中金财富期货策略周报（2022 年第 31 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：国常会重磅政策之下，商品市场受到明显提振。美国经济数据喜忧参半，欧洲受到能源政策影响，外需变化不大。整体看当前市场处在“需求弱、政策强”的格局之下，商品市场的震荡格局不该，受能源和电力影响的油气和有色相对更强，地产链受情绪影响较大，预计在总需求较为弱势的情况下，工业品反弹的幅度或有限。

股指期货：今年一直被压制的蓝筹板块近期出现明显反弹，核心在于金融板块整体的业绩依然略好于预期，以及稳增长政策再度加大。当前市场结构性特征明显，蓝筹板块与赛道和科技股的跷跷板效应依然明显。对于市场风格是否切换，可保持观望，当前蓝筹和中小指数的轮动处在不稳定阶段，因此目前状况适合观望。

铜：华中地区、华东地区电力供应紧张信号频出，各地开始出台相应解决措施，从而使铜冶炼企业电解环节遭受明显影响；由于铜冶炼企业电解环节需要保障电流稳定，因此一旦出现间歇性供应中断，对其电解铜产出将产生明显损失，现货处于紧俏阶段，现货高升水。8 月下游开工率环比改善，部分行业开工率超过去年同期水平，特别是电线电缆企业开工率改善明显。美联储政策收紧节奏预期缓和及低库存给予铜价较强支撑，价格震荡反弹趋势预计延续，向上驱动或主要来自供应扰动，而需求持续性难保证对价格构成压力。

锌：海外供应扰动加剧，欧洲电价持续上涨导致锌冶炼持续亏损致使欧洲铝锌减产规模扩大，但欧洲能源危机已经持续超 1 年，锌冶炼厂实际减产的产能有限，而国内的高温限电可持续性远不及去年的能耗双控导致的拉闸限电，精炼锌产量增长受限，供应端偏紧格局未变。此外今年经济下行压力远大于去年，传统消费淡季，下游接货情绪不佳，多地疫情的反复和房地产的疲软导致终端需求不足，叠加海外央行的加息周期，市场风险偏好下降，预计短期锌价难以复刻 2021 年的爆发式上涨行情，全球经济衰退预期以及美联储加息节奏也将在下半年阶段 性成为锌价的主导因素。在此情况下，这一风险事件大概率难以驱动锌价逆势向上、走出独立单边行情，更可能的情况是带来更大的波动，锌价以宽幅震荡为主。

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。

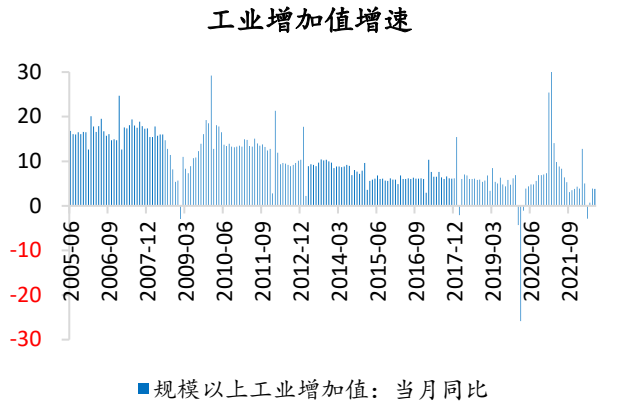
油脂油料：在市场淡化美豆天气炒作预期后，关注点转向调研机构 PF 的实地考察数据，目前披露的信息显示美豆产量可能不及美国农业部预期水平，但从美豆生长指标看，2022 年美豆基本不会出现大幅减产。南美新季大豆产量预计创纪录，全球远期大豆供应将保持宽松格局。印尼延长棕榈油出口专项税免征期限，棕榈油市场对该利空影响的反应并不充分。国内三大油脂期货因库存紧张而短期表现偏强，长期走势仍会跟国际油脂保持一致。国内豆粕市场在消化完国内局部供应紧张后涨势趋缓，但呈现显著的近强远弱局面，远期市场仍需要美豆提供指引。豆一期货市场走势较为独立，远月合约突破近期盘整区间大幅上扬，在主力资金移仓注入后，仍有望保持震荡偏强运行状态。

目 录

周度策略：专项债加码 市场情绪有所回升 - 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 政策继续发力 - 7 -
3 流动性：本周央行逆回购零投放零回笼 利率下行 - 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 多空交织缺乏方向 - 16 -
2 沙特官员发出警告 - 16 -
3 供应偏紧仍难缓解 - 16 -
4 内盘表现强于外盘 - 18 -
5 关注伊核协议迷踪 - 19 -
6 双重主线逻辑并行 - 19 -
天然橡胶 - 20 -
1 氛围偏空驱动不足 - 20 -
2 上游缺乏利好支撑 - 20 -
3 下游交投意愿低落 - 20 -
4 警惕天气炒作风险 - 21 -
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 - 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 -

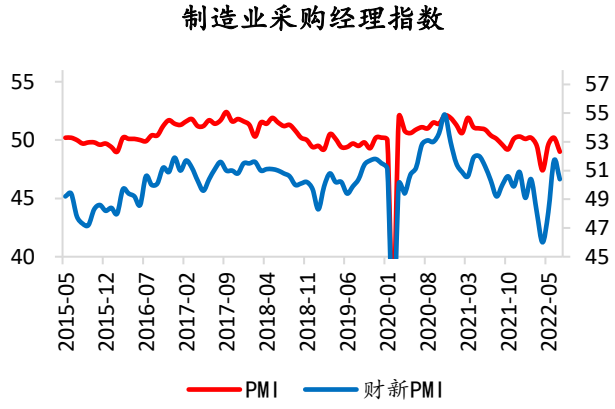
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



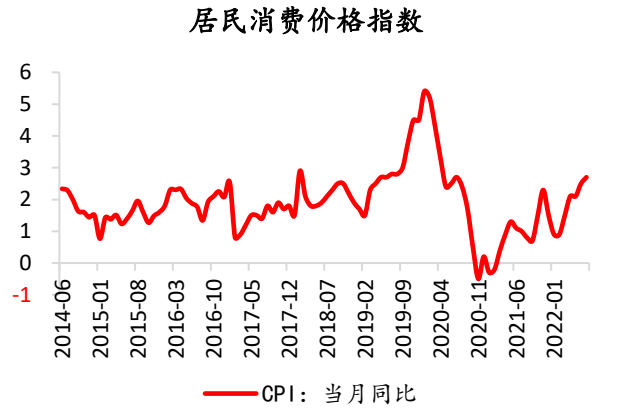
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



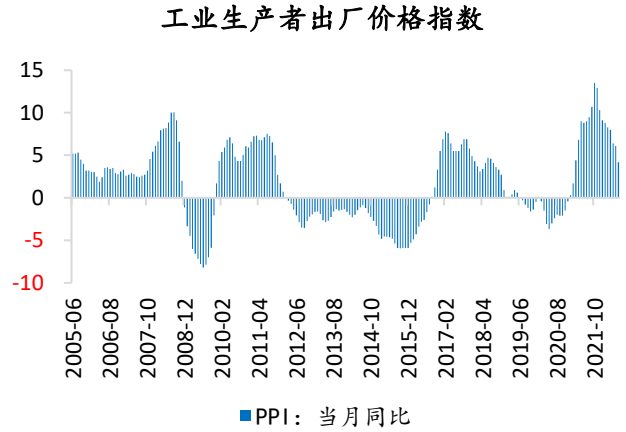
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



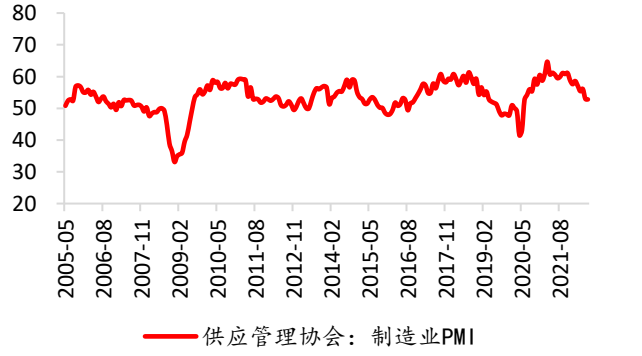
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



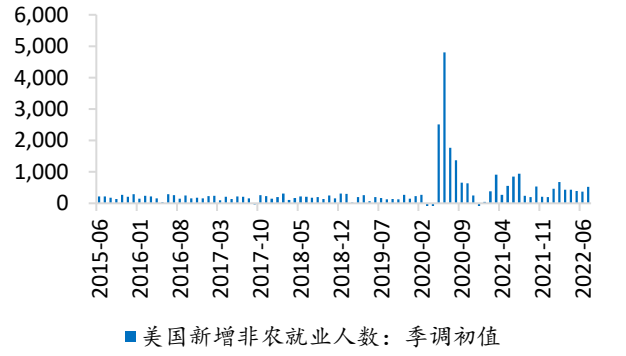
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：专项债加码 市场情绪有所回升

近期商品维持震荡走势，其中受能源因素影响的尤其和有色金属较为强势，尤其是受能源问题影响的有色金属走势较强，但是地产链相对较弱。本周国常会再度出台稳增长政策并加大专项债额度，近期地产链明显回升，走势较强。

关于国常会的专项债加码对经济的影响分析

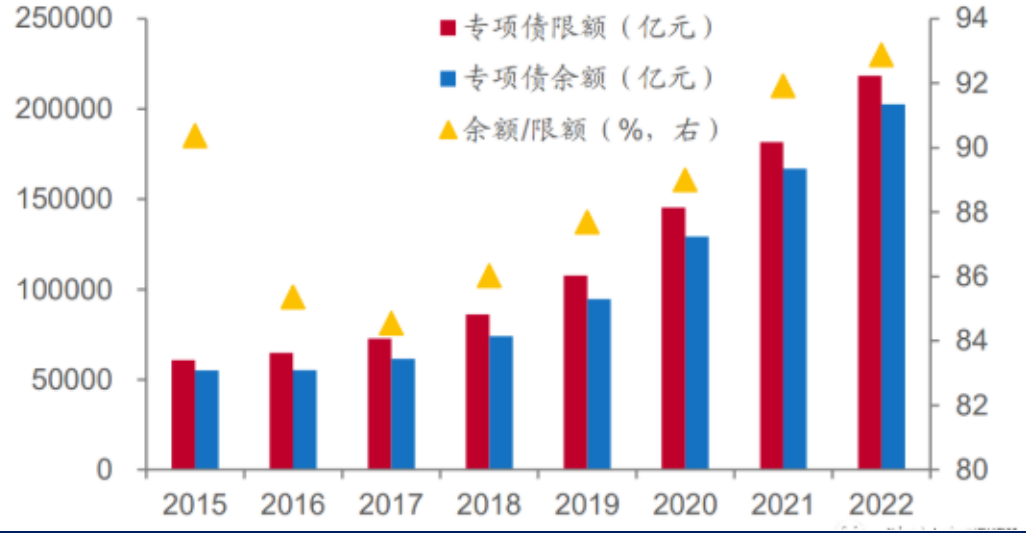
国务院总理李克强 8 月 24 日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。其中提到，增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额。持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。国常会再度在专项债上发力，近期比较少见。

什么是“依法用好 5000 多亿元专项债结存限额”？是指 6 月今年 3.65 万亿新增地方政府专项债额度发完后，接下来再安排加发 5000 亿元专项债，主要也是投向基建。由此，下半年基建投资提速至两位数以上已没有悬念。全年基建投资同比增速有望达到 10%左右，会显著高于去年 0.4%的增长水平，将拉动今年 GDP 增速加快 1 个百分点左右，从而在本轮稳增长过程中发挥中流砥柱作用。

会议提出在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度。项目维度方面，再核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。6 月政治局会议已决定新增 8000 亿元政策性银行信贷，并推进 3000 亿元政金债，用以撬动基建所需资金。本次国常会追加 3000 亿元以上政金债额度，并明确在上一轮 3000 亿元落实到项目后接续发放。据此估算，3000 亿元政金债能够撬动超 1 万亿元基建资金，这一部分资金确定为新设的增量政策工具。

地产方面，政策有进一步宽松的可能。继上周 LPR 再度下调，国常会再度强调松绑合理房地产信贷需求，稳定信贷持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，强调将 LPR 利率调降传导到商业银行市场利率，降低企业融资和个人消费信贷成本。预计短期内要观察降息效果与稳信贷情况，并在下一次降息前推动商业银行负债端成本下降。“允许地方‘一城一策’运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求”。给予地方政府更多政策空间，如刚性和改善性住房的优化认贷政策、贷款利率加点下调、首付比放松等，从房地产需求侧改善市场主体预期。

图表 7：专项债额度



资料来源：wind，中金财富期货研究所

当前 3000+3000 亿元政策性基建资本金工具可能不是终点，如果后续稳增长压力继续存在，则不排除继续增加额度的可能。

考虑到进入 11 月，我国北方部分地区将不再具备施工条件，9-10 月将是为数不多的基建施工窗口。在这种情况下，前期滞后的工期需求在 9-10 月回补，而后期的工作也需要尽力往前赶。因此，预计 9-10 月将继 6-7 月以后，迎来年内基建施工的第二个提速阶段。在基建投资、施工共振走强的情况下，基建上游相关行业的需求会有边际改善，这也是近期工业品反弹的原因。

欧洲能源问题短期内依然尖锐

欧洲能源问题由多重原因导致的，成因非常复杂，预计短期内难以缓解。

除了之前的欧洲购买俄油的问题，近期天然气“断供”叠加 500 年一遇干旱和极端高温，欧洲能源危机面临更严峻的挑战。

一方面，俄罗斯天然气工业股份公司近日宣布，“北溪”天然气项目管道涡轮机将从 8 月 31 日起停机检修三天，通过北溪管道的天然气运输也将暂停。自俄乌冲突以来，欧洲天然气和电力价格持续飙升，导致欧元区通胀居高不下。而天然气间歇“断供”不仅推高电力价格，同时也极大制约了欧洲的工业生产。为缓解能源危机、在俄罗斯断供前加大补充天然气库存，欧洲各国在全球争购液化天然气。今年 1 月到 7 月，欧洲进口的液化天然气已超过 1000 亿立方米，接近去年全年水平。

虽然德法等国在天然气方面已经加快购买和增加库存，但是天然气价格大幅回升。本周以来，欧洲天然气基准荷兰 TTF 天然气期货一度逼近 300 欧元/兆瓦时，目前仍处于 290 欧元的历史最高位。一年前同期，荷兰 TTF 天然气期货仅 28 欧元/兆瓦时。

另一方面，7 月以来欧洲多地遭遇持续极端高温天气，多国气温突破历史极值，在极端高温少雨的天气下，欧洲同样遭遇极端干旱。根据欧洲旱情观测站的报告，欧洲约 64%的地区处于干旱警戒或警报状态，已严重影响到内河航运、水力发电，高温带来的用电需求推动能源危机进一步加剧。在持续升温的能源危机之下，欧洲出口竞争力将持续受损，其他经济体出口或受益。

在能源危机和通胀高企的现状下，欧洲经济衰退预期同样升温，欧洲经济面临的压力依然较大。

市场情绪回升 但工业品反弹空间可能有限

国常会重磅政策之下，商品市场受到明显提振。美国经济数据喜忧参半，欧洲受到能源政策影响，外需变化不大。整体看当前市场处在“需求弱、政策强”的格局之下，商品市场的震荡格局不该，受能源和电力影响的油气和有色相对更强，地产链受情绪影响较大，预计在总需求较为弱势的情况下，工业品反弹的幅度或有限。

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 8：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	8 月 25 日	李克强主持国常会 部署稳经济一揽子政策的接续政策措施	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	稳增长的实物量继续增加
	8 月 26 日	欧洲央行 7 月会议纪要：利率上调 50 个基点是合适的	欧央行成员们一致认为，在货币政策正常化的道路上采取进一步措施是适当的	长期通胀预期失控风险正在增加
数据	8 月 26 日	美国二季度实际 GDP 年化季环比上修至-0.6%	美国二季度实际 GDP 年化季环比修正值-0.6%，预期-0.7%，前值-0.9%	美国仍处于技术性衰退之中，经济前景仍不容乐观
	8 月 24 日	8 月美国 PMI 续创两年多新低	该国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值 44.1，创 27 个月新低，预期 49.8	美国经济面临的压力依然明显
事件	8 月 22 日	5 年期 LPR 降 15 个基点；	此次 LPR 下调主要是针对房贷的降息	央行强调保障房地产合理融资需求

资料来源：中投期货研究所

2 政策继续发力

“稳增长”的节奏转换：常态化下的新平衡。上半年 2.5%的增速之后，需要重新平衡年初的目标增速与实际增速，预计今年经济增速可能降至 4%-4.5%区间，中性估计预计 4.2%左右。区域平衡之下，西部提增速、东部增规模是稳增长的关键。投资与消费对比，目前国内投资对经济的拉动效率高于消费，后续投资将继续发力，制造业和基建投资增速高于固定资产投资增速，占比回升，一定程度上对冲了房地产投资下行，房住不炒的定调下，政策逐步向“供需并举”转变。内需与外需对比，2011-2021 年我国最终消费支出在 GDP 中的平均占比约为 53.7%，较日本、美国 70%-80%左右的水平仍有提升空间，出口虽然仍有较强韧性，但后续或面临放缓压力。现阶段，我国物价水平尚处于合理水平，但在猪周期和环境活跃度提升的带动下，年内上行压力会有所增加，通胀与增长之间的平衡或成为政策推进节奏的考量之一。

财政与货币政策的空间：预期差与发力点。三季度高层对政策的表态较此前有所不同，更加强调宏观政策在扩内需上的作用，推进已落地政策在三季度形成实物工作量，增量政策视稳增长压力而出，稳楼市重要性上升。财政政策方面，可能的预期差在于政策性减收压力变小后，财政支出的加快节奏，年内剩余的 1.55 万亿元专项债限额空间，可能会在广东、上海、山东、江苏等经济大省首先盘活。货币政策宽松的斜率可能更趋平缓，但时间和空间都存在持续超预期的可能性，宽松的时长或可延至明年二季度，存在进一步降准和非对称降息的可能性，结构性工具继续发力，地产信贷的下调空间仍有。

3 流动性：本周央行逆回购零投放零回笼 利率下行

周一至周五，央行延续此前每日 20 亿缩量逆回购的操作规模，操作利率均为 2.00%。同时，7 天期逆回购每日到期量也均为 20 亿元。央行缩量逆回购持续近一个月的后，资金利率开始逐步向政策利率靠拢。本周以来，银行间隔夜和 7 天期回购利率均不断回升， DR007 与逆回购 7 天利率差距过大局面或将打破，后续资金利率逐步向政策利率回归是大概率事件，两大利率猪价 接近。

宏观方面，财政在克制中的发力、对地产和平台经济的支持，对政策即时落地的重视和跨境商务旅行的逐步放开，稳增长仍需要较为充足的流动性环境

4 宏观策略

国常会重磅政策之下，商品市场受到明显提振。美国经济数据喜忧参半，欧洲受到能源政策影响，外需变化不大。整体看当前市场处在“需求弱、政策强”的格局之下，商品市场的震荡格局不该，受能源和电力影响的油气和有色相对更强，地产链受情绪影响较大，预计在总需求较为弱势的情况下，工业品反弹的幅度或有限。

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-1.05%，上证 50 涨 0.03%，中证 500 涨-1.46%，中证 1000 微涨-3.51%

本周北上资金呈现卖出态势，北上资金一周累计成交 4903.04 亿元，**成交净卖出 46.97 亿元**，其中，深股通合计净卖出 43.82 亿元，沪股通合计净卖出 3.15 亿元。

估值及变化：和前周相比，A 股主要指数估值均有回落：8 月 15 日到 8 月 19 日，全部 A 股的市盈率从 17.77 倍下降到 17.71 倍，市净率从 1.78 倍下降到 1.77 倍，万得全 A（除金融,石油石化）的市盈率从 27.33 倍下降到 27.30 倍，市净率从 2.70 倍下降到 2.69 倍。此外，沪深 300、中证 500、中小 100、创业板指的市盈率分别为 12.03 倍、20.54 倍、33.78 倍和 52.64 倍，市净率分别为 1.46 倍、1.79 倍、3.99 倍和 6.23 倍。下图中蓝色虚线为 6 个月（约 120 日）均值±两倍标准差。

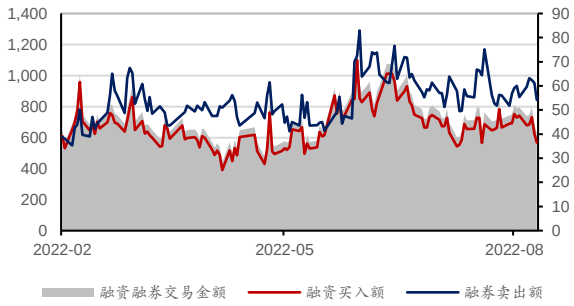
市盈率来看，相较于上月，从 8 月初至上周五，大部分行业高于历史中位数水平，以钢铁、国防军工、有色金属、房地产等行业为首，仅非银金融、美容护理、公用事业、食品饮料等 6 个行业估值低于历史中位数。从市净率来看，大部分行业低于历史中位数，仅美容护理、电力设备、汽车、国防军工等 11 个行业估值高于历史中位数，非银金融、银行、房地产、医药生物、环保、石油石化等 20 个行业估值低于历史中位数。

预计指数震荡态势难以改变

对全球经济前瞻的长期悲观带来行情的短期释放。市场除仍困扰于业绩最后阶段的压力外，人民币的贬值也带来了北上资金的波动，行情短期受负面因素牵制，而难有大的突破。不过从中期看，降息后，稳增长政策进一步聚焦于“努力争取最好结果”，国常会也再布置 19 项接续政策，宏观面呈现相对胶着的态势。

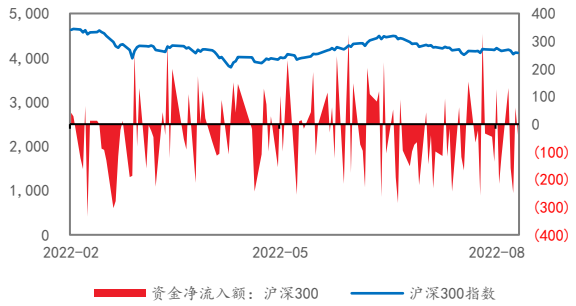
今年一直被压制的蓝筹板块近期出现明显反弹，核心在于金融板块整体的业绩依然略好于预期，以及稳增长政策再度加大。当前市场结构性特征明显，蓝筹板块与赛道和科技股的跷跷板效应依然明显。对于市场风格是否切换，可保持观望，当前蓝筹和中小指数的轮动处在不稳定阶段，因此目前状况适合观望。

图表 9：融资融券数据图



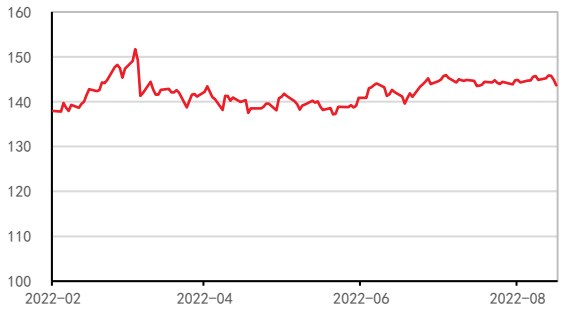
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



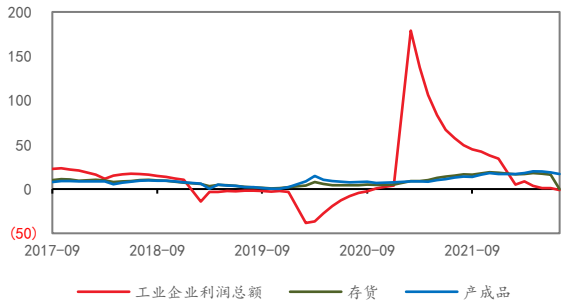
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：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 12：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

8 月除个别冶炼厂短暂延长检修计划以及技改检修外，其余基本都已恢复生产，随着富冶本部以及江西的投产，冶炼厂产量有望冲击 90 关口，但依旧需要警惕冷料市场货源紧张的事实带来的潜在减产可能。另外，高温下的电力负荷或影响开工从而影响产量，机上近期多地硫酸价格出现大幅下跌，市场担忧硫酸胀库情绪渐浓，干扰后期电解铜产量攀升预期。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。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。

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。

铜材 8 月开工 75%，7 月开工率 70.58%， 去年同期 74.16%。铜管 70.61%，环比 7 月 71.23%小幅下降，铜板带箔 75.87%，小幅上移，漆包线 65.74%，7 月 69.88%。下游分化，整体比 7 月小幅改善，但难达往年同期水平。

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。

2 结论

华中地区、华东地区电力供应紧张信号频出，各地开始出台相应解决措施，从而使铜冶炼企业电解环节遭受明显影响；由于铜冶炼企业电解环节需要保障电流稳定，因此一旦出现间歇性供应中断，对其电解铜产出将产生明显损失，现货处于紧俏阶段，现货高升水。8 月下游开工率环比改善，部分行业开工率超过去年同期水平，特别是电线电缆企业开工率改善明显。美联储政策收紧节奏预期缓和及低库存给予铜价较强支撑，价格震荡反弹趋势预计延续，向上驱动或主要来自供应扰动，而需求持续性难保证对价格构成压力。

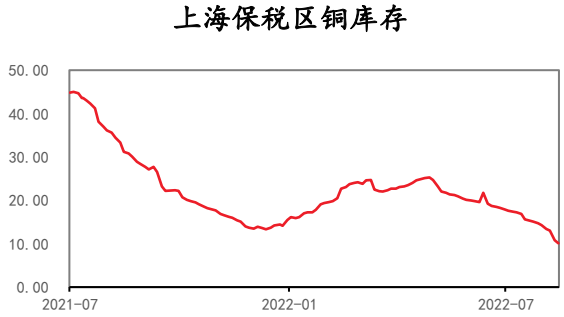
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



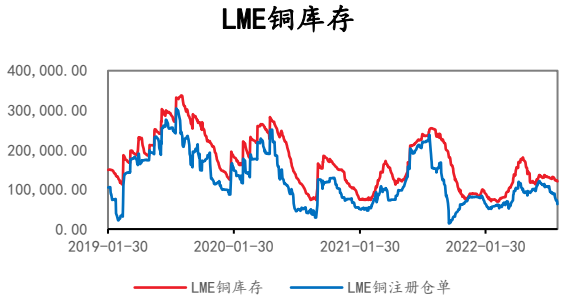
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



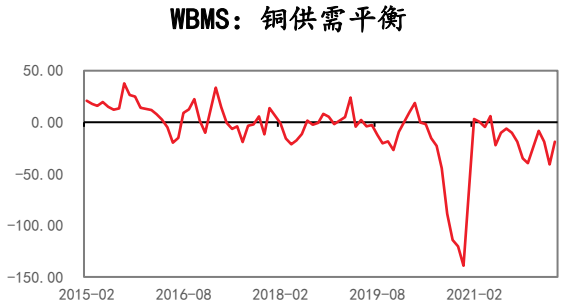
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



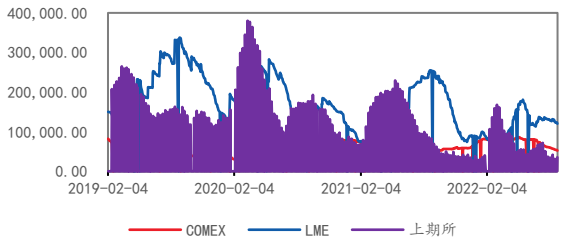
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



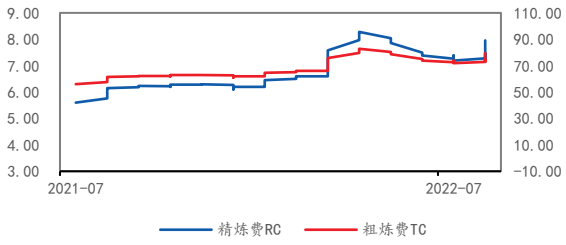
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：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 18：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。

欧洲锌冶炼厂减产，国内高温限电

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%。

近日，由于四川地区持续的高温天气，高峰时段用电存在较大缺口，下发《关于扩大工业企业让电于民实施范围的紧急通知》，要求保障居民用电基本需求，启动有序用电一级方案，时间从 2022 年 8 月 17 日至 24 日（后续根据气温变化和供需形势及时调整）。发布限电通知，当地部分锌冶炼厂相应将停产 5 天，预计有 6000 吨左右的产量或将受到影响。锌 锭供应预期随之下调，同时湖南部分冶炼厂当前也因电力紧张出现不同程度的减产，短期对南方市场锌的供应影响较大。若持续扩大受限影响或者延续，则将会供给端产生较大影响。7 月 SMM 中国精炼锌的产量为 47.59 万吨，不及前期预期，环比减少 1.26 万吨或环比减少 2.57%，同比减少 3.93 万吨或 7.63%。2022 年 1-7 月精炼锌的累计产量为 344.7 万吨，累计同比去年同期减少 2.44%。

总之，欧洲的能源危机和国内的高温限电会加剧锌供应扰动，导致欧洲炼厂减产，对锌的海外供应雪上加霜。

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

疫情影响下，居民收入减少，消费意愿降低，而疫情的动态清零政策又使得餐饮，旅游，电影院和商场等线下消费限制重重。7 月社会消费品累计同比减少 0.2%，固定资产投资累计同比增

长 5.7%，制造业累计同比增长 9.9%，出口同比增长 14.6%。基建和地方政府专项债发行作为经济压舱石表现好于预期，但是总体来说，7 月多项宏观数据不及预期，经济下行压力大。

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。

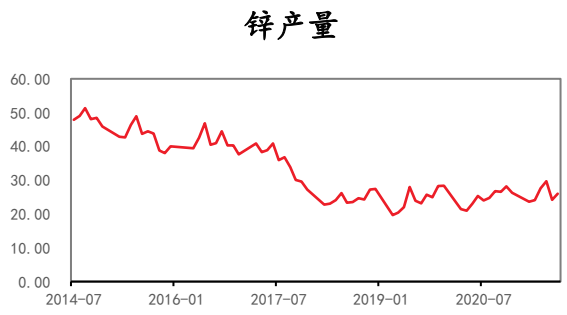
6 月汽车销量 250.2 万辆，环比增长 34.4%，同比增长 23.8%。其中新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 23.8%，延续保持高速增长态势。6 月新能源汽车销量 59.6 万辆，同比增长 1.3 倍。1-6 月新能源汽车销量完成 260 万辆，同比增长 1.2 倍，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

海外供应扰动加剧，欧洲电价持续上涨导致锌冶炼持续亏损致使欧洲铝锌减产规模扩大，但欧洲能源危机已经持续超 1 年，锌冶炼厂实际减产的产能有限，而国内的高温限电可持续性远不及去年的能耗双控导致的拉闸限电，精炼锌产量增长受限，供应端偏紧格局未变。此外今年经济下行压力远大于去年，传统消费淡季，下游接货情绪不佳，多地疫情的反复和房地产的疲软导致终端需求不足，叠加海外央行的加息周期，市场风险偏好下降，预计短期锌难以复刻 2021 年的爆发式上涨行情，全球经济衰退预期以及美联储加息节奏也将在下半年阶段 性成为锌价的主导因素。在此情况下，这一风险事件大概率难以驱动锌价逆势向上、走 出独立单边行情，更可能的情况是带来更大的波动，锌价以宽幅震荡为主。

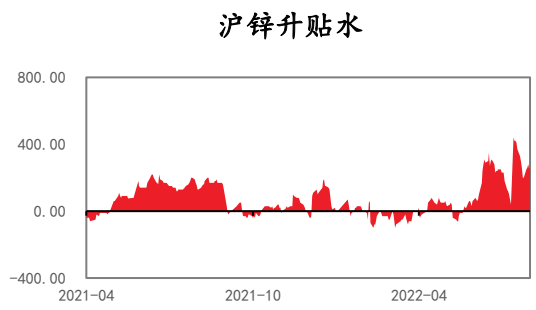
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



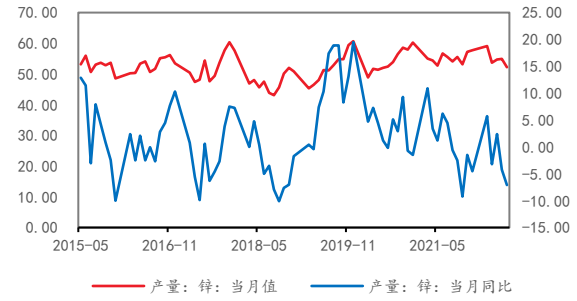
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



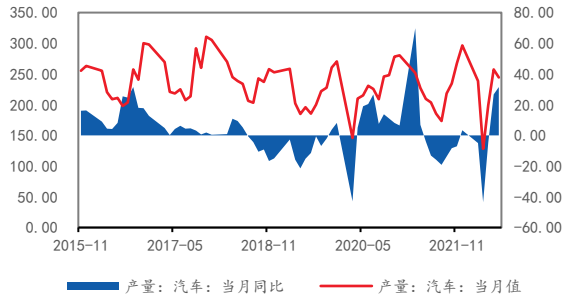
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：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 多空交织缺乏方向

国际原油市场基本面因素相互对冲，当前位置上方向性暂不明显。

供应方面，OPEC 无力继续扩大增产配额，并强调谨慎使用闲置产能以应对突发事件，即使沙特也已经没有多少增产空间。需求方面，全球经济衰退引发的能源消费退潮初步显现，但近期美国油品表需数据有所修复，原油需求端具有很强的韧性。库存方面，由于北美汽油需求回升，欧洲急需俄罗斯原油替代，以及 IEA 战略储备抛售减少，美国商业原油去库存周期得以延长。宏观层面上，美联储加息预期已经充分消化；地缘层面上，原油贸易流调整后断供风险极大释放。

因此，在没有新的重大突发性因素刺激下，预计 Brent 原油价格将围绕 100 美元左右反复争夺，但要警惕伊朗核协议达成的风险。

2 沙特官员发出警告

对经济衰退的担忧情绪主导原油在内的大宗商品，目前国际原油价格已基本回吐俄乌战争爆发以来的涨幅。对此，沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹表示，OPEC+有应对挑战的手段和灵活性，包括通过削减石油产量。站在原油卖方的立场，阿齐兹认为：当前原油市场在某种程度上处于“精神分裂”的状态，期货与现货之间越来越走向脱节，有时甚至发出错误的信号。他解释道，收紧的流动性和极端的波动性将人们的注意力从闲置产能上移开，国际原油定价不能以有意义的方式反映现货供需的真实情况。全球闲置原油产能极度不足，供应中断风险仍然很高，而市场表现给人以一种虚假的安全感。阿齐兹警告称，这种“有害波动”可能会迫使 OPEC+在下次会议时重新考虑减产，该组织很快将开始就 2022 年以后的新协议开展工作。

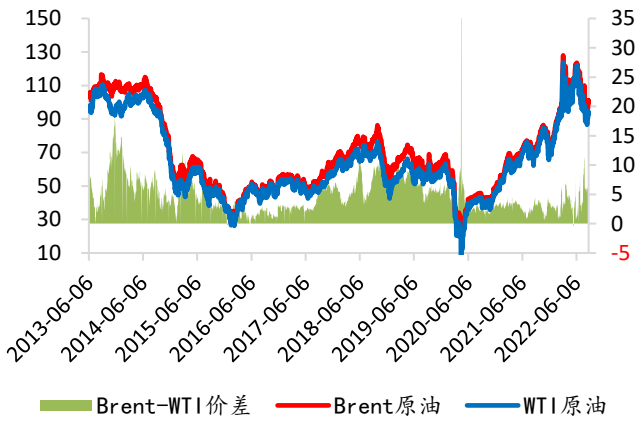
3 供应偏紧仍难缓解

沙特能源大臣的表态提醒我们，不应忘记全球原油市场仍然紧张的事实。

事实上，由于一些成员国受制裁或投资不足，OPEC+在提高原油产量方面仍然步履维艰。尽管该组织承诺在 7 月和 8 月增产 64.8 万桶/日，但 7 月实际产量大幅低于目标 290 万桶/日，减产执行率高达 546%。回顾 6 月 OPEC+原油产量落后于目标 280 万桶/日，减产执行率为 320%，现在的情况甚至还要糟糕。美国为首的西方一直敦促 OPEC+加快提高原油产量，然后 OPEC+同意在 9 月小幅增产 10 万桶/日，以此作为对拜登访问的友好回应。

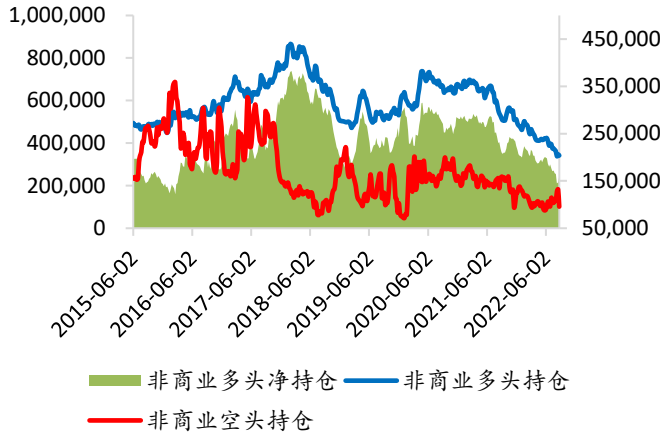
其实，全球石油和天然气行业投资不足是普遍现状，石油输出国本身也是无计可施。估计目前 OPEC+的剩余产能约为 100 万桶/日，位于近 20 年来的最低水平，鉴于全球原油市场供需平衡接近 1 亿桶/日，这个数量级的闲置产能基本等于已经没有增产能力。更何况国际原油走出技术性熊市后，OPEC+的增产信念已经有所动摇，不排除未来政策重新转向收紧供应。

图表 23：国际原油期货价格



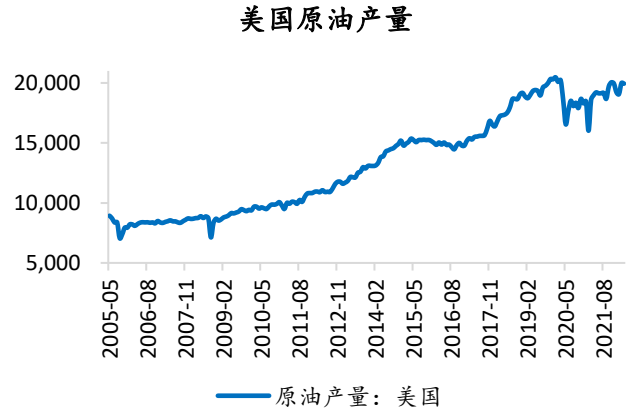
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



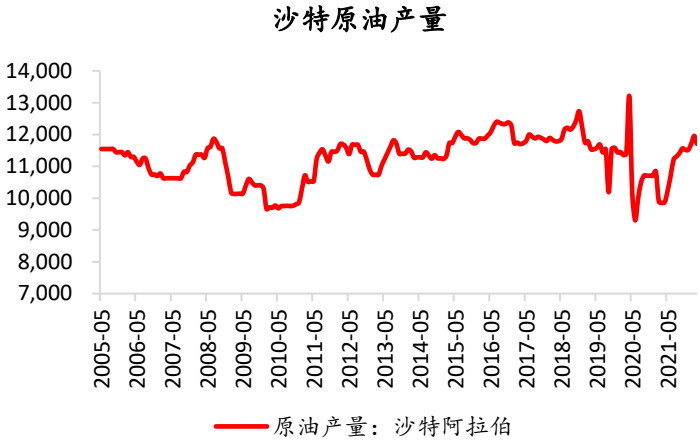
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



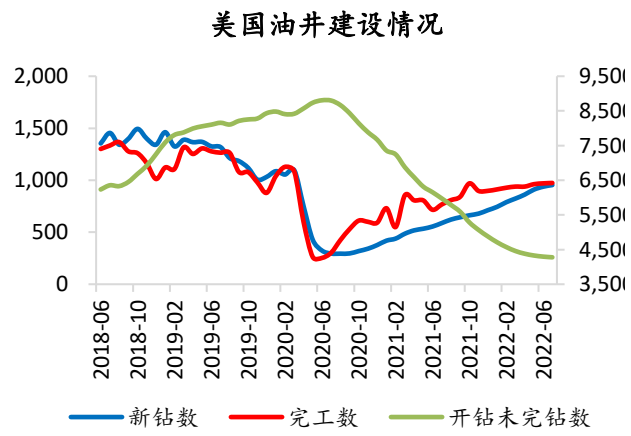
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



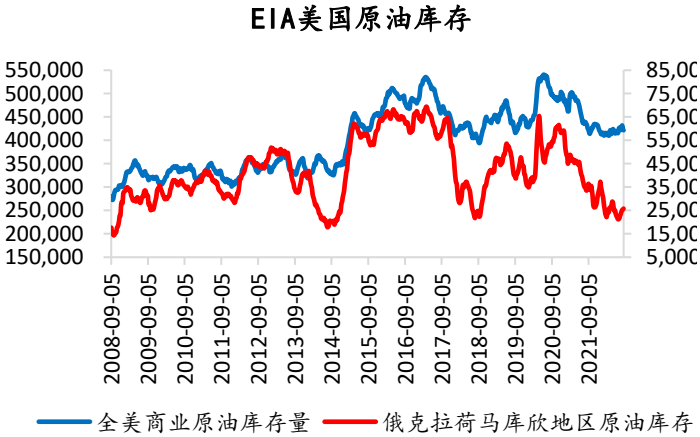
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



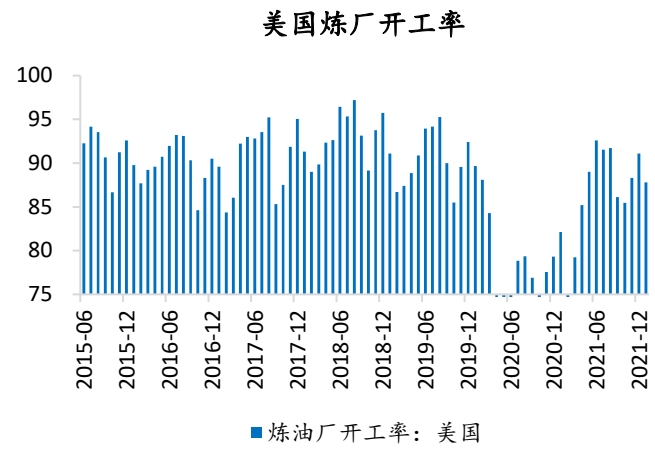
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



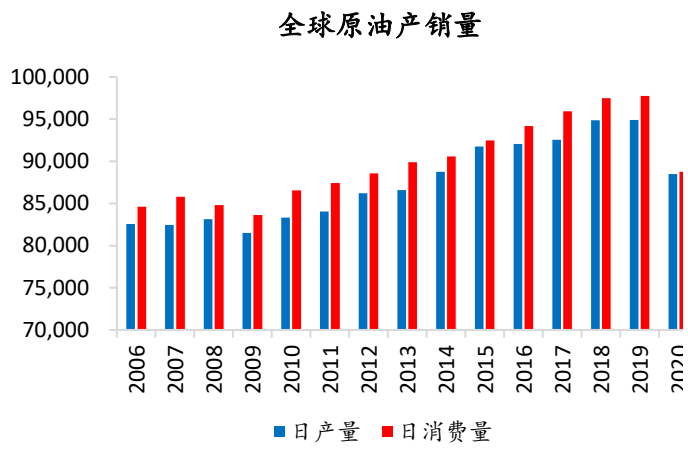
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：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 内盘表现强于外盘

在国际原油走势疲弱的同时，中国 SC 原油表现相当抗跌，甚至近月合约还有所逆势回升，导致内外盘价差迅速走阔，SC 从贴水 Brent 变成大幅升水，这似乎与大环境格格不入的异常现象引发市场普遍关注。

我们曾明确指出，俄乌战争深刻地改变了国际原油市场格局，全球原油贸易流被重塑，现货供需情况存在明显的区域性差异。因此，数月以来中东、美国、欧洲和亚太地区之间的价差结构变动明显异于以往历史时期。SC 是我国自己的原油期货品种，2018 年上市后逐渐走向成熟，其定价能够比较客观地反映中国原油市场的供需关系，以及与全球其他原油市场跨区域的供需差异。

回顾俄乌战争爆发后市场对供应中断预期拉满，前期 130 美元以上的 Brent 原油价格相当程度上是地缘政治风险溢价。然而中国并不参与对俄罗斯的制裁，国内原油供需情况较为稳固，欧洲能源危机并不作为 SC 的主要定价逻辑。何况 4 月在上海等地疫情冲击下，国内原油需求出现了大幅下降，SC 亦深度贴水国际油价。现在，一方面全球原油供应下降不及预期，另一方面中国原油及成品油消费逐渐回暖，内外盘价差修复是再正常不过的。

SC 原油交割品以中东原油品种为主，理论定价公式简化为 SC=中东原油价格+运杂费。油价成本上，SC 交割品从中东采购运输到国内注册成仓单，过程通常需要一到两个月的时间，用于 8 月交割的原油对应的采购时间是 6 月，这一批成本无疑是年内最高的。运费成本上，由于欧洲对俄罗斯原油禁运引发贸易流重构，提升了 VLCC 在内的部分船型运价，中东到中国航线原油运费较年内低点上涨近 40%。鉴于原油现货炙手可热的局面，沙特阿美将 9 月销往亚洲的阿拉伯轻质原油价格升水上调至 9.8 美元/桶，所谓的亚洲升水幅度创历史新高。

综上，当前 SC-Brent 原油价差出现升水结构是较为合理的，加上 SC 期货仓单存量处于上市以来最低水平，预计内盘相对国际油价偏强的局面将会延续一段时间，直至基本形势再度发生转变。

5 关注伊核协议迷踪

从伊朗核问题协议相关各方的表态来看，有可能达成新的协议并由此带来伊朗原油供应回归。伊朗外长此前表示，比以前更接近达成协议，如果美国“表现出灵活性”，就能在未来数天内就伊核协议达成共识。美国官方人士透露，伊朗在谈判中放弃要求将伊斯兰革命卫队从美国政府认定的恐怖组织名单中删除。市场传闻，欧洲就恢复伊核协议提出的“最终文本”中，包括释放数十亿美元被冻结的伊朗资金和石油出口的条款。这一“最终文本”的提案也获得了美国认可，称如果伊朗接受该协议，美方考虑迅速签署。据悉，在伊朗核协议恢复履约的 120 天内，伊朗将被允许每天出口 250 万桶石油，作为核查机制的一部分，伊朗在此期间将出口 5000 万桶石油。根据 OPEC 月报数据，伊朗 7 月原油产量为 255 万桶/日，参考制裁前伊朗原油产量为 380 万桶/日，若协议落地将带来约 125 万桶/日的供应增长空间。然而，日前拜登下令轰炸叙利亚境内的伊朗军事目标，又给伊核协议带来了巨大的不确定性。

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。

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端主导。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，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。

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。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。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。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基本格局暂且维持紧平衡的论断。

天然橡胶

1 氛围偏空驱动不足

天然橡胶基本面总体变化不大，受宏观及商品市场氛围影响，一段时间内走势偏弱驱动不强。国内外天然橡胶主产区正处于雨季中后期，随着未来一两个月降雨减少，将逐渐向季节性旺产期过渡。夏季高温和限电压制轮胎企业开工率，待金九银十国内需求有望回暖，但海外需求衰退预期同样明显。不过，目前沪胶走的是 09 合约的交割逻辑，待大量老胶仓单强制注销兑现后，01 合约上压力减轻，将有利于盘面向原料成本端价值回归。

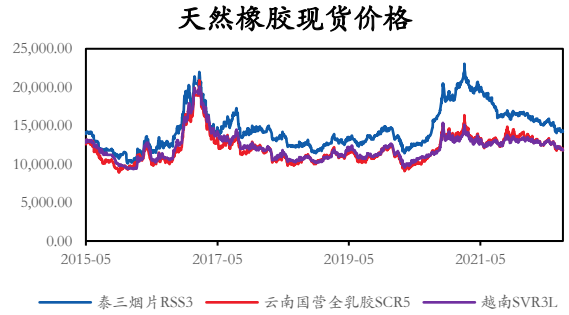
2 上游缺乏利好支撑

橡胶供应端整体来看，暂时缺乏利多因素。供应预期放量的季节性周期下，正常情况下国内外产区新胶产出将进一步提升。目前国内云南产区雨水天气偏多，海南产区受疫情、台风等影响新胶释放不顺畅。虽然天气及其他外部因素导致新胶产量提升不及预期，但供应随时间递增是大势所趋。泰国胶水已经开始放量，当地原料价格下跌明显，国内市场亦同步走弱。随着近期船货到港量的增加，而下游需求表现依然疲弱，青岛港口库存累积预期有所增强。不过目前沪胶处于历史低位，国内现货报盘相对坚挺，期现价差收缩令盘面似乎跌无可跌。但全球经济衰退的大背景下，海外需求预期下滑，供应端若保持正常，基本面缺乏实质性支撑下胶价仍将震荡偏弱运行一段时间。

3 下游交投意愿低落

沪胶期货盘面低位震荡走势偏弱，现货市场价格重心继续下移。天然橡胶自身基本面缺乏利好提振，尤其是需求表现低迷，逢跌买盘积极性欠佳，仅少量刚需采购。需求端主要下游来看，轮胎及橡胶制品需求十分疲弱。橡胶轮胎市场整体表现欠佳，内销市场订单薄弱改善力度有限，出口订单呈现高位回落趋势。轮胎企业成品库存累积资金压力较大，叠加当前部分地区高温限电，诸多因素压制预计短期轮胎行业开工率极大受限，对原料橡胶采购需求难有提升，橡胶缺乏需求端的有效支撑。买涨不买跌的心理作用下，橡胶现货市场交投氛围低落，在供强需弱的格局中，一段时间内行情仍将以弱势运行为主。

图表 31：天然橡胶现货价格



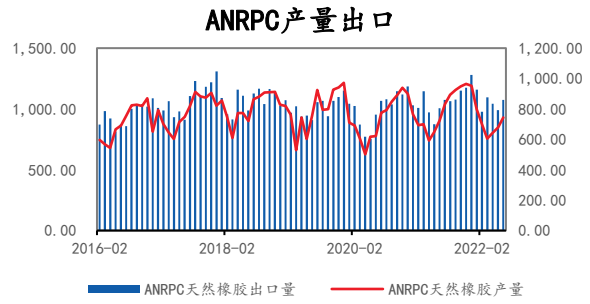
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



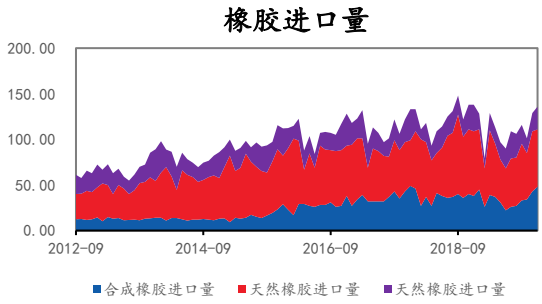
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



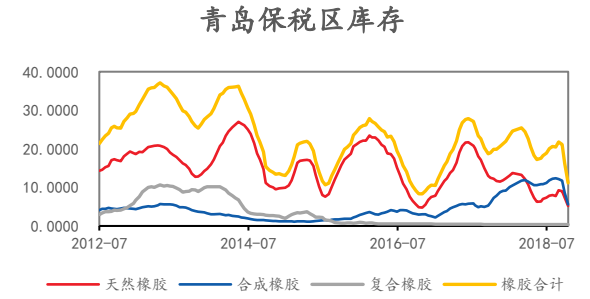
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：橡胶进口量



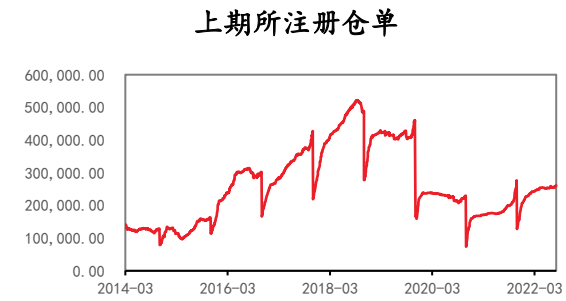
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：青岛保税区库存



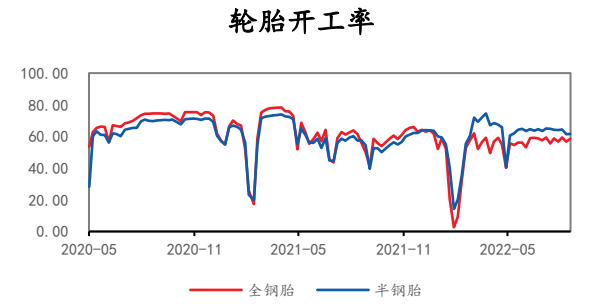
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



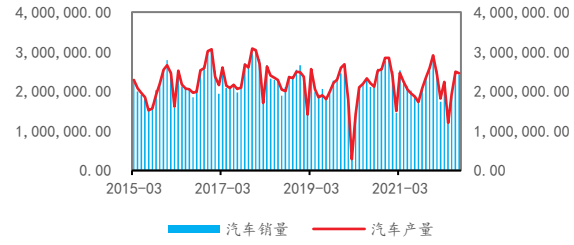
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：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

美豆优良率下降一个百分点，天气炒作情绪降温

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 21 日当周，美国大豆优良率为 57%，低于市场预期的 58%，去年同期为 56%；美豆开花率为 97%，结荚率为 84%，均追平或接近五年均值。预计下周将首次公布落叶率，显示美豆生长逐渐进入中后期。随着天气炒作窗口继续收窄，美豆市场天气炒作情绪在不断降温。

机构作物巡察受关注，美国多州大豆结荚率低于上年

私人分析机构 Pro Farmer（PF）本周对美国主要作物州展开实地调查，从目前公布的考察情况看，美豆结荚量普遍低于上年同期，市场预期该机构的最终巡察报告可能显示美豆产量低于美国农业部预估水平。PF 第一日(2022.8.23)公布南达科他州及俄亥俄州巡查数据。从数据来看，2022 年南达科他州豆荚数 871.4，同比 2021 年减少 12.59%，且低于 3 年均值 15.14%。俄亥俄州豆荚数 1131.64，同比 2021 年减少 5.33%，高于 3 年均值 8.98%。PF 第二日(2022.8.24)公布内布拉斯加州及印第安纳州巡查数据。数据显示，2022 年内布拉斯加州豆荚数 1063.72，同比 2021 年减少 13.27%，且低于 3 年均值 14.56%。印第安纳州豆荚数 1165.97，同比 2021 年减少 5.95%，高于 3 年均值 1.54%。PF 第三日(2022.8.25)公布的数据显示，美国伊利诺斯州的大豆结荚量低于去年同期，但高于三年均值水平；内布拉斯加州和南达科他州在内的许多西部种植州的大豆产出前景低于三年平均水平。市场密切关注该机构考察结束后关于美豆产量的完整评估报告。

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。巴西国家商品供应公司（Conab）本周预计，2022/2023 年度巴西大豆产量将达到创纪录的 1.5036 亿吨。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。相关机构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。目前来看，全球大豆远期供应格局将保持宽松，并不支持豆价过度反弹。

马来西亚 8 月前二十日出口增加，印尼延长出口专项税免征期限

马来西亚棕榈油协会（MPOA）数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油产量预估增 16.18%。据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚 8 月 1-25 日棕榈油出口量为 906470 吨，上月同期为 864563 吨，环比增加 4.8%。船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 8 月 1-25 日棕榈油出口量为 966655 吨，较 7 月同期出口的 878879 吨增加 10%。船运调查机构 SGS 公布的数据，马来西亚 8 月 1-25 日棕榈油出口量为约 97 万吨，环比基本持平。从目前的数据看，马来西亚 8 月棕榈油产量增幅高于出口增幅，预计库存压力将进一步上升。此外，印尼政府宣布将棕榈油出口专项税豁免期限延长至 10 月 31 日，此举将降低印尼棕榈油出口成本，有利于印尼消化高库存，但将对马来西亚棕榈油形成较大出口竞争压力。

2 国内豆类市场分析

局部供需失衡，国内豆粕价格宽幅震荡

受国内进口大豆到港量不足影响，国内油厂周度大豆压榨量下滑，近期基本回落到每周 170 万吨之下。饲料养殖企业提货速度加快，豆粕库存继续下降。我国南方多省份遭遇罕见超长高温天气，用电负荷明显超出正常水平，部分城市不得不采取拉闸限电措施调节电力供应。其中部分油厂因限电导致开工率下降，豆粕产量迅速下降。部分养殖企业及饲料企业为维持正常库存采取集中补库，甚至有企业因买不到豆粕原料而面临“无米下锅”的风险。由于 9-10 月国内大豆到港量依然偏低，现货保持强势运行，市场买涨不买跌的采购心理进一步放大需求。豆粕期货在现货和美豆的强势提振下，一度出现强势反弹局面。随着国内高温天气结束和美豆冲高回落，远期供应宽松前景令豆粕期货市场回归理性，回吐周初大部分涨幅。

三大油脂库存整体偏低，油脂价格保持抗跌状态

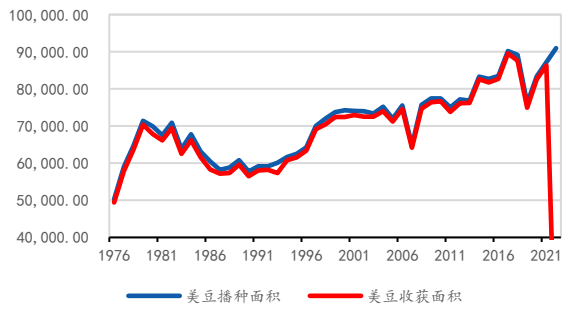
我国 7 月植物油产量整体稳定，进口量显著下降。近期国内油厂大豆周度加工量基本在 170 万吨左右，国内豆油库存已连续八周回落，降至一年多低位。菜籽油继续去库存，棕榈油由于到港量回升，库存小幅增加，但三大油脂整体库存依旧处于偏低水平。同时，随着中秋和国庆双节临近，油脂消费回暖，贸易商采购量增加，低位补库需求明显限制市场回调空间。与此同时，PF 田间调查引发市场对美豆产量下调的担忧，加上俄乌冲突有升级之势，原油连续回升带动整个商品市场反弹，在多重利多因素提振下，国内油脂价格维持震荡回升节奏，价格重心震荡抬高，预计低库存现象仍会给油脂盘面抗跌提供支撑。

3 油脂油料市场展望

在市场淡化美豆天气炒作预期后，关注点转向调研机构 PF 的实地考察数据，目前披露的信息显示美豆产量可能不及美国农业部预期水平，但从美豆生长指标看，2022 年美豆基本不会出现大幅减产。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。印尼延长棕榈油出口专项税免征期限，棕榈油市场对该利空影响的反应并不充分。国内三大油脂期货因库存紧张而短期表现偏强，长期走势仍会跟国际油脂保持一致。国内豆粕市场在消化完国内局部供应紧张后涨势趋缓，但呈现显著的近强远弱局面，远期市场仍需要美豆提供指引。豆一期货市场走势较为独立，远月合约突破近期盘整区间大幅上扬，在主力资金移仓注入后，仍有望保持震荡偏强运行状态。

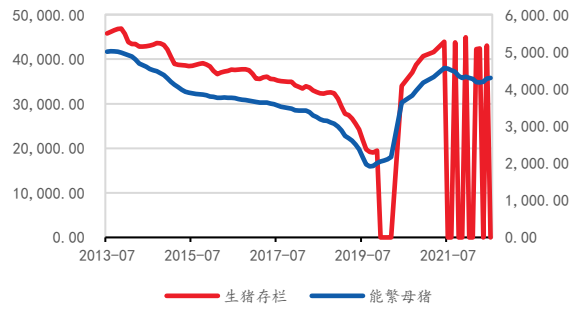
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



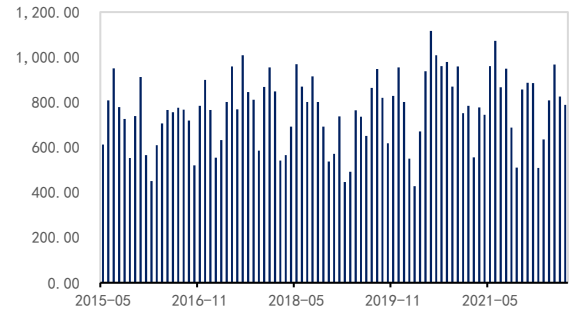
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



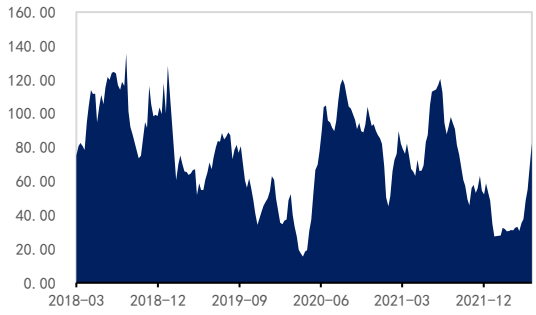
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：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 42：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