中金财富期货策略周报（2022 年第 22 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：M2 增速创 2017 年来新高，追平 2020 年疫情初期，社会融资创近 6 年次高，仅小幅弱于 2020 年 5 月。在房地产吸水能力减弱的背景下，资金流入股票市场态势明显，指数进入自我强化的上涨阶段。

铜：高通胀下美联储激进加息，而且更多央行追随美联储鹰派加息，引发市场对全球经济衰退的担忧加剧，有色普跌。受宏观利空因素发酵，有色板块集体重心下移。基本面，上游铜矿库存小幅下降，但仍处在较高水平，冶炼厂原 料供应基本充足，叠加硫酸价格大幅上涨，高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；不过国内炼厂开始转入集中检修期，预计产量将小幅下降。近期铜价大幅回落，下游市场交投升温，不过持货商对后市悲观，出货意愿较强；近期市场到货量增多，铜市库存出现大幅回升。并且终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临，铜或以震荡偏弱趋势为主。

锌：能源危机对欧洲精锌供应的扰动趋弱，但上周俄罗斯突然再次减少北溪一号对欧洲天然气供应量，欧洲天然气和电价短期内大涨，因此能源对欧洲精炼锌供应的扰动前景仍面临一定的不确定性。国内由于部分炼厂临时计划检修影响，6 月精炼锌产量预计将继续减少。高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；不过国内炼厂开始转入集中检修期，预计产量将小幅下降。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。

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。

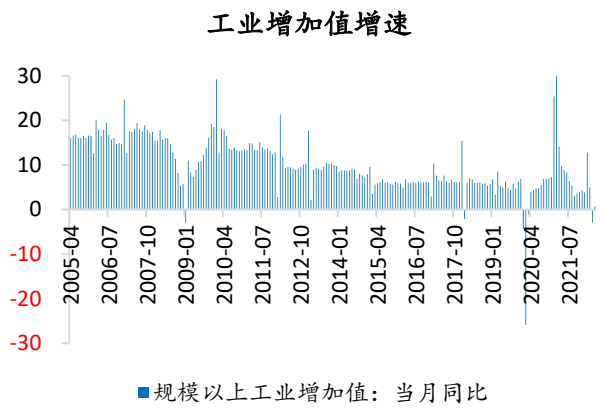
油脂油料：美联储大幅加息，欧美股市大幅下挫，经济衰退的阴影令全球金融市场风声鹤唳。美豆在完成播种后陆续进入生长期，较高的优良率削弱天气炒作的概率。目前美豆价格运行在历史高位区间，在金融市场系统性风险增加的情况下，美豆市场随时有可能释放回吐压力。印尼多措并举扩大棕榈油出口，6 月马来西亚棕榈油产量预计大幅攀升，进口利润增长有利于国内扩大棕榈油进口，改善国内油脂供应紧张预期。国内油脂期货相继大幅调整，技术形态明显偏空，有望继续向下寻找支撑。油脂急转直下令油厂转而挺粕，是近期粕价走强的主要动力。由于国内大豆压榨量维持高位，豆粕库存因素仍不支持价格过度上行。国内豆粕和菜粕价格仍会跟随美豆波动。豆一期货市场走势较为独立，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：如何看待这轮工业品的下跌？ - 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 政策继续加码 - 7 -
3 流动性：逆回购放量 - 7 -
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 加息引发衰退忧虑 - 15 -
2 俄乌地缘趋向明朗 - 15 -
3 需求放缓隐忧浮现 - 15 -
4 基本面无实质变化 - 17 -
5 坚持看多但不追高 - 18 -
6 矛盾未解不轻言空 - 18 -
天然橡胶 - 19 -
1 上涨缺乏利多驱动 - 19 -
2 海南割胶推迟支撑 - 19 -
3 浓全乳价差料回落 - 19 -
4 下游实际需求触底 - 21 -
5 绝对低位不宜追空 - 21 -
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 - 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 - 24 -
4 油脂油料市场主要数据 - 24 -
免责条款 - 26 -

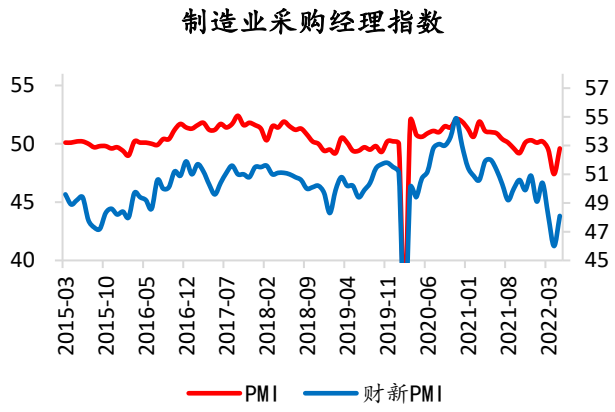
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



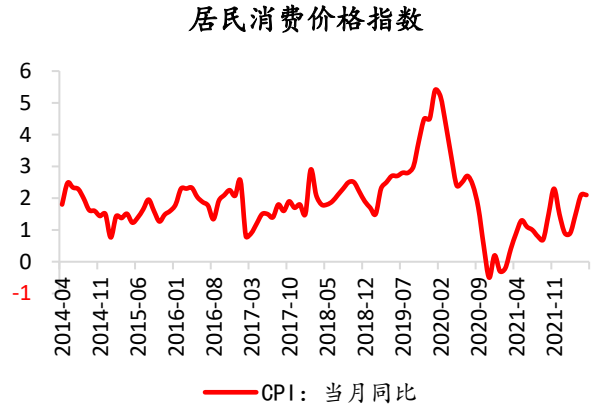
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



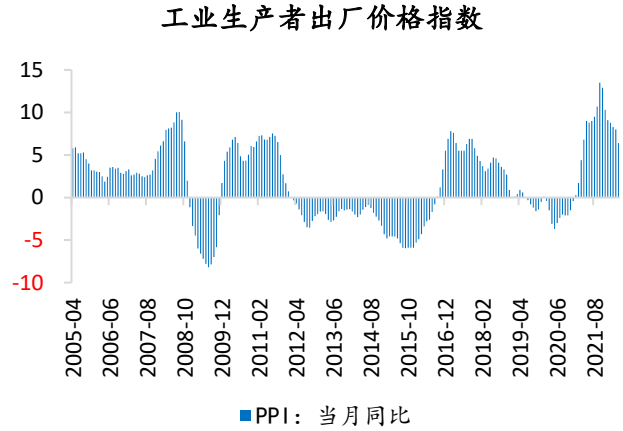
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



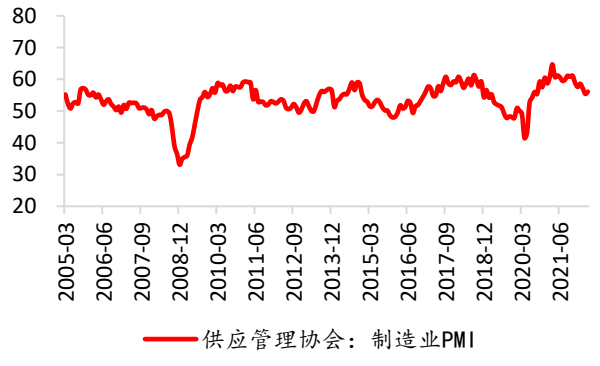
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



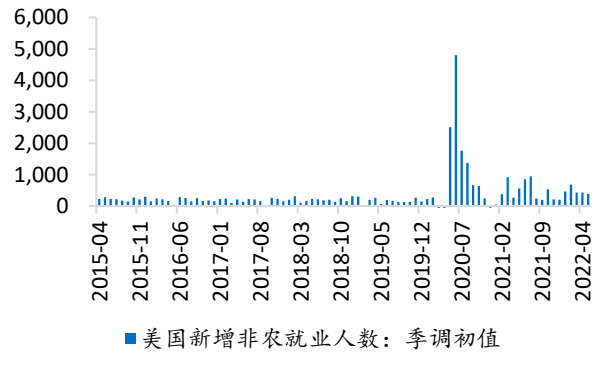
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：如何看待这轮工业品的下跌？

本周工业品大幅下跌，铜在上周大跌 6%的情况下再度大跌近 8%，有色金属的基差达到近 20 年最高；螺纹钢两周跌幅接近 14%，主力合约一度回到 4000 元附近的位置，钢厂普遍亏损。对于工业品的大跌，到底是“熊市”的开端，还是调整结束呢？

市场交易悲观预期

市场的悲观预期主要来自两个方面，分别是美联储加息和地产调控。

先看地产，5 月地产投资与销售有边际回暖，但仍然孱弱。

虽然 5 月地产销售环比 25.8%，但是 1-5 月商品房销售面积同比下降 23.6%，降幅继续扩大；5 月百强房企操盘面积同比-53%。5 月中长期贷款增加 1047 亿元，同比少增 3379 亿元。反映房地产市场“预期减弱、需求不足、供给冲击”三重压力愈演愈烈。

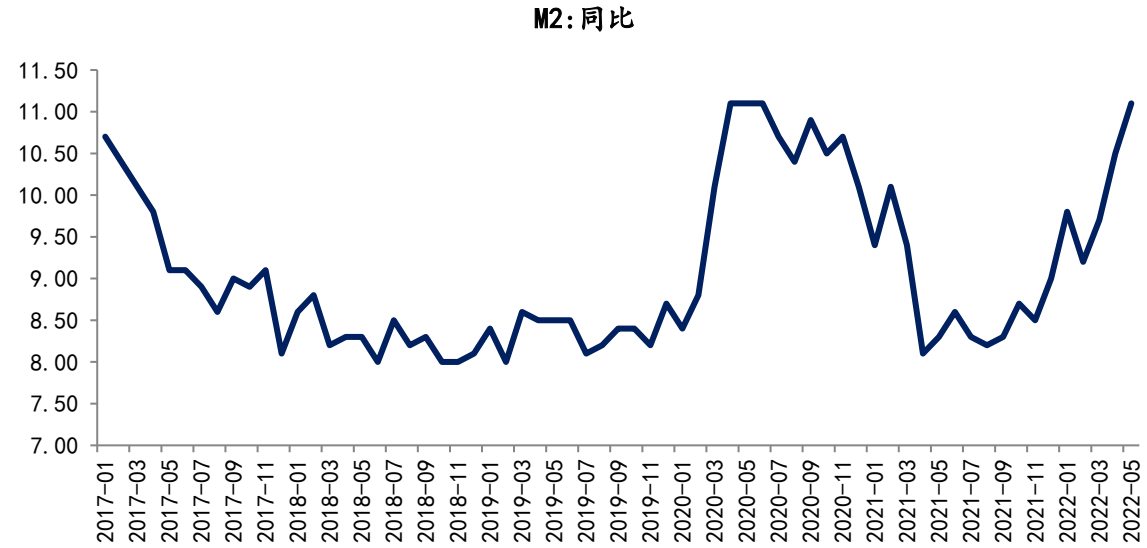
如果以全年实际 GDP 增速 5.5%的目标为锚定，制造业投资全年达到 8.8%左右水平下，如果基建投资累计同比能达到乐观假设前提的 12%，对应需要全年地产投资同比增速需要达到 6.1%。

地产市场景气低迷的症结在于商品房销售走弱，并负反馈影响到企业现金流，进一步影响居民和企业信心，彼此间形成一种负反馈效应，与此同时其他资金来源也较为紧平衡。

而观察未来商品房销售，居民加杠杆能力和意愿是关键，尤其是刚需人群：当下而言，居民加杠杆面临的关键问题，一是能力不足，二是意愿较弱。回顾 2008-2009 年以及 2014-2015 年两轮地产全面放松：与第一轮放松相比，第二轮地产供需两端预期均弱，杠杆空间也并非彼时核心约束，主要是居民加杠杆能力和意愿均受到约束，对应放松周期时长明显增加，并且从调控方式上来看，更多的是从需求端入手，侧重提升居民加杠杆意愿和能力，措施包括下调房贷利率、降低交易税费、降低首付比例、放宽首套房的认定标准、棚改货币化等等。

考虑到需求端的压力较大，房地产面临的压力依然很难缓解。预计 2022 年地产投资累计同比为-6.7%，考虑保障房后预计全年地产投资增速为-4.4%，全年走势或呈现“前低后高”特征。

图表：M2 同比



资料来源：wind，中投期货研究所

美联储加息下的衰退担忧

再看美联储加息。美国通胀率继续攀升至近 40 年新高，通胀居高不下已经成为美联储当下的“心头大患”，6 月美联储强势加息 75 个 BP，创 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度。如果美国无法从供应链恢复、石油和食品价格启稳等供给侧角度进行改善，强势加息会削弱经济活力，不排除有经济陷入衰退的风险。

美联储强势加息会令风险资产进入波动调整期，前期积累泡沫会逐步释放，美股已处于泡沫破裂边缘，股市已表现出对可能产生的经济陷入衰退风险的担忧，美联储强势加息引发的风险资产调整已经在加密货币市场出现。

美联储强势加息还会带动长期美债收益率走高，不仅收紧了企业的金融条件还会令企业融资环境恶化，尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，高收益债券信用违约风险或将上升。

美联储强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济发展均造成巨大阻碍，家庭按揭贷款发生违约的风险或将增大。

美联储强势加息抑制通胀是以牺牲短期经济安全为代价，欧洲面临的困难更大。6 月欧元区消费者信心指数为-23.6，环比下降了 2.4，这是自 2020 年 4 月疫情爆发以来的最低水平。自 2021 年 3 月以来，欧元区的商品和服务新订单首次未能出现增长，制造商产出出现两年来的首次下降。欧元区在 4 月和 5 月激增的旅游和娱乐活动在 6 月却“接近停滞”，企业对未来一年的商业预期降至 2020 年 10 月以来的最低水平。

自 1950 年代以来 12 轮美联储加息周期中，美国经济有 9 次以衰退而告终，目前市场交易衰退，也是较为正常的反馈。

如何看待这轮工业品调整行情？

目前欧美居高不下的通胀，主要影响因素在供给端。据旧金山联储测算，美国通胀飙升的成因

约 50%可用供给紧张解释，而需求因素仅占三分之一。由于加息影响需求端，但是供应紧张的状况难以出现实质缓解，这点我们在前期的策略报告反复阐述过，我们认为工业品进入熊市的概率不大。

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 24 日	鲍威尔国会听证第二日：哪怕经济大幅放缓，只要通胀未迅速降低，美联储政策就不会转向。	鲍威尔称要看到通胀正在降温的明确证据，否则不愿意转变货币政策紧缩立场	“最鹰”措辞——抗击高通胀的承诺是无条件的
	6 月 23 日	李克强：没有超发货币，目前货币政策主要指标在正常区间	保持经济运行在合理区间，两个重要指标是稳就业稳物价，粮食和能源是稳物价的基本支撑。	货币宽松的尺度很难衡量
数据	6 月 24 日	美国制造业 PMI 跌至两年新低	美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.4，创 23 个月新低	加息下美国制造业面临较大压力
	6 月 20 日	美国房租中位数在过去一个月首次突破 2000 美元	创历史新高	美国租房市场的最新数据表明，美国实际 CPI 水平远远不止 8.6%
事件	6 月 9 日	中证 1000 股指期货开始征求意见	2022 年 6 月 22 日，中金所向社会公开征求中证 1000 股指期货、股指期权合约及交易细则的意见。	股指期货市场进一步丰富

资料来源：中投期货研究所

2 政策继续加码

就国内环境而言，随着疫情防控进入常态化，国内生产活动渐趋恢复正常，六大发电集团日均耗煤量持续抬升，并已高于去年同期水平。在需求端，政策呵护叠加疫情好转，房地产市场明显回暖，30 大城市商品房成交面积回升至 451 万平米，接近并超过去年中枢水平，2021 年三季度、特别是今年疫情防控形势恶化后所呈现的下行趋势得到初步扭转，但考虑到购买需求存在集中释放的可能，其持续性尚待观察；房地产销售情况的向好，不仅有利于稳定预期推升正反馈的形成，而且也将有利于房地产企业资金环境的改善，对其投资给予支持。类似于 2020 年，在供给先发、需求跟随的节奏下，6 月国内经济将出现更大力度的恢复。

政策方面，本周国常会再度强调消费对国内经济的重要性，指出“要进一步释放汽车消费潜力”，5 月底以来，在物流等供给端问题逐步得到解决的基础上，管理层再度将呵护需求作为调控重点，房地产及汽车消费的呵护不仅对其本行业极为有利，而且因其产业链长、涉及面广，政策对需求的提振也更为高效。

3 流动性：逆回购放量

此前，央行连续 14 个工作日开展 7 天 100 亿元逆回购，利率为 2.1%。本周，中国央行进行 1000

亿元逆回购操作，因本周共有 500 亿元逆回购到期，本周实现净投放 500 亿元。

今年以来市场流动性相对宽松，反映短期资金成本的 7 天 Shibor(上海银行间同业拆放利率)持续走低，目前处于 2019 年以来的较低水平。

在目前疫情持续多点散发的情况下，货币政策仍有意维持流动性体系偏宽松状态，流动性宽松，资金利率处在历史低位。

4 宏观策略

目前欧美居高不下的通胀，主要影响因素在供给端。据旧金山联储测算，美国通胀飙升的成因约 50%可用供给紧张解释，而需求因素仅占三分之一。由于加息影响需求端，但是供应紧张的状况难以出现实质缓解，这点我们在前期的策略报告反复阐述过，我们认为工业品进入熊市的概率不大。

5 股指期货市场分析

指数创反弹新高

本周 A 股继续暴力上行，沪深 300 指数涨 1.99%，上证 50 涨 1.31%，中证 500 涨 0.82%。

本周北上资金净买入 40.66 亿元，-97.03 亿、-10.63 亿，-68.19 亿，+120.33 亿，+96.18 亿。

货币宽松，外资流入，是行情超预期的密码。资金流入可观测口径下，“聪明钱”是场外增量资金主力，外资、两融增量贡献超千亿。市场底部反弹以来，可监控到的高频资金来源主要涵盖外资、两融、公募和私募，其中外资与两融是持续贡献增量资金，而公募发行延续低位，私募发行也未见放量，“聪明钱”成为近期重要的边际增量资金来源。其中外资流入以配臵盘为主，5 月以来累计净流入超 370 亿元，交易盘的加速流入则主要集中于 6 月，截至 6 月 22 日，北上 5 月以来累计贡献 579.5 亿元；两融资金伴随市场企稳反弹，融资余额温和回升，两融资金也加速回流，截至 6 月 22 日，两融资金在 5 月以来已贡献 555.9 亿元。

市场底部强势反弹以来，目前可观测到外资、两融已确定性贡献超千亿增量，但无论是量级还是流向上，解释效力仍较为有限，所以定性判断场内资金的权益加仓可能是近期资金主力，其中私募、险资具备更高的加仓空间，可能贡献较多资金增量。此外，近期股民情绪的强势拉升也暗示居民参与热情的高涨，因此也不排除居民财富入市和基金申赎有所提速

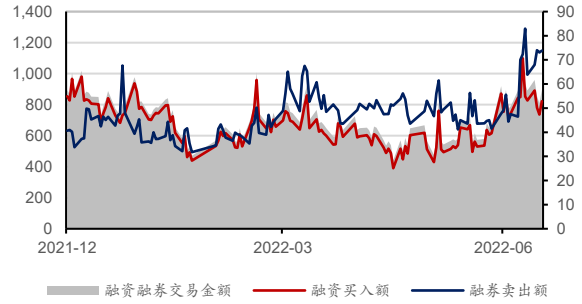
宽松态势下 指数进入自我强化螺旋

流动性宽松是本轮行情大涨的根源，目前货币宽松程度直逼 2020 年疫情爆发初期。

M2 增速创 2017 年来新高，追平 2020 年疫情初期，社会融资创近 6 年次高，仅小幅弱于 2020 年 5 月。在房地产吸水能力减弱的背景下，资金流入股票市场态势明显

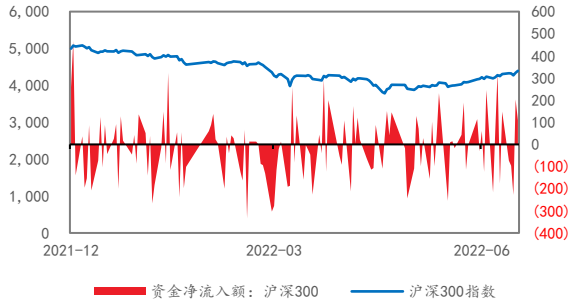
经济回升只是次要因素。稳增长政策仍处加码期，在资金合理充裕支撑下，扩大有效投资、支持汽车消费、家电下乡等促投资、促消费政策频频落地；经济增长底部回升，但总体复苏斜率依然偏弱，投资端地产复苏仍为弱势、消费复苏有所受制。

图表 8：融资融券数据图



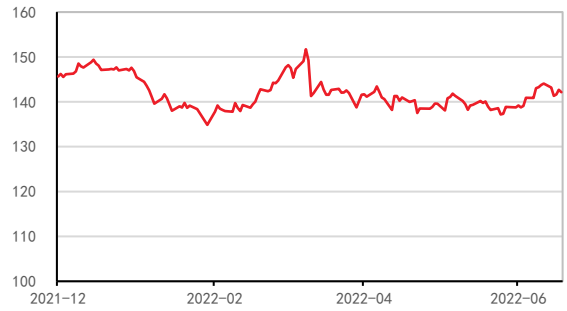
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



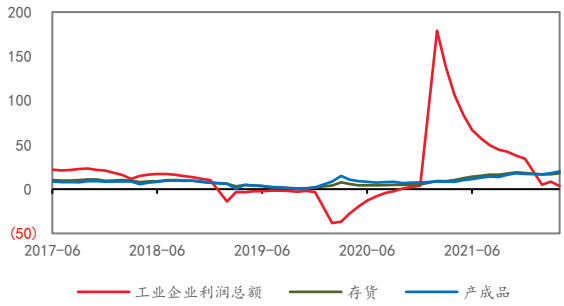
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

2021 年随着全球铜矿产能的逐渐释放，据 USGS 统计，2021 年全球铜矿产量为 2100 万吨，比 2020 年的 2060 万吨增加 1.9%。对于铜行业来说，全球的铜矿开采依赖于铜矿企业持续的资本开支和勘探支出，按照资本开支规律，从资本开支到产能释放普遍需要 4 至 5 年的时间。2017 年以来随着铜价反弹，矿山企业资本开支增加，但增量并不明显。2021 年伴随铜价再次走强，预计全球铜矿资本开支将再度步入恢复性增长期，但预计总量依然受限；一方面是好的项目比较稀缺，另一方面经历了上一轮产能过度扩张带来的过剩压力，目前行业较为谨慎。目前，前两轮资本投入产能陆续释放，结合现有市场公开信息来看，未来几年铜矿供应预计将有明显增量。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%。据 SMM 统计，2022 年海外铜精矿新扩建将达到 110 万金属吨，为近几年的最高水平，预计下半年铜矿产能继续释放的情况下，铜矿供应方面大概率持续增加，整体保持宽松水平。

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

高通胀下美联储激进加息，而且更多央行追随美联储鹰派加息，引发市场对全球经济衰退的担忧加剧，有色普跌。受宏观利空因素发酵，有色板块集体重心下移。基本面，上游铜矿库存小幅下降，但仍处在较高水平，冶炼厂原 料供应基本充足，叠加硫酸价格大幅上涨，高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；不过国内炼厂开始转入集中检修期，预计产量将小幅下降。近期铜价大幅回落，下游市场交投升温，不过持货商对后市悲观，出货意愿较强；近期市场到货量增多，铜市库存出现大幅回升。并且终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临，铜或以震荡偏弱趋势为主。

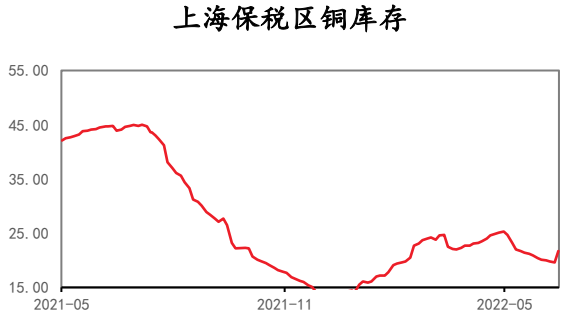
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



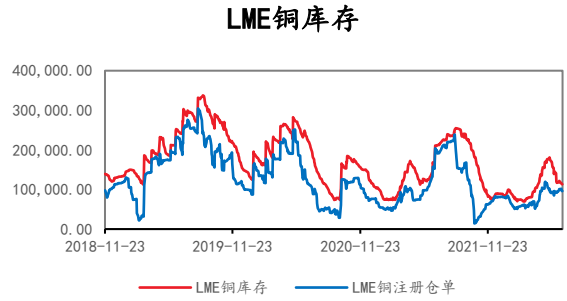
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



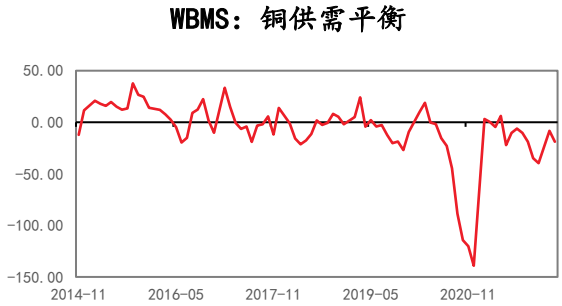
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



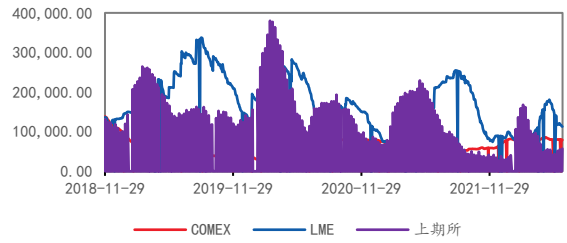
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



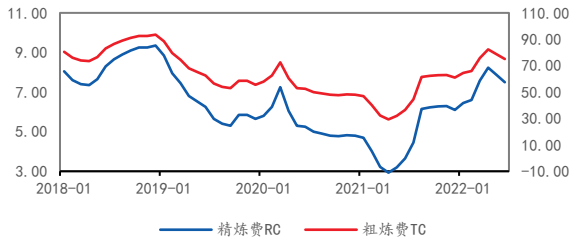
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，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。

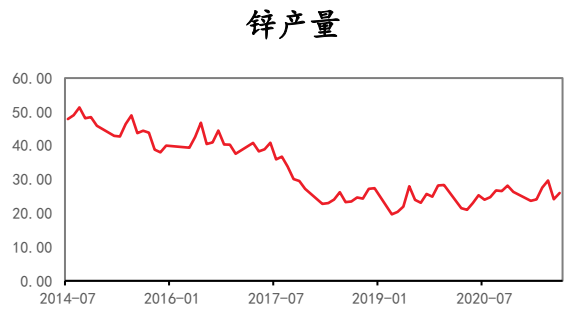
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

能源危机对欧洲精锌供应的扰动趋弱，但上周俄罗斯突然再次减少北溪一号对欧洲天然气供应量，欧洲天然气和电价短期内大涨，因此能源对欧洲精炼锌供应的扰动前景仍面临一定的不确定性。国内由于部分炼厂临时计划检修影响，6 月精炼锌产量预计将继续减少。高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；不过国内炼厂开始转入集中检修期，预计产量将小幅下降。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。

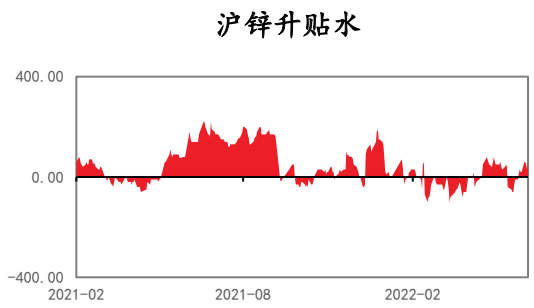
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



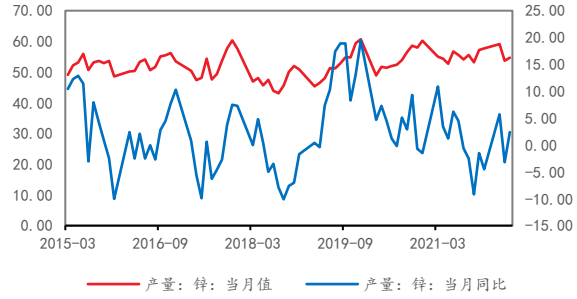
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



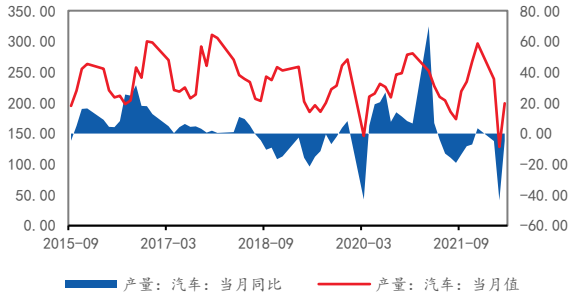
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

2 俄乌地缘趋向明朗

俄乌地缘政治对国际原油市场的影响主要体现在两方面：一是全球性的原油总供应量减少，二是区域性的能源供需结构失衡。由此带来了原油贸易流的大幅重构，即欧洲国家更多依赖中东进口原油，而俄罗斯原油出口重心全面转向亚洲市场。

西方对俄罗斯经济支柱能源行业重拳出击，欧洲正尽可能缩减对俄罗斯油气的采购，但来自中国、印度等亚洲国家的需求抵补了俄罗斯的部分损失。中国海关总署发布的数据显示，5 月中国进口原油总量约为 4582 万吨，同比增长 11.8%；其中从俄罗斯进口原油 842 万吨，同比大幅增长 55%，俄罗斯取代沙特成为中国最大的石油进口来源国。在西方的严厉制裁下，俄罗斯原油供应商不得不大打折扣来吸引新的买家，由于俄乌冲突并未对中俄关系造成消极影响，廉价的俄罗斯货源也给中国提供了补充战略石油储备的机会。

综上，地缘问题确实造成了俄罗斯乃至全球原油产量的损失，但供应短缺甚至中断的风险不及此前的极端预期。

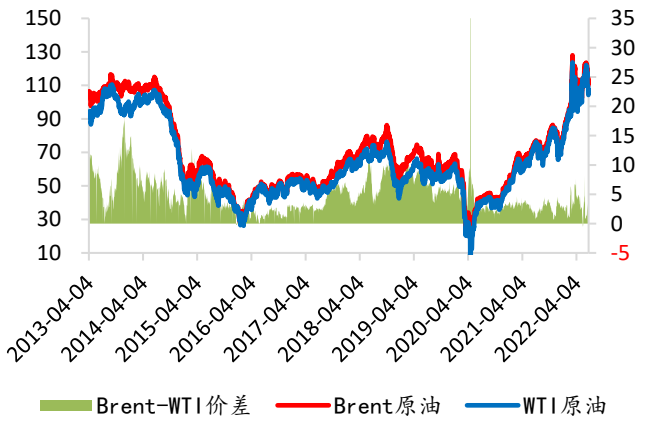
3 需求放缓隐忧浮现

在全球通胀乃至滞胀周期的背景下，国际能源署（IEA）在最新一期的能源展望报告中指出，原油需求增长将因油价过度上涨和经济前景衰退而放缓。

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。不过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。

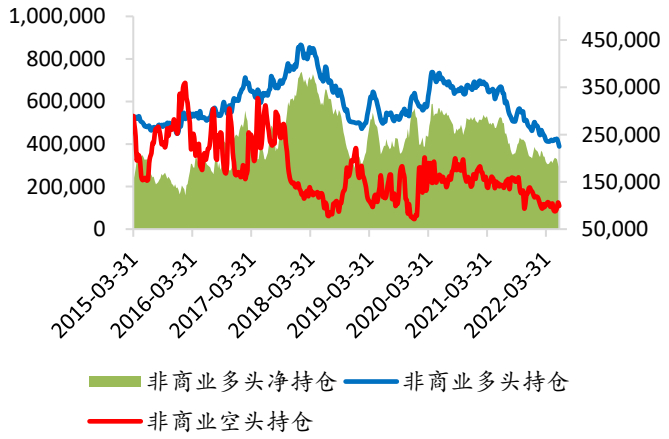
结合近期周度数据，在美国汽油价格突破历史高位的情况下，夏季传统出行高峰期对燃料消费并未受到明显抑制。事实上，近期美国居民部门能源成本上涨的速度超过了石油价格本身，更多是由于美国炼厂炼油能力的缺乏，而不是俄乌战争将远高于正常水平的价格直接传递给美国家庭。后疫情时代海外管控全面解禁，除非美联储加息计划进一步出台极端鹰派举措，否则难以对需求造成立竿见影的打压。

图表 22：国际原油期货价格



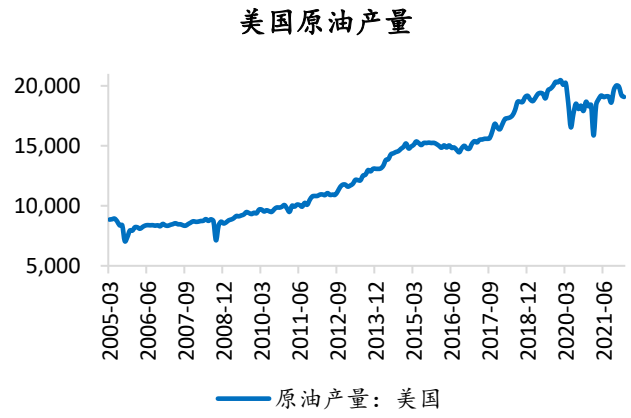
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



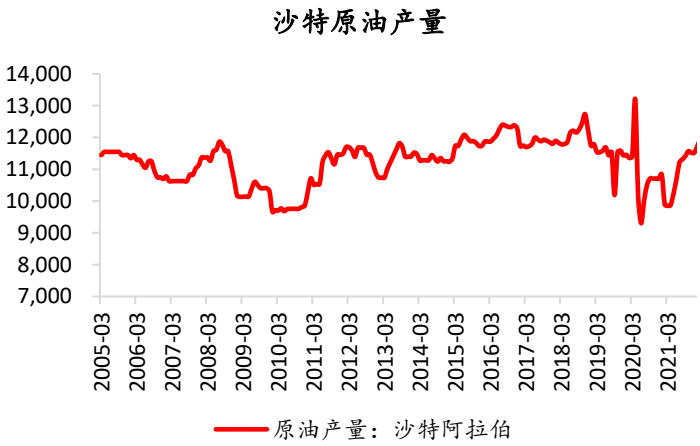
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



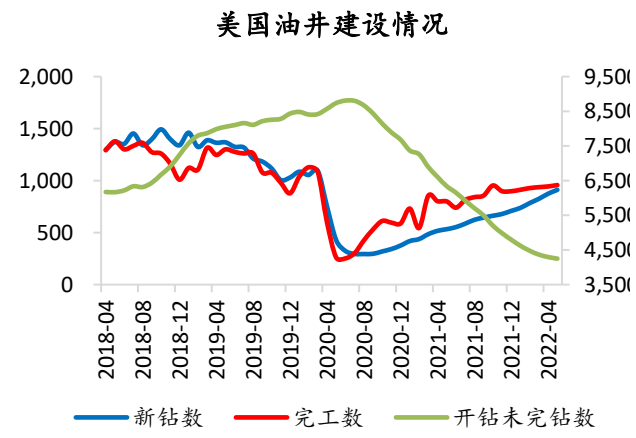
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



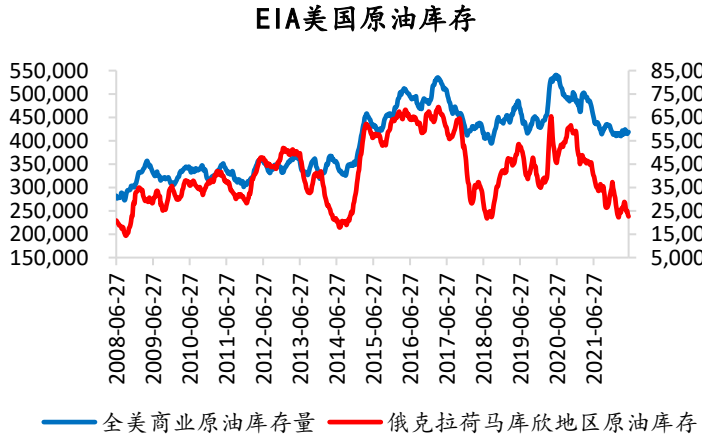
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



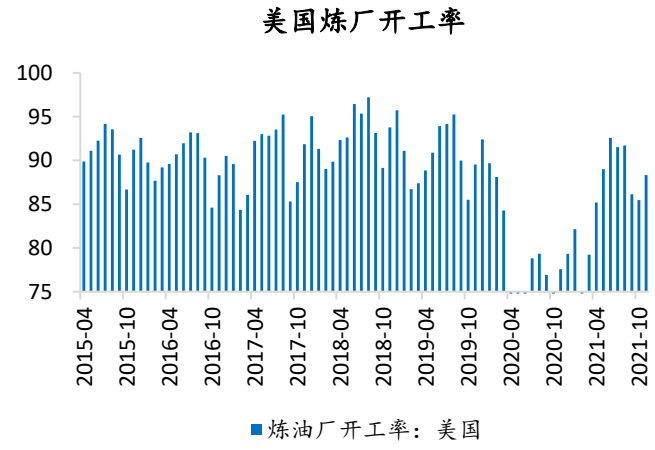
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



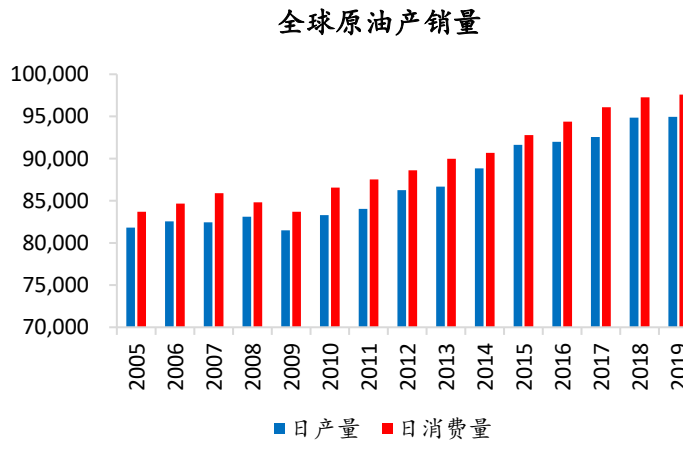
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 基本面无实质变化

回顾国际原油市场近期表现，大起大落将各种极端预期出尽后，抛开外部性因素和情绪波动，我们发现供应端没有想象中脆弱，而需求亦难因加息而熄灭。

美联储暴力加息 75 个基点，并在最新的货币政策报告中提出或将无条件维持物价稳定，引发市场对经济衰退的悲观预期，国际原油价格自高位大幅崩跌。其实不止原油在下跌，种种迹象表明，国际股市、债市等大类资产都在定价经济的衰退，这种衰退属于资产负债表紧缩式风险。

然而，分析研判任何商品走势的基调，库存状态都是决定市场表现强弱的关键因素，原油亦不例外。通过对库存数据的长期追踪，国际基准原油价格与 OECD 及美国商业原油库存之间存在明显的负相关性。自 2020 下半年以来，原油需求端边际增量优于供应端边际增量，全球范围持续的去库存是推动原油价格上涨的有力驱动，至少当前基本面同年初以来并无实质性变化。

世界上没有只涨不跌的事物，时下油价回调的理由有很多，但供不应求的基本形势下，同样限制了原油的下行空间。

5 坚持看多但不追高

如我们之前的及时提醒，前期上涨过速是原油市场最大的原罪，本次阶段性触顶后的大跌并不意外。

包括原油在内的任何商品乃至资产，定价过高时再强的基本面都不算利好，这是个朴素却又真实的道理。何况原油的基本面并无实质性劣化，也不可能在短短几天之内发生翻天覆地的转折。具体的解释为，国际原油走势通常由供应端主导，俄乌地缘政治问题造成供应短缺的风险，供需失衡预期带来原油市场的重新定价；然而，以美联储激进加息为信号，欧美乃至全球经济面临衰退的晦暗前景，未来需求转弱的预期赋予高位上的油价大幅回调的理由。但究其根本，这也只是市场的另一种极端情绪，至少目前我们只看到供应和需求都缺乏弹性的事实。

一方面，在本次油价回调前我们反复强调，大涨与剧震往往相伴而生；另一方面，应该注意到“暴跌”后仍超 100 美元，不可不谓之曰高。博弈层面上，短期波动无法准确把握；价值层面上，供需基本形势是价格重心围绕的核心逻辑。放在更长的周期上，在供不应求的核心逻辑确认转变之前，我们仍然坚持看多不追高的基本观点。

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 上涨缺乏利多驱动

天然橡胶基本面缺乏利多驱动，受宏观氛围和避险情绪左右，在成本线下弱势运行。

供应端，随着泰国、越南等主产区天气好转，原料价格大幅回落，成本支撑明显减弱。国内产区供应同样呈增加态势，6 月海南胶水产出有所增加，但仍不及往年同期，预计全面上量时间继续后延至 6 月底。

需求端，国内轮胎企业成品库存久居不下，轮胎开工率提升空间有限，对于原料橡胶的采购维持刚需为主。终端汽车行业本就处于下行周期，又遭受疫情和经济失速重创，单靠私家车销售政策红利独木难支。

库存端，青岛地区橡胶库存出库量环比微幅提升，去库趋势阶段性放缓，但交易所期货仓单数量仍保持在近年低位。

6-8 月天然橡胶供需关系达到一年中最为疲弱的时期，叠加金融属性的利空效应，料将难有显著起色，整体维持低位震荡为主。

2 海南割胶推迟支撑

2022 年度割胶季国内产区最大的意外就是，海南地区全面开割严重推迟两个月之久！由此引发浓乳原料收购价格大幅升水，对全乳交割品生产造成极大分流，从而对沪胶构成成本支撑逻辑。

按照正常的季节性规律，海南产区应于每年 4 月陆续开割，到 5 月初逐渐上量。但 2022 年 4 月初受倒春寒影响，海南橡胶园物候进程参差不齐，而后多个片区白粉病爆发，导致部分橡胶树二次落叶不能开割，5-6 月海南仍有不少橡胶树处于新叶重新生长阶段。可以肯定的是，今年海南产区橡胶产量将比正常年景偏少，而云南产区开割进度正常甚至提前。如此产生的现象就是，海南厂商去云南大量收购原料胶水，拉货到海南浓乳加工厂生产浓乳。

截至最新消息，海南全岛胶水日产量不到 1000 吨，仅相当于往年同期正常供应水平的一半左右。业界普遍预期，海南产区大面积开割进一步推迟至 6 月中下旬，到 6 月底或 7 月才能观察到显著上量。尽管每年开割早期产量基数都相对偏低，但海南胶水供应短缺已经持续了相当一段时间，已经造成本年度全乳胶产量不可逆转的损失。

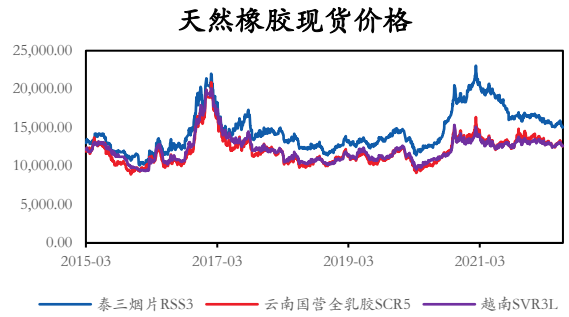
3 浓全乳价差料回落

6 月中上旬海南当地胶水报价显示，进浓乳厂收购价格约为 15000 元/吨，大幅升水进全乳厂价格 2500 元/吨。站在胶农的立场上，显然会将胶水卖给出价更高的浓乳厂，而不是全乳厂。在原料供应不足的情况下，直到 6 月上旬海南大部分全乳加工厂依旧维持停工状态。在原料收购价差大幅收缩之前，交割品全乳胶产量将维持极低水平。

从全乳加工厂的角度来看，下游实际需求尚未明显转好，当前厂商并无加价抢购原料的意愿。

但不应忽视一个基本事实：今年云南产区开割正常，更重要的是泰国割胶节奏以及胶水—杯胶价差与往年无异。我们综合认为，浓乳厂和全乳厂胶水收购价格的巨大价差难以一直持续，数月以来的成本端利好将逐渐被时间消弭，全年橡胶市场整体上仍将遵循两边高中间低的周期规律。

图表 30：天然橡胶现货价格



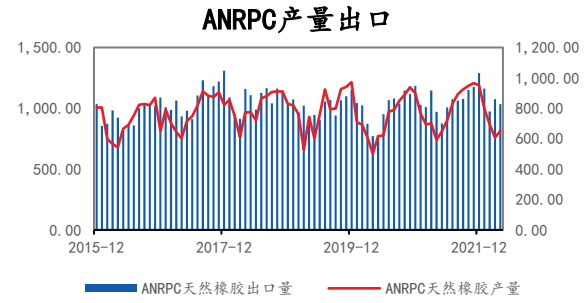
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



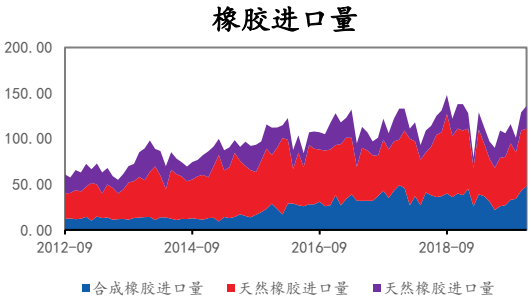
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



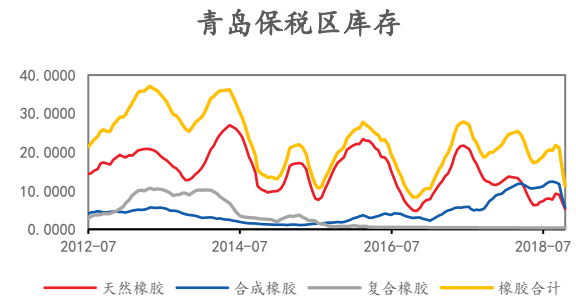
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



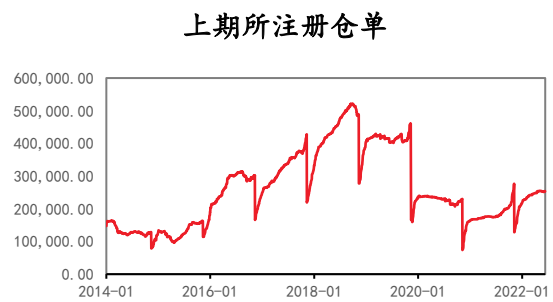
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



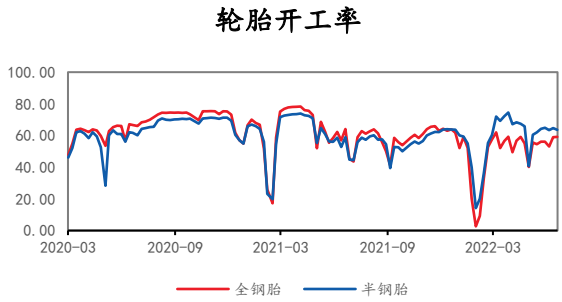
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



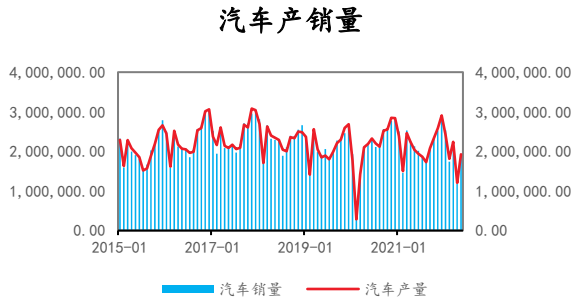
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 下游实际需求触底

由于国内多地疫情存在反弹风险，下游企业开工恢复速度仍然偏慢，这才是橡胶产业链上实打实的利空。

截至 6 月中旬，轮胎企业全钢胎开工率 53.03%，半钢胎开工率 63.36%，均处于同期偏低水平。因终端实际需求较差，轮胎厂成品库存高位累积，对原料橡胶的采购意愿较弱。

5 月汽车市场呈现明显的恢复性增长，全国汽车销量环比增长 59.7%，同比下降 5.7%；其中乘用车销量环比增长 70.8%，同比增长 5.2%。中汽协预计，今年政策红利将拉动约 200 万辆汽车消费。然而，制造乘用车轮胎对橡胶的耗用量相比商用车小得多，据测算创造新增橡胶需求在 2-3 万吨左右，增长幅度不足 0.5%。

中长期来看，不应对需求端预期过度悲观，随着国内稳增长信号加强带来经济实质性好转，后期更多关注橡胶自身基本面的改善。

5 绝对低位不宜追空

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走势将震荡偏弱。橡胶的金融属性一向较强，市场预期已经由国内宏观利好转向外围宏观风险，美联储加息对胶价造成重磅压制。

近期沪胶盘面的大幅下跌，主要受宏观和美股情绪的拖累，而橡胶产业链自身供需关系变化其实不大。结合基本面初步推断，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。

整体上，天然橡胶市场供需矛盾并不像前几年那样尖锐，基本面影响偏中性。时值年中传统淡季，沪胶怎么看都免不了一番震荡磨底，但尤其 01 远月合约低位上不宜极度看空，切忌盲目追随短期趋势。

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

美联储大幅加息，全球经济衰退风险增加

6 月 16 日美联储宣布加息 75 个基点，将基准利率上调至 1.50%—1.75%，这是美联储自 1994 年以来最大加息幅度。美联储主席表示，最新 75 个基点的加息决定是“不同寻常”的大幅度，但是为了使通胀恢复正常，预计下一次依然有可能加息 50 至 75 个基点。美联储为应对通胀压力而采取非常规措施，一般来说通胀需要几年时间才能恢复到美联储 2%的目标。市场对美国经济衰退的预期迅速升温，需求前景恶化，包括豆类和油脂在内的全球大宗商品市场纷纷承压回落，系统性抛售压力持续释放。

美豆生长指标较正常，天气炒作动力不足

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截止 6 月 19 日当周，美国大豆优良率为 68%，分析师平均预估为 69%，去年同期为 60%。当周美国大豆种植率为 94%，去年同期为 97%，五年均值为 93%。当周美国大豆出苗率为 83%，去年同期为 90%，五年均值为 84%。美豆生长指标多已追平常年水平，缓解市场对美豆早期生长压力的担忧。

印尼加速棕榈油出口，全球油脂供应链得到修复

自印尼政府宣布解除棕榈油出口禁令后，为缓解国内快速攀升的库存压力，印尼政府相继采取降低税费和扩大出口配额等措施加速棕榈油出口。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国 2021/2022 年度印尼棕榈油产量为 4550 万吨，占全球总产量的 59%；出口量为 2800 万吨，占全球总出口量的 56.4%，占该国总产量的 61.5%。印尼实施棕榈油出口禁令一度对全球油脂供应造成严重冲击。此次多措并举加速棕榈油出口，缓解各方对尤其供应紧缺的担忧，全球油脂供应链进入修复周期，是近期 CBOT 豆油和马来西亚棕榈油以及中国三大油脂市场自高位开启本轮下跌行情的主要诱因。

马来西亚棕榈油产量大幅攀升，缓解劳动力不足担忧

6 月初，印尼政府宣布取消向邻国马来西亚棕榈油种植园派遣务工人员的计划，此举一度引发市场担忧马来西亚因劳动力短缺将造成棕榈油产量下降。马来西亚棕榈油协会（MPOA）预计 6 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 15.9%。马来西亚棕榈油产量并未因劳动力不足而下降，市场预期再度落空。三家船运调查机构发布的数据显示，马来西亚 6 月 1-20 日棕榈油产品出口环比下降幅度在 10.5%-17%之间。产量增、出口降，马来西亚 6 月棕榈油库存压力持续上升。与此同时，印尼加速棕榈油出口将不可避免地挤占马来西亚的出口份额，马来西亚 6 月末棕榈油库存将明显回升，进一步为价格止跌施加阻力。

2 国内豆类市场分析

内外价差利于油脂进口，国内油脂供应紧张有望缓解

受前期棕榈油价格出现倒挂影响，中国进口植物油出现断崖式下降。2022 年 4 月，中国豆油和棕榈油进口量分别为 1 万吨和 12 万吨，同比降幅分别为 85.6%和 59.6%。1-4 月累计进口豆油和棕榈油的降幅分别为 73.5%和 70.8%。随着印尼鼓励棕榈油出口，内外油脂价差逐步理顺，棕榈油进口利润回升，国内企业进口积极性提高。据统计，6 月全国棕榈油到港量可达 8 万吨左右。在油脂进口调节功能恢复和市场看涨预期转变后，国内油脂供应紧张局面也将进一步缓

解。

进口大豆库存升至三年多高位，豆粕供应保持宽松

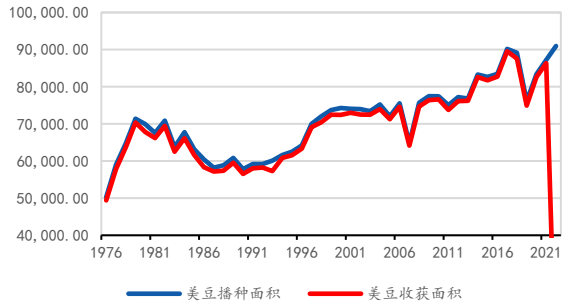
据业内机构统计，目前国内进口大豆库存已超过 590 万吨，同比增加 4.88 万吨。此外，国家粮食交易中心定于 6 月 24 进行 50 万吨进口大豆拍卖。储备进口大豆保持每周拍卖一次的拍卖节奏，为国内进口大豆供应提供政策保障。受进口大豆库存连续回升影响，国内油厂开机率保持高位，国内豆粕产出保持增加态势。豆粕库存在近 4 个月连续回升，本周已达到 108.59 万吨高位。由于下游需求表现一般，豆粕消费增长不及供应增长幅度，国内豆粕供应压力有增无减。预计本周国内大豆压榨量保持在 200 万吨左右，在市场出现大跌行情后，买涨不买跌的采购心理有望推动豆粕库存继续上升。因成本高度依赖进口，国内豆粕期货市场与美豆保持较强联动。在美豆市场出现急跌后，成本传导作用也是推动国内豆粕市场走弱的重要原因之一。

3 油脂油料市场展望

美国和西方主要经济体受困于通胀而纷纷大幅加息，流动性紧缩导致全球经济衰退风险持续增加。大宗商品市场整体下跌，宏观压力导致的系统性风险仍在释放中。国内外油脂供应面因印尼加速棕榈油出口而获得改善，成为油脂市场油强到弱的导火索。目前内外盘油脂相继破位，跌幅之大跌速之快堪比 2008 年金融危机时期。宏观压力与油脂基本面利空题材相叠加，为持续两年多上涨行情的国内外油脂市场带来巨大的下跌压力。相比油脂跌幅，本周豆粕市场出现明显补跌，内外盘和期现货市场形成多重共振，粕类市场短期走势仍不乐观。豆一期货市场走势较为独立，本周出现的急跌行情主要是受市场情绪拖累，随着下跌风险快速释放，坚挺的现货对期货盘面的支撑作用将逐步走强。

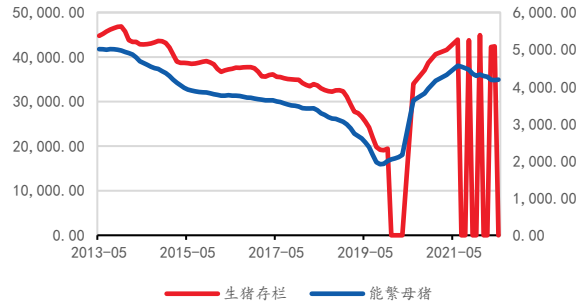
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



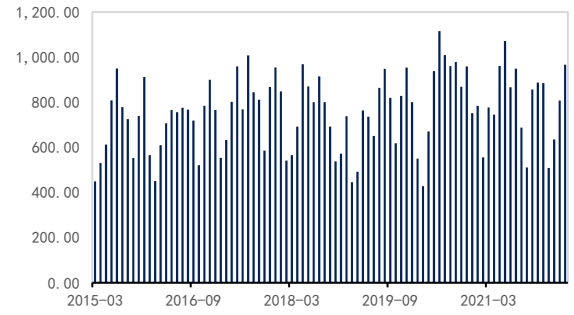
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



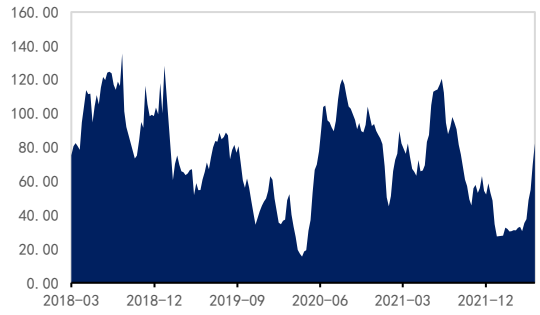
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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