼厂产量无法释放，将维持 50 万吨左右。需求端，未来疫情得以控制，叠加促销费政策进一步推进，下游、终端在恢复生产后的补库需求仍然可以期待。基本面无明显变化，主因供应端炒作情绪走弱，锌价或将继续震荡走势。

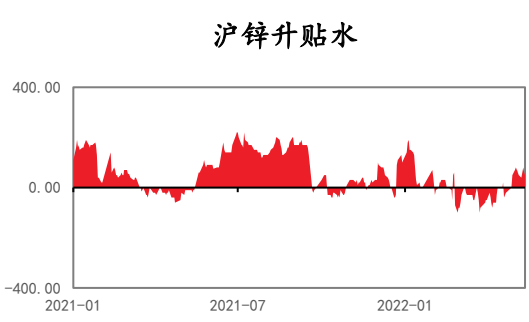
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



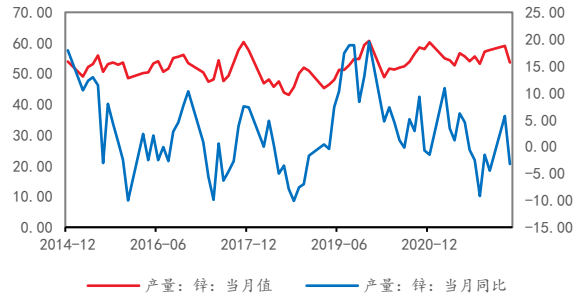
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



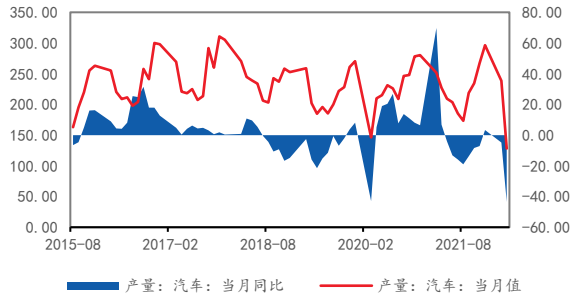
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 欧盟策划第六轮制裁

正如我们此前一再强调，即使违背其自身利益和国计民生，欧美对俄罗斯制裁上的强硬立场是很难改变的。

欧盟委员会宣布重磅消息：欧盟同意到 2022 年底前禁止 90%的俄罗斯石油进口，但这项禁令不包括通过管道输送的石油，因而匈牙利可以继续进口，德国和波兰将在年底前停止通过 Druzhba 管道进口石油。由于欧盟在法理上相当于一个国家，该组织的行动需要全体成员国一致通过，匈牙利有权否决整套方案。该协议排除通过管道输送至欧盟的石油，是为了赢得匈牙利等内陆国家的支持，从而达成对俄罗斯实施第六轮制裁的共识。

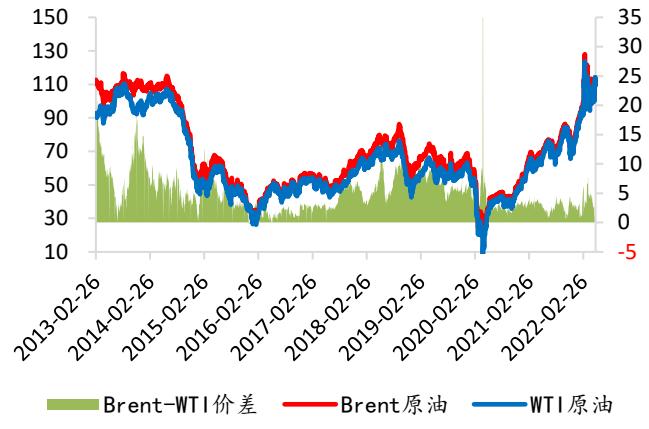
在全球都难以找到新增产量的情况下，制裁升级无疑给能源危机火上浇油，以欧洲为核心的区域性供应中断似乎在所难免，在此情景中原油价格或将上不言顶。

3 俄罗斯或将得到豁免

在欧盟计划对俄罗斯实施石油禁运之后，OPEC+正在考虑向西方制裁威胁下的俄罗斯提供原油生产份额的豁免。鉴于欧洲的第六轮制裁将严重削弱俄罗斯石油增产能力，部分 OPEC 成员国计划豁免俄罗斯参与原油产量协议，以尽可能稳定全球原油市场。俄罗斯作为全球第二大原油出口国，长期参与 OPEC 及非 OPEC 国家的限产协议，但俄罗斯已经连续数月没有达到其生产配额，该国 4 月的原油产量环比下降约 9%，预计后期将进一步大幅滑坡。

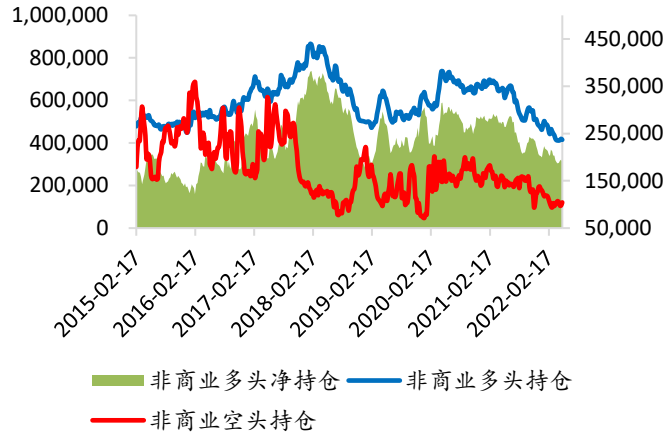
目前还无法确定俄罗斯的意见，但不同于伊朗和委内瑞拉，向俄罗斯提供产量豁免对于 OPEC 而言或许是一把双刃剑。尽管 OPEC 还没有正式敦促成员国增产，以弥补俄罗斯可能出现的供应损失，但一些成员国已经开始计划在未来几个月内增产。因此，豁免俄罗斯可能会影响到 OPEC+现行协议框架的稳定性，若短期供应增加或将带来油价高位回调的风险。

图表 22：国际原油期货价格



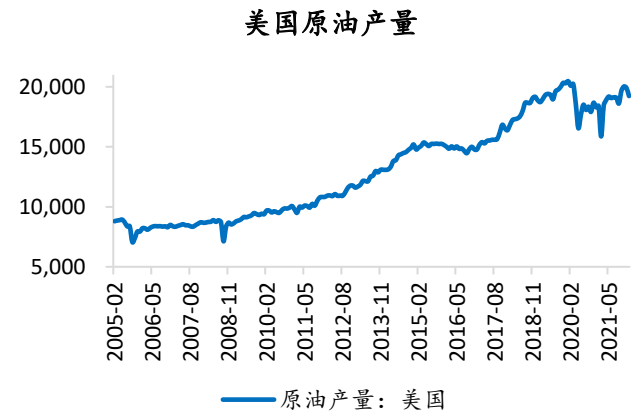
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



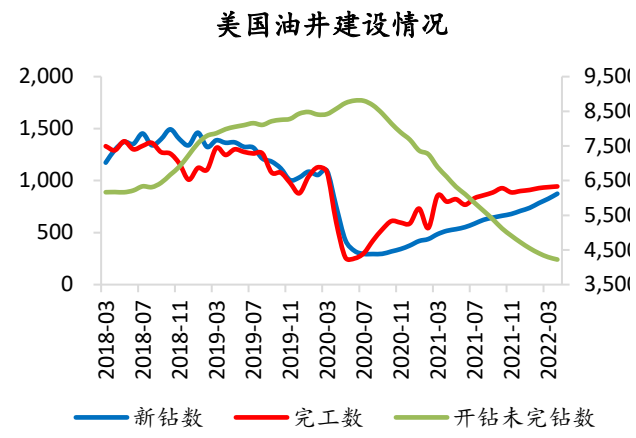
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



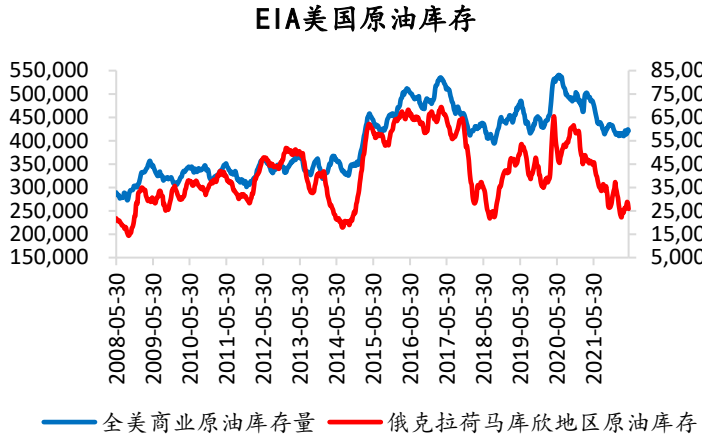
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



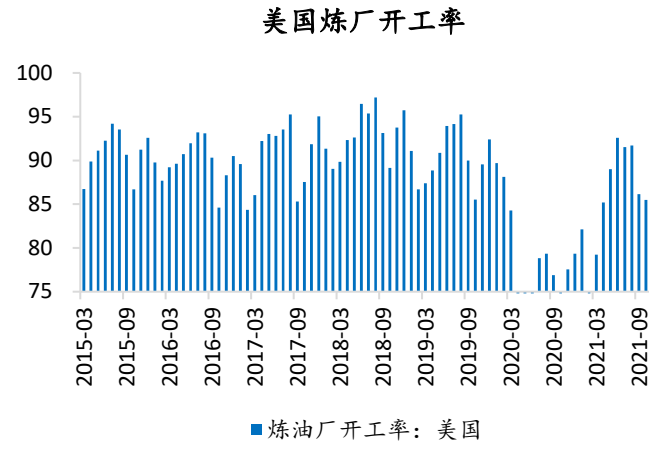
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



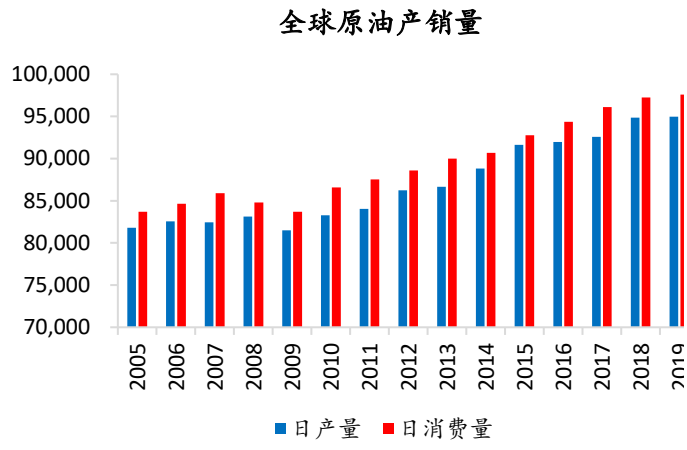
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 OPEC+协议何去何从

2022 年以来，俄乌地缘政治爆发和疫情后能源消费复苏，从供需两方面推动国际油价飚升，欧洲乃至全球能源危机的风险不断加深。在此背景下，未来 OPEC+新的产量政策是市场关注的核心焦点。

尽管欧美强烈呼吁 OPEC+加大增产力度，目前该组织仍坚持 2021 年达成的产量协议，即成员国原油总产量按计划逐月提高 43 万桶/日。但从实际执行情况来看，OPEC+原油产量的恢复速度远远低于协议和预期。OPEC 月报显示，4 月 13 个成员国原油产量合计 2864.8 万桶/日，较上月环比增加 15.1 万桶/日，但低于协议约定的份额 85.1 万桶/日，减产执行率高达 162%。事实上，从 2021 年 10 月到 2022 年 4 月，除 2 月外 OPEC 原油产量都没有达到承诺的增产水平。

主要产油国来看：OPEC 领袖沙特对于增产始终持谨慎态度，在该问题上不惜与美国产生分歧；

核心成员国阿联酋、伊拉克和科威特满足一定增产条件，但富余产能坐吃山空；利比亚和尼日利亚由于局势不稳和设施老旧，油田港口不可抗力频发；伊朗及委内瑞拉长期受制于美国制裁，原油出口难以提高。OPEC 最重要的盟友俄罗斯面临欧美的严厉制裁，原油供应已经明显开始下滑。地缘局势和国际博弈罕有缓和迹象，未来各产油国供应易减难增。

第 29 次 OPEC+部长级会议将于 2022 年 6 月 2 日举行。自 2020 年 4 月开始实施的 OPEC+产量协议及其后续版本即将在 6 月后到期，因此年中的 OPEC+大会上有望提出新的协议。根据上一次调整后的议案，OPEC+此前的减产份额将在 2022 年 6 月以后全部恢复，并将在下半年进行额外增产。但目前来看，OPEC 在年内实现增产目标面临一系列主客观障碍，芝商所的 OPEC 观察工具预测，会议维持目前增产计划的概率较高。

风险提示：上述观点仅为建立在事实基础上的合理推测，由于现实存在不确定性，可能与最终结果有所出入。

5 长期结构性供需错配

石油化工是最典型的重资产行业，对于任何一个产油国而言，时刻都面临着自然减产，因此需要投资以保持产量不变，且必须加大投资才能实现产量增长。可是在主要经济体向新能源转型的过程中，传统能源行业显然出现了极大混乱。

以海湾国家为代表的 OPEC 成员国资源得天独厚，原油生产成本极低，丰厚利润下具有加大投资的意愿。然而传统油田开发周期较长，未来数年新增供应量有限，对能源危机远水难解近渴。以美国为代表的新兴页岩油业，其应用的水平井压裂技术扩能速度相对较快，但现在金融机构预期化石燃料将加速淘汰，在向油气项目提供融资方面表现得犹豫不决。

在 100 美元以上的高油价刺激下，国际主流石油巨头大多增加了资本开支，但是 2022 年资本开支计划仍明显低于 2019 年疫情前水平。在碳达峰、碳中和的大背景下，预计到 2030 年前后全球原油需求或将触顶，很可能投产后需求反而下降。因为传统原油项目长期回报率存在不确定性，结构性供需错配或成为原油市场长期存在的问题。

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 多空参半区间震荡

天然橡胶走势震荡中趋稳，前期超跌已经将市场利空情绪基本消化，供需关系仍是橡胶价格的主导因素。

国内外天然橡胶主产区陆续开割，季节性增产趋势较为明确。云南版纳地区快速上量，海南全面开割时间延迟至 6 月中上旬，当地原料胶水紧张迫使胶厂从云南抢购原料。浓乳现货紧缺利润高企，浓乳厂对全乳厂原料分流严重，交割品国产全乳胶产量低于预期。近期国内天然橡胶社会库存环比回落，预计可能会维持小幅去化态势。

前期减产降负的轮胎企业已陆续复工，内需外销市场均出现一波集中补货，开工情况环比好转。截至上周，国内全钢胎样本企业开工率为 62.50%，半钢胎样本企业开工率为 65.78%，较疫情最差时的五成左右已有明显回升，但轮胎行业严重受制于成品库存压力，预计短期开工率继续提升的空间有限。

总结天然橡胶基本面，供应端短期利多，需求端触底回升，库存处历史低位，对盘面具有一定托底支撑。然而年中以后，全面开割供应预期宽松，下游传统淡季销量惨淡，供需仍显疲弱，向上驱动不足，橡胶价格难以走出低位震荡格局。

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。

2 浓乳升水现货紧俏

现货市场方面，当前天然胶乳价格高企，大幅升水沪胶主力合约价格，套利窗口持续关闭，套利盘不具备加仓机会。

今年国内海南产区开割大幅延后，但雨水充沛有利于后期原料放量，预计到 6 月中下旬海南浓乳货源将陆续进入销区。近月以来人民币贬值幅度较大，考虑到央行降息和美联储加息的错位，贸易商对汇率波动担忧加剧。叠加新胶上市有冲击进口浓乳的预期，业者多持等待观望态度，采购美金船货的积极性不足。此外，海运船期延迟的问题尚未解决，国内交货节奏放缓，目前到港现货多交付前期订单，敞口现货一包难求。

目前来看，进口货源维持紧俏，现货报盘仍然坚挺。下月国产浓乳上市叠加泰国产量提升，预计现货价格有一定下滑风险，不过预计 6 月进口浓乳到港量不多，短时间内深跌概率亦不大。在此情况下，浓乳对全乳的原料争夺分流将持续更久，橡胶市场仍存在一定支撑。

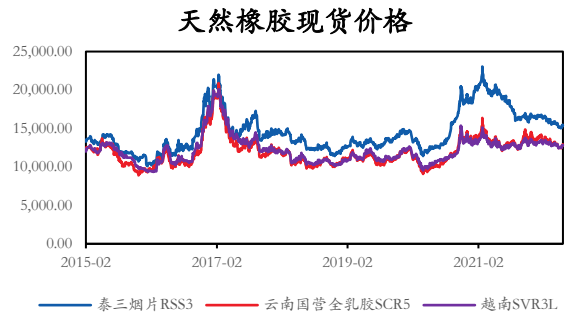
3 情绪触底预期扭转

由于宏观氛围缓和乃至预期开始扭转，近期沪胶处于利空出尽和短期利多的状态，走势整体较为稳健。但综合季节规律和产业链等方面来看，橡胶保持上涨趋势还是有困难的。

前期国内特别是上海疫情爆发，对天然橡胶产业链造成全面冲击，下游需求因物流受阻出现断崖式萎缩，这是当时橡胶价格跌破成本线的最主要原因。好在动态清零下疫情得到控制，国家出台落实稳增长政策，使得橡胶在内的商品从极度悲观情绪中走出来。不过政策底和情绪底带来的利好正在减弱。一方面，随着产区物候进程和全面开割到来，供应偏紧的局面或逐渐转向宽松。另一方面，下游轮胎企业成品库存始终难以消化，终端汽车销量同比下滑未见起色。

诚然，目前天然橡胶价格中枢底部略有抬升，但从时间轴上看 6-8 月供需仍有压力。基本面支撑不够强力的情况下，若价格大幅上涨往往意味着回调风险。

图表 30：天然橡胶现货价格



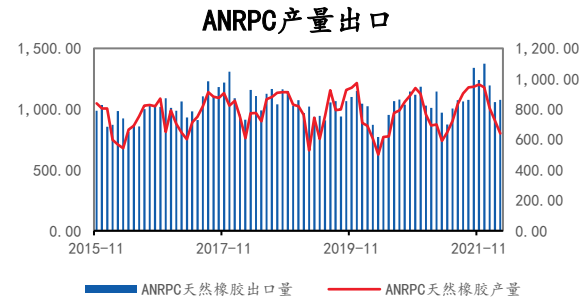
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



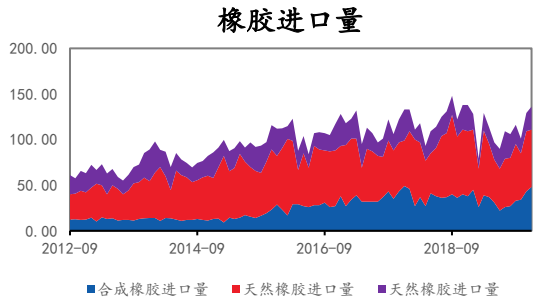
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



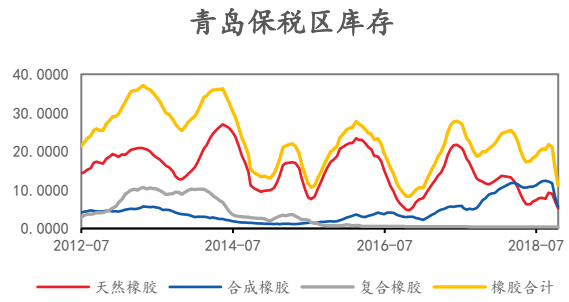
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



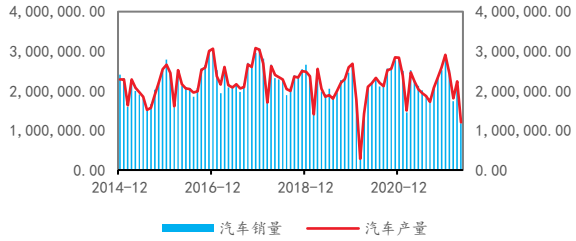
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 需求疲弱车市下行

今年以来天然橡胶价格低迷，很大程度上归咎于需求增速不及预期，细分市场来看尤其是重卡销量同比跌幅巨大。行业数据显示，2022 年 4 月全国重卡销量仅为 4.4 万辆，同比大幅下降 77%，环比下滑 43%。1-4 月重卡累计销售 27.8 万辆，比 2021 年同期的 72.5 万辆大幅下降 62%，绝对值和同比均创近年来新低。

重卡行业曾经是支撑橡胶终端消费的中流砥柱，随着销售数据跌至冰点，橡胶需求端被悲观情绪主导。推动本轮重卡行业周期的核心因素是国六政策，2021 年重卡销量的高速增长，很大一部分不过是厂商趁着政策窗口期，把 2022 年的销售挪到 2021 年中之前而已。考虑到流通环节的补库存及随后的去库存周期，对月度销量进行平滑后恍然大悟，上年同期重卡行业的高增速并不是真利多。反观现在重卡销量的大跌也不是真利空，至少基本方向符合业界此前预期，可能已经充分地反映到橡胶价格中来。

5 短线企稳长线空配

市场对宏观的风险情绪初步消退，而国内外原料价格仍然保持坚挺，天然橡胶成本端支撑逐步体现。尤其是今年海南产区开割严重推迟，目前当地原料产出很少，在浓乳稀缺高价刺激下，

云南产区原料流入海南，带动云南原料价格随之回升。目前来看，预计海南产区 6 月中上旬陆续开割，需要到中下旬以后才能看到原料放量。因此，国内原料价格偏强料将延续一段时间，关注后期浓乳价格以及原料产量回升情况。

鉴于交割品生产和注册有限，理论上利好新胶合约 RU2301，但实际月间结构上 RU2209 表现不弱于 RU2301，推测为远月缺乏流动性令当前主力合约更受资金青睐。不过应清醒地意识到，单纯的价值洼地难以带来真正的牛市行情，橡胶基本面整体尚不支持趋势性上涨。单边上，逢高空的风险收益比或优于逢低多；组合上，沪胶仍然是经典的中长线空配品种。

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

美国大豆播种进度加快，基本追平常年水平

截至 5 月 29 日当周，美国大豆种植率为 66%，去年同期为 83%，五年均值为 67%；当周大豆出苗率为 39%，去年同期为 59%，五年均值为 43%。美豆种植率快速提高，基本追平五年均值，缓解了市场对美豆种植偏慢的担忧。受此影响，CBOT 7 月大豆合约在创出新高后遭遇回吐压力大幅回落，春季天气炒作情绪明显降温。

劳工短缺问题再现，马来西亚棕榈油产量恐不及预期

本周印尼宣布取消派遣其公民到马来西亚棕榈种植园工作的计划。此举意味着马来西亚种植业仍将面临劳动力短缺的问题。马来西亚是世界上第二大棕榈油生产国，自 2020 年疫情爆发以来，边境关闭导致种植园面临长期劳动力短缺。马来西亚种植园工人缺口高达 10 多万，劳动力短缺造成马来西亚棕榈油产量降至多年来的最低点。自从上月重新开放边界以来，马来西亚一直期待着第一批来自印尼的工人到来。印尼取消派遣劳工计划无疑将使马来西亚棕榈油产业再度陷入劳动力不足的窘境，市场担心正处于产量旺季的棕榈油面临较大产量下滑风险。

2 国内豆类市场分析

国内市场需求好转，进口大豆拍卖价涨量增

为缓解国内进口大豆供应短缺，国家粮食交易中心自 3 月份开始组织进口大豆拍卖活动，基本保持每周一次的拍卖频率。进入 5 月下旬以后，进口大豆拍卖情况明显好转。首先，大豆成交率从 5 月 13 日的 1.84%相继上升到 5 月 20 日的 34.21%，5 月 27 日的 72.42%。其次，大豆拍卖成交价不断走高，同期大豆成交均价从 5190 元/吨，相继上升到 5369 元/吨和 5536 元/吨。进口大豆拍卖呈现价涨量增现象，并未因近期进口大豆到港量大幅增加而放缓，显示国内油厂对进口大豆需求依然旺盛，一定程度上支撑豆粕和豆油价格抗跌。

大豆压榨量保持高位，油强粕弱继续强化

随着国内进口大豆到港量增加和进口大豆拍卖持续，油厂开机率保持高位运行，并带动豆粕和豆油库存回升。数据显示，5 月 21 日至 5 月 27 日，全国 111 家油厂大豆实际压榨量为 187.87 万吨，开机率为 65.3%，油厂实际开机率低于此前预期。截至 5 月 27 日，全国主要油厂大豆库存 486.4 万吨，较上周增加 21.3 万吨，增幅 4.58%；全国重点地区豆油商业库存约 92.11 万吨，较上周增加 0.69 万吨，增幅 0.75%；豆粕库存 89.6 万吨，较上周增加 16.55 万吨，增幅 22.66%。由于国内豆粕库存增幅远高于豆油，油厂为减少豆粕胀库压力对豆粕降价销售依然较积极，而因价格严重倒挂，棕榈油进口仍处于极低水平，国内油脂整体供应偏紧，国内豆类市场仍保持油强粕弱的运行格局。从目前船期跟踪看，5 月进口大豆到港量预计为 860 万吨，6 月进口大豆到港量预计为 805 万吨，预计 7-9 月大豆进口量可能大幅下滑，届时国内油脂市场如缺少进口调节，库存增长空间仍受限。这也是近期内外油脂市场走势不同步，内强外弱的主要原因。

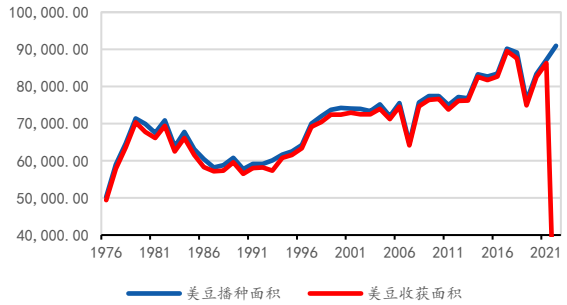
3 油脂油料市场展望

美豆种植率快速提升引发美豆市场出现高位急跌，俄罗斯表示准备允许乌克兰通过被封锁的黑海港口出口谷物，CBOT 谷物市场承压下跌维持弱势，短期盘踞在农产品市场的热钱有退场迹

象。印尼加快棕榈油回流国际市场的步伐，全球油脂供应链有望得到修复，但印尼取消劳工输入马来西亚，马来西亚棕榈油可能因劳动力不足而再度下降。国内进口油脂数量大幅下降，削弱内外盘联动性，而国内油脂市场的低库存、高基差以及经济活动恢复提振需求等因素支撑油脂价格抗跌。国内豆粕现货市场因库存压力而涨势受限，但远期因进口大豆数量偏低而存在偏紧预期，豆粕基差不断收窄，推动市场保持近弱远强格局。因成本端高度依赖美豆，国内豆粕市场长期走势仍需要美豆指引。豆一期货市场走势较为独立，整体仍保持区间震荡特征，但价格重心有所抬高。

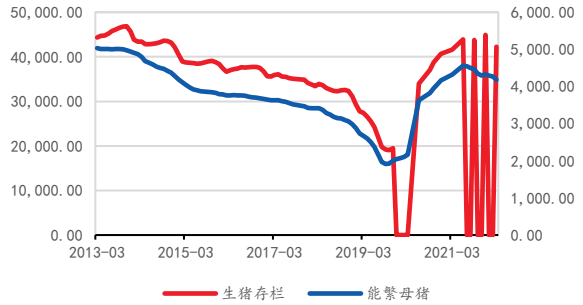
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



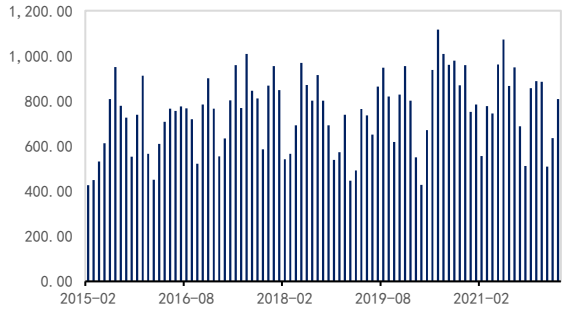
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



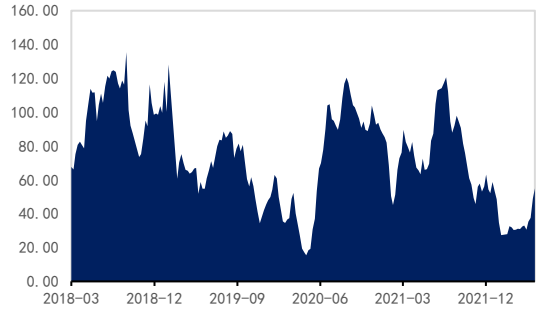
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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