中金财富期货策略周报（2022 年第 21 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：从历史上看，在不制造衰退的前提下降低高通胀的可能性不大，但即便如此，美国经济的衰退风险也不会对此轮加息产生制约，因为经济衰退是美国解决高通胀问题必须要付出的代价。在国内经济数据复苏仍面临困难，外部需求不足的情况下，工业品市场的调整走势较为正常，耐心等待调整行情结束。

股指期货：在“经济不好但不会更差+流动性好”的组合下，分母端对于市场支撑力量短期很难验伪，流动性占优的底层逻辑具备持续性。当前中外市场的劈叉就是因为流动性的差异。

铜：海外铜矿的供应在短期之内遭遇了一系列的供应干扰，但考虑到，下半年新增铜矿项目的投产，铜精矿市场的供应并不紧张。受到检修以及国内炼厂开工不及预期，国内电解铜产量依然还难以达到较高水平，整体精铜供应量较去年同期反而出现回落，国内现货对期货持续升水，并有上升趋势。综上，目前国内供需双弱，短期美国通胀压力加大，美元走强压制铜价，国内宽松政策持续推进，价格继续区间震荡。

锌：当前加工费和副产品价格上行带来的收益已经接近弥补电费成本的增加，欧洲炼厂利润已经得到修复，欧洲炼厂实际开工率恐怕已经有所上行。国内冶炼厂因矿偏紧，部分炼厂检修，供给端短期维持偏紧，LME 库存偏低。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。美联储加息导致有色金属整体走弱，市场情绪反复，短期沪锌偏震荡运行，后期关注市场消息指引。

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。

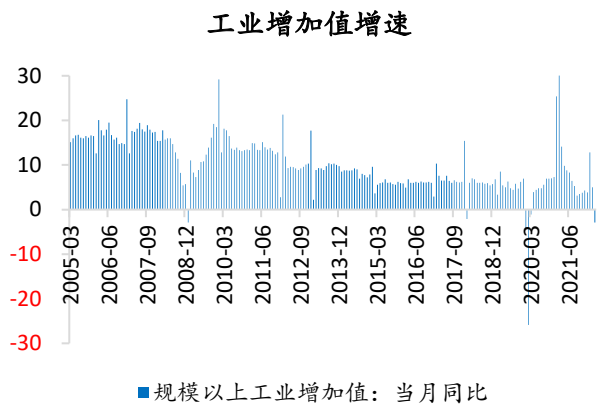
油脂油料：美联储大幅加息，欧美股市大幅下挫，经济衰退的阴影令全球金融市场风声鹤唳。美豆在完成播种后陆续进入生长期，较高的优良率削弱天气炒作的概率。目前美豆价格运行在历史高位区间，在金融市场系统性风险增加的情况下，美豆市场随时有可能释放回吐压力。印尼多措并举扩大棕榈油出口，6 月马来西亚棕榈油产量预计大幅攀升，进口利润增长有利于国内扩大棕榈油进口，改善国内油脂供应紧张预期。国内油脂期货相继大幅调整，技术形态明显偏空，有望继续向下寻找支撑。油脂急转直下令油厂转而挺粕，是近期粕价走强的主要动力。由于国内大豆压榨量维持高位，豆粕库存因素仍不支持价格过度上行。国内豆粕和菜粕价格仍会跟随美豆波动。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续抛压下价格重心下移，整体仍保持区间震荡特征。

目 录

周度策略：衰退忧虑加剧 工业品大幅回落 - 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 5 月财政支出增速显著加快 - 6 -
3 流动性：流动性维持宽松 本周实现零投放零回笼。 - 7 -
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 地缘问题仍为主导 - 14 -
2 供应难增库存低位 - 14 -
3 旺季消费热情难却 - 14 -
4 政策干预捉襟见肘 - 16 -
5 加息引发衰退忧虑 - 17 -
6 矛盾未解不轻言空 - 17 -
天然橡胶 - 18 -
1 预期触底现实疲弱 - 18 -
2 实际需求跟进缓慢 - 18 -
3 原料上量支撑松动 - 18 -
4 成本线下空间有限 - 20 -
5 后市不宜过度悲观 - 20 -
6 内在周期运行蓝图 - 21 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 - 22 -
1 外部豆类市场分析 - 22 -
2 国内豆类市场分析 - 22 -
3 油脂油料市场展望 - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 - 23 -
免责条款 - 24 -

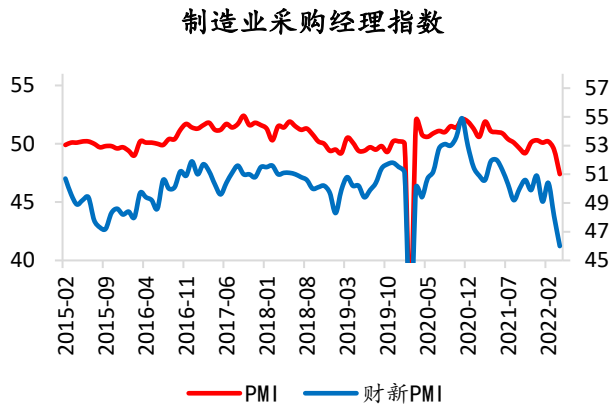
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



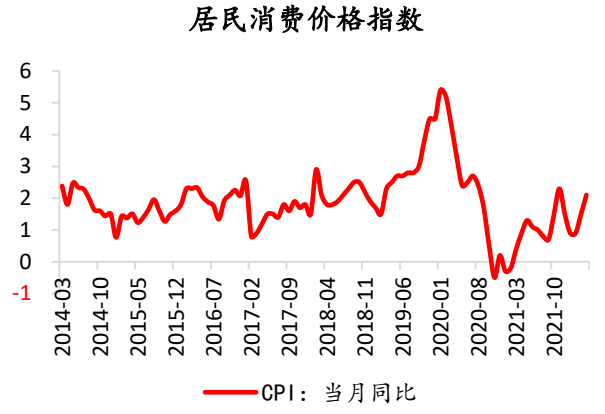
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



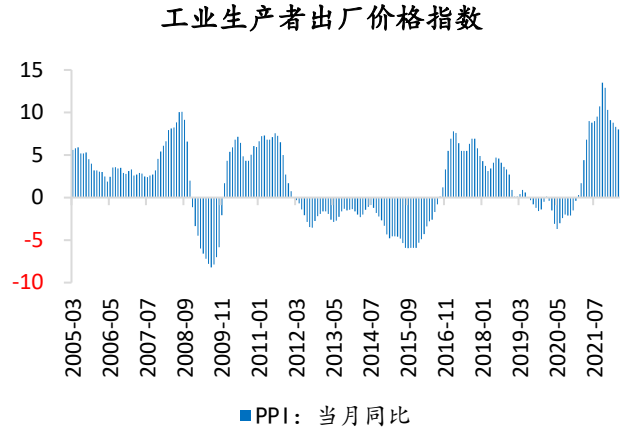
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



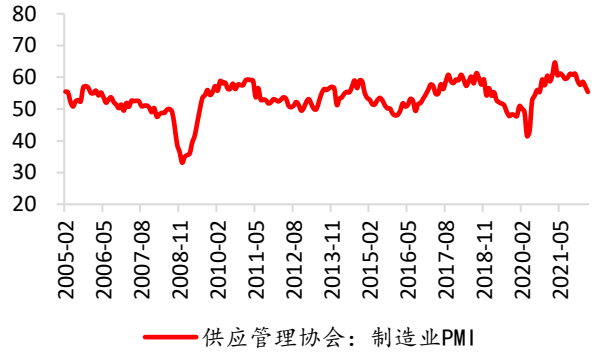
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



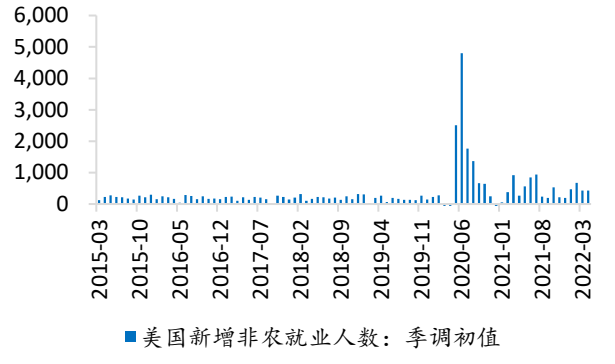
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：衰退忧虑加剧 工业品大幅回落

近期工业品市场明显弱势，除了美联储加息导致的市场对衰退的担忧之外，5 月份公布的地产数据显示固定资产投资方面依然面临较大的压力，地产链品种大幅回落。本周工业品市场明显弱势，市场调整态势明显。

经济复苏 地产仍弱

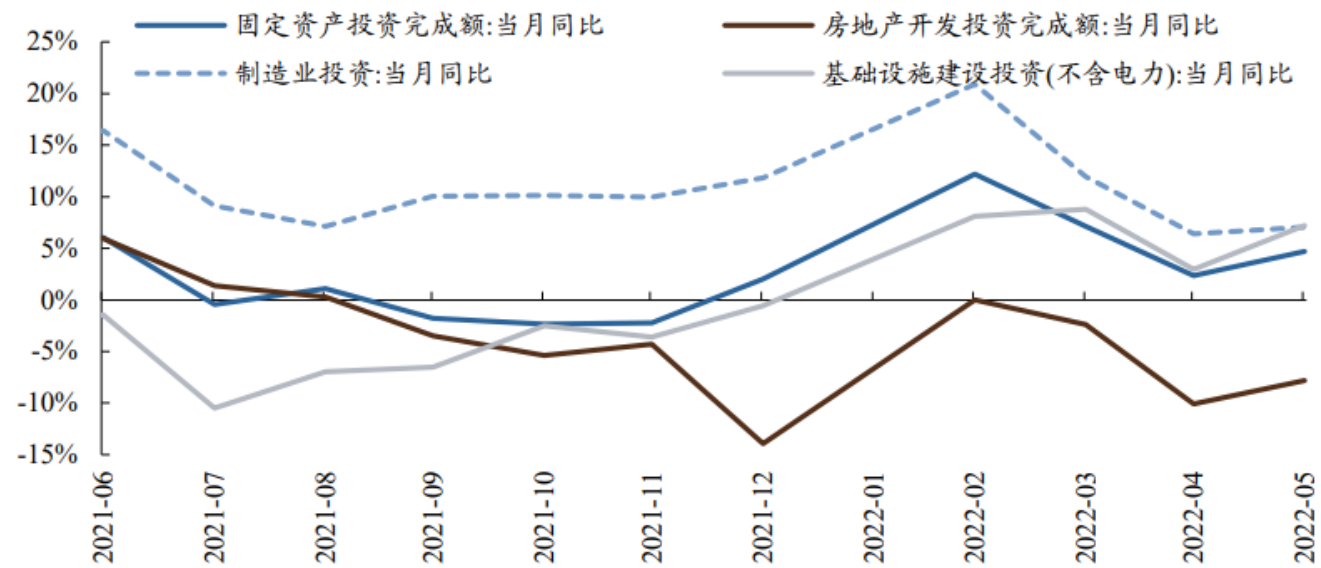
5 月份经济数据出现好转，但是局部问题依然明显，如地产和消费。经数据统一调整后，5 月名义固定资产投资同比增速从 4 月的 2.3%回升至 4.7%。5 月固定资产投资环比增速为 9.0%（年化）。分部门看，房地产投资继续负增长，基建投资增速小幅加快。

房地产开发投资同比增速为-7.7%，地产销售同比跌幅略有收窄、但仍在 4 成左右；环比折年跌幅仍超过 40%。5 月房地产开发投资同比增速从 4 月的-10.1%小幅回升至-7.7%，继续负增长。此外，5 月地产新开工面积同比增速为-41.8%，较 4 月的-44.2%几无变动，在建面积和完工面积同比增速分别为-1%和-31.3%，较上月进一步下滑。销售端，5 月商品房成交金额同比下滑 37.7%，对比 4 月的-46.6%；成交面积同比下滑 31.8%，对比 4 月的-39%；二者环比折年增速均在-40%以下。房地产销售持续低迷对开发商现金流的拖累愈发显著，5 月开发商到位资金同比增速为-33.7%，对比 4 月的-35.4%，其中开发贷和房贷同比降幅均扩大。土地成交继续疲弱、成交均价下滑：5 月土地购置面积同比下滑 43.1%，比 4 月的-57.3%略有收窄；但土地成交价款同比增速从 4 月的-28.3%进一步下滑至-40.4%，由此，土地成交均价继续下滑。

基建在政策的支撑下继续高增。从基建主要领域看，1-5 月，电力热力燃气水的生产供应业投资增速实现 11.5%，保持较高增速；交通运输仓储邮政业投资增速 6.9%，较前值 7.4%有所下滑；水利环境公共设施管理业投资同比增长 7.9%，其中，水利管理业投资增速实现 11.8%，保持较高增速。我们认为基建在下半年仍将是托举投资端增长的重要方向，是稳经济的重要抓手。

生产复苏较消费更快、房地产投资继续负增长，基建投资增速温和回升。此外，失业率仍居高位。总的来看，疫情冲击减弱、政策加大对冲推动 5 月经济数据普遍好于预期。

图表 1：固定资产投资走势



资料来源：wind，中投期货研究所

美联储加息引发市场对衰退的担忧

美联储 6 月议息会议决定，将联邦基金利率的目标区间上调 75bp，升至 1.5%到 1.75%。未来加息节奏将基于通胀的数据，75bp 不是常态。6 月点阵图显示，美联储官员大幅提升政策利率预期，2022 年和 2023 年政策利率中位数预期分别达 3.4%和 3.8%，较 3 月分别提升 1.5 和 1 个百分点，显示高通胀背景下，FOMC 更倾向于快节奏加息，2024 年政策利率的预期为 3.4%。

若要成功抑制高通胀，特别是通胀水平高于 5%左右水平时，联邦基金利率水平必须与通胀水平相当，才能有效抑制通胀，然而，在现阶段美国经济转弱、财政支出压力较大的背景下，美联储很难激进加息至 8%左右水平（5 月 CPI 同比增速 8.6%）。因此，我们认为，高通胀仍将持续较长一段时间，通胀将持续受地缘政治、供应链紧缩以及劳动力短缺问题扰动，抬升通胀粘性。从美股的角度来说，高通胀不仅抑制企业盈利、提高成本，并且导致美联储加快收紧货币政策，从估值和流动性角度冲击美股。回溯美国 1972 年和 1976 年的两次高通胀时期，也可以发现，高通胀时期，经济衰退风险显著上行，叠加美联储货币政策被通胀束缚，较难放松，美股大概率继续承压，而商品市场上的悲观情绪也很难缓解。

宏观局势不稳 市场情绪继续释放

从历史上看，在不制造衰退的前提下降低高通胀的可能性不大，但即便如此，美国经济的衰退风险也不会对此轮加息产生制约，因为经济衰退是美国解决高通胀问题必须要付出的代价。在国内经济数据复苏仍面临困难，外部需求不足的情况下，工业品市场的调整走势较为正常，耐心等待调整行情结束。

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 16 日	国常会：既果断加大力度、稳经济政策应出尽出，又不超发货币、不透支未来	立足当前稳增长，着眼长远促进经济持续健康发展	稳增长政策继续加码
	6 月 15 日	国办：强化开发区管委会等举债融资约束，坚决遏制隐性债务增量	坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。	稳增长与防风险并举
数据	6 月 16 日	1-5 月全国固定资产投资同比增长 6.2% 制造业稳定增长	基础设施投资同比增长 6.7%，制造业投资增长 10.6%	房地产对经济仍有一定拖累
	6 月 16 日	5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%	5 月份，社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%	消费复苏仍面临一定压力
事件	6 月 15 日	美联储 6 月加息 75 个基点	将基准利率上调 75 个基点至 1.50%-1.75%区间，为 1994 年来最大幅度的加息	美联储后续人家大幅度加息

资料来源：中投期货研究所

2 5 月财政支出增速显著加快

5 月财政收入仍在磨底，财税和土地出让金较 4 月微弱改善。与收入偏弱截然不同，5 月财政支出增速显著加快。

5 月财政在收入萎靡情况下仍可以积极扩张财政，受益于 5 月政府债券大量发行。5 月政府债券合计发行约 1 万亿，专项债发行的月均规模触达全年最高点，国债和地方一般债表现类似，月均发行量也达触达开年以来新高。

5 月基建投资增速接近 8%，印证疫后财政行为逻辑，财政积极扩张，推动经济疫后重启修复。

疫情及抗疫消耗大量财政财力，上半年财政已经进入一个紧平衡状态。今年 1 至 5 月，财政新增收支压力较往年同比多增 3.3 万亿。这 3.3 万亿新增压力全靠政府债券发行前置以及年初上缴的 1.65 万亿国企利润支撑。

疫后财政余力有限，下半年财政重点或落到寻求增量资金，以谋求财政再平衡。财政再平衡或有四条路径，第一，加快经济复工达产。经济修复动能越强，税收收入越高。财政减收的压力也因此得到缓解。第二，进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。第三，发行政府债券进行财政筹资。第四，打开银行信贷规模，增加基建项目预算外资金来源。

关注三季度经济运行和地产修复现状，评估三季度政府是否启用新增政府债券发行，或者打开

预算外融资，从而达成新的财政平衡。

3 流动性：流动性维持宽松 本周实现零投放零回笼。

本周，中国央行进行 500 亿元逆回购操作和 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，因本周有 500 亿元逆回购和 2000 亿元中期借贷便利（MLF）到期，本周实现零投放零回笼。

目前已进入 6 月例行缴税期，且本周地方债发行缴款规模偏大，后续需关注央行公开市场动作。

流动性维持宽松态势。银行间流动性持续处于宽松状态，DR007 低于 7 天逆回购利率。具体而言，银存间质押式回购利率涨跌互现，DR001 报 1.411%，跌 0.10 个基点；DR007 报 1.615%，跌 0.14 个基点；DR014 报 1.602%，涨 1.10 个基点。上海银行间同业拆放利率（Shibor）涨跌互现，隔夜 shibor 报 1.4130%，与前一交易日持平；7 天 shibor 报 1.6880%，下跌 2.00 个基点；14 天 shibor 报 1.6260%，上涨 1.20 个基点；1 月 shibor 报 1.8920%，下跌 0.10 个基点；3 月 shibor 报 2.0000%，下跌 0.20 个基点。银行间回购定盘利率涨跌互现。FR001 报 1.4500%，与前一交易日持平；FR007 报 1.6500%，涨 2.00 个基点；FR014 报 1.6000%，跌 5.00 个基点

4 宏观策略

从历史上看，在不制造衰退的前提下降低高通胀的可能性不大，但即便如此，美国经济的衰退风险也不会对此轮加息产生制约，因为经济衰退是美国解决高通胀问题必须要付出的代价。在国内经济数据复苏仍面临困难，外部需求不足的情况下，工业品市场的调整走势较为正常，耐心等待调整行情结束。

5 股指期货市场分析

指数继续强势上行

本周 A 股继续强势反弹，沪深 300 指数涨 1.65%，上证 50 涨 1.26%，中证 500 涨 1.22%。

北向资金本周累计成交 6097.98 亿元，成交净买入 174.03 亿元。其中，沪股通合计净买入 123.81 亿元，深股通合计净买入 50.22 亿元。

估值及变化：上周万得全 A 市盈率（TTM）收于 12.81，较上期上涨 0.36，市场有回暖迹象，各主要指数估值出现不同程度短期修复。其中，创业板指和科创 50 估值上升居前，分别上涨 1.94 和 1.05；上证 50 估值修复偏弱，仅上涨 0.33。

历史分位：上证指数、万得全 A、沪深 300 及创业板指 5 年市盈率历史分位分别为 25.8%、39.0%、42.0%和 45.6%，尚处于历史分位相对较低水平，但是逐渐接近中值水平。

全球主要权益指数估值对比：伴随近期反弹行情，A 股主要指数估值均有回升，A 股估值性价比绝对优势尚存，相对优势有所减弱。

成长型与价值型的指数估值对比：截至 6 月 10 日，创业板指/沪深 300 相对市盈率为 4.06，较

前值上涨 0.60%；创业板指/沪深 300 相对市净率为 4.15，较前值上涨 0.54%。可见在近期估值回升的过程中，成长风格修复优于价值。

指数强势特征未改 继续关注逢低做多机会

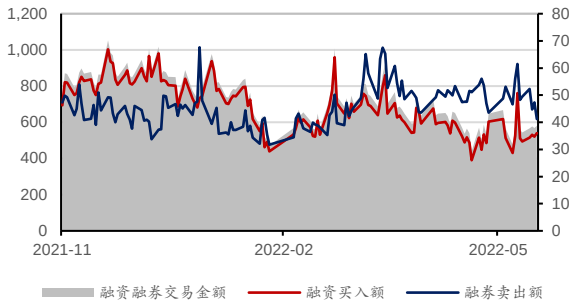
流动性是当前股市市场的主要上行动能。

在年初 A 股大跌过程中，经济下行，以及疫情的冲击较大。而对应于当前，我们认为这种情况正在发生变化。虽然基本面盈利预期的反转还有待时日，但市场对于分子端的负面冲击钝化，基本面的验证期会被容许拉长，会促导短期市场对于国内基本面仍然孱弱选择轻视，使得基于流动性逻辑的配置获得一定持续性。在“经济不好但不会更差+流动性好”的组合下，分母端对于市场支撑力量短期很难验伪，流动性占优的底层逻辑具备持续性。

6 月至今累计净流入达 412.6 亿元，这与前两轮反弹形成鲜明对比，成为近期市场最明确的增量资金。同时，年初至今北向资金流入 400 亿左右，明显低于常年平均水平（往年平均月均 200-250 亿左右）。其中，5-6 月至今北向资金流入金额接近 550 亿元，基本上上弥补 3 月大幅流出的 420 亿。

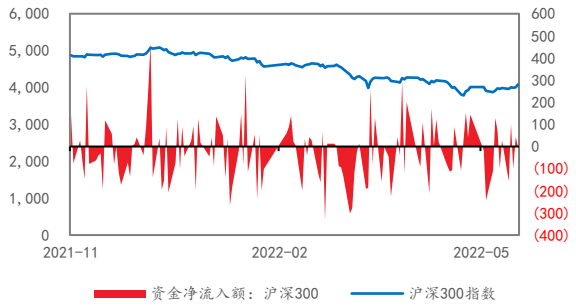
在流动性宽松的背景下，预计指数仍将继续保持强势。

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



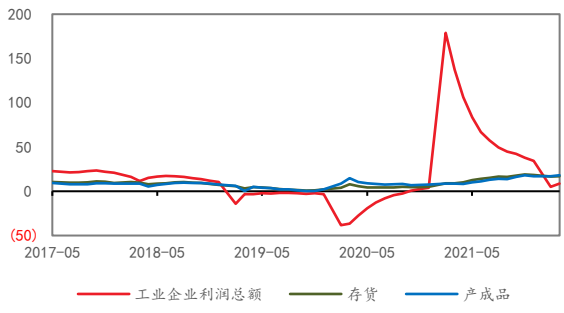
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。秘鲁是全球第二大铜生产国，2021 年铜产量约为 230 万吨。2022 年以来，当地贫困社区因不满于未受益于铜价上升而频繁对当地铜矿运营举行抗议活动，嘉能可旗下的 Antapaccay 铜矿和五矿资源拥有的 Las Bambas 铜矿都受到影响。6 月 10 日五矿资源发布公告，社区就终止抗议活动达成协议，矿山预计于 2022 年 6 月 11 日复产。至此，为期近 2 个月的抗议活动结束。Bambas 铜矿产量占全球铜产量的 2%，复产将提升铜精矿供给量。秘鲁 Tacna 省南部地震对铜矿生产影响有限。虽有事故影响，但也有较多公司有产量增长的计划，一季度 Minto 矿山铜产量同比增长近 71%至四千余吨，泰克资源 QB2 项目预计下半年投产，自由港印尼公司今年的铜矿及精铜产量目标较去年同比大幅增长。国际铜研究组织(ICSG) 在 5 月份快报发布的初步数据显示，2022 年第一季度世界矿铜产量同比增长 2.6%，其中铜精矿产量同比增长约 2.2%，湿法冶炼电解铜产量同比提高 4.7%。

精炼铜产量小幅增长

从产业层面来看，TC 难以突破 80 关口，但重心明显上移。5 月中国电解铜产量为 81.92 万吨，环比下滑 1.0%，同比下滑 3.6%。5 月份国内电解铜产量由于集中检修期，外加山东两家冶炼厂虽然在 5 月份陆续投料复产但仍未出铜，导致国内整体产量位于低位运行。从 6 月份冶炼厂排产计划来看，铜陵金冠，东南铜业，南国等都逐渐进入检修期，虽然有部分冶炼厂从检修期恢复，但整体依旧处在检修集中期中。整体的增量主要来自于三家冶炼厂的投料复产，以及个别冶炼厂的检修恢复。虽然大冶阳新弘盛 40 万吨电解铜新项目因部分设备未能及时运达，原计划的投料时间被迫推迟，但随着后续富冶，铜陵扩建项目陆续投产叠加山东 2 家冶炼厂复产，下半年国内产量将稳步攀升。

废铜供应紧张

废铜可以作为原料进行冶炼成为精铜，也可以直接加工为废铜杆，约有 50%的废铜进行冶炼，50%的废铜直接进行加工。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

海外铜矿的供应在短期之内遭遇了一系列的供应干扰，但考虑到，下半年新增铜矿项目的投产，铜精矿市场的供应并不紧张。精铜方面，受到检修以及国内炼厂开工不及预期，国内电解铜产量依然还难以达到较高水平，整体精铜供应量较去年同期反而出现回落，国内现货对期货持续升水，并有上升趋势。综上，目前国内供需双弱，短期美国通胀压力加大，美元走强压制铜价，国内宽松政策持续推进，价格继续区间震荡。

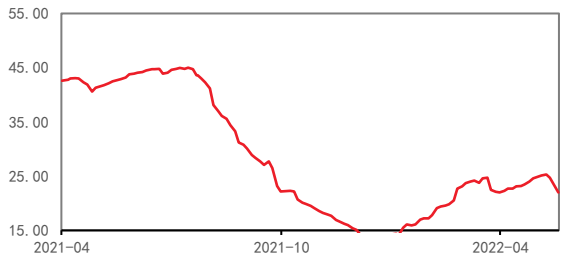
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



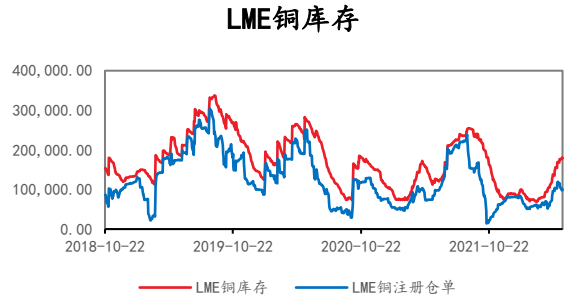
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



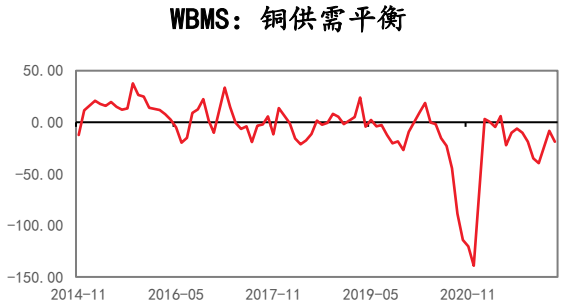
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



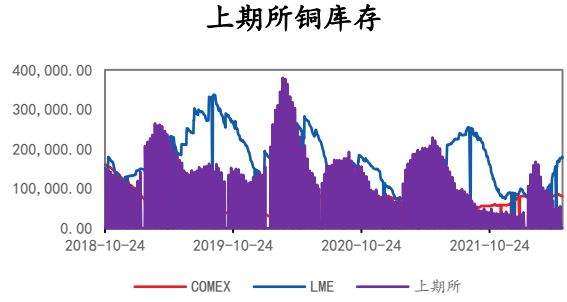
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



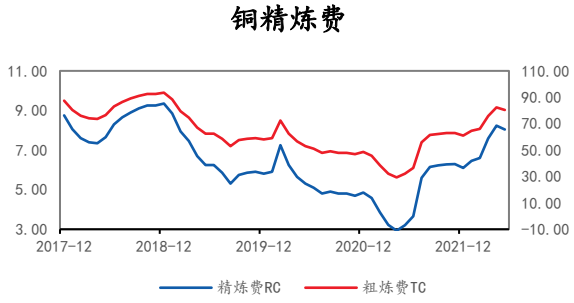
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，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 3400 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。5 月国内精炼锌产量为为 51.52 万吨，环比增加 3.97%，同比增加 4.16%。1-5 月精炼锌累计产量为 248.3 万吨，累计 同比减少 1.09%。预计 6 月产量环比减少 0.08 万吨至 51.44 万吨。国内整体精炼锌增量依然不及预期，主要原因为原 料端紧缺，且目前国内次氧化锌计价系数也在不断不涨，预计全年精炼锌增量仅为 15 万吨左右。

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。近期压铸锌合金厂家普遍对后市持悲观情绪，一方面，压铸厂家有

迁往东南亚地区的趋势；另一方面，当前国内外订单数量均未看到恢复性提升。且原料价格持续高位抑制压铸锌合金订单数量，据 SMM 调研，4-5 月行业 PMI 均在荣枯线以下。

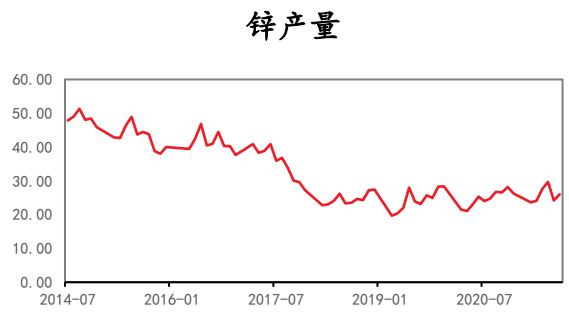
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

当前加工费和副产品价格上行带来的收益已经接近弥补电费成本的增加，欧洲炼厂利润已经得到修复，欧洲炼厂实际开工率恐怕已经有所上行。国内冶炼厂因矿偏紧，部分炼厂检修，供给端短期维持偏紧，LME 库存偏低。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。美联储加息导致有色金属整体走弱，市场情绪反复，短期沪锌偏震荡运行，后期关注市场消息指引。

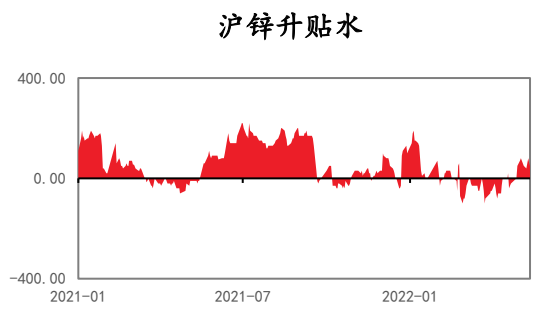
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



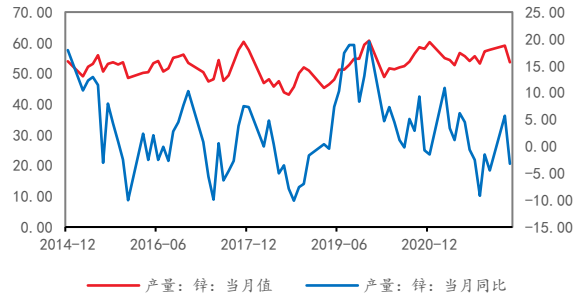
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



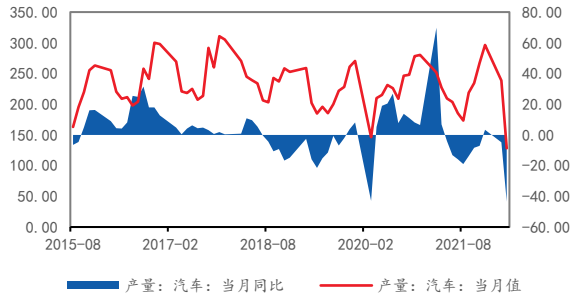
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地缘问题仍为主导

显然，目前国际原油走势受供应端主导，而能源供应最核心的不确定因素是制裁对俄罗斯原油的影响程度。对此，美国能源信息署 EIA 在 6 月短期能源展望报告中，对俄乌战争给原油市场带来的一系列冲击进行了评估和推演。

依据制裁协定，欧盟对俄罗斯原油进口禁令将在 6 个月内实施，石油制品进口禁令将在 8 个月内实施。但考虑到制裁对航运保险等的限制，这些潜在的连带风险可能会使未来俄罗斯原油产量下降程度超出预期。EIA 据此预测，在 2022 年一季度到四季度，俄罗斯的液体燃料总产量（包含原油、凝析油等）将从 1130 万桶/日大幅下降至 930 万桶/日，加剧了国际原油市场供应紧张的局面。

引用外交部发言，“世界上大部分国家并没有参与欧美对俄罗斯的单方面制裁”，体现在原油市场上，主要是中国、印度等亚洲国家继续进口俄罗斯原油。俄罗斯官方数据显示，4-5 月乌拉尔原油平均出口价格为 73.24 美元/桶，低于国际油价达 32%，俄罗斯的廉价原油具有极高竞争力。因此 EIA 意识到制裁并不会让俄罗斯丧失大部分市场份额，假设欧盟禁止的原油约有 80%将找到其他买家，将 2022 年俄罗斯原油产量预估值上修 38 万桶/日。

综上我们认为，地缘政治局势给全球能源供应端带来的不稳定性，对过热的原油市场仍构成上行风险，但应警惕预期拉满后的反向波动。

2 供应难增库存低位

OPEC+进一步放宽限产政策配额，预计 2022 年该组织原油产量可增加 260 万桶/日，但由于缺乏长足的上游投资，2023 年原油产量可能减少 52 万桶/日。非 OPEC+产油国将逐渐引领供应增长，预计 2022-2023 年将分别增加 190 和 180 万桶/日。无论如何，目前欧盟对俄罗斯石油的制裁禁令已无斡旋余地，而全球能源企业闲置产能水平较低，一段时期内供应将难以满足需求。

当前，全球原油库存正处于近年来相当低的水平。在 OPEC 宣布加大增产力度后，EIA 判断 2022 年内经合组织原油库存将恢复增加，全球原油将出现 44 万桶/日的累库。不过，自 2020 年三季度以来这轮全球原油去库影响深远，预计直到 2023 年四季度之前原油库存仍将低于 5 年移动平均值。低库存水平难以对油价形成打压，反而放大了极端波动的风险。

美国能源信息署 EIA 数据显示，2021 年石油和天然气行业勘探开发的资本支出较 2015-2019 年疫情发生前的平均水平降低了 28%。也就是说，在可预见的未来原油市场将继续吃紧。

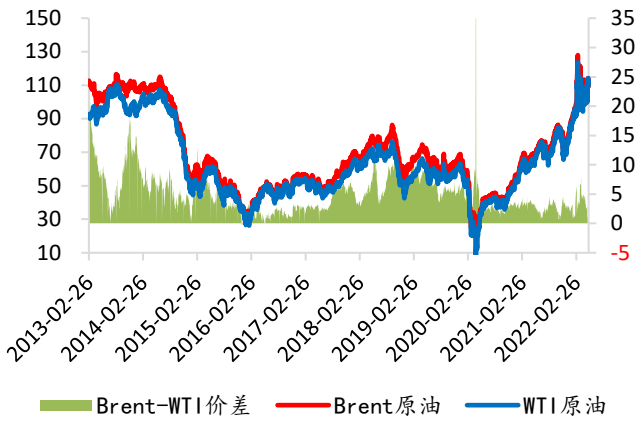
3 旺季消费热情难却

随着夏季出行高峰期到来，供需吃紧导致美国燃料价格达到创纪录水平。美国汽车协会数据显示，全美汽油平均零售价格直逼 5 美元/加仑，柴油达到 5.753 美元/加仑。不过高盛仍然认为，当前如此之高的能源价格还不足以抑制需求增长，汽油进一步涨价才能让美国人开始削减消

费。鉴于全球经济在后疫情时期的复苏，对原油及制品的需求持续增长，这种趋势表明消费韧性尚且能够消化现阶段的油价上涨。美国能源信息署的统计佐证了上述观点，尽管油价节节攀升，美国汽油需求却如期升至年内最高水平，但仍比 2019 年同期水平下降近 6%。

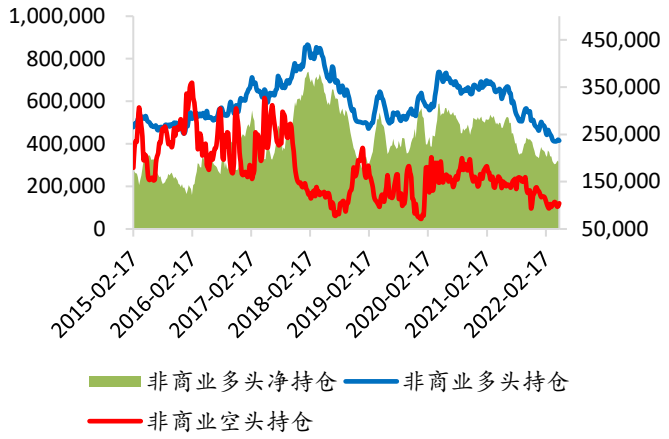
不过，鉴于中国疫情防控措施对经济的不确定性，以及美联储激进加息引发美国经济陷入衰退的担忧，IEA 将 2022 年三季度原油需求预估值下调 30 万桶/日至 9980 万桶/日，四季度需求预估值下调 10 万桶/日至 1.004 亿桶/日。好在需求端整体仍处于复苏阶段，预计 2023 年全球原油需求将达到 1.016 亿桶/日，超过疫情大流行之前的水平。

图表 22：国际原油期货价格



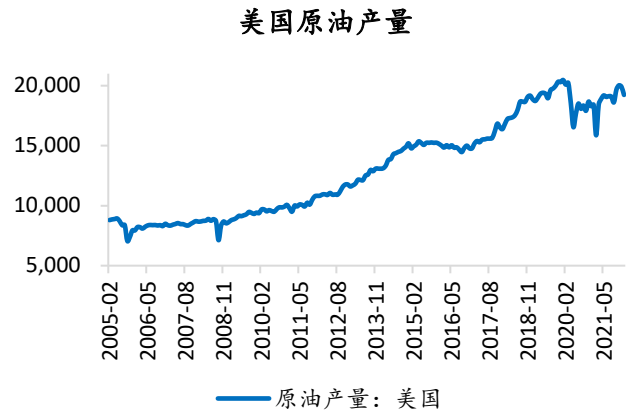
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



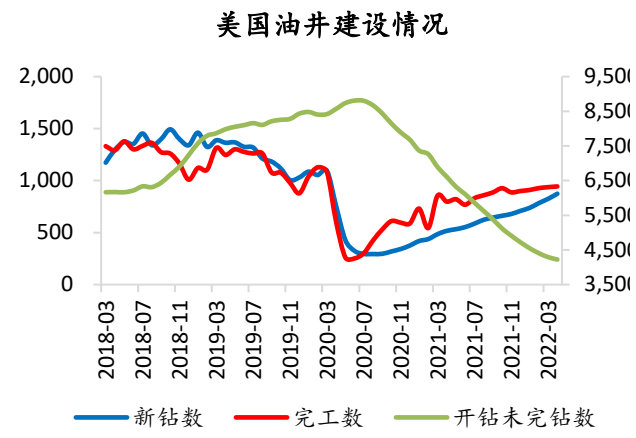
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



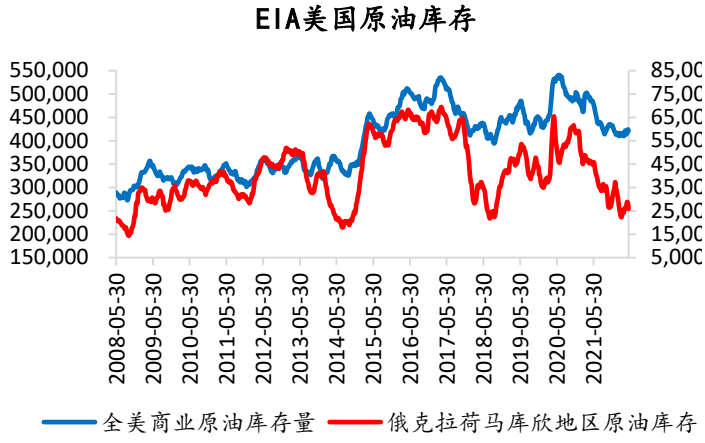
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



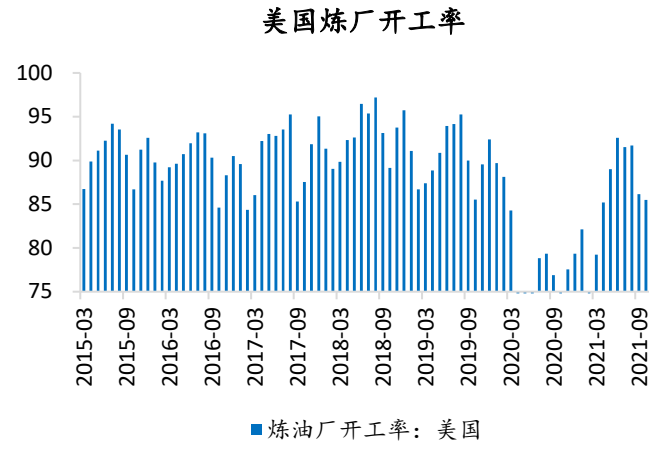
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



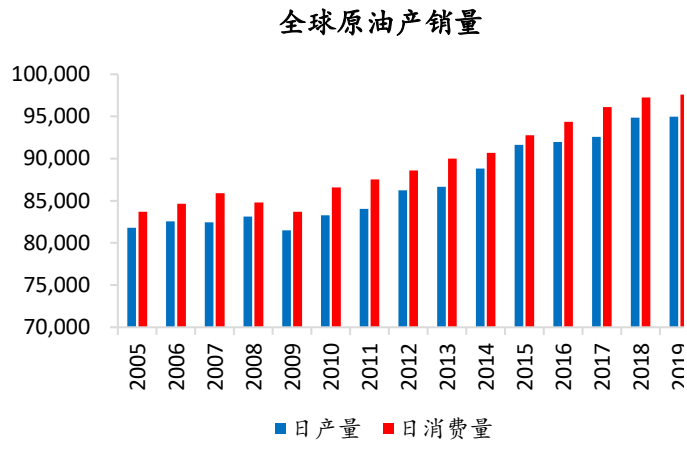
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策干预捉襟见肘

能源价格上涨引发的严重通胀已经成为美国政府的燃眉之急，拜登甚至公开抨击石油巨头：埃克森美孚去年赚的钱比上帝还多！为转移矛盾，白宫宣称美国石油公司利润丰厚却不钻探增产，而是把资金用于回购自己的股票，并抛出应对它们追缴多项巨额税收的言论。此外，美国政府准备按计划将从战略石油储备(SPR)中出售最多 4500 万桶石油，在本年度夏季 SPR 释放量将高达 3900 万桶，持续释放水平折合约 100 万桶/日。

然而，这些举措并未对原油价格造成实质性压力。深层次的原因是，美国政府在法理上很难干涉本土企业的经营决定，且释放的储备原油品质上几乎都是酸性和重质原油，对 WTI 和 Brent 这样的轻甜等级原油几乎没有多大影响。但无论如何，在避险情绪浓厚的氛围下，油价又上涨如此之高，短期回调的风险不可忽视。

5 加息引发衰退忧虑

俄乌战争和国际博弈的结果是，今年国际原油价格已飙升逾 60%。油价飞涨将美国社会置于严重的通胀风险中，美联储激进的加息节奏引发经济陷入衰退的担忧。

美国劳工部报告显示，5 月 CPI 同比增长 8.6%，超过了 4 月的 8.3%，创 1981 年以来最大增幅。美联储在控制通胀方面显然仍然落后于形势发展，这一前瞻性指标可能意味着，即使现在美国需求强劲，但未来原油走势或将遭受负反馈效应的反噬。

作为对通胀危机的回应，美联储大幅加息 75 个基点并下调了未来经济增长预期，将导致市场流动性收紧。直观来看，国际原油以美元定价，走势和美元指数呈负相关。更重要的是，缺乏融资将使得投资萎缩和就业恶化，造成家庭可支配收入减少，最终的结果是总需求下降，能源消费亦难豁免。美国经济预期滑向衰退周期，这将损害到全球最大原油消费国的需求，进而对高位上的油价施加回调压力。

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 预期触底现实疲弱

当前天然橡胶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。但综合季节规律和产业链等方面来看，橡胶淡季逆势上涨还是有困难的，若胶价反弹过高则不宜过度乐观。

国内疫情反扑和管控措施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，目前橡胶价格触底后显得跌无可跌，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 实际需求跟进缓慢

我们应该清醒地意识到，橡胶基本面尚未摆脱积贫积弱的现实。近期沪胶的骤然大跌是因为需求实际跟进缓慢，盘面如果过快上涨将为套利盘入场做空提供机会。

目前海南产区仍未全面开割，预计开割时间较预期再度延迟，叠加海外主产区进入雨季，短期国内原料供应回升有限。近期下游轮胎企业全钢胎开工率为 52.69%，半钢胎开工率为 63.59%，由于成品库存高企导致检修安排增多。库存方面，青岛地区天然橡胶一般贸易库及保税区内库存均持续回落。截至 6 月上旬，青岛天然橡胶样本一般贸易库存同比下降 41.2%至 20.27 万吨；样本保税库存同比减少 0.33 万吨；中国天然橡胶社会库存为 104.87 万吨，较去年同期下滑 10.19%，6 月国内天然橡胶现货再次进入去库存周期的可能性较大。

我们仍认为，在国内供应压力不大和下游需求恢复的情况下，天然橡胶市场将在震荡中有限回暖。

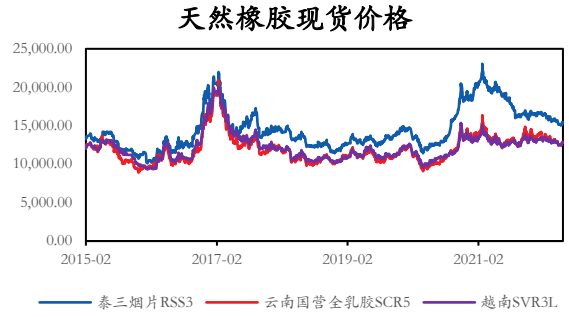
3 原料上量支撑松动

鉴于下游需求并没有出现实质性改善，春节后以来橡胶价格主要受原料成本端支撑。

5 月国内销区天然胶乳现货紧俏程度愈演愈烈，甚至一度泰国非黄散包无贸易商主动报盘。但随着 6 月上旬海南产区原料胶水释放有所增加，且市面上高价浓缩乳胶成交受阻，海南当地进浓乳厂胶水收购价格下滑至 16000 元/吨左右，进全乳厂胶水收购价格在 11900 元/吨左右，二者仍有相当夸张的差距。不过在后期全面开割上量和浓乳分流减少的预期下，原料胶水价格下滑将对天然橡胶成本支撑造成一定削弱。

目前，国内销区天然乳胶现货流通依然紧俏，但市场报盘已经略微出现松动，加上宏观大环境并不乐观，因此橡胶不宜淡季逆周期追多。

图表 30：天然橡胶现货价格



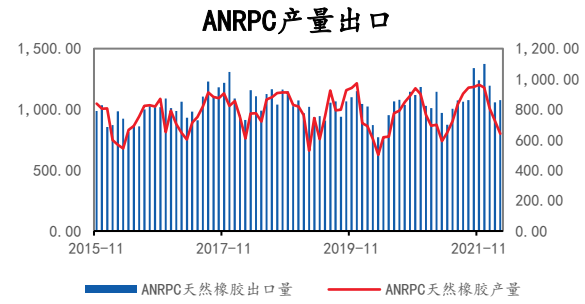
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



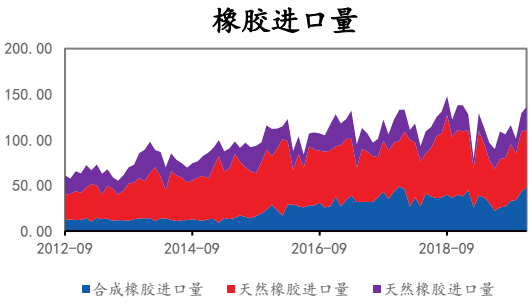
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



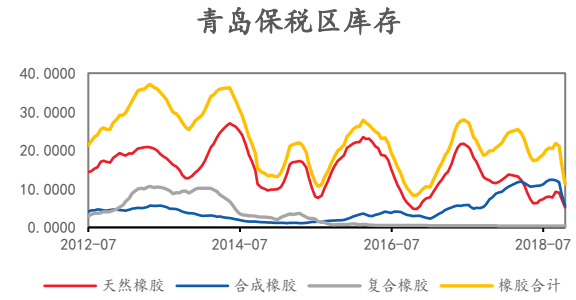
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



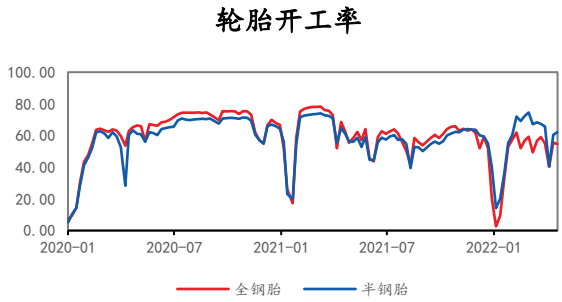
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



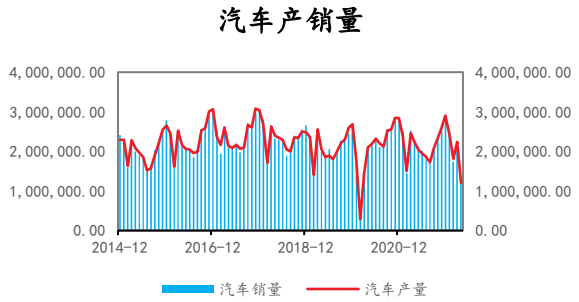
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 成本线下空间有限

总体来看，天然橡胶在内的大宗商品场主要受宏观氛围和交投情绪受影响，预计一段时间内盘面将宽幅震荡。

泰国产区原料上量预期走强，胶水价格持续下滑，美金胶报盘跟跌明显，远月船货价格走低，对现货市场形成拖累。不过贸易商仍多处于观望阶段，补货情绪暂未出现好转，叠加海运船期延迟的问题，港口现货紧缺状态短期内难以得到有效缓解。下游制品企业目前开工维持低位，浓乳实际需求惨淡因而无法维持高价，对全乳原料分流减弱，进一步增加天然胶乳市场行情走跌的风险。后期天然橡胶供应维持稳中有升，但随着汽车产销环比回暖，终端需求存在向好预期。

初步推断，天然橡胶价格虽跟随原料下调，但成本线支撑仍然成立，继续深幅连跌的空间和概论都不大。

5 后市不宜过度悲观

泰国农业及合作社部举行解决橡胶价格问题会议，评估了 2022 年初至今对天然橡胶生产和贸易等情况，主要结论是：随着中国疫情受控和恢复生产，橡胶市场形势和进出口情况应有改善，但仍面临一些不确定性。

泰国橡胶机构预测，2022 年泰国橡胶产量为 490.7 万吨，比上年增长 1.48%；2022 年泰国橡胶出口量为 421.8 万吨，比上年增长 2.03%。在物候条件正常和疫情冲击减弱的前提下，2022 年泰国橡胶供应将有所增加，但仍然存在船运紧张价费高昂的问题，船期安排不畅导致交货时间延迟。泰国是全球第一大天然橡胶生产和出口国，必须做好供应链管理，而重点就是第一大橡胶消费市场中国。目前国内疫情已趋于好转，新增感染人数大幅下降，上海和长三角地区积极推动企业恢复生产，新能源发展对电动汽车行业的投资增加。

从大方向上看，天然橡胶供应增速基本触顶，下游需求或已触底，剔除季节性波动不宜过度悲观看待。

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

美豆优良率达到 70%，天气炒作情绪下降

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 12 日当周，美国大豆生长优良率为 70%，符合分析师平均预期，去年同期为 62%。当周美国大豆种植率为 88%，低于分析师平均预估的 90%，去年同期为 93%，五年均值为 88%；当周美豆出苗率为 70%，去年同期为 85%，五年均值为 74%。美豆生长指标持续好转，缓解市场对美豆未来产量下降的担忧。

美国陈豆库存偏紧，支撑美豆价格高位运行

美国农业部于 6 月 10 日公布 6 月全球及主要国家大豆供需报告。整体来看，本次报告中美国大豆库存数据利多，南美产量数据维持上月预估水平未做调整。其中美国旧作（2021/2022 年度）数据保持紧缩预期，为美国陈豆价格抗跌提供重要支撑。在旧作供需平衡表中，出口数据由上月的 21.4 亿蒲式耳上调至 21.7 亿蒲式耳，未来继续上调的幅度相对有限，压榨数据未作调整，与上月数据保持一致。旧作结转库存由上月的 2.35 亿蒲式耳下调至 2.05 亿蒲式耳，略低于市场平均预期的 2.18 亿蒲式耳，预估区间为 1.66-2.4 亿蒲式耳。旧作期末库存即为新作期初库存，该数据的变化直接影响到新作供需平衡表的变动。

印尼棕榈油加速回流国际市场，马来西亚棕榈油产量大幅增加

印尼棕榈油出口政策及出口进展仍是全球油脂市场关注的重点。在此前降低税费的基础上，本周印尼政府继续扩大棕榈油出口额度，为棕榈油加速回流国际市场创造条件，全球油脂供应链将得到修复。受印尼棕榈油出口渠道恢复影响，马来西亚棕榈油出口将面临较大竞争压力。两家船运调查机构公布的数据显示，6 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口环比下降 3.5%-6.1%，另一船家运调查机构的同期数据则显示增长 5.6%。另外，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，6 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 47.90%。马来西亚棕榈油出口下降与产量回升，预计 6 月棕榈油库存将明显增加。多重利空因素叠加，马来西亚棕榈油市场出现连续下跌局面。

2 国内豆类市场分析

进口棕榈油利润回升，国内企业积极扩大进口

受前期印尼禁止棕榈油出口影响，内外价格出现严重倒挂，国内棕榈油进口出现断崖式下降。库存严重不足导致国内棕榈油价格与其他油脂价格严重偏离正常值。随着印尼加速棕榈油出口，印尼棕榈油价格大幅下降，降幅超过国内棕榈油价格。进口棕榈油理论利润升至 3300 元/吨之上，国内进口商采购需求明显增加。据马来西亚船运机构的统计数据，6 月上半月中国进口马来西亚棕榈油达到 7.97 万吨，环比增幅高达 118.96%。内外盘棕榈油价差关系回归正轨，国内棕榈油进口趋于正常，国内油脂整体供应偏紧状态正在逐步缓解。本周国内棕榈油价格大幅下挫，成为油脂市场下跌的领头羊，棕榈油与豆油和菜籽油之间的不合理价差得到明显纠正。

豆粕库存止降转升，豆粕价格表现抗跌

据国家粮油信息中心最新公布的统计数据显示，截止 6 月 13 日国内主要油厂豆粕库存 90 万吨，较上周同期下降 2 万吨，主要是国内油厂大豆及豆粕库存偏高导致部分油厂出现胀库，油厂压榨数量下降所致，豆粕库存结束了连续六周的上涨后出现略微的下降。目前国内港口大豆新增

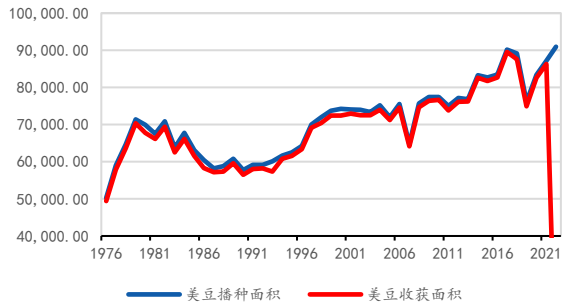
库存高于国内压榨数量，进口大豆供应仍处于增长阶段。进入夏季后，国内畜禽养殖处于消费淡季，饲养成本较高挤占养殖利润，养殖户补栏意愿受限，豆粕等饲料需求难有起色。随着国内油厂大豆周度压榨量再度回升至 190 万吨以上，预计短期内国内豆粕库存仍有增长空间。

3 油脂油料市场展望

美联储大幅加息，欧美股市大幅下挫，经济衰退的阴影令全球金融市场风声鹤唳。美豆在完成播种后陆续进入生长期，较高的优良率削弱天气炒作的概率。目前美豆价格运行在历史高位区间，在金融市场系统性风险增加的情况下，美豆市场随时有可能释放回吐压力。印尼多措并举扩大棕榈油出口，6 月马来西亚棕榈油产量预计大幅攀升，进口利润增长有利于国内扩大棕榈油进口，改善国内油脂供应紧张预期。国内油脂期货相继大幅调整，技术形态明显偏空，有望继续向下寻找支撑。油脂急转直下令油厂转而挺粕，是近期粕价走强的主要动力。由于国内大豆压榨量维持高位，豆粕库存因素仍不支持价格过度上行。国内豆粕和菜粕价格仍会跟随美豆波动。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续抛压下价格重心下移，整体仍保持区间震荡特征。

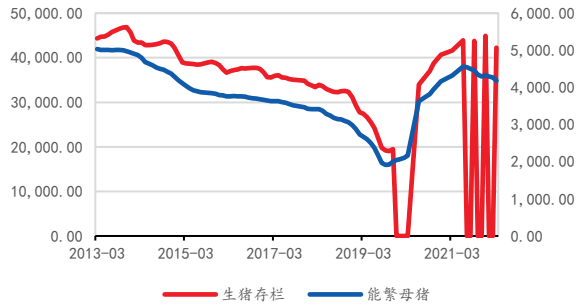
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



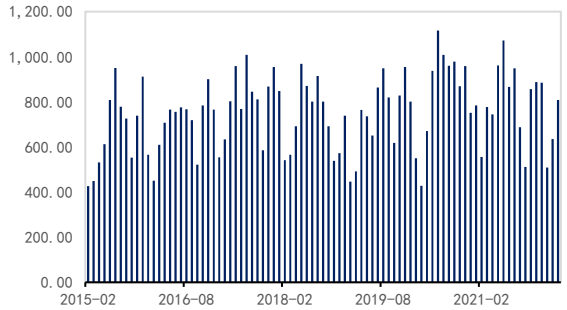
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



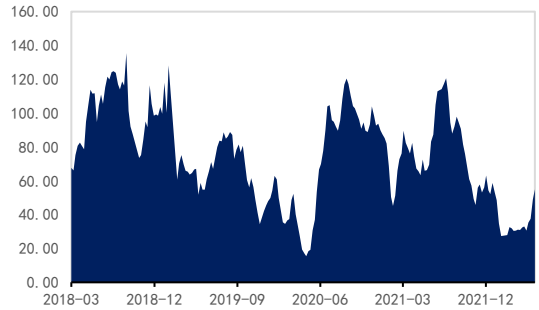
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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