中金财富期货策略周报（2022 年 25 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：从影响因素上看，国内地产下行和欧美加息是此轮经济衰退的主要驱动因素。因为大部分大宗工业品消费集中在中国，而地产是固定资产投资中最大细分项，地产走势对工业品的影响显著大于欧美加息的影响。房地产走向值得密切关注，建议耐心等待下跌行情结束。

股指期货：考虑到流动性因素未变，建议耐心等待地产下行对市场情绪的拖累，以及中报企业盈利下修对市场的冲击结束。中线看，指数进入宽幅震荡的概率较大。

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。国内停贷潮不断发酵，引发市场悲观情绪，进一步打压工业品价格。高利润刺激国内冶炼厂开工率提升，铜产量持续增加。长期铜矿供应宽松，2023 年上半年长单加工费高于今年全年水平。下游铜厂采购需求疲弱，不少利废企业选择停产、减产应对，整个废铜市场呈现供需两弱局面。当前终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临。目前海外宏观利空没有消散前，国内利空又开始发酵，沪铜偏弱的走势难以反转。

锌：海外经济增速放缓甚至衰退的担忧不断升温。有色金属价格普遍大幅下跌。挪威工人罢工令欧洲天然气供应再填波折，天然气期价带动欧洲各国电价延续上行，海外炼厂利润压缩下复产概率降低。俄罗斯管道气进口量继续下滑，使得欧洲天然气价 格飙升，远期电价震荡走强，欧洲冶炼厂处于较大亏损状态，炼厂销电的经济性已超过冶炼本身。国内炼厂超预期减产较多，6 月精炼锌产量 48.85 万吨，且 7 月常规减产炼厂较多，国内供应进一步收紧。国内锌市场实际是处于一个供需两弱的局面。近期价格走势依然受宏观面影响较大，市场衰退交易逻辑依然存在，锌价仍有下挫可能，后续仍需等待宏观指引，关注 7 月美联储加息情况。

原油：近期国内外宏观数据纷纷指向，由欧美到全球正在开启一轮大衰退的征兆。美国通胀数据屡创新高，难以估量通胀压力将会持续多久，以及美联储等央行激进加息会将全球经济置于何种境地。原油同样在大宗商品熊市中跌幅显著，目前已经回到争夺 100 美元大关。然而，原油市场供应紧张的现状依然水深火热，需求增长虽边际放缓但仍处于年中高点，可以说基本面并未发生实质性变化，原油市场多空分歧极度加剧。

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。

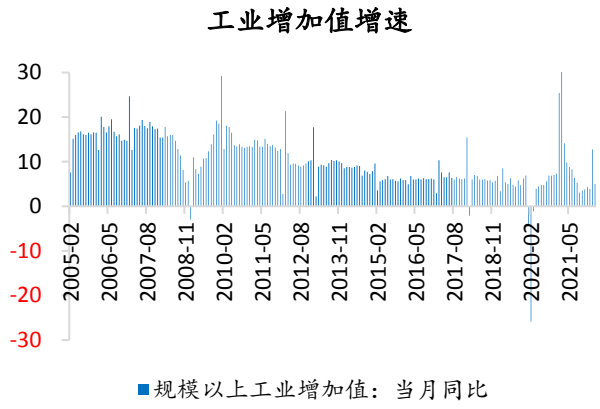
油脂油料：结合 CBOT 豆类市场重回跌势表现看，市场担忧美联储为对抗通胀将采取更猛烈的紧缩措施，来自全球经济衰退的担忧情绪已经盖过了美豆季节性的天气支撑，成为主导近期美豆市场走势的关键因素之一。印尼为加速消化棕榈油库存，不断释放鼓励出口的政策措施。俄乌等国有望就黑海地区粮食出口达成协议，全球油脂供应链继续得到修复，供应宽松而需求低迷仍是国内外油脂市场的基本格局。马来西亚棕榈油可能因劳动力不足出现阶段性减产，但相比出口受到的竞争，产量下降仍难以推动价格主动回升。国内油脂市场下行风险得到一定释放后，有望从急跌行情转向缓跌模式，在经济衰退预期得到充分消化以前，宜保持逢高抛空的思路参与熊市行情。油厂压榨亏损程度扩大为豆粕抗跌提供缓冲，但美豆的成本驱动仍会决定国内豆粕市场运行方向。商品整体承压走弱的大环境下，豆粕随时存在补跌空间。豆一期货市场探底回升，短期下行风险释放，有望继续向坚挺的现货回归。

目 录

周度策略：地产行业遭遇利空 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 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 六月经济数据点评 ..... - 7 -
3 流动性：流动性维持宽松本周实现零投放零回笼。 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 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 影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
原油 ..... - 15 -
1 全面交易衰退预期 ..... - 15 -
2 基本面无实质变化 ..... - 15 -
3 天下熙熙皆为利来 ..... - 15 -
4 计划赶不上变化快 ..... - 17 -
5 OPEC 增产举步维艰 ..... - 17 -
6 多空分歧极度加剧 ..... - 18 -
天然橡胶 ..... - 19 -
1 当前形势复杂极端 ..... - 19 -
2 十年牛熊皆是因果 ..... - 19 -
3 看问题切勿一边倒 ..... - 19 -
4 成本线下相对抗跌 ..... - 21 -
5 市场暂时失去理性 ..... - 21 -
6 内在规律运行蓝图 ..... - 21 -
油脂油料：美豆重回跌势，国内豆类市场止跌回升 ..... - 23 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 23 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 24 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 24 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 25 -
免责条款 ..... - 26 -

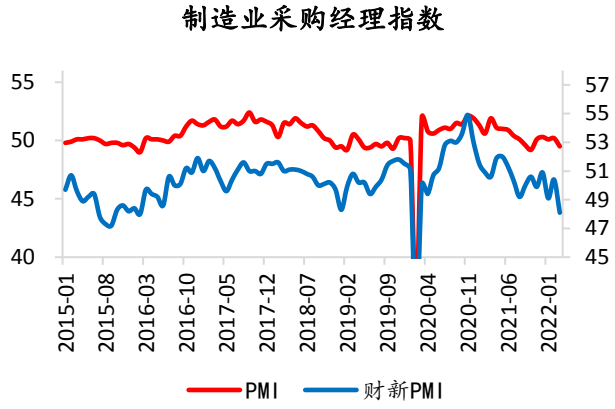
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



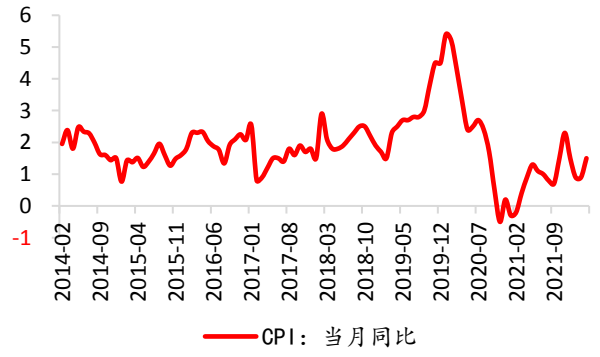
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



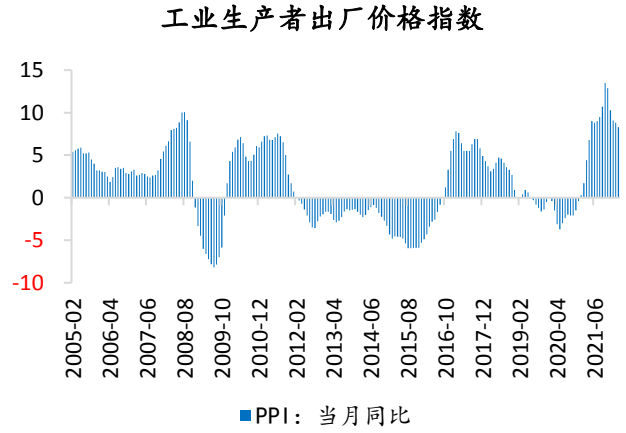
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



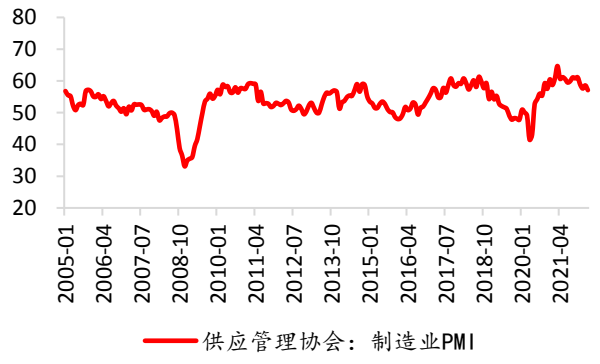
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



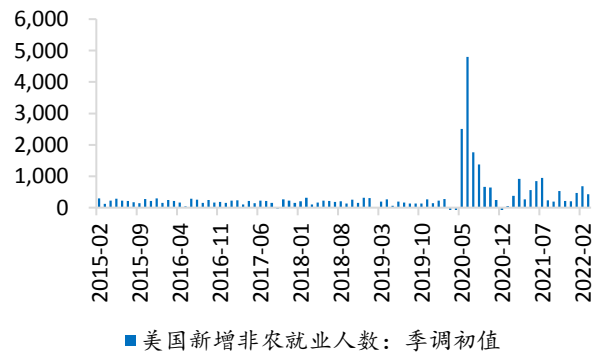
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：地产行业遭遇利空 工业品大幅回落

本周让市场较为关注的“烂尾停贷”事件重挫银行地产业，股票市场及商品市场相关板块均出现大幅调整，本周银行指数-4.81%，地产指数-4.64%，商品市场方面，螺纹-14.47%，PVC-7.75%，走势极其惨烈。尤其是市场叠加美联储加息的影响，悲观预期非但没有减轻，继而加重，导致工业品出现大幅回落的行情。

停贷现象加重市场悲观预期

多地业主因楼盘延期交付宣布停止还贷的事件引发广泛关注，对此监管部门提出支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。但是此事件对资本市场的情绪产生了较大影响。

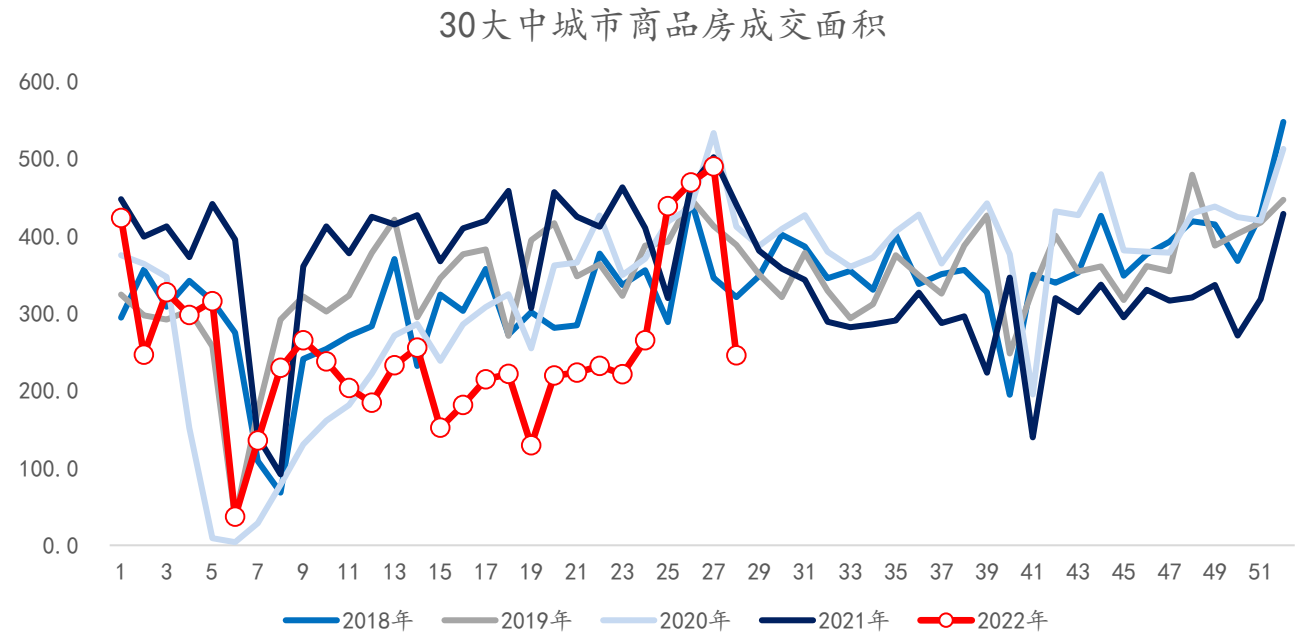
本来已经孱弱的地产在停贷事件的冲击下，导致市场预期进一步恶化。

地产月度完工总量在去年 6 月见顶后一路下滑，一定程度上反映开发商在可以快速交付的项目完工后，对需要较大投资方能交付项目的投资动力不足。统计局数据分析，地产完工 5 月折年同比下滑 31%，3-5 月（3 个月）季度环比折年收缩 38%。而从去年 6 月的月度趋势高点，季节调整后已经累计下滑约 26%。然而，从宏观层面看，完工下行可能是触发因素。

过去三年，商品房累积销售面积为 53 亿平米。其中预售比例平均约为 80%。按 8 成简单计算，三年累计期房交易额在 42.4 亿平米。如果其中已交付 50%，则未交付期房面积为 21 亿平米左右。在乐观、中性情形下的交付困难面积约为 2.1 亿、4.2 亿平米。但这一口径估算一个难以避免的误差，已售期房可能仅为待完工面积的一部分（意即待完工并未完全售出）。这样看，需完工项目面积可能更大，完工资金敞口也可能更高。

简单估算，地产去杠杆对 2022 年 GDP 增长的拖累在 4 个百分点左右。其中，在实体经济传导链中，估算了地产去杠杆对投资、产业链上下游，及服务业收入的影响。2021 年房产直接相关消费（家具、家电、家装；不含汽车）占零售总额的 7.5%，上游建材行业占工业总产出的 5.2%，地产相关增加值服务约占 GDP 的 6.8%，而地产投资占 GDP 的 8%左右。因此，地产的下行对经济的影响很大。

30 大中城市商品房成交（周度数据）



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

美联储加息引发市场对衰退的担忧

美国 6 月通胀爆表的情况下，美国经济数据较为弱势，但是尚看不到衰退的实际证据。

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 53，低于预期 7 月 1 日据 ISM 协会发布，6 月美国 ISM 制造业 PMI 数据 53，预期 54.9，前值 56.1。低于预期和前值，亦创 2020 年 6 月以来新低，指向美国商品需求有所放缓。从分项看，除了生产指数从 5 月的 54.2 小幅回升至 6 月的 54.9，库存指数微幅上涨外，6 月新订单指数、物价支付指数、就业指数、供应商交付指数、订单积压等指数均较上月下滑。

PMI 数据显示通胀对美国的消费产生了侵蚀。但是劳动力市场数据依然较强，一定程度平抑了 PMI 数据下行的影响。

消费占比美国经济 70%，大幅收缩的可能性较小。美国居民部门的资产负债表相对健康，居民杠杆率（负债占 GDP 比例）从金融危机时接近 100%的高峰回落至 2019 年底的 75%，2020 年后稍有回升至 80%。居民的债务情况没问题，去杠杆导致消费回落的可能性较小。

从居民收入的流量来看，疫情之后美国劳动力市场出现持续的结构性短缺，劳动参与率下台阶导致了持续的用工短缺，劳动力市场的紧张程度（职位空缺数比失业数）快速突破疫情前水平，创 21 世纪以来最高，使得薪资水平居高不下，也给了居民较高的工作安全感。因此尽管通胀蚕食了居民的短期实际收入，但较高的工作安全感和健康的资产负债表也令居民有底气消耗储蓄，增加消费信贷，平滑油价对消费的影响。

欧洲方面，13 日，欧元兑美元汇率一度跌破 1 欧元兑 1 美元的平价水平，创 2002 年 11 月以来新低，而美元指数创下了 20 年新高。当前俄乌冲突有长期化趋势，廉价的能源和原材料已经一去不复返，进口油气成本大幅抬升，欧洲的制造成本和生活成本都将受到负面影响，德国在

欧元区内部和外部的贸易条件均出现恶化倾向。而欧元汇率贬值并没有带来贸易顺差，德国 5 月份出现了近 10 亿欧元的贸易逆差，打破了保持 30 多年的贸易顺差纪录。欧元汇率贬值也加剧了输入型通胀的压力。如果通胀进一步失控，经济危机将再次降临。欧洲央行迟迟不愿意大幅加息，就是因为当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于 2010 年欧债危机爆发前夕，且成员间分化依然明显。整体看欧洲面临的压力可想而知。

宏观局势不稳 市场情绪继续释放

从影响因素上看，国内地产下行和欧美加息是此轮经济衰退的主要驱动因素。因为大部分大宗工业品消费集中在中国，而地产是固定资产投资中最大细分项，地产走势对工业品的影响显著大于欧美加息的影响。房地产走向值得密切关注，建议耐心等待下跌行情结束。

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	7 月 15 日	银保监会回应“停贷”事件：引导金融机构市场化参与风险处置	多家银行回应“停贷事件”：涉及规模较小，总体风险可控	房地产需要稳定的发展
	7 月 15 日	李克强：推动经济尽快回归正常轨道，保持运行在合理区间	保持经济运行在合理区间，要应对好两难多难问题	既稳增长，又防通胀、注意防输入性通胀
数据	7 月 15 日	我国上半年 GDP 同比增长 2.5%	中国二季度 GDP 同比增长 0.4%，经济顶住压力实现正增长	下半年我国经济有望继续回升保持在合理区间。
	7 月 16 日	6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%	此前连续三个月负增长	消费出现好转
事件	7 月 11 日	德国五十年来最惨能源危机影响已超出工业领域	限供热水、调暗街灯、关闭泳池	欧洲最大的经济体陷入了 1973 年石油价格冲击以来最严重的电力危机

资料来源：中金财富期货研究所

2 六月经济数据点评

GDP：二季度经济增长 0.4%，全年保 4%。从 5-6 月数据来看，经济修复的弹性较好，但持续性仍然有不确定性，不确定性主要来源于国内风险事件的应对和外需未来回落的幅度。下半年经济增长若在 5.3%左右，全年经济增速仍能达到 4%。下半年 5.0%以上的增长还需政策发力以及对地产的妥善处理。当前一面是传统经济的压力加大，一面是新经济的歌舞升平，正如我们年度展望的标题“旧叶新芽”一样，经济结构分化不断凸显，而且这种分化依然在加强期。

生产：修复不均衡，高技术产业高歌猛进。6 月生产同比明显回升，但略弱于市场预期，可能反映了宏观经济不均衡修复的特征。行业层面来看，制造业和电气水均弱于整体表现，而制造业生产提升偏慢的部分更多位于下游，高技术产业仍有明显提升。往后看，不均衡特征大概率延续，传统产业反弹持续性不强，新兴产业生产景气度将继续高歌猛进。

投资：地产继续下行，制造业与基建大幅反弹。制造业投资回升，疫情影响消退后，留抵退税等政策对制造业带来强支撑，高技术制造维持景气，低技术和汽车链反弹较大。房地产投资降幅扩大，新开工等数据均出现进一步下滑，销售和拿地小幅改善。基建投资大幅反弹，电热水和水利公共设施反弹力度最大，我们预计下半年随着增量财政政策落地，全年广义基建增速有望突破 10%。

社零：政策带动居民消费信心扭转，消费修复空间打开。6 月社零单月增速 3.1%（前值-6.7%），修复斜率超市场预期，环比修复速度已经快于 2020 年，服务、线下、可选消费全面反弹，必选消费维持景气。促消费政策密集出台以及防疫政策的边际松动带动整体消费修复。只要疫情相对稳定，下半年空间将进一步打开，特别是服务消费（餐饮、酒店）趋势和必选消费（食品饮料、农业）的确定性，以及可选消费结构性亮点（汽车、家电）。

3 流动性：流动性维持宽松本周实现零投放零回笼。

7 月初低量逆回购再现，牵动市场神经，但货币市场资金面宽松未改，财政货币协同支持流动性，剔除季末影响，R007 与 DR007 仍在低位，反映央行态度未收紧。但 6 月来中长期国债收益率上行，更多反映在疫后实体修复、金融放量之下，投资者对未来增长与通胀的预期与期限溢价上升。往前看，低量逆回购释放“非大水漫灌”信号，警示债市杠杆行为，但疫情仍有反复、楼市不稳固、信用风险仍待释放，货币政策收紧尚不甚紧迫。未来货币政策正常化开启的时间与节奏将视经济复苏节奏、通胀与资产价格的走势而定。长端利率已计入较多复苏和货币正常化预期，短期或高位震荡。

从实体看，经济从疫情反弹中修复加速，通胀略超预期。1）增长方面，6 月的 PMI 动能指数从 4 月的-7.7 低位反弹至 1.8，截至 7 月 10 日中金经济活动指数（CEAI）已恢复至疫情前的近 9 成，《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》预示防疫更精准科学，强化经济修复预期；2）受猪油共振和低基数影响，6 月 CPI 同比从 5 月的 2.1%超预期反弹至 2.5%，预计最早 7 月或触 3%。

4 宏观策略

从影响因素上看，国内地产下行和欧美加息是此轮经济衰退的主要驱动因素。因为大部分大宗工业品消费集中在中国，而地产是固定资产投资中最大细分项，地产走势对工业品的影响显著大于欧美加息的影响。房地产走向值得密切关注，建议耐心等待下跌行情结束。

5 股指期货市场分析

指数明显回落

本周 A 股连续大涨后回落，周度涨幅上看，沪深 300 指数-4.07%，上证 50 指数-5.14%，中证 500 指数-3.24%。

北向资金本周连续 5 天净卖出，累计净卖出额 220.40 亿元。因为停贷因素的影响，本周净卖出前 3 位的均为银行股，分别为招商银行净卖出 31.31 亿元、兴业银行净卖出 18.9 亿元、平安银行净卖出 16.38 亿元。

截至 2022 年 7 月 15 日上午 12 时，A 股整体共 1644 家上市公司（即披露业绩预告/快报/中报的公司）发布了 2022 年中报业绩预告，其中实际公布业绩 1575 家（即在 1644 家的基础上剔除上市一年之内的公司），实际披露率 35.93%，其中：创业板 970 家上市公司有 122 家披露完毕，披露率 12.58%；中小板并入主板后，主板 3058 家上市公司有 1444 家披露，披露率为 47.22%；科创板 301 家公司有 5 家披露，披露率为 1.66%；北交所 54 家公司有 4 家披露，披露率为 7.41%。

据 2022 半年报业绩预告，全 A 业绩增速较 Q1 回落。从已经披露了业绩预告的公司来看，以 2021 年为基准，全 A 2022 年中报业绩增速中位数为-20.43%，较 2022 Q1 下行了 18.38 个百分点。其中主板/创业板/科创板的业绩增速中位数分别为-44.54%/44.72%/52.81%，分别较 2022 Q1 变动-41.71/44.34/49.05 个百分点。从已披露业绩预告来看，科创板表现略好于创业板，

主板则远逊于二者。业绩改善幅度亦是科创板领先、创业板次之、主板为负。根据业绩预告披露规则，创业板和科创板中报业绩预告披露没有要求，导致其实际披露率总体较低，因此中位数结果或偏高。

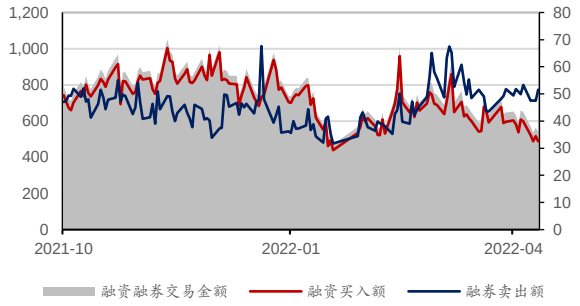
耐心等待调整行情结束

流动性是当前股市市场的主要上行动能。

我们认为当前两个因素对市场走势影响较大，其一是停贷对市场情绪的影响，北上资金的态度一目了然。其二是中报盈利下修的影响，由于盈利预期会随时间逐步下调，这点我们上文提到过。剔除掉季节性的下行因素之后，研究盈利预期调整本身对于市场的影响，整体来看，其对于市场的指引意义会更加明显，尤其是一季报之后，超越季节性的盈利预期调整对于市场的影响显著扩大。在 2016 年之后，当下半年盈利预期剧烈波动时，其对于市场通常会有较大影响。今年中报前后盈利预期调整可能给市场带来冲击。相较于 2020 年，今年疫情对于企业盈利的影响还没有完全反映在盈利预期之中。预计伴随着中期盈利预告、快报以及财报的公布，盈利预期会出现显著下调。考虑到当前市场反弹幅度较高，估值也已经回到了历史均值水平。盈利预期的调整可能会给市场带来一定程度的影响和冲击。站在当前时间点，这可能是市场值得关注的风险之一。

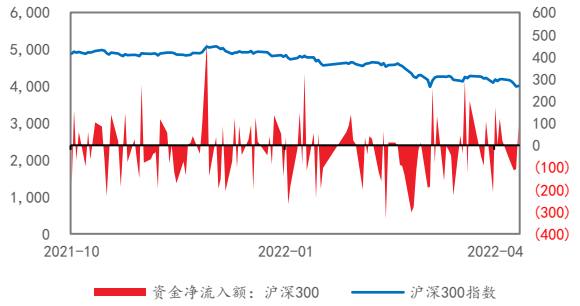
考虑到流动性因素未变，建议耐心等待地产下行对市场情绪的拖累，以及中报企业盈利下修对市场的冲击结束。中线看，指数进入宽幅震荡的概率较大。

图表 8：融资融券数据图



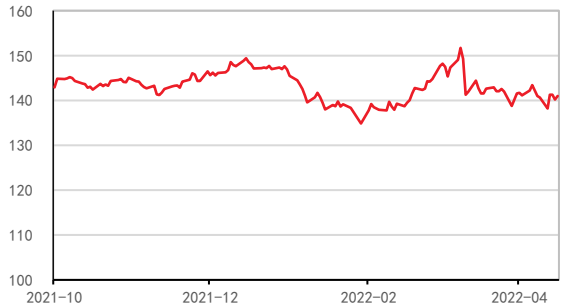
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



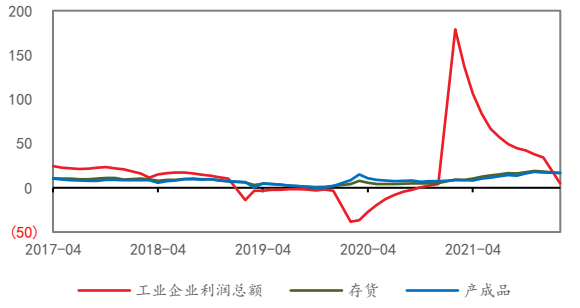
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

进口铜精矿现货加工费维持于 70 美元低位，现货市场成交冷清，等待后续新事件驱动。智利政治风险陡升，特许权使用费法案和冰川保护法案都不利于智利矿企的铜矿生产，政策的具体实施和负面影响程度还需后市观察。

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。国内停贷潮不断发酵，引发市场悲观情绪，进一步打压工业品价格。高利润刺激国内冶炼厂开工率提升，铜产量持续增加。长期铜矿供应宽松，2023 年上半年长单加工费高于今年全年水平。下游铜厂采购需求疲弱，不少利废企业选择停产、减产应对，整个废铜市场呈现供需两弱局面。当前终端行业表现依然不佳，传统需求淡季来临。目前海外宏观利空没有消散前，国内利空又开始发酵，沪铜偏弱的走势难以反转。

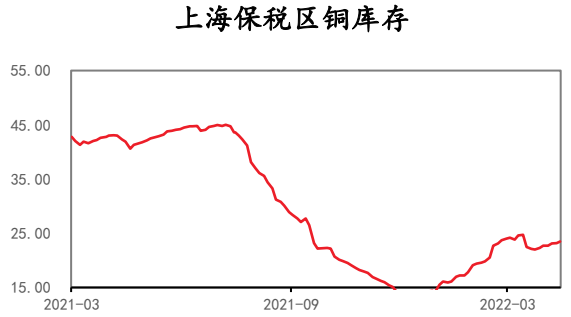
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



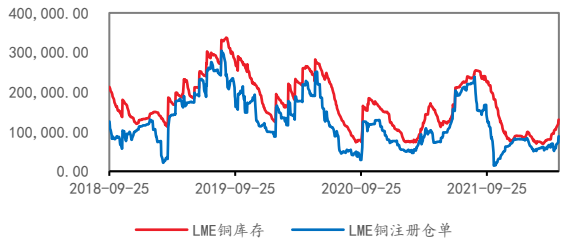
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



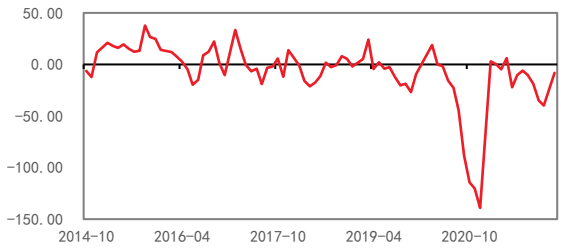
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



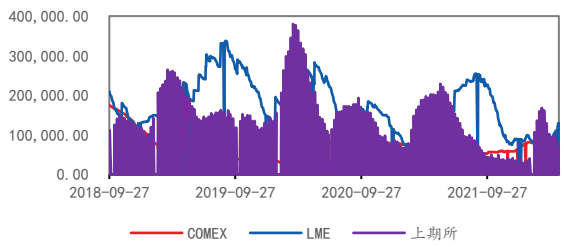
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



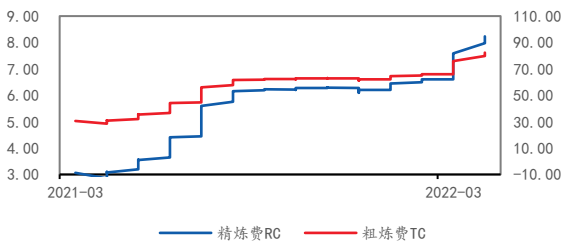
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

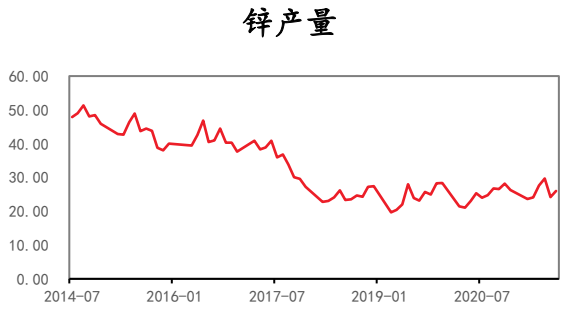
终端需求，房地产行业仍在筑底期；基建行业有高速增长的势头，1 季度开工的重大项目总投资超 9 万亿元，今年 1-2 月基础设施投资同比增长 8.1%；汽车行业也有较高的景气度，新能源汽车销量同比增长 138.2%，延续快速增长的势头。

2 总结

海外经济增速放缓甚至衰退的担忧不断升温。有色金属价格普遍大幅下跌。挪威工人罢工令欧洲天然气供应再填波折，天然气期价带动欧洲各国电价延续上行，海外炼厂利润压缩下复产概率降低。俄罗斯管道气进口量继续下滑，使得欧洲天然气价 格飙升，远期电价震荡走强，欧洲冶炼厂处于较大亏损状态，炼厂销电的经济性已超过冶炼本身。国内炼厂超预期减产较多，6 月精炼锌产量 48.85 万吨，且 7 月常规减产炼厂较多，国内供应进一步收紧。国内锌市场实际是处于一个供需两弱的局面。近期价格走势依然受宏观面影响较大，市场衰退交易逻辑依然存在，锌价仍有下挫可能，后续仍需等待宏观指引，关注 7 月美联储加息情况。

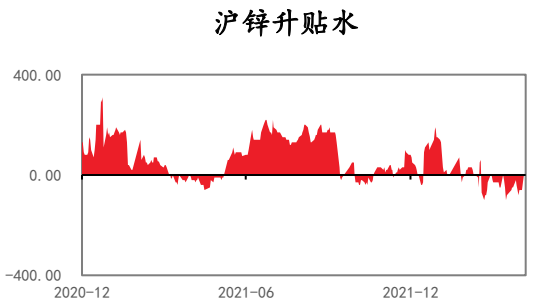
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



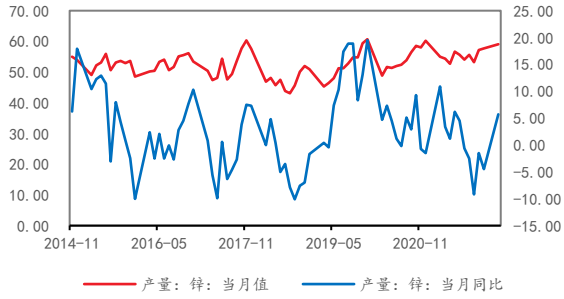
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



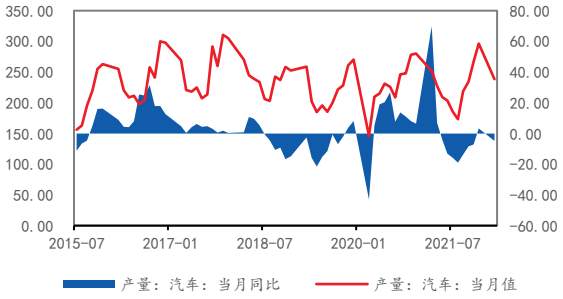
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 全面交易衰退预期

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 基本面无实质变化

在全球经济复苏前景难料和大宗商品市场下行的背景下，国际原油是最后一个走势大幅下跌的品种。

OPEC 尚未对未来产量做出详细规划，但剩余产能正在迅速萎缩见底；西方对俄罗斯出口原油单方面设定不合理低价，未来俄乌局势仍将给实际供应带来变数；美国本土页岩油产能增长缓慢且油品存在差异，远水难解近渴。

不可否认的是，当前正处于北半球夏季出行高峰期，燃料消费水平处于高位。但最新短期数据显示，欧美出行情况边际滑坡，多地区成品油裂解价差高位下挫，需求超越疫情前的预期或面临证伪。

部分国家地区受到断供干扰，而 EIA 汽油表需仍然强劲，在此情况下库存难以逆季节转入累库。OECD 及美国商业原油库存尚处于五年均值低位，全球成品油库存则涨跌互现，新加坡地区已渐有抬头之势。

目前原油基本面并无根本性变化，但是多空分歧极大加剧，短期交易衰退的逻辑占据上风，对油价反弹的压制较强。

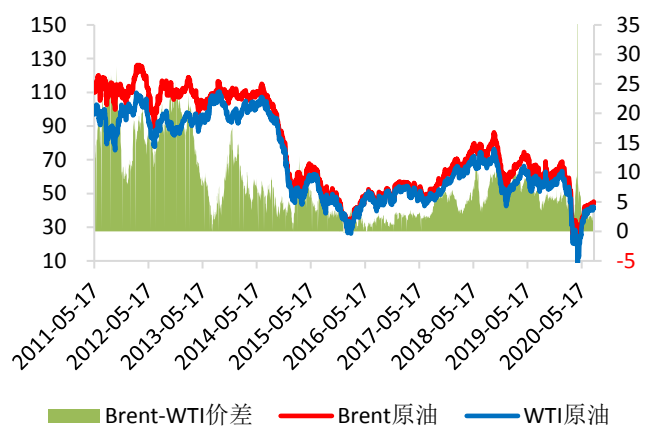
3 天下熙熙皆为利来

在俄乌地缘危机持续胶着之际，美国政府试图说服沙特增产石油，以缓解高油价对其造成的严重通胀。当前原油市场最受瞩目的是，美国总统拜登本周访问沙特是否将给供应端带来变化。尽管白宫方面辩解称，此次中东之行的重点放在安全问题而非能源问题，不会特别要求沙特提高石油产量，但每个人都清楚美国的核心利益在哪里。回顾 2018 年沙特记者遇害时，美方曾誓言要重新调整美国与沙特的关系。但如今拜登政府表示，他希望波斯湾地区的原油出口商采

取更多行动，并允诺向沙特在也门地区的军事行动提供支持。而在拜登访问之前，沙特也已经摆出了和解的姿态，正在引导 OPEC 在接下来的两个月加快增产。

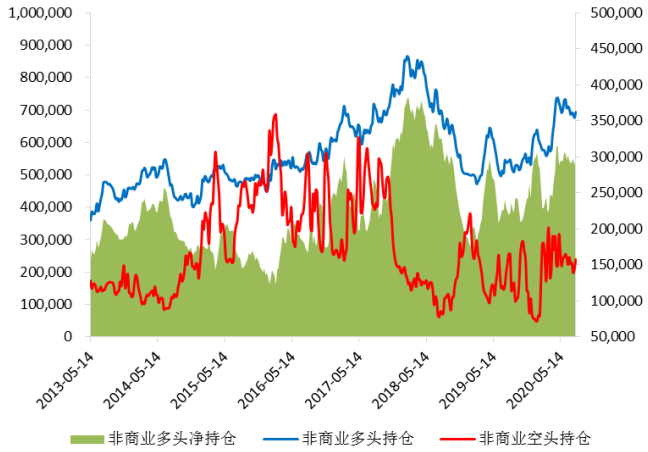
近期，尽管国际原油价格大幅下降，但每桶仍有 100 美元之高。更糟糕的是，即使拜登访问沙特能获得生产更多石油的承诺，实际上对于改善供需和降低油价也可能也发挥不了什么作用。俄乌战争深刻地改变了全球能源贸易流和供应链，原油钻探和炼油产能仍难以跟上后疫情时期需求反弹的节奏。

图表 8：国际原油期货价格



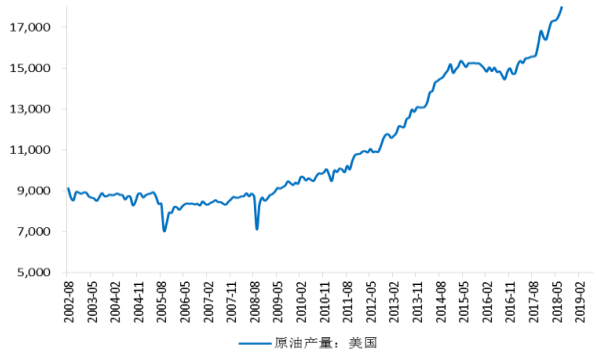
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：CFTC 原油期货持仓



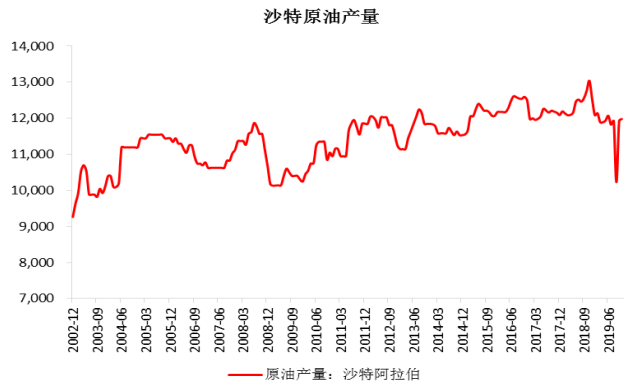
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：美国原油产量



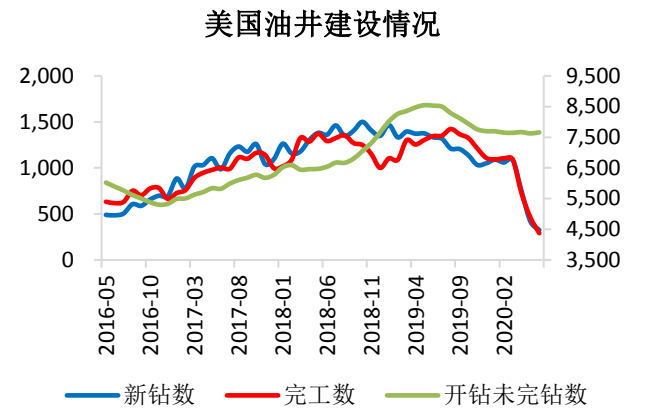
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：沙特原油产量



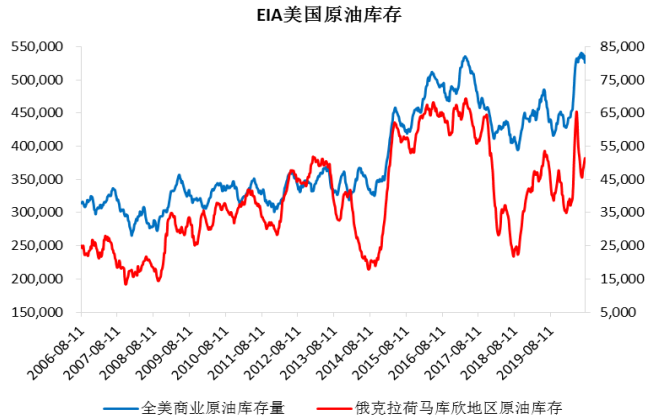
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：美国油井建设情况



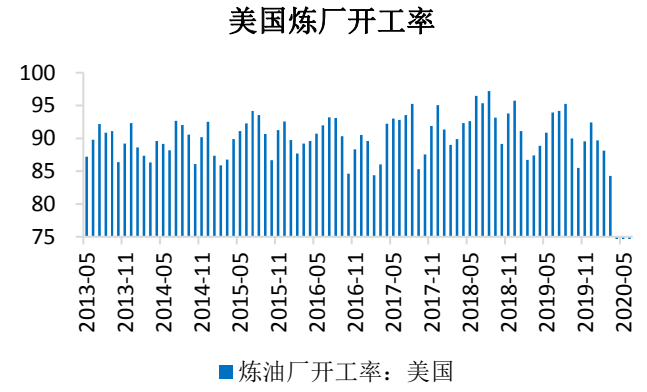
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：EIA 原油库存



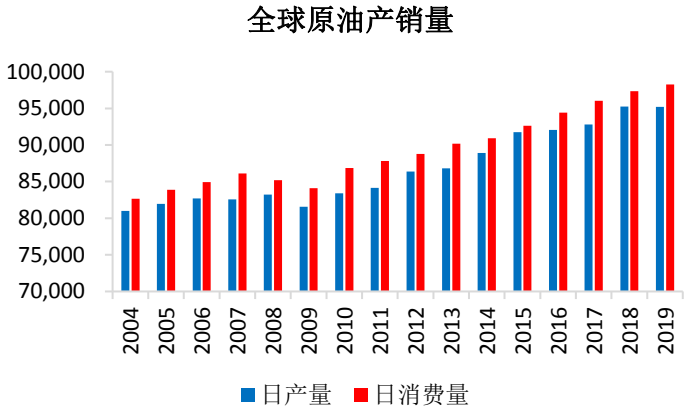
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：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 15：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 计划赶不上变化快

拜登的目的是寻求增产以压低油价，但 OPEC 最新数据表明该组织在提高原油产量方面已经捉襟见肘。OPEC 最新一期月度报告显示，OPEC 全体 13 个成员国 6 月原油总产量增长 23.4 万桶/日至 2872 万桶/日，其中 10 个参与增产计划的成员国（伊朗、委内瑞拉和利比亚不受 OPEC 产量政策约束）原油产量升至 2481 万桶/日，但这一数字仍显著低于配额 106 万桶/日。事实上近半年以来，OPEC+组织的实际产量一直落后于目标水平。

具体到主要产油国：6 月沙特原油产量提高了 15.9 万桶/日至 1059 万桶/日，低于其目标配额 70 万桶/日；阿联酋原油产量提高至 308 万桶/日；伊拉克提高至 443 万桶/日；其他产油国基本不具备稳定增产能力，甚至因不可抗力造成产量下滑。面对西方增加供应的强烈呼吁，此前 OPEC+承诺在 7 月和 8 月将每月增产数额从 43.2 万桶/日提高至 64.8 万桶/日。现在拜登将敦促 OPEC 进一步增产，这对于接近稳定供应上限的该组织而言无疑是难上加难。

5 OPEC 增产举步维艰

拜登的增产压价计划是否可行，核心在于 OPEC 究竟还保有多少剩余产能，眼下业界对此越来

越不确定。沙特阿拉伯和阿联酋是 OPEC+中仅有的两个还拥有大量可用闲置产能的国家，官方数据显示目前它们的剩余产能在 300 万桶/日左右，大约相当于全球原油产量的 3%，能够抵补到年底前俄罗斯因制裁而退出的原油供应量。然而这只是理论上。沙特阿美的确可以达到并维持 1200 万桶/日的最高产量，但在数十年间沙特如此高产只维持过一个月，之后就需要更多的资本投入才能达到更高的水平。

OPEC+原本拟定的增产计划是逐步将原油产量提高至疫情发生前的水平，在过去两年该组织向全球原油市场的输出低于其承诺的数量逾 5 亿桶。同时由于俄乌战争和后续制裁，俄罗斯大量原油供应难以进入西方国家，市场迫切需要获得新的货源来填补这一缺口。现在业界越来越担心 OPEC 是否有能力缓解几十年来最严重的石油危机，拜登此行能做的就是向 OPEC 提出要求，而沙特阿拉伯和阿联酋可能会做出稳定原油市场的一般承诺，但实际上它们给不了多少。

6 多空分歧极度加剧

当前整个宏观和商品市场都在交易衰退预期，无论逻辑是否立得住，这一趋势都有自我加强的迹象。美国通胀数据屡创新高，难以估量通胀压力将会持续多久，以及美联储等央行激进加息会将全球经济置于何种境地。原油作为大宗商品之王和本轮宽松周期的领跑者，同样在大宗商品熊市中跌幅显著，目前已经失守 100 美元大关。

然而，原油市场供应紧张的现状依然水深火热，需求增长虽边际放缓但仍处于年中高点，可以说基本面并未发生实质性变化。正如我们前期一再提醒，大涨和剧震相伴相生，20 美元以上的波动只因预期风向的激变。

展望后市，供需矛盾尚未解决，油价深跌是不符合实际的，但浓厚的悲观氛围下亦难以走强，原油市场多空分歧极度加剧。只不过有基本面托底，原油不至于马上转入熊市，而是大概率找到一个平衡位置震荡运行，直至大方向的重新确立。

天然橡胶

1 当前形势复杂极端

尽管我们对天然橡胶年中的疲弱走势抱有预期，但如此无视基本面的夸张下跌实属意外。

橡胶本身并没有什么特殊的利空，主要因美国通胀和衰退的预期，受大宗商品普跌的带动。从橡胶的季节性规律来看，在每年的 7-9 月本就容易出现年内低点。年中是橡胶下游汽车轮胎消费的传统淡季，而上游供应端逐渐向原料放量阶段过渡。10-11 月是国内云南、海南地区产季，传统上此时胶农囤胶待涨，叠加 RU09 合约仓单出库后交割压力骤降，沪胶走势易涨难跌。下半年国内预期边际好转，海外预期陷入衰退，整体仍结果难料。

单就橡胶品种来看是价值洼地，但宏观系统性风险不可忽视，难以像 2020 年那样形成共振式上涨。中短期橡胶供需格局维持宽松，价格偏弱运行为主，2022 年市场形势空前复杂，应偏向防御性思维。

2 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。

3 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%。

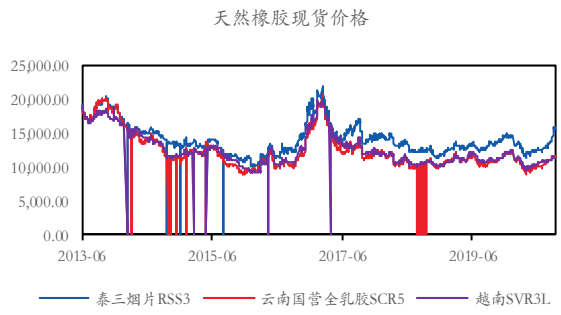
供应端，虽然东南亚主产区增产符合季节性规律，但受雨季降雨增加影响，原料产出在四季度之前难以放量。5 月 ANRPC 主要成员国来看，泰国、马来西亚、印度尼西亚、越南的天然橡胶出口量同比分别增长 5.6%、18.3%、9.0%、13.5%，但前三大产胶国出口量环比均有所减少。

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。

图表 16：天然橡胶现货价格



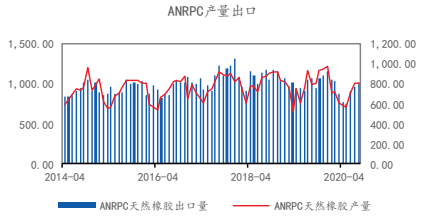
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：合成橡胶价格



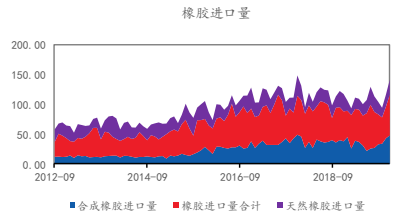
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 18：ANRPC 产量出口



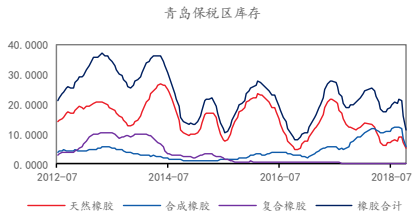
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：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 21：上期所注册仓单



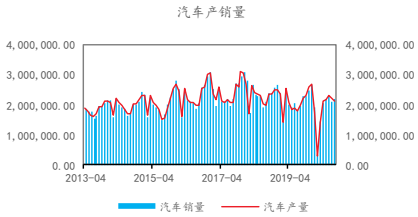
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 成本线下相对抗跌

随着原油补跌带动大宗商品走弱，市场交易衰退预期占据主导，天然橡胶表现跟跌但相对抗跌。鉴于国内割胶成本围绕13000元/吨附近区间，橡胶走势过于疲软必然会抑制胶农割胶积极性。橡胶价格本已处于历史低位，越是下跌成本支撑越明显，在弱势环境中反而相对偏强。在国内乘用车购置税减半的刺激下，终端汽车市场销量环比回暖，经销商库存逐渐回落。受产业政策红利提振，国内橡胶需求预期触底回升，但海外后期不确定性较高。目前橡胶市场多空分歧较大，外部系统性风险与产业链需求改善形成博弈，短期橡胶走势料维持低位震荡企稳。但全球流动性快速萎缩或导致经济由滞胀转入衰退，国内外原料胶水供应季节性增加，欧美经济衰退影响轮胎出口需求，将使得橡胶供需预期保持在偏宽松状态。

5 市场暂时失去理性

在这个特殊的时间节点上，我们提出一个大胆的观点：当前天然橡胶的极度下跌是毫无道理可言的。有关于橡胶供需平衡，交割特征和价差体系，我们此前已经介绍的非常详尽，在此不愿多加赘述了。无论从以上何种角度出发，都无法成为当前橡胶在成本线下方深跌的理由。只有一个解释：在极强的金融属性下，橡胶短期走势情绪为王。既然是情绪市，就必须做好面对极端波动的准备；但也正因市场是非理性的，同时为价值投资提供较大的安全边际。我们深刻地认识到，盈亏同源性在此时体现的淋漓尽致。抛开短期走势的随机性，天然橡胶是一个规律性很强的品种，相比投机博弈更宜长远布局。

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：美豆重回跌势，国内豆类市场止跌回升

1 外部豆类市场分析

美国通胀水平创 40 年新高，宏观忧虑再度加重

据美国劳工部的数据显示，美国 6 月 CPI 同比升 9.1%， 为 1981 年 11 月以来最大增幅，高于 8.6%的前值与 8.8%的预期。通胀持续高烧，令美国经济增长放缓的风险继续上升。国际货币基金组织(IMF)于 7 月 12 日再次下调美国今明两年的经济增长预测，同时警告称，通胀全面上升或将对美国和全球经济构成“系统性风险”。在高通胀的环境下，市场预计美联储将在 7 月 27 日的议息会议上大幅上调利率。市场担心美国激进的货币紧缩政策，可能导致流动性紧缩，美国经济增长前景进一步恶化。受此影响，全球大宗商品市场本周继续下跌，美豆结束反弹势头重回下跌节奏。

美豆生长指标基本正常，天气炒作动力仍显不足

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 7 月 10 日当周，美豆优良率为 62%，分析师平均预估为 64%，去年同期为 59%；大豆开花率和结荚率均低于五年均值水平。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，令天气炒作动力减弱。随着美豆进入开花结荚的关键期，市场对天气的关注度将进一步提高。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。

美豆出口低迷，无力提振价格

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截止 7 月 7 日当周， 2021/2022 年美国大豆出口净销售为精减 362900 吨，前一周为减少 160000 吨，创销售年度新低；对中国大陆出口净销售 130800 吨，前一周为 59200 吨。2022/2023 年出口净销售为 113900 吨，前一周为 240100 吨。美国大豆出口装船量为 440900 吨，前一周为 504900 吨，较前一周下降 13%，较前 4 周平均水平下降 16%；对中国大陆出口装船 84800 吨，前一周为 74200 吨。美豆出口表现低迷，对美豆价格的支撑力度下降。

美国农业部 7 月份月度供需报告要点解读

1、2022 年美豆播种面积采用 6 月底调整后的 8830 万英亩，单产与上月持平仍为 51.5 蒲式耳/英亩的趋势型单产水平，美豆产量由上月预估的 1.2628 亿吨下调到 1.2261 亿吨，下调 367 万吨。美豆产量下调主要是面积下降所致，美豆单产不变，显示当前美豆生长状态基本正常。市场预期美国大豆最终种植面积会在 8 月 12 日的报告中被上调。

2、美豆产量下调的同时，美国农业部调降美豆内需和外需。其中美国国内压榨预估值被下调 27 万吨（1000 万蒲式耳），美国大豆出口预估值较上月下调 176 万吨（6500 万蒲式耳）；期末库存预计为 627 万吨，较上月预估值下降 134 万吨。美豆需求下调超出市场预期，不但削弱了产量下降的影响，还导致期末库存值高于报告前市场平均预估值。

3、新年度（2022/2023 年度）巴西大豆产量预计为 1.49 亿吨，再创历史新高；阿根廷大豆产量预计为 5100 万吨，属于正常水平。由于当前南美大豆尚未播种，属于正常天气条件下的趋势型预估，后期存在调整空间。

4、中国进口量由上月预估的 9900 万吨下调 100 万吨至 9800 万吨。

5、在全球大豆平衡表中，因美豆产量下调后全球总产量供应降低近 400 万吨，但由于期初库存

上调 260 万吨和全球需求下调幅度较小，期末库存仅较上月预估降低 85 万吨。至此全球新年度大豆期末库存预计同比增加 1088 万吨。南美大豆预计增产是全球大豆库存增加的主要原因。

印尼可能降低出口专项税，马来西亚棕榈油跌至一年低点

印尼棕榈油出口政策仍是本周全球油脂市场关注的焦点。由于印尼棕榈油库存压力尚未缓解，且市场评估印尼棕榈油产出正在增加，有印尼官员表示该国政府正在考虑下调棕榈油出口专项税甚至取消 200 美元/吨的出口专项税来刺激该国棕榈油出口。印尼是全球最大的棕榈油出口国，该国加速棕榈油出口正在重塑全球油脂供需关系。如果印尼实施降税，马来西亚为保持出口竞争力可能跟进调整自身出口政策。马来西亚棕榈油局（MPOB）公布 6 月供需数据，其中马来西亚 6 月棕榈油产量为 1545129 吨，环比增长 5.76%；马来西亚 6 月棕榈油库存量为 1655073 吨，环比增长 8.76%；马来西亚 6 月棕榈油出口为 1193861 吨，环比减少 13.26%；马来西亚 6 月棕榈油进口为 59195 吨，环比增长 2.48%。马来西亚棕榈产量增出口降，库存压力进一步攀升，推动棕榈油价格跌至一年低位，市场弱势特征十分明显。

2 国内豆类市场分析

进口大豆数量大幅下降，豆粕价格表现抗跌

国家海关总署公布的数据显示，中国 6 月大豆进口量为 825.0 万吨，较 5 月减少 142.4 万吨，同比大幅下滑 23%，为近三年以来最低水平；1 至 6 月大豆进口 4628.4 万吨，同比减少 5.4%。当前企业进口采购进度偏慢，7-9 月进口大豆到港量将继续同比下滑。油厂周度大豆压榨量下滑，豆粕产出减少，豆粕库存年内峰值可能已经出现。粕价回调过程中低位买盘活跃，下游采购积极性提高，进一步提升粕价抗跌能力。

下跌风险快速释放，国内油脂跌势放缓

本周初国内油脂价格有所反弹，但随着美元指数创历史新高，经济衰退担忧加剧，国际原油等大宗商品价格大幅下行，带动油脂价格再度下跌。印尼棕榈油库存压力巨大，政府希望通过加速出口消化库存；马来西亚棕榈油产量增长，出口需求疲软，库存持续累积，均施压油脂价格。虽然国内 6 月进口大豆下降并且三季度大豆到港量预期继续下滑，但当前国内进口大豆供应较为充足，加上拍卖调节，油厂大豆压榨量维持在偏高水平。受市场担忧国内油脂需求下降影响，需求端采购不积极，市场观望情绪升温，无力为油脂价格提供主动支撑。虽然油脂市场经过此次大幅调整泡沫成份得到释放，但在宏观压力与外部供应偏空题材主导下，主动性反弹动力仍显不足，短期跌势放缓小幅回升业主要是对此前超跌的修正而非行情反转。相比油脂常年价值水平，目前的价格仍显偏高。

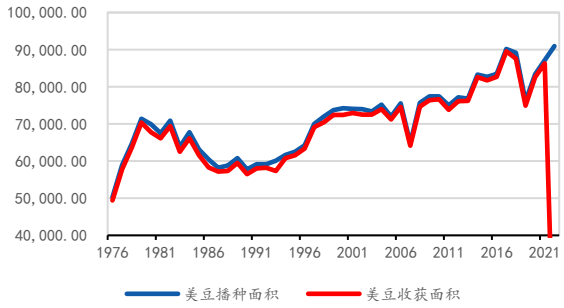
3 油脂油料市场展望

结合 CBOT 豆类市场重回跌势表现看，市场担忧美联储为对抗通胀将采取更猛烈的紧缩措施，来自全球经济衰退的担忧情绪已经盖过了美豆季节性的天气支撑，成为主导近期美豆市场走势的关键因素之一。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。俄乌等国有望就黑海地区粮食出口达成协议，全球油脂供应链继续得到修复，供应宽松而需求低迷仍是国内外油脂市场的基本格局。马来西亚棕榈油可能因劳动力不足出现阶段性减产，但相比出口受到的竞争，产量下降仍难以推动价格主动回升。国内油脂市场下行风险得到一定释放后，有望从急跌行情转向缓跌模式，在经济衰退预期得到充分消化以前，宜保持逢高抛空的思路参与熊市行情。油厂压榨亏损程度扩大为豆粕抗跌提供缓冲，但美豆的成本驱动仍会决定国内豆粕市场运行方向。商品整体承压走弱的大环境下，豆粕随时存在补跌空间。豆一期货市场探底回升，

短期下行风险释放，有望继续向坚挺的现货回归。

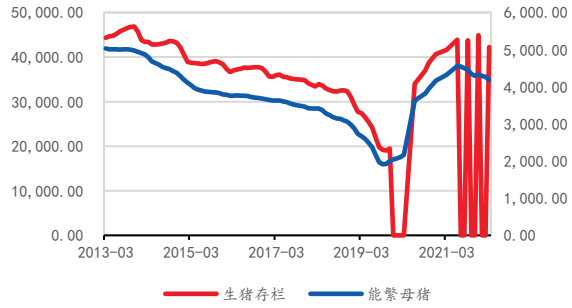
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



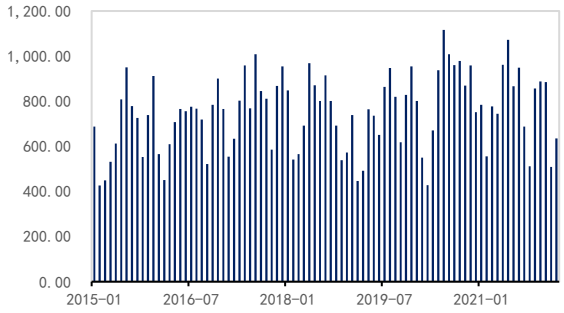
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



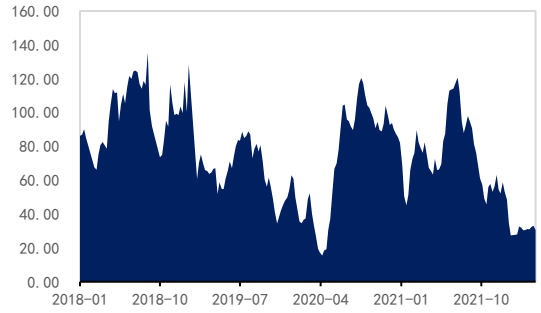
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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