# 中金财富期货策略周报（2022 年第 20 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：**欧央行宣布结束量化宽松时代，计划 7 月加息 25 基点，暗示 9 月加息 50 基点；美国通胀高烧不退。在通胀和紧缩的双重压力下，欧美股市仍然面临压力，大宗商品维持震荡。在欧美紧缩，但是中国扩张的背景下，工业品的需求前景依然不是十分明朗，尤其是现实和预期之间仍然“劈叉”，预计在没有新的事件冲击下，工业品继续维持震荡的思路。

**股指期货：**当前主要是交易政策预期，未来的核心在于政策能否把疫情前经济的“逆风车”扭转为“顺风车”，重点关注下半年复苏的预期，这里的试金石和检验标准是中长期贷款增速回到今年 3 月之前的增速。

**铜：**国内铜矿供应延续改善态势，铜矿加工费继续上调，冶炼厂原料库存较为充足。同时海外粗铜资源陆续流入国内，叠加硫酸价格走高，冶炼厂高利润驱使下保持高开工率。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。而疫情对国内相关的个人消费也造成打击，空调和汽车产销都同比回落。目前来看，电网投资是难得亮点，还能支撑需求。我们认为在国内疫情改善以及政策托底的支撑下，国内消费边际有望好转，但是同比仍将回落，在短期回补之后，未来仍将面临较大压力。总之，市场情绪缓和，需求在政策以及疫情好转下有所转暖，维持震荡偏强思路对待。

**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。短期供应并不是市场关注焦点，随着比价回升，货运好转，海外缺锭、国内缺矿格局正在好转。近期 TTF 价格有所走弱，但是能源博弈仍存，俄罗斯对于不接受卢布结算的买家仍在逐一断气，因此能源问题依旧是重要的风险点。需求端看，疫情冲击尚未完全消退，且消费恢复需要时间，初端企业回暖尚有限，但近期的各项会议和一揽子刺激政策的不断加码，基建板块发力仍可期，地产、汽车及家电也存边际改善预期。短期宏观氛围偏暖，市场聚焦疫后修复，维持震荡思路。

**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。

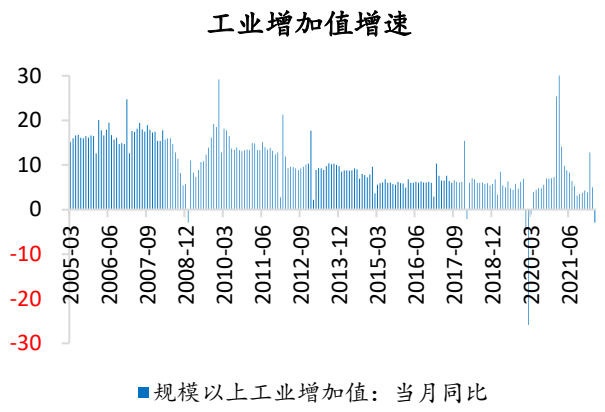
**油脂油料：**美豆市场保持牛市运行特征，市场对利多因素尤为敏感，强劲需求导致的库存下降仍是推动美国陈豆价格向上突破的主要动力。印尼棕榈油出口政策对全球油脂市场的影响程度日渐加深，全球油脂供应链短期能否得到修复仍存在较大不确定性。国内三大油脂库存整体偏低，5 月进口食用植物油 32.1 万吨，1-5 月累计进口量为 162.8 万吨，同比下降 65.9%。植物油进口大幅下降，短期供应紧张形势难以扭转，从而可能限制油脂市场回调空间。国内豆粕市场反弹的主要动力仍在美豆，库存压力不支持豆粕价格主动上涨。豆一期货市场走势较为独立，主力资金向远月移仓，整体仍保持区间震荡特征。

# 目 录

周度策略：悲观情绪消散 但市场呈现分化态势 ..... - 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 出口韧性依然较强 ..... - 7 -
3 流动性：流动性维持宽松 ..... - 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 ..... - 16 -
1 增产不改偏紧局面 ..... - 16 -
2 供应缺口难以弥合 ..... - 16 -
3 库存延续下降态势 ..... - 16 -
4 机构上调油价预期 ..... - 18 -
5 长期结构供需错配 ..... - 19 -
6 矛盾未解不轻言空 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 20 -
1 情绪触底预期扭转 ..... - 20 -
2 现货紧俏关注开割 ..... - 20 -
3 原料成本支撑松动 ..... - 20 -
4 短期需求有限改善 ..... - 22 -
5 9-1 合约逻辑有别 ..... - 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 -

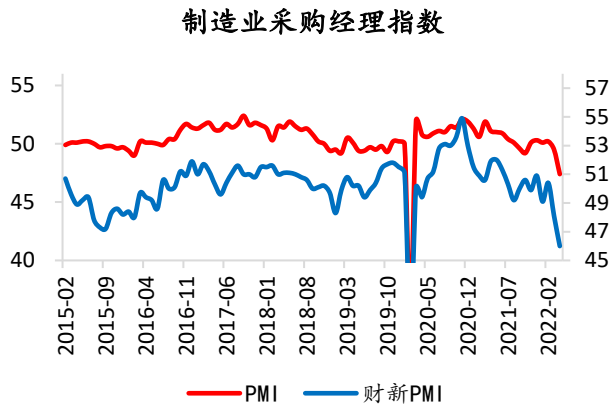
## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



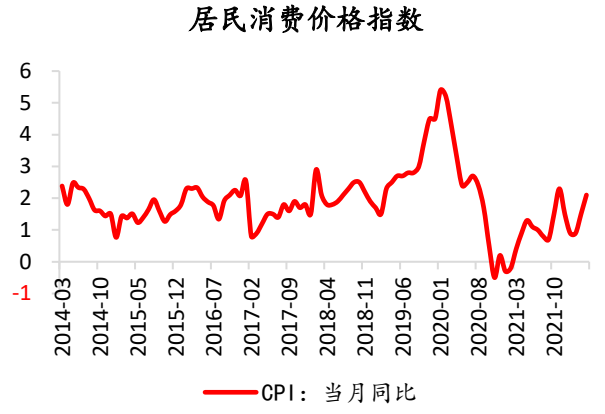

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



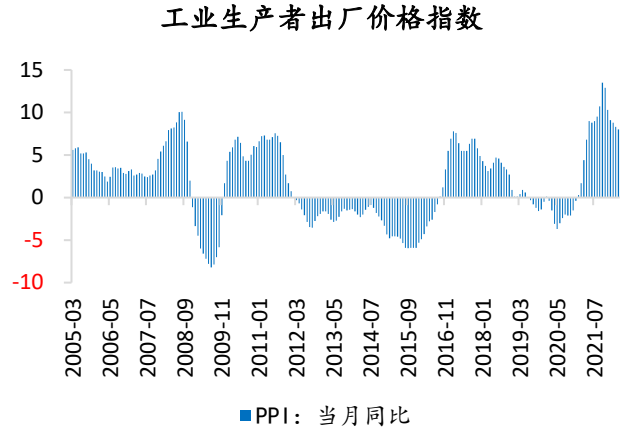

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



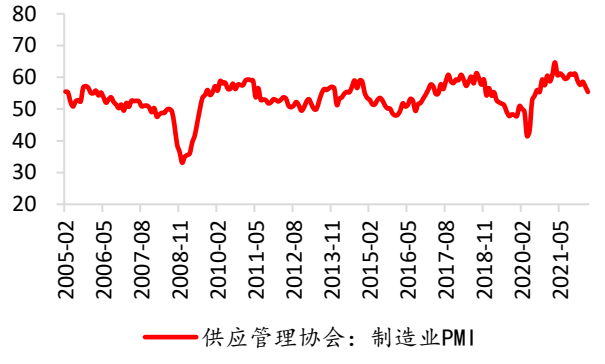

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



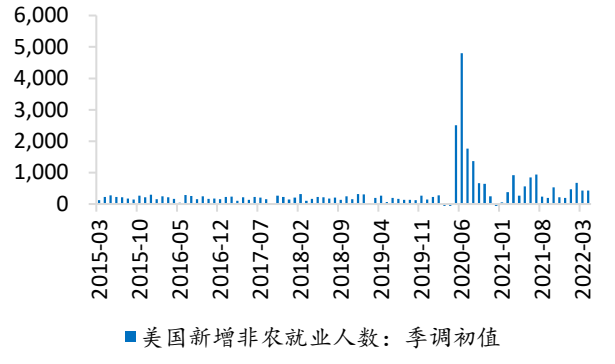

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：悲观情绪消散 但市场呈现分化态势

近期市场延续分化态势，原油化工类继续强势，油价呈现稳步上行，波动率下行的态势；有色金属维持震荡态势，走势较为纠结；建材类走势较为分化，钢材类走势较强，但是以玻璃、PVC 为代表的品种上行面临较大压力，走势明显偏弱。

**复产复工下经济复苏加快**

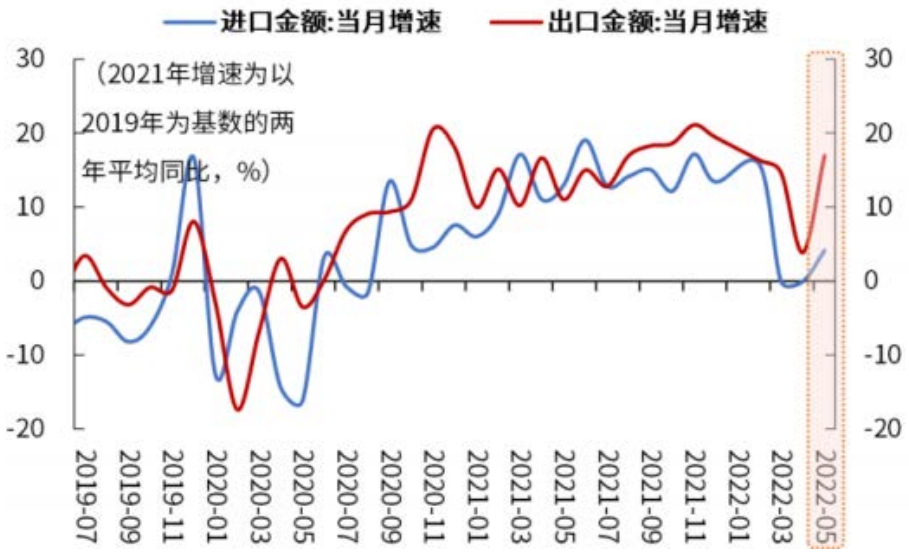
6 月 1 日召开的国常会，进一步部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效会议指出，今年额外新增 1400 多亿元留抵退税，并在 7 月基本退到位；新增政策性银行 8000 亿元信贷额度以支持基础设施建设；对符合条件的失业农民工，无论是否参加失业保险，都要发放临时补助或救助；对汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款延期还本付息；各地相关部门要对投资项目建立台账，通过优化审批、加强用地等保障推动尽快开工。2021 年广义基建投资约 13 万亿元，8000 亿元信贷额度对基建投资将起到重要拉动作用，有助缓解今年财政资金在多元经济社会目标下的支出压力。6 月 2 日，央行和财政部分别召开新闻发布会，具体介绍今年稳经济的货币和财政政策。

今年一揽子的货币金融政策，主要体现在聚焦市场主体纾困、提振有效投资、降低融资成本和继续扩大对外开放等领域，在全面的降准降息外，货币政策的结构性特征也更为突出。今年以来，央行不仅将普惠小微贷款支持工具制度化，还新增支持煤炭清洁高效利用再贷款额度 1000 亿元，并新设科技创新、普惠养老、交通物流等专项债再贷款，初始额度达 3400 亿元。除此之外，央行指出将“因城施策实施好差别化住房信贷政策，更好满足购房者的合理住房需求，稳妥实施好房地产金融审慎监管制度”。今年财政政策对稳经济提供了多方位支持，既有保市场主体、也有促消费稳投资等政策，并阶段性加大政府采购对中小企业的倾斜力度，对经济的支持强度不低。

出口数据能够一定程度展示经济复苏情况。5 月下旬，沿海地区外贸活动明显回温，前期积压货箱陆续发运；第二，随全国疫情回落，国内生产和运输活动快速恢复；第三，去年 5 月基数属于年内低位。分项来看，5 月工业品（钢材、铝材、稀土）和出行品类（汽车、箱包、鞋靴、服装）出口增速回升幅度最大，这也与海外加速开放，供应链恢复、居民出行活动需求旺盛是一致的。

各项经济数据将陆续回升，将对工业品市场形成支撑。

*图表 1：进出口走势*




*资料来源：wind，中投期货研究所*

**关注海外通胀情况**

周五公布数据显示，美国 5 月 CPI 同比加速增长 8.6%，刷新四十年来最高增速，令市场大感意外，并预期美联储将采取更激进的行动。华尔街开始讨论美联储会不会加息 75 个基点，巴克莱成为首家预计加息 75 个基点的华尔街大行，甚至预计下周就会这一幅度加息，掉期市场预计 7 月加息 75 个基点的概率达 50%。交易员普遍预计美联储在 6 月、7 月和 9 月各加息 50 个基点，同时随后的降息预期也在飙升。

通胀对美国经济的影响正在先行。美国年收入在 4 万至 8 万美元的中等收入消费者，过去一年来首次取代低收入消费者，成为受食品杂货价格上涨影响最大的群体。对于收入不同的群体，在食品方面的消费的影响是不一样的,即穷人更容易受到物价上行的影响。但在 5 月 8 日当周，中低收入消费者之间受影响的差距缩小了，并且在 5 月 15 日当周，中等收入消费者开始比低收入消费者受影响程度更大，前者在食品杂货支出上的平均价格较去年同期上涨了 13.3%。

在当前经济形势下，通胀可能对中产家庭构成真正的挑战。他们的收入水平可能太低而无法购买一些非必需品，同时又太高而无法获得 SNAP（补充营养援助计划）或 WIC（妇幼营养补助计划）等低收入援助计划的资格。

好消息是，工资-通胀相关度减弱。5 月非农就业平均时薪同比下行，由 3 月的 5.6%回落至 5.2%，工资增速已持续两个月下行，出现见顶回落迹象。另一方面，虽然美国职位空缺仍处高位，但衡量劳动力市场松紧程度的职位空缺/失业人数比，也开始出现见顶回落迹象。同时 PIIE 整理的数据显示，2021 年末职位空缺率高的行业的工资增幅显著。但最近的数据显示，目前用人单位为填补空缺而提高薪资的意愿较低，职位空缺率与工资增速之间的相关性减弱。

抑制通胀，是当务之急，欧美皆是如此，欧美央行的加息，对大宗商品乃至全球资产价格的影响都会十分明显。

**中美经济短周期错位**

欧央行宣布结束量化宽松时代，计划 7 月加息 25 基点，暗示 9 月加息 50 基点；美国通胀高烧不退。在通胀和紧缩的双重压力下，欧美股市仍然面临压力，大宗商品维持震荡。在欧美紧缩，但是中国扩张的背景下，工业品的需求前景依然不是十分明朗，尤其是现实和预期之间仍然“劈叉”，预计在没有新的事件冲击下，工业品继续维持震荡的思路。

# 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 10 日 | 欧央行宣布结束量化宽松时代，计划 7 月加息 25 基点 | 欧央行暗示 9 月加息 50 基点 | 欧央行开始紧缩 |
| | 6 月 9 日 | 国常会：对稳经济一揽子措施，尚未出台配套政策的要尽快推出 | 对外开放是我国的基本国策，稳外贸稳外资事关经济全局、就业大局 | 稳增长政策继续加码 |
| 数据 | 6 月 10 日 | 中国 5 月出口同比增长 15.3%，进口增长 2.8% | 出口超预期 | 出口数据一定程度上显示经济复苏情况 |
| | 6 月 6 日 | 美国 5 月非农就业新增 39 万，超过预期的 32 万人 | 5 月非农失业率为 3.6%，持平 4 月前值 | 薪资增幅放缓有助于缓解通胀，数据显示劳动力市场依旧趋紧 |
| 事件 | 6 月 9 日 | 广期所交易细则出炉 | 个人客户开通交易权限前，连续 5 个交易日保证金账户余额均不低于 10 万元 | 广交所品种即将亮相 |

*资料来源：中投期货研究所*

## 2 出口韧性依然较强

5 月出口增速出现跳升，大幅超出市场预期，主要来自于三方面因素的影响。其一，受到基数回落的影响。2022 年 4 月、5 月出口三年复合同比增速分别为 12.2%与 12.9%，复合同比增速回暖的表现符合直观感受。其二，5 月港口物流保通保畅工作见成效，港口集装箱吞吐量有明显修复，4 月积压的部分出口需求，在 5 月得到释放；其三，东南亚工业生产的持续恢复对中国相关中间品和资本品出口需求的持续抬升。5 月中国对东盟出口三年复合同比增速为 18.6%，创年内新高。

出口当前面临长逻辑和短逻辑的交织，长逻辑是加息导致全球经济放缓，外需支撑将逐步走弱；价格因素的支撑也将逐渐回落；中国生产替代将逐渐减弱，但目前来看该迹象尚不明显，中国出口份额占比仍在历史相对高位；短逻辑是疫后生产物流修复，经济爬出谷底，供给恢复，前期积压需求得到释放。长逻辑方向确定，但演绎速度相对较慢，短期来看，短逻辑相对占优，支撑了当前出口表现的韧性。而长短逻辑的共同作用，导致今年出口增速方向向下，但韧性仍在。近月看，2021 年 6 月基数较高，对今年出口增速读数将有一定下拉影响，但是 6 月复工和物流修复程度有明显好转。6 月 6 日，据上证报草根调研显示，上海口岸货运链全面恢复，从此前的“船等货”再次回到“货等船”状态。预计“报复式”出货高峰将对 6 月出口增速表现形成较强支撑。此外，需要注意两点，其一，因为当前通胀问题困扰，美国部分官员呼吁可考虑取消部分对华加征关税，虽然美国大面积减少加征关税商品数的可能性较低，但在一定程度上仍算是中国出口的一个可能的潜在利好。其二，当前外需表现依然强于内需，中国出口韧性

大于进口韧性，二者共同作用导致 5 月贸易顺差依然保持在近年来新高，这也使得对外贸易对中国 GDP 增长仍有一定支撑。

## 3 流动性：流动性维持宽松

本周，中国央行进行 500 亿元逆回购操作，因本周有 500 亿元逆回购到期，本周实现零投放零回笼。

银存间质押式回购利率多数下跌，DR001 报 1.409%，跌 0.58 个基点；DR007 报 1.615%，跌 0.64 个基点；DR014 报 1.587%，跌 0.70 个基点。

随着海外和国内需求的走弱、以及供给的逐步恢复，PPI 同比增速的下行趋势或将延续。尽管猪价处于上行周期，但总需求的弱势使得核心通胀表现偏弱，国内 CPI 同比或将温和上行。在此背景下，对冲经济下行、缓解实体经济融资成本仍然是央行的主要任务，流动性偏宽松的格局有望延续。

## 4 宏观策略

欧央行宣布结束量化宽松时代，计划 7 月加息 25 基点，暗示 9 月加息 50 基点；美国通胀高烧不退。在通胀和紧缩的双重压力下，欧美股市仍然面临压力，大宗商品维持震荡。在欧美紧缩，但是中国扩张的背景下，工业品的需求前景依然不是十分明朗，尤其是现实和预期之间仍然“劈叉”，预计在没有新的事件冲击下，工业品继续维持震荡的思路。

## 5 股指期货市场分析

### 指数再度强势反弹

本周 A 股继续强势反弹，沪深 300 指数涨 3.65%，上证 50 涨 3.92%，中证 500 涨 2.66%。

本周北上资金一周累计成交 5644.46 亿元，成交净买入 368.31 亿元，其中，深股通合计净买入 96.18 亿元，沪股通合计净买入 272.13 亿元。

从估值指标来看，跟踪的 PE 和 PB 指标，沪深 300，上证 50 以及创业板指等大市值宽基成分股 PE、PB 中位数目前进入中等偏低附近，属于我们定义的中等估值区域，市值中等的中证 500 目前估值水平处于低估水平。

流动性宽松，5 月社融数据超预期，中国 5 月社融增量 27900 亿人民币，M2 同比增长 11.1%。从经济的影响上看，商业银行先释放流动性，然后等居民和企业把短期信贷转化成中长期信贷，希望社融可以撬动居民和企业的加杠杆意愿。我们倾向于经济会有一个环比修复（地产销售、供应链），但想看到经济出现强力的加速扩张，似乎还需要较久的时间。目前的环境，流动性释放，疫情结束，流动性敏感的资产先大幅上行。

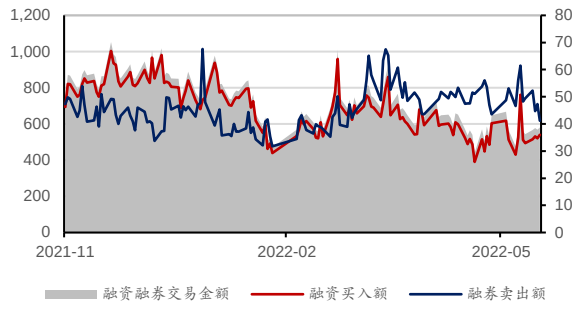
### 建议多头适当设置好止盈

在海外流动性紧缩以及 A 股盈利仍未见底的背景下，A 股当前仍处于震荡磨底期。随着疫情逐

步控制，国内进入复产复工阶段，投资者风险偏好进一步上升，当前进入经济复苏交易阶段，但 A 股仍面临海外流动性缩紧与盈利不确定性的制约。一方面海外通胀易上难下，美联储仍需要以提高资金成本的方式来抑制过热的需求，在流动性紧缩的背景下 A 股估值仍然受到压制。另一方面，当前 A 股盈利仍未见底，企业盈利端的修复处于数据验证期，存在盈利不及预期的可能。因此，当前阶段 A 股行情仍以震荡为主，节奏是渐进的。

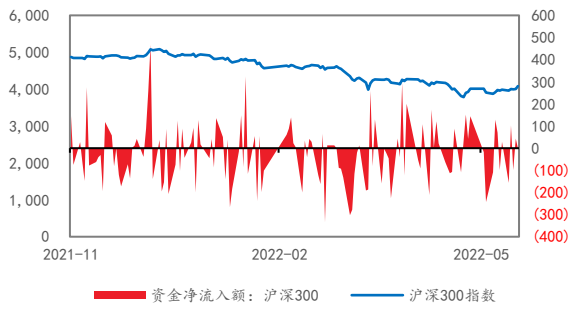
当前主要是交易政策预期，未来的核心在于政策能否把疫情前经济的“逆风车”扭转为“顺风车”，重点关注下半年复苏的预期，这里的试金石和检验标准是中长期贷款增速回到今年 3 月之前的增速。

*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*



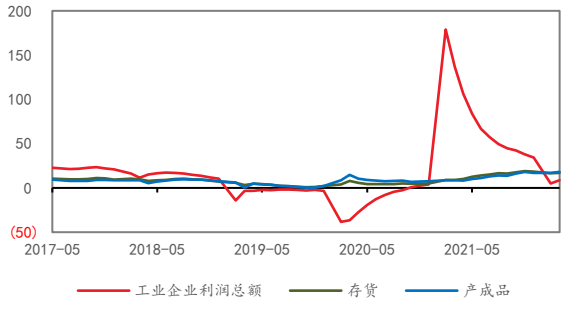

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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%。从今年 4 月份冶炼厂的计划来看，虽然像中金、富冶等冶炼厂都进入检修周期，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，冶炼厂减产意愿较低，对电解铜产量影响有限。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。2022 年国内冶炼企业扩产计划再次遭受冲击，一季度末以及二季度国内铜冶炼厂的检修超出预期，以及山东民营炼厂因资金因素出现意外减停产，整体产量不及预期，产量的明显回升或许需要等到四季度才能兑现

### 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。国家海关数据显示，3 月中国废铜进口量为 149934.9 吨，环比增加 36.5%，同比下降 12.8%；1-3 月累计进口 422601.7 吨，同比增加 16.3%。今年一季度废铜进口同比增长明显，主要是因为符合标准的进口废铜可以以再生资源的身份自由进入国内市场，且随着时间的推进，相关操作愈加成熟。3 月 1 日财政 40 号文件落地，其中关于税费的变动较大，对再生铜产业产生负面影响，其中更多的是影响到了采购端和生产端，对订单的实际影响不大。随着全球对于双碳以及绿色经济的推动，废旧金属的再利用是大势所趋，同时根据企业反馈的情况，目前再生铜资源尤其是带票的货源十分紧张。

### “双碳”政策推动下游需求

根据上海有色网数据，2022 年 5 月电线电缆企业开工率为 75.86%，环比增加 9.59%点，同比减少 5.33%。随着疫情好转，5 月下旬头部线缆企业恢复至疫情前开工率水平，除了此前积压订单得以释放，下游工程开工率的提升，也使得企业新订单量回升。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

国内铜矿供应延续改善态势，铜矿加工费继续上调，冶炼厂原料库存较为充足。同时海外粗铜资源陆续流入国内，叠加硫酸价格走高，冶炼厂高利润驱使下保持高开工率。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。而疫情对国内相关的个人消费也造成打击，空调和汽车产销都同比回落。目前来看，电网投资是难得亮点，还能支撑需求。我们认为在国内疫情改善以及政策托底的支撑下，国内消费边际有望好转，但是同比仍将回落，在短期回补之后，未来仍将面临较大压力。总之，市场情绪缓和，需求在政策以及疫情好转下有所转暖，维持震荡偏强思路对待。

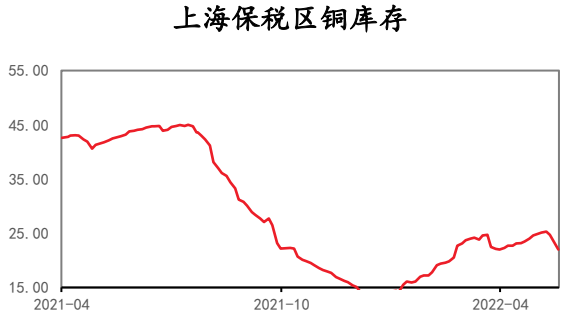
## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



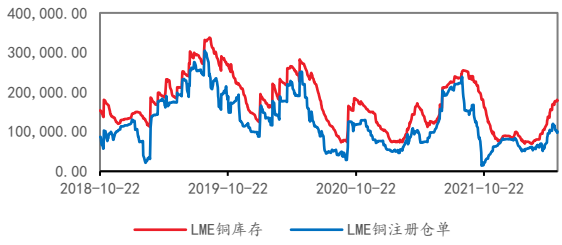

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



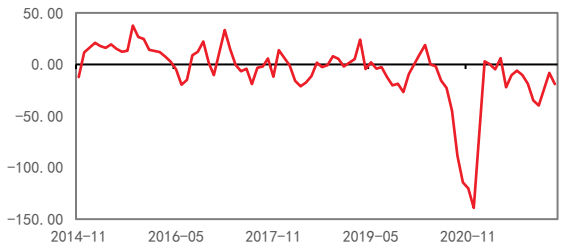

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



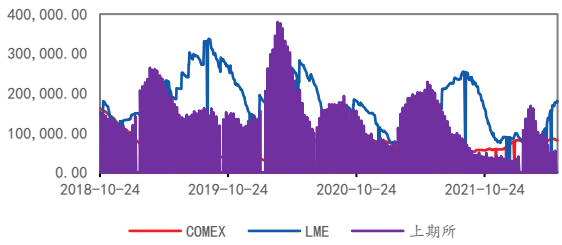

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



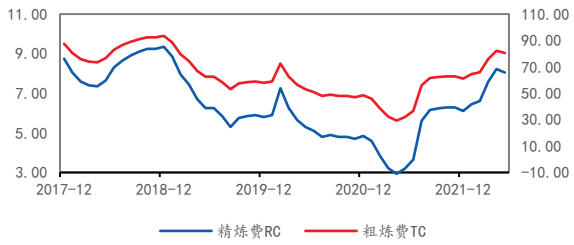

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，2022 年 3 月全球锌矿产量为 107.67 万吨，同比增 1.25%，环比增 8.7%。一季度累计产量为 306.32 万吨，累计同比增 0.55%。不过，从最新已公布的主要海外 上市公司季度数据来看，2022 年一季度锌矿累计产量同比、环比均出现回落。嘉能可，因哈萨克斯坦的 Zhairem 运作出现延误，导致一季度锌矿产量下滑。同时，因 Zhairem 业务的处理能力爬坡面临持续挑战，将 2022 年锌产量指导目标下调 10 万吨（9%）。 此外，一季度精炼锌产量为 17.9 万吨，同比减少 12%，因欧洲高电价，暂停 Portovesme 的锌产量。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。受疫情、矿石品位下降、技术问题及自然灾害等因素影响，海外一季度锌矿供应低于预期，供应维持偏紧的格局。全年来看，海外锌矿增量将不及年初预期，全年全球锌矿供应过剩量级预计较小。

### 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。

6 月度加工费的情况也能作证当前原料仍显紧缺，年初至今内外加工费呈现分化走势,6 月价差有所收窄。6 月国产锌矿加工费报价在 3500-3800 元/金属吨，均值环比持平；进口矿加工费报价在 200-220 美元/干吨，均值环比减少 30 美元/干吨。因进口矿无价格分享机制，炼厂更愿意采购国产矿，这又加剧了国产矿的紧缺，加工费维持低位水平。而由于此前较低比价的影响，贸易商为缓解资金流通，短期释放了手里的锌矿，令进口矿加工费低位回升，但进入 5 月比价低位修复，进口矿加工费跟随高位回落，较国产矿 TC 价差收窄。因炼厂减停产增加，将 5 月精炼锌产量下调至 51 万吨下方，低于此前 预计的 51.73 万吨。

### 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。

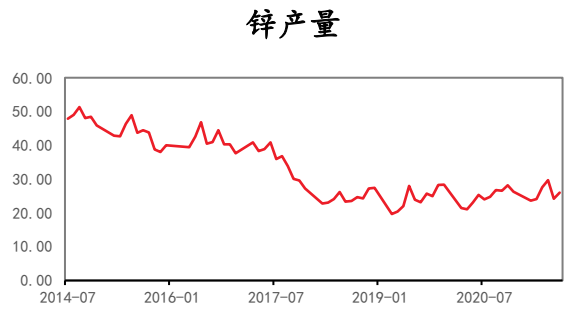
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

## 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。短期供应并不是市场关注焦点，随着比价回升，货运好转，海外缺锭、国内缺矿格局正在好转。近期 TTF 价格有所走弱，但是能源博弈仍存，俄罗斯对于不接受卢布结算的买家仍在逐一断气，因此能源问题依旧是重要的风险点。需求端看，疫情冲击尚未完全消退，且消费恢复需要时间，初端企业回暖尚有限，但近期的各项会议和一揽子刺激政策的不断加码，基建板块发力仍可期，地产、汽车及家电也存边际改善预期。短期宏观氛围偏暖，市场聚焦疫后修复，维持震荡思路。

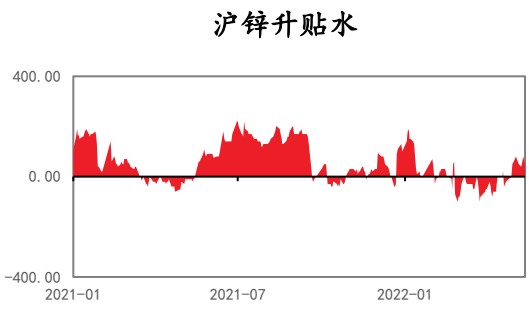
## 3 锌期货现货数据

*图表 18：锌产量*



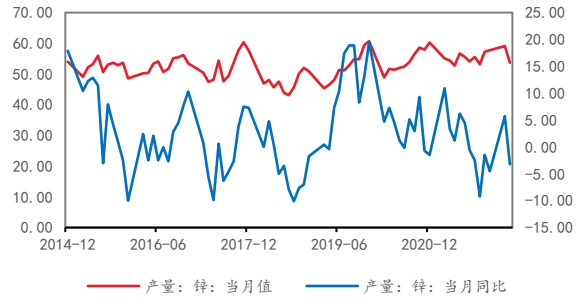

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 19：锌升贴水*



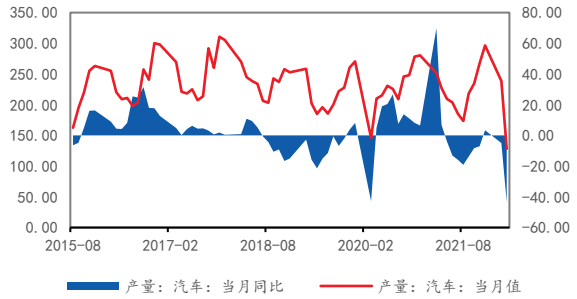

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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 增产不改偏紧局面

近期国际原油市场出现戏剧性的一幕：在 OPEC 宣布增产以弥补俄罗斯供应损失后，油价短暂急跌旋即拉升，整体仍不改长期以来的强势表现。

在俄罗斯原油出口面临欧美严厉制裁的预期下，OPEC 决定加快原油增产速度，在 2022 年 7-8 月将原油产量较原计划增加 21.6 万桶/日至 64.8 万桶/日。显然，油价实际走势表明市场并不买账。事实上，就算 40 万桶/日的增产目标对于目前的 OPEC 都是难以达到的。该组织内部仅有沙特和阿联酋还保有成规模的富余产能，但在完成既定增产目标后，两国各自的闲置产能也仅剩数十万桶/日。现有的产能余裕有限，而新产能投放周期长达数年，OPEC 提出增产只能意味着未来增无可增的时点提前到来。

回顾 2017 年以来，原油市场最担心的利空因素就是 OPEC+不遵守减产承诺，现在可以说是利空出尽了。原油市场是典型的供应端主导，无论在行业周期的上行亦或下行阶段，趋势一旦形成就会持续较长时间，直到发生实质性的改变。

## 2 供应缺口难以弥合

从原油市场的反馈来看，即使沙特决定额外增产都难以弥补原油供需缺口的预期，寻找更多货源正在成为欧美亟待解决的头等大事。

放眼全球产油国，除了已经决定主动增产的沙特和阿联酋，以及正面临严厉制裁的俄罗斯，能够短时间内向市场投放大量原油供应的只有伊朗。据市场传闻，美国政府可能默许伊朗在仍受制裁的情况下出口更多石油，以期平抑国际油价和美国汽油价格，稳定高通胀带来的巨大压力。伊朗核问题全面协议相关方在维也纳就恢复履约已进行多轮谈判，但迟迟未有结果，自俄乌战争爆发以来谈判陷入停滞，达成协议的希望越来越渺茫。此前，由于希腊配合美国扣押罚没一艘油轮装载的 11.5 万吨伊朗原油，伊朗扣留两艘希腊油轮作为报复，令事态再次升级。

目前伊朗有能力每天额外出口至多 100 万桶原油，且该国海上储油设施中大量原油可以随时投放国际市场。时值美国中期选举，而全美汽油平均价格超过 4.80 美元/加仑，如果油价在 120 美元/桶以上继续飚升，或许美国会在一定程度上放松和默许受制裁原油的出口。

## 3 库存延续下降态势

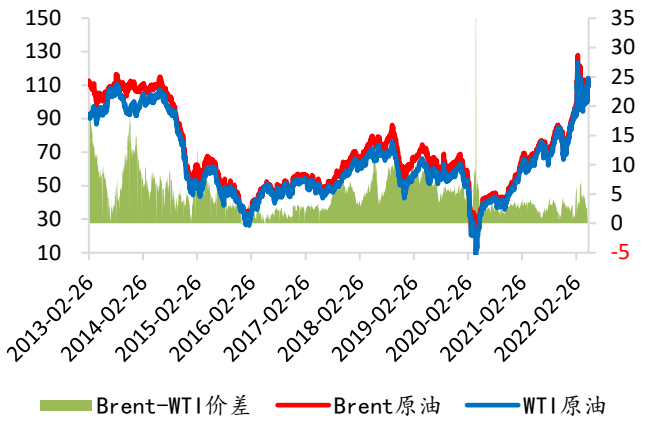
近期美国商业原油库存意外增加，主要是战略石油储备(SPR)以创纪录的速度下降所致，而燃料消费旺季对原油需求的刺激符合预期。

美国能源信息署(EIA)数据显示，截至 6 月 3 日当周，美国商业原油库存增加 200 万桶至 4.168 亿桶，与此前预期大相径庭。同期美国大量抛售储备原油 730 万桶，SPR 库存降至 5.193 亿桶，为 1987 年以来最低。成品油方面，美国汽油库存下降 80 万桶至 2.182 亿桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存增加 260 万桶至 1.09 亿桶。进入夏季传统出行高峰期，美国炼厂原油加

工量增加 35.4 万桶/日，炼厂产能利用率上升 1.6 个百分点至 94.2%，达到 2020 年疫情发生以来的最高水平。

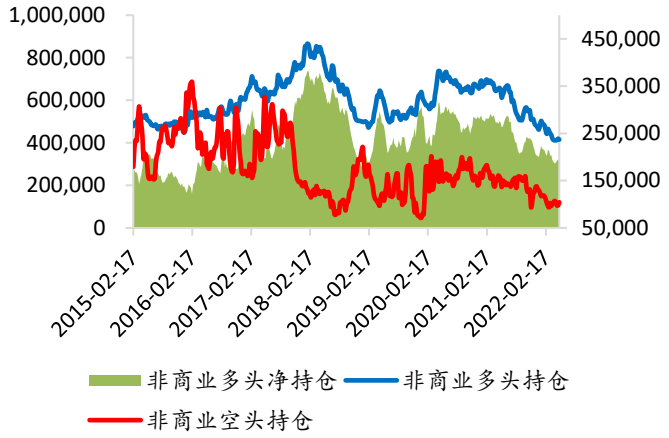
由此可见，美国商业原油库存增加是因为战略石油储备减少造成的库存转移，但未来几个月在强劲需求的推动下，预计美国原油库存将延续大幅下降的趋势。尽管美国凭借其丰富的油气资源不至于像欧洲一样深陷能源危机，但供应紧张和库存见底的事实摆在面前，原油市场强势表现具有坚实的逻辑支撑。

*图表 22：国际原油期货价格*



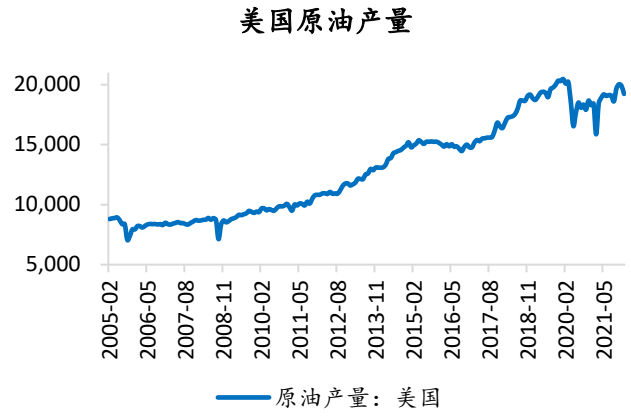

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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*



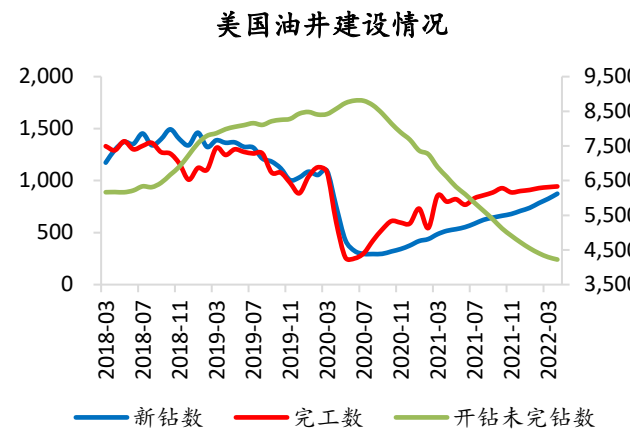

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 25：沙特原油产量*



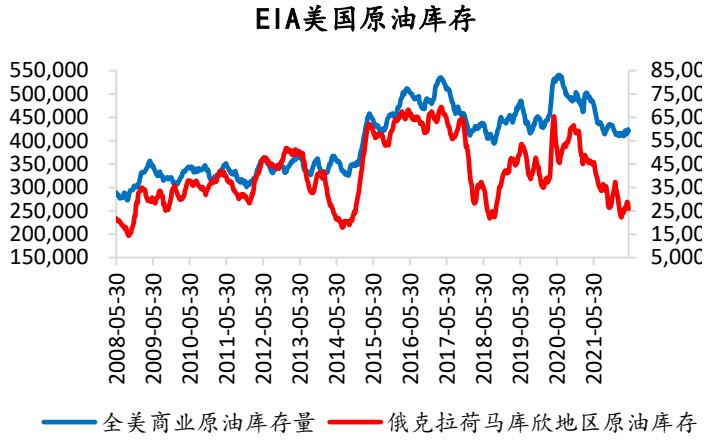

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 26：美国油井建设情况



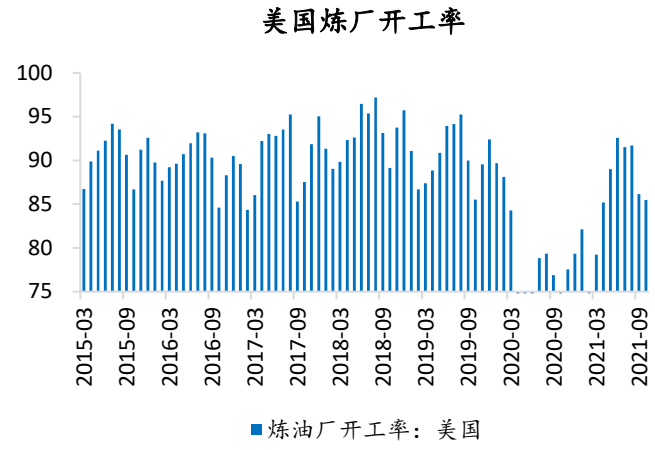

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



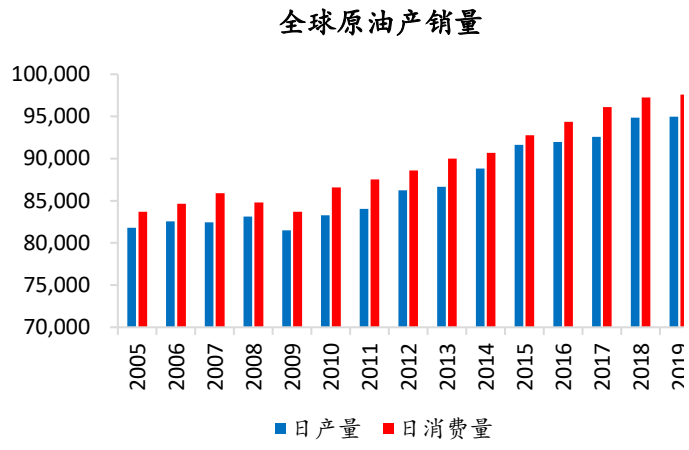

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 机构上调油价预期

欧盟对俄罗斯的新一轮制裁深刻地改写了全球原油市场格局，令主流国际投行纷纷看好后市油价表现。

欧盟各成员国批准了在 6 个月内禁止进口俄罗斯海运原油和 8 个月内禁止进口俄罗斯成品油的计划，制裁方案还包括禁止向俄罗斯到第三国的油轮船只提供航运保险，该禁令将在方案正式通过 6 个月后生效。外界普遍预期，到 2022 年底前俄罗斯原油产量将减少 150 万桶/日或更多，加剧了国际原油市场存在的供应缺口。

沙特阿美宣布，将提高除美国以外大部分地区的油价，尤其是亚洲买家承受的涨幅最大，阿拉伯轻质原油（Arab Light）的官方售价将环比上涨 2.10 美元/桶。在此情形下，美国投资机构普遍跟风看涨：花旗预测 2022 年二季度 Brent 原油价格为 113 美元；巴克莱预计 Brent 全年

平均价格为 111 美元；摩根士丹利甚至称，三季度 Brent 基本预期为 130 美元，而看涨预期高达 150 美元。我们认为，这些对油价的预估值通常是不可信的，但原油市场之强势可见一斑。

## 5 长期结构供需错配

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 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。

## 2 现货紧俏关注开割

在宏观担忧情绪见底回升后，天然橡胶主要依靠成本端支撑，但需求没有实质性改善的前提下，原料成本价格也面临动摇的风险。

6 月东南亚天然橡胶主产区基本全面进入割胶季，但当前国际橡胶市场价格低迷，胶农割胶积极性不高。近期泰国降雨较多胶水产出释放有限，国内云南版纳地区进展顺利，海南大面积开割预计推迟至 6 月中上旬。目前，新胶产量释放整体有限，港口橡胶库存水平偏低，尤其是天然乳胶现货资源偏紧。浓乳一包难求利润高企，严重分流生产全乳交割品的原料，挤占了大量全乳产能。因此，当前橡胶成本端支撑较强，在国内原料放量以及浓乳价格回落之前，预计橡胶价格延续背靠成本线震荡状态。

展望后市，6 月国内外产区天气情况和物候进程走上正轨，橡胶原料产出增加趋势较为明确。至于浓乳分流原料的问题，时下浓乳高价有利于其产量释放，供应紧缺的局面或将改变，仅靠成本支撑逻辑难以长期站得住脚。接下来应重点关注海南地区的开割进度和海关公布的天然橡胶进口数据。

## 3 原料成本支撑松动

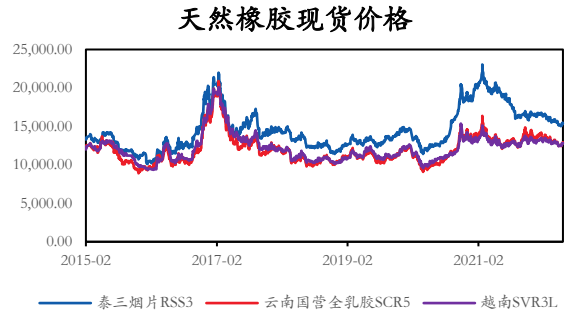
5 月中旬以来，沪胶主力盘面价格基本保持在 13000 以上，背靠成本线有较为明显支撑。

国内海南产区今年因橡胶树落叶不齐和严重白粉病导致开割时间极大推迟，5 月虽各地陆续开割但开割率提升缓慢，整体原料产出水平偏低，预计全面上量或将推迟至 6 月中下旬甚至月底。目前海南胶水日产量不到 1000 吨，进浓乳厂收购价格显著高于进全乳厂的现实情况未变。不过随着原料持续上涨，当地浓乳厂利润和订单压力增大，对高价原料接受度降低。浓乳价格高企很大程度上是现货市场的短期行为，预计不会延续数月之久，随着后期云南快速上量和海南产出增加，原料价格将回落至合理范围。

进口方面，4 月中国天然乳胶进口量仅为 3.91 万吨，同比下滑 33.69%，环比减少 21.25%，估计 5 月进口到港货源仍然有限。

当前天然橡胶走势的稳定仰赖于绝对位置偏低和现货成本支撑，这个逻辑还将维持一段时间，但若胶价反弹过高则不宜过度乐观。

图表 30：天然橡胶现货价格



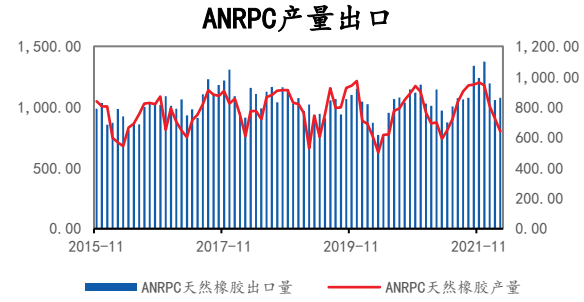

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



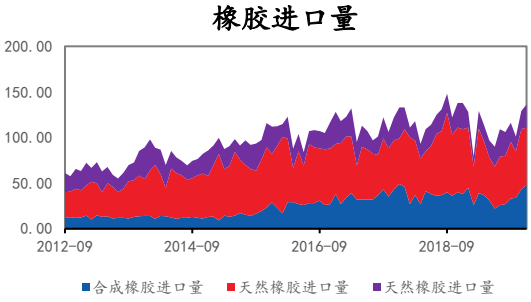

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



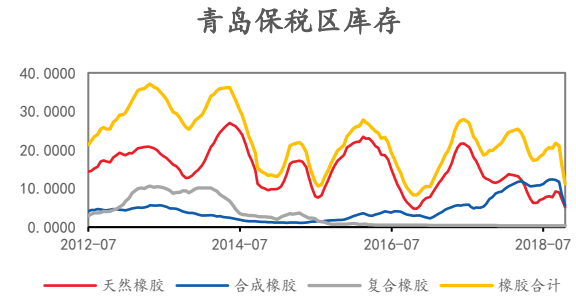

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



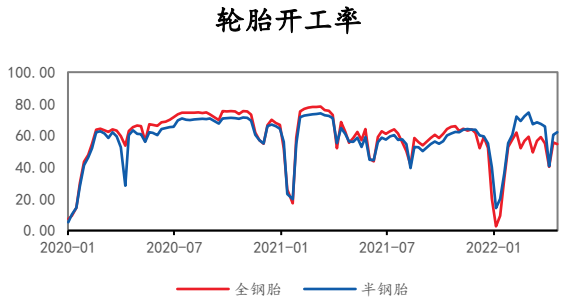

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



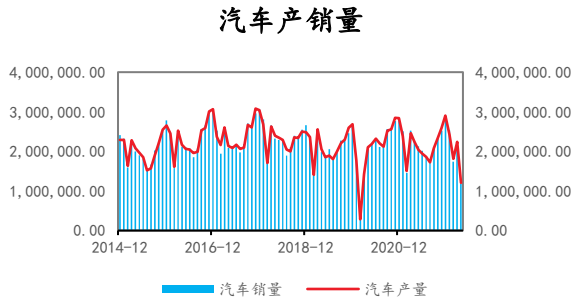

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 短期需求有限改善

除了原料成本端支撑，支持橡胶企稳的另一个逻辑是下游需求端预期的回升。

轮胎制造业方面，全国显性库存去库整体偏慢，因疫情扰动导致物流停滞等原因，轮胎成品库存居高不下，未能如期季节性大幅去库。根据 QinRex 数据，截至 5 月底国内全钢胎库存周转天数为 44 天，半钢胎库存周转天数为 43 天，均处于历史同期高位。

汽车行业方面，由于芯片荒和俄乌战争，全球供应链问题严重影响车企正常生产，全球范围内汽车产销量普遍下降。中国乘用车和商用车同样出于景气下行周期，内需外销表现均不尽人意。不过市场低迷时常有政策利好，比如汽车下乡政策加码和车辆购置税减半政策落地，以及美国或将撤销部分轮胎进口加征关税等。

预计 6 月随着全国疫情基本受控，橡胶市场将随经济恢复而改善，但较为弱势的 09 合约淡季上涨存在局限。

## 5 9-1 合约逻辑有别

5 月中旬以来，沪胶主力盘面价格基本保持在 13000 以上，背靠成本线的相对低位区间有较为明显支撑。预计 6 月随着全国疫情基本受控，橡胶市场将随经济恢复而改善，但较为弱势的 9 月合约淡季上涨存在局限。鉴于今年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

### 美国大豆种植率接近常年水平，美豆早期炒作动力下降

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 5 日当周，美国大豆种植率为 78%，分析师平均预估为 80%，去年同期为 89%，五年均值为 79%。当期美豆出苗率为 56%，去年同期为 74%，五年均值为 59%。美豆种植率接近常年水平，市场对美豆种植阶段的担忧情绪有所缓解。

### 美豆出口需求强劲回升，推动美豆价格升至 10 年高点

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截止 6 月 2 日当周，美国大豆合计出口销售净增 102.52 万吨，其中陈豆出口净增 42.99 万吨，新豆净增 59.33 万吨，均处于市场预估区间的高端。此外，民间出口商向美国农业部报告向未知目的地出口销售 14.3 万吨大豆。2022 年全球大豆供应因南美大豆大幅减产而遭遇危机，在全球粮食危机持续深化之际，美豆出口需求强劲增长，为美豆价格高位运行提供重要支撑。

### 印尼频繁调整出口政策，棕榈油价格剧烈震荡

印尼棕榈油出口政策及出口进展仍是本周全球油脂市场关注的重点。印尼在实施三周的出口禁令后宣布恢复棕榈油出口，随后又将毛棕榈油出口关税及出口专项税的合计上限从 575 美元/吨下调至 488 美元/吨。随后，印尼贸易部又宣布启动棕榈油出口加速计划，旨在出口至少 100 万吨毛棕榈油及其衍生品，加速出口计划的有效期到 7 月 31 日。规定还显示，如果需要更大的出货配额，这个配额可超过 100 万吨的限制。该消息一出，全球油脂市场纷纷承压大跌，油脂供应链有望因此得到修复。

### 马来西亚棕榈油局公布 5 月供需报告，报告数据基本符合市场预期

MPOB 公布的月度供需报告显示，马来西亚 5 月棕榈油产量为 1460972 吨，上月为 146.2 万吨，环比减少 0.07%，低于去年同期的 157.2 万吨；马来西亚 5 月棕榈油出口为 1359174 吨，上月为 105.5 万吨，环比增长 26.67%；去年同期为 126.5 万吨；马来西亚 5 月棕榈油库存量为 1521766 吨，上月为 164.2 万吨，环比减少 7.37%；去年同期为 156.9 万吨。本次报告数据基本符合市场预期，其中 5 月出口大幅增加主要是受印尼禁止棕榈油出口所致。

## 2 国内豆类市场分析

### 5 月进口大豆继续攀升，国内进口大豆供应充足

海关总署公布的数据显示，2022 年 5 月中国进口大豆 967.4 万吨，环比增加约 20%，同比增加 7.4 万吨；1-5 月累计进口 3803.5 万吨，进口数量同比下降 0.4%，进口金额同比增长 25.1%。大豆进口成本大幅攀升，是推动国内豆油和豆粕价格保持高位运行的内在动力。5 月实际到港大豆延续 4 月增长态势，有效增加国内进口大豆供应能力。据国家粮油信息中心最新数据统计显示，截止上周末全国主要油厂进口大豆商业库存 546 万吨，连续第十周上升并已经达到 2021 年 10 月中旬以来高位。近期进口大豆到港量依然偏大，叠加进口大豆拍卖，国内进口大豆供应仍将保持充足状态，为油厂维持较高开工率提供可靠保障。

### 大豆进口成本居高不下，国内豆油和豆粕轮番跟涨

美豆强势反弹直接推动进口大豆到港成本大幅跟涨。按美豆 7 月合约 1770 美分/蒲式耳，7 月

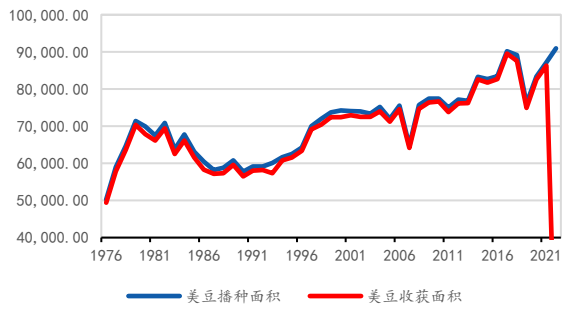
装船的巴西大豆贴水 340 美分，进口大豆理论成本价约为 5860 元/吨。受进口大豆成本升至多年高位影响，国内油厂豆粕和豆油生产成本整体攀升，而国内油厂压榨利润普遍不佳，自然提高对豆油和豆粕的挺价力度。目前国内豆粕库存约为 90 万吨，升至去年 9 月以来高位，局部油厂出现豆粕涨库现象，令豆粕主动性上涨动力不足，呈现被动跟随美豆上涨现象。国内豆油市场库存仍然偏低，配合全球油脂供应链炒作，整体仍保持抗跌状态，本周冲高回落主要是受到棕榈油市场的弱势拖累，低库存的现状仍支撑价格抗跌。

## 3 油脂油料市场展望

美豆市场保持牛市运行特征，市场对利多因素较为敏感，强劲需求导致的库存下降仍是推动美国陈豆价格向上突破的主要动力。印尼棕榈油出口政策对全球油脂市场的影响程度日渐加深，全球油脂供应链短期能否得到修复仍存在较大不确定性。国内三大油脂库存整体偏低，5 月进口食用植物油 32.1 万吨，1-5 月累计进口量为 162.8 万吨，同比下降 65.9%。植物油进口大幅下降，短期供应紧张形势难以扭转，从而可能限制油脂市场回调空间。国内豆粕市场反弹的主要动力仍在美豆，库存压力不支持豆粕价格主动上涨。豆一期货市场走势较为独立，主力资金向远月移仓，整体仍保持区间震荡特征。

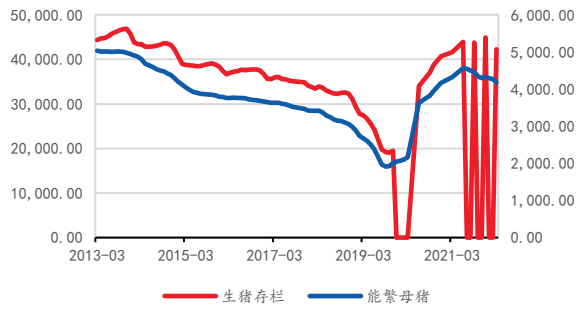
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 38：美国大豆种植收获面积*



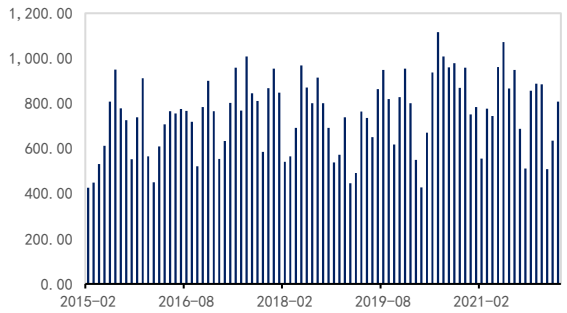

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 39：国内生猪存栏量*



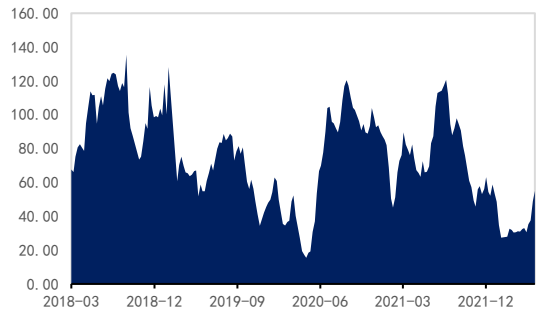

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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