中金财富期货策略周报（2022 年第 28 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：市场摆脱了极端的情绪压制，但是消费仍是工业品走势的主导因素，上周美国首次申请失业人数接近去年 11 月以来高位，显示劳动力市场紧张形势继续缓和；2 年和 10 年期美债收益率曲线继续倒挂，且倒挂程度加剧。市场对经济衰退的担忧继续加重，前期高位的品种如原油、纯碱等大幅补跌。但是有色市场出现反弹，主要原因是欧洲电力问题导致部分有色冶炼产能关停，对供需关系形成明显影响。目前需求仍是市场的主导因素，但是不同品种基本面不同，注意品种之间的差异。

股指期货：整体看，市场并没有系统性的风险，经济复苏较为曲折，货币从极端宽松回归，在这样背景下，指数逐渐走入宽幅震荡的概率较大。

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。铜精矿 TC 维持小幅偏弱，国内铜矿需求增加，而矿端今年扰动不断，智利、秘鲁铜矿产量均有一定下降。国内冶炼方面，高利润驱动下，结合行业检修减少，铜产量预计持续增加。下游市场逢低采购意愿较高，叠加进口窗口打开，国内外库存均有明显下降。并且金九银十需求旺季临济，以及终端行业出现回暖迹象，因此对后市需求持偏乐观预期。地缘政治风险抬升，行情波动或进一步加剧，注意控制仓位。

锌：欧洲近期正遭遇连续高温，电力供给极度紧张，德国电力期货价格创历史新高。面临炼厂成本高企，市场会给到炼厂进一步减产的预期。需求端看，通胀及流动性收紧双重压力下，海外需求承压回落，但总体保持一定的韧性，难以出现断崖式下跌。短期预计锌价延续反弹走势，但受消费淡季拖累，上方空间或有限。

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。

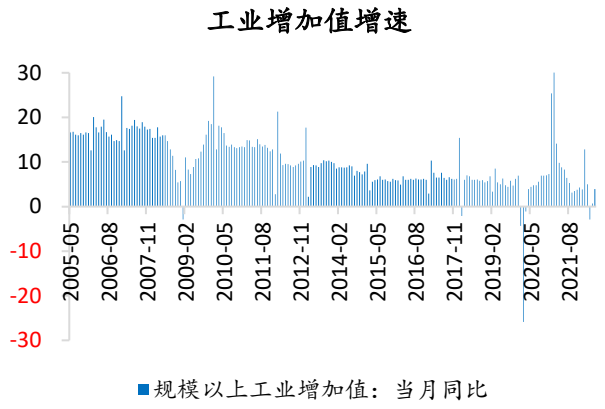
油脂油料：当前正值美豆生长关键期，任何威胁产量的不利天气都可能被炒作资金用来大作文章。美豆保持天气市运行特征，对天气的高度敏感性有望持续到月底。下周美国农业部将公布月度供需报告，美豆面积调整幅度是重要的观察指标。国内豆粕市场紧跟美豆运行节奏，成本驱动力仍强于国内需求。在美豆天气窗口关闭前，国内豆粕市场有望保持易涨难跌状态。印尼庞大的棕榈油库存压力尚未得到有效缓解，并将导致全球油脂供应过剩周期不断后延。黑海地区打通粮食贸易通道，为葵花籽油贸易恢复带来希望。全球油脂供应链持续得到修复，供应宽松正在推动油脂价格回归合理水平。国内三大油脂期货在各自基本面影响下走势略有分化，由于油脂现货普遍较近月合约有较高升水，随着交割时间缩短以及资金向远月移仓，市场的下跌压力也将向远月转移。国际原油价格已跌至俄乌冲突以来的最低点，在全球经济衰退预期下仍可能进一步回落。弱势原油同样会对油脂市场产生拖累效应。豆一期货市场走势较为独立，在快速修复此前超跌后涨势受阻，近月合约追随现货运行，远月合约因对应新豆上市压力，涨势较为被动。

目 录

周度策略：地产和消费仍对经济复苏构成压力 ..... - 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 经济复苏结构更加复杂 ..... - 7 -
3 流动性：央行连续两周净回笼资金 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 16 -
1 美联储将维持加息 ..... - 16 -
2 需求衰退预期初显 ..... - 16 -
3 实际供应略有回升 ..... - 16 -
4 增产已无故事可讲 ..... - 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 低位运行缺乏方向 ..... - 20 -
2 长期供需矛盾缓和 ..... - 20 -
3 需求制约反弹空间 ..... - 20 -
4 进口压力与时递增 ..... - 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 -

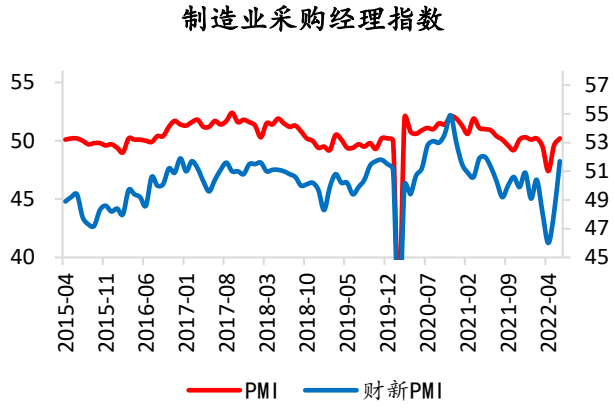
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



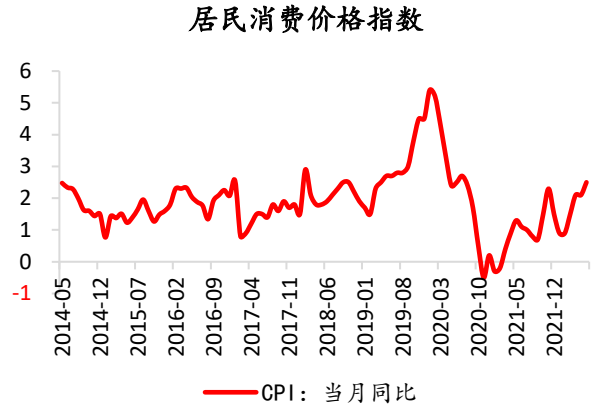
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



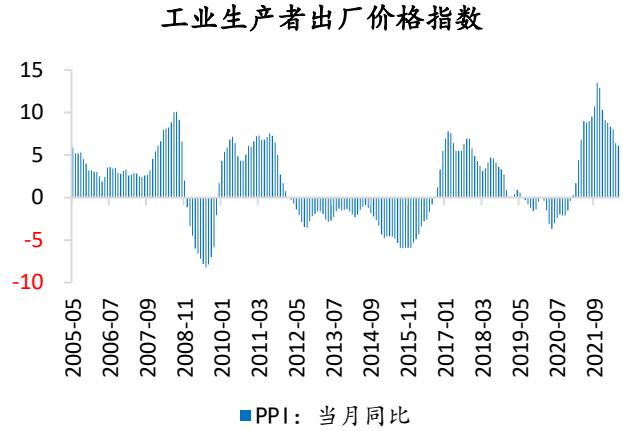
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



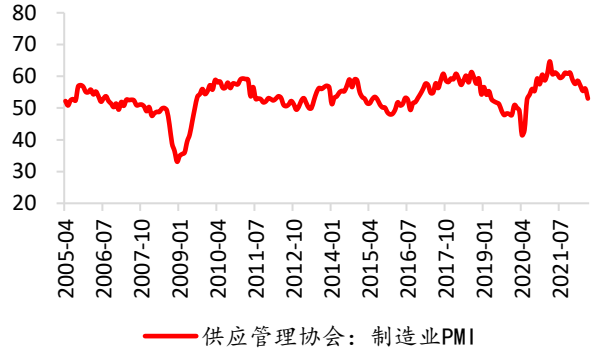
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



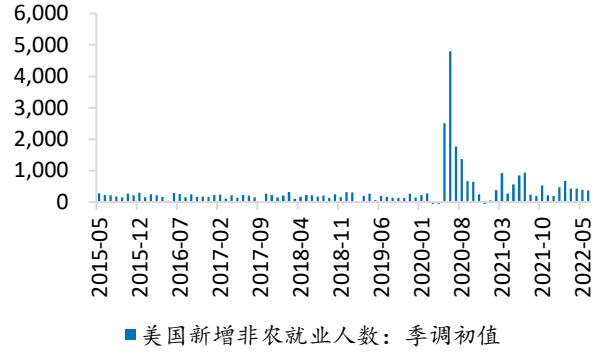
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：地产和消费仍对经济复苏构成压力

近期大宗商品市场彻底摆脱了单边的下行趋势，已经逐渐成型为双边震荡行情。表现最为明显的是螺纹钢，钢材价格反弹到 4200 以上逐渐面临需求方面的压力，但是回落到 3900 区域又得到明显支撑，另外有色金属也逐渐有类似的趋势。整体看，极端的“情绪市”行情结束，市场回到基本面主导阶段。

美联储鹰派加息的鸽派解读

当前经济回升中最大的压力仍在于房地产投资和消费。

固定资产投资方面，政治局会议定调，将地产断贷等风险的缓释工作压实在地方政府层面，地方政府及金融监管部门的协调工作挑战巨大，地产风险缓释非一朝一夕。数据上看，土地成交面积同比降幅见底往往较销售滞后 3-8 个月，同比增速转正则需要更长时间，且当行业下行持续时间越长，土地市场拐点出现的时间越滞后。2022 二季度需求进入弱修复阶段，预计土地市场有望在 2022 三季度见底，中性假设下，预计 2022 年全年土地成交价款同比-24%。

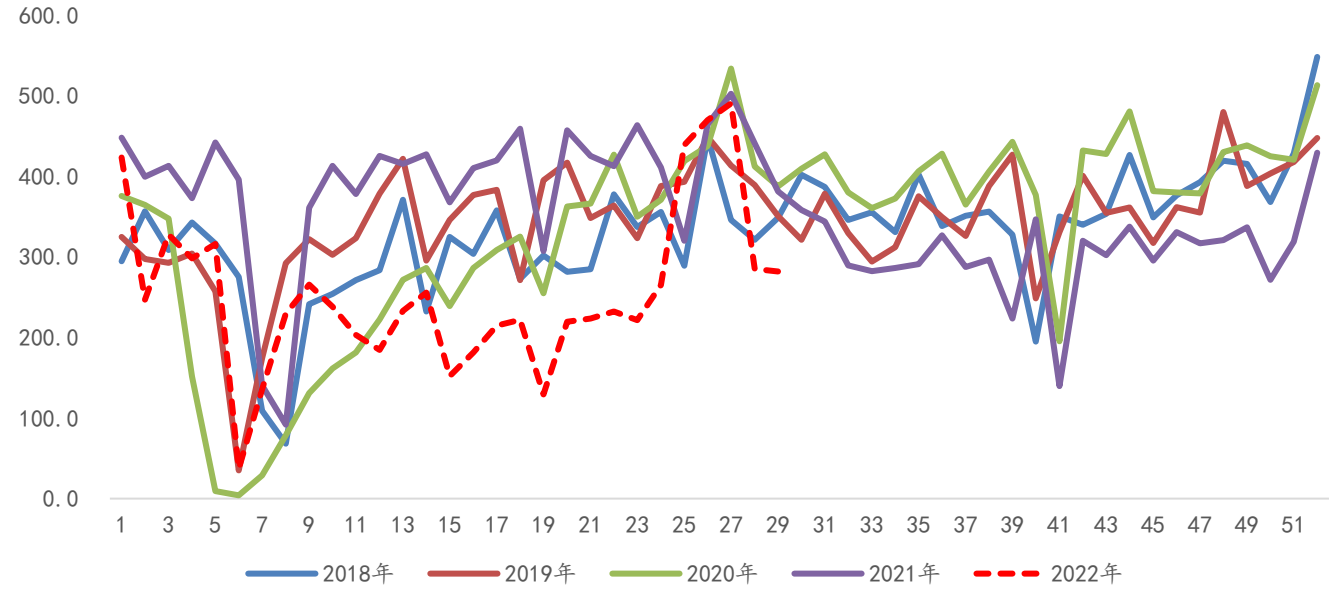
消费方面，消费端内生动能进一步释放，汽车消费仍保持韧性，但地产产业链相关的家具、建筑装潢等消费暂时难以提供增量。

预计 7 月社零增速为 4%左右。7 月汽车零售依然偏强。根据乘联会数据，8 月截止至 1 日，当月零售累计同比为 19.2%，6 月当月为 21.5%。预计 1-7 月，固投累计增速为 6.0%。其中制造业投资累计增速为 9.8%，基建（老口径）累计增速为 9.7%，地产投资累计增速为-6.2%。基建仍偏强。一方面，对于下半年宏观调控而言，基建仍是重要抓手。7 月 28 日政治局会议、7 月 29 日国常会均表达了对基建的重视。另一方面，高频数据显示，7 月基建相关数据继续好转中。建筑业 PMI 回升、螺纹表观消费与水泥发运率同比收窄。预计 7 月工增 4.2%左右。7 月工增修复趋缓，主要的观察来自 7 月 PMI 生产指数。7 月 PMI 生产指数为 49.8%，比上月下降 3.0 个百分点，降至临界点以下。原因可能有两个。一是地产链受需求低迷、库存走高、利润下行影响，开工率有所回落。比较代表性的是螺纹钢、焦炭。二是 7 月大宗价格快速回落，企业有一定的观望情绪，去库现象较为普遍。

预计 7 月出口同比+17%，进口同比+3%。7 月各项出口前瞻指标表现都较好。包括韩国出口、中港协货物吞吐量数据等。

整体看经济没有失速的风险，但是回升受到地产和消费的抑制，复苏压力也较为明显。

图表 1：30 大城市房屋销售



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美国通胀压力将有所缓解

美联储加息是此次市场情绪性下跌的最大因素之一，目前美股企稳，市场不再热衷于交易衰退。那么美国通胀“高烧不退”后续如何演绎？我们认为通胀高位回落，但是部分结构性通胀仍有待观察。首先，值得肯定的是美联储的加息减缓了对利率敏感型行业的需求，如住房、汽车和其他耐用品。第二，运费下降、库存回升是“供应链限制开始缓解”的迹象。第三，当前劳动力短缺现象依然存在，但是未必能够像上半年一样对薪资增幅形成较大的推动力。但是部分“结构性通胀”疫情之后向“普通通胀”发展，短期货币政策对其作用并不大。

美联储加息已经对美国经济带来较大压力，消费和生产回落压力加大。首先，居民消费“硬着陆”的风险不断上行：目前看美国居民端的购买主要是由价格支撑，实际消费能力已经明显放缓；其实是美国通胀和薪资之差高位对个人消费支出的影响开始有所显现；第三是美国个人储蓄率回落，而信用卡消费信贷激增。

由于美联储淡化了经济和就业的稳定，将货币政策和通胀锚定。经济的扩张容易受到企业主动去库存的影响，企业资本开支已经大幅回落，后续不排除出现大幅度回落的风险。

虽然美国整体通胀可能在 6 月已见顶，但我们预计今年下半年美国通胀仍将维持高位，控通胀仍是美联储决定货币政策的重中之重。美联储主席鲍威尔新闻发布会上表示，另一次非同寻常的大幅加息将取决于数据，在某个时间点放慢加息节奏可能会是适宜的、但尚未决定何时开始放慢加息步伐，必要时将毫不迟疑地采取更大幅度的行动。

市场进入区间震荡态势

市场摆脱了极端的情绪压制，但是消费仍是工业品走势的主导因素，上周美国首次申请失业人数接近去年 11 月以来高位，显示劳动力市场紧张形势继续缓和；2 年和 10 年期美债收益率曲

线继续倒挂，且倒挂程度加剧。市场对经济衰退的担忧继续加重，前期高位的品种如原油、纯碱等大幅补跌。但是有色市场出现反弹，主要原因是欧洲电力问题导致部分有色冶炼产能关停，对供需关系形成明显影响。目前需求仍是市场的主导因素，但是不同品种基本面不同，注意品种之间的差异。

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	8 月 5 日	英国央行如期加息 50 基点，为 1995 年来最大幅度	英国 2/10 年期国债收益率曲线 2019 年来首次倒挂。	经济衰退的预期依然明显
	8 月 4 日	多部门开会部署下半年工作，涉及“保交楼”、基建项目等	当前保交楼的政策比较清晰	不排除下半年会有新一轮的保交楼政策。
数据	8 月 4 日	中国 7 月财新服务业 PMI 升至 55.5	望未来 12 个月的经营前景，业界在 7 月份心态非常乐观	信心度为 2021 年 11 月后最高。
	8 月 2 日	美国和欧元区 7 月制造业 PMI 均创两年新低	美国 7 月 Markit 制造业 PMI 由初值的 52.3 降至终值 52.2，创两年新低	通胀和加息预期下海外经济面临压力
事件	8 月 4 日	中国外交部：美方在台湾问题上背信弃义公然玩火，绝不会有好下场	中国在东海地区持续演习	中方反制措施将坚决有力和有效

资料来源：中投期货研究所

2 经济复苏结构更加复杂

7 月制造业 PMI 为 49.0%，比上月下降 1.2 个百分点，制造业景气水平有所回落。总体来看，供需两端回落带动整体 PMI 数值重返收缩区间。制造业需求方面，7 月，新订单指数为 48.5%，较上月下降 1.9 个百分点。全国疫情总体上处于低水平波动状态，少数地区疫情有所反弹，但疫情影响相对局限；信贷融资需求超预期回暖，同时结构也有所改善；个别房企楼盘出现延期交付情况，引发业主联名停贷，导致房地产信贷风险积累，商品房销售再度大幅滑坡。外需方面，7 月新出口订单指数为 47.4%，较上月下降 2.1 个百分点，制造业面临外部需求下滑的挑战。制造业供给方面，7 月生产指数为 49.3%，比上月下降 3.0 个百分点，主要受 7-8 月传统生产淡季与市场需求恢复不足的影响。

从 7 月新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月有所下降，说明需求修复不及预期，制造业经济动能放缓。7 月，PMI 原材料购进价格与出厂价格指数均有所下降，预计 7 月 PPI 环比或在-1.0%左右；工业生产者购进价格环比可能在-1.0%左右。从企业规模来看，7 月，大、中、小型企业同步收缩。

展望未来，经济修复面临诸多风险挑战。“业主联合停贷风波”削弱了购房者信息，使商品房销售再度滑坡，加剧房企现金流压力；同时房地产贷款风险积累，影响银行资产质量。对此，银保监会强调压实各方责任，千方百计推进“保交楼”；近期地产纾困基金推出的信号频传，

将利好房企纾困，阻止风险蔓延。另一方面，地方村镇银行风险仍需妥善化解，当前仅完成客户资金的垫付，后续风险处置与改革化险仍面临挑战。

另一方面，当前经济修复面临复杂严峻的国际环境。美欧等发达经济体通货膨胀持续高企，加速收紧货币政策，经济硬着陆风险加剧。在此背景下，我国制造业面临外需下滑的挑战。同时，市场对经济衰退担忧加剧，需求萎缩的预期进一步强化，国际大宗商品价格走低，一定程度上减轻了我国的输入性通胀压力，减轻企业原材料采购成本。

3 流动性：央行连续两周净回笼资金

央行本周每日均进行 7 天期逆回购，规模均为 20 亿元，操作利率持稳 2.10%。同时，本周一和周二各有 50 亿元 7 天期逆回购到期，周三至周五每日均有 20 亿元 7 天期逆回购到期。

对当前资金面的看法，目前资金面宽松主要源于财政而非货币政策，同时微观实体没有活力，大量资金趴在银行间市场，就连非银也成为放回购的主体，这种情况之下央行对资金的掌控力会下降。随着 MLF 本月中旬到期，月末地方政府专项债资金差不多要下发完成，9、10 月份或重新需要央行主动投放资金，届时可关注央行是否恢复资金掌控力。

8 月以来央行每日逆回购投放规模较小，都是 20 亿每天，较前期 50 亿有所减小，使得本周以来公开市场操作中，小幅净回笼了 60 亿元。Wind 数据显示，本周 4 个交易日，央行逆回购共投放 80 亿，而同期逆回购到期为 140 亿，合计净回笼 60 亿，可见短期央行操作平稳，释放或回笼的资金规模都很小。

8 月专项债基本已发行完毕，而国债到期量创年内新高，政府债发行对流动性的收拢效应较弱。同时，在国常会要求专项债在 8 月底前基本使用到位的背景下，8 月政府性基金面临较大的支出压力，预计财政收支方面将释放万亿规模资金流入银行间市场，8 月银行间流动性不易出现自然收敛，而货币政策稳中偏松基调未改，资金面供给充裕，预计 8 月银行间流动性将较为充裕，资金利率将保持低位。

4 宏观策略

市场摆脱了极端的情绪压制，但是消费仍是工业品走势的主导因素，上周美国首次申请失业人数接近去年 11 月以来高位，显示劳动力市场紧张形势继续缓和；2 年和 10 年期美债收益率曲线继续倒挂，且倒挂程度加剧。市场对经济衰退的担忧继续加重，前期高位的品种如原油、纯碱等大幅补跌。但是有色市场出现反弹，主要原因是欧洲电力问题导致部分有色冶炼产能关停，对供需关系形成明显影响。目前需求仍是市场的主导因素，但是不同品种基本面不同，注意品种之间的差异。

5 股指期货市场分析

指数探底回升

本周 A 股震荡回落，沪深 300 指数涨-0.32%，上证 50 涨-0.64%，中证 500 涨-0.38%，中证 1000 微涨-0.39%。

本周北上资金呈现卖出态势，但是幅度不大，1-5 日北上资金流出 17.2 亿，净流出 23.11 亿元，净卖出 10.49 亿元，32.05 亿元，净买入 29.34 亿元。

估值及变化：本周万得全 A 市盈率（TTM）收于 17.63，较上期下跌 0.08，各主要指数估值出现不同程度走弱。其中，创业板指估值下降居前，下跌 1.61；其他估值下跌偏弱。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 22.2%、39.9%、27.7%和 51.2%，较前值有所下降。

截至 8 月 4 日，万得全 A、沪深 300 和创业板指风险溢价分别为 2.86、5.40 和-0.93，较前值有所上升，市场风险偏好回落。

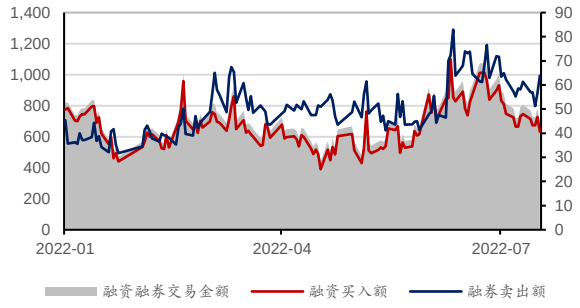
预计指数难改震荡态势

如果不是因为台海问题的影响，A 股出现本周一度出现大幅回落的概率不大。

本周 A 股的下跌主要由佩洛西窜访台湾事件所驱动，目前此事件对股市的影响渐退，但我们认为 8 月 A 股或将延续震荡特征，主要在于一个内因和一个外因所带来的股市风险并没有完全出清：内因是我国 2 季度疫情将影响半年报业绩，在市场预期我国不会出台超大规模经济刺激措施的背景下，地产和消费复苏缓慢；外因是美联储加息进程并没有结束，加息缩表影响海外流动性，具体而言，目前市场预期美联储加息进程或将持续到年底，年内还将加息 3 次，6-7 月加息幅度大并不意味着立刻转鸽。

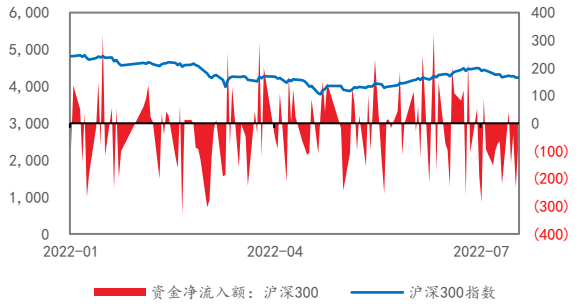
整体看，市场并没有系统性的风险，经济复苏较为曲折，货币从极端宽松回归，在这样背景下，指数逐渐走入宽幅震荡的概率较大。

图表 8：融资融券数据图



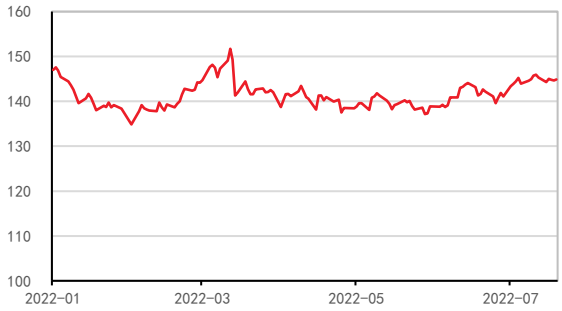
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



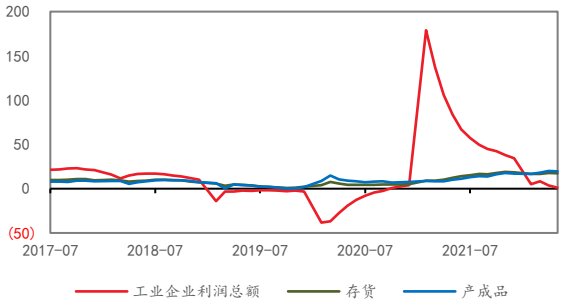
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

废铜进口量增幅明显

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，6 月中国废铜进口量为 165136.4 吨，环比增加 4.4%，同比增阿基 9.9%；1-6 月累计进口 881128 吨，同比增加 7.4%。今年随着废铜进口新政的实施，符合标准的进口废铜可以以再生资源的身份自由进入国内市场，且 随着时间的推进，相关操作愈加成熟。废铜进口盈利窗口的打开，利好进口 贸易，加速废铜到港量及清关量。不过由于铜价大幅回落，海外废铜生产出现亏损，再生 企业开工率下降，预计后市国内废铜进口量将有小幅下降。

“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。铜精矿 TC 维持小幅偏弱，国内铜矿需求增加，而矿端今年扰动不断，智利、秘鲁铜矿产量均有一定下降。国内冶炼方面，高利润驱动下，结合行业检修减少，铜产量预计持续增加。下游市场逢低采购意愿较高，叠加进口窗口打开，国内外库存均有明显下降。并且金九银十需求旺季临济，以及终端行业出现回暖迹象，因此对后市需求持偏乐观预期。地缘政治风险抬升，行情波动或进一步加剧，注意控制仓位。

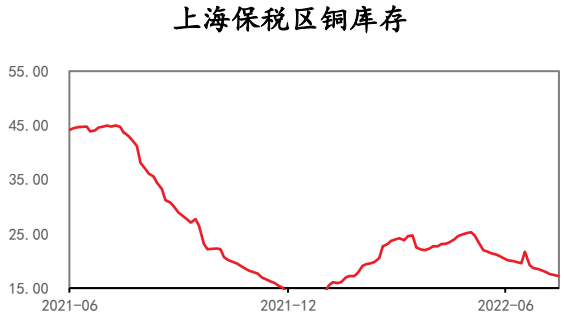
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



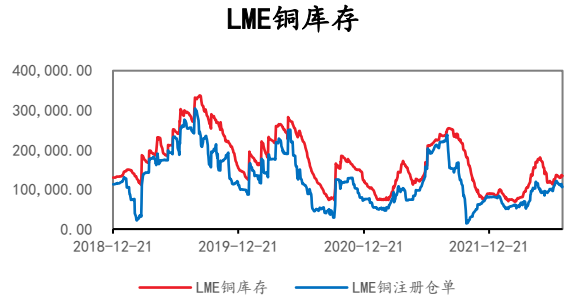
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



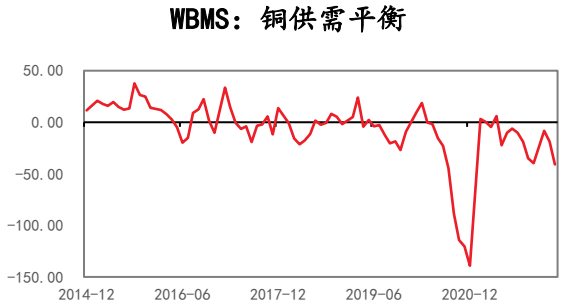
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



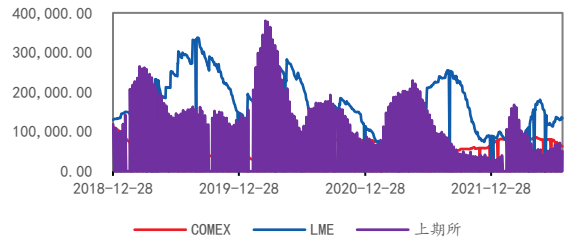
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



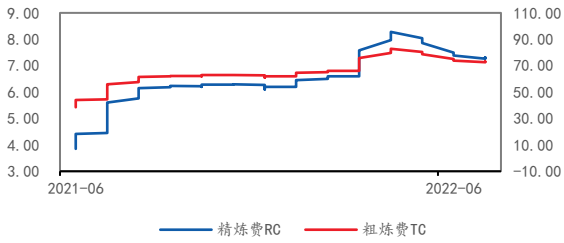
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

欧洲电价高企，大型炼厂减产或停产

欧洲天然气供给连续出问题，叠加欧洲近期正遭遇连续高温，电力供给极度紧张，德国电力期货价格创历史新高。欧洲锌冶炼产能占全球总产能 15%左右，从去年 10 月份起欧洲炼厂减产问题就一直困扰着外盘锌锭供给，近期欧洲电价已经突破 3 月份的高点，炼厂成本高企，市场会给到炼厂进一步减产的预期。Nyrstar 二季度报显示锌矿和精炼锌产量均下降，Boliden 表示下半年检修情况会有所减少，目前对于国外下半年总体的供应情况较难判断，但是电价将继续为主导因素。

国家统计局数据显示，2022 年 6 月，锌产量为 54.9 万吨，同比减少 4.2%；2022 年 1-6 月，锌累计产出 326.3 万吨，同比减少 1.7%。主因广西部分冶炼产能受暴雨影响减产，湖南、陕西、内蒙等地区部分冶炼产能检修等 ，近期锌价快速下跌，冶炼厂利润亦受影响明显下行，预计 7 月国内精锌供应仍难恢复。国内炼厂由于受到矿端的限制，短期内难以做到大幅放量

淡季效应显现，海外需求走弱

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。

内外库存低位

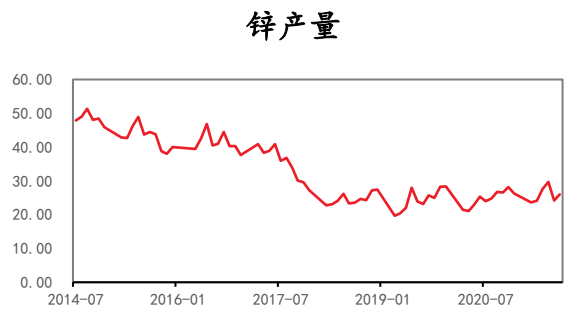
全球显性库存处于偏低水平，且 3 月份之后库存下滑速度较快，前期主要是 LME 库存持续被消耗，近期国内库存消耗速度较快。

2 总结

欧洲近期正遭遇连续高温，电力供给极度紧张，德国电力期货价格创历史新高。面临炼厂成本高企，市场会给到炼厂进一步减产的预期。需求端看，通胀及流动性收紧双重压力下，海外需求承压回落，但总体保持一定的韧性，难以出现断崖式下跌。短期预计锌价延续反弹走势，但受消费淡季拖累，上方空间或有限。

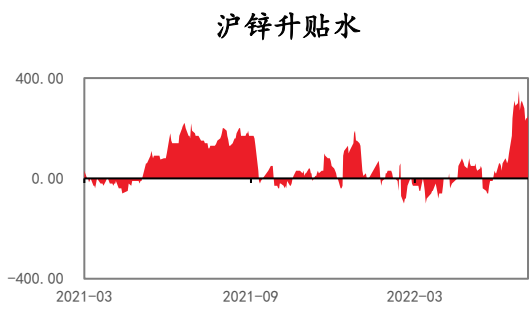
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



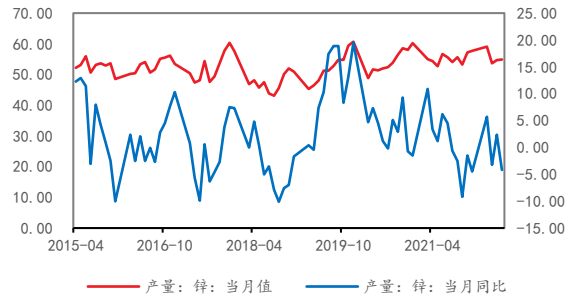
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



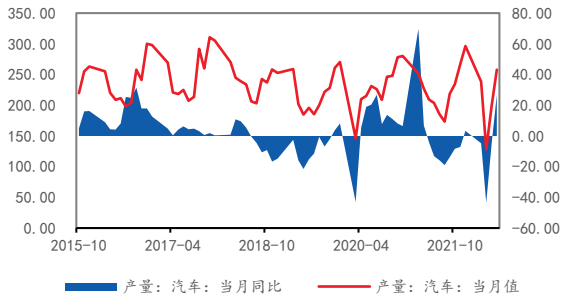
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储将维持加息

近期宏观层面上，市场对美联储加息解读偏鸽，但这一逻辑中长期能否成立存疑。

美联储主席鲍威尔在 7 月底的议息会议上发言似乎有偏鸽派迹象，避险情绪出尽后对激进加息和经济衰退的预期有所减弱。然而根据我们的研究，现在就认为市场开始反映美联储政策转向未免过于天真了。尽管美国 GDP 数据低于预期，但美联储的货币政策主要目的是打压高通胀，在通胀水平出现明显下降之前不会改变，未来大概率继续维持加息进程。指标越早到达目标位，就可以越早结束加息周期，正所谓长痛不如短痛。

单从风险偏好来看，当前油价的利多因素有被高估之嫌。虽然市场过度交易衰退预期，但本次加息落地过后，长期经济放缓和需求下滑仍将是主线。今年北半球原油消费旺季没有给出超预期表现，预计到四季度实际供需将趋于宽松，如无剧变油价重心缺乏更进一步抬高的条件。

2 需求衰退颓势初显

从宏观和货币政策出发，在欧美通胀率见顶之前，经济衰退都将是长期的主线逻辑。虽然大类资产在此前超跌后会有不同程度的修复需要，但全球主要经济体发布的宏观指标交叉印证了经济复苏的放缓。考虑到当前美国 CPI 处于历史极高水平，至少在未来美联储加息周期走完之前，市场对于衰退确定性的预期很难从根本上扭转。

具体到原油基本面，经济衰退直接体现在成品油供需的劣化上。国内外成品油裂解价差持续走弱，北半球夏季需求旺季不达预期，意味着库存拐点或将提前到来。从全球油品库存来看，除欧洲 ARA 柴油库存依旧维持低位，欧洲汽油库存、北美汽柴油库存均转入快速累库的过程，亚太地区成品油则延续了此前的过剩格局。7 月以来成品油利润持续收缩不容忽视，若炼厂综合毛利下降到一定程度将不排除提前降负，或直接导致原油一次加工需求的收缩。

我们一直强调应辨证看待问题，对原油走势固然不宜过度悲观，但现实摆在面前也要抛弃不切实际的幻想。

3 实际供应略有回升

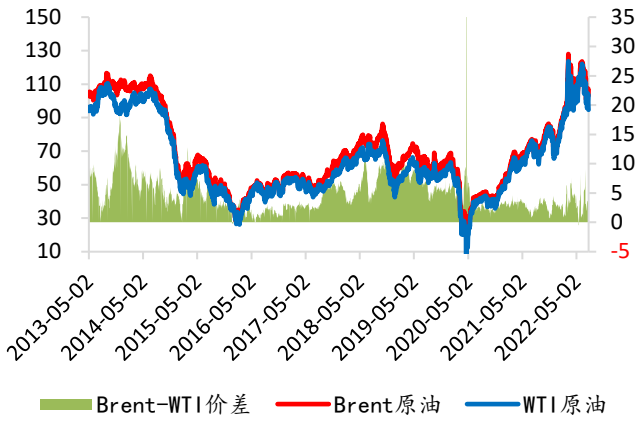
一方面，全球尤其欧美陷入经济衰退前景损害能源需求；另一方面，在国际社会抑制油价上涨的呼吁下，沙特原油供应量再创新高。

油轮追踪数据显示，7 月沙特海运原油出口量达到 750 万桶/日左右，达到 2020 年 4 月价格战以来的最高水平。其中，沙特对中国的出口量跃升至 165 万桶/日，对印度的出口量超过 100 万桶/日。随着海上油轮公布最终目的地，修正后数据可能还会上升。拜登访问过后沙特有限度地表现出一些增产诚意，引导 OPEC+进行额外的原油生产，逐渐扭转了疫情以来前所未有的减产状态。但目前该组织的原油总产量低于其集体目标约 280 万桶/日，由于投资不足或运营中断，大多数成员国无法进一步增加产量。主要剩余产能集中在沙特和阿联酋，且已经消耗至

200 万桶/日的较低规模，大约相当于全球原油需求的 2%。

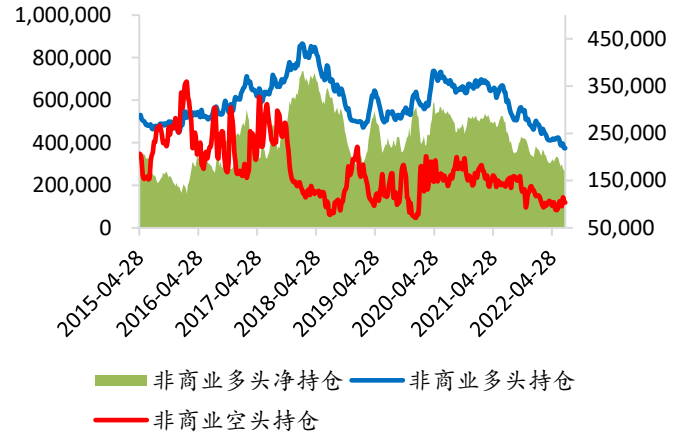
基于客观实际我们认为，OPEC 原油供应将缓慢走向宽松，但增产计划仍将是温和的，过高的目标可能根本不会实现。

图表 22：国际原油期货价格



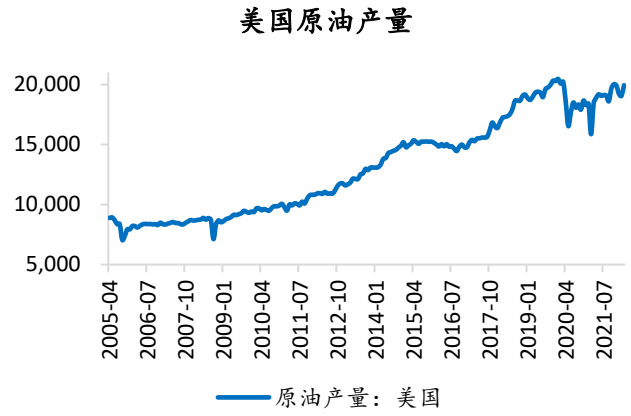
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



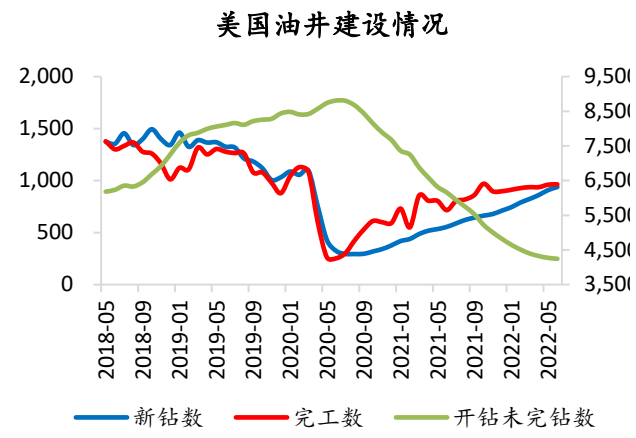
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



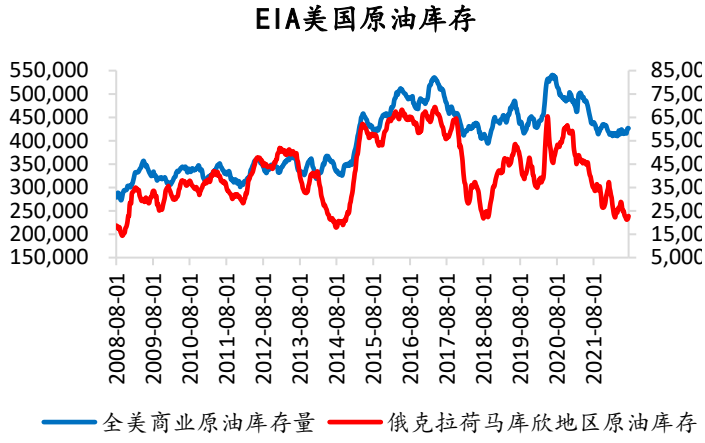
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



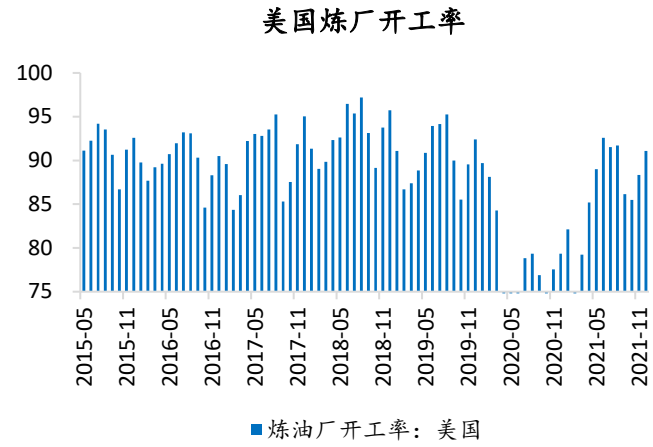
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



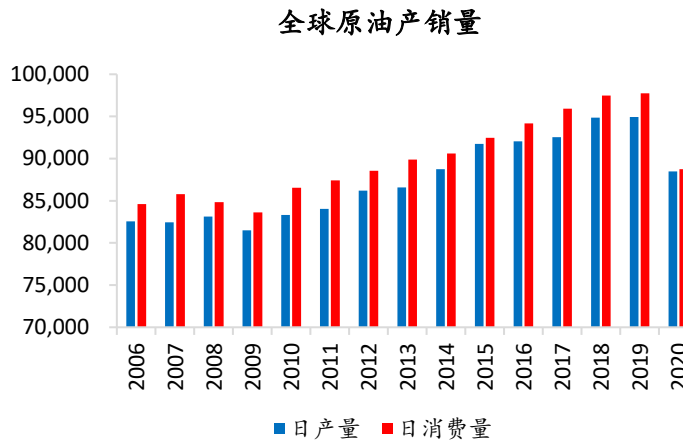
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 增产已无故事可讲

拜登访问中东之旅的成果揭晓，OPEC 及其盟友一致通过了数额微小的原油增产协议，可谓是供应量不大，但侮辱性极强。

OPEC+第 31 次部长级会议决定，将该组织 9 月原油产量目标上调 10 万桶/日。这一仅占全球原油需求量 0.1%的规模对市场供需的影响微乎其微，远低于增产协议启动以来任何一个月的额度。即便如此，拟增加的 10 万桶/日指标将在全体参与计划的成员国之间分配，考虑到除了沙特和阿联酋外其他国家难以具备稳定增产能力，实际供应增幅还要更低。面对西方的游说和施压，OPEC 此举只是象征性做出配合姿态。面对剧烈波动的原油市场，他们必须谨慎使用已经非常有限的闲置产能，来应对潜在的供应中断风险。

事已至此，原油供应端没有更多故事可讲，后市主要不确定性转向需求端。

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 低位运行缺乏方向

如我们一直强调的，近期天然橡胶基本面几无明显超预期因素，市场交易的无非是情绪起伏波动。

国内外产区原料收购价格坚挺，成本端存在一定支撑。现货市场价格处于偏低水平，套利基差走强，业者逢低囤货情绪递增。

东南亚主产区正值割胶季上升期，但雨季降水同样处于高峰水平，对割胶节奏干扰较强。国内云南版纳原料产出正常，海南终于全面开割上量。青岛天然橡胶库存整体变化不大，随出入库情况小幅去库或累库，没有主要方向。

轮胎行业正值传统产销淡季，企业资金成本压力较大，无意过多储备原料橡胶，致使需求难有明显提升。近期轮胎开工率环比下滑，成品高库存压力叠加夏季炎热天气，部分厂家有停工或降负安排。

宏观层面上，美联储加息符合市场普遍预期，国内政策强调持续扩大有效需求和维护房地产平稳健康发展。市场短期看空情绪降温，沪胶超跌修复程度尚可，但反弹高度有限不宜追涨。

天然橡胶基本面供需矛盾并不突出，盘面走势仍体现为短期的利润修复逻辑，产业链上下游较此前预期均在改善，但整体情况也都不乐观。一方面供应压力尚未显现，另一方面需求悲观预期有所减弱，市场氛围阶段性得到缓和。在 RU 对泰混的非标价差没有拉大之前，预计修复行情还将延续，但供需驱动仍然偏弱。预计未来数周到两三个月内，沪胶缺乏明确的方向性，价格低位窄幅波动为主。

2 长期供需矛盾缓和

天然橡胶生产国协会(ANRPC)最新发布的报告预计，2022 年全球天然橡胶市场前景将在生产和消费方面进一步改善。

ANRPC 数据显示，估计 6 月全球天然橡胶产量为 111.3 万吨，同比增加 3.8%，环比增长 11.3%；6 月全球天然橡胶消费量为 120.6 万吨，同比增加 5.8%，环比增加 1.3%。ANRPC 预测，2022 年全球天然橡胶产量料将增加 3.1%至 1455.2 万吨。其中，泰国+1.5%、马来西亚+6.5%，印尼+2.9%、越南-0.4%。2022 年全球天然橡胶消费量料将增加 4.1%至 1502.6 万吨。其中，中国+0.5%、印度+2.7%、泰国+44.1%、马来西亚+3.2%。

值得一提的是，泰国推进本土使用天然橡胶的政策收效惊人。近年来，传统产胶国积极谋求工业化转型和产业升级，依托本土廉价的成本优势，大力发展天然橡胶下游制品加工行业。整体来看，全球天然橡胶供需关系预期较前期进一步改善，但未来一段时间仍面临供需季节性错配的压力。

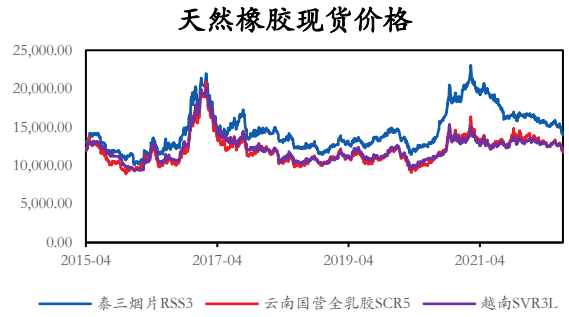
3 需求制约反弹空间

下游需求端来看，国内外经济下行压力严峻的背景下，汽车轮胎产业链运行仍未有效恢复，对天然橡胶的总体消费情况不佳。

以山东地区为代表，国内轮胎企业开工率处于偏低水平，轮胎月度产量不见增长，出口表现尚可但较难维系。夏季高温天气本就是传统淡季，成品高库存又对企业开工形成拖拽，轮胎行业对生产进行调整短期仍是主流行为，开工率明显回升可能要等到 9 月以后。随着购置税政策红利释放，7 月乘用车销量印证车市消费企稳回升态势，但与往年同期相比仍有较大差距。重卡的配套及替换轮胎占全部车用轮胎对天然橡胶消费量的一半左右。7 月全国重卡销量约 4.9 万辆左右（开票口径），同比降幅达到 36%，环比下滑 11%，重卡销量已经连续 14 个月下降，录得 2016 年以来同期销量的最低水平。商用车前期订单透支和新车销售疲软，是当前抑制轮胎消费，继而影响橡胶终端需求的主要原因。

整体来看，需求端驱动不足仍制约沪胶反弹空间，预计橡胶价格将在低位反复震荡盘整。

图表 30：天然橡胶现货价格



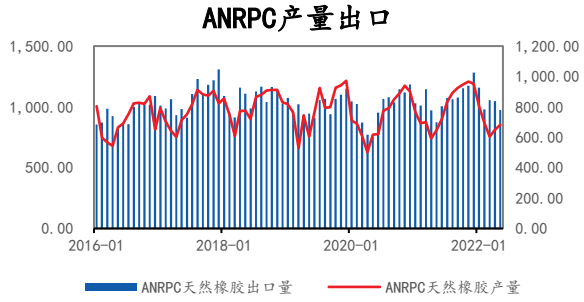
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



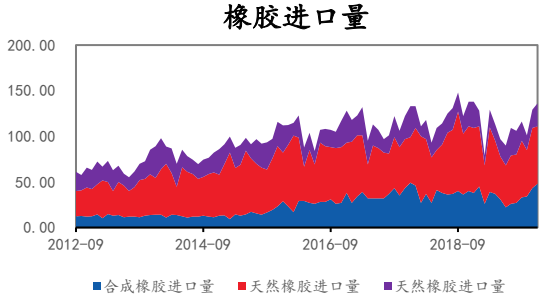
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



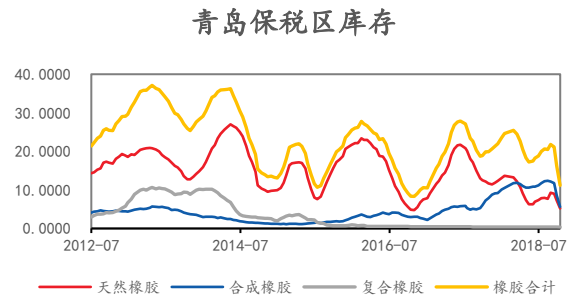
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



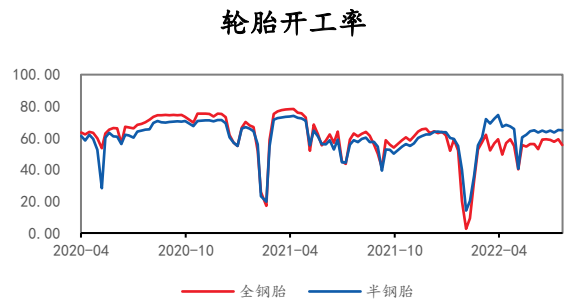
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



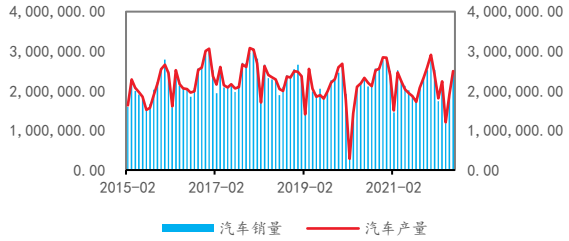
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 进口压力与时递增

我们曾经指出，中国天然橡胶进口依存度高达 87%，国内现货市场供应主要看东南亚尤其泰国。

2022 上半年综合来看，泰国橡胶出口总量（包括天然橡胶、混合及复合橡胶等）合计出口量 242.5 万吨，同比增加 7.8%；其中出口至中国 123 万吨，同比增加 4%。细分胶种来看，泰国出口标准胶 84.3 万吨，烟片胶 23.6 万吨，乳胶 59.2 万吨，但出口到中国的天然橡胶合计 51.5 万吨，同比下降 6.7%。对于国内流通市场的主力胶种，泰国出口混合橡胶合计 72.2 万吨，绝大部分销往中国，同比增长 14%。根据隆众统计数据，2022 年 7 月中国天然橡胶进口量预估值为 44.95 万吨，环比 6 月进口终值增加 3.64%，比去年同期进口终值增加 5.94%。1-7 月中国天然橡胶进口总量合计 318.21 万吨，累计同比增长 6.94%。

由此可见，在泰国主产区大体风调雨顺的情况下，今年中国橡胶市场供应压力不轻且将随时间递增。

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。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。

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：当前极度看空天然橡胶是毫无道理可言的。

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

美豆优良率止跌回升，干热天气再度来袭

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 7 月 31 日当周，美国大豆优良率为 60%，前一周为 59%，去年同期为 60%；当周美国大豆开花率为 79%，去年同期为 85%，五年均值为 80%；美豆结荚率为 44%，去年同期为 56%，五年均值为 51%。美豆优良率是监测美豆生长状态的重要指标，对美豆单产有显著影响。当前正值美豆生长关键期，天气因素对最终产量的形成影响显著，最新天气预报显示近期美豆主产区将保持高温干燥状态，引发市场对美豆减产的担忧，美豆市场处于典型的天气市运行特征。

美豆周度出口符合预期，中国采购进度基本正常

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截止 7 月 28 日当周，美国大豆出口销售合计净增 39.96 万吨，符合市场预期。其中美国 2021/2022 年度大豆出口净销售为-1.1 万吨；2022/2023 年度大豆净销售 41.1 万吨。美豆对中国销售数据为：美国 2021/2022 年度对中国大豆净销售 12.5 万吨；2022/2023 年度对中国大豆净销售 14.4 万吨。美豆累计对中国销售数据为：美国 2021/2022 年度对中国大豆累计销售 3060.1 万吨；美国 2021/2022 年度对中国大豆累计装船 2897.5 万吨；美国 2021/2022 年度对中国大豆未装船为 162.6 万吨；2022/2023 年度对中国大豆未装船为 867.3 万吨。目前中国对美豆采购进度基本正常，出口数据对美豆价格的提振作用有限。

印尼继续扩大棕榈油出口，马来西亚 7 月棕榈油库存增加

为尽快降低棕榈油库存压力，印尼政府接连不断采取各种措施促进出口。本周初，印尼将 8 月 1 日至 15 日的毛棕榈油参考价下调至 872.27 美元/吨，较 7 月份的参考价下调了 743.56 美元/吨。按新的参考价，8 月上半月毛棕榈油出口关税为 33 美元/吨。印尼政府此前宣布将 7 月 15 日至 8 月 31 日期间的所有棕榈油产品出口费（最高每吨 200 美元）降至零水平。由于当前棕榈油出口进度不及预期，印尼正在考虑延长出口费豁免期。印尼政府千方百计加快棕榈油去库存，全球油脂供应前景得到明显改善。印尼不断降低棕榈油出口成本，马来西亚棕榈油面临的出口竞争压力持续增加。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 8 月 10 日发布月度报告，报告前市场预计马来西亚 7 月底棕榈油库存环比增长 8.3%，为八个月以来最高水平；产量环比增加 2%，为去年 11 月以来最高水平；出口环比增加 2.2%，而进口飙升 35%至 8 万吨。

2 国内豆类市场分析

成本和预期占主导，国内豆粕市场跟随美豆波动

由于国内豆粕供应主要依赖进口大豆，美豆涨跌对国内豆粕生产成本影响显著，是国内豆粕价格波动的主要源头。与此同时，由于当前正值美豆生长关键期，美豆产区天气变化对国内看涨和看跌预期的影响力度也在提升。本周 CBOT 大豆市场急跌急涨宽幅震荡，国内豆粕市场与美豆保持同步运行节奏，呈现先抑后扬探底回升状态。由于受到国内豆油大幅下滑影响，国内豆粕市场表现更为坚挺，基本先于美豆重回上周反弹通道。由于国内豆粕库存处于相对偏高水平，需求端对粕价的提升作用仍显不足。据国家粮油信息中心最新统计数据显示，截止 7 月 31 日

国内主要油厂豆粕库存攀升至 93 万吨，较上周减少 4 万吨，整体仍处于偏高的库存水平。未来豆粕走势仍很大程度上取决于美豆天气炒作的程度。8 月 12 日美国农业部将公布月度供需报告，市场预期美豆播种面积降较 6 月 30 日的数据上调，可能为美豆反弹行情带来阻力。

棕榈油进口利润改善，贸易商买船速度加快

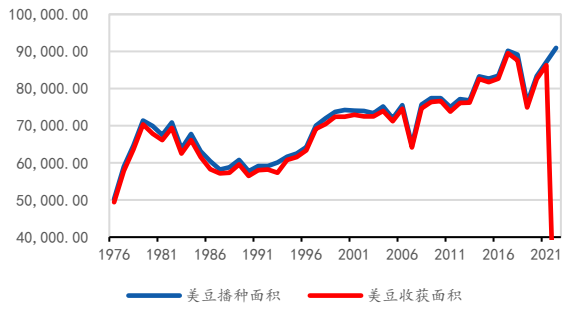
监测数据显示，8 月 5 日，马来西亚 8 月船期 24 度棕榈油 CNF 报价 1018 美元/吨，折合到港完税成本 8264 元/吨(关税 9%、增值税 9%)，连续第四日下跌，创逾一周新低，比 2209 合约当日收盘价高 200 元/吨。本周国内外棕榈油价格先涨后跌，棕榈油进口成本对盘面倒挂幅度进一步收窄，贸易商采购积极性增加，近两周新增 13～17 船买船，主要为 8-9 月船期。随着进口棕榈油数量攀升，国内棕榈油库存偏低状态也有望缓解。当前印尼政府仍在大力推动棕榈油出口，巨大的库存压力仍是国内棕榈油价格反弹的主要阻力。

3 油脂油料市场展望

当前正值美豆生长关键期，任何威胁产量的不利天气都可能被炒作资金用来大作文章。美豆保持天气市运行特征，对天气的高度敏感性有望持续到月底。下周美国农业部将公布月度供需报告，美豆面积调整幅度是重要的观察指标。国内豆粕市场紧跟美豆运行节奏，成本驱动力仍强于国内需求。在美豆天气窗口关闭前，国内豆粕市场有望保持易涨难跌状态。印尼庞大的棕榈油库存压力尚未得到有效缓解，并将导致全球油脂供应过剩周期不断后延。黑海地区打通粮食贸易通道，为葵花籽油贸易恢复带来希望。全球油脂供应链持续得到修复，供应宽松正在推动油脂价格回归合理水平。国内三大油脂期货在各自基本面影响下走势略有分化，由于油脂现货普遍较近月合约有较高升水，随着交割时间缩短以及资金向远月移仓，市场的下跌压力也将向远月转移。国际原油价格已跌至俄乌冲突以来的最低点，在全球经济衰退预期下仍可能进一步回落。弱势原油同样会对油脂市场产生拖累效应。豆一期货市场走势较为独立，在快速修复此前超跌后涨势受阻，近月合约追随现货运行，远月合约因对应新豆上市压力，涨势较为被动。

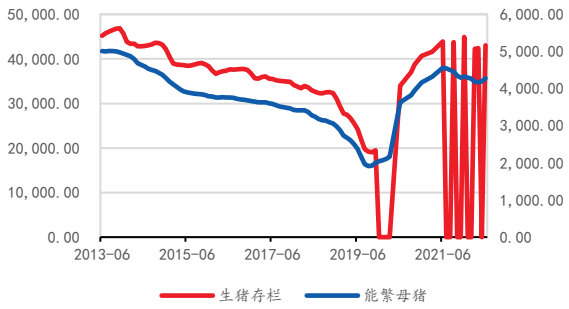
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



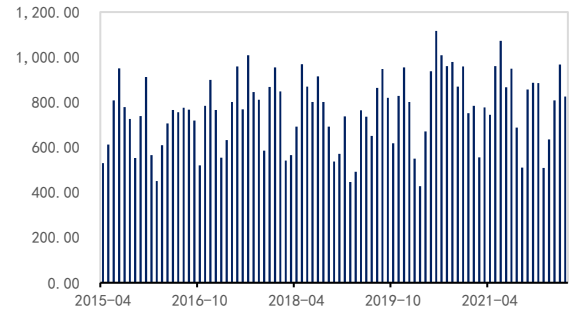
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



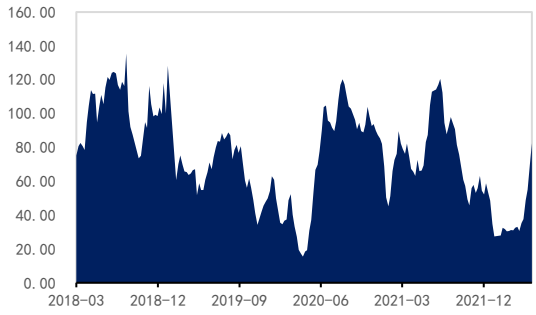
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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