中金财富期货策略周报（2022 年第 30 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：美联储官员释放鹰派信息、欧洲能源问题再度紧张、以及国内地产弱势的情况下，工业品市场整体弱势，地产链尤甚，有色金属因为欧洲畸形的电价而关闭部分产能而维持偏强的特征。对于工业品的这轮反弹，我们一直认为其空间不能过于乐观，核心因素是需求方面较为冰冷的现实，尤其是地产相关的品种，虽然部分品种已经跌破成本，但是在需求弱势的情况下，建议震荡偏弱的思路对待。

股指期货：蓝筹指数和中小指数延续分化，我们之前已经数次分析强调过原因，目前看这种格局仍难以改变，尤其是地产弱势未改的情况下，蓝筹指数出现系统性向上的概率较低。对于中证 1000 指数的机会，我们在上市伊始就强调了其买入的机会，目前仍维持震荡偏强的判断。

铜：美国经济势头依旧强劲，支持了美联储需要更加鹰派的观点，将继续加息，但步伐或将放缓。上游铜矿库存小幅下降，但仍处在较高水平，冶炼厂原料供应基本充足，叠加硫酸价格大幅上涨，高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；国内炼厂虽处于检修期，但电解铜产量将呈现爬坡时增加。金融和经济数据不及预期，地产难以回暖，经济下行压力大，拖累铜在内工业品需求，但未来新兴行业带动铜消费 10%以上的增长。目前影响铜价的主要因素仍在于宏观及消费表现，国内需求有好转预期但尚待明显提振，短期风险资产反弹修复仅仅是暂时的，谨慎追涨，不宜过分乐观。

锌：欧洲天然气供给紧张，电力价格短线上行，欧洲炼厂成本高企。嘉能可警告称欧洲的能源危机已经对锌供应构成重大威胁。目前嘉能可已经暂停了其在欧洲的一家锌冶炼厂的生产，将导致其今年的金属产量大幅下降，欧洲锌锭供应紧张局面或加剧。下游初端需求开工率依然处在历年低位，高价削弱市场采购意愿，社会库存出现一定反弹。宏观压力先减弱后加重，主导了锌价的盘面主要走势。

原油：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。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。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。

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。

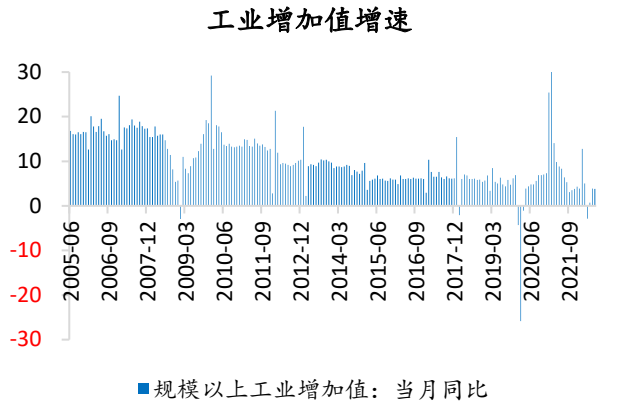
油脂油料：美豆市场天气炒作氛围因降雨预报而降温，随着天气窗口收窄，本年度美豆市场很难再掀起大级别天气炒作行情。2022 年美豆实现预期产量的概率在持续上升，南美新季大豆产量预计创纪录，全球远期大豆供应将保持宽松格局。印尼棕榈油库存压力并未有效缓解，乌克兰葵花籽油出口恢复，全球油脂供应链持续向好，为油脂价格反弹带来新阻力。CBOT 豆油市场本周出现四连跌，反弹节奏被破坏，马来西亚棕榈油市场低位震荡，前期低点面临较大考研。国内三大油脂期货跟随外盘震荡回落，开始向下寻找支撑。国内豆粕市场跟随美豆运行节奏，成本驱动力强于国内需求，在美豆天气炒作资金退场之际，豆粕市场很难独立走强。豆一期货市场走势较为独立，近月合约临近交割，资金大量减持离场导致期价重回调整状态，远月合约因等待新豆定价尚未打破震荡僵局。

目 录

周度策略：七月经济数据依然较弱 - 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 地产继续透支财政 - 7 -
3 流动性：本周央行超预期“降息” - 8 -
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 - 13 -
3 锌期货现货数据 - 14 -
原油 - 15 -
1 市场风格交易预期 - 15 -
2 供应问题不应遗忘 - 15 -
3 关注伊核协议进展 - 15 -
4 美国原油出口高位 - 18 -
5 加息周期难以扭转 - 18 -
6 双重主线逻辑并行 - 19 -
天然橡胶 - 20 -
1 新胶上市压力较大 - 20 -
2 下游复苏不尽人意 - 20 -
3 原料成本支撑松动 - 20 -
4 警惕天气炒作风险 - 22 -
5 供需平衡此消彼长 - 22 -
6 辩证看待基本形势 - 22 -
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 -

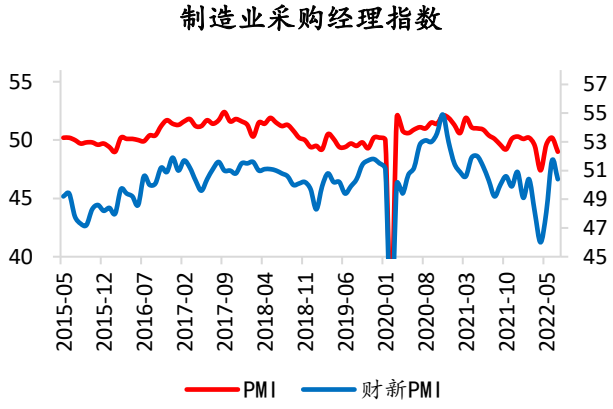
重要经济指标概况

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



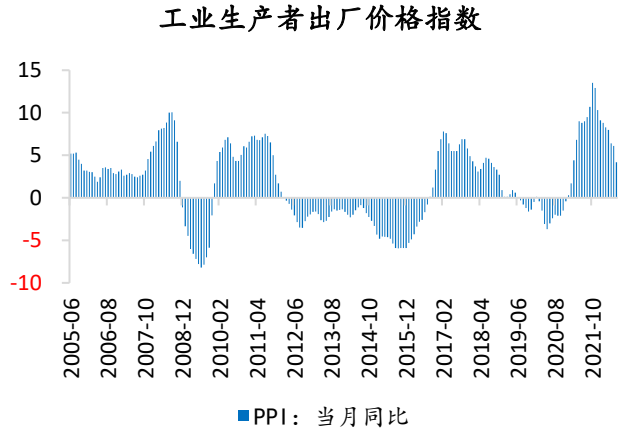
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



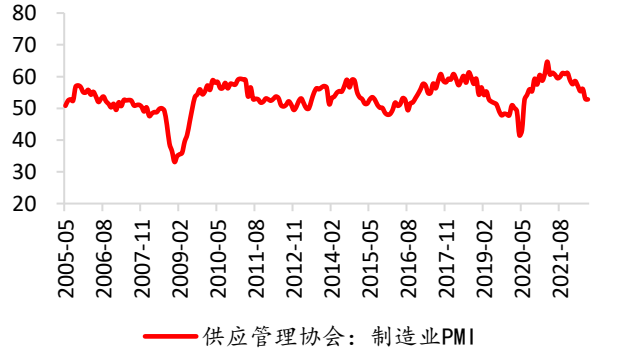
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



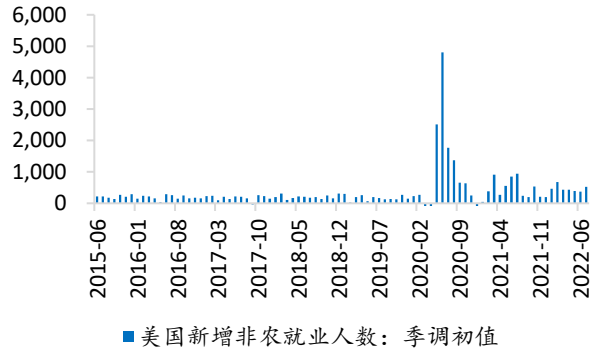
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：七月经济数据依然较弱

近期大宗商品反弹之后明显回落，核心原因在于国内经济数据弱势。美国 8 月通胀数据缓解之后，工业品出现一轮回升行情，但是欧美仍在高通胀的泥淖中难以自拔，加上 7 月份多项经济数据偏弱，工业品反弹后回落，尤其是地产链弱势明显。

美联储鹰派加息的鸽派解读

7 月多项经济数据弱于预期。

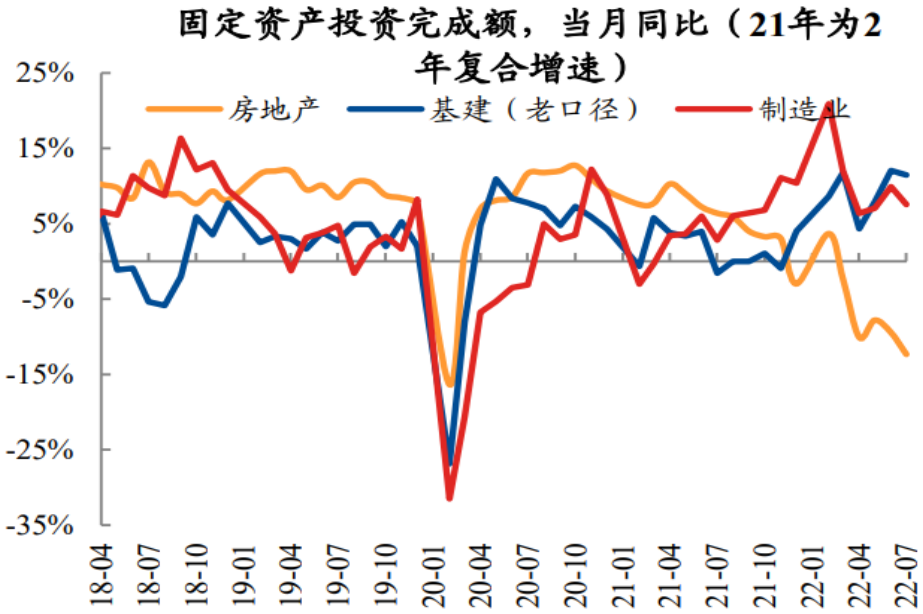
尽管前期表现亮眼的基建和出口依然维持韧性，但弱项进一步下行，消费反弹的窗口期偏短、制造业生产在“赶工”后回落、房地产投资的降幅进一步扩大。

7 月工业生产偏弱，与领先指标 PMI 生产端走势一致，其中制造业同比增速在“赶工”结束后迅速迎来拐点。7 月工业增加值同比增长 3.8%，其中制造业增加值同比增长 2.7%。由于本轮制造业修复斜率相对偏缓，2020 年 4 月和 2022 年 6 月制造业增加值分别恢复至上年底的 87%和 56%，7 月制造业生产在上月赶工后回落，表明生产端的制约可能并非核心因素，关键在于需求端略显疲弱。

3 月以来社零实际同比持续负增长，7 月较上月进一步下降，消费未能重现 2020 年同比逐月上行的复苏趋势，我们认为首要原因是 6 月汽车消费受政策刺激提振，政策脉冲过后汽车对消费的带动作用减弱；其次，地产下行周期中，地产后周期消费品表现低迷；另外 7 月本土新增确诊多于 6 月，疫情对消费回暖形成制约。7 月社零实际同比为-0.77%（前值-0.58%），餐饮收入、商品零售和除汽车以外的消费品零售额同比分别为-1.5%（前值-4%）、3.2%（前值 3.9%）、1.9%（前值 1.8%），商品零售与除汽车以外的消费品零售额同比增速的差值收窄至 1.3（前值 2.1）个百分点，反映汽车消费对整体的提振作用减弱。地产后周期普遍低迷，家具、建筑及装潢材料类同比分别为-6.3%（前值-6.6%）、-7.8%（前值-4.9%），本轮修复中家装主材、大家电、基础建材和住宅家具等地产后周期消费品表现式微。同时，疫情演变仍是当前影响消费的核心矛盾之一，7 月日均新增本土病例（含无症状）248 例，高于 6 月的 38 例，而 8 月截至 14 日这一数据攀升至 568 例，叠加汽车政策刺激效果减弱、地产低迷难以在 8 月逆转，8 月消费数据仍然面临较大挑战。

基建继续扮演逆周期托底的角色，但地产投资的拖累加大。1-7 月基建投资累计同比增长 9.6%（前值 9.3%）；制造业投资累计同比小幅下降至 9.9%（前值 10.4%）；房地产开发投资完成额下探至-6.4%（前值-5.4%），新开工、施工和竣工面积也继续下降。7 月反映的宏观形势是强项韧性十足，但弱项更弱，叠加 8 月疫情反复，当前稳增长的压力依然不小，在此背景下，基建或将成为全年稳增长的主要抓手，关注 8 月降息后下半年地产能否企稳。目前青年失业率的绝对水平仍处于历史高位，7 月 16-24 岁群体调查失业率与去年同期的差值收窄至 3.7%（前值 3.9%），已连续两个月下行，但绝对水平处于 19.9%的高位，稳就业、稳增长依然是当务之急。

图表：固定资产三项



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美国通胀或高位盘整

美国汽油价格降至 3.88 美元/加仑，较 7 月底汽油价格下降将近 4%。随着美国传统的出行高峰的过去以及美联储的加息效用持续体现，美国汽油价格短期内或将继续下跌。国际油价较为坚挺以及油价下跌带来的供需关系再平衡，其下降幅度或将有限；。

乌克兰粮食开始出口，全球粮食价格预计将会有所下降，近期 CBOT 相关粮食期货价仍在继续下降。但是由于奥密克戎变种的继续传播以及猴痘疫情的持续发酵，居家食品通胀可能难以有较大幅度的回落，因此食品项通胀回落幅度同样有限。

服务通胀或将相对坚挺，一方面美国夏季出行高峰还未完全结束，相关的交通运输通胀预计将会偏慢回落；另一方面核心服务通胀中最重要的住房通胀同比增长 5.7%，从房租通胀的前瞻指标 Zillow 房租指数来看，房租通胀回落幅度有限，考虑到住房通胀占核心通胀的比重超过 40%，将会为服务通胀提供坚实的基础，让整体通胀高位徘徊

劳动力市场方面，7 月新增非农就业主要由教育和保健服务、休闲和酒店业、专业和商业服务等贡献，保持了今年以来的趋势，服务消费相关岗位需求持续增加。且酒店与休闲业、教育和保健服务等服务业的职位空缺仍较多；工资方面，时薪同比上涨 5.2%，较上月上升 0.1 个百分点，超过市场预期的 4.9%；环比上涨 0.5%，超过市场预期的 0.3%，岗位空缺较多的服务业工资水平预计仍会保持相对较快的涨幅，“工资—通胀螺旋”压力再度抬头。

在当前以抗击通胀为主要目标的前提下，结合美联储主席鲍威尔表示通胀回落需要经济增长在趋势以下的表态，美联储的政策实施预计也将不同于以往的经济放缓就开启降息路径，短期内快速大幅放缓加息步伐甚至降息的可能性较低，预计 9 月份将加息 50bp

市场进入区间震荡态势

美联储官员释放鹰派信息、欧洲能源问题再度紧张、以及国内地产弱势的情况下，工业品市场

整体弱势，地产链尤甚，有色金属因为欧洲畸形的电价而关闭部分产能而维持偏强的特征。对于工业品的这轮反弹，我们一直认为其空间不能过于乐观，核心因素是需求方面较为冰冷的现实，尤其是地产相关的品种，虽然部分品种已经跌破成本，但是在需求弱势的情况下，建议震荡偏弱的思路对待。

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 19 日	工信部：引导扩大汽车、家电、绿色建材等大宗商品消费需求	着力挖掘市场需求潜力，推动重大投资项目尽快形成实物量，引导扩大汽车、家电、绿色建材等大宗商品消费需求。	7 月份消费数据疲弱，消费政策继续出台
	8 月 18 日	美联储 7 月会议纪要：需要继续加息，但有行动过度风险	可能适合未来某个时候放缓加息；	加息的态势不变，幅度有一定不确定性
数据	8 月 18 日	美国 7 月零售销售环比增幅不及预期，为 0 增长	美国 7 月零售销售环比上升 0%，低于市场预期的 0.1%以及 6 月的 1%	6 月的环比数据则被下修至 0.8%
	8 月 15 日	月社会消费品零售总额同比增长 2.7%	7 月基本生活消费稳定增长，升级类商品销售较为强劲	网上零售稳中有升，线下店铺经营有所改善
事件	8 月 19 日	欧洲能源危机加剧	欧洲大陆天然气期货周四收涨 6.7%创历史新高，欧洲天然气价已经比往年同期高出十倍；欧洲基准电价周四同样创下新纪录	能源问题成为通胀和经济疲弱的主要原因

资料来源：中投期货研究所

2 地产继续透支财政

7 月地产对财政收入拖累并未收敛，反而进一步加重。7 月一般公共预算收入同比达 2.6%（已剔除退税因素），较前值下行 2.7 个百分点，主因契税与土地增值税大幅下行。

7 月土地出让收入同比-33.2%（6 月，-39.7%），同比表现改善主要因去年同期基数较低，并非地产回暖信号。7 月土地出让收入环比达-7%，为历史第二差的水平，反映房企近期拿地相较上半年更加谨慎。

上半年广义财政收入同比-15%，土地相关收入拖累 8 个百分点；而 7 月广义财政收入同比达-12%，土地相关收入拖累将近 9 个百分点。相较上半年，7 月地产下行对财政收入拖累更为明显。

民生领域对财政支出诉求上升，7 月财政支出力度进一步加大。

7 月广义支出增速上行至 13.3%（6 月，12.7%），支出表现未受减收影响。7 月公共财政支出进一步提速达 9.9%（6 月，6.0%），政府性基金支出增速收放缓达 20.5%（6 月，28.2%），但支出进度仍高于 2018-2021 年均值。从领域来看，公共财政支出重心从基建转向民生领域。7 月社保就业、健康卫生支出同比大幅上行，民生领域支出同比达 16%（6 月，6%），替代基建成为本月支出最大拉动项。现阶段疫情多点散发，后续民生领域对财政资金需求或进一步抬升。

专项债发行结束后，本月政府如何应对收支矛盾？收入端，专项债及上缴利润抵补卖地减收。6 月专项债基本发行完毕，但并未在当期发行用尽（5、6 月账本二合计结存 0.7 万亿元），同时年初中央保留 3500 亿元央行及国企缴存利润，同样也用于抵补地方土地收入缺口。

支出端，地方政府则开始控制土储相关支出。本月地方政府用于土地出让安排支出大幅回缩，同比下行至-25.5%（6 月，-10%）。地方政府土地出让金持续萎缩。

3 流动性：本周央行超预期“降息”

本周央行共进行 100 亿元逆回购操作和 4000 亿 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，因本周共有 100 亿元逆回购到期和 6000 亿 1 年期中期借贷便利（MLF）到期，本周实现净回笼 2000 亿元。

本周公开市场本周逆回购口径投放规模持平到期。

周一至周五，央行不改每日 20 亿元缩量逆回购操作规模。同时，每日 7 天期逆回购到期量均为 20 亿元。

但本周的逆回购利率有所变化：本周一央行公告，将 7 天期逆回购操作利率由原来的 2.10%下调 10bp 至 2.00%。

另外，本周央行对到期的 6000 亿 MLF 进行了缩量续作。央行在周一进行了 4000 亿元的 1 年期 MLF 操作。在操作利率上，本次 MLF 操作的利率也由前次的 2.85%下调了 10bp 至 2.75%。

对于央行周一的超预期“降息”，8 月 15 日央行正式降息，刺激信贷稳增长的意图十分明显。如果将当前疲弱的信贷视作需要“治疗”的问题，那么超预期降息有望带来的 LPR 下调将会是信贷问题的“速效药”。

中长期来看，MLF 降息后的 LPR 报价下调将成为宽信用的催化剂。

4 宏观策略

美联储官员释放鹰派信息、欧洲能源问题再度紧张、以及国内地产弱势的情况下，工业品市场整体弱势，地产链尤甚，有色金属因为欧洲畸形的电价而关闭部分产能而维持偏强的特征。对于工业品的这轮反弹，我们一直认为其空间不能过于乐观，核心因素是需求方面较为冰冷的现实，尤其是地产相关的品种，虽然部分品种已经跌破成本，但是在需求弱势的情况下，建议震荡偏弱的思路对待。

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-0.96%，上证 50 涨-1.65%，中证 500 涨-0.45%，中证 1000 微涨 0.08%。

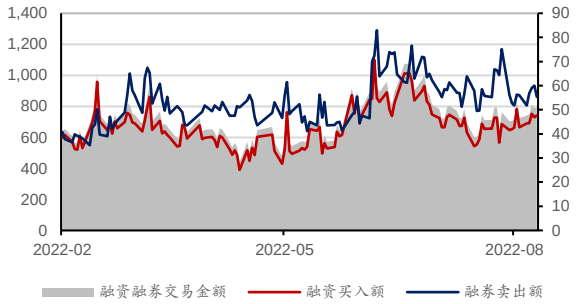
本周北上资金呈现买入态势，18 日净买入 17.12 亿元；17 日净买入 68.72 亿元，16 日净买入 8.67 亿元，15 日净买入 10.87 亿元。

估值及变化：本周上周万得全 A 市盈率（TTM）收于 17.83，较上期上涨 0.31，各主要指数估值出现不同程度走强。其中，创业板指估值上涨居前，上涨 0.58；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 26.8%、44.6%、31.1%和 48.7%，较前值有所上升。

预计指数延续震荡态势

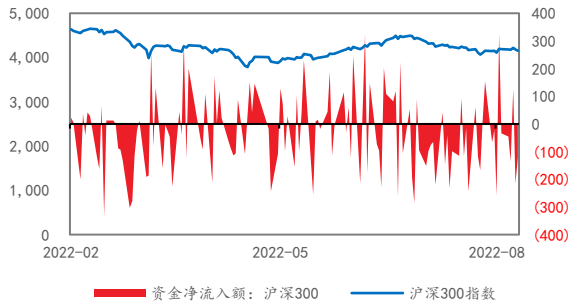
股指没有延续昨日的强势，主要指数转跌。在各地疫情反反复复、房地产市场依然疲弱的背景下，叠加当前的高温限电扰动，市场可能难以形成稳定预期，导致热点切换频繁、存量博弈特征明显、持股体验感较差。在当前市场特征下，频繁操作、追逐热点可能是一个最差策略，而以静制动、坚守主线可能是一个相对较优策略。我们重申此前观点：在经济弱复苏、市场流动性充裕的背景下，科技成长依然为市场的主要方向，中证 1000 指数较强；同时，受中报业绩高增长、夏季用煤需求增强、欧洲重启燃煤电厂以及冬季可能面临的能源短缺等事件催化，蓝筹股中煤炭较强，但是银行地产仍弱势。从最近一段时间的市场表现来看，蓝筹指数弱，中小指数强的态势未变。

图表 8：融资融券数据图



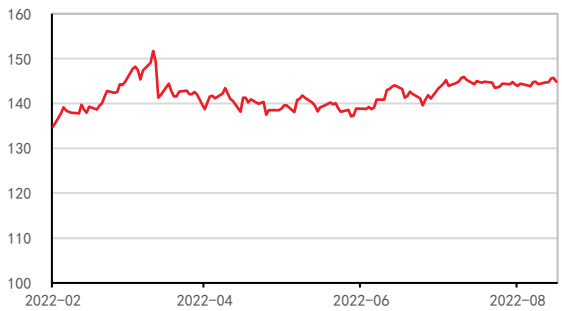
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



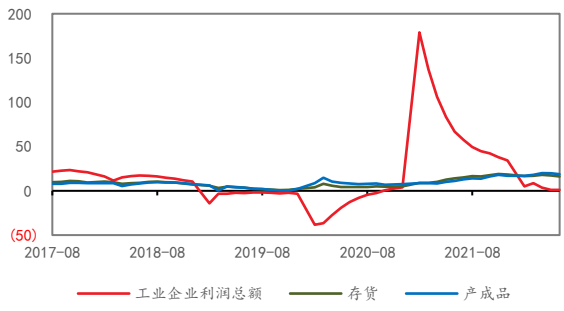
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

从二季度的全球铜矿山的表现来看，整体产量依然没有出现明显的好转，各种供应干扰 因素继续仍时有发生，部分铜矿山企业继续下调全年度的产量预期。全球最大铜供应商 Codelco 的铜产量在 6 月份下滑 14.3%，达到 12.99 万吨；智利 6 月整体铜产量同比下滑 4.7%，至 46.22 万吨。Codelco 上半年的铜产量与去年同期相比下降 7.5%至 73.6 万吨。今年以来，智利的铜产量一直让市场失望，由于矿石品位下降、用水限制和工会抗议，智利铜业委员会预计国内年产量将下降 3.4%。嘉能可将 2022 年铜产量指引进一步下调 5 万吨至 103-109 万吨，预计嘉能可 2022 年铜 产量同比下滑约 13 万吨；上半年全球铜矿生产下滑超预期。因此 2022 年全球铜矿增量预计将不及预期，目前将全球铜矿增量由此 前 65 万吨调降至 50 万吨左右

截止 7 月 31 日，国内铜冶炼厂的粗炼费 71.9 美元/吨，冶炼副产品硫酸回落至 625.4 元/吨。国产粗铜加工费平均价位 1150 元/吨，CIF 进口粗铜加工费为 130 美元/吨，秦皇岛铜精矿事件暴雷，将刺激冶炼厂加快铜精矿补库。随着铜精矿供应偏紧，TC 或继续下移。

精炼铜供应压力在下半年

根据上海有色网数据，7 月 SMM 中国电解铜产量为 84 万吨，不及此前市场的预期，其主要原因是来自于个别冶炼厂的额外技改以及粗铜市场货源紧张。冶炼厂集中检修期结束，电解铜产量逐步回升，8 月国内仅有南国铜 业冶炼检修，影响产能 30 万吨，计划检修对精炼铜产量的影响较 7 月明显收缩。2022 年国内冶炼企业扩产计划不断遭受冲击，一季度末以及二季度国内铜冶炼厂的检修超出预期，以及山东民营炼厂因资金因素出现意外减停产，整体产量不及预期，产量的明显回升或许需要等到四季度才能兑现。

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

“国家电网有限公司发布全力推进重大项目建设情况，表示将全力做好电网扩投资工作， 加

快特高压、抽水蓄能、超高压等项目建设，年内在建项目总投资将突破万亿元。今年 1-7 月完成电网投资 2364 亿元，同比增长 19%，目前在建项目总投资 8832 亿元。随着 5-6 月各部委及电网企业进步明确大型项目落地和年内投资计划，电网投资预计将逐季放量，规划项目后期有望快速落地。

从铜摆脱传统行业的需求转到新兴行业的需求需要时间，新能源中包括电 动车、光伏、储能、风电以及新基建的 5G 建设，均是铜消费的新增长点。但在 2022 年预计会给铜消费带来 2%左右的增长，绝对数还是在低位，到 2025 年才是 爆发的时间，预计到 2030 年这些领域将带动铜消费 10%以上的增长。

“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

美国经济势头依旧强劲，支持了美联储需要更加鹰派的观点，将继续加息，但步伐或将放缓。上游铜矿库存小幅下降，但仍处在较高水平，冶炼厂原料供应基本充足，叠加硫酸价格大幅上涨，高利润驱动下冶炼厂生产积极性较高；国内炼厂虽处于检修期，但电解铜产量将呈现爬坡时增加。金融和经济数据不及预期，地产难以回暖，经济下行压力大，拖累铜在内工业品需求，但未来新兴行业带动铜消费 10%以上的增长。目前影响铜价的主要因素仍在于宏观及消费表现，国内需求有好转预期但尚待明显提振，短期风险资产反弹修复仅仅是暂时的，谨慎追涨，不宜过分乐观。

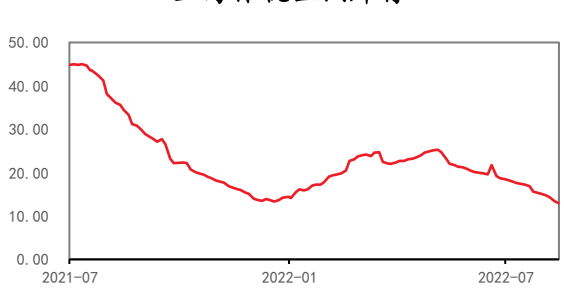
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



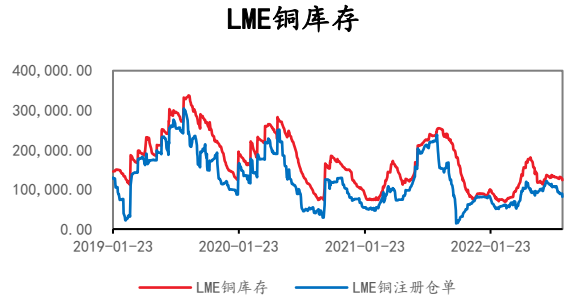
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



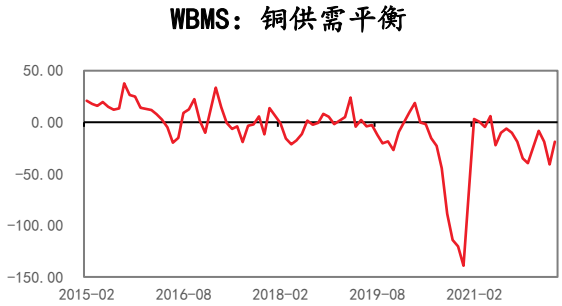
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



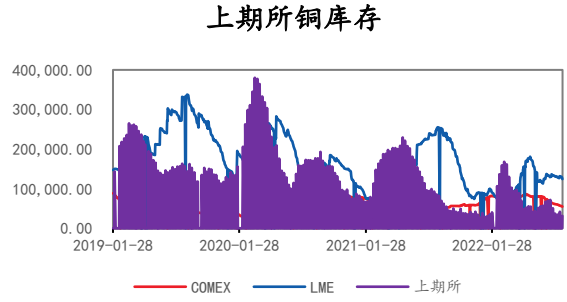
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



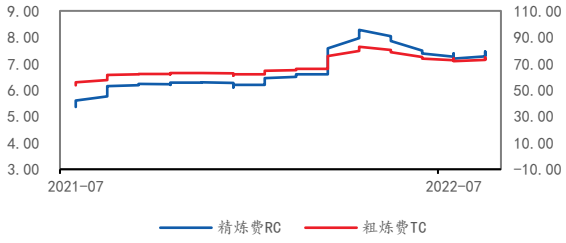
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

海内外矿山产量逐步恢复，偏紧趋势未改

ILZSG 最新数据显示，2022 年 3 月全球锌矿产量为 107.67 万吨，同比增 1.25%，环比增 8.7%。一季度累计产量为 306.32 万吨，累计同比增 0.55%。不过，从最新已公布的主要海外 上市公司季度数据来看，2022 年一季度锌矿累计产量同比、环比均出现回落。嘉能可，因哈萨克斯坦的 Zhairem 运作出现延误，导致一季度锌矿产量下滑。同时，因 Zhairem 业务的处理能力爬坡面临持续挑战，将 2022 年锌产量指导目标下调 10 万吨（9%）。此外，一季度精炼锌产量为 17.9 万吨，同比减少 12%，因欧洲高电价，暂停 Portovesme 的锌产量。2022 年海外锌矿增量预期有 25-30 万吨万吨，增量主要体现在嘉能可旗下位于哈萨克斯坦的 Zhairem 矿山 2021 年 5 月投产，预计 2022Q2 稳定生产，矿产能 16 万吨/年。同时，Nexa 旗下 Aripuanã 项目 2021 年 10 月 7 日获得运营许可批准，2022 年 Q1 末开始生产。受疫情、矿石品位下降、技术问题及自然灾害等因素影响，海外一季度锌矿供应低于预期，供应维持偏紧的格局。全年来看，海外锌矿增量将不及年初预期，全年全球锌矿供应过剩量级预计较小。

欧洲电价高企，大型炼厂减产或停产

根据嘉能可最新公布的数据，该公司今年上半年生产锌 350,900 吨，同比减少了 12%（47,500 吨），主要因为 2021 年第四季度 以来，Portovesme 的锌线因欧洲高电价一直停产。自去年年底以来，位于意大利的嘉能可 Portovesme 冶炼厂一直处于停产状态，其他欧洲冶炼厂也在调整开工率，以应对不断飙升的电力成本。 虽然目前夏季高温导致欧洲天然气价格继续飙升，减产风险较高，但我们认为，这部分减量也是市场早有预期的，半年策略会上，我们已推测今年欧洲冶炼端减量约 25-30 万吨，减量约 10-12%。

国内方面，7 月精炼锌产量总计 47.59 万吨，下降幅度超过前期预期。8 月这情况有所改善，增量主要来自炼厂检修后的复产，另外也是由于部分地区进口锌矿集中到货，短期矿紧张的问题得到缓解，国内供应相对宽松。

全球经济依然处在下滑通道中，国内基建以及地产投资相对低迷

7 月房地产进一步下滑，1-7 月房屋施工面积累计跌幅扩大至 3.7%，累计竣工跌幅扩大至 23.3%，新开工跌幅扩大至 36.1%。 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。

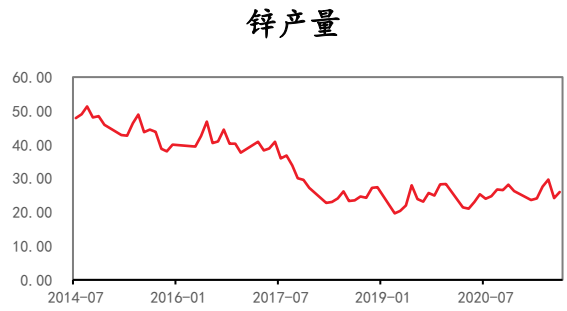
6 月汽车销量 250.2 万辆，环比增长 34.4%，同比增长 23.8%。其中新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 23.8%，延续保持高速增长态势。6 月新能源汽车销量 59.6 万辆，同比增长 1.3 倍。1-6 月新能源汽车销量完成 260 万辆，同比增长 1.2 倍，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

欧洲天然气供给紧张，电力价格短线上行，欧洲炼厂成本高企。嘉能可警告称欧洲的能源危机已经对锌供应构成重大威胁。目前嘉能可已经暂停了其在欧洲的一家锌冶炼厂的生产，将导致其今年的金属产量大幅下降，欧洲锌锭供应紧张局面或加剧。下游初端需求开工率依然处在历年低位，高价削弱市场采购意愿，社会库存出现一定反弹。宏观压力先减弱后加重，主导了锌价的盘面走势。

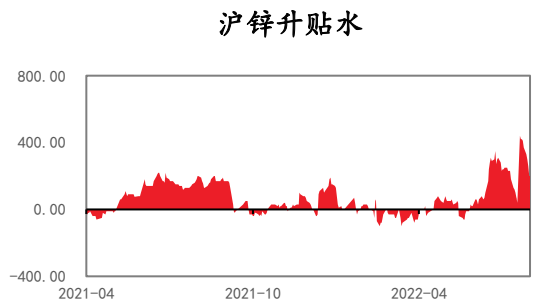
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



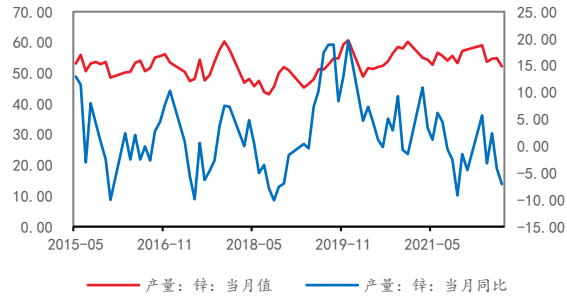
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



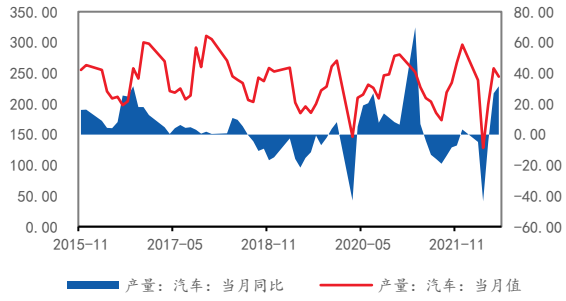
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场风格交易预期

随着欧美央行相继加息，对全球经济衰退的担忧情绪持续升温，国际油价跌至 2 月以来的低点，几乎将俄乌战争带来的地缘风险溢价抵消。

高油价带来的通货膨胀和货币政策紧缩打破了经济复苏的节奏，令原油在内的能源需求遇冷。尽管现在处于北半球夏季旅游旺季，但北美汽油消费增速放缓，炼厂产能利用率从前期满负荷状态边际回落。其他国家和地区原油需求也在放缓，中国二季度原油表需降至 1460 万桶/日，同比减少 7%。

不过，经济衰退预期已经反映在当前原油价格上，正如俄乌战争爆发时供应中断预期拉满，市场倾向于提前过度反馈。12 月进入冬季以后，欧洲面临天然气供不应求的危机，同时对俄罗斯原油禁运制裁全面生效，原油市场供需关系或将再度收紧。

2 供应问题不应遗忘

数月前热炒的能源危机似乎已经被市场遗忘，然而原油供应紧缺的风险尚未远去。

沙特阿美 CEO 表示，如果沙特政府提出增产要求，该公司随时准备将原油产量提高至 1200 万桶/日的最大产能。鉴于 2020 年价格战和随后史无前例的减产，我们并不怀疑沙特阿美言出必行，但沙特当前原油产量已经超过 1100 万桶/日，稳定输出的天花板就在 1200 万桶/日左右，且短时间内很难扩大产能上限。

高油价驱使美国页岩油生产商重启一些暂停的生产活动，油田服务公司 Baker Hughes 数据显示，当前美国活跃石油钻井平台数量增至 601 座。活跃钻机数量是未来原油产量的重要先行指标，鉴于美国本土钻探投资增长缓慢，该国原油产量预计到 2023 年才会从疫情导致的减产中恢复过来。

尽管现在正值 8 月盛夏，欧洲国家已经开始为过冬未雨绸缪。欧洲发电的主要燃料为天然气，目前欧洲天然气库存已有所回升，但供暖季仍可能产生大量对原油的替代性需求。需要注意的是，到 2022 年底欧盟对俄罗斯能源制裁将全面生效，IEA 预计进口俄罗斯原油禁运会造成供应下降约 200 万桶/日。叠加 IEA 成员国抛储将在 10 月底结束，正所谓屋漏偏逢连夜雨。

原油供应中断风险较几个月前极大降低，但市场整体仍不宽裕，库存也并未回到安全水平。在今年冬天欧盟对俄罗斯原油和成品油出口制裁落地之前，国际原油价格走跌的节奏或将趋缓，预计难以走出流畅的单边行情。

3 关注伊核协议进展

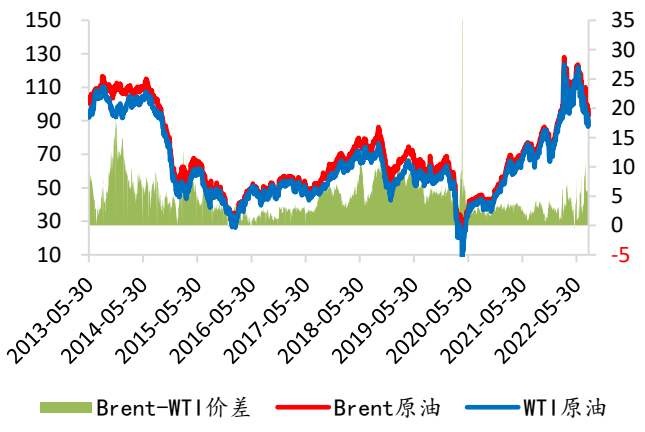
在多轮漫长而坎坷的谈判之后，新的伊朗核协议或有希望达成。伊朗官方宣布，已就伊朗核问题全面协议恢复履约事项提交最终意见，并暗示距离与美国意见一致更进一步，有可能在未来数天内达成共识。

自 2021 年 4 月开始，伊核协议相关方在维也纳举行多轮会谈，讨论美伊恢复履约问题，美国间接参与谈判。2022 年 8 月举行最新一轮会谈，欧盟向伊核协议恢复履约相关谈判各参与方提交了一份关于恢复履行 2015 年伊核协议的“最终文本”，并期待各方对这一文本做出决定。伊朗以书面形式向欧盟协调员提交伊朗针对剩余问题的最终意见，然后等待反馈和回应。伊方正在与美方以间接方式就三个关键问题进行谈判，伊朗外长表示，“如果美国表现出切实的态度和灵活性”，就可以在未来几天内与美国达成协议，并恢复伊朗面向全球市场的石油出口。

回顾 2015 年 7 月，伊朗与美国、英国、法国、俄罗斯、中国和德国达成伊核协议。2018 年 5 月，美国宣布单方面退出协议，随后重启并新增一系列对伊朗的制裁措施。2018 年 11 月美国全面制裁生效后，伊朗全年原油平均出口量从 2018 年的 185 万桶/日锐减到 2019 年的 65.1 万桶/日，伊朗原油月平均产量从 2018 年最高的 382.3 万桶/日下降到 2019 年最低的 209.3 万桶/日。美国制裁前伊朗原油产量占 OPEC 总产量的比重为 11%-12%，受制裁影响 2019-2020 年伊朗原油产量占比下滑至 7%-8%，2021 年伊朗原油产量占比有所提升到 9%左右。截至 2022 年 6 月，伊朗原油产量为 256.9 万桶/日，占同期 OPEC 产量的 8.95%。伊朗原油出口制裁若解除，将给 OPEC 带来 2%-3%的宝贵增量，原油供应会获得明显的提升。

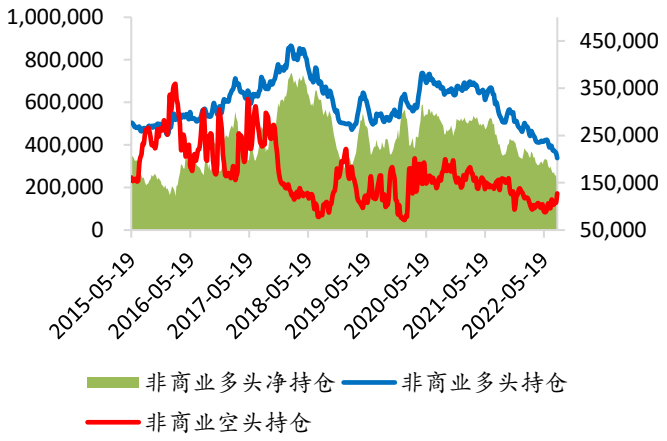
在国际油价因经济衰退预期大幅下跌之际，业界密切关注伊朗原油能否重返市场。最终谈判成败的关键在于三个原则性问题：一、伊朗坚持美国把伊斯兰革命卫队从所谓的恐怖组织名单中删除；二、伊朗要求国际原子能机构必须放弃对伊朗核项目的指控；三、伊朗寻求获得协议的连续性保证，即今后任何一届美国政府都不再单方面撕毁条约。对此高盛认为，各方短期内不太可能达成协议，即使达成大概率也会分阶段实施，伊朗原油最快要到 2023 年才会重回市场。倘若伊朗原油出口全面恢复，当前主流机构对 2023 年国际原油价格的预估将再下调 5-10 美元或更多。

图表 22：国际原油期货价格



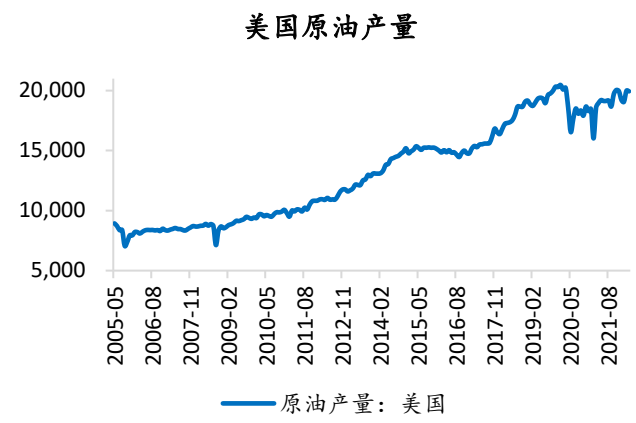
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



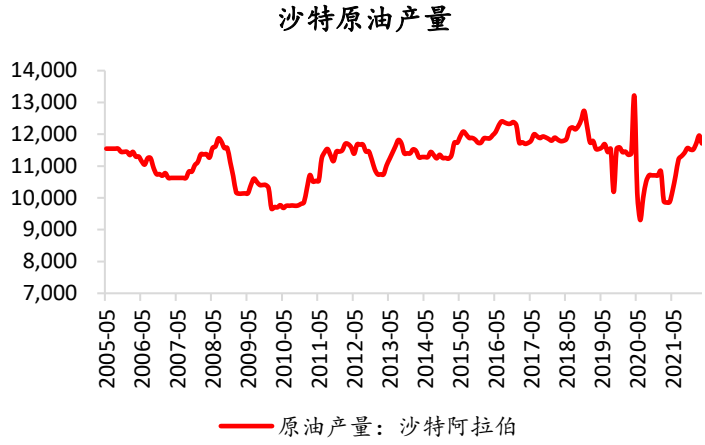
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



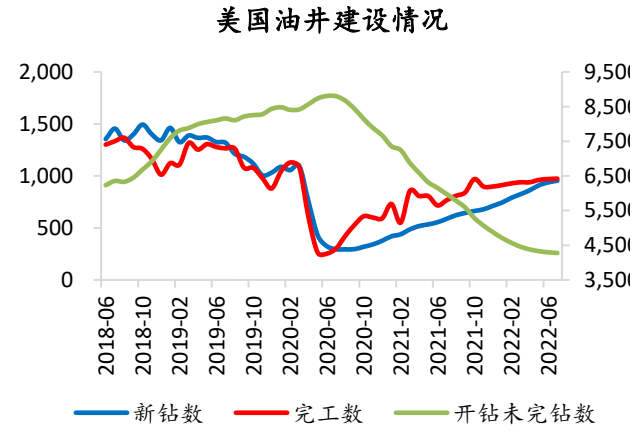
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



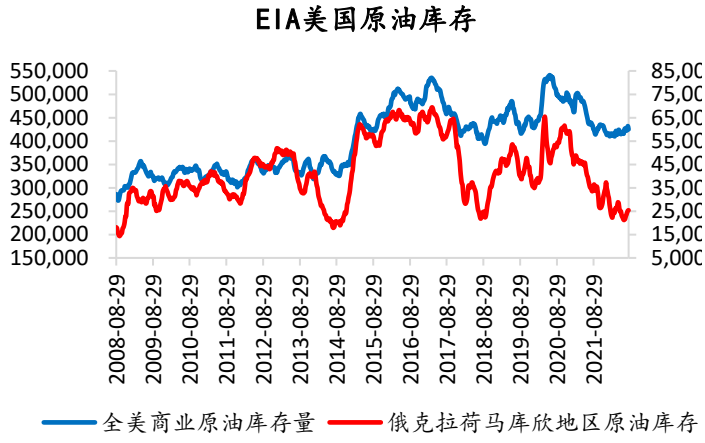
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



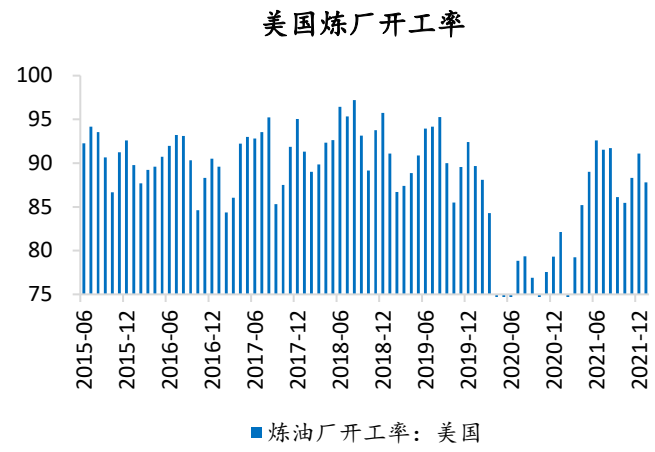
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



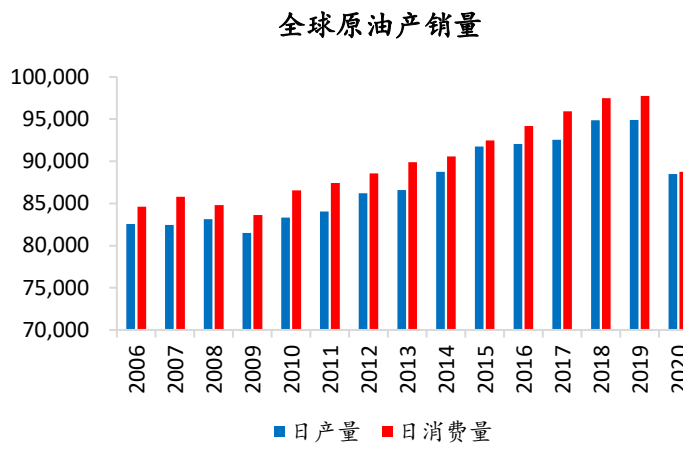
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国原油出口高位

EIA 周报数据显示，截至 8 月 12 日当周，美国商业原油库存为 42495.5 万桶，较前值骤降达 705.6 万桶，录得 4 月以来最大降幅；俄克拉荷马州库欣地区库存为 2538.1 万桶，较前值增加 19.2 万桶；战略石油储备库存减少 340.2 万桶至 46115.6 万桶，创 1985 年 3 月以来新低；美国汽油库存减少 464.2 万桶至 21567.4 万桶，降至 2021 年 11 月以来的最低水平。EIA 商业原油库存锐减 700 万桶远远超出市场预期，其主要原因是当周美国原油出口量大增 289 万桶/日至 500 万桶/日。

此前我们分析过，近期美国商业原油的反季节累库，更多归因于本土炼厂意外停产的节奏问题，而非成品油旺季需求证伪的基本面矛盾。在 WTI-Brent 价差扩大的情况下，美国原油出口增加将消化这部分库存，不过美国原油大量出口本身也会对价差结构造成改变。只是目前俄罗斯原油供应减少不及预期，欧洲面临的能源缺口尚不明显，等到 12 月冬季取暖需求叠加对俄全面禁运生效，欧洲会通过进口更多美国原油作为替代。在 OPEC 没有显著增产的前提下，预计四季度美国原油出口维持高位将会成为常态，同时也将延长美国商业原油去库存的周期。

5 加息周期难以扭转

国际原油市场供应端已无更多故事可讲，正在回归并将延续需求主导的逻辑。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。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。

美国 6 月 CPI 同比增长高达 9.1%创下历史新高，7 月 CPI 增速回落至 8.5%但仍居高位，昂贵的原油价格是最重要的因素之一。随后 7 月底 FOMC 鹰派加息 75bp 符合市场预期，8 月初 OPEC+决定小幅增产聊胜于无。鉴于油价下跌的传导需要一定时间，假设后续油价没有超预期的大幅反弹，估计 8 月美国 CPI 能源分项涨幅环比会有比较明显的下降。

不过加息路径仍需 CPI、PMI 等更多经济数据不断验证，美国宏观从技术性衰退到实质性衰退的演变是左右市场评估未来原油需求的最大变量。考虑到当前美国 CPI 处于历史极高水平，至

少在这一轮美联储加息周期内，市场对于衰退确定性的预期很难从根本上扭转。

无论如何，2022 年中原油大级别趋势见顶成为事实，后续应重点关注衰退预期下的需求表现，基本格局暂且维持紧平衡的论断。

6 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。

天然橡胶

1 新胶上市压力较大

天然橡胶现货市场方面，东南亚主产区新胶全面上市，近月海外货源进口量远超预期。

据行业机构统计，2022 年 7 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 58 万吨，较 2021 年同期的 52.5 万吨大幅增加 10.5%。供应压力增加令橡胶库存较前期有所回升，但仍处于近年来偏低水平。截至 8 月上旬，中国天然橡胶社会库存为 94.96 万吨，低于去年同期 6.77% ；青岛地区天然橡胶一般贸易和保税库存合计 37.79 万吨，环比增加 1.34%，同比大幅减少 20.48%。

考虑到橡胶产业链下游短期难有起色，后续泰国产量和出口的季节性增长，将很快转化为国内现货市场的供应压力，最直观反馈到青岛主港库存的被动累库上。近期沪胶盘面维持弱势震荡整理，缺乏利好提振下难以突破筑底格局。

2 下游复苏不尽人意

国内天然橡胶产业链下游恢复缓慢，需求形势仍不尽如人意。

轮胎企业大量的成品库存是抑制橡胶直接需求的主要原因，截止 2022 年 7 月，全钢轮胎样本企业总库存量为 1272.6 万条，半钢轮胎样本企业总库存量为 1960 万条。目前轮胎企业开工率继续呈同环比下降态势，只是成品库存周转天数略有减少，且橡胶轮胎出口需求也开始堪忧。

终端消费情况来看，7 月国内汽车市场产销量同比增加三成左右，是淡季历史同期最高水平。不过汽车市场分化较为显著，主要是购置税政策刺激下乘用车销量大增，而重卡销量同比降幅却高达 36%，录得 2016 年以来同期新低。业内对金九银十传统旺季汽车消费前景寄予厚望，但市场需求能否真正回暖有待观察。

需求预期总体较差加深了天然橡胶供需宽松格局，在需求看到明显起色之前，橡胶基本面偏弱的基调难以打破。

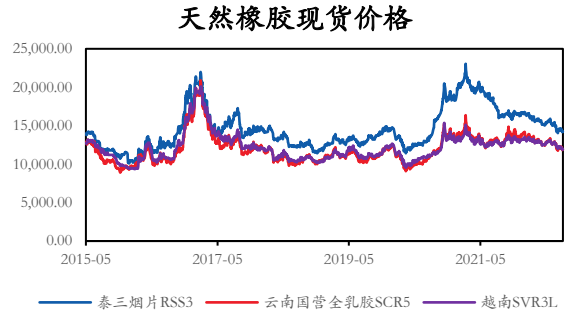
3 原料成本支撑松动

在需求端躺平的情况下，橡胶价格只能依靠原料成本端支撑，但今年新胶供应水平料将维持高位。

受台风和公共卫生事件影响，近期海南和云南产区割胶活动受阻，原料产出有限。之前东南亚主产区也降雨偏多，目前降雨减少后泰国南部原料产出回升，当地原料市场报盘明显下调。尤其胶水价格更为弱势，杯胶则表现出一定韧性，两者价差持续收缩。在雨季向旺产季过渡的阶段，预计橡胶原料价格还有回落空间。客观来讲，2020 年以来国内天然橡胶库存去化十分明显，青岛保税区库存和上期所仓单均处于近年同期偏低水平，但随供应放量有边际累库迹象。

综上，在国内外天然橡胶的季节性增产期，无论期货还是现货市场都很难产生利好题材。不过目前 RU 非标价差已经极度收窄，给沪胶盘面下行提供了一个具有参考价值的地板。

图表 30：天然橡胶现货价格



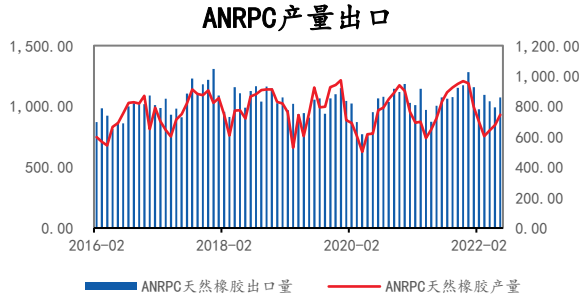
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



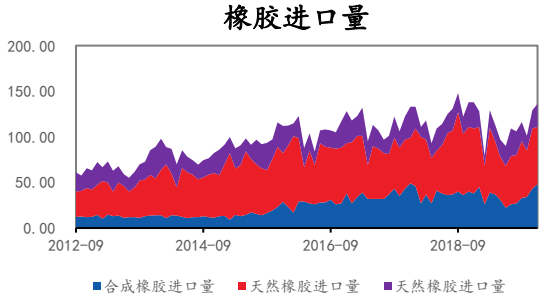
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



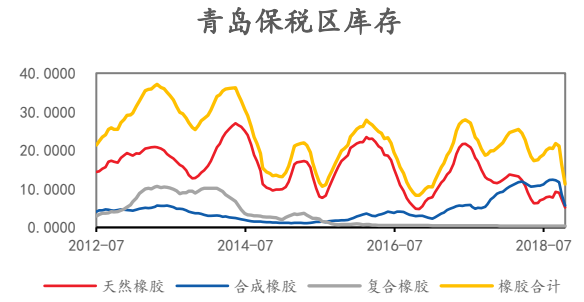
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



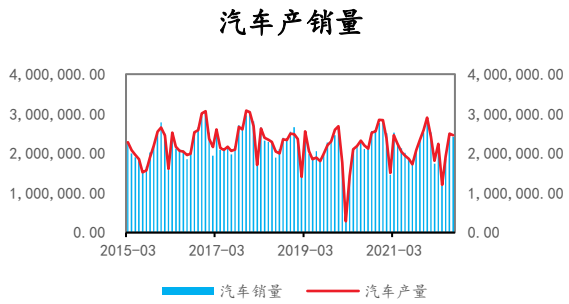
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 警惕天气炒作风险

时值 8 月，对于东南亚天然橡胶主产区而言，这既是原料胶水产出能力提高的阶段，也是雨季恶劣天气多发的时期。今年 5-6 月泰国整体风调雨顺，有利于新一轮开割季的顺利展开，但 8-9 月割胶作业仍不排除受到台风和洪水的影响。

历史上，泰国雨季洪水的新闻经常成为橡胶价格上涨的催化剂。复盘 2016 年著名的那次大涨，由于泰国洪水对正常的生产秩序损害严重，南部主产区无法割胶和运输，引发了市场大幅减产预期。彼时中国云南产区已经停割，11 月老胶仓单也已经出库，配合下游囤货买涨不买跌的心态，推动橡胶价格到达近 10 年来最高位置。

鉴于当前天然橡胶价格已经处于跌无可跌的历史低位，对于天气炒作因素带来的上行风险应有一定预期。

5 供需平衡此消彼长

中短期内如无极端天气等干扰因素，天然橡胶供需关系整体仍将是偏弱的。云南及海南产区受近期降雨影响割胶不畅，而泰国南部主产区向割胶旺季过渡提量，国内原料表现相对海外较为坚挺。但橡胶原料的绝对价格处于近年来中高位置，有利于雨季结束以后产量的释放，因此总体供应将延续季节性增长态势。在供应端回升趋势难改的情况下，需求端边际改善成为橡胶走势潜在的转折点。国内受各地疫情影响工业品需求好转有限，叠加高温天气对轮胎厂开工率的抑制，下游汽车轮胎产业链恢复较为缓慢。由于当前需求仍表现较差，造成国内橡胶社会库存小幅增加，后期或再度转入累库阶段。在需求看不到明显回暖之前，天然橡胶供需偏弱的格局难以改观，盘面反弹压力较大。不过目前期货价格已经跌破原料成本，非标价差收缩不利于套利盘介入，进一步下行空间也将受限。8 月过后国内市场即将迎来金九银十传统旺季，关注供需此消彼长的再平衡过程。

6 辩证看待基本形势

橡胶本身并没有什么特别的利空，主要受市场担忧经济衰退的预期主导，这将成为未来分析基本形势的关键性因素。

天然橡胶行业规律来看，通常在每年的 7-9 月大概率出现年内低点。展望四季度，东南亚主产区容易受到台风和洪水等极端天气影响，10-11 月传统上是国内胶农囤胶待涨的时期，另外老胶仓单出库后也易涨难跌。需求方面不确定性较高，国内汽车轮胎行业边际好转，但海外出口市场走向衰退，预期矛盾整体结果难料。

援引瑞银资产管理观点，对全球经济衰退的悲观乃至恐慌将是 2022 下半年最有可能被市场参与者定价的经济因素。新冠疫情不断变异，美联储激进加息，市场看空情绪弥漫，大宗商品普遍大幅下跌。偏偏橡胶基本面弱势且金融属性极强，往往是首当其冲，未来一段时期可能会在大跌后修复再下跌的模式中循环。

从行业和成本角度，橡胶单一品种是抄底待涨的思路，但宏观衰退造成多数工业品下跌，难以形成类似 2020 年的共振式上涨。策略上，宜选择市场阶段性风险充分释放后的时机，依托大跌形成的安全边际滚动做多。

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

美豆产量意外调高，美豆价格上行受阻

美国农业部在 8 月 12 日公布的最新月度供需报告中将 2022 年美豆播种面积调整为 8800 万英亩，较上月预估值下调 30 万英亩，此前市场一度预期美豆种植面积将被上调。美豆单产最新预估为 51.9 蒲式耳/英亩，较上月调高 0.4 蒲式耳/英亩，报告前市场预期美豆单产会被下调。受面积和单产双增影响，美豆产量由上月预估的 1.2261 亿吨上调到 1.233 亿吨，调高 69 万吨。市场关于美豆生长压力的预期并未在报告中体现，显示美国农业部并未认可美豆减产，而美豆产量意外调高为美豆上行带来阻力，报告后美豆市场整体承压调整。

美豆优良率符合市场预期，天气炒作情绪降温

美国农业部公布的作物生长报告显示，截止 8 月 14 日当周，美豆优良率为 58%，符合市场预期，去年同期为 57%；大豆开花率为 93%，去年同期为 94%，五年均值为 93%；大豆结荚率为 74%，去年同期为 80%，五年均值为 77%。天气预报显示，未来一周美国中西部部分地区将出现降温降雨，各方密切关注本轮降雨对改善美豆生长状态的影响。随着降雨预报的出现和天气炒作窗口收窄，美豆市场天气炒作的概率持续下降。

南美供应前景保持乐观，全球大豆远期供应更为宽松

在美国农业部公布的 2022/2023 年度全球大豆供需平衡表中，因中国和美国大豆产量上调，全球总产量较上月增加 139 万吨，期末库存较上月预估调高 180 万吨至 1.0141 亿吨。全球新年度大豆期末库存预计同比增加 1168 万吨。南美大豆预计大幅增产是全球大豆库存快速攀升的主要原因。美国农业部报告显示，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。目前南美大豆仍在休耕期尚未播种，巴西的播种季将在 9 月份陆续展开。美国农业部届时将结合大豆生长期的天气情况对南美产量做出动态调整。全球大豆远期供应保持宽松，当前豆类市场对新季南美大豆的增产压力反应并不充分。

马来西亚 8 月前十五日产量增加，出口数据存分歧

据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2022 年 8 月 1—15 日马来西亚棕榈油单产增加 10.97%，出油率减少 0.52%，产量增加 8.23%。据船运调查机构 SGS 公布数据显示，预计马来西亚 8 月 1-15 日棕榈油出口量为 516072 吨，较 7 月同期出口的 570050 吨减少 9.47%。据马来西亚独立检验机构 AmSpec 数据显示，马来西亚 8 月 1—15 日棕榈油出口量为 490375 吨，较 7 月 1—15 日出口的 499964 吨减少 1.92%。据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 8 月 1-15 日棕榈油出口量为 533050 吨，较 7 月同期出口的 518520 吨增加 2.8%。尽管三家船运调查机构的出口数据存有分歧，但从近期印尼一系列鼓励出口的举措看，马来西亚棕榈油在国际市场面临较大出口竞争压力，预计 8 月全月出口将维持偏低水平。产量增而出口降，马来西亚棕榈油库存压力预计升高，为价格上行带来阻力。

2 国内豆类市场分析

中国大豆进口量连续下滑，需求对粕价提振作用不足

国家海关总署公布的数据显示，2022 年 7 月进口大豆 788.3 万吨，上月为 825 万吨，去年 7 月为 867 万吨；1-7 月累计进口大豆 5416.7 万吨，同比下降 5.9%。国内大豆进口量连续下滑，

且买船进度较慢，主要是国内油厂压榨收益不佳所致。从目前监测数据来看，9-10 约大豆到港量依然偏低。油厂压榨收益低迷拖累大豆进口节奏，其根源在于国内饲料需求偏弱。国家统计局公布的数据显示，2022 年 6 月底全国能繁母猪存栏 4277 万头，同比减少 287 万头，降幅为 6.29%；生猪存栏量为 43057 万头，同比减少 854 万头，降幅为 1.94%。由于生猪行业的周期效应，预计下半年豆粕需求难以明显回升，需求端仍无力主动提升粕价。

7 月国内植物油产量小幅下滑，进口植物油数量保持低位

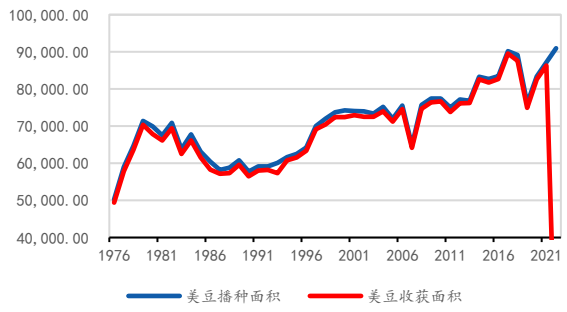
国家统计局公布，中国 7 月精制食用植物油产量为 384 万吨，同比下滑 0.3%，1-7 月总产量为 2666.7 万吨，同比减少 5.1%。7 月中国进口植物油继续低位运行，国内油脂库存整体偏低导致供应偏紧。国家海关总署公布的数据显示，2022 年 7 月中国进口食用植物油 52.7 万吨，去年同期进口量为 82.6 万吨，1-7 月累计进口 240.8 万吨，同比下降 63.6%。受此影响，国内植物油供应整体偏低，为近期油脂价格止跌回升提供重要支撑。

3 油脂油料市场展望

美豆市场天气炒作氛围因降雨预报而降温，随着天气窗口收窄，本年度美豆市场很难再掀起大级别天气炒作行情。2022 年美豆实现预期产量的概率在持续上升，南美新季大豆产量预计创纪录，全球远期大豆供应将保持宽松格局。印尼棕榈油库存压力并未有效缓解，乌克兰葵花籽油出口恢复，全球油脂供应链持续向好，为油脂价格反弹带来新阻力。CBOT 豆油市场本周出现四连跌，反弹节奏被破坏，马来西亚棕榈油市场低位震荡，前期低点面临较大考研。国内三大油脂期货跟随外盘震荡回落，开始向下寻找支撑。国内豆粕市场跟随美豆运行节奏，成本驱动力强于国内需求，在美豆天气炒作资金退场之际，豆粕市场很难独立走强。豆一期货市场走势较为独立，近月合约临近交割，资金大量减持离场导致期价重回调整状态，远月合约因等待新豆定价尚未打破震荡僵局。

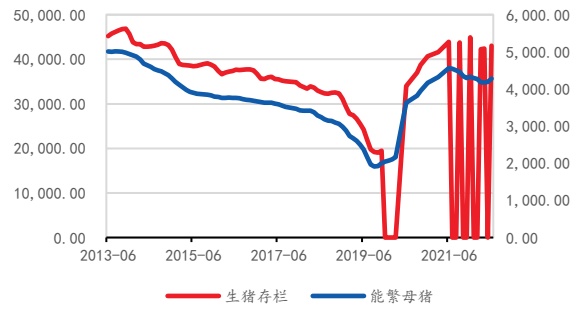
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



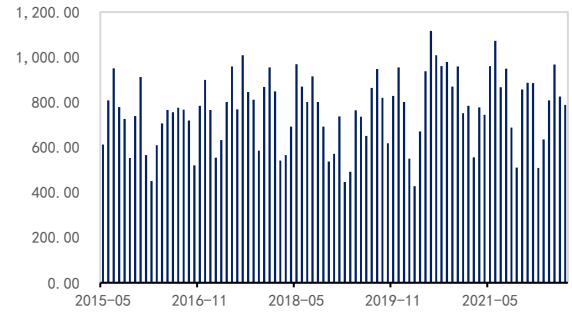
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



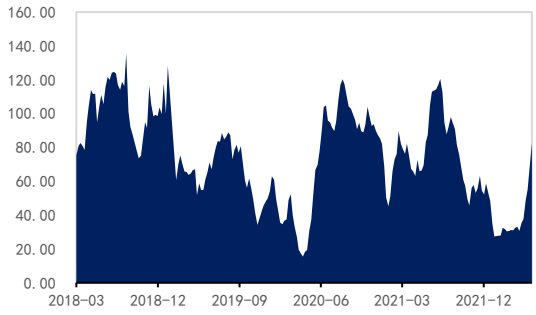
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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