中金财富期货策略周报（2022 年第 27 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：本月的两大事件美联储加息和政治局会议相继落地。美联储加息方面，激进加息预期退烧，美股对“交易衰退”意兴阑珊并转涨；政治局会议方面，强调以稳为主，强调动态清零政策的重大意义，强调宏观政策的适度性、强调保交楼政策。隔夜大宗商品继续震荡反弹，保交楼的政策预期下，有助于市场对房地产信心的恢复，因此竣工相关的品种如 PVC、玻璃反弹幅度较大。我们认为，工业品在经历情绪上的反弹之后将逐渐面对需求的现实状况，考虑到此轮地产复苏时间可能较长，工业品反弹之后可能陷入震荡行情。

股指期货：上证 50 指数创近一个月行情新低，但是中证 1000 指数创反弹以来的新高。背后的逻辑是板块景气度之间的巨大差异，以及流动性宽松对大小企业的影响程度不同。目前我们认为这种分化将继续持续。

铜：宏观衰退忧虑仍是近期铜重挫的主因。欧洲加息 50bp，美元高位走低，以及国内市场经济走弱，政策预期逐步加强，宏观悲观情绪缓和，呈现大跌后的反弹走势。不过全球经济数据走弱，通胀高企，加息的步伐很难走缓，缩意味着铜为代表的工业品仍面临巨大的下行压力。三季度加工基准价升至 80 美元/吨，而冶炼企业和矿端都处于宽松，副产品和加工费维持高位的背景下积极开工，为市场带来进一步压力。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，供应缓慢但整体在加速恢复中，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。目前宏观情绪和基本面均出现较大压力，铜价将继续弱势运行。

锌：海内外锌矿供应紧张，冶炼厂复产缓慢，精炼锌产量持续下降。沪伦两市锌库存双双回落，伦锌库存位于逾两年低位。下游企业开工仍有所好转，随基建需求的提升，消费端有好转预期。美联储 7 月利率决议落地，美元指数大幅回撤，市场风险偏好回升。国内锌市场仍处于供需两弱下的短缺状态，近期绝对价格走势依然受宏观面影响较大，维持震荡思路。

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。

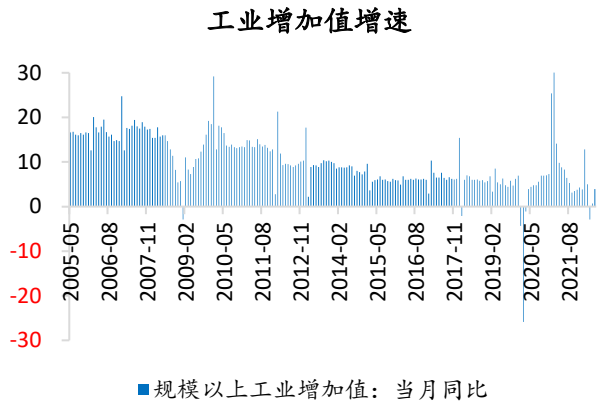
油脂油料：美豆产区天气条件恶化导致减产预期升温，美联储加息靴子落地释放宏观压力，共同促进本周 CBOT 止跌回升强势大涨，扭转此前弱势。8 月份是美豆生长周期内对产量形成最为关键的阶段，2022 年全球多地异常高温现象导致市场对美豆产区天气变化尤为敏感。美豆优良率连续下降正吸引天气买盘进场，美豆市场的天气市运行特征也将更为明显。未来美豆反弹的高度取决于干热天气的影响范围和持续时间，当然一场降雨也可能令美豆天气炒作行情终结。国内豆粕和豆油市场因成本依赖与美豆一直保持联动，成本变动和市场预期变化是影响国内豆类市场走势的主要因素。美豆天气炒作部分抵消印尼棕榈油库存压力，推动国内油脂市场全面反弹，但印尼库存压力终究要在市场释放，油脂短期反弹行情过后仍会回归宽松的供应基本面。国内豆粕市场呈现供需双弱状态，因而在本次反弹中表现相对被动，可短线思路适量参与或维持观望。在商品市场整体回暖氛围下，豆一期货市场止跌回升，近月合约快速向坚挺的现货回归，但远期合约因对应新季大豆上市，仍不宜过度追高。

目 录

周度策略：市场情绪继续缓和 但需求依然低迷 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 政策目标从“争取较好水平”到“力争最好结果” ..... - 7 -
3 流动性：央行本周延续“精细化”逆回购调整 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
原油 ..... - 16 -
1 矛盾因素相互作用 ..... - 16 -
2 地缘冲击不及预期 ..... - 16 -
3 供应紧张尚未改观 ..... - 16 -
4 宏观衰退定价重构 ..... - 18 -
5 双重主线逻辑并行 ..... - 19 -
6 多空分歧极度加剧 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 20 -
1 低位弱势运行基调 ..... - 20 -
2 向上缺乏核心驱动 ..... - 20 -
3 需求限制反弹高度 ..... - 20 -
4 估值洼地处境微妙 ..... - 22 -
5 积贫积弱有据可依 ..... - 22 -
6 盈亏同源价值回归 ..... - 23 -
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 -

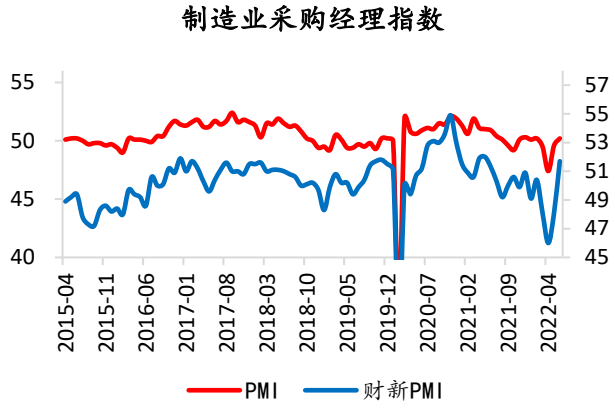
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



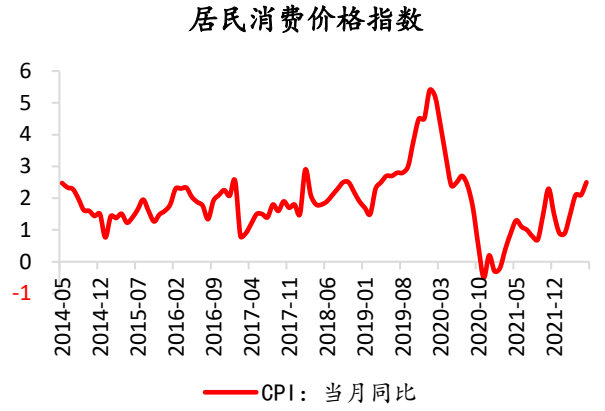
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



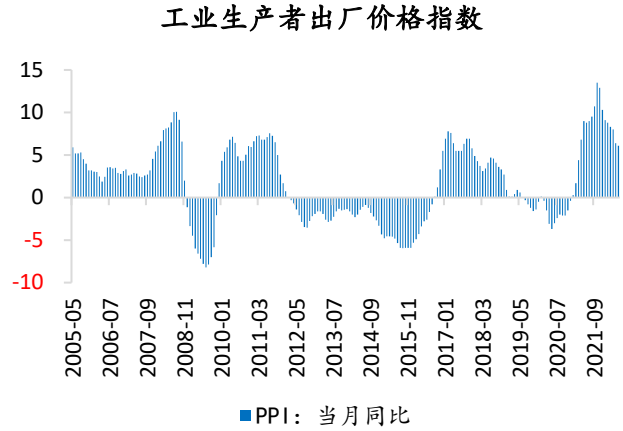
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



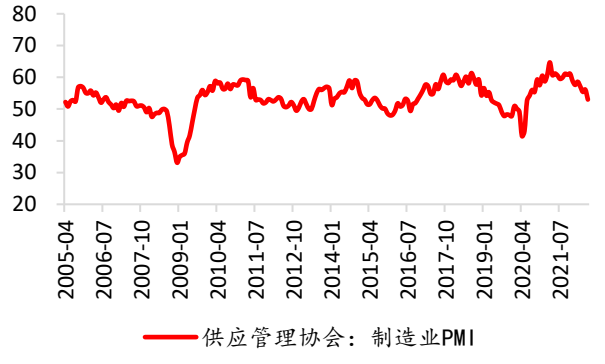
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



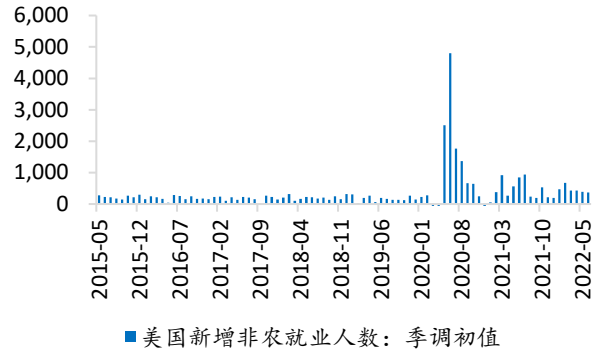
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场情绪继续缓和 但需求依然低迷

在美联储加息释放鸽派信号，以及政治局会议再度强调稳经济的影响下，商品市场情绪缓和。尤其是作为全球风险资产之锚的美股在美国经济数据不佳，美联储大幅加息的情况下强势反弹，对全球极度悲观的市场情绪有很大的缓解作用。因此，市场情绪回升是此轮行情反弹的主要原因。但是需要注意的是，大幅反弹之后，工业品仍须面对需求疲弱的压力，因此对于反弹空间以及后市的走势，我们的基本观点是：此轮工业品的反弹空间可能有限，需要重视需求的走向。

美联储鹰派加息的鸽派解读

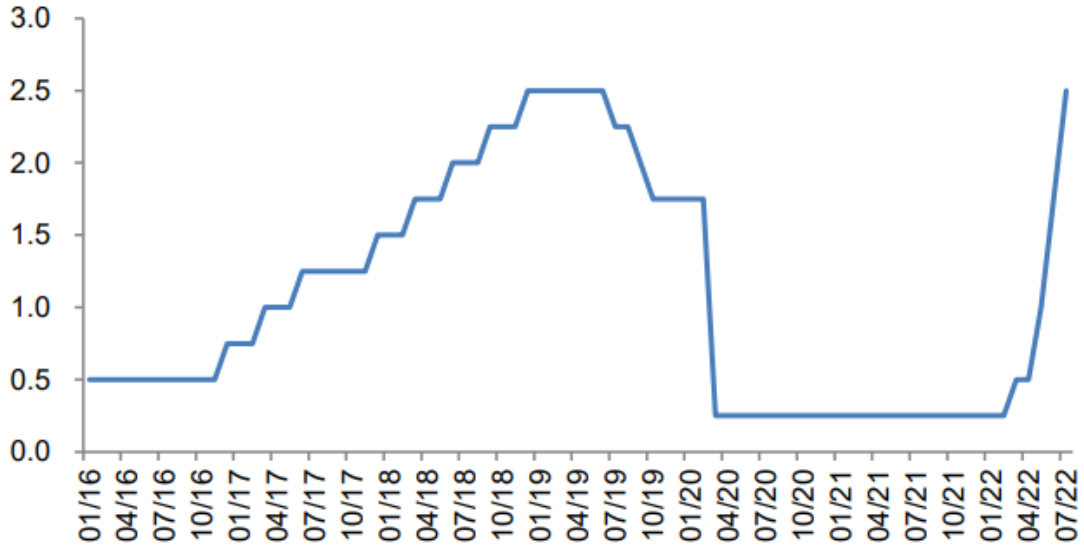
美联储议息会议后的发布会上，鲍威尔在明确可能再度大幅加息的前提下“下次会议再次大幅加息或许是合适的，但这仍将取决于期间的一系列数据”，首次表态“在权衡紧缩政策对经济和通胀的影响时，放慢加息步伐可能是合适的”。随后市场将其解读为鸽派信号，全年加息预期降至 3.25-3.50%，美股三大指数大幅收涨，两年期美债收益率大幅下行，美元指数出现下跌。

市场已经开始赌明年美联储政策转向。市场参与各方的信心非常疲弱，无论是密歇根大学居民消费信心指数还是全美住宅建筑商协会指数，都处于历史低位。十年美债收益率已经从 3.5%高点下行 70BP 至 2.8%左右，标普 500 指数也从底部 3666.77 点附近上涨了 9.7%至 4023.61 点左右。以上说明，市场认为美国经济无论如何会走向衰退，可能明年美联储不得不转向宽松，继续支撑风险资产估值。

当前，美国居民消费数据依然能够维持。5 月个人消费支出同比上涨 8.53%，6 月零售销售同比上涨 8.42%，增速较前值还有微弱的提升。一季度 GDP 数据表现差主要是受进口强-出口弱拖累，但进口强反倒说明国内居民消费需求旺盛。而且购买海外的商品也有助于降低美国国内通胀，不能仅依据技术性的 GDP 转负就做出悲观判断。房地产新开工从 4 月开始已经见顶回落，建筑商主动去库存仍处于比较早期的阶段。不过次贷危机后至新冠疫情前美国地产行业的杠杆率一直不高，当前库销比水平处于 07-08 年高点时期的近 6 成，地产投资下行的斜率理应是比较缓和的。

目前并不能认为美联储已经出现实质性转向。虽然鲍威尔没有出现更鹰的表态，但其实也没有实际意义上的鸽派表态，美联储对通胀的打压态度没有明显松动。当前海外资产定价的核心矛盾是美国经济的“弱预期与强现实”。在这一矛盾之下资产价格的博弈将是非常剧烈的，波动率依然会很大。

图表 1：美国联邦基准利率



资料来源：wind，中金财富期货研究所

国内政策：以稳为主

政策上看，政治局会议再度确定以稳为主的基调，并没有超预期的刺激政策出台。4 月与 7 月两次政治局会议均提到了“高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”，但表述上稍有分别。7 月会议进一步强调了“对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。”由此可见，虽然疫情防控与经济发展需兼顾，但相较于经济发展，疫情防控的优先级明显更高。

7 月政治局会议提到“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事。”国内方面，三重压力存在，疫情仍有反复风险；海外方面，美联储加息进程进一步走深，海外衰退预期提升。在此背景下，会议提到“保持战略定力，坚定做好自己的事”，也印证下半年我国政策制定仍将“以我为主”。经济目标方面，4 月会议的“努力实现全年经济社会发展预期目标”，变为“巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。要充分调动各方面积极性。有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。2022 年二季度因为规模性疫情影响，全年若想实现 5%以上经济增速已经较为困难，此次会议淡化了绝对目标的描述，但仍表明了对经济增长的诉求。

政策基调方面，相较于 4 月政治局会议，此次会议表述相对温和，但仍然积极，下半年财政货币政策仍将积极呵护经济增长。货币政策表述相较于 4 月更加明确，稳中偏松，呵护实体的基调并未发生变化，延续我们此前“下半年债市将面临宽货币+宽信用，双宽格局”的判断。4 月财政政策笔墨聚焦于纾困帮扶政策之上，而下半年退税减税降费等政策已基本实施到位，未来财政政策焦点将聚集于财政资金的扎实落地，以及对社会需求的弥补，预计随着相关资金的拨付和使用到位，下半年基建将保持较强表现。

房地产需求端来看，“房住不炒”基调坚如磐石，“因城施策”仍是房地产政策主要想象空间所在。融资端方面，强调“压实地方政府责任”，并未提及全国性融资端放松。预计未来围绕“保交楼、稳民生”，将主要由地方政府出面积极协调，为遇险房企纾困。基建方面，未来基

建领域的工作的重点是将现有资金积极拨付和使用到位。

关注反弹压力

本月的两大事件美联储加息和政治局会议相继落地。美联储加息方面，激进加息预期退烧，美股对“交易衰退”意兴阑珊并转涨；政治局会议方面，强调以稳为主，强调动态清零政策的重大意义，强调宏观政策的适度性、强调保交楼政策。隔夜大宗商品继续震荡反弹，保交楼的政策预期下，有助于市场对房地产信心的恢复，因此竣工相关的品种如 PVC、玻璃反弹幅度较大。我们认为，工业品在经历情绪上的反弹之后将逐渐面对需求的现实状况，考虑到此轮地产复苏时间可能较长，工业品反弹之后可能陷入震荡行情。

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 28 日	中央政治局会议：用足用好政策工具箱，保交楼、稳民生	会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为	宏观经济以稳为主
	7 月 27 日	美联储如期加息 75 个基点	鲍威尔不排除 9 月再大幅加息	美联储今年加息仍将继续
数据	7 月 28 日	美国二季度实际 GDP 年化季环比初值-0.9%	美国二季度实际 GDP 年化季环比初值-0.9%，预期 0.4%，前值-1.6%	通胀加剧和供应链中断
	7 月 27 日	1-6 月份全国规模以上工业企业利润增长 1.0%	同比增长 1.0%	6 月份工业企业利润由降转增，行业结构有所改善。
事件	7 月 25 日	WHO 宣布猴痘成为“国际关注的突发公共卫生事件”	和新冠疫情同为 WHO 最高级别预警	中国大陆尚无确诊，但需提高警惕

资料来源：中投期货研究所

2 政策目标从“争取较好水平”到“力争最好结果”

关于政策目标的定位，本次会议给出了一个新的说法——“力争实现最好结果”。要理解本次会议对经济目标的定位，关键是要找准对比的参考系。

4 月底政治局对应的表述是“努力实现全年经济社会发展预期目标”，仍然在对标 3 月两会确定的 5.5%的全年 GDP 增速。如果以 4 月底政治局会议为参考系，那么本次会议对于经济增长的追求相对来说有所弱化，即“不透支未来”，在现有的框架下尽力而为。

但如果以 6 月底总书记在武汉考察时的讲话为坐标系，则政策基调在边际上更加积极。6 月 28 日，总书记指出“争取今年我国经济发展达到较好水平”，从“较好水平”到“最好结果”，政策层面对经济增长的追求上了一个台阶。

预计 3 季度经济将尽力实现 5.0%以上的增速水平。

政治局会议罕见地用一整段来描述对地方政府、各个部门的施政要求。“充分调动各方面积极性。各地区各部门要切实负起责任，各级领导班子要以饱满精神状态开展工作，领导干部要敢为善为。经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。

3 流动性：央行本周延续“精细化”逆回购调整

本周央行依旧延续上周动态调整的方式，逐步减少逆回购投放规模，本周公开市场资金净回笼 120 亿元。

具体来看，本周一和周二，央行进行了 50 亿元的 7 天期逆回购操作，周三至周五，逆回购投

放量减少至 20 亿元，操作利率均持稳在 2.10%。同时，本周一有 120 亿元 7 天期逆回购到期，周二到期 70 亿元，周三至周五每日均有 30 亿元 7 天期逆回购到期。

央行逆回购操作频繁微量调整，恰恰反映出货币政策操作模式的转变，旨在通过精细化操作引导资金利率以相对平缓的姿态回归政策利率。目前资金面最宽松的时候可能已经过去，未来资金面稳步收敛与基本面好转可能会导致债市整体震荡偏弱运行。

4 宏观策略

本月的两大事件美联储加息和政治局会议相继落地。美联储加息方面，激进加息预期退烧，美股对“交易衰退”意兴阑珊并转涨；政治局会议方面，强调以稳为主，强调动态清零政策的重大意义，强调宏观政策的适度性、强调保交楼政策。隔夜大宗商品继续震荡反弹，保交楼的政策预期下，有助于市场对房地产信心的恢复，因此竣工相关的品种如 PVC、玻璃反弹幅度较大。我们认为，工业品在经历情绪上的反弹之后将逐渐面对需求的现实状况，考虑到此轮地产复苏时间可能较长，工业品反弹之后可能陷入震荡行情。

5 股指期货市场分析

指数震荡回落

本周 A 股震荡回落，沪深 300 指数涨-1.61%，上证 50 涨-1.97%，中证 500 涨 0.07%，中证 1000 涨 1.18%。

本月沪指下跌 4.28%，北上资金本月累计成交 20420.86 亿元，成交净卖出 210.68 亿元，其中，深股通合计净卖出 92.67 亿元，沪股通合计净卖出 118.01 亿元。

估值及变化：估值及变化：万得全 A 市盈率（TTM）收于 17.71，较上期上涨 0.22，各主要指数估值出现不同程度走强。其中，创业板指估值下降居前，下跌 0.56；其他估值上涨偏弱。历史分位：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 24.2%、41.3%、34.7%和 57.9%，较前值有所回升。

截至 7 月 29 日，创业板指/沪深 300 相对市盈率为 4.47，较前值上涨 1.20%；创业板指/沪深 300 相对市净率为 4.31，较前值上涨 0.54%。

预计指数仍将震荡

A 股市场处于观望期，仍将维持双向震荡阶段。主要有以下几个原因：

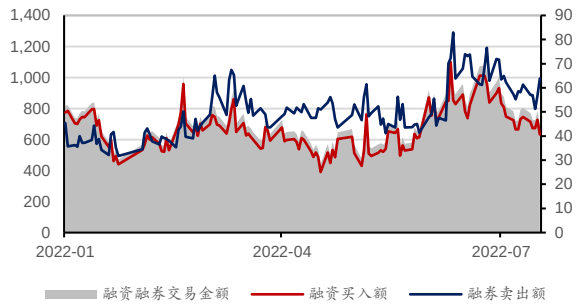
1. 海外方面，目前美联储 7 月议息会议召开，流动性收紧落地，美联储的鸽派表态也使得加息放缓预期升温，海外风险因素的释放较为充分；

2. 国内政策面，7 月 28 日中央政治局会议召开，货币政策和财政政策延续此前的会议基调，平台经济、新能源等方面有新的政策增量，二十大之前是政策友好期，国内政策面对 A 股上行有一定支撑。

3. 流动性角度来看，目前市场流动性较为充裕，在前期下跌后，目前部分赛道热度已下降至低

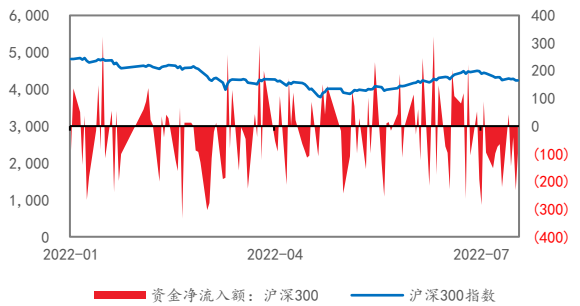
位，资金寻找新的配置机会。

图表 8：融资融券数据图



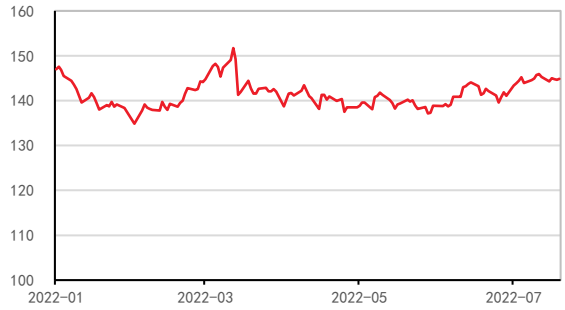
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



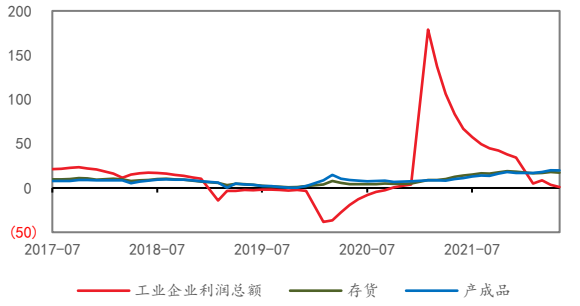
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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%。从 7 月冶炼厂排产 计划来看，整体依旧处于检修旺季，金川，南国进入检修对产量影响较大，赤峰也有冶炼厂提前 检修降低市场产量预期，其余检修对产量影响均不算太大；但部分大厂从检修中恢复产量也将同步恢复下整体产量将维持高位；后期进入 8-9 月份，3 个主要新扩建计划有望按部就班进展下国内电解铜产量有望稳步攀升。

国内冶炼厂检修集中在三季度之前，虽然金川，紫金，江铜的冶炼厂在 9-11 月有 30 天左右的检修，但是新增的产能也集中在三，四季度，因此预计下半年产量将陆续释放。

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

宏观衰退忧虑仍是近期铜重挫的主因。欧洲加息 50bp，美元高位走低，以及国内市场经济走弱，政策预期逐步加强，宏观悲观情绪缓和，呈现大跌后的反弹走势。不过全球经济数据走弱，通胀高企，加息的步伐很难走缓，缩意味着铜为代表的工业品仍面临巨大的下行压力。三季度加工基准价升至 80 美元/吨，而冶炼企业和矿端都处于宽松，副产品和加工费维持高位的背景下积极开工，为市场带来进一步压力。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，供应缓慢但整体在加速恢复中，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。目前宏观情绪和基本面均出现较大压力，铜价将继续弱势运行。

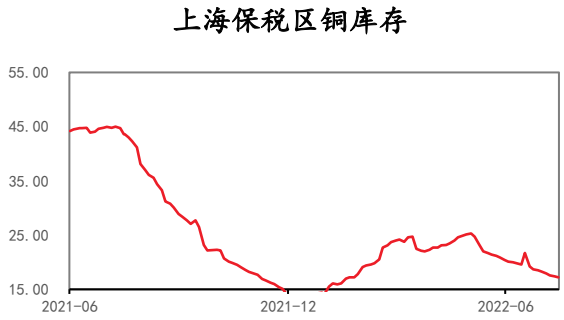
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



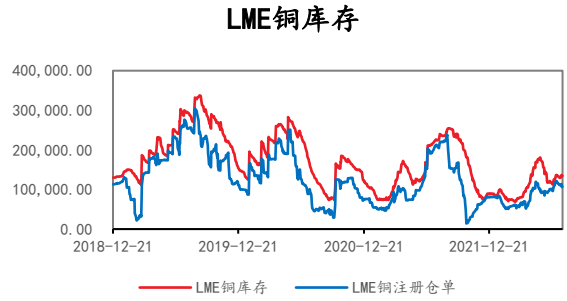
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



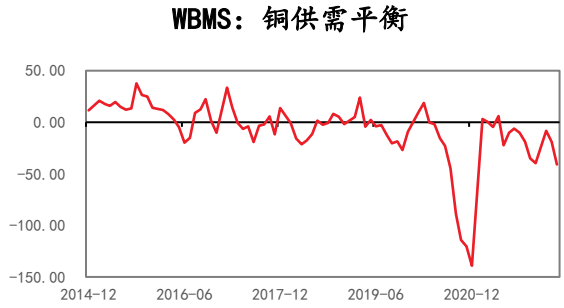
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



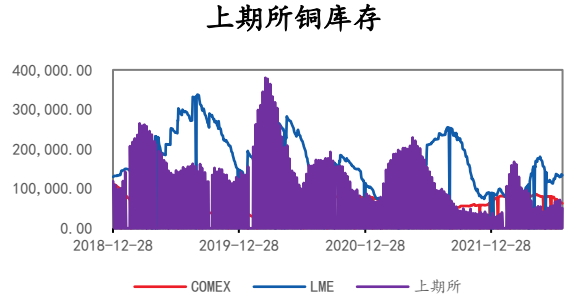
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



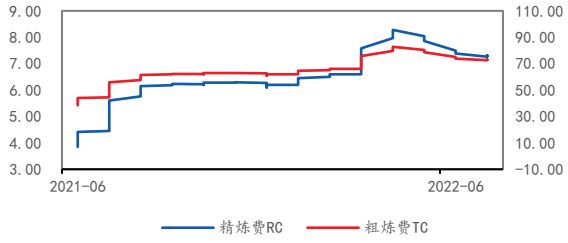
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。2022 年 1-6 月房地产仍在全指标加速下滑，1-6 月房屋施工面积累计跌幅扩大至 2.8%，累计竣工跌幅扩大至 21.5%，新开工跌 幅扩大至 34.4%。房地产颓势不止，对国内终端锌消费构成明显拖累。尽管从上年四季度开始，监管层多次发声，为房地产政策各种松绑，但从政策到房地产开始止跌企稳仍充满不确定性，三季度对房地产不宜乐观。

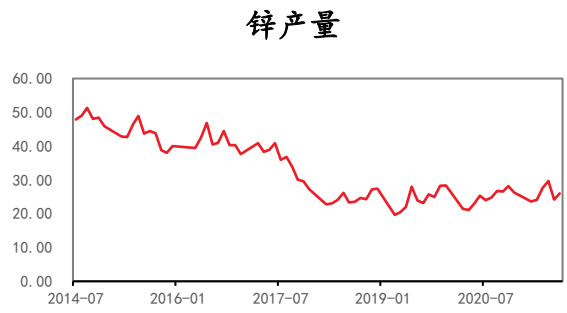
6 月国内汽车产量 249.9 万辆，当月同比大增 28.61%，1-6 月汽车累计产出 1211.7 万辆，累计同比减少 3.6%。为刺激消费，多地出台“鼓励汽车消费”政 策，如阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元，旧换新发补贴、发消费券等，预计下半年汽车消费会较好。

2 总结

海内外锌矿供应紧张，冶炼厂复产缓慢，精炼锌产量持续下降。沪伦两市锌库存双双回落，伦锌库存位于逾两年低位。下游企业开工仍有所好转，随基建需求的提升，消费端有好转预期。美联储 7 月利率决议落地，美元指数大幅回撤，市场风险偏好回升。国内锌市场仍处于供需两弱下的短缺状态，近期绝对价格走势依然受宏观面影响较大,维持震荡思路。

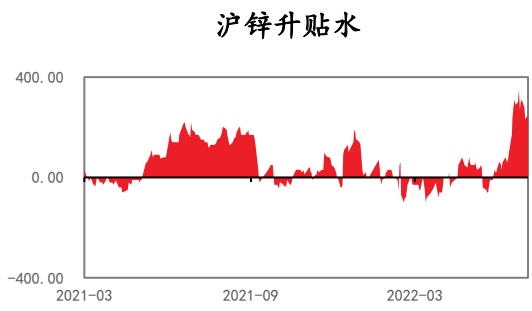
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



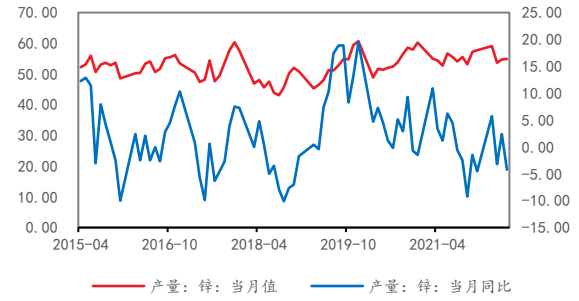
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



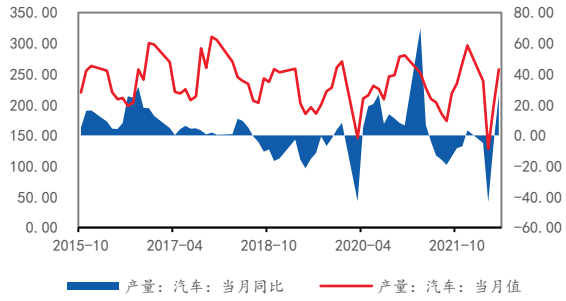
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。显然，原油走势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。

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，并将油价重心压回到 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。

2 地缘冲击不及预期

回顾本轮推动国际油价升至 100 美元的直接原因，无外乎传统的原油贸易流因俄乌战争及制裁被人为中断，因此欧洲能源危机本质上是一场供应链危机。

俄乌冲突爆发以后，对俄罗斯能源进口依赖度极高的欧盟高调宣布制裁俄罗斯，并且以原油等能源领域作为制裁的主要目标。早在 2003 年前后，欧洲本土的原油产能就已经见顶，缺乏投资的北海油田产出日渐干涸。而油田开发和油轮运力又表现为供应弹性较低的特征，这进一步放大了能源危机潜在的持续性。

那么，欧洲真的可以为了政治立场不计经济代价吗？非也。事实上制裁开始以来，各种灰色渠道等不透明的市场不断扩大。近期俄罗斯原油产量甚至出现反弹，这主要是因为印度对俄罗斯的原油进口量迅速扩大，并疑似将这些货源倒卖给欧洲国家。此外，以美国为主的 IEA 成员国大量投放战略石油储备（SPR），其目的地当然也是欧洲。

客观来讲，在原油贸易流重构和能源供应链转换期间，全球尤其是欧洲能源供需将长期面临结构性错配问题。但辩证来看，俄罗斯原油实际退出的规模不及预期，至少尚未造成颠覆性的巨大冲击。

3 供应紧张尚未改观

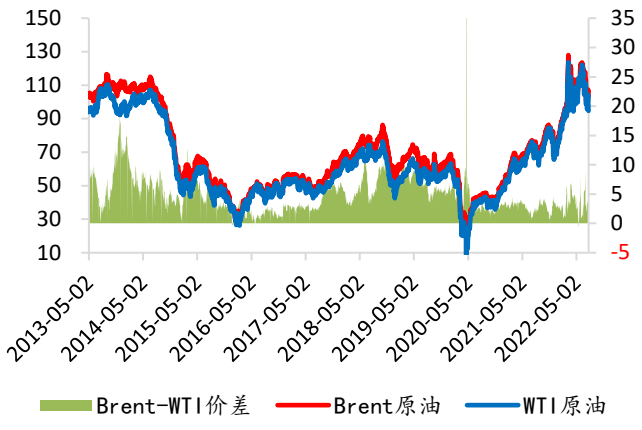
国际原油市场供应紧缺的逻辑是否松动？还是那个非常简单的答案：全球仍无法找到更多的原油供应。

6 月 OPEC+的实际原油产量与协议规定的目标产量之间存在 284 万桶/日的巨大缺口，这使得该

组织 6 月减产履行率从 5 月的 256%飙升至 320%，且二者之间的差距仍在继续扩大。不过客观来看，6 月 OPEC+原油产量实际是增长了 73 万桶/日的，只不过该组织承诺的月度增产份额逐月累积并扩大，从而让增产目标看起来越来越遥远。

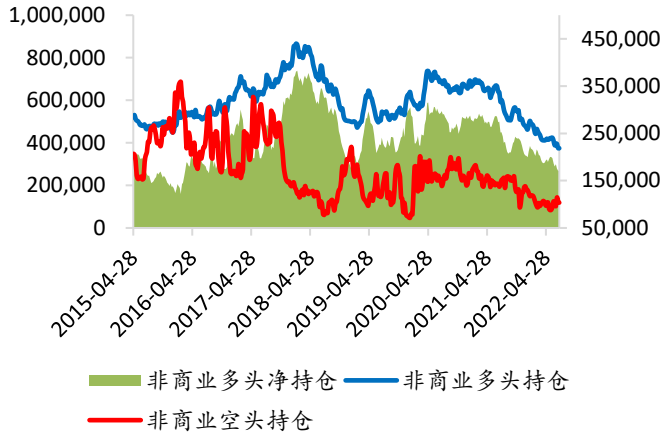
如前文所述，世界尤其欧洲地区面临供应中断的风险已经略有缓解。但无论如何，越来越多的产油国由于缺乏产能或投资而无法达成配额，俄罗斯到欧洲的北溪 1 号管道流量或将进一步衰减。随着时间推移，全球能源市场的紧张局面能否缓和存疑，甚至情况很可能变得更糟。

图表 22：国际原油期货价格



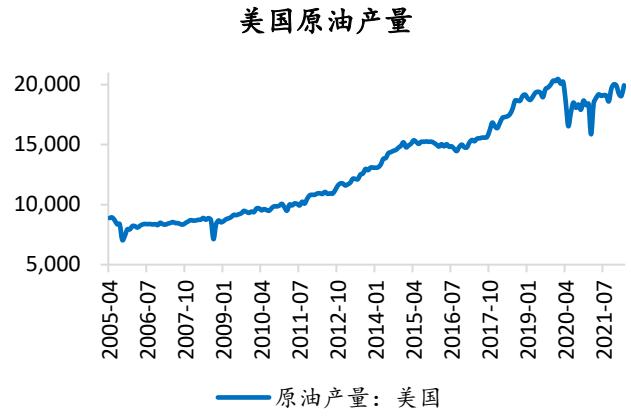
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



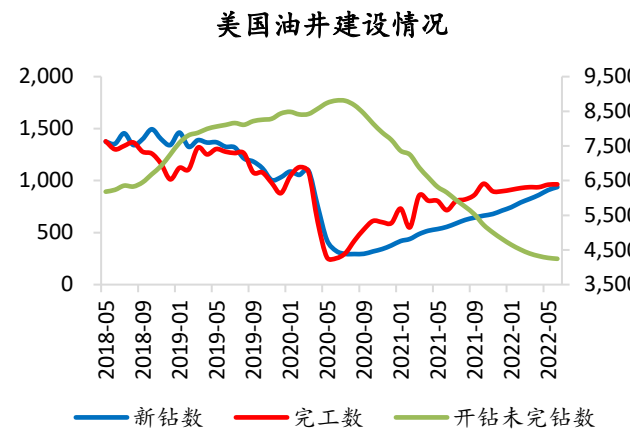
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



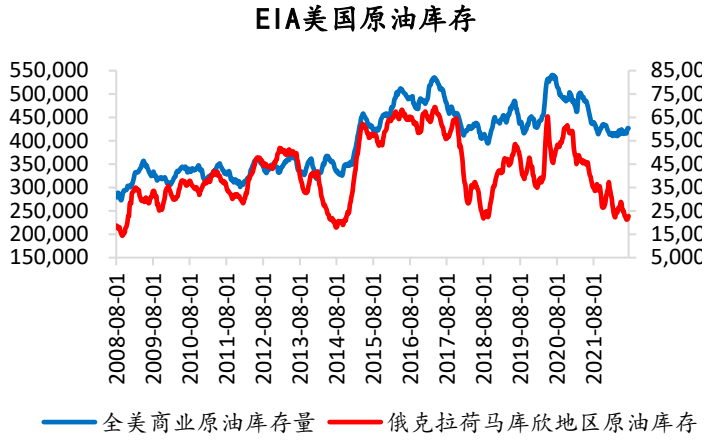
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



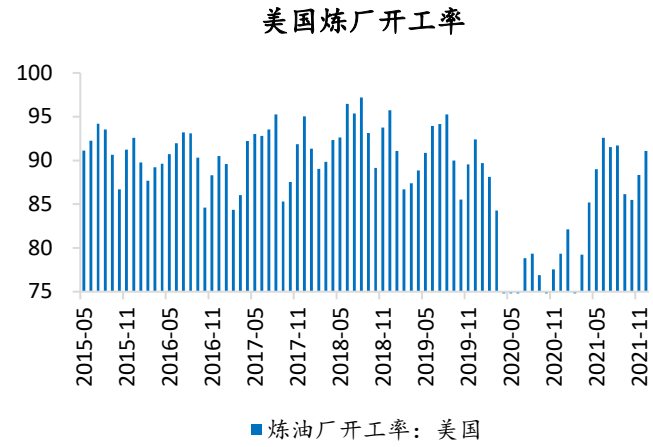
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



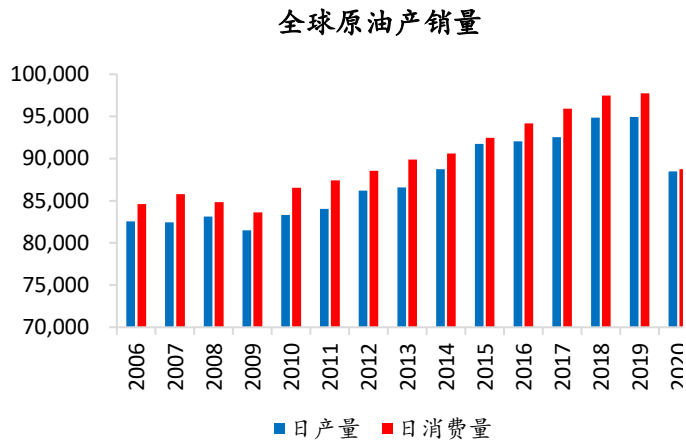
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 宏观衰退定价重构

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，正所谓长痛不如短痛。

国际货币基金组织(IMF)再次下调经济前景预测，对 2022 年全球经济增长持悲观态度。IMF 将 2022 年全球经济增速预估值下调至 3.2%，将 2023 年经济增速下调至 2.9%。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。

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 双重主线逻辑并行

俄乌战争深刻地改写了国际局势和历史走向，系统性问题带来的下行风险正在成为现实，如果不加以控制，可能会将全球经济推向衰退的边缘。在宏观背景下似乎石油危机的风险被淡忘了，尽管主要产油国供应仍然受限，但围绕全球经济活动放缓甚至陷入衰退的担忧，极大削弱了原油在内的能源需求预期，从而令油价降温。

在过去两年来能源供应紧张的核心逻辑之外，经济衰退预期已经成为原油市场另一个长期主导要素。如我们多次强调，尽管国际原油从高位上深度回调，但不应就此直接跌回熊市，今年油价中枢或者通俗来讲的重心大幅抬升，这是个不争的事实。市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允，双主线并行的原油市场仍勉强维系紧平衡状态。

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，目前已经回撤到争夺 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。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 低位弱势运行基调

宏观和商品市场恐慌情绪出尽后，估值绝对低位上的天然橡胶走势逐渐跌无可跌。

目前，沪胶对泰混基本平水使得期货被动提振，短期盘面或将有小幅修复，全乳胶价格弱于其他胶种也使得 RU 具备一定的吸引力。截至最近，国内港口橡胶库存小幅回落，下游开工小幅回升，价格下跌带来部分原料采购需求，使得出库率有所提高。但原料产出增加的大趋势不变，后期供应压力还要仰赖需求恢复来平衡，至少要观察到下游轮胎成品库存的实质性去化。因此橡胶反弹明显乏力，尤其是 RU 因供应增加预期强表现相对更弱，NR 因深色胶库存压力偏小表现相对偏强，带来 RU-NR 价差延续缩窄的趋势。

综上，低估值和非标基差对沪胶价格存在一定支撑，但是基本面缺乏有效上涨驱动，叠加外围宏观系统性风险仍存，一段时间内难改低位弱势运行状态。

2 向上缺乏核心驱动

天然橡胶价格处于历史性低位，短期技术上有一定反弹需求，但从基本面来看胶价上涨阻力明显。

目前 RU 近月合约与全乳胶和泰混现货价格呈贴水状态，期现价差的深度回归存在一定托底作用。然而，天然橡胶供应端季节性放大趋势令原料价格承压，另一方面下游需求表现始终弱于预期。具体来看：东南亚天然橡胶主产区即将向旺产季过渡，阶段性降雨天气并未对产量造成很大影响；高温天气下轮胎企业开工率多处在五成左右，成品库存高企打击对原料橡胶的采购积极性；2022 上半年中国天然橡胶进口量整体大幅回升；近期期现库存有小幅增加，但总体库存压力不大。

由于期现价差极度收缩，沪胶继续做空动机不足；但受制于供需失衡局面，向上亦缺乏核心驱动。故后市橡胶维持低位区间震荡的可能性较大，还需关注宏观数据和货币政策带来的影响。

3 需求限制反弹高度

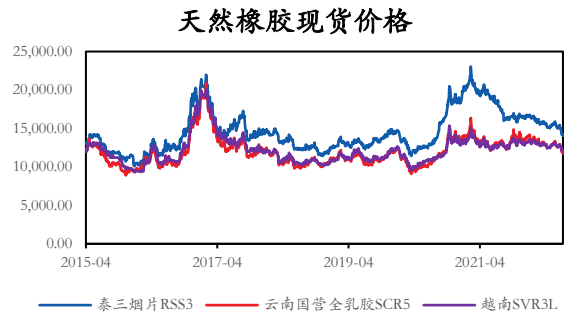
近期国内多地疫情反复，全球经济衰退预期仍存，市场对总需求的担忧情绪难以消退，天然橡胶等工业品普遍表现疲弱。天然橡胶暂时不宜过于乐观，后市反弹高度主要看下游需求复苏情况。

从直接需求来看，进入夏季高温天气，下游轮胎企业及橡胶制品厂的开工率大多季节性走低。对于在橡胶消费结构中占据绝大比例的轮胎制造业，目前轮胎产成品库存高企，极大压制工厂排产积极性，采购橡胶原材料依刚需随用随买为主。海外轮胎企业逐渐摆脱疫情影响恢复开工，且全球轮胎需求受经济衰退预期和燃油价格高涨的冲击，轮胎出口市场订单增速趋于放缓，未来不排除有下滑风险。

从终端需求来看，虽然购置税优惠政策刺激乘用车销量反弹，但商用车市场尤其是重卡市场的表现，对轮胎和橡胶需求影响更大。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。

整体来看，天然橡胶产业链下游需求从疫情中恢复较为滞后。轮胎行业低谷期开工率和产量难以提振，出口市场订单拉动减弱，终端车市面临更大压力，仅存的利多来自刚需下维持弱稳的库存数据。预计至少到金九银十前，天然橡胶仍将处于供强需弱的格局，三季度期望不宜过高。

图表 30：天然橡胶现货价格



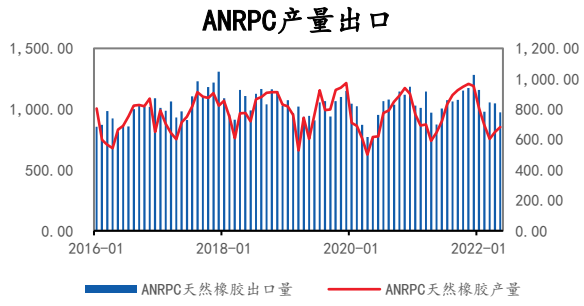
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



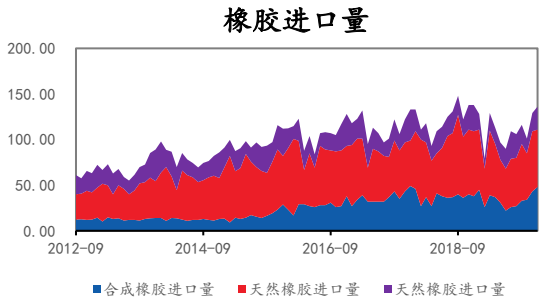
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



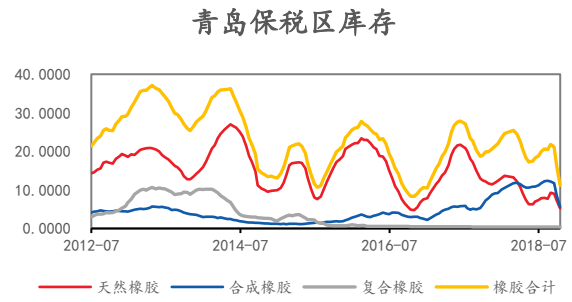
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



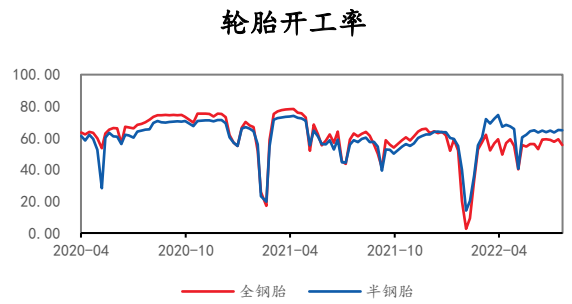
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



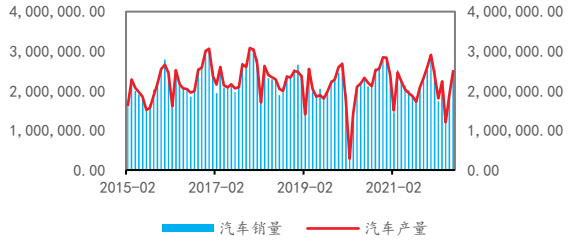
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 积贫积弱有据可依

今年宏观层面上黑天鹅、灰犀牛层出不穷，沪胶因其金融属性受到较大冲击，但实际上大部分时间内天然橡胶产业链运行是有据可依的。坐拥历史峰值水平的可割胶面积，全球天然橡胶供应长期保持偏宽松状态。三季度泰国主产区原料释放正处于爬坡阶段，不出现极端天气的假设下，预计今年全球橡胶供应将继续录得高位。国内天然橡胶现货库存虽低于近年同期，但随着国内外新胶上市加快，去库存周期将结束并转为累库。沪胶期货库存水平同比偏高，11 月老胶仓单的强制注销将在现货市场上兑现这部分压力。天然橡胶基本面整体难言乐观，到四季度前对期货盘面影响偏空。

6 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。

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

美豆优良率持续下降，减产忧虑迅速升温

美国农业部公布的作物生长报告显示，截止 7 月 24 日当周，美国大豆优良率为 59%，前一周为 61%，去年同期为 58%，市场平均预估值为 60%；当周大豆开花率为 64%，去年同期为 74%，五年均值为 69%；大豆结荚率为 26%，去年同期为 39%，五年均值为 34%。美国农业部自 6 月中旬开始公布 2022 年美豆作物优良率，该指标已经从最初的 70%下降到目前的 59%。美豆优良率是监测美豆生长状态的重要指标，对美豆单产有较重要影响。受美豆优良率下滑以及天气预报显示 8 月初美豆主产区多地将维持高温炎热天气的影响，风险买盘出于对未来美豆产量下降的担忧，连续增持美豆多单，推动美豆价格迅速止跌回升，接连收复 1300 和 1400 两个整数关口，呈现快速反弹局面。

美联储加息靴子落地，金融市场全线回暖

为控制美国居高不下的通胀水平，7 月 27 日美联储宣布加息 75 个基点。这是美联储自今年 6 月创下 1994 年以来最大幅度单次加息后，连续第二个月加息 75 个基点。美联储决策机构联邦公开市场委员会在会后发表声明称，通胀率居高不下，反映出供应链问题、食品和能源价格上涨，以及更广泛的价格压力。美联储主席鲍威尔表示，在下一次会议上再度大幅加息可能是适当的，但这将取决于从现在到那时的经济数据。美联储本次加息幅度基本符合市场预期，在短期利空压力解除后，欧美股市和大宗商品市场纷纷止跌回升强势反弹。金融市场悲观情绪缓解，叠加美豆产区天气条件恶化，为美豆强势反弹提供契机。

中国进口商集中采购，美豆出口销售数据好于预期

受上周美国大豆价格回落后中国进口商积极买入影响，本周美国农业部公布的周度出口销售数据好于预期。数据显示，截止 7 月 21 日当周，2021/2022 年美国大豆出口销售净减 58600 吨；2022/2023 年出口净销售为 748800 吨，前一周为 254700 吨，高于市场预估的净增 10-50 万吨。美国新豆出口好于预期主要得益于中国需求的回升。在本周新增的 74.88 万吨出口订单中，来自中国的采购量为 53.8 万吨，还有 19.9 万吨为位置目的地购买，这些订单通常会在后期被归入中国采购。美国大豆出口装船量为 395400 吨，前一周为 499900 吨，较前一周减少 21%，较前 4 周的平均水平减少 14%；前一周对中国出口装船 140000 吨。

印尼千方百计消化棕榈油库存，美豆天气炒作为棕榈油带来支撑

为消化巨大的棕榈油库存压力，印尼在取消棕榈油出口税后，本周宣布启动 B40 计划。印尼政府预计，该国 2022 年将消耗至少 1015 万升生物柴油，若推行 B40，将使每年的生物柴油总消费量增加多达 350 万公升。印尼政府期望通过降税和加大生柴掺混比例等扩大内外需求的手段降低库容压力，但受物流因素影响，市场预期库存压力将至少持续到 8 月份。本周美豆突然发动天气炒作行情，包括油脂在内的豆类市场的关注点转向美豆减产预期，来自印尼的库存压力暂时缓解，推动棕榈油价格触底回升修复此前超跌，但是印尼巨大的棕榈油库存仍是全球油脂市场终将面对的现实压力。

2 国内豆类市场分析

进口大豆数量明显下降，减轻国内供应压力

国家海关总署公布的数据显示，6 月份中国大豆进口量为 825 万吨，较 5 月份的 967 万吨减少 14.7%，较上年同期的 1072 万吨降低 23.0%。2022 年上半年中国大豆进口量同比下降 5.4%至 4628 万吨。在上半年大部分时间里，生猪养殖亏损削弱豆粕需求，造成压榨收益不佳，油厂对进口大豆采购积极性下降。从进口船期跟踪情况看，由于前期买船较少，7-9 月份国内进口大豆预计到港量数量依旧不高。美国农业部在 7 月份大豆供需报告中将 2021/22 年度（10 月至次年 9 月）中国大豆进口量调低到 9000 万吨，较 6 月份的预测值调低了 200 万吨。尽管近日国内大型油企集中购买了十余船美豆，但订单主要集中在美国新豆，发货期多在年底或明年年初，对近期市场影响不大。

国内菜油供应偏紧，带领油脂板块整体回升

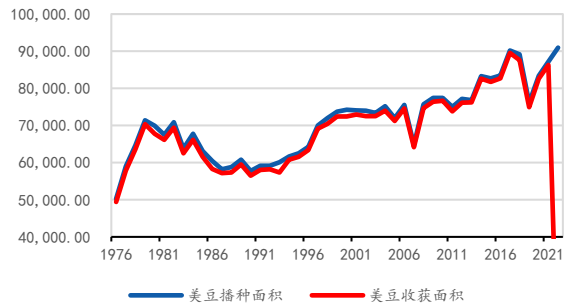
从统计数据看，国内油菜籽及菜籽油进口量均处于偏低水平，菜油供应紧张，沿海地区菜油库存处于近年来最低位，库存压力较小，为油厂提价提供重要支撑。近期中储粮油脂公司连续进行菜籽油拍卖，市场需求活跃，菜油成交情况较好，进一步刺激市场看涨情绪。目前新季加拿大菜籽减产已获市场认可，在新季加拿大菜籽上市前，国内菜油供应紧张状况很难得到改善，供应紧张预期对菜油价格的支撑作用远强于棕榈油和豆油。在油脂市场下跌压力缓解后，菜油在自身基本面支撑下率先反弹，对此前超跌行情进行修正，是近期整个油脂板块止跌回升的原因之一。

3 油脂油料市场展望

美豆产区天气条件恶化导致减产预期升温，美联储加息靴子落地释放宏观压力，共同促进本周 CBOT 止跌回升强势大涨，扭转此前弱势。8 月份是美豆生长周期内对产量形成最为关键的阶段，2022 年全球多地异常高温现象导致市场对美豆产区天气变化尤为敏感。美豆优良率连续下降正吸引天气买盘进场，美豆市场的天气市运行特征也将更为明显。未来美豆反弹的高度取决于干热天气的影响范围和持续时间，当然一场降雨也可能令美豆天气炒作行情终结。国内豆粕和豆油市场因成本依赖与美豆一直保持联动，成本变动和市场预期变化是影响国内豆类市场走势的主要因素。美豆天气炒作部分抵消印尼棕榈油库存压力，推动国内油脂市场全面反弹，但印尼库存压力终究要在市场释放，油脂短期反弹行情过后仍会回归宽松的供应基本面。国内豆粕市场呈现供需双弱状态，因而在本次反弹中表现相对被动，可短线思路适量参与或维持观望。在商品市场整体回暖氛围下，豆一期货市场止跌回升，近月合约快速向坚挺的现货回归，但远期合约因对应新季大豆上市，仍不宜过度追高。

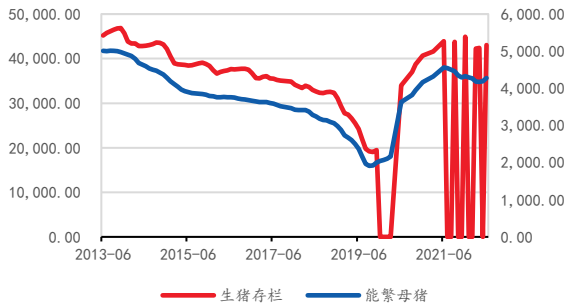
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



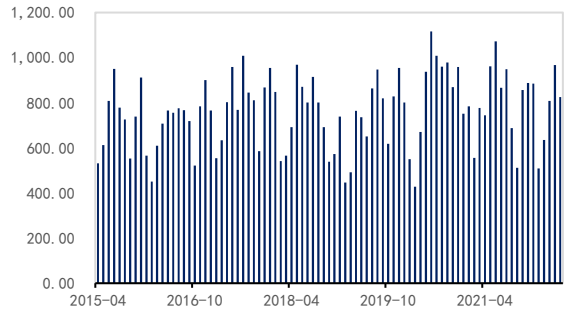
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



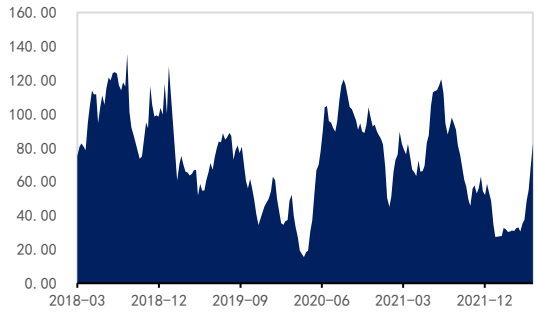
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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