中金财富期货策略周报（2022 年第 24 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：现货价格强于期货，有色金属下跌大于原油能化，海外价格下跌大于国内，这三组价差显示近期大宗价格急跌，更多交易预期，而非当下现实的供需基本面。

股指期货：国内通胀水平特别是 PPI 年内有望快速回落，由于企业盈利是名义值，从历史经验看，上市公司盈利增速年内大概率将随 PPI 下行。指数估值修复明显，除了流动性之外，其他方面的驱动因素力度一半，指数的走势系于流动性。

铜：美联储加息幅度压制，衰退预期上升都发酵了市场的空头氛围，近期有色金属行情波动放大。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，下游市场出现畏跌心态，市场采需平淡，使得社会库存增长明显。当前终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临。海外衰退忧虑有所缓和，但高通胀问题仍值得警惕，关注欧美央行货币政策动向及欧洲能源问题发展，预计铜价转为震荡走势。

锌：欧洲天然气和电价短期内大涨，因此能源危机对欧洲精炼锌供应的扰动仍面临较大的不确定性。国内近日冶炼端出现一些扰动情况，如广西洪水导致当地炼厂停产，湘西地区某炼厂停产 10 日，陕西部分炼厂预期外进入检修或减产状态，内蒙古部分炼厂于 7-8 月有检修减产计划等，预期将拖累下两月国内精炼锌供应，但减产量应该一般。锌价下跌叠加汽配订单好转，带动压铸锌合金企业开工回升；但订单不佳叠加企业亏损，氧化锌企业开工回落。消费端尚未出现明显好转，7 月镀锌板将进入传统淡季。此外，当前淡季欧洲天然气价格依旧高企，且海外库存低位需谨防需求阶段性好转带来的挤仓风险。锌价在宏观格局下仍以偏弱震荡为主。

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。

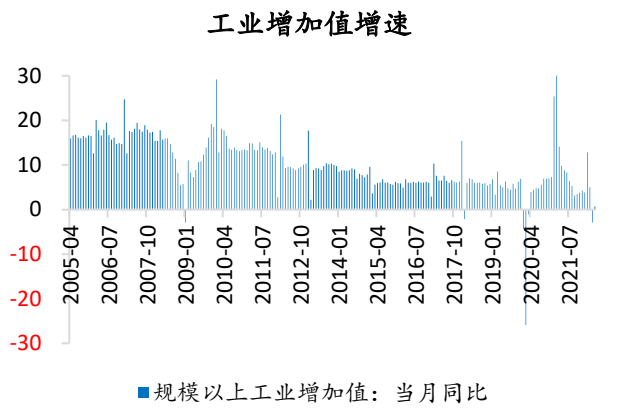
油脂油料：当前美豆生长指标基本正常，随着美豆进入开花结荚的生长关键期，市场对美豆产区天气的敏感性也会提高，一定程度上为美豆价格提供季节性支撑。各方对全球经济衰退担忧情绪仍未完全消退，美联储 7 月底的议息会议是重要的观察指标。如果美国国内通胀压力不减，不排除美联储新一轮加息会再度冲击全球。印尼为加速消化棕榈油库存，不断释放鼓励出口的政策措施。马来西亚棕榈油进入季节性增产周期，而出口受到印尼的竞争，库存居高不下同样限制棕榈油价格摆脱低迷。国内外油脂市场保持弱势运行，由于在此前上涨过程中油脂价格已严重脱离自身价值，在熊市运行过程中，将向合理价值区间回归，甚至不排除超跌的可能，但多空分歧可能加剧盘面波动。在豆类市场的下跌压力集中在油脂释放后，压榨亏损程度扩大为豆粕抗跌提供缓冲，粕强油弱仍是近期市场运行的主要特征，长期走势仍依赖美豆市场形成的成本驱动。豆一期货市场在本轮下跌过程中较为被动，主要是恐慌情绪所致，有坚挺的现货做支撑，并不具备深跌空间。

目 录

周度策略：“衰退预期”继续主导大宗商品市场 - 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 消费数据出现回升 - 6 -
3 流动性：流动性维持宽松本周实现零投放零回笼 - 6 -
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 上涨过高即是原罪 - 14 -
2 高价反噬终端消费 - 14 -
3 衰退绝非杞人忧天 - 14 -
4 供应问题仍未解决 - 16 -
5 警惕宏观风险情绪 - 16 -
6 矛盾未解不轻言空 - 17 -
天然橡胶 - 18 -
1 十年牛熊皆是因果 - 18 -
2 产能决定供应上限 - 18 -
3 需求稳健孕育质变 - 18 -
4 层层周期叠加嵌套 - 20 -
5 看问题切勿一边倒 - 20 -
6 内在规律运行蓝图 - 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 - 25 -

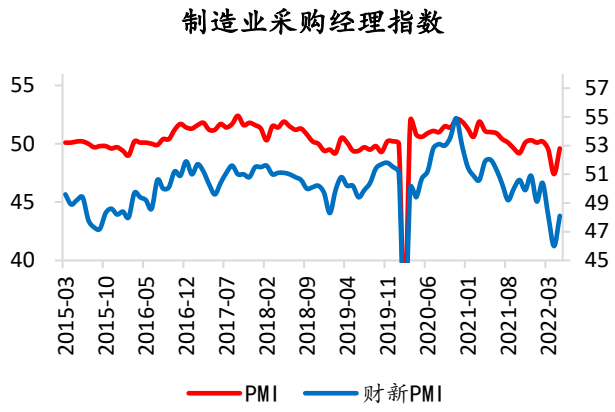
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



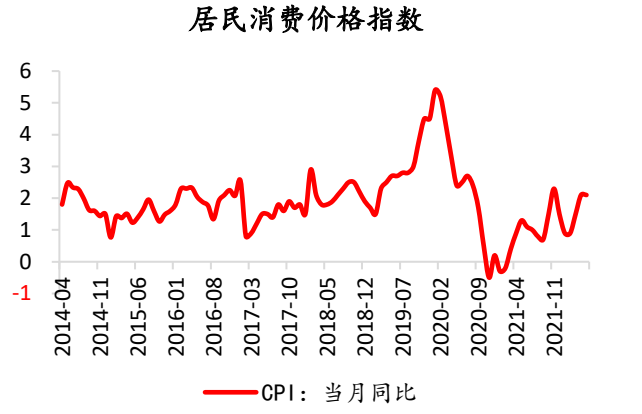
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



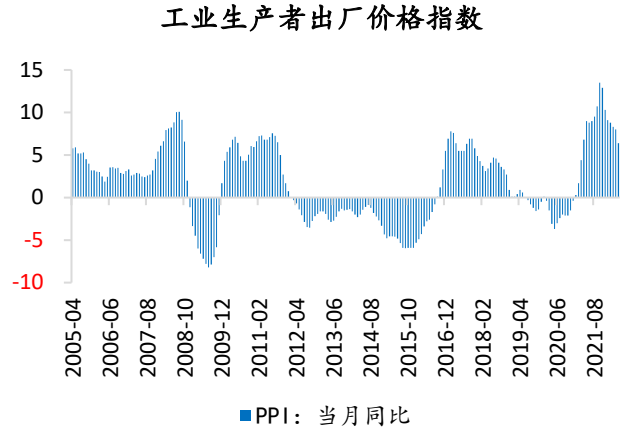
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



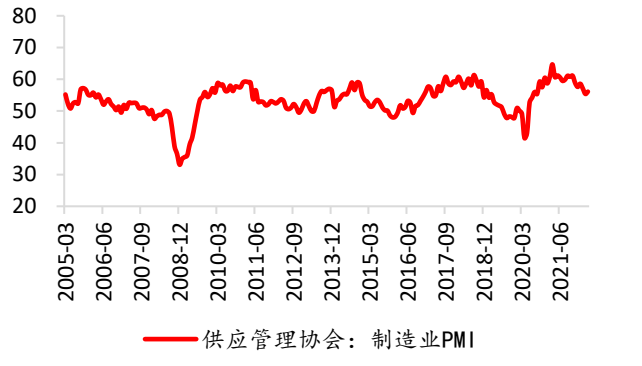
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



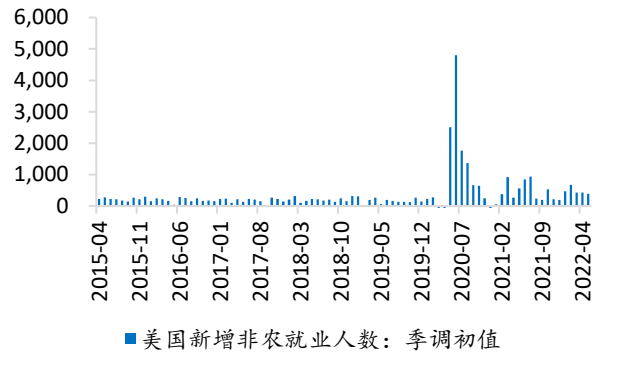
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：“衰退预期”继续主导大宗商品市场

近期工业品市场交易的逻辑就是“衰退预期”，以铜为代表，出现了连续四周的大跌行情，其他高位的工业品有类似的表现。从基本面的情况看，无论是有色金属、黑色还是原油市场，基本面变化都不大，但是市场的跌幅却足以用“巨大”来形容，凸显当前市场是情绪支配的市场。

“衰退预期”从何而来？

首先，在欧美通胀压力之下，全球制造业 PMI 进入下降周期。全球制造业 PMI 从 2021 年 4 月开始处于持续下滑的状态，5 月全球制造业 PMI 为 52.3。全球平均短端利率同差对全球制造业 PMI 有很强的前瞻预测作用，前瞻性指标暗示 PMI 还将继续下滑至枯荣线以下，未来全球经济衰退临近。

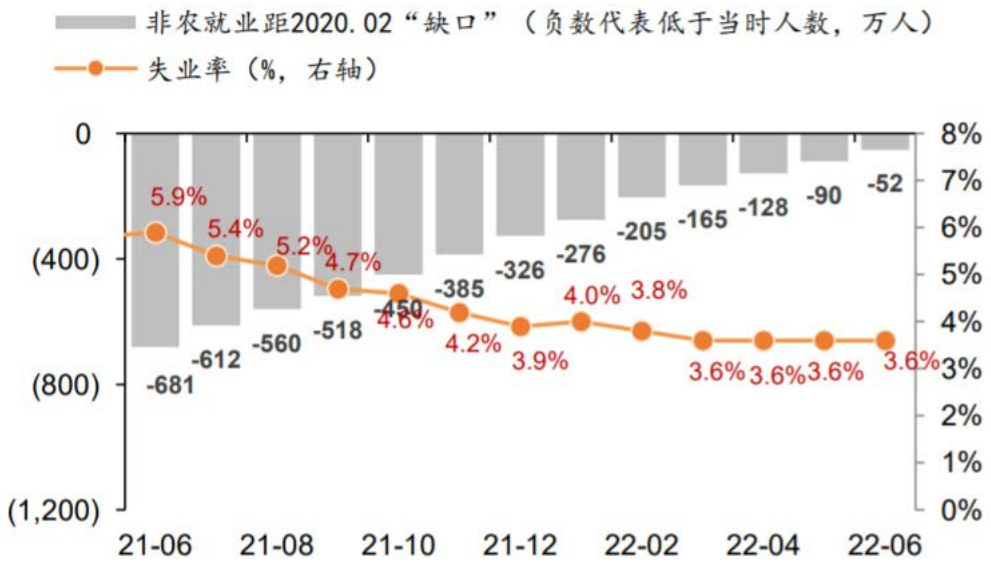
其中市场对美国经济下行的担忧最甚，美国 PMI 指数下滑较快。虽然目前美国制造业和非制造业 PMI 仍位于枯荣线上方，5 月制造业 PMI 为 56.1，6 月进一步降至 53.0，非制造业 PMI 为 55.9，但制造业 PMI 和非制造业 PMI 指数均处于快速下滑的阶段，传递出经济未来面临风险的信号。OCED 扩散指标与美国 PMI 指数走势比较吻合，根据 OECD 扩散指标当前值对应的历史情形，预测美国下半年 PMI 将降至 45 以下，再次提示了今年下半年美国经济衰退的风险。

另外，美国高通胀已经大幅打击了美国的消费者信心指数。从整体来看，6 月消费者信心指数大幅下跌至 50 点，创下历史新低，甚至低于高通胀的 1975 年 2 月、1980 年 5 月和衰退阴霾笼罩的 2008 年 11 月和 2011 年 8 月。从结构上来看，美国个人消费者的支出结构中耐用品消费同比已经出现大幅下滑，表明消费者对未来经济的信心不足。

欧洲区面临的压力更大，欧洲在能源危机、难民压力和潜在的债务危机影响下，通胀压力更高，经济动能更弱，因此欧洲经济增长预期更低，欧洲今年面临的经济衰退危机相比于美国更大。

上述数据，是衰退预期的主要来源。

图表：非农与就业缺口



资料来源：wind，中投期货研究所

适当注意衰退预期走的过远

全球基金经理调查方面，机构投资者目前最关注货币政策紧缩以及经济衰退等问题，这也是市场情绪支配市场走势的根源。在 5 月的调查中，31%的基金经理认为央行鹰派加息是最大的尾部风险，其次是全球经济衰退（27%），通货膨胀是第 3 位；到了 6 月份，32%的基金经理认为央行鹰派加息是最大的尾部风险，其次是全球经济衰退（25%），通货膨胀还是第 3 位。

如果美国经济在美联储密集加息阶段能够抗住，美国经济衰退面临的风险可能降低。

6 月美国非农新增就业人数为 37.2 万人，远高于市场预期，且相比 5 月并未出现明显下降。6 月失业率为 3.6%，与市场预期基本持平，仍维持历史低值。从新增非农就业人数和失业率来看，美国当前劳动力市场仍然紧俏，雇主招聘需求并未在成本上升以及美联储收紧货币政策的冲击下大幅放缓。失业率仍在历史低位，非农就业总人数已基本恢复至疫情前水平，6 月私营部门就业人数已比 2020 年 2 月多出 14 万人，政府部门就业人数仍低于疫情前水平，6 月就业人数比疫情前少 66.4 万人。劳动参与率较此前小幅下降，显示美国劳动力供给问题仍在持续，股市下跌带来的财富效应减弱并未明显提振居民就业意愿，而 5 月下旬以来美国新冠确诊病例增加或再次扰动居民就业。而劳动参与率的下滑或也导致薪资增速回落幅度不及预期。

美国 5 月扣除国防的耐用品订单环比增速超预期和前值，显示当前商业投资仍然旺盛。在就业市场仍强、商业投资仍然旺盛背景下，难言美国经济立即衰退，需关注市场在衰退交易方面走的太远。

建议：追空须谨慎

从冲击的可持续性、美联储对通胀的态度、就业市场的状态、以及通胀预期的角度来说，我们认为美国经济更可能陷入短期的滞胀，衰退是一种令人担忧的现象，这种担忧导致了市场大幅下跌，考虑到这是典型的市场情绪支配的行情，建议以盘面走势为主，注意经济数据的变化。

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 7 日	李克强主持召开东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会	无论国际形势如何变化，中国都坚定扩大开放。	东南沿海 5 省市经济占全国 1/3 以上，财政收入占近四成，在地方对中央财政净上缴中贡献近八成
	7 月 5 日	中国央行连续四天逆回购 30 亿元，本周总共已净回笼 3780 亿元	市场担忧货币政策转向	当前基本面以及信用周期并不支持货币政策转向。
数据	7 月 8 日	6 月同比上涨 2.5%	前值+2.1%	其中翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点。
	7 月 8 日	美国 6 月非农大超预期，新增 37.2 万，失业率维持在 3.6%	平均每小时工资同比增 5.1%，高于预期但低于前值	美联储 7 月加息 75 基点几成定局
事件	7 月 7 日	英国首相约翰逊辞职	英国首相约翰逊在唐宁街 10 号发表讲话，正式宣布辞去保守党领袖的职务。	保守党领袖竞选计划今年夏天举行，新首相预计于 10 月正式上任。

资料来源：中投期货研究所

2 消费数据出现回升

6 月上海北京等地陆续解封，服务业修复进度较好，非食品项 CPI 同比环比均涨幅扩大。6 月非食品项 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅扩大 0.4pct，环比上涨 0.4%，涨幅扩大 0.3pct。受国际油价上涨影响，汽油与柴油环比上涨 6.7%和 7.2%；随着各大城市解封，以及 6 月端午小长假的影响，出行旅游需求明显修复，飞机票和旅游价格环比上行 19.2%和 1.2%，涨幅扩大 15pcts 和 0.8pct，宾馆住宿价格由 5 月环比下降 0.7%转为上涨 0.3%。总体上，6 月消费分项 CPI 同比上行 3.5%，涨幅扩大 0.5pct；服务分项 CPI 同比上行 1%，涨幅扩大 0.3pct。往后看，随着疫情冲击逐步消退，预计下半年服务消费行业将渐进式修复，在四季度达到全年高点；相关分项价格将稳步上升，但对 CPI 的涨价压力或将边际减弱。

去年 PPI 整体基数较高，预计下半年 PPI 同比下行趋势不会改变。CPI 方面，疫情冲击下的涨价因素已大部分消退，后续新一轮猪周期将成为主要的涨价风险，同时复工复产潮下服务业需求修复也将引起对应分项的涨价，CPI 同比或将在三季度突破 3%后企稳，全年 CPI 同比可能在 2%附近。总体而言，下半年需警惕猪油共振下的涨价风险。

3 流动性：流动性维持宽松本周实现零投放零回笼

中国央行本周连续五天进行 30 亿元人民币逆回购操作，本周有 4000 亿元逆回购到期，累计净回笼资金 3850 亿元，规模为自 4 月初以来最大。

具体来看：周一有 1000 亿元 7 天期逆回购到期，央行净回笼资金 970 亿元；周二 1100 亿元逆回购到期，央行净回笼资金上升至 1100 亿元；周三、周四央行分别净回笼资金 970 亿元、770 亿元；周五有 100 亿元逆回购到期，央行当日净回笼为 70 亿元。上述操作利率均持稳在 2.10%。

央行继续开展 30 亿元逆回购操作，或指明后续货币政策将从危机模式向常规模式切换，货币政策或将进入一个新阶段——回归本轮局部疫情前的宽信用目标。除货币政策模式转变外，下半年宏观调控政策料将进入有变化的阶段。

当然，谈论货币政策转向过早。本次逆回购缩量主要是在季度初资金面压力较弱的背景下，对前期资金利率过低现象的小幅修正，主要目的是控制金融杠杆和引导市场利率不脱离政策利率的引导范围，而非推动资金面明显收紧乃至“紧货币”。预计后市资金面和短端利率价格将向政策利率回归，但是均衡中枢位置料仍然低于政策利率。

4 宏观策略

现货价格强于期货，有色金属下跌大于原油能化，海外价格下跌大于国内，这三组价差显示近期大宗价格急跌，更多交易预期，而非当下现实的供需基本面。

5 股指期货市场分析

指数继续强势上行

本周 A 股小幅震荡，沪深 300 指数跌 0.85%，上证 50 跌 1.71%，中证 500 跌 0.53%。

北上资金本周净买入 35.60 亿元 连续 6 周净买入。

从最新数据来看，全体 A 股市盈率（TTM）PE 18.23 倍，其中创业板 63.77 倍、上证 50 成分 10.83 倍、沪深 300 成份 12.94 倍，中证 1000 成份 30.30 倍。市 场估值水平较低，安全边际较高。

结构性行情明显。业绩成长性确定性较高的板块如汽车、光伏、锂电池等，在 4 月 27 以来的修复行情中交易拥挤度逐渐上升，而待修复行业诸如社服、地产、交运股价在预期端有所改善，但真实修复数据尚有待验证，在此期间因为疫情等因素带来的预期摆动客观上会加大板块走势的波动，造成“景气但拥挤板块”与“待修复板块”弱势的状况。

指数强势特征未改 继续关注逢低做多机会

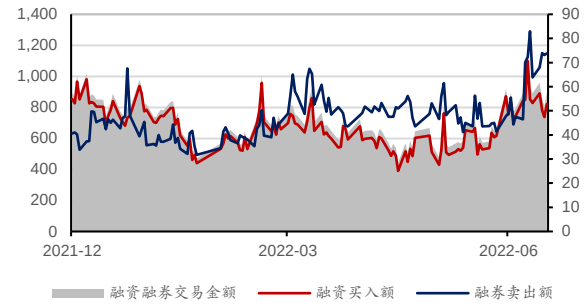
流动性是当前股市市场的绝对主导因素

A 股 4 月底估值降至底部，随着疫情形势改善和国内一系列支持政策落地，市场资金变得充裕，驱动 6 月份 A 股走出独立行情。往后看，国内通胀水平特别是 PPI 年内有望快速回落，由于企业盈利是名义值，从历史经验看，上市公司盈利增速年内大概率将随通胀下行，短期经济基本面数据仍然承压，基本面乏善可陈。

虽然 6 月份一级市场上募资总规模有所回升，重要股东净减持额环比大幅增加，二级市场上股票型基金发行规模仍在低位，但 6 月份以来 A 股市场成交热度大幅回暖，基金股票仓位和两融余额双双回升，同时 6 月份互联互通资金转为净流入，且单月净流入规模刷新了去年底以来的新高。

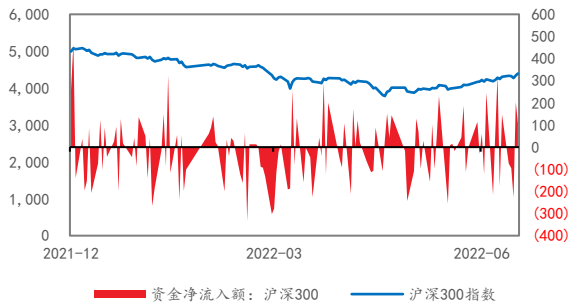
指数估值修复明显，除了流动性之外，其他方面的驱动因素力度一半，指数的走势系于流动性。

图表 8：融资融券数据图



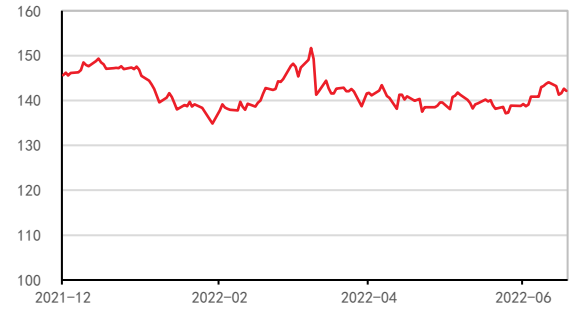
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



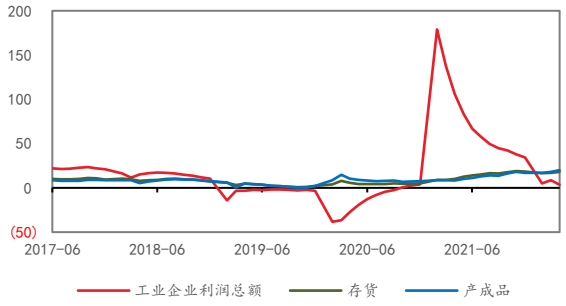
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

废铜延续供应偏紧

废铜作为冶炼及加工两个环节的原料，在冶炼端作为铜精矿的原料替代品，中国电解铜中 21%左右的产量是利用废铜产出，在加工端作为电解铜的替代品，8-10%铜材原料来自废料，废铜供应的松紧，将直接改变电解铜的供需结构。随着 40 号文开始正式实施，废铜市场观望情绪浓郁。进口方面，1-5 月中国废铜产量 42.2 万吨，累计同比下降 17.6%，较去年 12 月回落 40.1%。尽管二季度沪伦比价有所修复，废铜进口存在一定盈利空间，但由于东南亚及欧美国家复工复产，当地对废铜的需求提升，可供中国废铜进口量有限。国内本身由于疫情发酵令物流停滞，废铜回收、产出以及跨区域流通出现较大困难，故废铜市场始终处于相对吃紧状态，加之铜价表现易涨难跌，废铜贸易商普遍挺价，导致精废价差大幅收窄，并几度出现倒挂。不过进入 6 月后，本轮疫情进入尾声，随着社会面进一步解封，企业复工复产，废铜供应有望缓和，精废价差或有望维持一定空间。

“双碳”政策推动下游需求

根据上海有色网数据，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

美联储加息幅度压制，衰退预期上升都发酵了市场的空头氛围，近期有色金属行情波动放大。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，下游市场出现畏跌心态，市场采需平淡，使得社会库存增长明显。当前终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临。海外衰退忧虑有所缓和，但高通胀问题仍值得警惕，关注欧美央行货币政策动向及欧洲能源问题发展，预计铜价转为震荡走势。

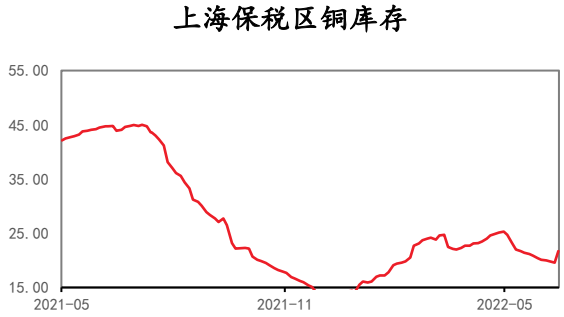
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



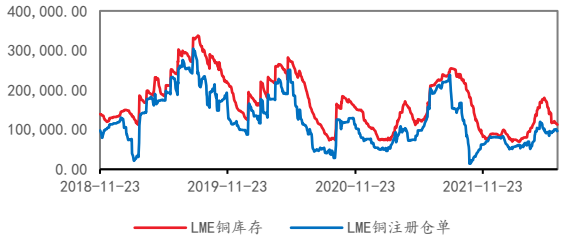
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



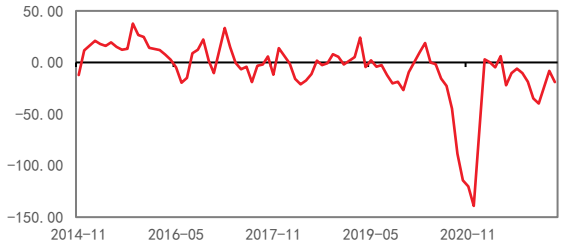
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



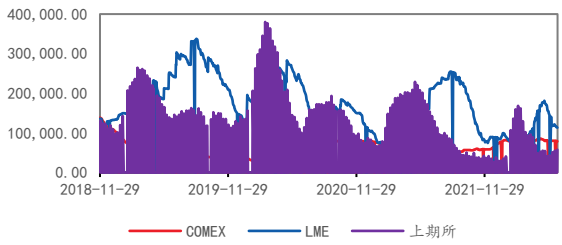
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



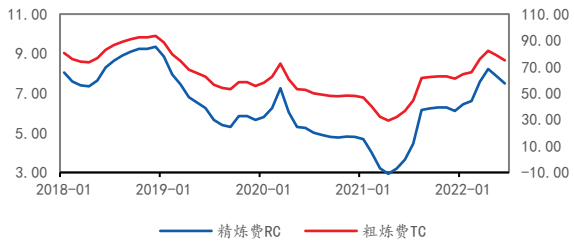
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

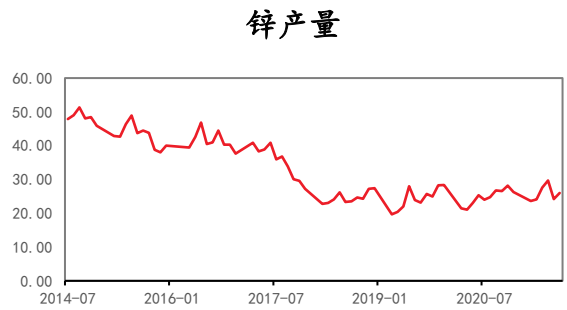
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

欧洲天然气和电价短期内大涨，因此能源危机对欧洲精炼锌供应的扰动仍面临较大的不确定性。国内近日冶炼端出现一些扰动情况，如广西洪水导致当地炼厂停产，湘西地区某炼厂停产 10 日，陕西部分炼厂预期外进入检修或减产状态，内蒙古部分炼厂于 7-8 月有检修减产计划等，预期将拖累下两月国内精炼锌供应，但减产量应该一般。锌价下跌叠加汽配订单好转，带动压铸锌合金企业开工回升；但订单不佳叠加企业亏损，氧化锌企业开工回落。消费端尚未出现明显好转，7 月镀锌板将进入传统淡季。此外，当前淡季欧洲天然气价格依旧高企，且海外库存低位需谨防需求阶段性好转带来的挤仓风险。锌价在宏观格局下仍以偏弱震荡为主。

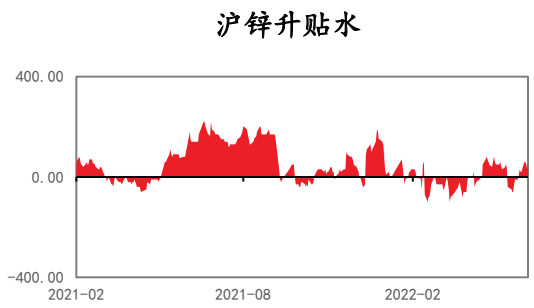
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



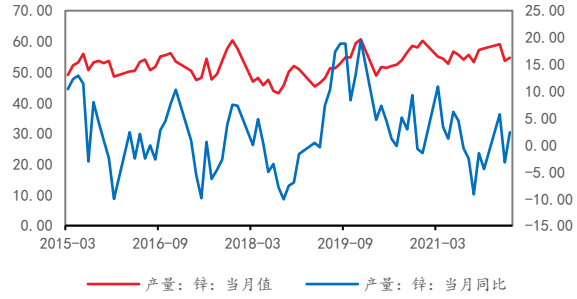
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



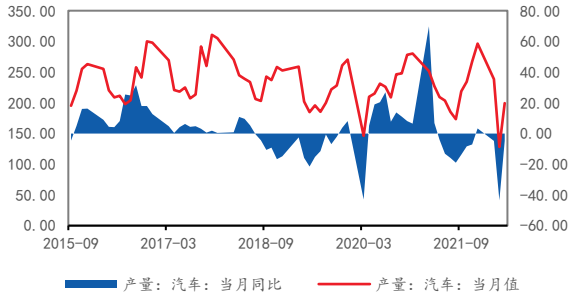
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

国际原油连日暴跌重挫，自前期高点已经下跌近 20%，一度击穿 100 美元之下。

原油市场表现被归因为，由于美联储为应对持续的高通胀而采取激进的货币紧缩政策，可能会使美国乃至全球经济陷入衰退，进一步损害能源需求。但从基本面现实来看，全球石油赤字的问题仍未解决，商业库存持续下降接近极限，而需求对高油价的负反馈效应将会重新给市场带来平衡。

虽然经济衰退的风险正在增加，但原油供需仍然偏紧或至少是均衡的，两个截然相反的逻辑将长期此消彼长地斗争。短期走势上国际原油已经出现技术性熊市，但正如之前油价上涨过高，现在又抛售的有些过度了。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。

2 高价反噬终端消费

2022 年俄乌战争爆发和随后一系列制裁实施，令国际原油价格迄今累计上涨超过 40%，然而这还不是最糟糕的。由于多年来炼化行业缺乏投资，导致全球尤其美国炼油产能不足，部分原油制品价格涨幅甚至比原油本身还大。目前美国原油裂解价差（炼油厂原材料—产成品价格差）已经升至 50 美元/桶，是过去二十年来平均水平的三倍。炼油利润率已经高到难以置信，石油巨头埃克森美孚二季度炼油业务利润跃升至 55 亿美元。

在如此高昂的成品油价格下，终端消费不受影响是不可能的。美国能源信息署（EIA）短期数据显示，除 2020 年疫情外，美国汽油需求四周移动平均值已经降至 2014 年以来同期最低水平。即使是传统夏季出行高峰期，在油价持续高企和经济衰退预期下，燃料消费放缓是需求端出现负反馈效应的征兆。

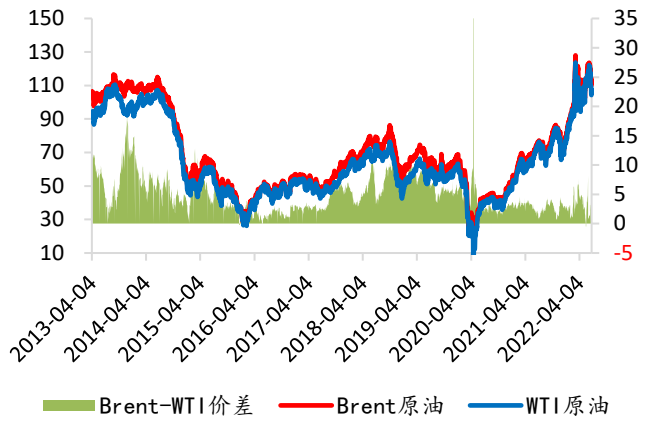
3 衰退绝非杞人忧天

我们一再强调，全球原油供应紧张的基本形势并未改变；但我们也不可否认，市场对能源需求前景的担忧是多余的。

事实摆在眼前，美国成品油价格已经达到创纪录高位，国家发改委也启动成品油价格天花板机制，通胀压力—美联储加息—经济衰退的链条已经形成。从终端需求的直观感受来看，消费者正受到汽油、柴油及其他油品价格上涨的冲击，高油价带来的能源成本飙升已经反过来开始对原油需求造成破坏。

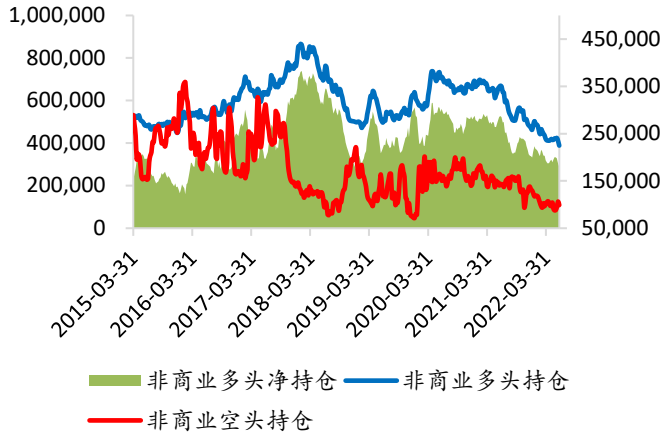
不过好在，全球另一大原油消费国中国正逐渐从疫情造成的经济低迷中走出。预计 2022 年剩余时间内，中国原油需求量整体将持续回升，且国内的独立炼油企业有能力提高产量。如果疫情对中国的影响逐步减弱，经济活动和原油需求将继续复苏，巩固市场供需偏紧的逻辑，或支撑原油价格保持在目前的水平。

图表 22：国际原油期货价格



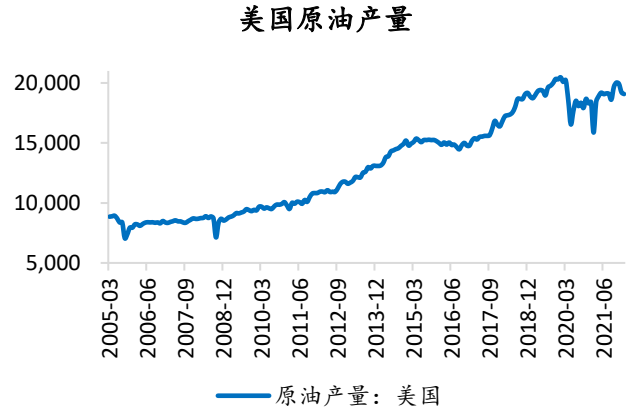
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



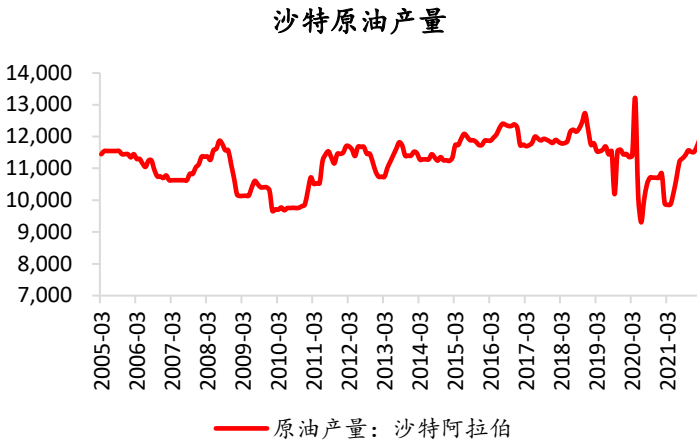
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



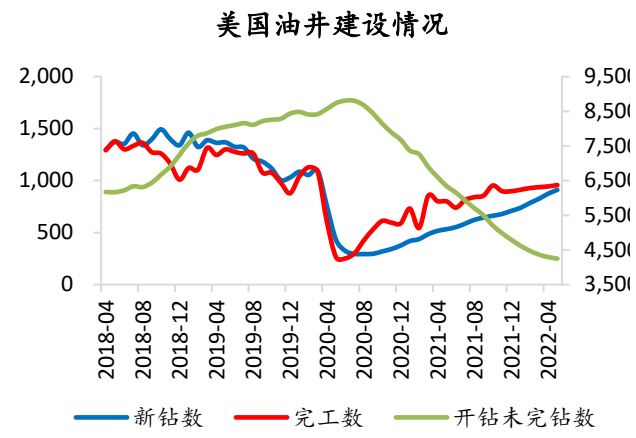
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



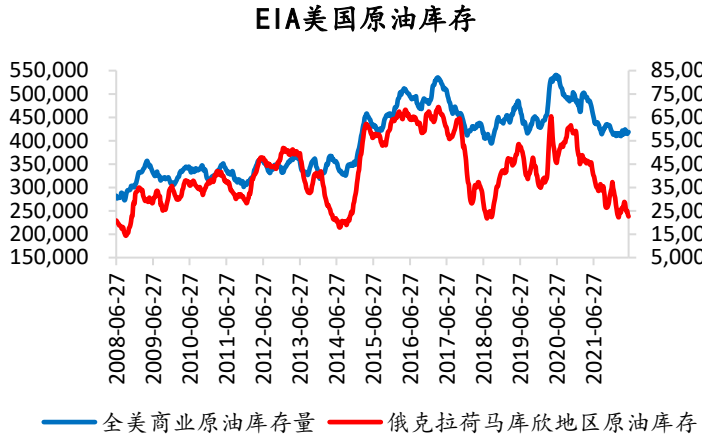
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



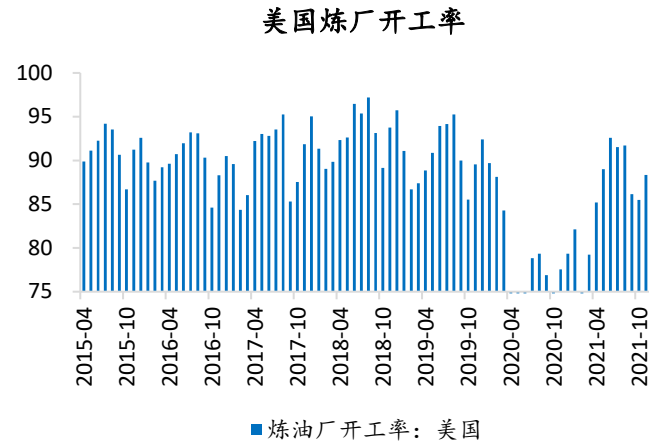
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



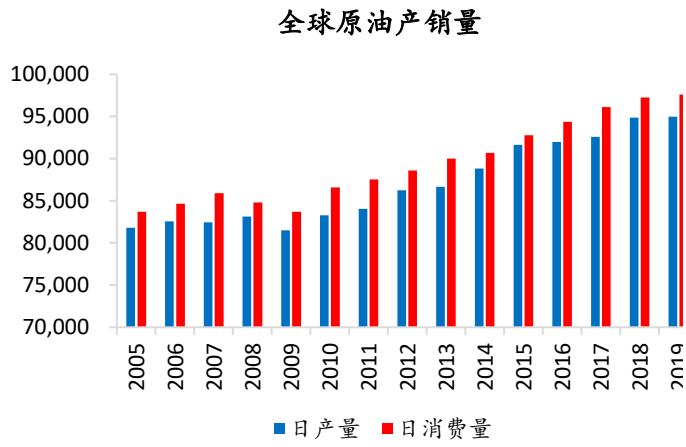
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供应问题仍未解决

尽管年中国际油价触顶回调，但回顾近两年以来，原油市场整体趋势上一直保持强势运行。

OPEC 已经官宣加快提高原油产量，但鉴于主产国沙特和阿联酋接近产能上限，该组织增产能力存疑。美国页岩油行业缺乏上游投资，限制其无法复制 2015-2019 年间的大规模扩张，全美原油及油品供应链到达瓶颈。七国集团同意对俄罗斯出口的石油和天然气设置价格上限，正在研究敲定一个机制来限制俄罗斯能源贸易收入，令该国供应的不确定性进一步加剧。其他产油国或遭受制裁，或局势动荡，或经济萧条，或无能为力。

预计下半年内，全球原油体系仍将呈现供应弹性极度不足的状态，油价重心维持在高位水平，不排除地缘问题激化造成原油及各类油品价格超预期上涨。

5 警惕宏观风险情绪

本次原油大跌主要归结为宏观风险诱发的情绪市。

美联储激进加息和鹰派言论确立了对抗通胀的基调，相伴而来的是美元指数强势飙升和国际原油承压走跌。美国短期经济数据表现较差，市场对衰退的预期色彩强烈，恐慌情绪主导下风险资产遭到抛售，长期以来最为抗跌的原油也未能免于补跌。此外，本次油价崩塌发生在 7 月 4 日正值美国独立日，传统惯例上这时市场处于流动性较低的状态，忧虑情绪自我加剧踩踏出短期的技术性熊市。

在经历了暴跌过后，市场恐慌情绪得到释放，国际原油走势应有所企稳，甚至对超跌有一定反弹修复的需求。中长期来看，在宏观预期转弱的氛围下，油价重心回落的风险依然存在；但基本面支撑也是实打实存在的，很难相信会就此回到解放前。

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 十年牛熊皆是因果

天然橡胶供应端具有农产品属性，橡胶树种植后最快要七年才能割胶，而割胶寿命可长达二十余年。这意味着相对大豆、生猪等其他农产品而言，天然橡胶无论产能扩张还是产能出清的周期都十分漫长。

回顾沪胶曾经在 2011 年达到 43500 元/吨的历史最高点，在高额利润的驱动下，2010-2012 年东南亚主产区掀起一轮种植热潮。产能高速扩张带来的供应过剩，也种下了此后十年大熊市的苦果。随着这批橡胶树陆续成熟开割，全球天然橡胶产能在 2020-2021 年度达到了历史峰值水平。弹指间十余年过去了，哪怕只考虑流动性的宽松程度，当前依附成本线 13000 元/吨附近的估值都是绝对的历史低位。

联想 2020-2022 短短两年间，国际原油从负价到百元之路，橡胶只是走得更慢而已。橡胶市场积贫积弱的本质是供大于求，但随着新增产能投放下降和过剩产能自然出清，这个最大的压制因素将逐渐消失。当然，处在价值洼地不等同于马上会涨，主要趋势的改变需要强有力的驱动。

2 产能决定供应上限

天然橡胶总种植面积决定产能上限，可分为两个部分：已经成熟可以割胶的面积和未满七年不能开割的面积。从 ANRPC 主要产胶国的种植面积来看，现在到未来的若干年内，全球天然橡胶总产能的上限是确定和可推算的。过去十年间，大量青壮年橡胶树成熟并投入割胶，造成了全球天然橡胶严重过剩的局面。然而按照时间推算，主要传统产胶国本轮产能扩张已经结束，往后若干年内割胶面积都难有大规模增长。

和其他一切周期型行业一样，天然橡胶的生产也存在类似于蛛网模型的动态关系，即即期价格影响下期供应。但是供应的价格弹性短期不显著，整个反馈过程极为漫长，这是由天然橡胶的生产特性使然。经年累月的胶价低迷极大打击了胶农补种的积极性，微薄的割胶收入也令橡胶树缺乏保养而加速淘汰。天然橡胶产能一旦下降就无法短期迅速补充，未来某一时点就会迎来青黄不接的空窗期。底部将是一个复杂漫长的过程，但时间最终将给橡胶市场重新带来平衡。

3 需求稳健孕育质变

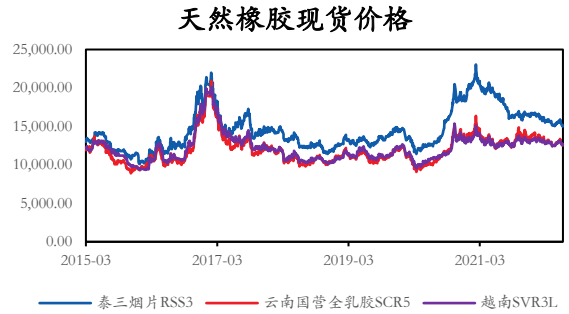
天然橡胶下游 70%以上应用于轮胎制造业，轮胎开工率可视为橡胶直接需求的主要指标。目前国内疫情多地反弹不断，汽车轮胎产业链景气度低，轮胎企业开工负荷受内外部因素制约难以提升。轮胎制造业下游可分为三大细分市场：替换、配套和出口。替换市场公路运费低迷车辆饱和，配套市场乘用车商用车产销量双双下滑，出口市场尚可但欧美存在经济衰退预期，整体上订单跟进情况缺乏利好。

长期中国汽车市场从迅猛发展转入放缓，中期全球汽车制造业陷入芯片荒，短期长三角地区汽车供应链从疫情中恢复。尽管下半年私家车购置政策红利将在一定程度上刺激消费，但难改汽

车行业大环境的不景气。商用车轮胎的数量、重量和消耗都远高于乘用车，特别是重卡销量成为 2016 年以来拉动天然橡胶终端消费的核心支柱。然而，随着国六换代的政策红利被提前透支，近一年来重卡销量连续大幅下滑。

天然橡胶下游需求和宏观经济整体呈正相关性，以持续稳健的自然增长为常态，罗马不是一天建成的，但量变积累必将会实现质变。

图表 30：天然橡胶现货价格



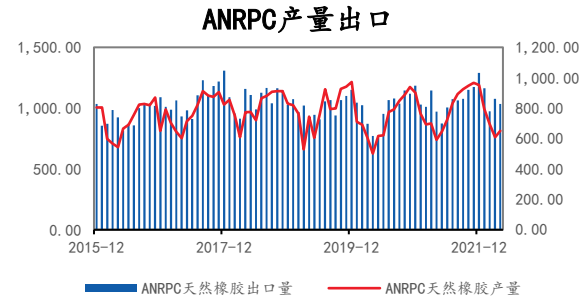
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



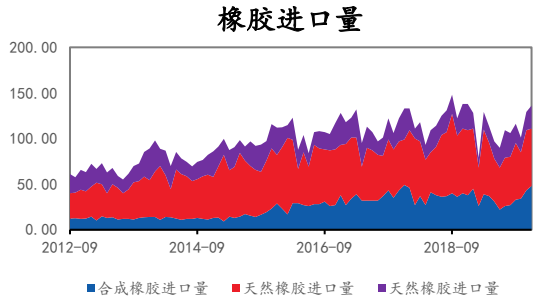
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



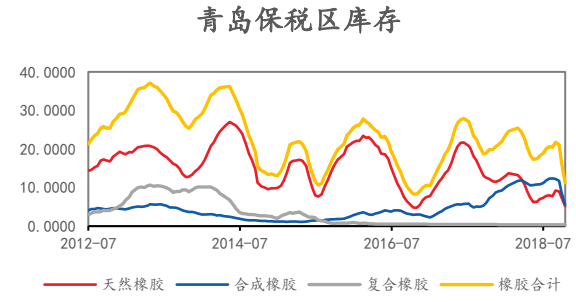
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



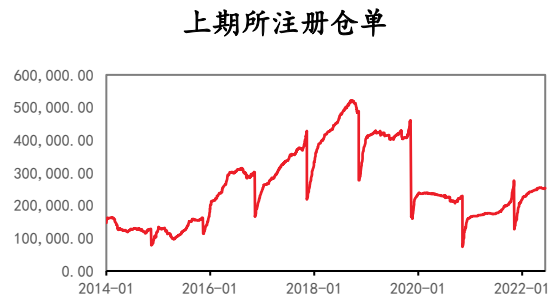
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



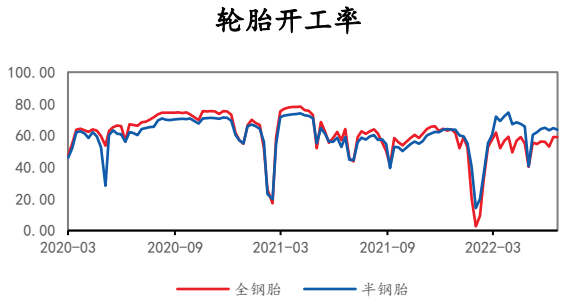
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



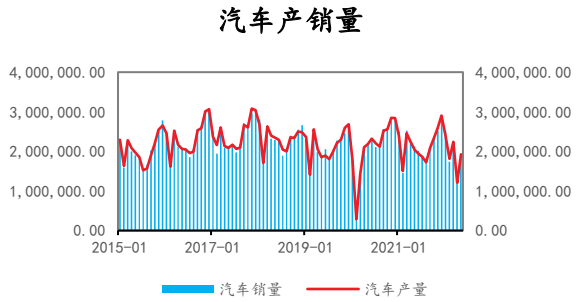
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

5 看问题切勿一边倒

根据 ANRPC 最新统计及预测，当前全球天然橡胶市场基本面整体尚可，至少也是偏中性的。ANRPC 数据显示，2022 年 5 月，全球天然橡胶产量为 99.1 万吨，同比增长 4.8%，环比增加 5.4%；全球天然橡胶消费量为 118.9 万吨，同比增长 4.0%，环比下滑 2.2%。

供应端，虽然东南亚主产区增产符合季节性规律，但受雨季降雨增加影响，原料产出在四季度之前难以放量。5 月 ANRPC 主要成员国来看，泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南的天然橡胶出口量同比分别增长 5.6%、18.3%、9.0%、13.5%，但前三大产胶国出口量环比均有所减少。

需求端，俄乌问题引发了一系列对全球经济前景的忧虑，衰退预期陡然上升。全球供应链将长期面临不确定性，尤其是芯片短缺影响汽车行业正常运营，从而倒逼天然橡胶需求下降。5 月最大消费国中国的天然橡胶进口量为 38.1 万吨，同比增长 15.2%，但环比低于上月水平。

初步结论是，天然橡胶供需层面并没有那么不堪，但美联储加息和疫情反复会阻碍经济复苏，因此橡胶不宜悲观或乐观一边倒，且应视具体位置而论。

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

宏观情绪剧烈波动，大宗商品抛压略有缓解

自从美联储 6 月份加息 0.75 个百分点之后，笼罩在全球的经济衰退预期挥之不去，欧美股市和全球大宗商品相继遭遇严重卖压，整体自高位大幅回落。与此同时，美元大幅上涨，流动性紧缩预期不断强化，商品需求前景不佳，全球经济复苏进程将遭遇更多阻力。本周全球金融资产多出现急跌释放风险，包括油脂在内的大宗商品基本回吐年初至今的涨幅，弱势特征十分突出。随着金融市场系统性风险快速释放，获利资金离场以及新资金抄底效应，商品市场整体抛压缓解，市场出现止跌迹象，但能否持续推动金融市场回暖，仍需政策面和需求端的配合。

降雨改善作物生长条件，美豆生长指标基本正常

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截止 7 月 3 日当周，美国大豆生长优良率为 63%，分析师平均预估为 64，去年同期为 59%。大豆出苗率为 96%，与五年均值持平；大豆开花率为 13%，五年均值为 22%；大豆结荚率为 3%，与五年均值持平。当前美豆生长状态基本正常，近期部分产区出现的降雨继续改善作物生长条件。随着美豆进入开花结荚的关键期，市场对天气的关注度逐渐提高。通常情况下，资金愿意持有一定的风险升水，从而为美豆提供季节性抗跌支撑。

巴西陈豆大幅减产，出口量下滑

巴西农业部下属的国家商品供应公司 CONAB7 月预测数据显示，预计 2021/22 年度巴西大豆产量达到 1.240478 亿吨，同比减少 1410.52 万吨，减少 10.2%，环比减少 22.02 万吨，减少 0.2%。巴西外贸秘书处（SECEX）发布的数据显示，2022 年 1 至 6 月份，巴西大豆出口量为 5307.1 万吨，较上年同期的 5753.7 万吨减少 7.76%。其中对中国出口量为 3521.1 万吨，较 2021 年同期的 3979.9 万吨下降 12%。根据装运计划表，2022 年 7 月份巴西大豆出口量估计为 630 万吨，低于上年同期的 790 万吨。

印尼提高出口配额，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。为消化库存，印尼政府相继实施多项鼓励措施以加速棕榈油出口。继将印尼企业的最高出口配额从国内销售量的五倍提高到七倍后，该国正考虑每两周设定一次毛棕榈油出口参考价格，此前是每月一次，同时还在讨论进一步降低棕榈油出口专项税的可能性。印尼棕榈油加快回流国际市场，全球油脂供应持续得到修复，并扭转市场预期。印尼棕榈油出口政策仍备受关注，该国巨大的库存压力仍需时间化解。由于受到来自印尼的激烈竞争，马来西亚棕榈油出口大幅下降。马来西亚棕榈油局（MPOB）将在 7 月 12 日发布棕榈油供需报告，市场预计 6 月底的棕榈油库存环比增幅在 12%以上。

2 国内豆类市场分析

压榨亏损严重，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。7-8 月国内大豆到港量将继续下滑，大豆库存下

滑；近期国际大豆价格大幅回落，进口大豆报价下跌，企业参与政策性进口大豆拍卖的积极性明显下滑，后期大豆供应逐渐减少。从需求端看，今年 3 月份以来，生猪价格持续上涨，养殖收益扭亏为盈，养殖户补栏积极性提高，对远期豆粕需求有利多效应。近日国内豆粕期货市场在宏观和美豆下跌的拖累下呈现被动跟跌状态，粕强油弱特征持续加强。在美豆市场出现回暖信号后，豆粕市场反弹更加积极主动。

恐慌情绪盖过低库存，国内油脂市场加速回落

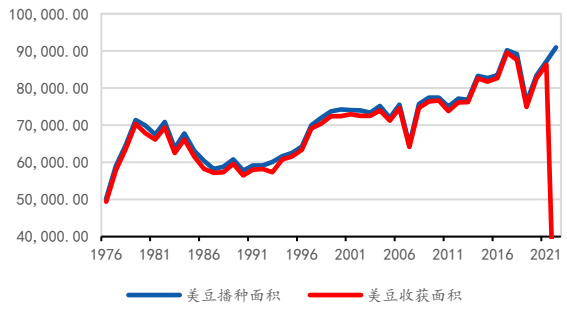
宏观压力及油脂基本面改善共同导致近期国内外油脂市场出现恐慌性抛售情绪，本周国内三大油脂期货继续大幅回落，纷纷创出本轮下跌新低。从统计数据上看，本周国内油脂库存仍在偏低水平运行。7 月 6 日，沿海地区食用棕榈油库存 15 万吨(加上工棕 21 万吨)，比上周同期增加 2 万吨，月环比基本持平，同比减少 17 万吨。7 月 4 日，全国主要油厂豆油库存 94 万吨，比上周同期减少 1 万吨，月环比增加 1 万吨，同比增加 7 万吨，比近三年同期均值减少 25 万吨。本周大豆压榨量预计保持在高位运行，市场暴跌后需方观望居多，豆油销量下降，预计豆油库存将重新回升。虽然油脂市场在急跌后出现反弹迹象，但市场恐慌情绪仍未结束，难言就此结束跌势。

3 油脂油料市场展望

当前美豆生长指标基本正常，随着美豆进入开花结荚的生长关键期，市场对美豆产区天气的敏感性也会提高，一定程度上为美豆价格提供季节性支撑。各方对全球经济衰退担忧情绪仍未完全消退，美联储 7 月底的议息会议是重要的观察指标。如果美国国内通胀压力不减，不排除美联储新一轮加息会再度冲击全球。印尼为加速消化棕榈油库存，不断释放鼓励出口的政策措施。马来西亚棕榈油进入季节性增产周期，而出口受到印尼的竞争，库存居高不下同样限制棕榈油价格摆脱低迷。国内外油脂市场保持弱势运行，由于在此前上涨过程中油脂价格已严重脱离自身价值，在熊市运行过程中，将向合理价值区间回归，甚至不排除超跌的可能，但多空分歧可能加剧盘面波动。在豆类市场的下跌压力集中在油脂释放后，压榨亏损程度扩大为豆粕抗跌提供缓冲，粕强油弱仍是近期市场运行的主要特征，长期走势仍依赖美豆市场形成的成本驱动。豆一期货市场在本轮下跌过程中较为被动，主要是恐慌情绪所致，有坚挺的现货做支撑，并不具备深跌空间。

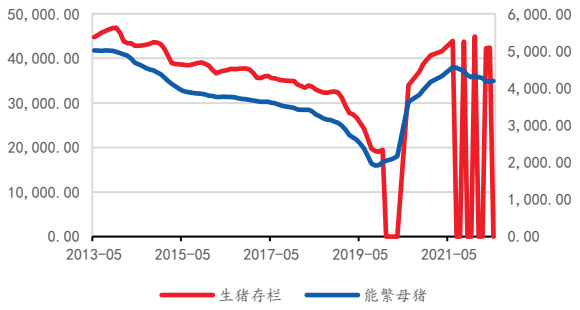
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



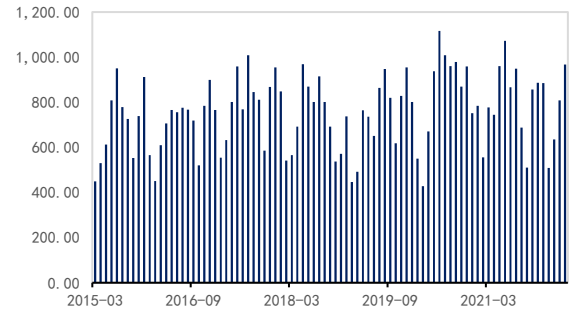
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



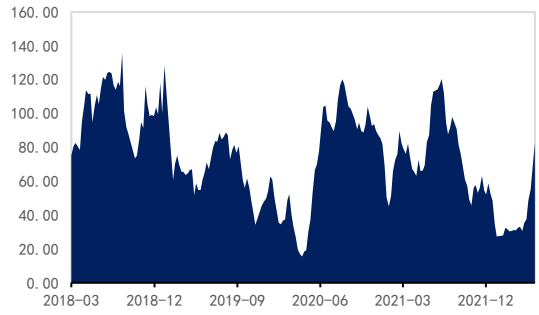
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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