中金财富期货策略周报（2022 年第 32 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：国内经济方面，在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9 月 PMI 很可能继续边际修复，疫情还是严重的限制因素；尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期。外围方面，美国经济有韧性但是货币紧缩，欧洲经济下行快，市场风险偏好也将受到明显影响。内外因素给工业品市场定下了弱势的基调。

股指期货：预计指数中期处于震荡区间，短期先抑后扬：因此，目前市场处于投资者情绪释放阶段，在流动性支撑下，指数大概率不会大幅下跌，但也很难有趋势性机会，中期（月度级别）大概率呈震荡态势，震荡区间在 3100 点-3300 点

铜：南方多地高温限电，对电解铜供应及需求均造成冲击，但对供给影响更大，大冶、铜陵、五矿、张家港、富冶等多家炼厂均出现减产，8 月电解铜实际产量料低于预期。铜供应扰动增加，8 月整体现货市场偏紧对铜价的推动作用明显，但由于铜价和升水均高位，现货采购端出现抑制行为，这将一定程度削弱基本面支撑强度；中短期供需面偏紧将驱动铜价继续震荡走高；长期来看，海外宏观面预期悲观将限制铜价上行高度。

锌：宏观来看，近期欧美经济数据表现不及预期，且美联储官员强调高通胀以及支持 9 月加息 75 个基点，美元指数上涨压制锌价上涨空间。当下的忧虑仍在于需求端，海外面临经济衰退压力下的需求疲弱，国内消费也较弱势。海外锌冶炼厂暴露在成本压力下，减产风险大大增加，锌锭短缺局面难改，下游还面临四川限电问题，锌市场仍处于供需双弱局面。宏观悲观情绪得到压制锌价，预计短期内维持偏弱。

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。

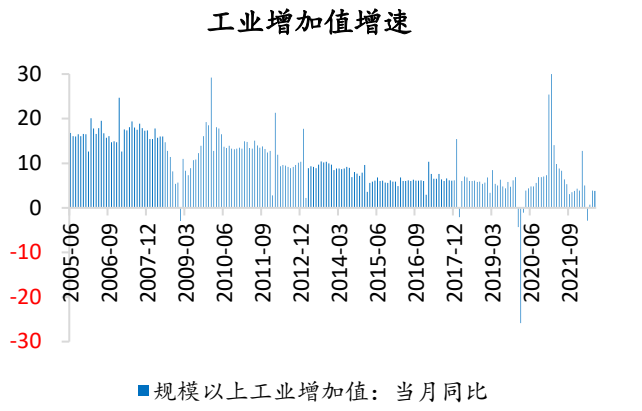
油脂油料：9 月下旬美国大豆将进入收割期，天气窗口即将关闭，2022 年美豆有较大概率实现预期产量。新季巴西大豆即将开始播种，创纪录的产量前景将为全球大豆供应提供重要保障。马来西亚棕榈油库存压力上升，印尼频繁调整棕榈油出口政策，过高的库存仍需要时间消化。疫情防控是影响近期国内油脂走势的关键，如果成都等大城市能在短期内遏制疫情上升趋势，国内市场对油脂需求下降的担忧也会减弱，否则油脂市场很难结束恐慌性下跌局面，甚至不排除在外盘配合下跌破前低支撑的可能。国内豆粕市场暂时受到油脂下跌的支撑，短期维持粕强有弱的概率较大，中长期走势仍会与美豆保持一致，成本驱动仍是主导国内豆粕价格走势的关键。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续拍卖与新豆上市时间缩短，供应压力不支持豆一期货价格大幅反弹，宜保持震荡思路加以应对。

目 录

周度策略：为何上周工业品跌幅如此之大，后市怎么看？ ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
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 ..... - 15 -
1 闲置产能行将告罄 ..... - 15 -
2 伊朗或将重返市场 ..... - 15 -
3 供应增减预期抵消 ..... - 15 -
4 美联储表态极鹰派 ..... - 17 -
5 下行风险高于上行 ..... - 17 -
6 双重主线逻辑并行 ..... - 18 -
天然橡胶 ..... - 19 -
1 供强需弱驱动不足 ..... - 19 -
2 上游缺乏利好支撑 ..... - 19 -
3 下游交投意愿低落 ..... - 19 -
4 青岛库存边际累增 ..... - 21 -
5 美金现货价格走软 ..... - 21 -
6 辩证看待基本形势 ..... - 21 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 ..... - 23 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 23 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 23 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 24 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 24 -
免责条款 ..... - 26 -

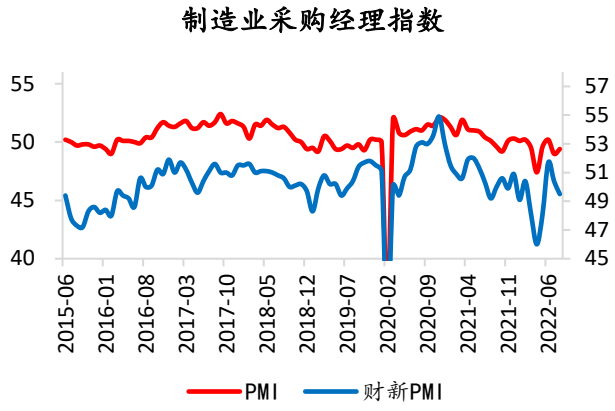
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



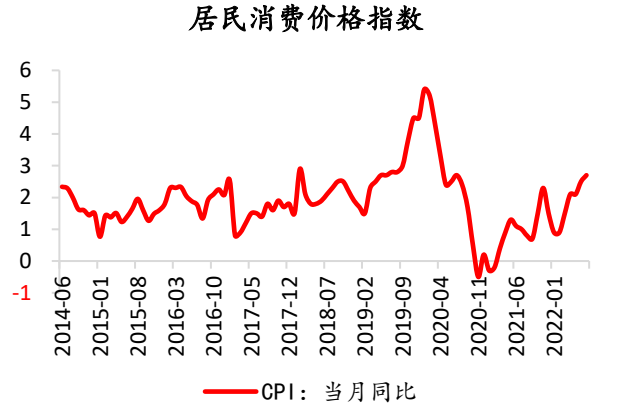
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



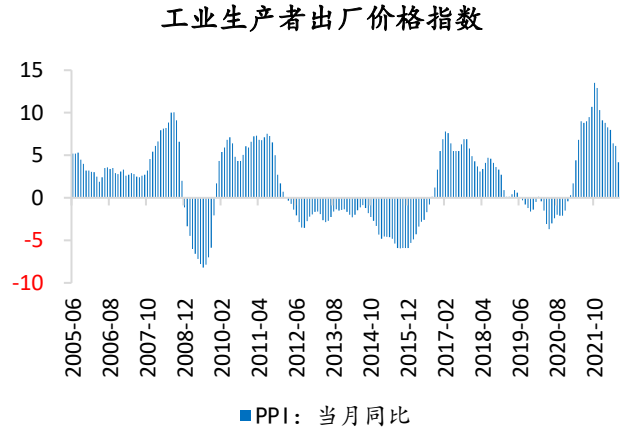
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



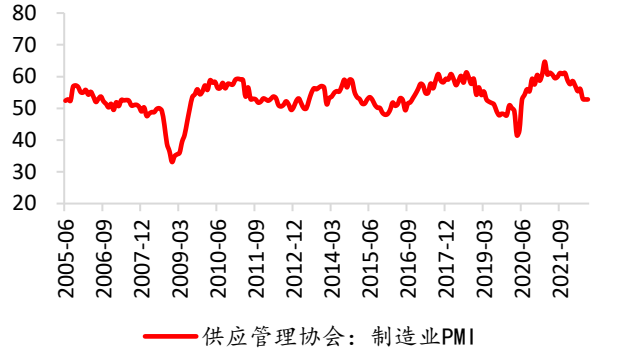
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



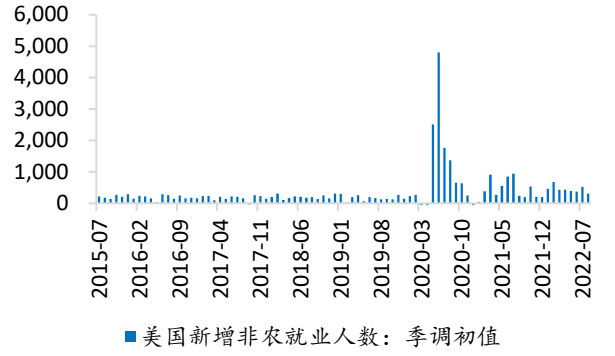
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：为何上周工业品跌幅如此之大，后市怎么看？

上周工业品明显走弱，螺纹跌 11.23%，铜跌 6.5%，原油跌 6.5%，这种跌幅在今年内可以排进周度最差前三，在工业品价位不高的情况下，缘何再度出现这么大幅度的下跌？核心原因在于美联储主席鲍威尔最为鹰派的表态、欧洲经济快速下行、以及国内地产弱势的状况。那么工业品会继续延续弱势，再度大跌么？目前仍须观察欧美经济的表现，因此当前工业品弱势的特征难以改变，是否大跌需要关注欧美经济是否超预期的下行。

全球经济：下行和分化

8 月全球制造业延续下行趋势，并呈现出“欧洲弱、亚洲分化、美国偏强”的格局。其中，美国 PMI 指数与上月的 52.8 持平，比较令人意外，也好于市场预期，而欧元区整体延续下行趋势，连续两个月低于 50 显示出欧洲经济四季度陷入衰退的风险高。

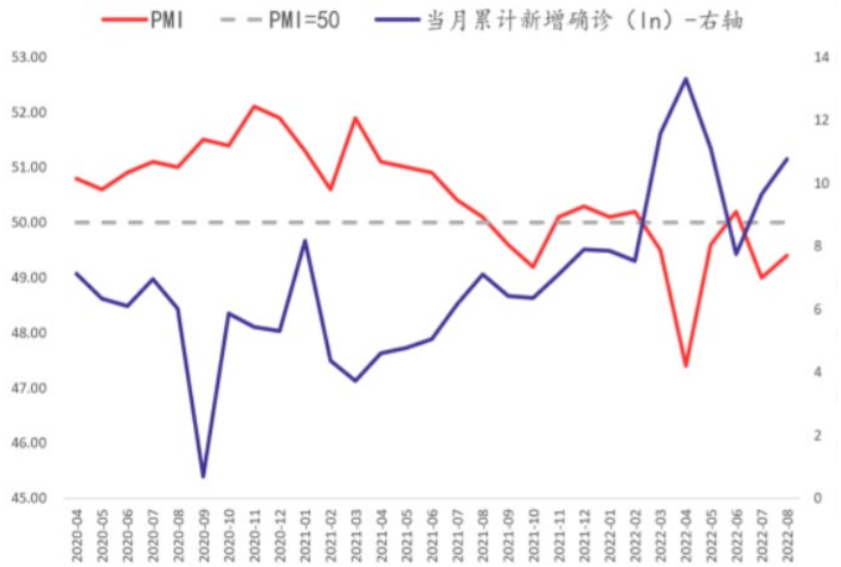
8 月全球制造业增长动能较 7 月继续下降并接近荣枯线。大多数国家制造业景气程度持续回落，欧洲国家读数连续低于美国和新兴市场。8 月全球制造业 PMI 指数为 50.3，较上月下降了 0.8 个百分点。多数国家读数连续多月下降，且区域分化趋势明显，呈现出“欧洲较弱、亚洲分化、美国偏强”的局面。8 月欧元区制造业 PMI 指数由前月的 49.8 降为 49.6，连续两个月位于 50 以下，预计四季度持续位于 50 以下的可能性高。横向比较来看，8 月欧元区制造业 PMI 指数连续两个月不及新兴国家，为 2020 年 7 月以来首次，后者 8 月读数由上月的 50.8 下降至 50.2。中国将成为未来新兴市场制造业能否回稳的重要影响力量。

简单看一下主要经济体的情况。亚洲方面，8 月亚洲主要国家制造业 PMI 分化加剧，印度表现最为良好，8 月录得 56.2。日本及韩国下行明显，其中韩国连续两个月位于 50 以下。中国制造业 PMI 指数则由上月的 49 回升至 49.4，稳增长政策加速落地助力制造业持续恢复；欧洲方面，多数欧洲国家 PMI 指数连续两个月位于荣枯线以下，德国、英国、意大利、西班牙等主要国家制造业 PMI 指数均持续下降并在收缩区徘徊显示出四季度欧洲经济衰退风险高；美洲方面，除美国制造业一枝独秀外，加拿大制造业明显遇冷，8 月读数为疫情以来首次跌落荣枯线。墨西哥等拉美国家制造业景气程度则波动较大，代表国家 PMI 指数持续在荣枯线上下波动，经济增长不确定性高。

我们来看下我国的经济状况。简单概括就是“弱修复、基建托底”。首先是基建托底建筑业，8 月份建筑业经营活动状况下行 2.7 至 56.5，土木工程建筑业下行 1.0 至 57.1，高热天气依然不利于开工，但包括新订单、价格和预期等数据均有改善，一定程度上体现扩大有效投资（基建）的作用，这也有利于在农民工占比大的建筑业以工代赈，进一步缓解就业压力。而房地产依然处于下滑中，其经营活动下行 0.8 个点至 44.9，新订单继续下滑至 39.6，预期同样下行。

8 月 PMI 的弱恢复主要受到基建托底、外需上行、大宗商品价格企稳的支持，但高温的季节性影响、疫情的压制和房地产业的疲弱对需求的压制依然十分明显。在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9 月 PMI 很可能继续边际修复，疫情还是严重的限制因素。尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期，我国对当下经济问题在中长期的应对以及结构调整还有待明确。

图表 7：疫情对经济的影响较大



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美国就业市场波动给可能难以改变美联储态度

9 月 2 日周五，美国劳工统计局公布的报告显示，美国 8 月非农就业人口增加 31.5 万人，略高于预期的 30 万人，远低于 7 月的 52.8 万人，增幅创去年 12 月以来最小，就业人数连续 20 个月增长。

虽然新增就业人口低于预期，但是美国劳动力市场的坚韧程度还是超出市场预期，美国 8 月非农就业人口超预期增长 31.5 万人，本月的这一增长为年内最低，较上月环比下降 40.1%。虽然与疫情前的同期水平来看依然较多，且有一定季节性因素存在，结合本月超预期上升的失业率情况来看，美国劳动力市场有降温迹象。

然而从劳动力供需缺口角度来看，7 月美国职位空缺数再度上升，劳动力供需缺口有所扩大，且即使新增的劳动力人口全部实现就业，劳动力供需缺口也依然在历史高位，这距离实现美联储的目标还有一段距离。

具体来看，服务业依然是拉动就业增长的主要因素。其中，低收入服务新增就业达 17.1 万人，为本月最高，教育和保健服务、零售业、休闲和酒店业的新增就业增长是该类就业上升的主要因素。从职位空缺数据来看，目前教育及卫生服务依然是职位空缺最多的行业，预计还将对非农就业形成支撑。

考虑到平均时薪同比仍处 5.2%的高位，这意味着就业带给通胀的上行压力仍未消除，预计 8 月核心 CPI 转升的可能性较大。结合鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的鹰派发言，鲍威尔的一位高级决策副手、纽约联储主席约翰·威廉姆斯周二表示，要想让通胀放缓可能需要将联邦基金利率提高到 3.5%以上并在明年保持在该水平。据芝商所的统计，当前市场预测美联储 9 月加息 75 个基点的概率为 56%。我们认为 9 月美联储加息 75bp 仍将是大概率事件。

市场的基调：震荡偏弱

国内经济方面，在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9

月 PMI 很可能继续边际修复，疫情还是严重的限制因素；尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期。外围方面，美国经济有韧性但是货币紧缩，欧洲经济下行快，市场风险偏好也将受到明显影响。内外因素给工业品市场定下了弱势的基调。

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	9 月 1 日	国常会：地方要“一城一策”用好政策工具箱	灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款	稳增长政策继续加码
	8 月 30 日	国务院向多个经济大省派出稳住经济大盘督导和服务工作组	经济大省要勇挑大梁，发挥稳经济关键支撑作用	重点省份要发挥稳增长重任
数据	9 月 3 日	美国 8 月非农就业新增 31.5 万，略高于预期	为年内最小增幅，失业率意外上升，时薪环比涨幅下降。	劳动力市场出现波折，但是整体变化不大
	9 月 2 日	美国 8 月 ISM 制造业指数 52.8，好于预期的 51.9	美国 8 月制造业指数与 7 月持平，位于两年多低位。衡量原材料成本的指标连续第五个月下降，	通胀压力正在减弱
事件	9 月 2 日	北溪管道无法按计划恢复送气，送气已彻底停止	送气已彻底停止，直到故障能完全消除	欧洲能源面临的问题远未结束

资料来源：中投期货研究所

2 社、疫情反弹、局部限产、地产承压拖累经济活动

疫情对于经济的影响仍然较大。7 月以来部分区域疫情反弹，导致本轮消费和服务业复苏的逻辑遭到破坏。当前新冠病毒传播路径隐匿，防控难度越来越高，全国鲜有持续零新增的省份，疫情管控对于经济的影响仍然非常大。8 月 PMI49.4%，仍然在荣枯线下。

高温天气影响的限电限产对经济扰动较小。8 月以来多地发布限电通知，此次限电节电区域主要是水电大省和长江中下游受高温天气影响的几个省份，与去年“能耗双控”背景下不同，预计本次限电对经济增长扰动较小。

房地产拖累较大。1-7 月地产投资下滑至-6.4%，8 月 30 城房地产销售面积同比下跌 21%，8 月百城土地成交面积同比下降 1.5%，成交总价同比下降 22%，土地溢价率平均在 3%左右。

4 监管层释放支持房企融资信号，房地产市场回暖或仍可期。7 月房地产开发资金来源同比下降 25.8%，8 月房企境内信用债当周净融资额持续为负，房企现金流压力仍大。不过监管层已经在出台支持房企融资和针对在建住宅项目的政策。

3 流动性：9 月流动性将维持宽松

周一至周五，央行延续此前 20 亿缩量逆回购操作规模，操作利率均为 2.00%。同时，本周共有 100 亿元 7 天期逆回购到期。总体上，本周公开市场维持零投放零回笼情况不变。

9 月边际收敛将继续，但是收紧幅度偏缓，整体宽松的格局不会改变，并不需要担心流动性的收紧。9 月的资金面，前期非央行的支撑因素将会继续消退，资金面的主导权将再度回到央行

的手中。但是央行维护流动性合理充裕的态度并未生变，不排除在 9 月 MLF 续作时进行降准置换。

资金价格方面，短端资金利率将继续小幅上行，R001 利率预计上行至 1.7%附近，DR007 利率预计上行至 1.9%附近，仍然位于 OMO 政策利率之下。

下周周一到周五均有 20 亿元 7 天期逆回购到期，共计 100 亿元，预计央行仍将对对冲。

4 宏观策略

国内经济方面，在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9 月 PMI 很可能继续边际修复，疫情还是严重的限制因素；尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期。外围方面，美国经济有韧性但是货币紧缩，欧洲经济下行快，市场风险偏好也将受到明显影响。内外因素给工业品市场定下了弱势的基调

5 股指期货市场分析

指数延续弱势

本周 A 股延续，周度涨幅上看，沪深 300 指数-2.04%，上证 50 指数-1.47%，中证 500 指数-2.36%，中证 500 指数-2.91%。

本周指数下跌，但是本周北上资金净买入 4.41 亿元。其中沪股通净卖出 8.32 亿元，深股通净买入 12.73 亿元。

本周 A 股中报披露完毕。2022Q2 全 A、全 A（非金融）归母净利润单季同比分别为 1.9%、0%，较 Q1 下滑。

2022Q2/2022Q1/2021Q4 全部 A 股归母净利润累计同比分别为 3.3%/3.5%/18.0%；剔除金融后为 4.6%/8.0%/25.3%。全部 A 股单季度归母净利润同比增速分别为 1.9%/3.5%/-9.9%，剔除金融后为 0.0%/8.0%/-31.8%。

整体来看，二季度宏观经济和 A 股盈利展现较强韧性，下半年经济环比回升趋势明确，上调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性 4.5%/2.8%。

按利润表拆分归母净利润，22Q2 营收增速对盈利构成拖累，毛利率、三费费率均有改善

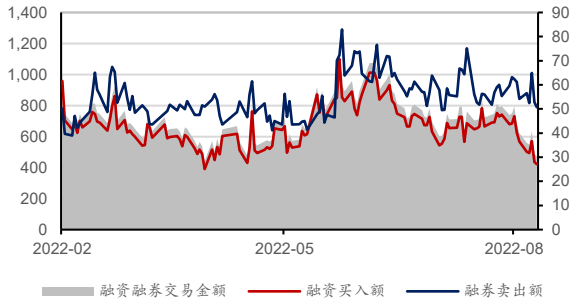
预计指数维持震荡态势

影响市场的三个因素方向确定：短期来看，目前市场有三个因素方向已经确定，不确定的只是幅度：1）美联储鹰派态度确定，坚定抑制通胀目标不变。2）国内经济回升被打破，经济承压确定。3）上市公司中报披露完成，业绩兑现确定。

市场在这几大因素的叠加下风险有所释放，7 月初以来市场在震荡中下行，反映了投资者悲观的海内外宏观经济预期，上证指数和创业板指分别下跌 5.8%和 8.5%，热度较高的电新板块等也在业绩兑现、资金筹码松动后有所下跌。但从流动性角度，央行近期逐步降息，市场流动性也较为充裕，同时二十大之前是政策友好期，都可以对 A 股市场形成一定支撑。

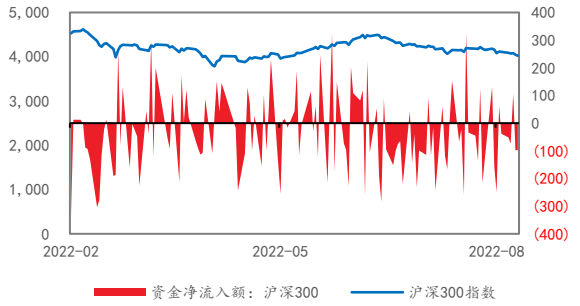
中期处于震荡区间，短期先抑后扬：因此，目前市场处于投资者情绪释放阶段，在流动性支撑下，指数大概率不会大幅下跌，但也很难有趋势性机会，中期（月度级别）大概率呈震荡态势，震荡区间在 3100 点-3300 点。

图表 9：融资融券数据图



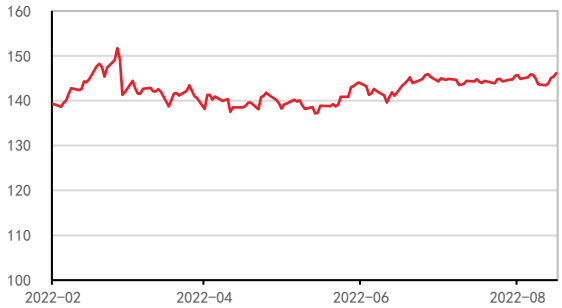
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



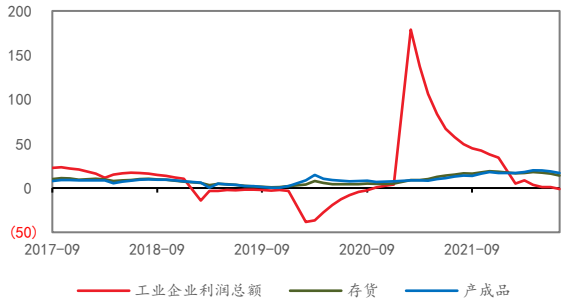
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

中国紫金矿业报告显示，今年上半年，紫金矿业铜、金等主力矿种产能大幅提升，实现矿山产铜 41 万吨，其中铜、金分别同比增长 70.47%、22.79%。其中，刚果（金）卡莫阿铜矿二期提前投产，按 100%权益矿产铜约 14.3 万吨，西藏巨龙铜矿一期达产、二期筹建加快，实现矿产铜 4.4 万吨。紫金全资持有的塞尔维亚佩吉铜金矿矿产铜 5.3 万吨，跃升为公司盈利能力最强的项目。毗邻的塞尔维亚紫金铜业 VK 矿采选工程及冶炼厂改扩建即将完成、JM 矿崩落法采矿按期推进，半年矿产铜 4.5 万吨。预计下半年新增铜精矿产量继续爬产或达产，秘鲁 6 月份铜产量较上年同期增长 8.6%，因当地大型铜矿 Las Bambas 恢复生产。今年前六个月的总产量达到 109 万吨，较 2021 年同期增长 1.2%，智利、秘鲁下半年产量有望较上半年提升。另外，一些原有项目的扩产，后续几年也将持续贡献明显增量，其中包括自由港在印尼的 Grasberg 项目、力拓位于蒙古的 OyuTolgoi 还有智利国家铜业旗下的 Chuquicamata 项目为主。这部分供应增量 2021-2023 年分别为 62 万吨、23 万吨和 25 万吨。

精炼铜供应压力在下半年

8 月电力供应紧张局势延续；自 8 月初，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，从而使该地区当中，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的供应中断，对其电解铜产出将产生明显损失；部分铜冶炼企业由于担心电解铜产出，已开始对外宣布长单供应遇不可能抗力而难交付。据调查，8 月因电力供应紧张而造成电解铜产出下降影响，其湖北市场当月预计下降 1.5-1.8 万吨；浙江、安徽冶炼厂目前均因限电出现减产的情况，将对 8 月份电解铜产量增长幅度的预期造成压力。据悉浙江某铜冶炼厂粗精炼产能开工率均开始受到较大影响，预计产量下滑影响约超 15%（该企业粗炼产能 30 万吨/年，精炼产能 47 万吨/年，其精炼产能约占全国总产能 4%）。另外，铜陵市内冶炼厂也从 8 月 10 日起降低电解开工率，日度降幅在 25-40%。2022 年的高温限电主要原因是极端高温导致水电短缺。尤其四川水电占比超过 70%，高温导致河流断流，水电站无水可用，而高温导致居民部门空调用电激增，工业企业让电于民。此次受限电影响更为直接的是冶炼端的减产。浙江、安徽冶炼厂目前均因限电出现减产的情况，将对 8 月份电解铜产量增长幅度的预期造成压力，但是随着高温天气步入尾声，限电的持续性和影响将减弱。

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

近期随着价格反弹和疫情、限电等因素影响，国内需求边际转弱， 房地产行业持续低迷继续对铜的需求形成拖累，尽管新能源汽车和清洁能源等领域 需求增长、废铜替代减少构成支撑，但国内电解铜表观消费增长仍偏弱，7 月多项宏观数据不及预期，经济下行压力大。且海外需求较往年同比下滑明显。1-7 月我国固定资产投资同比增长 5.7%，显著低于预期值 6.2%和前值 6.1%；7 月社会消费品零售总额同比增长 2.7%，亦显著低于预期值 5.3%，也低于前值 3.1%。房地产回落和疫情反复是 7 月经济数据低于预期的主要原因。8 月份以来国内疫情有所扩散，房地产仍偏弱，高温天气对经济活动构成制约，预计经济仍偏弱。

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

南方多地高温限电，对电解铜供应及需求均造成冲击，但对供给影响更大，大冶、铜陵、五矿、张家港、富冶等多家炼厂均出现减产，8 月电解铜实际产量料低于预期。铜供应扰动增加，8 月整体现货市场偏紧对铜价的推动作用明显，但由于铜价和升水均高位，现货采购端出现抑制行为，这将一定程度削弱基本面支撑强度；中短期供需面偏紧将驱动铜价继续震荡走高；长期来看，海外宏观面预期悲观将限制铜价上行高度。

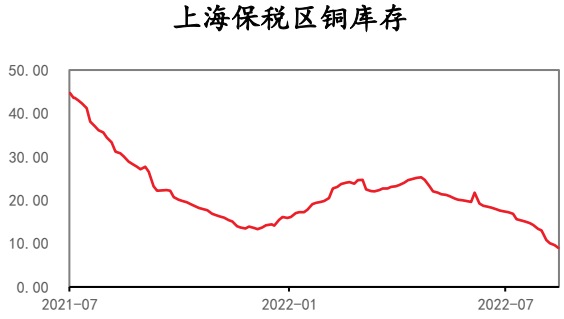
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



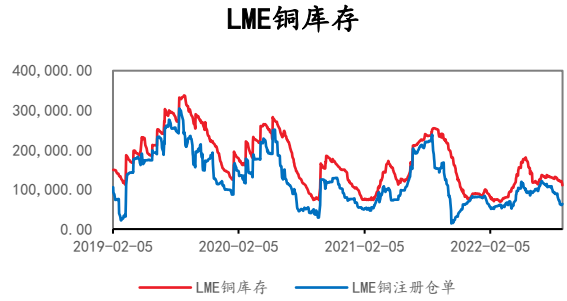
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



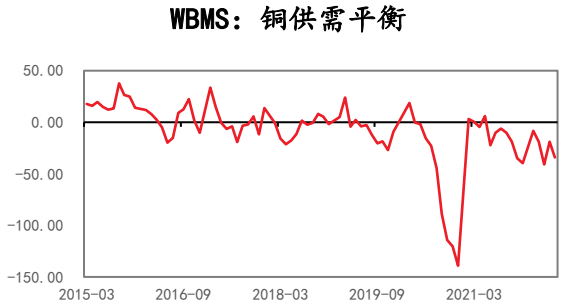
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



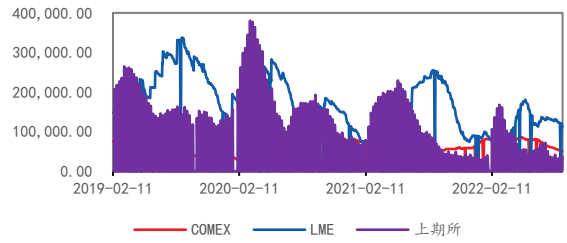
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



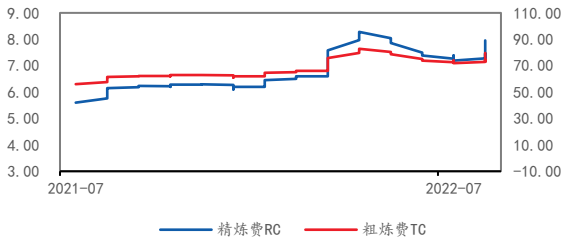
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

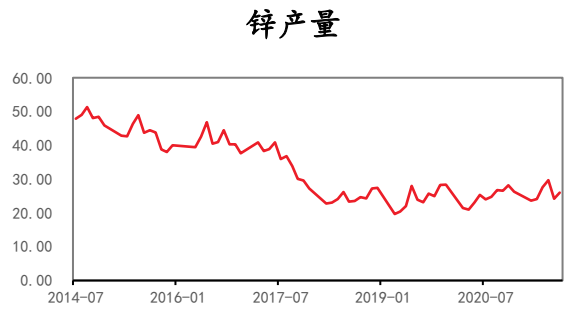
6 月汽车销量 250.2 万辆，环比增长 34.4%，同比增长 23.8%。其中新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 23.8%，延续保持高速增长态势。6 月新能源汽车销量 59.6 万辆，同比增长 1.3 倍。1-6 月新能源汽车销量完成 260 万辆，同比增长 1.2 倍，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

宏观来看，近期欧美经济数据表现不及预期，且美联储官员强调高通胀以及支持 9 月加息 75 个基点，美元指数上涨压制锌价上涨空间。当下的忧虑仍在于需求端，海外面临经济衰退压力下的需求疲弱，国内消费也较弱势。海外锌冶炼厂暴露在成本压力下，减产风险大大增加，锌锭短缺局面难改，下游还面临四川限电问题，锌市场仍处于供需双弱局面。宏观悲观情绪得到压制锌价，预计短期内维持偏弱。

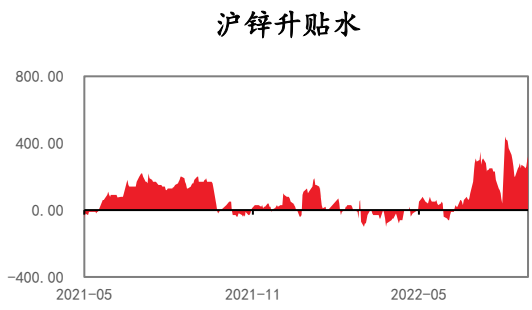
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



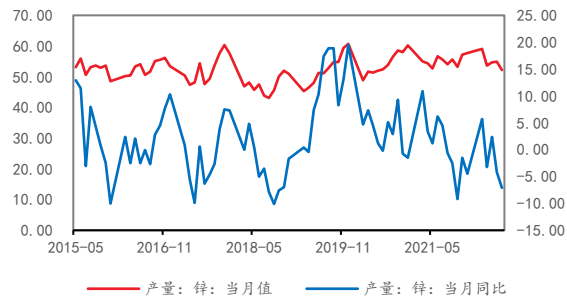
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



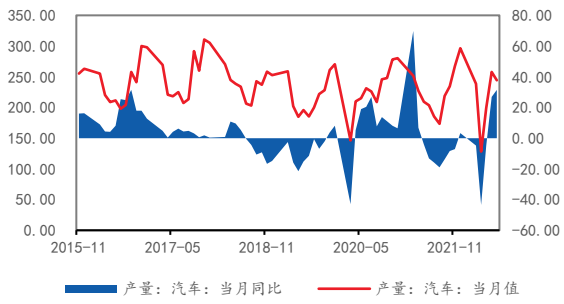
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 闲置产能行将告罄

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。

2 伊朗或将重返市场

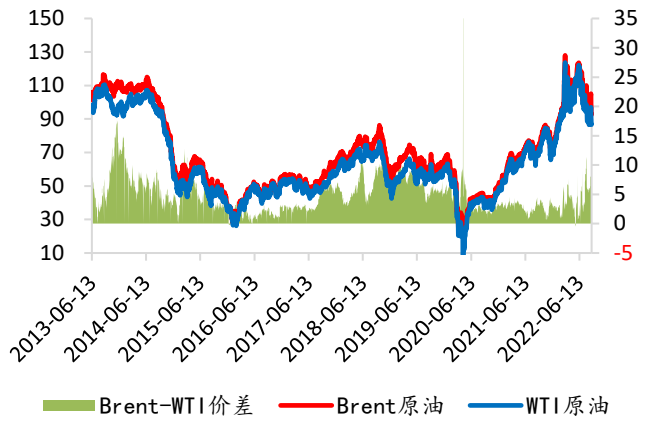
尽管美国外交政策一向善变，但近期伊核谈判取得的进展仍是市场焦点，一旦新的协议达成，大量原油现货将会名正言顺地迅速流通起来。有证据显示，伊朗已经建立了一支规模可观的油轮船队，可能很快就会进入市场，不过目前仍面临运输和保险等障碍，调整定价问题也还需要时间。据船舶追踪公司 Kpler 数据，目前约有 9300 万桶伊朗原油和凝析油储存在波斯湾、新加坡附近和中国附近的船只上，而 Vortexa 估计约为 6000-7000 万桶，无论哪种口径都是相当庞大的浮仓数量。从直观概念上对比来看：国际能源署预计 2022 年全球平均原油供应量约为 1.05 亿桶/日；此前美国宣布释放战略石油储备总量为 1.8 亿桶。

未来数月对原油供应端无疑是关键阶段，伊朗核协议最终谈判延长至 9 月，拜登政府主导的大规模抛储计划将于 10 月结束，到 12 月欧盟制裁俄罗斯原油禁运进入倒计时。如果美国解除制裁令伊朗原油重返全球市场，将可能缓解欧洲等地区能源紧张的局面，对油价反弹构成压力。

3 供应增减预期抵消

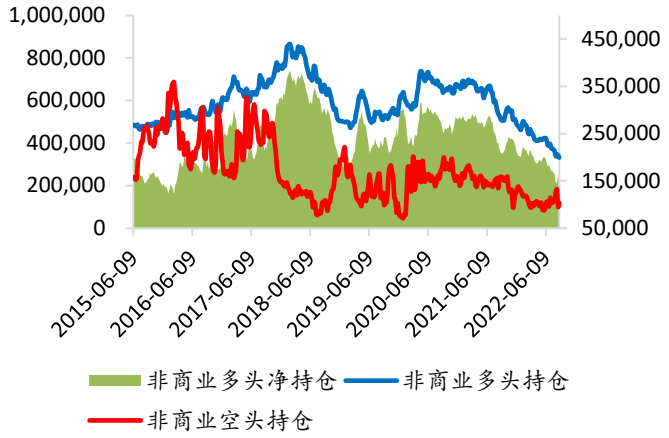
OPEC 难以继续增产、甚至可能重新减产，在一定程度上扭转了预期风向，美伊关系的再度恶化也降低了伊核协议达成的可能性，原油市场压力减轻并重获支撑。显然基于卖方的根本利益，以沙特为首的 OPEC 不愿意接受国际油价跌下 90 美元，并进行口头警告式的干预。对此我们认为，不应割裂地看待 OPEC 减产和伊核协议这两个问题。沙特威胁减产的动机主要是应对伊朗原油重返市场带来的潜在风险，而无意主动收紧基本盘。也就是说，在伊核协议达成的情景下减产才可能会发生，二者对原油供应预期的改变相互抵消。综上所述，接下来 OPEC 将把产量政策作为一种防御手段，而难以像过去两年间那样成为推升油价的核心要素。

图表 23：国际原油期货价格



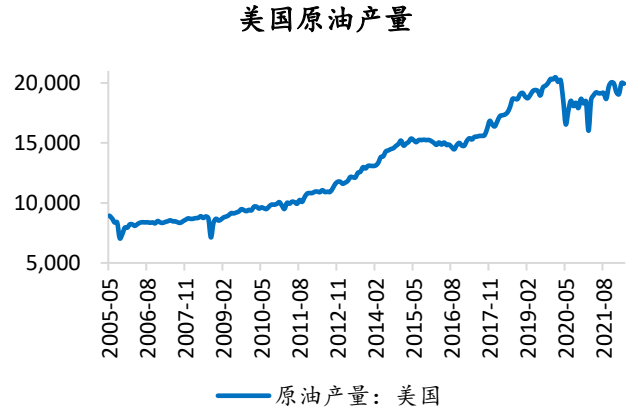
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



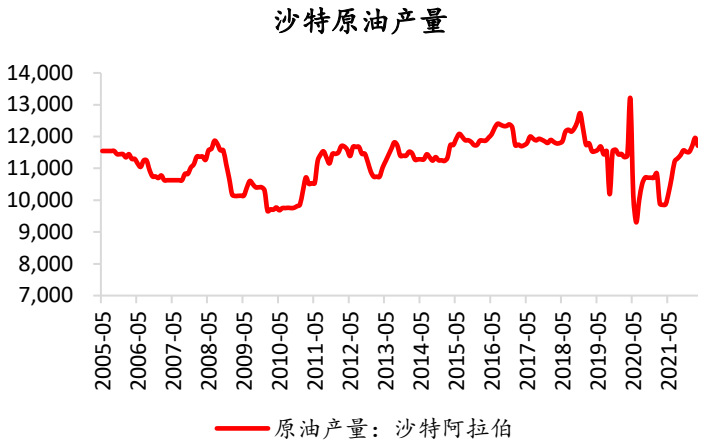
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



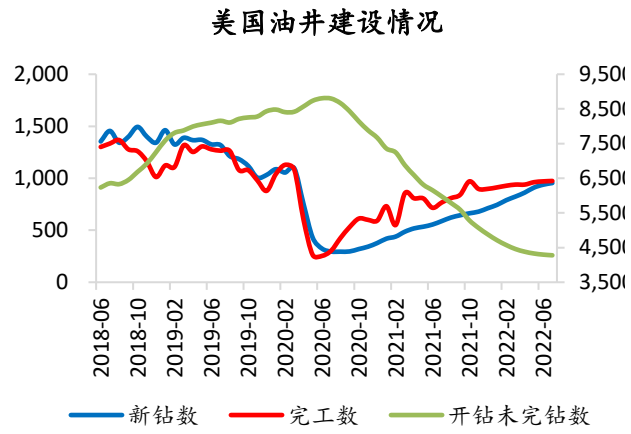
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



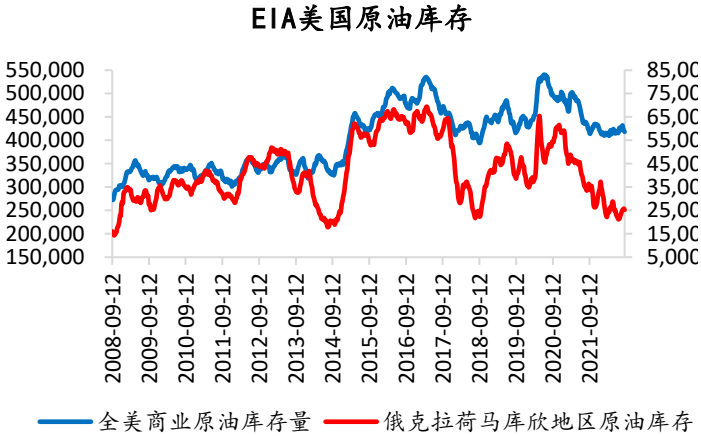
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



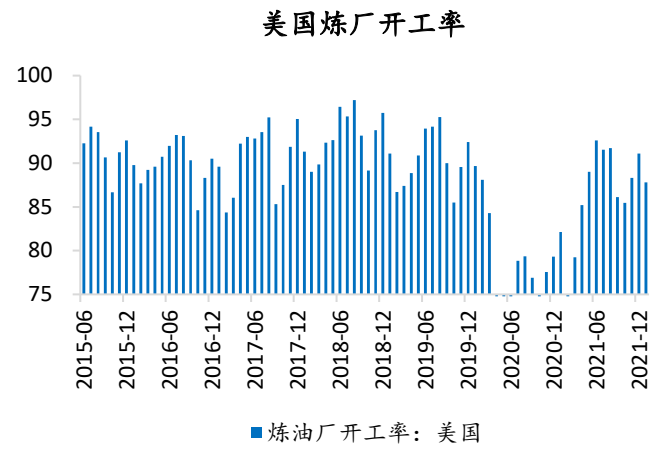
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



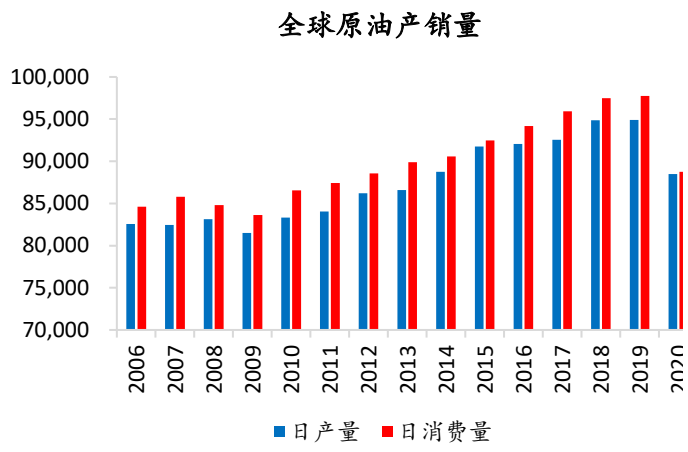
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储表态极鹰派

毫无疑问，当前国际原油走势不单是市场供需关系的问题，甚至很大程度上已经不是自身基本面的问题。

美联储官方再次释放鹰派信号，称遏制近四十年来最高的通胀水平是现阶段的首要任务。上周美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示：未来一段时期美联储会继续坚定加息，并将维持在较高的利率水平上，直到确信通胀已得到控制；我们不会有任何犹豫，即便这可能给美国家庭和企业带来痛苦。美联储极为强硬的鹰派表态打破了市场此前预期，鉴于将通胀恢复到 2%的目标十分明确，目前市场倾向于美联储将在 9 月会议上加息 75 个基点。美国联邦基金利率目前处于 2.25%-2.5%的区间，如果要将利率升至 3.5%，意味着将超出美联储所谓的中性利率，即不刺激经济活动也不会导致经济衰退的水平。需要强调的是，尽管上期美国 CPI 环比有所回落，但货币政策效果具有滞后性，预计通胀难以在短期迅速消退。下一步美联储政策和原油市场何去何从，接下来应重点关注美国公布的 8 月 CPI 数据。

5 下行风险高于上行

国际原油市场来看，美布两油大幅回调后已经走稳反弹，如我们此前预测，多空双方在当前位置上围绕 100 美元大关博弈加剧。

OPEC 开始执行对供应端的预期管理，叠加冬季欧洲能源危机发酵，将与伊朗原油回归和美联储加息周期形成长期对抗拉锯的局面。在 OECD 原油库存历史低位的情况下，市场担忧 OPEC 收紧产量政策将放大供应缺口，当前油价重心大幅回落的概率较低。但另一方面，天然气价格飙涨是欧洲难以承受之重，欧美通胀压力久居不下，预期西方央行将继续采取激进的货币紧缩政策。抛开实体供应端的不确定性，原油市场仍然忌惮美联储加息路径对大宗商品构成的下行风险。利率提升、美元指数走强和对长期宏观的悲观预期利空油价，尤其是美联储主席鲍威尔发出极为强硬的鹰派表态后，看空情绪有增无减。

综上，未来原油价格波动性增强，筑顶阶段下行风险往往高于上行风险。

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 供强需弱驱动不足

天然橡胶供应递增和需求弱势的基本格局对行情产生持续压制，期货盘面跌破盈亏线，现货价格低位波动。

供应方面，国内外主产区正处于产量增长阶段，若无气象灾害这一趋势是难以改变的。东南亚降雨整体减弱，有利于割胶作业开展；云南版纳地区天气良好，原料产出向旺季顺利过渡；海南胶水制浓乳和制全乳收购价差缩窄，交割品全乳胶平稳提量。

需求方面，本周轮胎开工率延续环比小幅回升，部分样本企业逐渐恢复至常规水平，传统淡季下矛盾并不突出。尽管较前期有所改善，国内需求总体仍不乐观，海外出口需求则明显走弱。

库存方面，近期青岛地区天然橡胶库存小幅上升，由于进口到港船期增多，且下游采购意愿低落，短期库存或继续维持温和累库状态，但没有明显的去库或累库方向。

橡胶绝对价格和季节规律均处于低点，但宏观系统性下行风险较大，金融属性拖累沪胶低位运行。橡胶基本面缺乏亮点，当前位置上下驱动均不足，低位震荡走势还将维持一段时间。

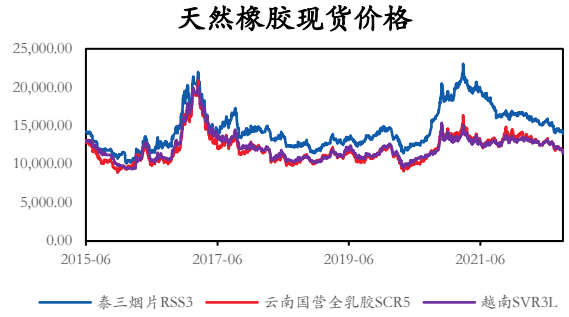
2 上游缺乏利好支撑

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。

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



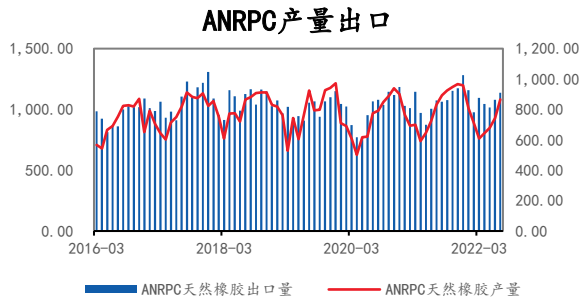
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



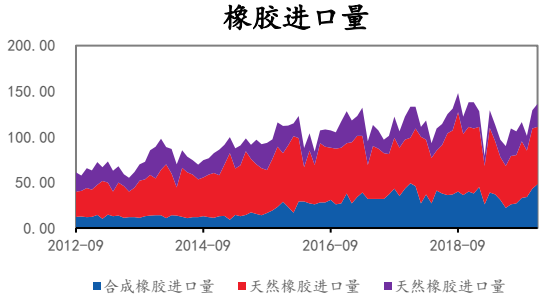
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



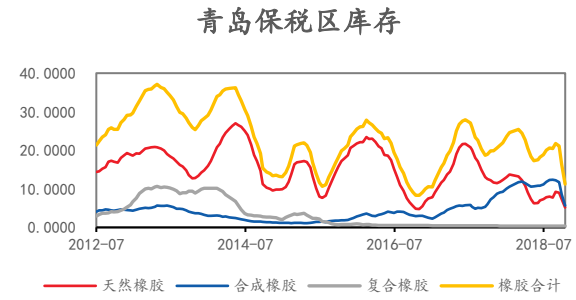
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：橡胶进口量



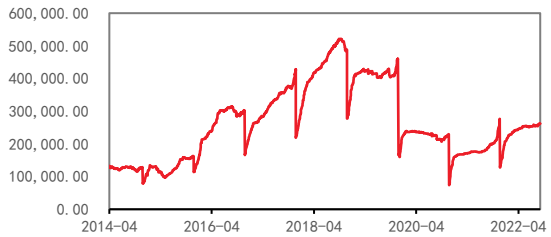
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：青岛保税区库存



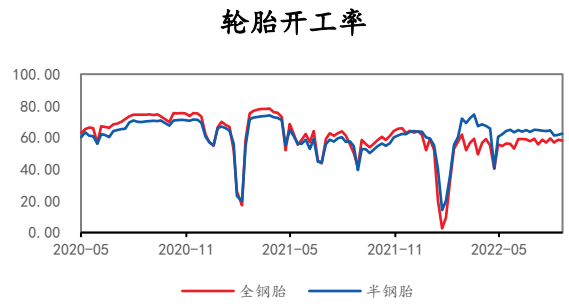
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



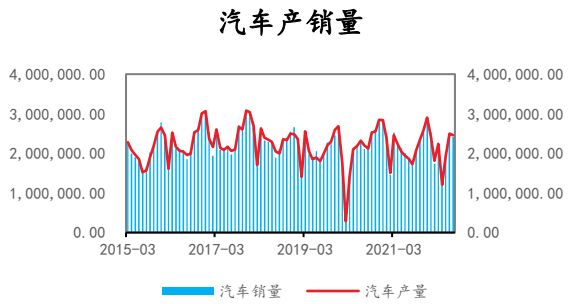
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 青岛库存边际累增

库存方面，8 月青岛保税区天然橡胶库存呈缓慢回升态势。

截至最近统计，青岛地区一般贸易仓库天然橡胶库存同比下降 22%，保税区内天然橡胶库存同比增加 3.2%。一般贸易库存对应内销市场，保税库存对应进料加工出口市场。8 月保税库存小幅累库的主要原因是，随着东南亚天然橡胶进入增产期，6-7 月中国天然橡胶进口量连续同环比双增。供应增加但需求疲弱，青岛地区进口天然橡胶库存有所增加，预计 8 月天然橡胶进口量仍将延续环比递增的态势。

金九银十传统消费旺季将至，下游需求料应有所边际转好，但今年疫情爆发、俄乌战争、高通胀及美联储加息等消极因素过多，宏观下行大背景下终端需求改善不足。四季度国内外天然橡胶产区全面走向割胶旺季，国内现货库存同样预计进入累库周期。

5 美金现货价格走软

现货市场方面，8 月青岛地区进口天然橡胶行情整体呈震荡走低，价格跌至年内最低点。

泰国主产区虽有降雨但新胶供应趋势性增加，原料收购价格易降难升；而需求预期表现持续疲弱，贸易商随行就市调低报盘。国内橡胶轮胎企业订单情况欠佳，工厂成品库存居高，叠加高温下车间作业受限，山东地区轮胎厂开工负荷低位，下游买盘冷清令成交遇阻。

8 月到港船货进一步放量的情况下，贸易商抛售来减轻资金压力，使得人民币混合胶持续走弱，泰混人民币价格最低跌至 11440 元/吨左右。8 月下旬以来人民币汇率加速贬值，虽然理论上天然橡胶进口成本抬升对现货端形成支撑，但内外盘价格倒挂的情况下成交难度亦增大，综合判断后市美金胶现货价格大概率应该是走弱的。

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

美豆优良率好于预期，天气窗口即将关闭

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 28 日当周，美国大豆优良率为 57%，好于预期的 54%，去年同期为 56%；美豆结荚率为 91%，去年同期为 92%，五年均值为 92%；美豆落叶率为 4%，去年同期为 8%，五年均值为 7%。美豆在 9 月下旬将进入收割期，2022 年美豆天气影响渐入尾声，资金大量减持天气升水，削弱美豆上涨动能。

PF 发布实地巡查报告，美豆产量好于预期

分析机构 Pro Farmer（PF）在巡查了美国七个主要大豆生产州之后表示，美国大豆产量将略高于美国农业部此前的预期。该机构预计，基于单产每英亩 51.7 蒲式耳的预估，美国大豆产量将达到 45.35 亿蒲式耳，美国农业部在 8 月 12 日预估的美豆产量为 45.31 亿蒲式耳。由于 PF 去年的巡查数据与美国农业部官方数据基本吻合，因此该机构的报告很受市场认可。结合当前美豆生长状态及天气条件，本年度美豆实现预期产量的概率正在变大。美国农业部将于 9 月 12 日公布新的月度供需报告，届时将会对美豆产量做出更具指导性的评估。

南美供应前景保持乐观，全球大豆远期供应更为宽松

美国农业部 8 月供需报告显示，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。继巴西国家商品供应公司（Conab）预计 2022/2023 年度巴西大豆产量将达到创纪录的 1.5036 亿吨后，本周咨询机构 Stonex 表示，巴西 2022/2023 年度大豆作物产量预计达到 1.536 亿吨。巴西创纪录的产量将奠定全球远期供应宽松的大格局，随着巴西大豆进入生产季，市场的交易重心有望向南美倾斜。在南美大豆产量难以证伪以前，全球大豆远期供应格局将保持宽松，新的供应压力将逐渐在价格中体现。

马来西亚棕榈油处于生产旺季，机构评估的 8 月出口数据涨跌互现

当前正值东南亚棕榈油生产旺季，机构普遍评估马来西亚 8 月棕榈油产量将较 7 月增长。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%。对于 8 月马来西亚棕榈油出口情况，船运调查机构给出的数据略有不同。据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚 8 月 1—31 日棕榈油出口量为 1190848 吨，较 7 月同期出口的 1227118 吨减少 2.96%。船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 8 月 1-31 日棕榈油出口量为 1299116 吨，较 7 月同期出口的 1278579 吨增加 1.6%。船运调查机构 SGS 公布的数据，马来西亚 8 月 1-31 日棕榈油出口量为 1309801 吨，较 7 月的 1306393 吨增加 0.3%。整体来看，8 月棕榈油产量增幅远大于出口增幅，马来西亚棕榈油库存压力将明显攀升。

2 国内豆类市场分析

大豆压榨量回升，国内豆粕市场维持抗跌状态

近期进口大豆到港数量有所增多，全国主要油厂进口大豆商业库存增至 563 万吨。随着南方高温天气结束，全国油厂开工率回升，周度大豆压榨量重回 200 万吨附近，豆粕库存降速趋缓。与此同时，国内生猪、肉禽、蛋禽养殖利润良好且市场看好后市，加之水产处于季节性需求旺季，下游饲料养殖企业备货需求良好，使得豆粕库存并未因大豆压榨量回升而增加，整体延续下降趋势。据国家粮油信息中心最新统计数据显示，截止 8 月 29 日国内主要油厂豆粕库存 68 万吨，比 7 月同期减少 25 万吨，比 2021 年同期减少 32 万吨。来自国内需求的良好表现是

本周豆粕市场抗跌的重要支撑。而豆油价格大幅下跌导致油厂压榨利润恶化，油厂挺粕动力也在提升。豆粕现货价格保持强势，不断扩大的基差也在吸引资金增持豆粕多单，国内豆类市场粕强有弱局面得到进一步强化。

多地收紧防疫措施，需求忧虑令油脂板块承压大跌

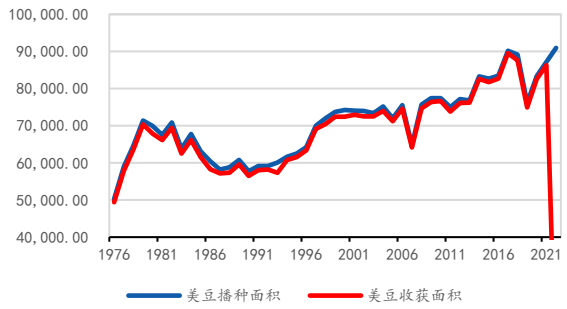
国内三大油脂库存整体水平偏低，据业内机构统计，上周国内油脂库存总量在 116.85 万吨，同比减少 44.51%。其中棕榈油库存为 22.88 万吨，周度增长 11.07%，仍处于 5 年来偏低水平。随着印尼出口速度加快，预计近期进口棕榈油到港量将继续攀升。豆油库存在 76.67 万吨，周度下降 1.41%，连续 8 周下降。菜籽油库存为 17.3 万吨，周度减少 11.37%。尽管油脂库存偏低对油脂价格有支撑，但近期国内疫情防控形势再度趋紧，尤其是在成都实施“原则居家”措施后，市场对经济增速下滑和油脂需求下降的担忧迅速升级，包括油脂在内的大宗商品市场出现整体下跌。由于餐饮业对油脂需求占比较大，市场担心居民减少外出就餐会对油脂需求造成拖累。受此影响，国内油脂期货承压大幅下挫。

3 油脂油料市场展望

9 月下旬美国大豆将进入收割期，天气窗口即将关闭，2022 年美豆有较大概率实现预期产量。新季巴西大豆即将开始播种，创纪录的产量前景将为全球大豆供应提供重要保障。马来西亚棕榈油库存压力上升，印尼频繁调整棕榈油出口政策，过高的库存仍需要时间消化。疫情防控是影响近期国内油脂走势的关键，如果成都等大城市能在短期内遏制疫情上升趋势，国内市场对油脂需求下降的担忧也会减弱，否则油脂市场很难结束恐慌性下跌局面，甚至不排除在外盘配合下跌破前低支撑的可能。国内豆粕市场暂时受到油脂下跌的支撑，短期维持粕强有弱的概率较大，中长期走势仍会与美豆保持一致，成本驱动仍是主导国内豆粕价格走势的关键。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续拍卖与新豆上市时间缩短，供应压力不支持豆一期货价格大幅反弹，宜保持震荡思路加以应对。

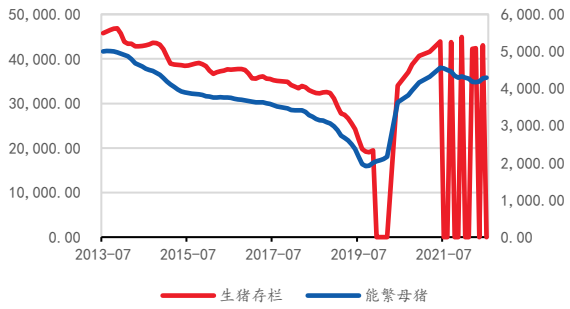
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



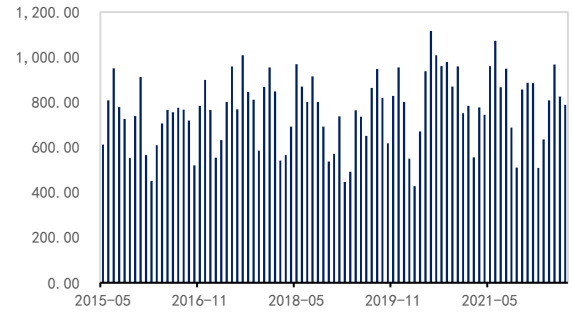
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



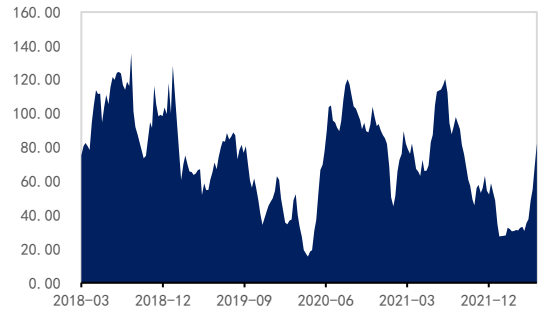
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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