中金财富期货策略周报（2022 年第 23 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：由于美联储加息步伐不断加快，同时通胀水平创下数十年来新高后正在不断侵蚀居民的消费能力，欧洲面临的情况可能更糟糕，在双向压力下，市场对衰退的担忧继续升温。国内生产端快速恢复，但是需求端回升才是经济回升的最大动力，建议密切关注宽信用回归的情况。我们建议耐心等待市场悲观情绪释放，目前行情属于情绪主导阶段。

股指期货：流动性宽松是本轮行情大涨的根源，除了大幅买入的杠杆资金和北上资金，货币宽松是根本原因。考虑到本轮上涨的幅度已经很大，在目前位置出现调整整固是正常走势，建议场外资金等待调整之后的机会。

铜：近期有色金属行情波动放大，在海外通胀爆表的背景下，风险偏好和流动性急剧收缩，引发风险资产遭遇冲击，有色板块整体难逆势而为。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。下游消费逐步修复，但幅度可能不及预期，市场预期经济下行带来需求弱势，需要继续关注消费情况。不过终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临，预计铜价震荡偏弱。

锌：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，有色走势震荡偏弱。基本面方面，近期在俄气减量下，欧洲天然气价格大涨，欧洲炼厂产量难以提升，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。短期受美联储加息影响，市场偏弱和需求双重压力加剧市场悲观情绪发酵。预计锌价短期内波动幅度较大，谨慎操作。

原油：从 2022 年迄今原油市场表现来看，核心逻辑回到“供应增长有限，需求稳步复苏”的预期上来，推动国际油价再创 2014 年以来新高。在供应紧张预期日益加剧的状况下，基准原油远期结构呈现稳固的现货溢价模式，这意味着市场整体仍然是看涨的。这样的形势下，产油国相关的地缘政治风云突变，将油价推至 100 美元大关以上。总体而言，原油市场基调将取决于供需关系的此消彼长，牛市中的高位震荡行情是合理的，至少在反复触顶的过程完成之前不会戛然而止。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

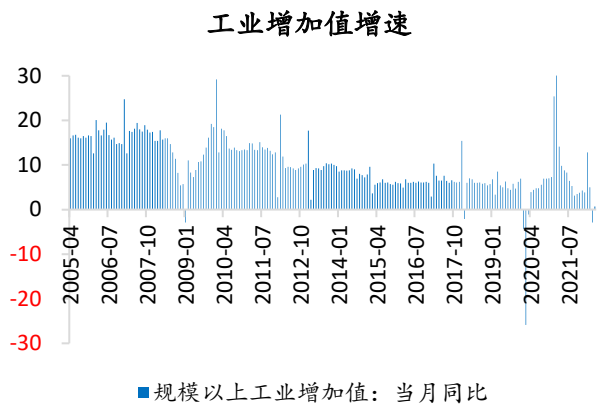
油脂油料：美国农业部大幅下调美豆播种面积，但市场在利多报告后出现大跌行情，足见来自宏观层面的担忧情绪已经盖过豆类基本面，宏观压力导致的系统性风险仍在释放中。印尼频繁调整棕榈油出口政策，不断升高的库存压力成为笼罩在全球油脂市场的堰塞湖，油脂市场的远期供需面也在不断重塑。目前内外盘油脂市场相继破位下行，相比此前牛市行情中的上涨幅度，熊市节奏中未来仍有下跌空间。本周国内豆粕市场表现较为抗跌，豆类市场的下跌压力集中在油脂释放，压榨利润快速下滑后豆粕跌势趋缓，粕强油弱格局得到明显强化。在商品市场整体出现恐慌性下跌氛围下，不排除后期豆粕市场补跌的可能。豆一期货市场受到豆油暴跌的拖累冲高回落，但整体表现仍较为抗跌，尤其是坚挺的现货表现仍是豆一期货抗跌并保持独立运行的重要支撑。

目 录

周度策略：悲观情绪蔓延 工业品延续下跌 - 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 生产端恢复 PMI 回升 - 7 -
3 流动性：逆回购继续加量 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
铜 - 11 -
1 影响因素 - 11 -
2 结论 - 12 -
3 铜期货现货数据 - 12 -
锌 - 14 -
1 锌：影响因素 - 14 -
2 总结 - 15 -
3 锌期货现货数据 - 15 -
原油 - 16 -
1 上涨过高即是原罪 - 16 -
2 基本面无实质变化 - 16 -
3 情绪面冰火两重天 - 16 -
4 供应短缺再成焦点 - 18 -
5 成品油调价天花板 - 19 -
6 矛盾未解不轻言空 - 19 -
天然橡胶 - 20 -
1 绝对低位不宜追空 - 20 -
2 上涨缺乏利多驱动 - 20 -
3 原料成本支撑减弱 - 20 -
4 基差收窄近弱远强 - 22 -
5 层层周期叠加嵌套 - 22 -
6 内在规律运行蓝图 - 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 - 27 -

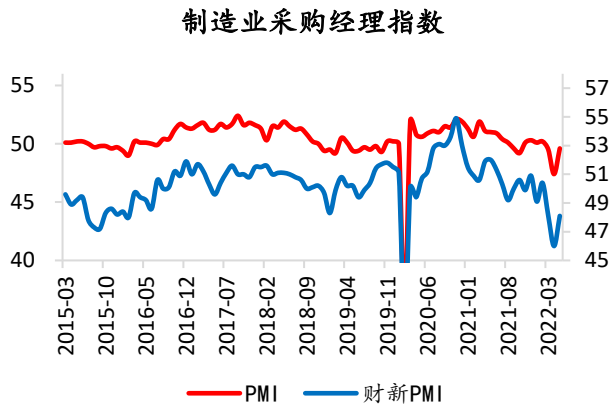
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



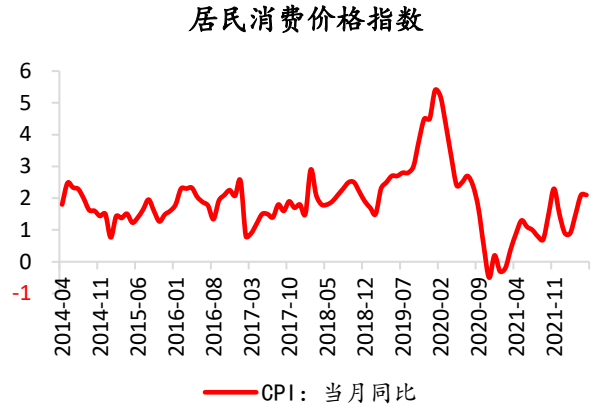
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



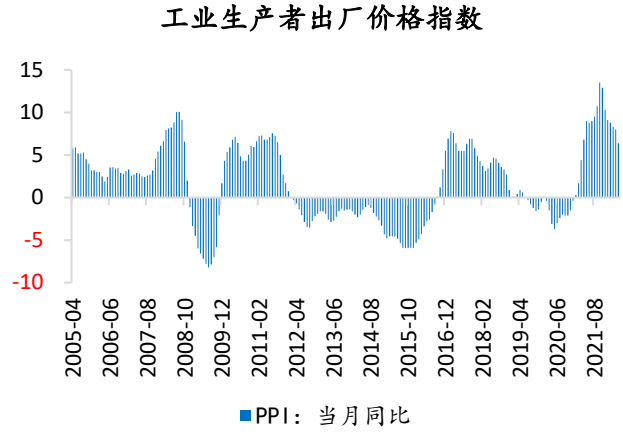
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



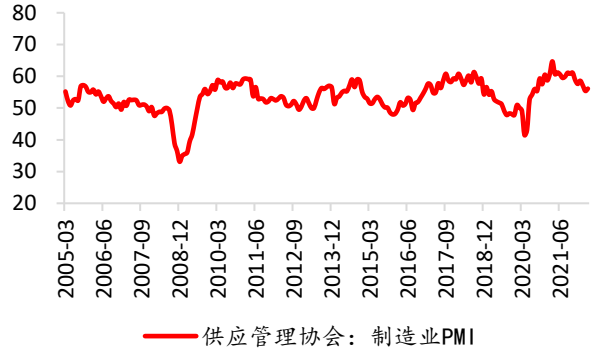
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



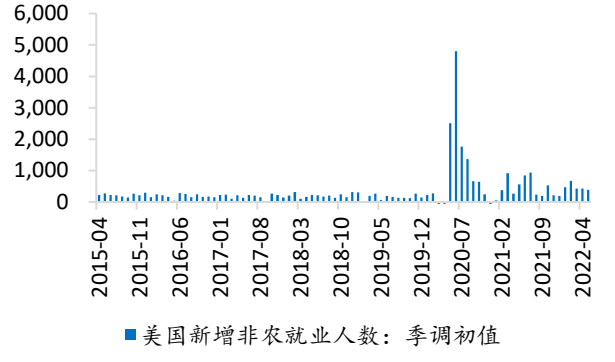
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：悲观情绪蔓延 工业品延续下跌

工业品下行的趋势没有变化，原因在于市场的悲观情绪没有改变。本周 comex 铜周线四连跌，自高点跌幅已经接近 30%，钢材冲高后再度回落，其他品种除原油较为强势之外，全部呈现弱势下行走势。欧美的高通胀和经济数据回落导致市场对衰退的担忧进一步加深，悲观情绪已经成为市场走势的主导因素。

市场交易悲观预期

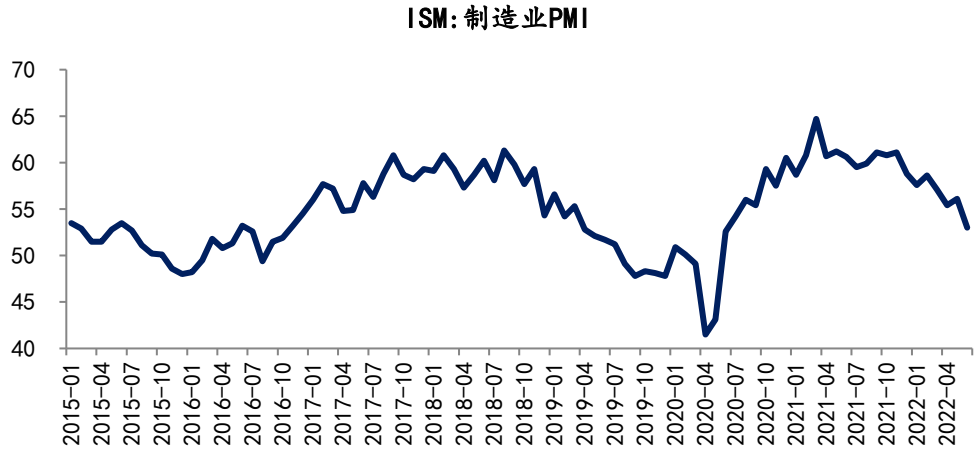
欧美近期公布的大部分经济数据疲软，是市场情绪悲观的根本原因。

美国制造业活动连续两个月大幅减速。达拉斯联储公布的 6 月得州制造业调查总体企业活动指数从 5 月的-7.3 暴跌至-17.7，创 2020 年 5 月以来的最低点，该指数数值也远逊于市场预期的-3.1。达拉斯联储的订单，发货和产量指标也都降至疫情爆发之初几个月以来的最低水平。美国 6 月里士满联储制造业指数-19，创 2020 年 5 月以来新低，大幅不及预期的-5，5 月数值为-9。这也是该数据连续第二个月表现糟糕。调查中虽然通胀和工资指标有所下降，但仍然处于高位。此次接受调查的受访者表示，美国制造业的“过度依赖进口”、高企通胀带来的原材料成本骤增、过度监管以及拜登政府的能源政策构成了目前制造业遇到的“困局”。

美国一季度消费者支出大幅下修。美国一季度实际 GDP 年化季环比终值-1.6%，较 5 月份公布的第二次预估下调了 0.1 个百分点。而 2021 年第四季度为正增长 6.9%。这一更新主要反映了个人消费支出 PCE 的向下修正，该下调部分被私人库存投资的向上修正所抵消。一季度 GDP 被下调的主要原因是消费者支出的向下修正，消费者支出同比增长 1.8%，表现较为疲软，低于此前报告的 3.1%，为疫情爆发以来最差。

美国 5 月个人收入环比增长 0.6%，预期 0.7%，前值 0.52%；美国 5 月个人消费支出（PCE）环比增长 0.2%，预期 0.4%，前值修正为 0.6%。美国个人支出步伐显著放缓，自去年 12 月以来，支出增速首次低于收入增速。经通胀调整后，5 月支出实际上环比下降 0.4%，为今年首降。

图表 1：美国制造业指数



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美国个人支出增长放缓的同时，制造业活动也在连续减速，经济可能并不像鲍威尔所说的“足够强劲”能承受货币政策迅速紧缩，“软着陆”大概率难以实现。

国内经济需要观察总需求的接力

7 月货币宽松的加码，加上复工复产，为经济提供上行动力。5 月以来，复工复产复市推动各项经济数据进入反弹区间，典型如中采制造业 PMI 由 4 月低点 47.4%连续两个月上升至 50.2%，而剔除了疫后供应链恢复对表观数据的拖累，PMI 更是达到 51.3%高位。但是伴随着经济数据向正常区间的回归，复工复产所带来的拉动力是逐渐弱化的。回顾 2020 年开始的生产端稳增长可以发现，初期企业复工复产最为领先，但要达到新的供需均衡，则需要需求端跟上。直观体现需求自然恢复程度的社会消费品零售额，在 2020 年末增速仅回到 5%左右，较疫情前 8%的中枢有明显差距。反映了经济内生恢复的动能是有限的，需要稳增长工具的助力。对比当前，一方面稳就业的严峻性不亚于 2020 年，另一方面当前缺失 2020 年出口超高恢复的助力，那么在经济复工复产的动能减弱后，稳增长接力的必要性凸显。

在增长动能受损的情况下，扩信用是关键，那么哪些方面会率先发力，2021 年 4 季度，我国非金融企业、居民、政府杠杆率分别为 152.8%、61.6%、72.7%，分别较 2019 年末提高 2.7、6.1、14.6 个百分点。期间企业杠杆率先上后下，当前仍在偏高水平。其次，居民杠杆率自 2021 年以来基本平稳，与房地产市场的暂时的交易冻结相关。鉴于居民储蓄增长以及房贷利率持续下行，可考虑适当加杠杆，以实现房地产的健康发展，但是需要恢复市场信心，目前这个过程可能较长。第三，可考虑政府杠杆的持续抬升。从加杠杆的空间和可能性来看，政府均可能是当前的主力。拆分基建资金来源能够发现，1-5 月份仅地方政府专项债同比多增，企业中长贷及企业债券、城投债融资、国有土地使用权出让收入均同比少增，如果前 5 个月疲软的资金来源无法改善，在 8 月末专项债资金使用完毕后，基建投资将出现资金空缺。政府加杠杆正是为了保障基建资金的平稳，因此需要密切关注专项债的走势。

考虑到地产和消费的复苏难度较大，总需求的弱势摇摆可能会持续。

耐心等待悲观情绪释放

由于美联储加息步伐不断加快，同时通胀水平创下数十年来新高后正在不断侵蚀居民的消费能力，欧洲面临的情况可能更糟糕，在双向压力下，市场对衰退的担忧继续升温。国内生产端快速恢复，但是需求端回升才是经济回升的最大动力，建议密切关注宽信用回归的情况。我们建议耐心等待市场悲观情绪释放，目前行情属于情绪主导阶段。

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	7 月 1 日	OPEC+批准 8 月增产计划，下一步行动悬而未决	由于除沙特及其邻国之外的大多数成员国都无法提高产量，增产决定在很大程度上只是象征性的	石油市场矛盾尚难根本解决
	6 月 30 日	欧美央行行长不排除夏季更大幅加息	欧洲央行此前暗示，7 月的议息会议将加息 25 个基点，但是也有市场分析认为，有可能会加息 50 个基点	欧央行左右为难
数据	7 月 2 日	中国 6 月财新制造业 PMI 升至 51.7，重回扩张区间，为 2021 年 6 月以来最高	6 月制造业景气度回升，生产经营活动恢复扩张态势	但就业市场依然疲软
	7 月 2 日	美国 6 月 ISM 制造业创两年新低，新订单和就业指数均陷入萎缩	ISM 公布的数据显示，受新订单疲软、陷入收缩拖累，美国 6 月 ISM 制造业创两年新低。库存指数接近 2010 年以来的最高水平。	ISM 数据进一步证明了美国商品的需求正在放缓
事件	6 月 29 日	土耳其同意瑞典和芬兰加入北约	土耳其撤回了否决瑞典和芬兰两国加入北约的决议，同意上述两国加入北约	瑞典和芬兰加入北约尘埃落定

资料来源：中金财富期货研究所

2 生产端恢复 PMI 回升

6 月制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 0.6 个百分点，制造业恢复性扩张。总体来看，供需两端加速修复带动整体 PMI 数值结束连续三个月收缩，重返扩张区间。

制造业需求方面，6 月，新订单指数为 50.4%，较上月上升 2.2 个百分点。全国疫情已基本得到控制，企业生产经营活动恢复与疫情防控措施优化有助于提振市场信心，带动消费投资需求复苏；信贷融资需求超预期回暖，但居民和企业中长期信贷融资需求尚处于恢复阶段；5 月房价环比降势趋缓，新建商品住宅环比下降城市个数减少，二手房降温态势明显。外需方面，6 月新出口订单指数为 49.5%，较上月上升 3.3 个百分点，制造业面临外部需求下滑的挑战，但国内复工复产正常推进与稳增长稳外贸政策带动新出口订单指数回升。制造业供给方面，6 月生产指数为 52.8%，比上月上升 3.1 个百分点，主要与复工复产持续推进，企业产能加快释放有关。

从 6 月新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月有所上涨，说明需求渐趋复苏，制造业经济动能回升。6 月，PMI 原材料购进价格与出厂价格指数均有所下降，预计 6 月 PPI 环比降幅或在 0.2%左右；工业生产者购进价格环比降幅可能在 0.1%左右。从企业规模

来看，6 月，大、中型企业同步扩张，小型企业仍处于收缩区间。。

3 流动性：逆回购继续加量

从 6 月 24 日开始央行加大逆回购投放力度，6 月 24 日至 6 月 28 日的三个工作日分别开展逆回购 600 亿元、1000 亿元、1100 亿元。

一般情况下，由于 6 月份为年中时点，考虑到税款缴付以及时点考核等因素影响，通常 6 月中下旬流动性需求会有所增大。央行会通过适度加大流动性投放规模帮助市场跨越时点因素的影响，因此近期逆回购投放规模有所提升属正常现象。但 6 月份通常也是财政支出大月，随着财政支出加大和地方债资金陆续拨付到位，也将对流动性提供支撑，市场流动性供求将整体保持稳定。

从近期货币市场主要利率表现看，尽管流动性扰动因素导致市场资金面有所收敛，但主要流动性指标仍围绕政策利率波动，市场对央行维持流动性合理充裕的预期稳定，因此扰动影响有限。

预计 7 月份流动性整体将维持平稳，不存在明显影响流动性供求的因素，但财政存款的变动仍可能会对流动性带来一定扰动，尤其是缴税因素的影响。另外，7 月 15 日将有 1000 亿元 MLF（中期借贷便利）到期，预计到期将进行续作，不会对流动性产生明显影响。整体看，预计 7 月份的流动性投放将以小额操作为主。

4 宏观策略

由于美联储加息步伐不断加快，同时通胀水平创下数十年来新高后正在不断侵蚀居民的消费能力，欧洲面临的情况可能更糟糕，在双向压力下，市场对衰退的担忧继续升温。国内生产端快速恢复，但是需求端回升才是经济回升的最大动力，建议密切关注宽信用回归的情况。我们建议耐心等待市场悲观情绪释放，目前行情属于情绪主导阶段。

5 股指期货市场分析

指数连续 5 周上涨

本周 A 股继续上行，沪深 300 指数涨 1.64%，上证 50 涨 2.37%，中证 500 涨 1.1%。

本周，北上资金仅交易了 3 日，合计净买入逾 102 亿元，累计净买入历史首次突破 1.7 万亿元。进入 6 月来，北上资金买入 A 股速度明显加快，年内 8 次单日净买入超百亿元

4 月底以来公募增量资金不明显，5-6 月偏股基金共发行 412 亿元（前 4 月月均发行 467 亿元）、ETF 净赎回 210 亿元。本轮上涨的主要增量资金来自北上、杠杆资金，4 月底以来分别增加约 1000、800 亿元，私募、险资仓位 5 月略升。

今年 4 月 27 日以来北上资金净流入规模合计约 1000 亿元，其中 5、6 月分别净流入 129 亿元、730 亿元，全年累计净流入约 720 亿元。

本轮的融资余额从去年 12 月的高点 1.73 万亿元开始明显下降，直至 4 月 29 日达到 1.43 万亿

元的年内最低水平，累计降低约 3000 亿元。此后融资余额便开始明显回升，目前（截至 2022/06/30，下同）已达到 1.51 亿元，回升约 800 亿元。此外从融资交易占比来看，A 股的融资交易占比已从今年 4 月 22 日最低的 5.2%回升至目前的 8.2%，13 年以来融资交易占比的历史分位也从最低的 2%升至目前的 34%。

6 月产业资本减持规模已明显上升。从产业资本的行为来看，历史上市场在底部区域时产业资本往往会减少净减持规模，而随着市场从底部区域逐渐回升，产业资本的减持规模也会开始相应扩大。近期的数据显示，今年前 3 个月产业资本月均减持规模约为 350 亿元，4、5 月时减持规模明显收缩，仅约为 100 亿和 160 亿元，而 6 月时产业资本减持规模已扩大至约 520 亿元。

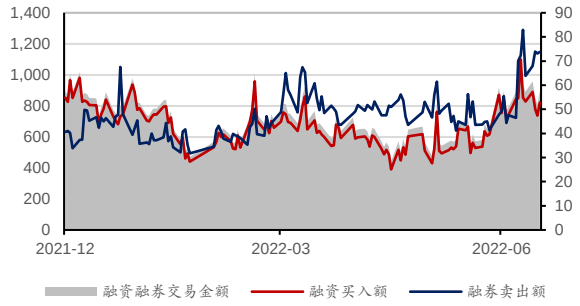
货币宽松下 继续关注逢调整做多机会

流动性宽松是本轮行情大涨的根源，除了上述提到的杠杆资金和北上资金。货币宽松是根本原因，社融存量同比的低点是 21 年 10 月的 10.0%，22 年 5 月社融存量同比已升至 10.5%；M2 同比的低点为 21 年 4 月的 8.1%，22 年 5 月已回升至 11.1%。

借鉴历史可以发现，历次市场大底开始的第一波上涨，均出现回撤休整，背后原因就是基本面还不够扎实，“青黄不接”。对比过去 5 次熊市见底后的第一波修复行情，以上证综指刻画，指数上涨的平均持续时长为 79 天，第一波修复时的最大涨幅平均为 25%（沪深 300 平均涨 28%、万得全 A 平均涨 32%），而第一波修复行情走完后上证综指最大回撤平均为 16%（沪深 300、万得全 A 平均最大回撤均为 16%）。这次修复从时间和空间看已经较可观，市场如出现阶段性休整也正常，不改变整体趋势向上的大格局。

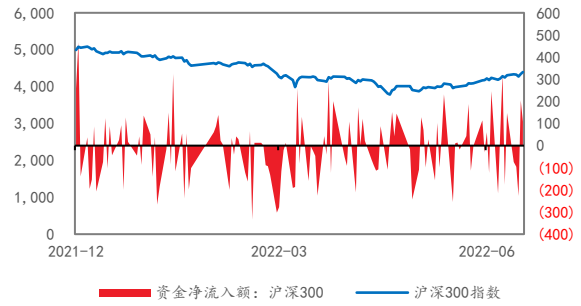
除非流动性环境改变。

图表 8：融资融券数据图



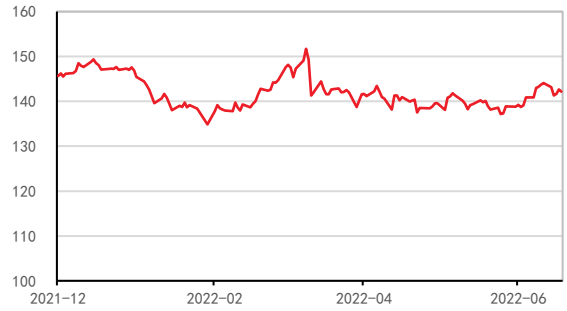
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



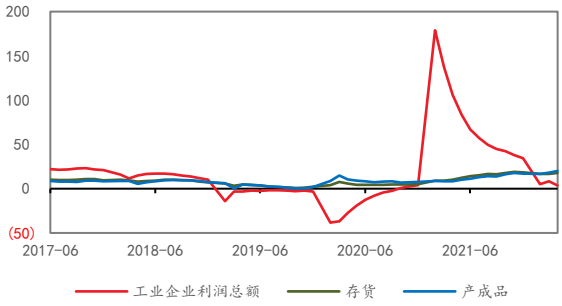
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

近期有色金属行情波动放大，在海外通胀爆表的背景下，风险偏好和流动性急剧收缩，引发风险资产遭遇冲击，有色板块整体难逆势而为。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。下游消费逐步修复，但幅度可能不及预期，市场预期经济下行带来需求弱势，需要继续关注消费情况。不过终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临，预计铜价震荡偏弱。

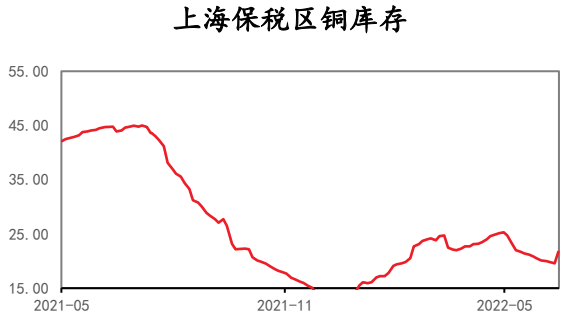
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



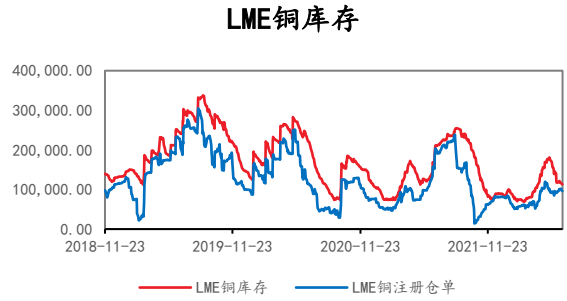
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



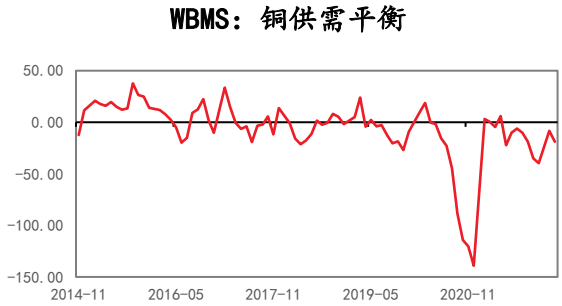
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



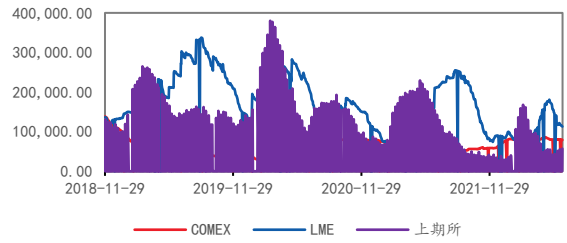
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



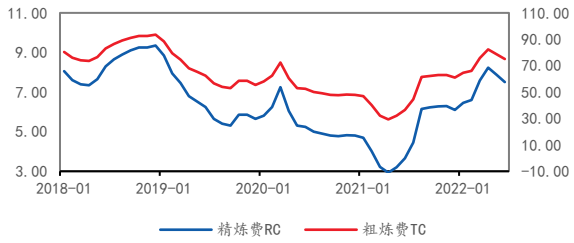
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

2022 年 5 月中国精炼锌产量为 51.52 万吨，环比增加 1.97 万吨，同比增加 4.16%。 2022 年 1-5 月精炼锌累计产量为 248.3 万吨，累计同比去年同期减少 1.09%。据 SMM 调研，广西洪水导致当地炼厂停产，随后发电站恢复后，炼厂逐步恢复生产；湘西地区某炼厂停产 10 天；内蒙古部分炼厂于 7-8 月检修减产；陕西部分炼厂预期外进入检修或减产状态，导致 6 月精炼锌产量预期下调至 48.72 万吨，7 月下调至 51.22 万吨，供应端进一步收紧。近两日由于西南一代雨水增多，连续的暴雨导致广西南丹县一带供电站供电受到影响，对当地冶炼厂造成影响。暴雨影响已经逐渐缓解，炼厂将逐步恢复正常生产。国内炼厂由于受到矿端的限制，短期内难以做到大幅放量

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。

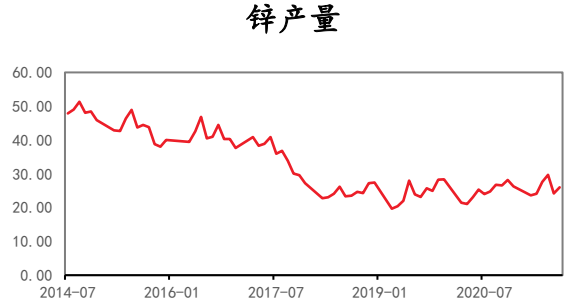
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

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，有色走势震荡偏弱。基本面方面，近期在俄气减量下，欧洲天然气价格大涨，欧洲炼厂产量难以提升，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。短期受美联储加息影响，市场偏弱和需求双重压力加剧市场悲观情绪发酵。预计锌价短期内波动幅度较大，谨慎操作。

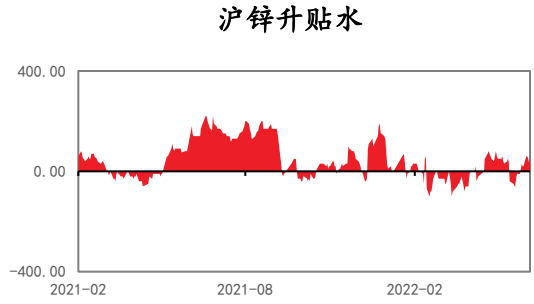
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



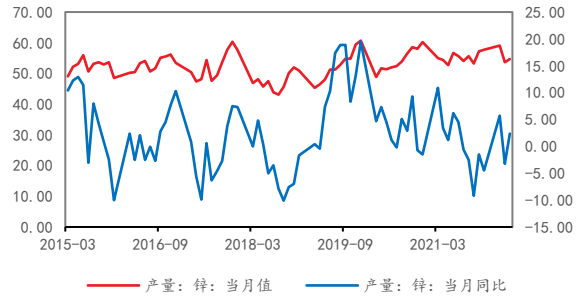
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



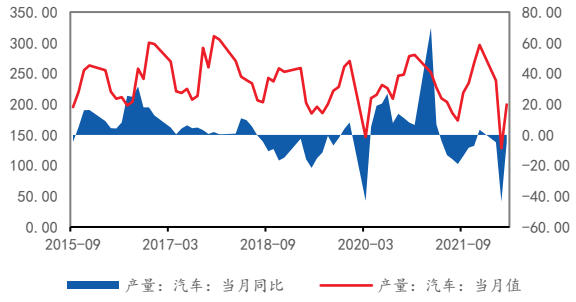
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上涨过高即是原罪

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。

2 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。

3 情绪面冰火两重天

当前，能源供应紧张和西方经济衰退的预期可谓是冰火两重天，原油市场短期情绪也在其中摇摆不定。

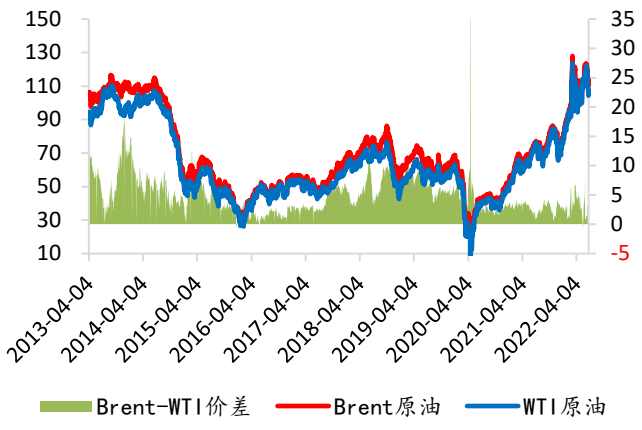
站在石油行业的角度上，7-8 月 OPEC+将增产幅度从之前的 43.2 万桶/日提升至 64.8 万桶/日，相当于全球原油总需求量的 0.7%。外界普遍预期 OPEC+下一次会议大概率会坚持加速提产方案，

适逢美国总统拜登计划访问沙特等中东国家之际，有望通过外交施压缓解油价飙升和通胀压力。不过，阿联酋表示该国几乎满负荷生产，沙特也已接近产能上限，供应问题暂时看不到缓和迹象。

站在宏观经济的角度上，鲍威尔表示美联储专注于无条件遏制通胀，且劳动力市场强势是不可持续的。鉴于目前美国通胀水平远远超出 2%的目标，这些鹰派言论激起了市场对后续美联储加息猛踩刹车的担忧。在可预见的未来，俄乌战争导致欧洲能源危机和经济衰退的可能性较大，引发大宗商品呈现共振式下跌。

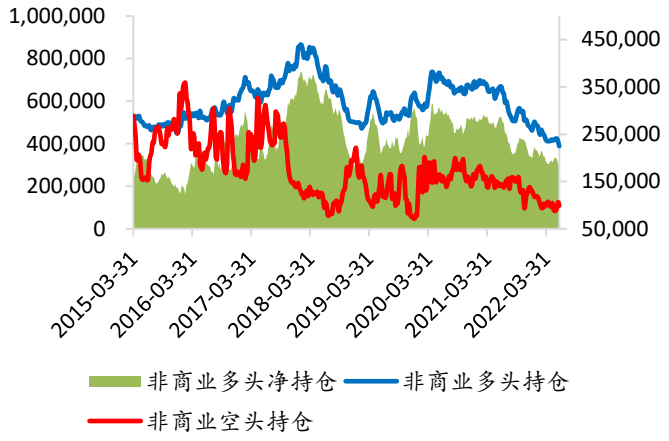
预计原油市场将在基本面强势和宏观预期弱势的矛盾中反复震荡，波动幅度相当剧烈但重心保持高位运行。

图表 22：国际原油期货价格



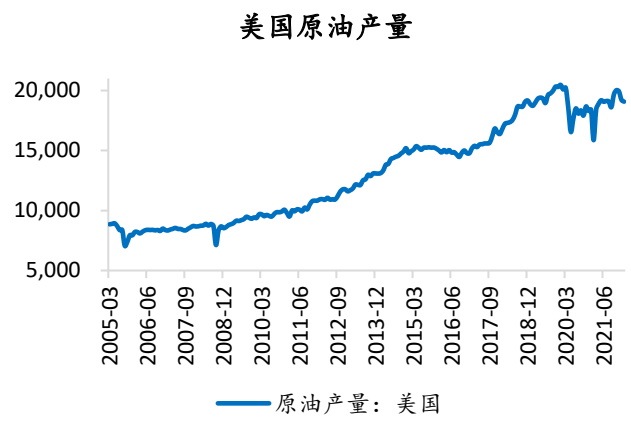
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



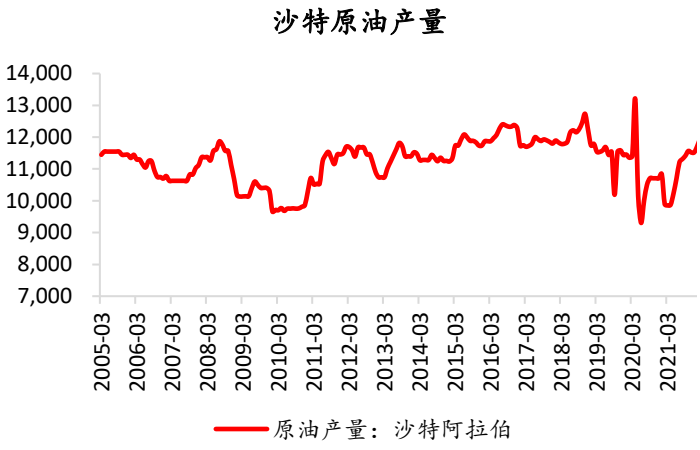
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



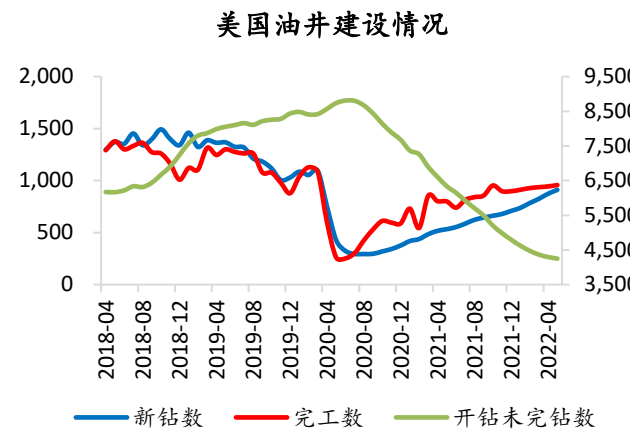
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



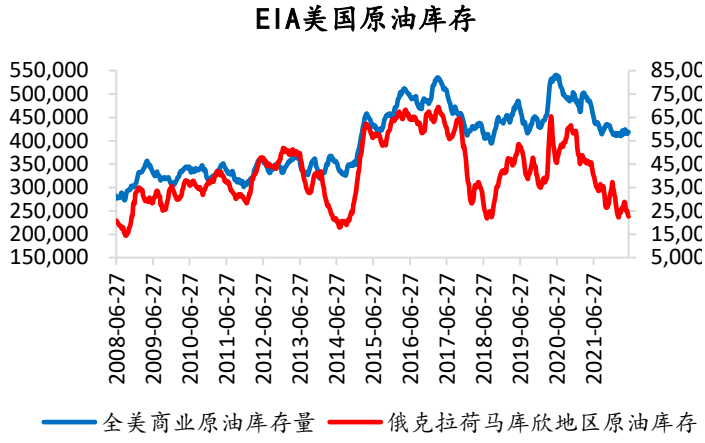
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



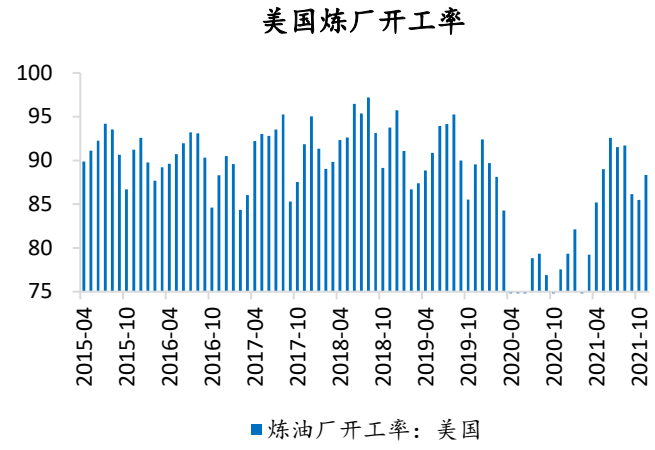
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



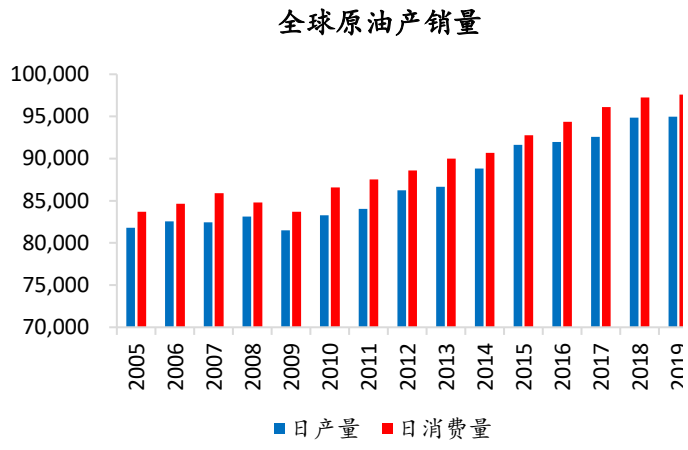
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供应短缺再成焦点

在交易了需求衰退的预期之后，供应短缺的风险再次成为原油市场的焦点。

自 2020 年 5 月 OPEC+联盟启动现行版本的限产政策以来，该组织向全球原油市场投放的供应累计低于协议规定的份额达 5.62 亿桶。OPEC 发布的年度统计公报显示，2021 年全球原油总产量增加 0.8%至 6964 万桶/日，其中 OPEC 成员国原油产量增长 2.7%。5 月 OPEC+对协议的履约率飙升至 256%，各成员国原油总产量相对该组织增产目标的缺口达到 270 万桶/日。

由于大部分成员国或多或少面临投资下降和运营问题，该组织数月以来一直难以按照承诺水平向市场供应原油。目前俄罗斯原油出口遭到欧美的严厉制裁，沙特和阿联酋是 OPEC+中唯二被认为有能力稳定提高原油产量的国家。然而根据现行的产量协议基准，阿联酋的原油产量已接近最大产能，沙特还可以增产 15 万桶/日左右，但在年底之前不会有大幅产能投放。鉴于富余

产能已经非常有限，加剧了业界对产油国平衡市场供需能力的担忧。

5 成品油调价天花板

财政部、发改委发布《关于做好国际油价触及调控上限后实施阶段性价格补贴有关工作的通知》明确，当国际油价高于每桶 130 美元时，国内成品油价格阶段性不再上调，并由中央财政对炼油企业给予相应的价格补贴。具体地，补贴对象包括我国境内生产、委托加工和进口汽、柴油的成品油生产经营企业；阶段性价格补贴的计算周期与成品油调价周期保持一致；补贴标准为该周期内汽、柴油最高零售价格应调未调金额（即国际油价超过每桶 130 美元部分对应的成品油价格应调金额）；补贴数量为该周期内缴纳消费税的汽、柴油实际销售量。政策持续时间暂按两个月掌握。

2016 年 1 月，发改委进一步完善成品油价格机制，将国内成品油价格调控的上下限分别定为每桶 130 美元和 40 美元。《石油价格管理办法》规定，当国际原油市场价格高于（含）每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。上述机制启动以来，国内成品油的调价上限尚未触及过 130 美元的天花板。

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 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。

2 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，在成本线下继续下跌。

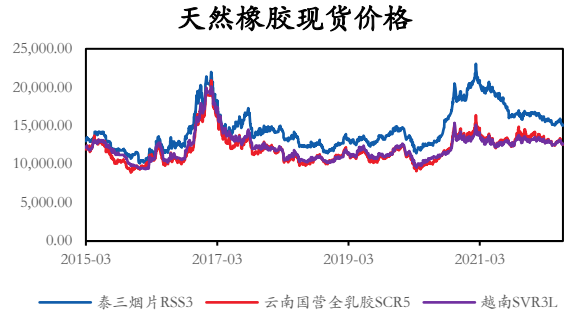
供应端，随着泰国、越南等主产区天气好转，原料价格大幅回落，成本支撑明显减弱。国内产区供应同样呈增加态势，6 月海南胶水产出有所增加，但仍不及往年同期，预计全面上量时间继续后延至 6 月底。需求端，国内轮胎企业成品库存久居不下，轮胎开工率提升空间有限，对于原料橡胶的采购维持刚需为主。终端汽车行业本就处于下行周期，又遭受疫情和经济失速重创，单靠私家车销售政策红利独木难支。库存端，青岛地区橡胶库存出库量环比微幅提升，去库趋势阶段性放缓，但交易所期货仓单数量仍保持在近年低位。

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。

3 原料成本支撑减弱

天然橡胶原料端来看，6 月中下旬以后全球供应都会逐渐宽松。近期国内外产区原料价格有所下滑，胶水与杯胶价差也大幅回落，这说明之前原料偏紧的状态已得到缓解。泰国开割从东北部向南部推进，零星降雨有利于橡胶树生长，不出意外本年度割胶季原料将稳定释放。不过 2022 上半年，东南亚产胶国出口是同比下降的，5 月泰国天然橡胶出口量仍受制约。目前泰国现货价格尚且坚挺，尽管新鲜胶乳价格环比有所回落，但仍高于上年同期。考虑到泰国政府准备出台收购橡胶和延缓销售等措施，短期内橡胶价格或差强人意。国内随着云南、海南等地全面开割，支撑减弱令盘面转入跌势，依托成本线维持区间震荡。在产区割胶上量带来原料产出增加的背景下，天然橡胶供应持续上升，预计后市胶价可能继续磨底。

图表 30：天然橡胶现货价格



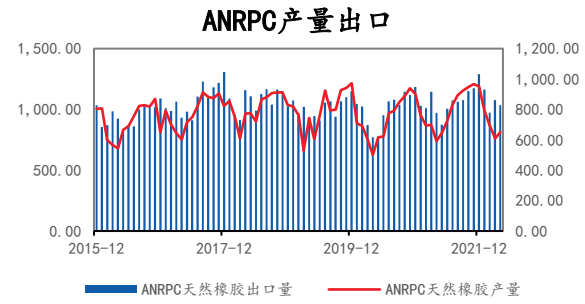
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



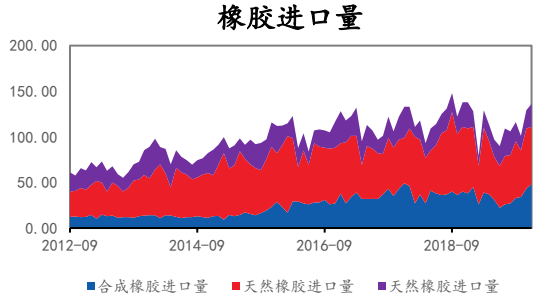
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



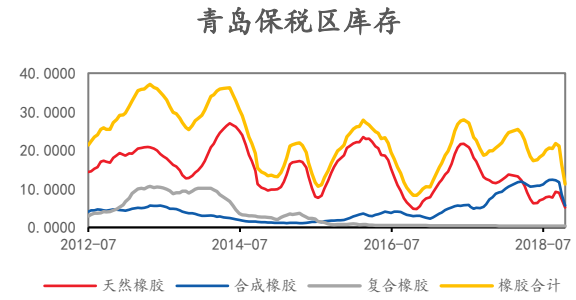
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



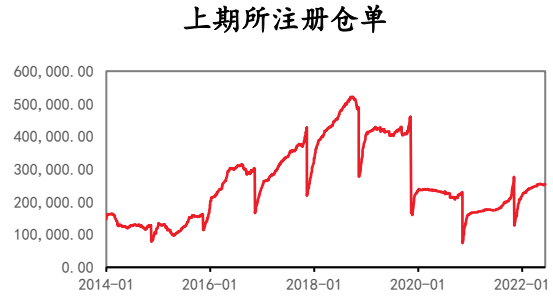
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



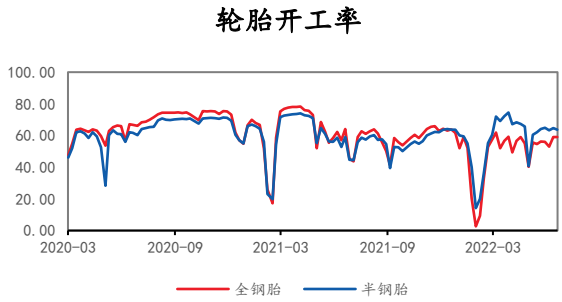
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



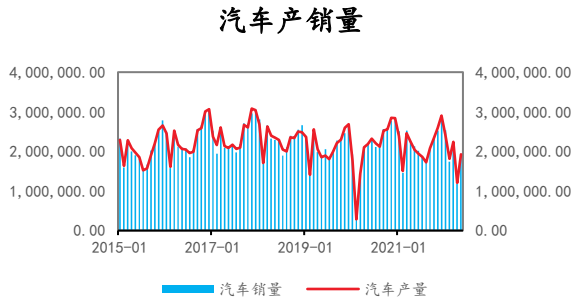
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 基差收窄近弱远强

沪胶主力合约仍在成本线下方运行，绝对价格处于历史低位，基差徘徊在正负之间。但在非标价差持续缩窄的情况下，套利盘动机明显减弱，被低估的橡胶价格反而表现抗跌。供应端短期国内外产区压力不大，东南亚产胶国进入雨季胶水上量有限，现货价格相对坚挺，但后期原料产出大概率季节性增加。需求端则呈现近弱远强、内弱外强的特点，国内下游汽车轮胎行业的恢复仰赖政策红利支撑，而欧美经济衰退预期引发的需求下滑应予以警惕。后市预计橡胶供需关系将缓慢修复，但基本形势中短期难以显著改善，布局长线需要保持足够耐心和做好仓位管理。

5 层层周期叠加嵌套

天然橡胶一个有趣的特点是，大周期套中周期套小周期，不同周期的层层叠加决定了估值和走势。

全球总产能即可割胶面积的变化，是橡胶种植业最大的自然周期，2022 年仍处于供应增速下滑和重心底部抬升的阶段。

下游主要需求端即汽车轮胎行业的运营景气度，是橡胶产业链的中周期，目前市场交易的是疫情后需求的边际修复和国内政策红利。

每年割胶季主产区物候条件和开割进程，是橡胶现货市场流通环节的小周期，预计年中以后新胶产出问题不大，但仍需关注浓乳-全乳价差和原料分流情况。

综合来看，2022 下半年在基差较低和基本面修复的基础逻辑下，多头可在安全边际较好时轻仓布局 2301 合约为主。

6 内在规律运行蓝图

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

美豆面积降幅超预期，仍较上年增长 1.35%

美国农业部于 6 月 30 日发布了种植面积报告，报告显示美国 2022 年大豆种植面积预估为 8832.5 万英亩，明显低于市场此前预估的平均值 9044.6 万英亩，较 3 月底面积报告下调 263 万英亩。美豆面积仅次于 2017 年(9020 万英亩)和 2018 年(8920 万英亩)，在美国大豆种植史上居第三高。美豆面积降幅超出市场预期，春季多雨潮湿天气是主要原因。虽然本次报告中下调美国大豆播种面积，但仍较 2021 年的 8751.1 万英亩增加 117.9 万英亩。美国农业部将在后续报告中以此面积为基准，重新评估美豆产量，预计将在 6 月供需报告中得到体现。

美豆季度库存高于预期，较去年同期大幅增加

美国农业部发布的季度库存报告显示，截至 2022 年 6 月 1 日，美国旧作大豆库存总量为 9.71 亿蒲式耳，高于报告前市场预估的 9.65 亿蒲式耳，较去年同期增长 26%。其中农场库存量为 3.31 亿蒲式耳，同比增长 51%；非农场库存量为 6.4 亿蒲式耳，同比增长 17%。2022 年 3 月至 5 月大豆消费量为 9.6 亿蒲式耳，同比增长 21%。美豆季度库存高于预期，缓解了市场对美国陈豆供应不足的担忧。

美豆生长基本正常，天气对美豆产量的影响程度逐渐提升

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，，截至 6 月 26 日当周，美国大豆优良率为 65%，低于分析师平均预估的 68%，去年同期为 60%。美豆出苗率为 91%，与五年均值持平；美豆开花率为 7%，五年均值为 11%。当前美豆生长状态基本正常，随着美豆进入生长期，天气因素对美豆产量的影响逐渐提高。

印尼加速消化棕榈油库存，马来西亚棕榈油库存压力上升

印尼在 4 月 28 日到 5 月 22 日期间实施出口禁令，导致棕榈油库存大量积压。继不断增加出口配额后，印尼政府官员表示正在考虑将生物柴油的强制掺混比例从 30%提高到 35%，以加快消化国内棕榈油库存。6 月份马来西亚棕榈油出口受到印尼的激烈竞争，船运调查机构的数据显示，6 月份马来西亚棕榈油出口量环比降低 10%到 13.4%。与此同时，6 月马来西亚棕榈油产量延续季节性增长态势。南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)发布的数据显示，6 月 1-25 日期间马来西亚棕榈油产量环比提高 17.19%。马来西亚棕榈油局将在 7 月 10 日发布棕榈油库存报告，考虑到 6 月份出口放慢而产量增长，意味着 6 月底的库存将明显增长。

2 国内豆类市场分析

压榨利润下降，油厂挺粕动力趋强

受近期豆油价格大幅下跌影响，油厂压榨利润持续恶化，油厂提高对基本面相对较好的豆粕的挺价能力。因到港大豆数量下滑加上近期政策性进口大豆竞价交易成交率偏低，国内油厂在开机率偏高的情况下将消耗一定量的进口大豆。从目前国内进口商采购情况看，远期大豆到港量将呈下降态势，进口大豆供应将进入去库存阶段。截止 6 月 27 日国内主要油厂豆粕库存 106 万吨，比上周同期增加 3 万吨，已经升至 2021 年 8 月初以来的偏高水平，结合目前的开机率，短期内豆粕库存仍可能惯性增长，但远期会随着大豆压榨量下降而逐渐回落。近期国内生猪市场明显启动，养殖户补栏积极性提高，豆粕需求仍有保障。此外，来自美豆的成本驱动也较明

显，尤其是在美豆进入生长关键期后，天气炒作情绪更易在豆粕市场体现。

内外盘保持联动，油脂超跌反弹行情结束重回下跌节奏

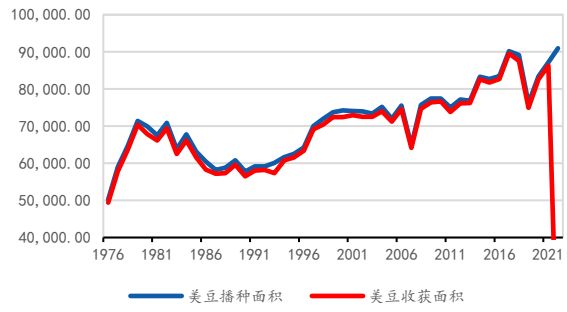
印尼解除棕榈油出口禁令是国内外油脂市场自高位展开暴跌行情的导火索。马来西亚棕榈油基准合约 6 月累计跌幅高达 22%，跌幅之大堪比 2008 年金融危机时期的市场表现。从外部市场看，印尼库存压力需要时间消化，马来西亚棕榈油产量恢复，乌克兰的农作物播种面积明显好于预期，全球油脂供应链得到修复。美联储大幅加息，流动性紧缩增加经济衰退风险，需求预期转向导致大宗商品接连下跌。从国内市场看，除了棕榈油和大豆在成本端依赖外部市场外，动物油脂大量替代植物油脂，以及餐饮等行业对油脂需求下滑，均不支持三大油脂价格长期高位运行。本周油脂市场先扬后抑，在完成对此前超跌的反弹修正后再度出现暴跌行情，并创出本轮下跌行情的新低，技术上已经重回下跌通道。随着市场看跌预期不断强化以及多头资金恐慌出逃，油脂市场进入熊市的概进一步得到确认。

3 油脂油料市场展望

美国农业部大幅下调美豆播种面积，但市场在利多报告后出现大跌行情，足见来自宏观层面的担忧情绪已经盖过豆类基本面，宏观压力导致的系统性风险仍在释放中。印尼频繁调整棕榈油出口政策，不断升高的库存压力成为笼罩在全球油脂市场的堰塞湖，油脂市场的远期供需面也在不断重塑。目前内外盘油脂市场相继破位下行，相比此前牛市行情中的上涨幅度，熊市节奏中未来仍有下跌空间。本周国内豆粕市场表现较为抗跌，豆类市场的下跌压力集中在油脂释放，压榨利润快速下滑后豆粕跌势趋缓，粕强油弱格局得到明显强化。在商品市场整体出现恐慌性下跌氛围下，不排除后期豆粕市场补跌的可能。豆一期货市场受到豆油暴跌的拖累冲高回落，但整体表现仍较为抗跌，尤其是坚挺的现货表现仍是豆一期货抗跌并保持独立运行的重要支撑。

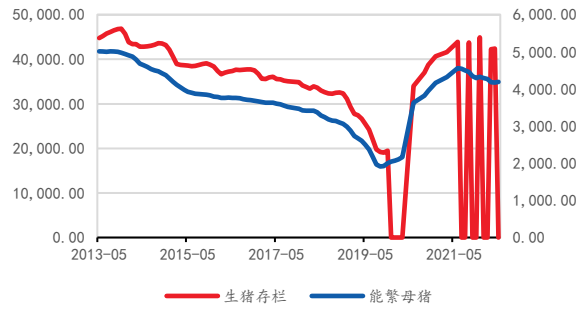
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



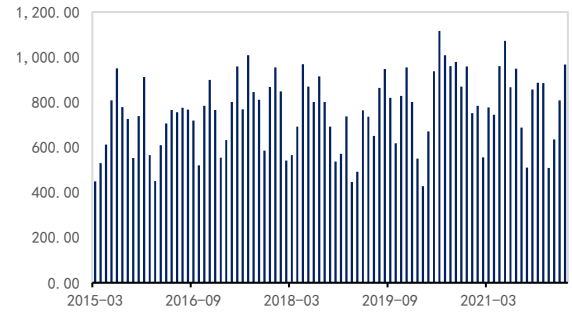
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



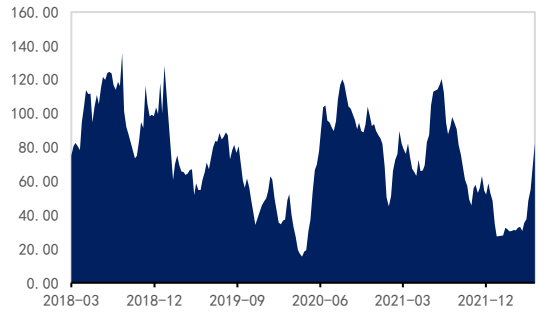
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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