中金财富期货策略周报（2022 年第 26 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：当前地产面临的压力依然较大，且其他方面的对冲程度有限，如出口和制造业表现较好，但难以对冲地产下滑的影响，因此工业品走势受地产影响较大。海外方面，欧美通胀和经济衰退预期的影响依然明显，当前工业品出现修复行情，但是短期内波动的风险不可掉以轻心。

股指期货：中证 1000 作为市场上专精特新占比较高、特征较接近的宽基指数，未来可能有更多成分股将被纳入接下来几批专精特新名单之中，在相关政策支持下，中证 1000 的高景气周期有望得到进一步延展。

铜：在欧洲衰退预期、美联储加速加息、美元指数持续上行的背景下，宏观面的利空情绪发酵压倒基本面，基本金属价格短期预计维持弱势运行。铜精矿 TC 小幅偏弱，国内铜矿需求增加，而矿端今年扰动不断，智利、秘鲁 5 月铜矿产量均下降。国内冶炼方面，随着企业复产及结束检修，6 月电解铜产量显著增长，预计 7 月产量继续上行，供应偏充足。下半年铜消费反弹持谨慎态度，地产竣工下行周期背景，叠加资金链恶化，全年铜消费形成拖累。整体上，宏观面临紧缩的压力，供应缓慢但确定地恢复，国内需求有好转预期但尚待明显提振，海外存在经济增速放缓担忧，铜价面临下行压力。

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。

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。

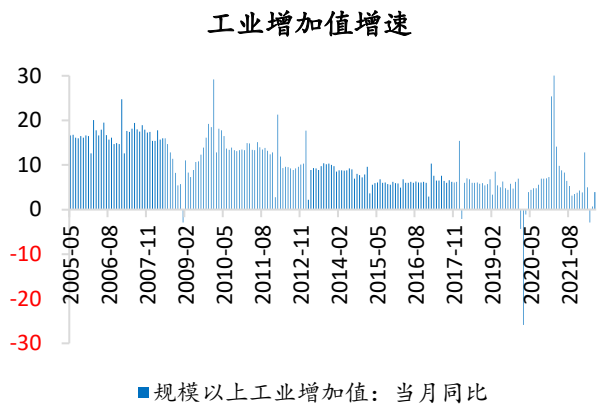
油脂油料：本周 CBOT 大豆市场因降雨预报和宏观压力影响跌至七个月低点，技术形态明显偏弱，有可能继续打开新的下跌空间。欧洲为对抗高通胀加息 50 个基点，7 月 27 日美联储也将继续大幅加息，如果加息幅度超出市场预期，市场对经济衰退的忧虑将进一步升高，包括美豆在内的大宗商品市场仍承受较大系统性压力。印尼为加速消化棕榈油库存，不断释放鼓励出口的政策措施。俄乌等国就黑海地区粮食出口达成协议，全球油脂供应链继续得到修复，供应宽松而需求低迷仍是国内外油脂市场的基本格局。马来西亚劳动力不足造成的棕榈油减产难敌印尼的出口竞争。国内油脂市场下行风险得到一定释放后，有望从急跌行情转向缓跌模式，在经济衰退预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。国内豆粕市场仍会追随美豆运行节奏，缺少天气炒作将使美豆保持丰产预期，供应趋松与经济衰退背景相叠加，豆粕期货市场有望维持震荡调整状态，存在补跌空间。豆一期货市场反弹乏力价格重心持续下移，尤其是玉米市场大幅下跌后，各方对秋季新豆开秤价格预期降低，短期仍缺少反弹动力。

目 录

周度策略：悲观情绪有所缓解 工业品迎来小幅度修复 - 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 继续关注稳增长政策 - 6 -
3 流动性：本周实现净投放 130 亿元。 - 7 -
4 宏观策略 - 7 -
铜 - 9 -
1 影响因素 - 9 -
2 结论 - 10 -
3 铜期货现货数据 - 10 -
锌 - 12 -
1 锌：影响因素 - 12 -
2 总结 - 13 -
3 锌期货现货数据 - 13 -
原油 - 15 -
1 拜登未能得偿所愿 - 15 -
2 OPEC 本已捉襟见肘 - 15 -
3 增产目标面临困境 - 15 -
4 系统风险定价重构 - 17 -
5 矛盾因素相互作用 - 18 -
6 多空分歧极度加剧 - 18 -
天然橡胶 - 19 -
1 极度弱势夹缝挣扎 - 19 -
2 供应放量保持宽松 - 19 -
3 需求不宜期望过高 - 19 -
4 估值洼地处境微妙 - 21 -
5 盈亏同源价值回归 - 21 -
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 - 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 -

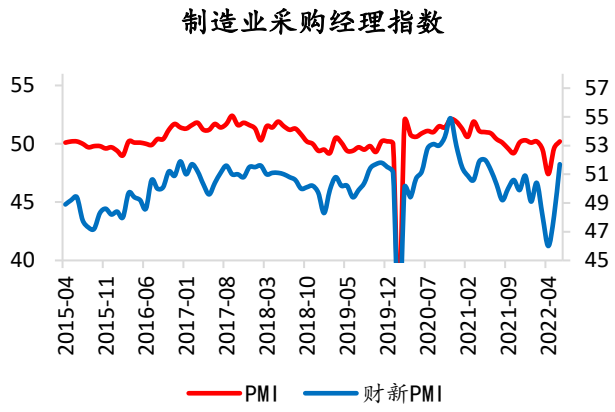
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



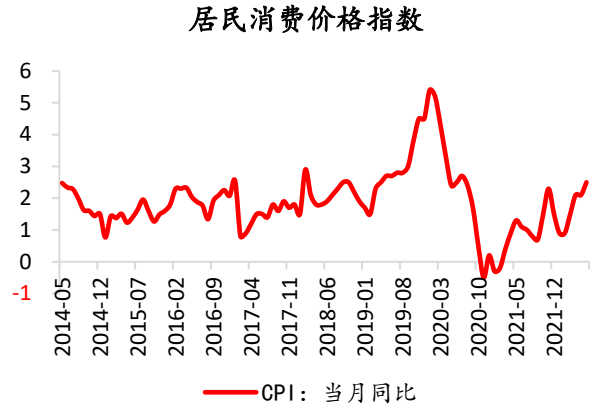
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



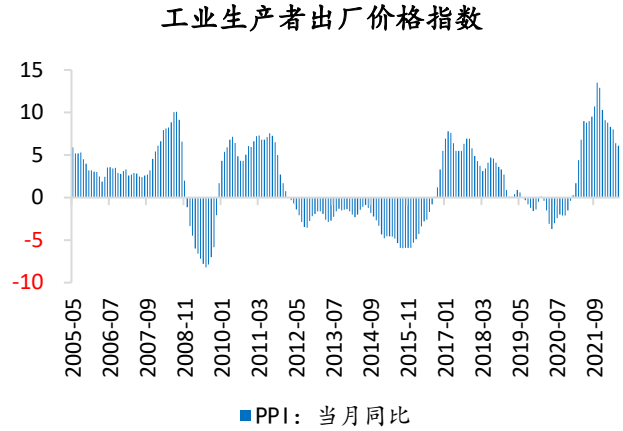
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



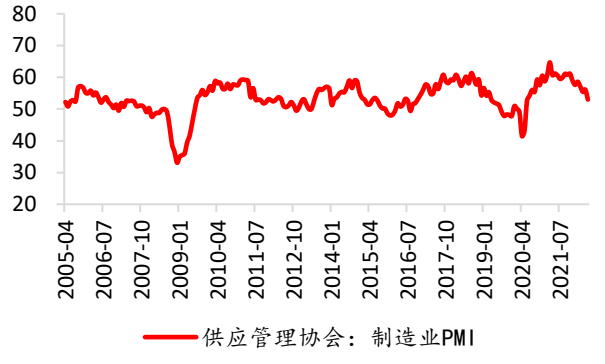
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



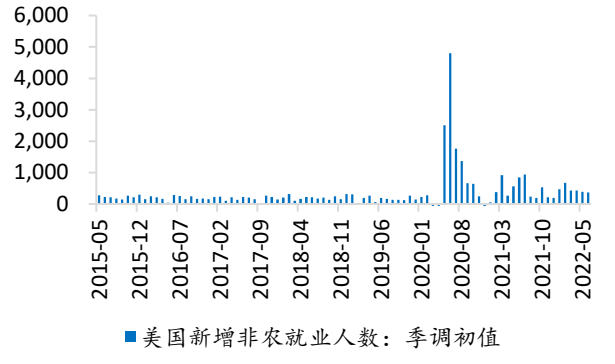
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

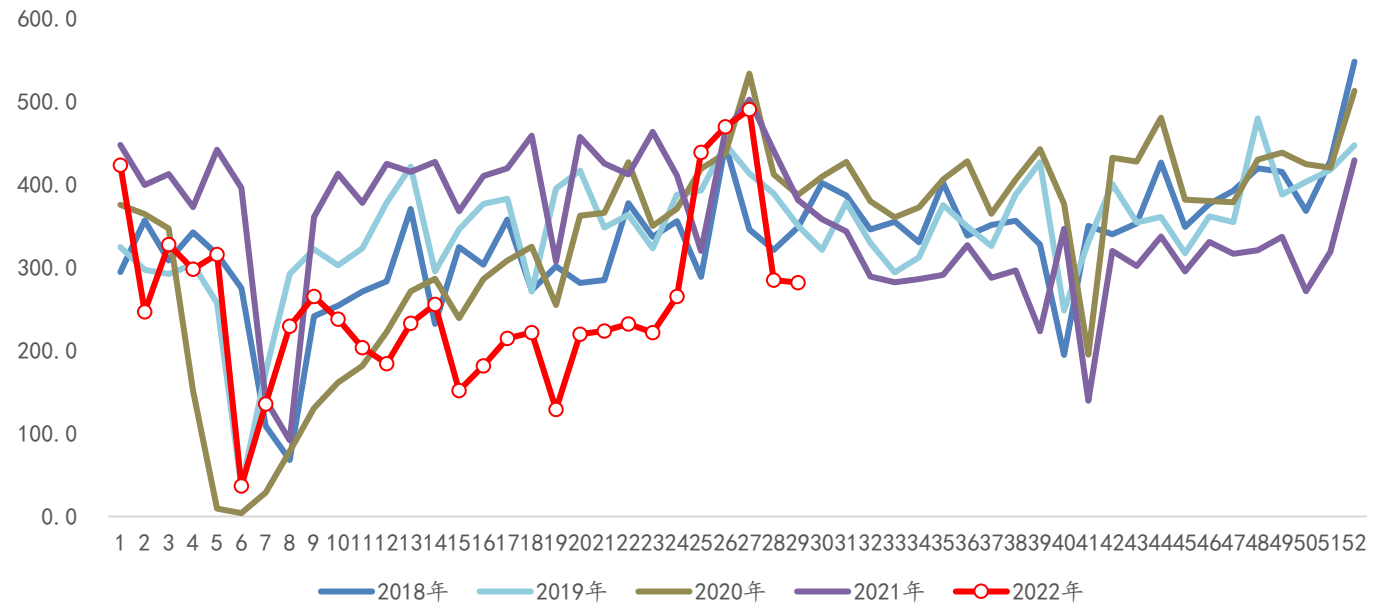
周度策略：悲观情绪有所缓解 工业品迎来小幅度修复

我们一直强调，近几周的市场弱势下行主要是因为市场在交易“衰退预期”，由于情绪对盘面的影响极大，因此市场的下跌非常流畅。对于这种大幅回落的行情，我们在之前的策略报告《市场恐慌情绪的来源》中反复强调，美联储加息，以及我国地产行业的波动是主要因素。目前看来，海外在欧央行加息落地之后市场情绪有所缓解，但是国内对于地产的弱势的担忧并没有显著缓解，因此工业品只是出现止跌迹象，目前仍不能称之为稳定。

地产对我国经济和工业品影响巨大

房地产是上半年经济增长的主要拖累之一。在生产法 GDP 核算之下，上半年经济增速为 2.5%，其中房地产业增速为-4.6%，拖累上半年经济 0.34 个点。近期房地产政策边际放松，经过长期下行之后，6 月迎来了房地产销售降幅收窄。市场原本预期下半年房地产底部复苏，会大幅减轻经济增长的压力。但“断供”风波后，给下半年的房地产销售和投资都带来了不确定性。从 7 月份的数据看，。

图表：30 大中城市房地产销售（周）



资料来源：wind，中金财富期货研究所

但在本次“断供”风波后，下半年政策重心将向“保交楼”倾斜。在 7 月 14 日事件发生之初，银保监会就定调“这件事的关键在于‘保交楼’”，并指出要“引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进‘保交楼、保民生、保稳定’工作”。

预期转弱在居民存贷款端也有所体现，自从去年 11 月以来，居民部门新增存款的同比增量就开始超过新增贷款，近两个月以来，以 6 个月移动平均计算的二者差距达到 9000 亿左右。存款强而贷款弱，体现了居民部门对未来的预期转弱，加强储蓄、减少贷款。居民预期是房地产销售的重要影响因素。以居民部门新增存贷款的同比增量之差来看，居民预期转弱时，该指标

大幅下滑，同时房地产销售也随之陷入负增长，典型如 2008、2012、2022 年。

70 城房价环比从去年 9 月以来已连续 10 个月下跌，今年以来同比也转入下跌区间。房价下跌时购房者持币待购、观望情绪浓厚，加上今年居民收入和消费预期本就偏弱，扭转预期仍需一段时间。但“断供”风波进一步加剧观望情绪，居民购房预期继续减弱，购房者要看到“断供”和烂尾楼是否得到妥善解决，才会入场。7 月以来，30 个大中城市商品房成交面积的下滑幅度超过以往年份，近一周维持在低位，未来房地产销售的复苏仍具有不确定性。

欧央行加息：但是依然抉择艰难

受俄乌战争、北溪 1 号断供风险等影响，食品、能源等低粘性通胀对欧洲通胀的贡献可能在今年冬季达到阶段性高点，而半粘性、粘性通胀也可能在未来 1-2 个季度见顶。在供给短缺下，欧洲通胀短期上行压力仍然较大，加剧其对内的社会矛盾、及欧央行的政策抉择“艰难程度”。

欧央行本次议息通过了新的政策工具——传导保护工具（TPI），目标是避免成员国息差大幅走阔对负债最重的国家的冲击，欧央行的新工具在不构成资产负债表净新增的前提下、可能买入欧元区债务风险更大的国家的（高收益率）国债、而卖出低收益率国债，从而避免息差大幅走阔。自欧央行声明结束常规购债计划以来、欧元区“核心”和“外围”国家利差拉大，7 月初以来，意大利国债收益率从 3.21%上升至 3.68%、和德国 10 年期国债的利差扩大 46 个基点。

尽管“北溪 1 号”暂时恢复输气，但欧洲能源危局未平息、通胀预期可能继续高企，未来欧央行加息幅度和货币政策的不确定性仍较大、加深了市场对欧洲金融条件收紧及衰退的担忧，风险溢价可能走高。综合考虑，欧元兑美元的名义汇率可能在短期继续承压。当前欧央行夹在通胀高企、经济衰退、及南欧债务告急的三重压力之下，增长和通胀相关的问题较为尖锐，政策选择变得相当困难。在欧洲能源危机升级的较大不确定下，市场对欧洲的增长预期可能进一步下调、货币政策驶入“未知领域”，而风险溢价和波动性或将保持高位。

宏观局势仍不稳 市场波动难以避免

当前地产面临的压力依然较大，且其他方面的对冲程度有限，如出口和制造业表现较好，但难以对冲地产下滑的影响，因此工业品走势受地产影响较大。海外方面，欧美通胀和经济衰退预期的影响依然明显，当前工业品出现修复行情，但是短期内波动的风险不可掉以轻心。

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 22 日	欧央行如期十一年来首度加息、幅度 50 个基点超预期	欧央行将放弃前瞻指引，未来的货币政策路径将“依赖数据”逐月决定。	欧央行 9 月大幅加息的预期降温
	7 月 21 日	李克强：不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来	国务院总理李克强表示，宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来	坚持实事求是、尽力而为
数据	7 月 20 日	英国 6 月 CPI 同比增 9.4%	超市场预期的 9.3%，创 1982 年 2 月有记录以来新高	英国金融市场预期英国央行 8 月 4 日加息 50 个基点的几率为 98%。
	7 月 18 日	上半年 GDP 同比增长 2.5%	二季度 GDP 同比增长 0.4%	二季度顶住压力实现正增长
事件	7 月 22 日	中证 1000 股指期货和股指期权自 2022 年 7 月 22 日起上市交易	中证 1000 股指期货各合约上市初期的交易保证金标准为 15%	市价指令的每次最大下单数量为 10 手

资料来源：中金财富期货研究所

2 继续关注稳增长政策

当前疫情是国内面临的较大的不确定因素，并且个别地方出现防疫层层加码的情况，不仅会增加国家防疫成本，还会扰乱正常的经济秩序，不利于我国经济平稳健康发展。由于三月份上海疫情的爆发，导致长三角多地区域生产停摆，物流不畅不仅仅影响消费和生产，也使得供应链中断，没有疫情的地区企业出现上游缺材料、下游无订单等问题，企业压力经由就业和收入向居民部门传导，需求不足还会反过来降低企业的生产意愿。长三角经验显示，我国一方面要积极疏通堵点、开辟制造业绿色通道，另一方面，要开辟经济的新增长极和产业备份。

积极的财政政策和稳健的货币政策协调配合。在当前国内外形势下，我国经济仍然面临下行压力，积极的财政政策和稳健偏宽松的货币政策基调不会改变，首要目标依旧是稳增长、保就业。近日央行连续地量逆回购，主要因为当前银行间体系流动性合理充裕，并不意味着货币政策的转向，预计下半年货币政策与财政政策仍将协调配合，共同发力。

积极的财政政策实质更加积极，鉴于上半年经济增长面临的压力，稳增长政策力度还会加大。财政政策方面，基建投资是当前稳经济的重要抓手，在地方隐性债务监管趋严背景下，特别国债能够将筹措的资金运用到基建项目，不排除下半年发行特别国债的可能性。另外，增加的财政支出要切实落地到稳增长上来，在促消费方面，用消费券资金支持汽车消费，更大力度向购买新能源汽车倾斜，鼓励报废老旧汽车、更换新车，扩大购置新车的补贴范围；在扩大投资方

面，加快地方政府专项债券使用并扩大支持范围；在助企方面，出台留抵退税措施帮扶中小微企业，增加企业现金流，缓解企业资金压力。

3 流动性：本周实现净投放 130 亿元。

本周，中国央行进行 280 亿元逆回购操作，因本周有 150 亿元逆回购到期，本周实现净投放 130 亿元。

7 月 LPR 报价与上期持平，主要是因为银行负债成本压缩暂不足以驱动 LPR 下调达到最小步长，且信贷修复出现了阶段性好转。然而，考虑到信用需求的整体修复仍然存在较大的不确定性，配合银行负债成本有序降低，政策重心仍聚焦“宽信用”，预计后续 LPR 仍有下调空间，建议重点关注 5 年期 LPR 报价。

往后看，当前融资需求已有所改善，叠加楼市动向以及控风险的考量，未来一段时间内政策利率以及 1 年期 LPR 的下调概率较低，但降准及 5 年期以上 LPR 下行或仍可期。其中经济恢复情况以及“宽信用”成色就是后续利率能否继续下调以及流动性会否收紧的主要考虑条件。

4 宏观策略

当前地产面临的压力依然较大，且其他方面的对冲程度有限，如出口和制造业表现较好，但难以对冲地产下滑的影响，因此工业品走势受地产影响较大。海外方面，欧美通胀和经济衰退预期的影响依然明显，当前工业品出现修复行情，但是短期内波动的风险不可掉以轻心。

5 股指期货市场分析

指数明显反弹

本周 A 股明显反弹，沪深 300 指数涨-0.24%，上证 50 涨 0.32%，中证 500 涨 1.5%。

北向资金本周合计净卖出 37.36 亿元。其中，深股通合计净卖出 34.58 亿元，沪股通合计净卖出 2.78 亿元。

估值及变化：上证指数、万得全 A、沪深 300 及创业板指 5 年市盈率历史分位分别为 19.3%、37.9%、34.0%和 60.7%，较前值有明显回落。相对估值对比：（1）成长型与价值型的指数估值对比：上周二者估值比出现下跌，截至 7 月 15 日，创业板指/沪深 300 相对市盈率为 4.42，较前值上涨 0.39%；创业板指/沪深 300 相对市净率为 4.29，较前值下跌 0.54%。以成长型与价值型的指数估值对比，可以观察到不同风格估值的变化迥异

截至 7 月 15 日，万得全 A、沪深 300 和创业板指风险溢价分别为 2.83、5.19 和-1.00，较前值有所上升，市场风险偏好中等。

中证 1000 指数中期依然看好

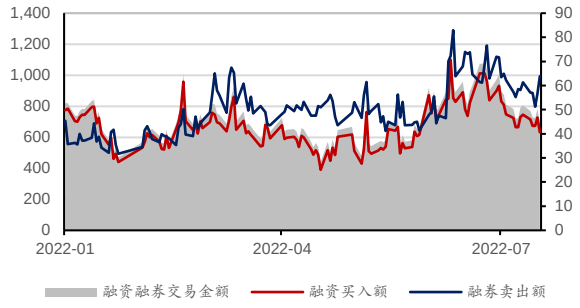
横向对比主要宽基指数，中证 1000 指数行业更聚焦于高景气新兴产业，且权重配置合理，风险分散能力较好。中证 1000 权重行业主要集中在电力设备、医药生物、电子等成长行业，权

重较为分散，而其他宽基指数，以沪深 300 为例，食品饮料、银行等传统行业权重更高、更集中，提供了更好的风险分散能力。

中证 1000 指数长期收益及成长性俱佳，目前估值处于历史偏低分位，相比其他宽基指数具备更高性价比。近 13 年中证 1000 年化收益显著高于其他宽基指数，而当前估值处于 11%的历史较低分位，性价比突出。

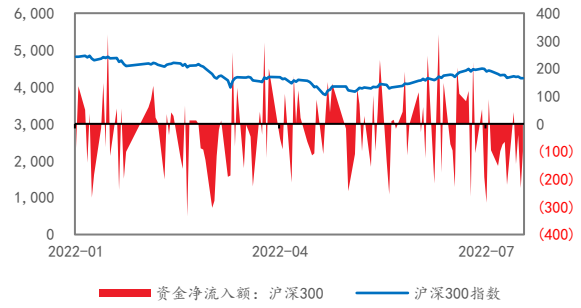
因此，中证 1000 作为市场上专精特新占比较高、特征较接近的宽基指数，未来可能有更多成分股将被纳入接下来几批专精特新名单之中，在相关政策支持下，中证 1000 的高景气周期有望得到进一步延展。

图表 8：融资融券数据图



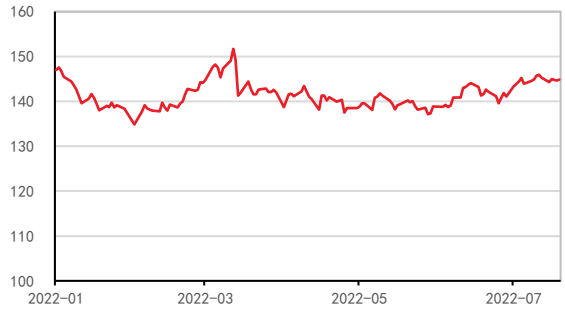
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



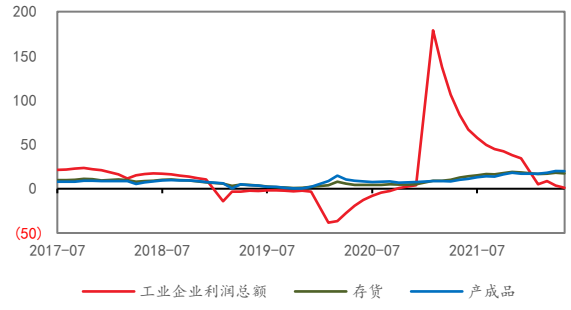
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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增速放缓

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。

精炼铜供应压力在下半年

7 月初，国内铜冶炼厂的粗炼费降至 72.7 美元/吨，冶炼副产品硫酸小幅回落至 932.5 元/吨。国产 粗铜加工费降至 1250 元/吨，进口粗铜月度加工费持平 150 美元/吨。整体而言，当前冶炼加工费和副产品硫酸价格都处于高位，冶炼厂当前利润较厚，开工率较高。6 月中国电解铜产量为 85.70 万吨，环比上升 4.6%，同比上升 3.3%。总体来看，6 月份处于国内集中检修期中，但山东两家冶炼厂复产产量逐渐兑现，且部分检修因设备以及检修人员延迟问题一再拖延。从 6 月份冶炼厂排产计划来看，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 3 家冶炼厂复产，下半年国内产量将稳步攀升。2022 年精炼铜新增扩建产能投产时间大多在下半年，尤其是 8 月之后国内精炼铜供给重心将有明显抬升，大冶有色的阳新宏盛 40 万吨项目在 8 月点火，叠加检修基本在 7 月底前结束，单月产铜较上半年将有明显提高。

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

“十四五”期间我国能源消费结构将向清洁能源加速转型，特高压输电是解决远距离大规模输电的主要 手段。据国家电网发布的《“碳达峰、碳中和”行动方案》，规划十四五”期间建成 7 回特高压直流，新增输 电能力 5600 万千瓦。 1-5 月电网基本建设投资完成额累计 1263 亿元，同比增长 3.1%，电源基本建设投资 完成额累计 1470 亿元，同比增长 5.7%。随着疫情好转，铜价下挫，各省国网招投标重新活跃，国网配网逐渐回暖。

“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

在欧洲衰退预期、美联储加速加息、美元指数持续上行的背景下，宏观面的利空情绪发酵压倒基本面，基本金属价格短期预计维持弱势运行。铜精矿 TC 小幅偏弱，国内铜矿需求增加，而矿端今年扰动不断，智利、秘鲁 5 月铜矿产量均下降。国内冶炼方面，随着企业复产及结束检修，6 月电解铜产量显著增长，预计 7 月产量继续上行，供应偏充足。下半年铜消费反弹持谨慎态度，地产竣工下行周期背景，叠加资金链恶化，全年铜消费形成拖累，并拖累家电产业消费疲软，难有亮点。整体上，宏观面临紧缩的压力，供应缓慢但确定地恢复，国内需求有好转预期但尚待明显提振，海外存在经济增速放缓担忧，铜价面临下行压力。

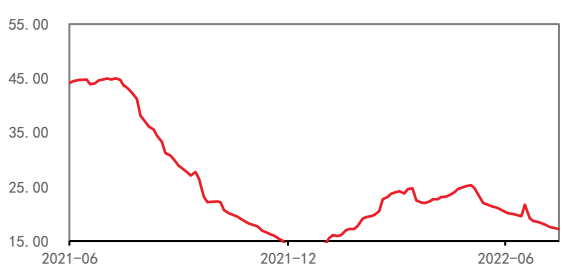
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



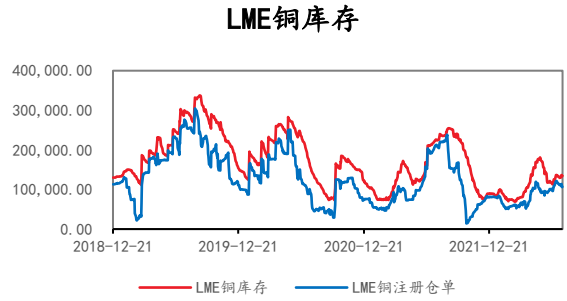
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



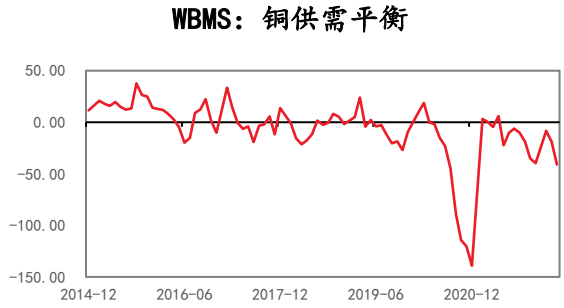
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



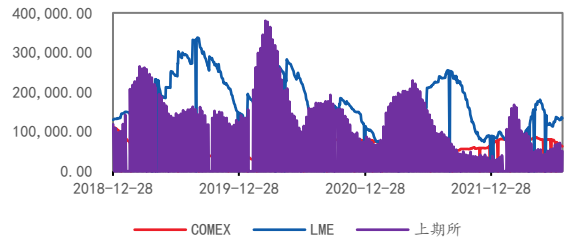
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



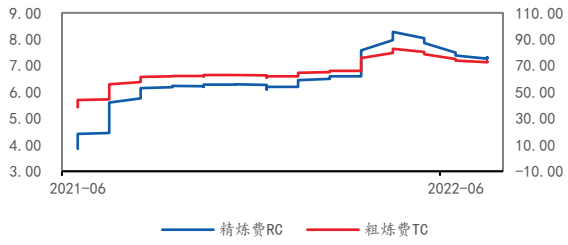
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

1-5 月国内锌矿累计进口 152.3 万实物吨，累计同比降低 7.38%。今年国内锌矿进口的长单量较低，大部分为冶炼厂签订，与历年不同的地方在于往年常规的进口贸易企业进口量较低，可见在进口亏损下，零散单受限较多，且近期随着矿的进口窗口打开，美金锌矿报价也从 200 美金/干吨回落到 150 美金/干吨。所以，足以见证进口矿供 应偏紧，预计今年锌矿进口长单量在 20-22 万实物吨/月。

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

国内 6 月金融数据大超预期，6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，社融增量 5.17 万亿元， M2 同比增长 11.4%。上半年国内生产总值同比增长 2.5%，其中二季度 GDP 同比增长 0.4%。一、二季度经济顶住压力实现正增长。1-6 月份，全国固定资产投资同比增加 6.1%。其中，基建投资同比增速达 7.1%，地产投资同比增速下降 5.4%.1-6 月新开工、施工、竣工及销售面积同比增速分别为-34.4%、-2.8%、-21.5%和-22.2%，仅销售面积同比增速降 幅小幅收窄。

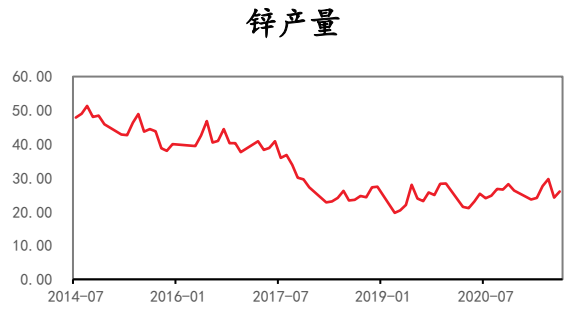
6 月国内汽车产量 249.9 万辆，当月同比大增 28.61%，1-6 月汽车累计产出 1211.7 万辆，累计同比减少 3.6%。为刺激消费，多地出台“鼓励汽车消费”政 策，如阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元，旧换新发补贴、发消费券等，预 计下半年汽车消费会较好。

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。

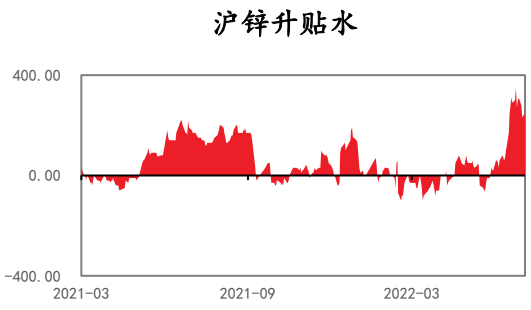
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



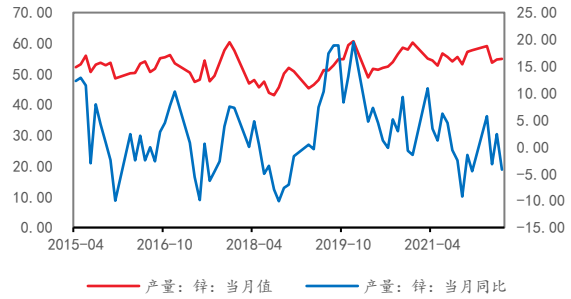
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



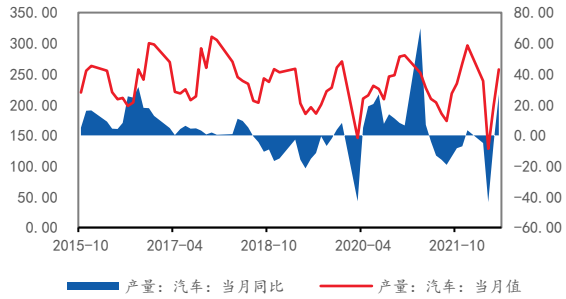
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 拜登未能得偿所愿

国际原油价格的企稳反弹，交易层面解释为情绪出尽后超跌修复，基本面主要因为拜登未能事实上达成迫使海湾国家增产的目的。

由美国、沙特等举办的“安全与发展峰会”于 7 月 16 日在沙特吉达闭幕，美国总统拜登本周的中东之行也到此结束。会晤上东道主沙特王储萨勒曼表示，沙特有能力将该国原油产能提升至 1300 万桶/日，但暂时没有额外的能力将原油产量继续提高。请注意，沙特此处强调的是原油产能而非产量。2020 年 3 月的原油价格战证明，沙特阿美的应急供应能力临时能够达到 1300 万桶/日，但稳定产出最大只有 1200 万桶/日左右，且过去几十年间仅有一个多月实际达到这一水平。

关于此事美国国务院官方表示，在拜登访问中东后的几周内，OPEC 有闲置产能的成员国可能会采取措施进一步增加原油产量，不过未具体指明哪个或哪些国家会增产以及增产多少。拜登原本希望能够与沙特达成石油生产协议，以降低目前美国昂贵的汽油价格，但显然没有得到沙特等国的保证。沙特和其他 OPEC 成员国的闲置产能已经十分有限，能额外提供的原油也是有限的，至少不太可能大幅增加。在这种情况下，OPEC 反而更应谨慎考虑政策，如果充分利用全部产能，甚至可能会适得其反。当全球原油体系没有任何富余储备来应对潜在的危机时，市场往往会变得异常焦虑，引发极端波动的风险。

如我们此前分析，沙特等产油国客观上缺乏迅速增产的潜力，拜登此行未能取得实质性成果。原油市场在交易了宏观利空情绪之后，基本面供需偏紧的支撑犹存，至少眼下是不宜过度看空的。

2 OPEC 本已捉襟见肘

美国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。

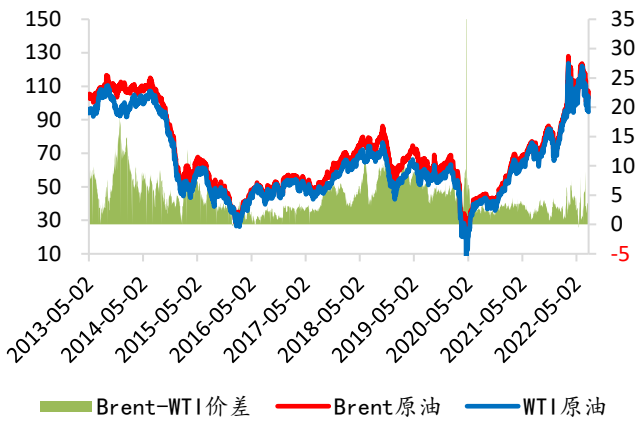
具体到主要产油国：6 月沙特原油产量提高了 15.9 万桶/日至 1059 万桶/日，低于其目标配额 70 万桶/日；阿联酋原油产量提高至 308 万桶/日；伊拉克提高至 443 万桶/日；其他产油国基本不具备稳定增产能力，甚至因不可抗力造成产量下滑。面对西方增加供应的强烈呼吁，此前 OPEC+承诺在 7 月和 8 月将每月增产数额从 43.2 万桶/日提高至 64.8 万桶/日，对于接近稳定供应上限的该组织而言，在此基础上进一步增产无疑是难上加难。

3 增产目标面临困境

2021 年 OPEC+联盟达成了增产协议，计划将原油产量逐步提高至疫情前水平。但由于相当多的产油国缺乏闲置产能，以及局部地区动荡不安的地缘政治，OPEC+组织的实际产量一直落后于目标。尽管国际社会呼吁增加供应，沙特直到 6 月也并没有充分利用其生产配额，令 OPEC 增产能力愈发受到质疑。业内普遍估计，沙特近期能够达到的极限原油产量大约在 1150 万桶/日左右，即便美国采取威逼利诱的手段，沙特在供应方面也拿不出太多东西来谈，至少目前是这样。由于 OPEC 闲置产能低于预期，实际可用的供应甚至比官方数据还要少，世界将面临着一个越来越紧张的能源市场。

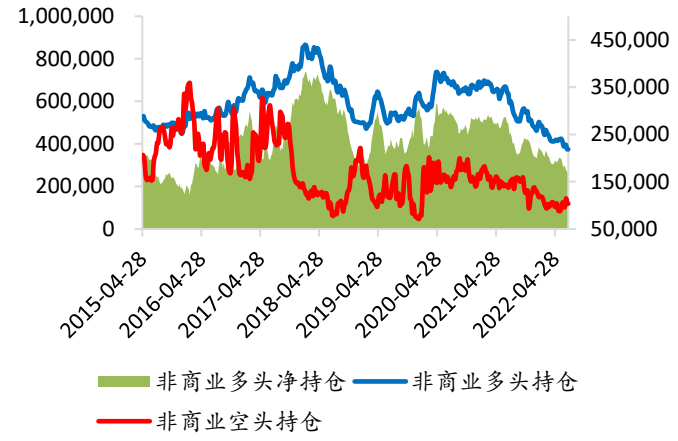
国际能源署署长表示供需矛盾最尖锐的时候还在后面，OPEC 对 2023 年的初步展望认为原油市场的紧张状况未见缓解。不过，眼下经济衰退的预期压倒一切，市场并不能公允地衡量基本面因素。

图表 22：国际原油期货价格



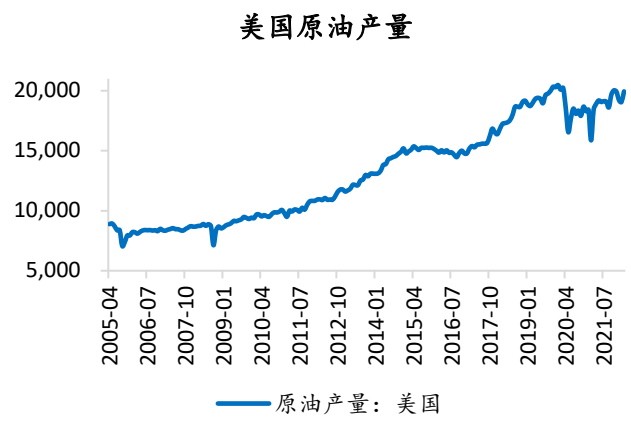
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



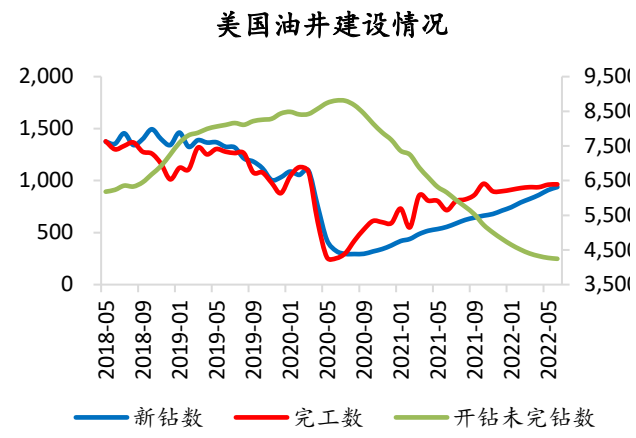
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



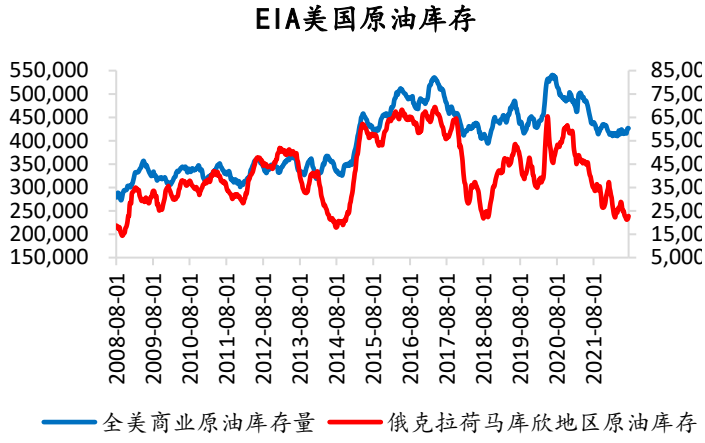
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



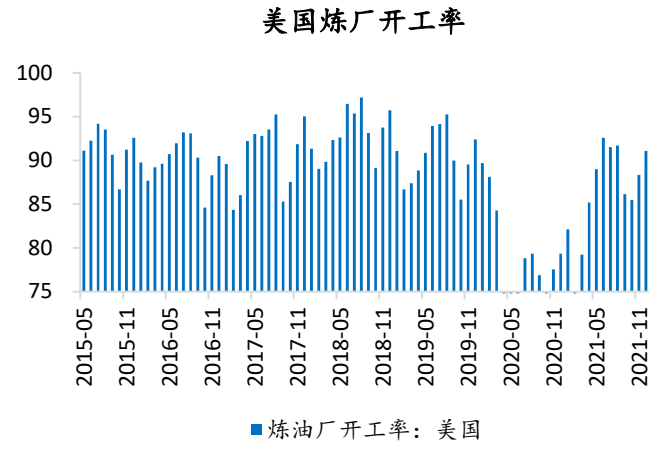
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



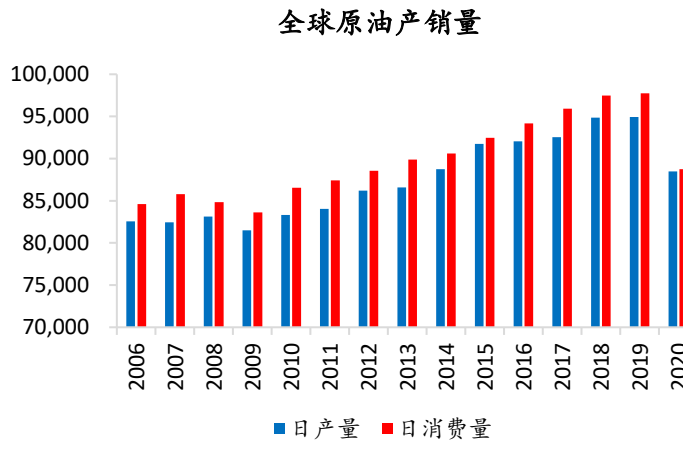
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 系统风险定价重构

目前国际原油市场受到两种截然相反的逻辑影响，一方面是现货市场结构性短缺的状况难以缓解，另一方面是高油价带来的通货膨胀损害需求。

疫情和战争等因素加剧了对全球经济放缓乃至衰退的担忧，整个大宗商品市场看跌氛围弥漫，使得供应端暂时失去了对原油市场的主导权。尽管能源危机的风险仍在恶化，但从石油贸易商到投机性资本都在交易衰退预期，悲观情绪掩盖了供应紧张的事实。从美联储等央行的鹰派表态来看，让通胀率回到 2%的目标水平没有任何借口，不惜冒经济增长失速甚至衰退的风险，也要采取强有力的加息手段来遏制物价上涨。经济急转直下意味着原油需求将更加疲弱，根据 OPEC 预计，2023 年全球原油需求增长将从 2022 年的 340 万桶/日降至 270 万桶/日。

综上，包括国际原油市场在内，宏观系统性风险将是 2022 年剩余时间里最有可能被市场参与

者定价的经济因素。

5 矛盾因素相互作用

目前，国际原油市场的主要影响因素包括俄乌战争，OPEC 产量政策，美联储加息，以及高通胀和经济衰退预期。

市场上日益增长的担忧情绪正在抵消俄乌战争造成的供应短缺问题，并将油价重心推回到 100 美元大关。美国对沙特的外交活动未能在增加石油产量方面取得任何突破，同时拜登政府还限制美国本土对化石燃料的开采，由此看来供应将由 OPEC 及其盟友制定的政策主导。尽管当前没有一方能够大幅提高产量，不过持续的通胀将促使美联储和其他主要央行继续大幅收紧货币政策，从而导致经济衰退或至少经济复苏节奏放缓。随着 2022 年进入下半场，经济下行的基本形势和欧美央行激进加息对全球原油需求端影响将变得越来越重要。

综上可见，在多重相互矛盾的关键因素作用下，原油主要趋势变得难以预测，市场将长期面临较大风险。

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 极度弱势夹缝挣扎

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。

今年国内多地疫情爆发重创经济，接下来将在保持动态清零的基础上复工复产，宏观经济以稳字当头为基调。随着基建发力和汽车促销等政策红利推出，国内经济环境有望向好，但欧美经济衰退预期增强，海外需求是否转弱有待观察。

外围宏观方面，美国为首的西方国家为应对通胀激进推动加息缩表进程，流动性收缩的环境对橡胶在内的大宗商品构成利空基调。俄乌战争短期内和平收场无望，西方加大对俄罗斯制裁力度，全球贸易供应链被深刻改写。

结合上述市场情况，橡胶将在低估值和系统性风险的夹缝中艰难挣扎，预计未来一到两个月整体将延续震荡偏弱走势。

2 供应放量保持宽松

基本面偏宽松叠加市场情绪悲观，天然橡胶大跌后料难马上翻身。

从产区物候进程来看，2022 全年国内外天然橡胶供应问题应该都不大。按照传统季节规律，下半年国内外天然橡胶产区逐渐向增产期过渡。前期东南亚整体降雨偏多，且中国海南地区开割时间严重推迟，截至目前国内新胶供应增量并不明显。但从年度大趋势来看，尤其到四季度全面放量几乎是必然的，市场大概率保持供应充足状态。

2020 年东南亚主产区产能增速达到最大阶段，但随后两年泰国、马来西亚和印尼受疫情影响导致橡胶减产。在庞大的产能基数下，预计今年三大产胶国产出将同比增加。此外，越南、柬埔寨、科特迪瓦等新兴产胶国树龄结构良好，预计今年橡胶产量同比增加。长周期的产能出清终将到来，但趋势性减产远不是现在。目前天然橡胶下游厂商采购意愿较为低迷，需求反弹乏力使得后期供需预期进一步转弱。

3 需求不宜期望过高

近期国内多地疫情反复，全球经济衰退预期仍存，市场对总需求的担忧情绪难以消退，天然橡胶等工业品普遍表现疲弱。

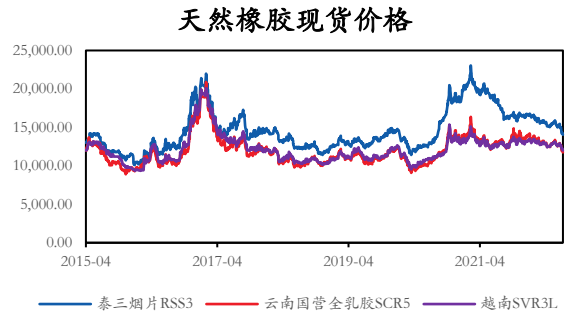
直接需求方面，自 2022 年春节以后，国内轮胎企业开工率持续低位运行。截至最新统计，国内全钢胎样本企业开工率为 60.91%，半钢胎样本企业开工率为 67.55%。由于前期检修企业逐步恢复生产，带动开工率环比上行。但随着订单逐步交付，轮胎企业出货放缓，成品库存压力下开工提升幅度有限。

终端消费方面，最新公布的商用车产销数据仍然较差。前年政策红利造成重卡新车保有量过高，新增订单跟进明显不足，拖累了配套轮胎需求。疫情等因素冲击下，国内大宗货物公路运输不

景气，替换轮胎需求同样减弱。虽然乘用车购置税优惠刺激私家车消费，但乘用车轮胎对橡胶用量比较有限。

三季度期望不宜过高，后市沪胶能否反弹要关注需求端拐点和回暖情况。

图表 30：天然橡胶现货价格



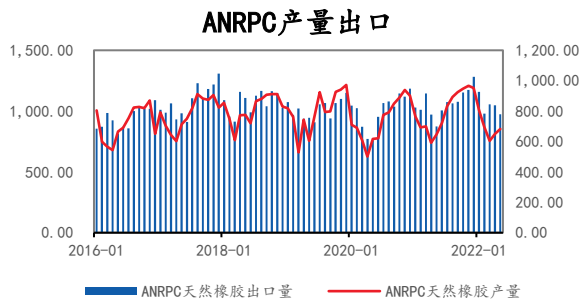
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



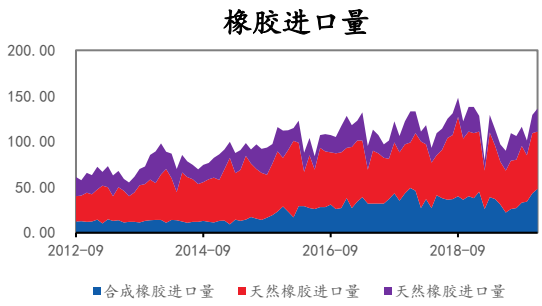
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



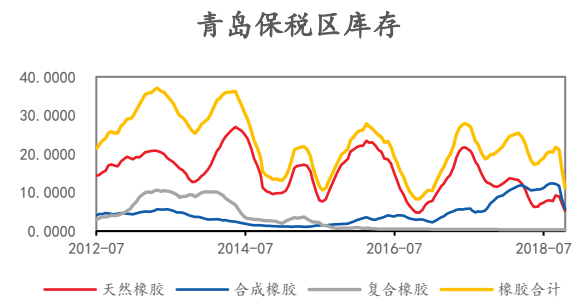
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



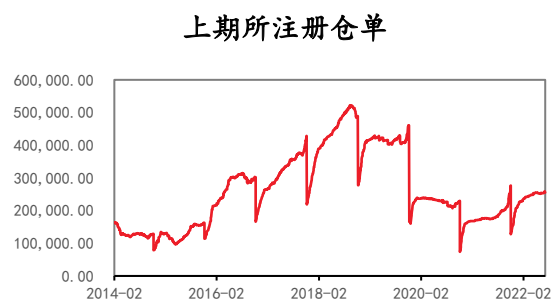
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



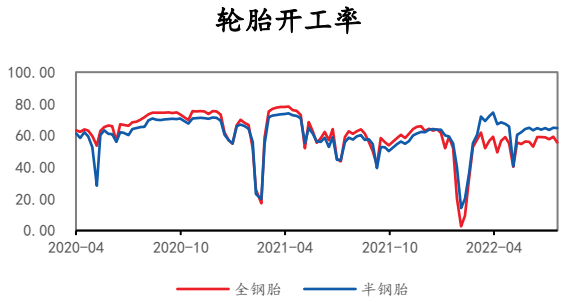
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



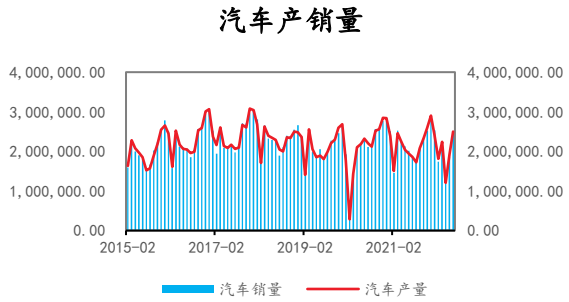
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 估值洼地处境微妙

天然橡胶当前的处境十分微妙。整体来看，基本面表现平平但并非如此不堪，由外围系统性风险引发的看空情绪主导市场，本次胶价暴跌超出预期。

沪胶在每年的 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。

一直以来橡胶主要受低估值的支撑而较为抗跌，但宏观衰退预期下大宗商品普跌，橡胶自身的相对估值也在悄然变化。RU2209 合约与非标现货的基差从小幅升水到平水再到贴水，我们不能一厢情愿地认为最后一定会回归，2019 年类似的情况最终贴水 500 元/吨左右交割。虽然橡胶估值低位预期先行，但美联储后续一系列加息有待落地，橡胶金融属性弱势犹存。

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。

5 盈亏同源价值回归

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：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维持弱势，美豆结束反弹势头重回下跌节奏。

美豆生长指标低于正常水平，但降雨预报重挫天气买盘

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截止 7 月 17 日当周，美国大豆优良率为 61%，前一周为 62%，去年同期为 60%；当周美豆开花率为 48%，去年同期为 61%，五年均值为 55%；当周美豆结荚率为 14%，去年同期为 21%，五年均值为 19%。美豆优良率下滑，开花率和结荚率低于正常水平。天气预报显示，下周美国中西部作物带将迎来有利降雨，改善美豆生长状态，并降低了近期天气炒作行情发生的概率，提振美豆产量前景。资金减持天气升水是造成本周美豆价格大幅下跌的原因之一。

印尼宣布取消棕榈油出口税，库存压力亟待释放

7 月 16 日，印尼官方宣布取消对所有棕榈油产品征收的出口税至 8 月 31 日，以再次尝试促进出口和缓解高库存。印尼政府在 4 月份采取禁止棕榈油出口政策，造成该国棕榈油库存迅速攀升，虽然随后采取了多项措施扩大棕榈油出口，但该国棕榈油出口节奏被打乱，造成棕榈油库存压力短期难以消化。印尼棕榈油协会表示，如果想要将该国库存恢复到正常水平，必须要在 8 月前出口 600 万吨棕榈油。印尼每月棕榈油正常出口量不到 200 万吨，该国庞大的库存对全球油脂价格上行构成巨大阻力，并使全球油脂供需关系得以重塑。

马来西亚劳动力不足，7 月棕榈油产量预计下降

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，7 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 5.82%。劳动力不足是造成马来西亚棕榈油在生产旺季产量下滑的主要原因。船运调查机构公布的数据显示，马来西亚 7 月 1-20 日棕榈油出口环比下降 2%-9.6%。印尼采取扩大棕榈油出口措施，马来西亚棕榈油出口面临严峻竞争。从目前机构公布的数据看，马来西亚 7 月底棕榈油库存有望继续攀升。

2 国内豆类市场分析

进口大豆成本回落，豆粕市场承压下跌

美豆大幅下跌推动国内进口大豆理论到港成本快速下降，国内豆粕生产成本因此回落。由于国内豆粕生产严重依赖进口大豆，成本驱动一直是豆粕市场与美豆保持强联动关系的核心原因。除此之外，美豆自高位调整改善国内压榨利润，本周国内买船节奏明显加快，增加国内远期大豆供应的同时企业在盘面套保需求也在增加，一定程度上加剧市场对未来豆粕价格走弱的担忧，导致国内粕类市场比美豆的调整行情更为主动。

油脂低位震荡，利空因素仍未完全消化

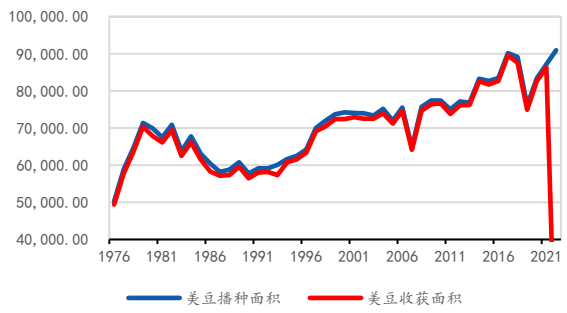
本周内油脂期货市场整体维持低位震荡行情，品种间走势略有分化，棕榈油和豆油表现弱于菜籽油。印尼巨大的棕榈油库存压力仍是困扰国内油脂市场回暖的主要原因。受市场担忧国内油脂需求下降影响，需求端采购不积极，市场观望情绪升温，无力为油脂价格提供主动支撑。虽然油脂市场经过此次大幅调整泡沫成份得到释放，但在宏观压力与外部供应偏空题材主导下，主动性反弹动力仍显不足，短期跌势放缓小幅回升业主要是对此前超跌的修正而非行情反转。相比油脂常年价值水平，目前的价格仍显偏高。

3 油脂油料市场展望

本周 CBOT 大豆市场因降雨预报和宏观压力影响跌至七个月低点，技术形态明显偏弱，有可能继续打开新的下跌空间。欧洲为对抗高通胀加息 50 个基点，7 月 27 日美联储也将继续大幅加息，如果加息幅度超出市场预期，市场对经济衰退的忧虑将进一步升高，包括美豆在内的大宗商品市场仍承受较大系统性压力。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。马来西亚劳动力不足造成的棕榈油减产难敌印尼的出口竞争。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。国内豆粕市场仍会追随美豆运行节奏，缺少天气炒作将使美豆保持丰产预期，供应趋松与经济衰退背景相叠加，豆粕期货市场有望维持震荡调整状态，存在补跌空间。豆一期货市场反弹乏力价格重心持续下移，尤其是玉米市场大幅下跌后，各方对秋季新豆开秤价格预期降低，短期仍缺少反弹动力。

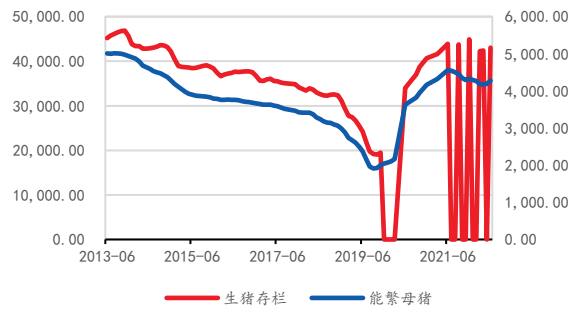
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



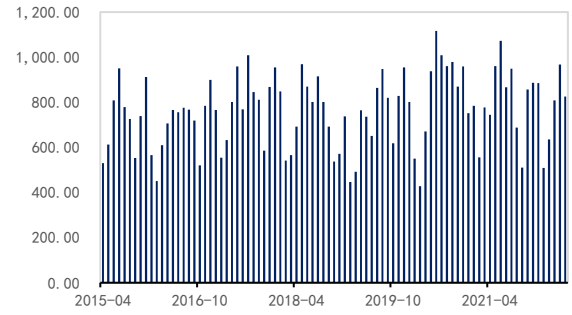
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



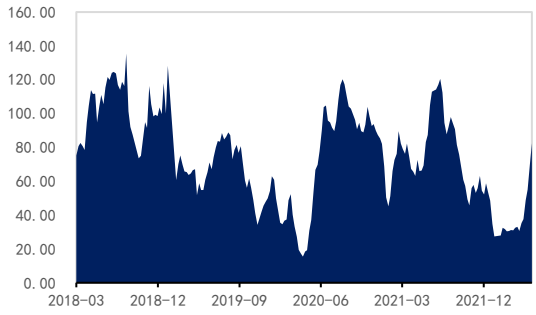
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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