中金财富期货策略周报（2022 年第 33 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：我们总结下近期市场的盘面，发现短期内的波动与市场情绪密切相关。8 月金融数据仍亮点不多，显示经济复苏面临的前景依然曲折。从 CPI 的权重看，油价回落是因为需求下行，猪肉价格被政策打提前量，其他方面需求受需求不振影响，因此 CPI 持续低于预期，进一步提升了市场对货币政策宽松的预期。整体看，当前的经济数据改善和前景均较为一般，预计工业品的反弹空间或有限。

股指期货：在货币依然宽松且未来空间较大，经济复苏力度不足，前景依然不明朗的情况下，预计指数难有单边的趋势，预计指数继续维持区间震荡的态势。

铜：全球加息潮引发市场对经济衰退的忧虑，美元指数高位运行，铜价上方压力仍强。多地限电政策冲击铜产业链，其中限电比较严重省份的铜冶炼企业受到的影响较为明显。浙江、安徽、湖北、江苏等四个地区冶炼企业铜产量合计减少约 3.02 万吨。虽然秋雨将逼退高温，精铜供应紧张的逻辑将有所弱化，但是降雨转化为电力尚需时间。需求端则受到高铜价的一致出现疲态，因此供需最紧张时段过去，对于铜价的支撑也在减弱。电力投资托底铜消费，现货升水维持高位；库存仍紧张。宏观与基本面继续博弈，铜价短期维持宽幅震荡。

锌：供应端扰动频发，因高温干旱及地缘冲突，海外能源问题严峻，天然气大幅减少让天然气期价高位运行，电力价格飙升屡创新高，成本的进一步压缩下，海外锌冶炼厂接连检修停产，新星荷兰炼厂扩大减产，利好兑现后能源炒作暂缓，但政欧洲能源价格易涨难跌，对锌托底逻辑不改。下游一方面国内多地疫情点状反复，部分地区出现累库，另一方面订单偏弱，下游需求不及预期。当宏观预期悲观和供应扰动并存，锌价高位震荡的可能性较大。

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。

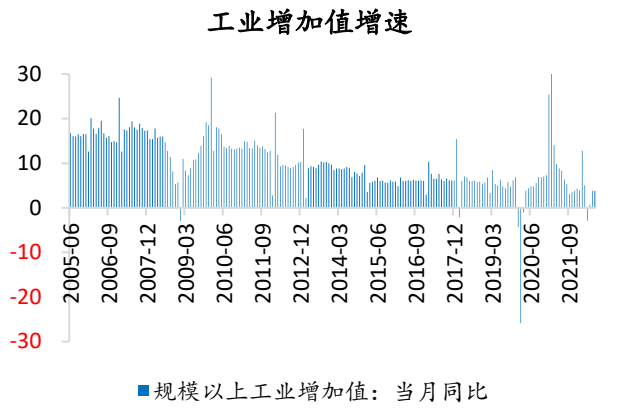
油脂油料：9 月下旬美国大豆将进入收割期，在没有减产威胁的情况下，季节性供应压力将逐渐显现。美国农业部 9 月供需报告将对 2022 年美豆产量给出更具参考性的预估。新季巴西大豆陆续进入播种期，创纪录的产量前景在无法证伪前仍会限制市场追涨情绪。马来西亚棕榈油库存压力上升，印尼频繁调整出口政策以消化库存，马盘棕榈油技术上形成破位下行之势，目前仍缺少止跌因素支持。国内油脂市场受需求拖累重回弱势，疫情变化仍是影响近期国内油脂走势的关键。国内豆粕现货市场因保持强势，阶段性供应紧张仍会提振油厂挺价动力，巨大的基差同样令期货盘面抗跌，短期内维持粕强油弱的概率依然较大。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续拍卖与新豆即将上市，市场对新豆开秤价预期偏低制约期价回暖，短期仍可能惯性走弱。

目 录

周度策略：通胀和社融均超预期 市场情绪回升 ..... - 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 出口：未来下行的趋势较为确定 ..... - 7 -
3 流动性：零投放零回笼 利率维持低位 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 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 ..... - 15 -
1 衰退逻辑占据主导 ..... - 15 -
2 OPEC 减产偏重防御 ..... - 15 -
3 能源危机尚未体现 ..... - 15 -
4 美联储表态极鹰派 ..... - 17 -
4 EIA 下调明年需求 ..... - 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 原料产出季节放量 ..... - 19 -
3 需求未有明显转机 ..... - 19 -
4 青岛库存边际累增 ..... - 21 -
5 筑底震荡难以摆脱 ..... - 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 -

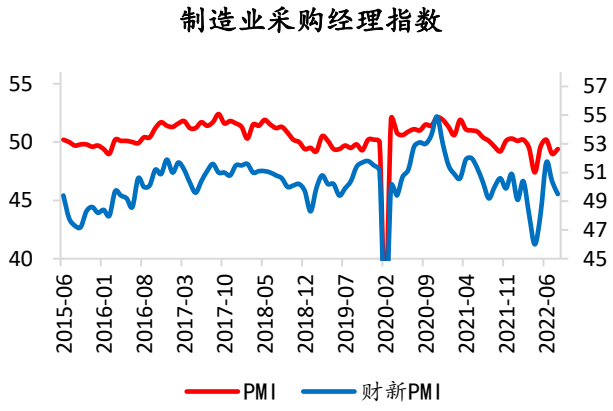
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



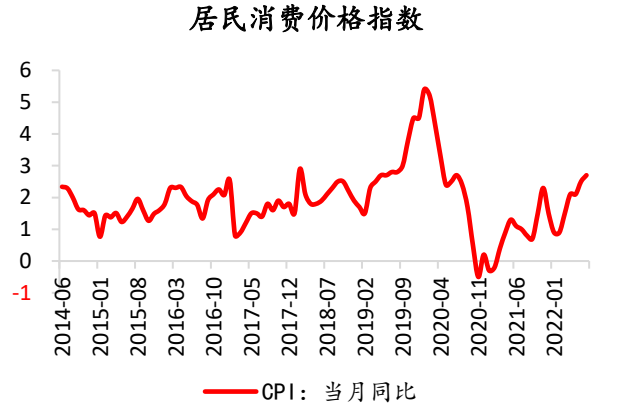
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



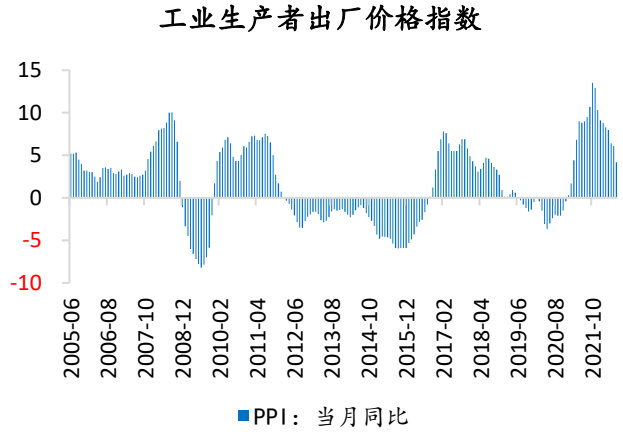
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



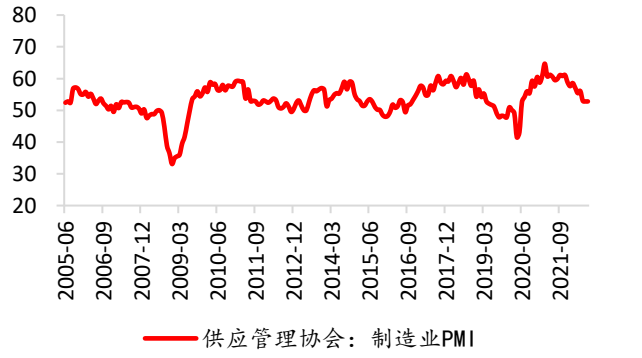
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



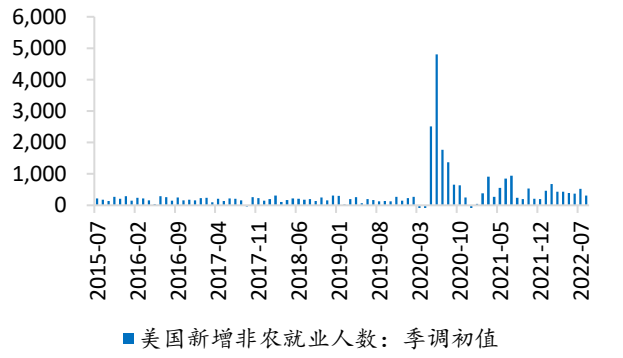
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：通胀和社融均超预期 市场情绪回升

月初我们撰写了《工业品为何如此弱势》的文章，对工业品走势偏弱的原因进行了介绍，主要原因是国内经济数据改善有限，外围欧美暴力加息的预期依然明显。而近期工业品出现了反弹，主要原因是 CPI 走势超预期，且社融改善明显。因此，无论 8 月末的大跌，还是近期的反弹，主要原因都是因为市场情绪的变化，这一点务必需要注意。

社融数据：基建成为稳信用主力

2022 年 8 月新增社融 2.43 万亿元，新增人民币贷款 1.25 万亿元，M2 货币供应量同比增长 12.2%。货币供应量 M1、M2 分别同比增长 6.1%、12.2%，增速较上月末分别低 0.6 个和高 0.2 个百分点。

社融比上年同期少 5571 亿元；新增人民币贷款 1.25 万亿元，比上年同期多增 390 亿元。结构上看，流动性仍有一定的淤积，体现在表外融资规模多增，是 8 月新增社融的重要支撑因素。从金融数据卡，基建仍是稳信用的主体。受益于基建融资需求改善和房地产等融资政策继续松绑，8 月表外融资由负转正，同比大幅增加 5826 亿元。其中，表外融资三大分项未贴现银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款分别同比增加 3358 亿元、1578 亿元和 890 亿元，均出现较大幅度的改善。

分结构看；

政府债券净融资 3045 亿元，同比少增 6693 亿元。受政府债发行节奏错位的影响，8 月政府债净融资规模明显放缓，对新增社融由支撑转为拖累。

企业债净融资规模 1148 亿元，同比少增 3501 亿元，较 18 年-20 年同期少增 2380 亿元。地方政府隐性债务严监管持续，8 月 Wind 口径城投债净融资规模同比减少超过 1000 亿元。电力、热力及水的生产与供应行业净偿还近 450 亿元，较去年同期收缩逾 800 亿元。

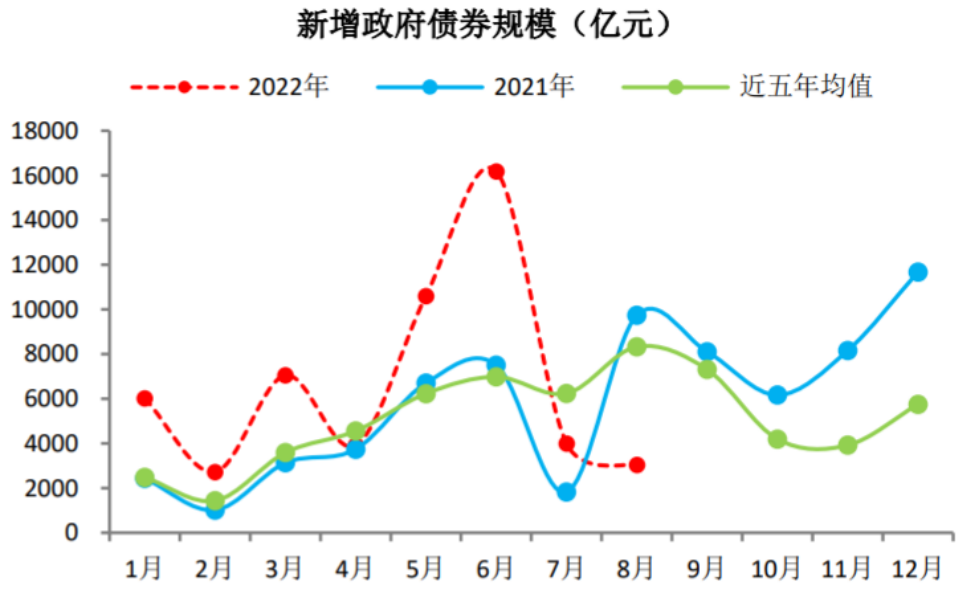
非金融企业境内股票融资 1251 亿元，同比少增 227 亿元，但相比 2018-2021 年均值多增 462 亿元。整体变化不大。

表外融资规模多增，是 8 月新增社融的重要支撑因素。委托贷款、信托贷款和表外票据规模均高于去年同期。

地产下行一定程度上被基建弥补，但是居民“加杠杆”意愿依然偏弱。房地产市场低迷、居民对未来收入的预期悲观，“加杠杆”方式消费、购房的意愿都显不足。具体表现：居民短期贷款新增 1922 亿元，因去年同期低基数，同比多增 426 亿元，但较 17-21 年同期均值少增近 300 亿元。居民中长期贷款增加 2658 亿元，同比少增 1601 亿元，较 17-21 年同期均值少增近 2000 亿元。

总体看，8 月金融数据仍亮点不多，显示经济复苏面临的前景依然曲折。M1 同比增速下降，8 月同比增速为 6.1%，较上月下降 0.6 个百分点。M2-M1 剪刀差扩大，企业存款活期意愿下降，投资热情不足。

图表 7：债券融资减少影响社融



资料来源：wind，中金财富期货研究所

CPI 不及预期再度提升市场宽松预期

8 月 CPI 不及预期主要是因为需求低迷造成的。

8 月 CPI 同比超预期回落至 2.5%，主因猪价涨幅收敛、国际油价回落、疫情导致服务价格承压。8 月 PPI 同比加快回落至 2.3%，核心在于内外需表现偏弱，其中能源价格跌幅加深，黑色有色价格延续回落。

展望四季度，考虑到疫情、地产两大因素仍将约束国内需求恢复，叠加原油、猪肉等供给约束缓和，预计 CPI 同比年内高点破 3%概率较小，预计 9 月小幅抬升后，四季度呈现回落态势，全年中枢自我们此前预计的 2.2%-2.3%下调至 2%。考虑到当前内需不足是国内经济的主要矛盾，CPI 连续两个月低预期运行，指向通胀担忧持续消退，将抬升未来货币宽松预期，年内降息窗口仍在。一则，原油、猪肉等供给约束正逐步修复，后续对 CPI 的拉动弱于市场预期。原油方面，俄乌冲突对俄罗斯原油出口影响逐渐被市场 price-in，俄罗斯对欧洲采取的断气措施间接限制对俄原油的禁运落地；尽管美伊协议尚未达成，但能否达成，本质上仍取决于美国意愿，若美国重返伊核协议，伊朗海上石油浮仓将快速释放，产量将持续修复；9 月 OPEC+会议决定自前期缓慢增产转向小幅减产，指向其对全球石油需求预期放缓的担忧。然而，市场最为担忧的是，随着欧美暴力加息，欧美经济增速放缓，需求回落预期兑现，将牵引油价中枢下移。

猪肉方面，尽管新一轮猪周期已开启，从能繁母猪存栏量领先性来看，上行周期将持续至明年 2 月份，今年四季度随着需求旺季到来，预计猪价会继续上涨。但考虑本轮政策调控提早介入，将约束后续猪价涨幅。9 月初，国家发改委开始组织投放冻猪肉储备以稳定猪价，9 月 9 日，国家发改委召开生猪市场保供稳价专题会议，提出“目前猪粮比价处于合理区间，如生猪价格进一步大幅上涨，不利于行业长期健康发展。”

还有一点，疫情、地产仍然是约束国内需求恢复的两大因素，将限制后续 CPI 上行高度。考虑

到短期内疫情反复仍将压制消费需求，叠加房地产市场恢复较慢，外需回落带动出口增速逐级下移，指向短期内外需持续承压。

因此，从 CPI 的权重看，油价回落是因为需求下行，猪肉价格被政策打提前量，其他方面需求受需求不振影响，因此 CPI 持续低于预期，进一步提升了市场对货币政策宽松的预期。

继续密切关注经济数据走势

我们总结下近期市场的盘面，发现短期内的波动与市场情绪密切相关。8 月金融数据仍亮点不多，显示经济复苏面临的前景依然曲折。从 CPI 的权重看，油价回落是因为需求下行，猪肉价格被政策打提前量，其他方面需求受需求不振影响，因此 CPI 持续低于预期，进一步提升了市场对货币政策宽松的预期。整体看，当前的经济数据改善和前景均较为一般，预计工业品的反弹空间或有限。

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	9 月 9 日	新美联储通讯社：美联储 9 月可能再加息 75 个基点	理由是美联储主席此前宣称即使在失业率上升的情况下也要对抗通胀	通胀为纲的态度明显
	9 月 8 日	欧盟计划对非天然气发电设置 200 欧元/兆瓦时的价格上限	欧盟委员会目前建议欧盟成员国将风电场、核电站和煤电厂等生产商的电价设定在 200 欧元/兆瓦时。	电价与天然气的价格挂钩
数据	9 月 10 日	中国 8 月新增社融 2.43 万亿，新增人民币贷款 1.25 万亿	M2 继续回升同比增 12.2%，M2-M1 剪刀差扩大。	金融数据改善，但亮点仍不足
	9 月 9 日	中国 8 月 CPI 同比增 2.5%、环比由升转降	PPI 同比涨幅回落至 2.3%	稳增长发力提供充分空间
事件	9 月 9 日	美决定延长对华加征关税	拜登政府维持对华加征的关税	只会让美国家庭和企业继续承担因关税而发生的额外支出，整体上也不利于美国经济的恢复。

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口：未来下行的趋势较为确定

8 月美元计价出口同比增长 7.1%，比上月大幅下降 10.9 个百分点，也比 13.5%的市场预期低 6.4 个百分点，仅比今年季节性最低的 2 月份高 1 个百分点。出口作为中国经济的三驾马车之一，其同比增长的大幅下滑，给市场信心带来了一定程度的动摇，但是，出口同比下滑是基数效应和海外需求回落的叠加结果，从复合同比来看，仍然保持韧性，下滑会比较缓慢。

观察自 2014 年以来，除一季度的数据外，历史上环比数值出现较快下行或者较大负值的月份，往往集中在 10 月份，并伴随着下个月的环比上行，在其他的一般月份则意味着环比数值更可能会在 0 附近震荡。在当前海外加息，以及总需求下降的背景下，出口环比的中枢也很快会进入到 0 附近的中枢震荡，并导致同比数据中枢的整体回落。一方面，由于出口体现的是海外的生产和消费需求，在欧美激进加息的背景下，海外的需求较快收缩，对当前的出口环比形成了下行的压力。另一方面，我国的出口当前具有韧性，出口的拐点需要观察海外的就业拐点。当前美国的就业拐点或已到来，对美出口同比也显著大幅回落转负，往后看，出口的同比数据或将继续保持与当前数值相当的水平，但是三年复合仍然会有韧性。

8 月出口的结构特征方面，贸易方式将缓慢转变，一般贸易占比将缓慢下行，而进料加工的占比当前微降，未来将有一定程度回升；出口地区分化显著，同比数据上，出口东盟和“欧盟+英国”的增长为正，而出口美国和香港同比增长则均为负值；从具体商品来看，在海外的生产和消费需求回落背景下，中间品、资本品，以及大部分消费品增速均较快下行，从复合同比来看，均有一定韧性。

3 流动性：零投放零回笼 利率维持低位

周一至周五，央行维持 20 亿 7 天期逆回购操作规模，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。全周公开市场上保持零投放零回笼情况不变。

9 月 15 日央行将有 6000 亿元的 MLF 到期，届时可以关注央行的操作规模，并且注意央行是否会调整 MLF 的操作利率。

9 月不会继续降息，换言之，降息工具进入了“观察期”；结构性货币政策工具还有较大的落实空间。但 9 月存在较大降准可能，未来几个月是 MLF 集中到期时间，央行有可能降准以对冲 MLF 到期。

利率维持低位，短期 Shibor 波动幅度不超过 3BP，进出口数据明显走弱，基本面压力有增无减，只要汇率贬值幅度在可控范围内，货币政策依旧会以稳增长为主，中长期来看相对宽松的政策取向还将延续，资金价格仍会在较长时间内保持低位波动，即便中枢有所抬升也将是温和的过程。

4 宏观策略

我们总结下近期市场的盘面，发现短期内的波动与市场情绪密切相关。8 月金融数据仍亮点不多，显示经济复苏面临的前景依然曲折。从 CPI 的权重看，油价回落是因为需求下行，猪肉价格被政策打提前量，其他方面需求受需求不振影响，因此 CPI 持续低于预期，进一步提升了市场对货币政策宽松的预期。整体看，当前的经济数据改善和前景均较为一般，预计工业品的反弹空间或有限。

5 股指期货市场分析

指数震荡反弹

本周 A 股反弹，周度涨幅上看，沪深 300 指数+1.74%，上证 50 指数+1.71%，中证 500 指数+2.72%，中证 1000 指数+2.02%。

本周，北上资金先是连续小幅净卖出，周五发力大幅净买入 147.54 亿元，创年内最大单日净买入，全周仅合计微幅净卖出 2.2 亿元。

本周，万得全 A、上证 50、沪深 300、中证 500、创业板指 PE_TTM 分别为 17.56×、9.79×、11.87×、22.47×、48.13，各指数中，沪深 300、上证 50 分位数分别上升 3.5pct、3.4pct，升幅居前。

A 股整体估值处于历史中等水平，截至本周五，万得全 A 指数 PETTM 位于 2010 年以来 44.6%历史分位，A 股风险溢价(ERP)处于 2010 年以来 63.9%历史分位。

宽基指数方面，中小板指 PE 估值处于历史中等水平，科创 50、中证 500 指数 PE 估值处于历史低位。行业指数方面，农林牧渔、汽车、社会服务等行业估值位于历史高位，而有色金属、医药生物、通信等行业估值则处于历史低位。

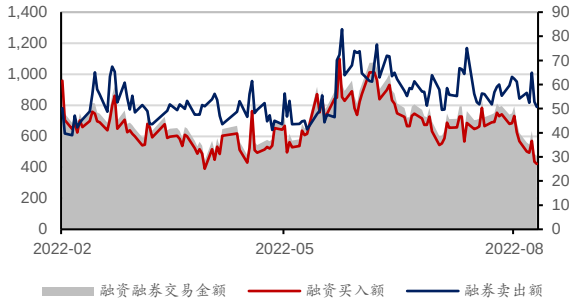
预计指数箱体的态势难以改变

8 月金融数据的改善主要靠基建，这一定程度限制了宽信用的力度。

8 月末，广义货币（M2）同比增长 12.2%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 4 个百分点；狭义货币（M1）同比增长 6.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 1.9 个百分点。今年以来，信贷的增长主要是靠基建大项目配套融资的带动作用，实体内生的融资需求仍然偏弱。我们认为未来实体的融资需求可能还是要靠基建项目来带动。

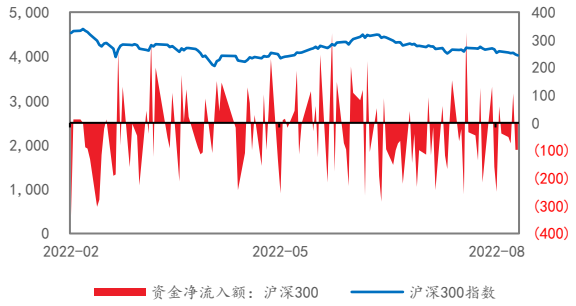
在货币依然宽松且未来空间较大，经济复苏力度不足，前景依然不明朗的情况下，预计指数难有单边的趋势，预计指数继续维持区间震荡的态势。

图表 9：融资融券数据图



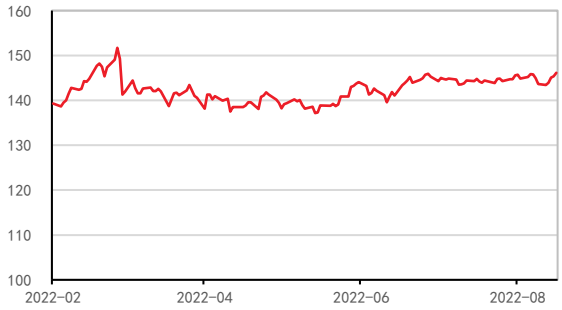
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



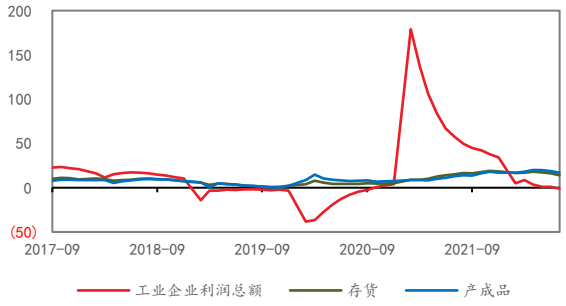
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。多地限电政策冲击部分铜产业链企业生产，其中限电比较严重省份的铜冶炼企业受到的影响较为明显。中国铜产业链分布较为广泛，其中铜冶炼企业主要分布在山东、江西、甘肃、安徽、广西、福建、河南、云南、湖北、江苏、浙江等地。安徽、江苏、浙江、湖北等地发布限电政策，对铜冶炼的影响较为明显。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。限电的地区多为铜材产能大省，限电政策必然会影响到铜材的生产。根据市场调研，华东地区限电影响到铜材产能达到 270 万吨。如果按照铜材企业错峰生产平均 10 天进行测算，则华东地区 产能利用率下降导致铜材产量减少 3.1 万吨。再者，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。

铜价重心回落，刺激下游线缆及漆包线客户积极下单，加上之前精铜杆 企业在手订单充足，在无限电影响下多数铜杆企业排产较满，部分铜杆厂开工率已超过 100%，预计后期排产将持续稳定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

全球加息潮引发市场对经济衰退的忧虑，美元指数高位运行，铜价上方压力仍强。多地限电政策冲击铜产业链，其中限电比较严重省份的铜冶炼企业受到的影响较为明显。浙江、安徽、湖北、江苏等四个地区冶炼企业铜产量合计减少约 3.02 万吨。虽然秋雨将逼退高温，精铜供应紧张的逻辑将有所弱化，但是降雨转化为电力尚需时间。需求端则受到高铜价的一致出现疲态，因此供需最紧张时段过去，对于铜价的支撑也在减弱。电力投资托底铜消费，现货升水维持高位；库存仍紧张。宏观与基本面继续博弈，铜价短期维持宽幅震荡。

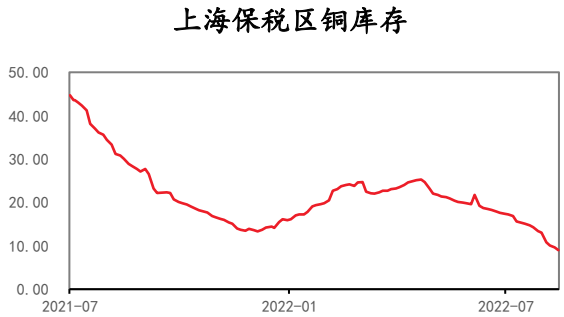
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



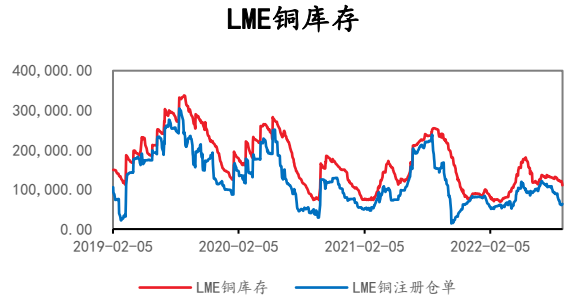
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



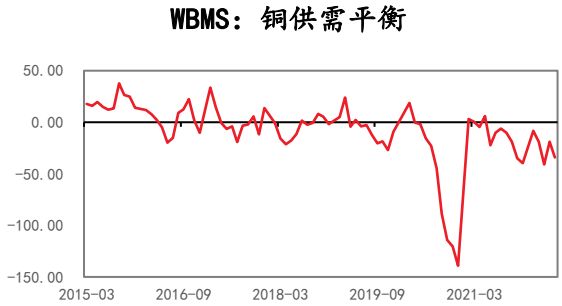
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



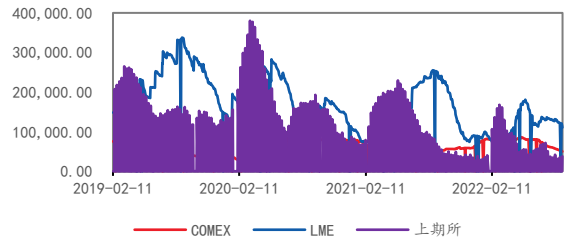
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



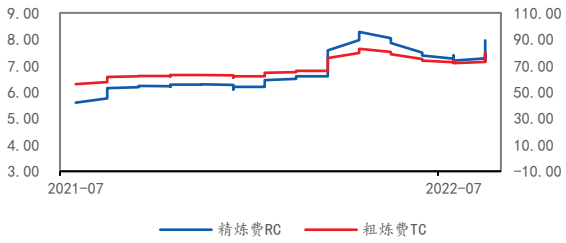
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 1-6 月全球锌矿产量为 615.3 万吨，累计同比减 1.94%。今年以来，海外矿山产量增速不及预期，因疫情导致员工缺勤率上升，部分矿山出现用工紧缺的问题；部分矿山因强降雨导致洪水而出现减产；部分矿山因资源枯竭而关闭（如嘉能可北美地区的 Matagami 矿山）；多数矿山品位延续下滑；以及部分新增项目（如 Zhairem 矿山）扩张不及预期。 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。

2022 年 1-7 月国内主要企业镀锌板(带)产量为 1526.26 万吨，同比增加 6.13%；销售量为 1467.25 万吨，同比增加 5.58%。镀锌板利润空间仍存，生产企业并不会主动减少产能。

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。

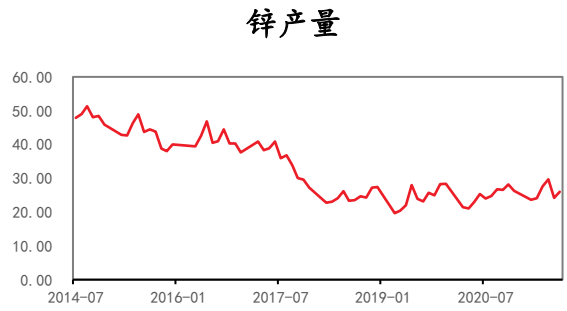
6 月汽车销量 250.2 万辆，环比增长 34.4%，同比增长 23.8%。其中新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 23.8%，延续保持高速增长态势。6 月新能源汽车销量 59.6 万辆，同比增长 1.3 倍。1-6 月新能源汽车销量完成 260 万辆，同比增长 1.2 倍，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

供应端扰动频发，因高温干旱及地缘冲突，海外能源问题严峻，天然气大幅减少让天然气期价高位运行，电力价格飙升屡创新高，成本的进一步压缩下，海外锌冶炼厂接连检修停产，新星荷兰炼厂扩大减产，利好兑现后能源炒作暂缓，但政欧洲能源价格易涨难跌，对锌托底逻辑不改。下游一方面国内多地疫情点状反复，部分地区出现累库，另一方面订单偏弱，下游需求不及预期。当宏观预期悲观和供应扰动并存，锌价高位震荡的可能性较大。

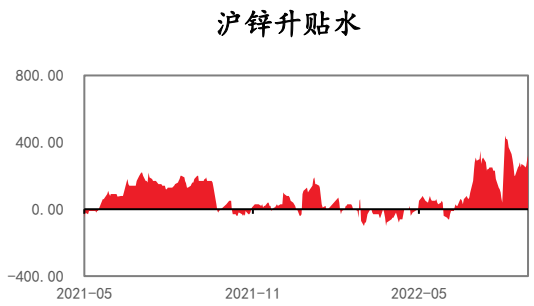
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



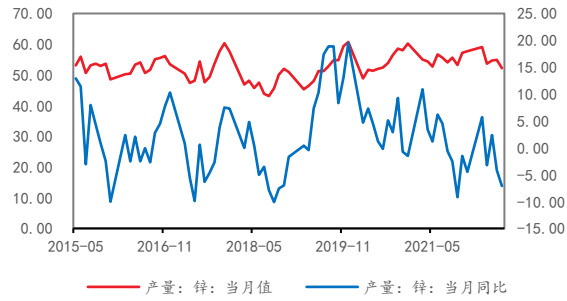
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



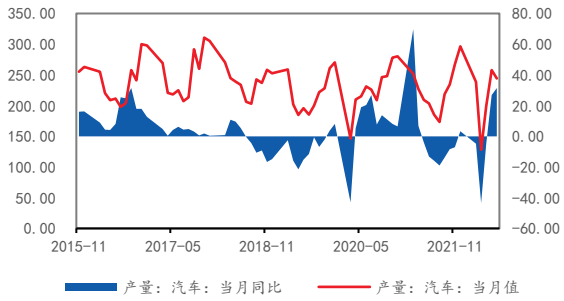
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 衰退逻辑占据主导

因为经济衰退预期和总需求下降，过去三个月内 Brent 原油期货累计下跌超 25%。北美已经步入出行旺季的尾声，随着天气逐渐转凉，旅游对成品油的消费料将整体递减。近期欧洲汽油裂解价差跌至 3 美元附近，目前汽油已经不再紧缺，单靠柴油难以支撑成品油整体需求。作为全球原油需求增长的核心市场，中国海关总署数据显示，8 月中国原油进口量为 4035.4 万吨，增速显著走低。当前全球主要经济体面临较大的宏观下行风险，生产和消费活动整体态势疲弱，需求端利空因素令油价长期承压。

2 OPEC 减产偏重防御

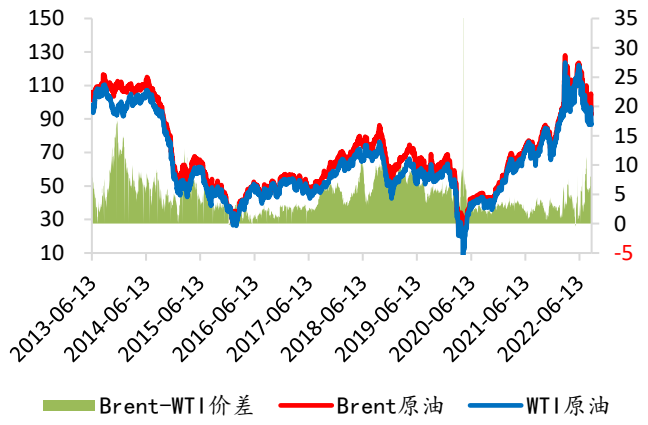
OPEC+举行第 32 届部长级会议，决定在 10 月将原油产量削减 10 万桶/日。此前，OPEC+同意将 9 月原油产量增加 10 万桶/日。继该组织创下历史上最小增产记录后，本次同样小幅的减产抵消了 8 月以后的产量变化。会议前外界普遍预期 OPEC+将会维持 10 月产量配额，不过最后结果大差不差，也客观上反映出绝大多数产油国的确难以增产的现状。

我们认为，尽管未来 OPEC 重新回到限产模式，但很大程度上属于防御性策略。沙特阿美公司将定于下月向亚洲炼油商发货的基准阿拉伯轻质原油价格从纪录高点下调至升水中东基准原油价格 5.85 美元/桶，较 9 月官方定价下跌了近 4 美元。沙特下调了对亚洲客户的官方原油售价，是要顺应全球能源需求降温的大环境，这一行为符合我们对市场的基本认知。

3 能源危机尚未体现

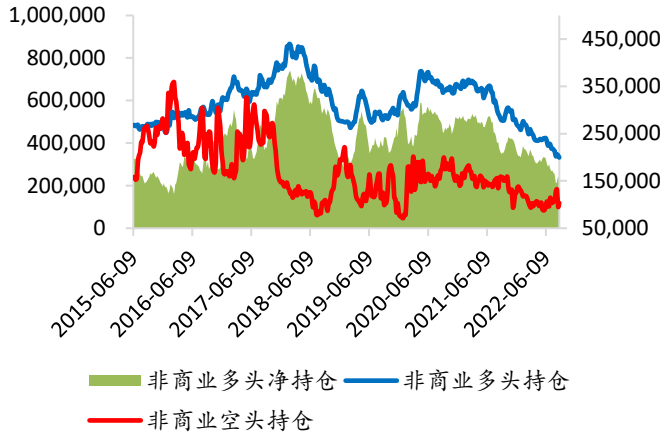
G7 已就对俄罗斯石油价格实施限制达成协议，将在未来确定最终价格上限的具体方案。欧美此举意图迫使俄罗斯原油以较低价格流通，既保证原油市场供应，又压低自身通胀水平，还减少俄罗斯能源出口收入。对此，俄罗斯高层密集发声：G7 对俄罗斯设置油价上限的行为十分荒谬，将导致原油市场陷入严重的不稳定，原油可能会像天然气一样飙升。作为将能源武器化的反制措施，停止向欧洲供应天然气是俄罗斯一个强有力的可选项。俄罗斯天然气工业股份公司宣布，由于多处设备故障，北溪 1 号天然气管道将完全停止输气，直至故障排除。地缘政治矛盾激化或将令能源供应再度收紧，但考虑到欧陆主要大国已经储备了可观的天然气库存，且冬天取暖季到来还有一段时间，欧洲能源危机的后果尚未真正体现。

图表 23：国际原油期货价格



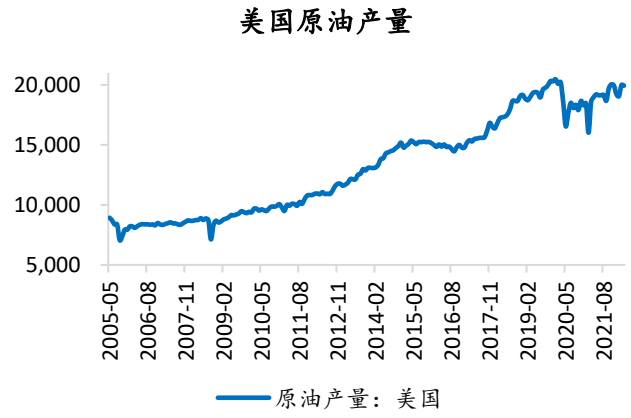
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



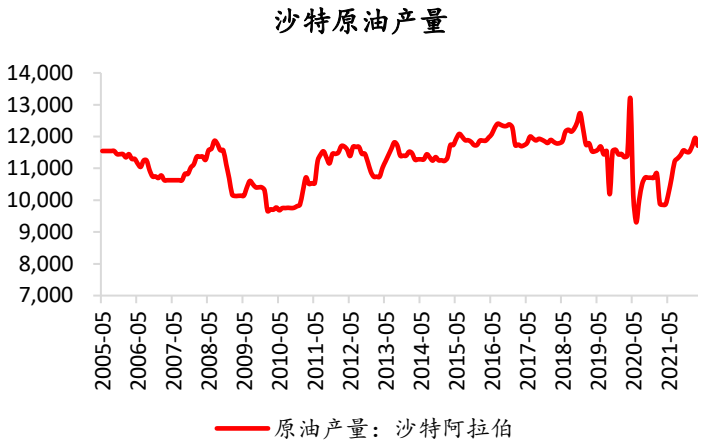
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



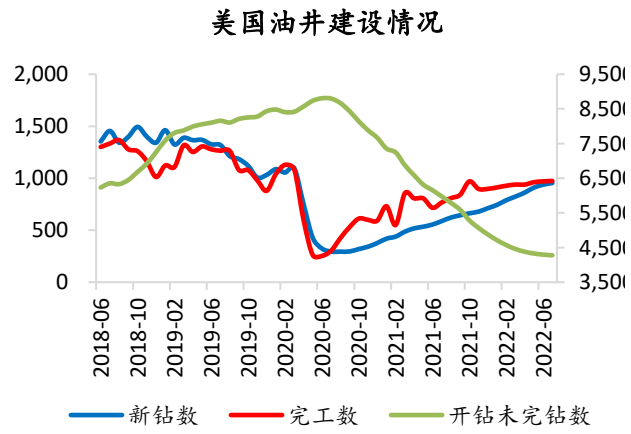
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



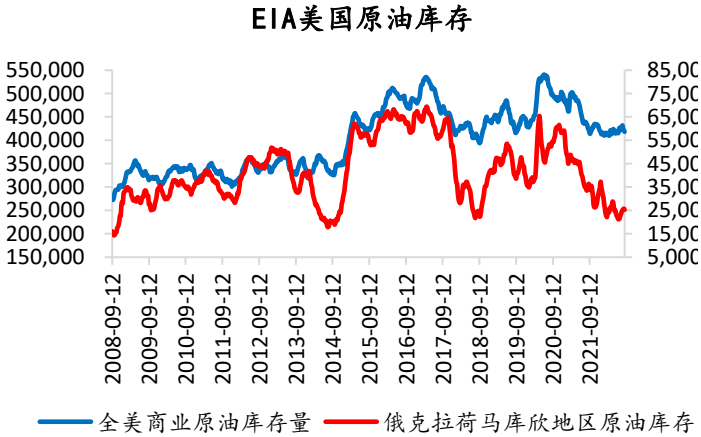
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



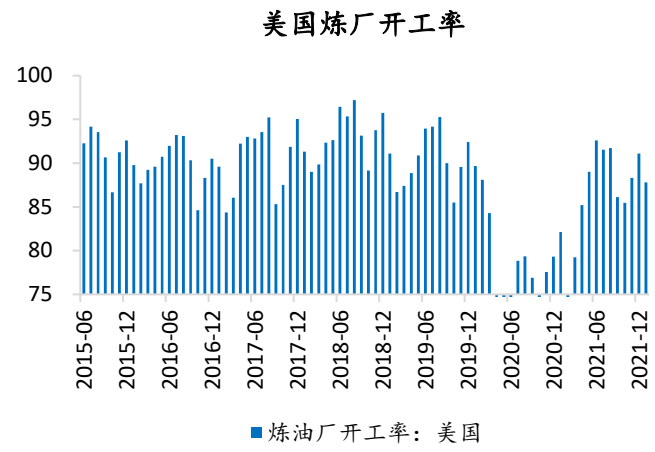
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



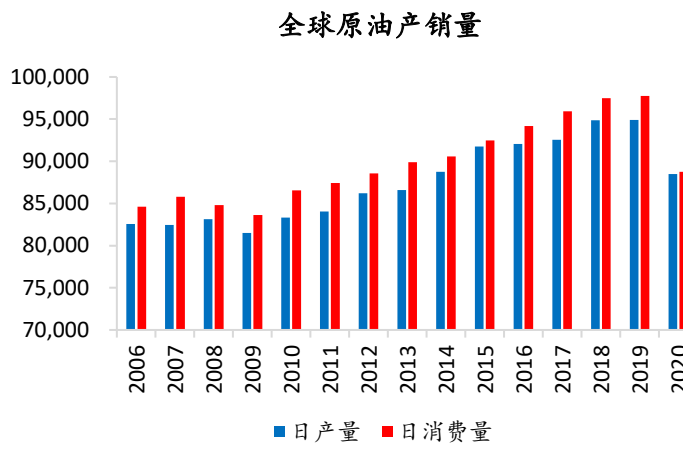
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

4 EIA 下调明年需求

根据美国能源信息署（EIA）最新一期发布的《短期能源展望》报告，当前原油供需状况似乎没有盘面反馈的那么糟糕，但长远来看市场悲观预期是不无道理的。

EIA 预计，2022 年美国原油产量将从 2021 年的 1125 万桶/日增加到 1179 万桶/日，到 2023 年将增至 1263 万桶/日。这将刷新美国原油年产量最高纪录，此前是 2019 年创下的 1230 万桶/日。不过，EIA 对美国 2023 年原油产量预期较此前是有所下调的，尽管获得了巨额利润，美国页岩油商仍不得不优先向股东派发红利，而不是扩大再生产，这种做法将持续到明年。

EIA 预测，2022 年美国石油和其他液体燃料消费量将从 2021 年的 1989 万桶/日增加到 2040 万桶/日，2023 年将进一步增至 2075 万桶/日，接近历史最高水平。自 1973 年 EIA 有统计以来，美国油品消费量最高纪录是在 2005 年创下的 2080 万桶/日。

由于国际天然气价格高企,迫使欧洲电力供应商转向以石油为基础的发电燃料,EIA 上调了 2022 年四季度到 2023 年一季度全球原油消费量预估值。EIA 估计，2022 年 8 月全球石油和液体燃料消费量为 9940 万桶/日，同比增加 160 万桶/日；预计 2022 年全球原油需求增长 210 万桶/日，前值为 208 万桶/日；预计 2023 年全球原油需求增长 200 万桶/日，前值为 206 万桶/日。

之前我们提出了原油市场受需求端主导的观点，EIA 略微上调了今年全球原油需求增速，但同时下调了明年的原油需求预期，而欧洲能源供应缺口将由美国出口得到部分补充。若无重大意外，明年油价重心可能将在震荡中逐渐下移，但仍处在近五年来相对高位水平。

5 下行风险高于上行

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。

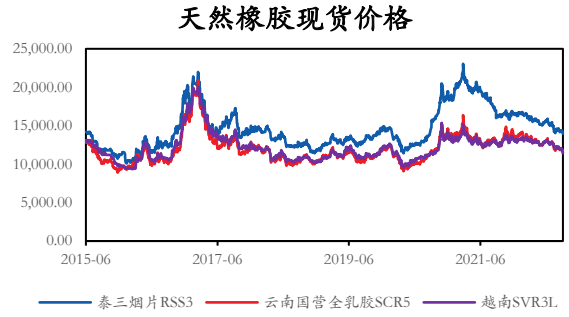
2 原料产出季节放量

9 月天然橡胶处于季节性增产阶段，东南亚主产区雨季结束之后预计原料产出有望大幅提升，供应端对橡胶行情或将构成压制。国内外天然橡胶产区供应持续释放，泰国原料胶价格承压回调，其中 RU 表现相对坚挺而 NR 走势更为疲软，整体呈现下行趋势，期现价差收缩。在全球经济衰退背景下，出口市场预期劣化，内需尚未有明显起色，若原料产出放量顺畅，加上老胶仓单集中注销等因素，橡胶自身基本面缺乏有效支撑。沪胶长线多头考虑的是低估值及未来预期好转，但中短期看不到实质性利多驱动，盘面仍以震荡探底为主。

3 需求未有明显转机

在东南亚主产区天气对割胶作业影响减弱的同时，中国橡胶产业链主要下游却并没有迎来明显转机。直接需求方面，近期国内轮胎企业开工率略有走低。截至 9 月初统计，全钢胎样本企业开工率为 58.89%，半钢胎样本企业开工率为 65.86%，环比继续下滑而同比略有回升。当前国内疫情仍有反复，业者对于“金九银十”需求提升的预期并不乐观。经销商进货表现谨慎，轮胎企业出货缓慢，成品库存持续高位。据悉接下来部分厂商有减产计划，轮胎开工率或仍小幅走低。终端需求方面，重卡销售数据依旧不理想。第一商用车网数据显示，8 月全国重卡市场大约销售 4.4 万辆(开票口径)，环比减少 3%，同比大幅下降 14%。供强需弱的基本形势下，天然橡胶正常仍将低位运行为主，表现或不及近年同期。

图表 31：天然橡胶现货价格



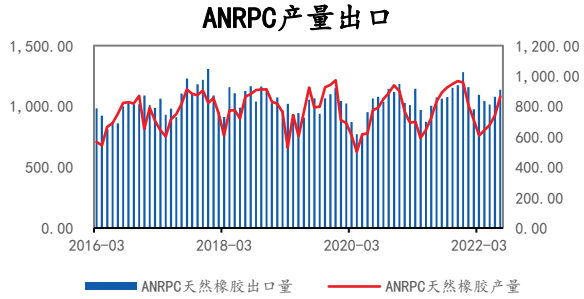
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



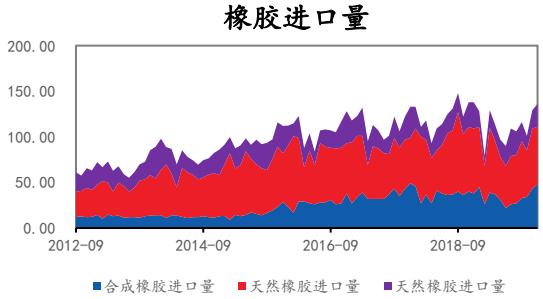
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



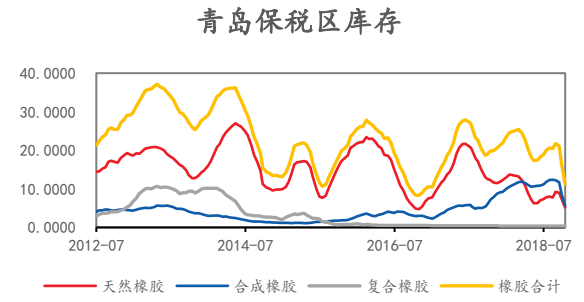
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



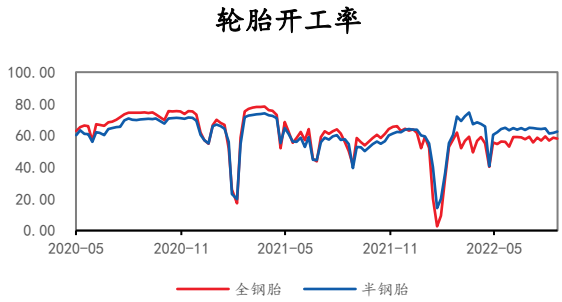
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



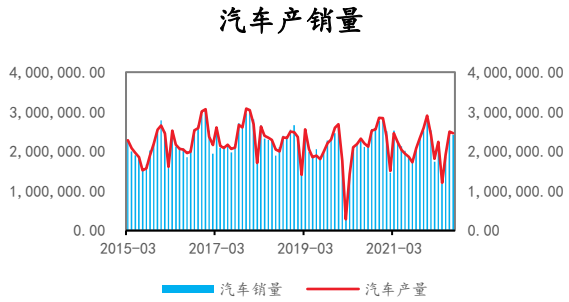
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 筑底震荡难以摆脱

尽管已经位于估值底部，9 月天然橡胶市场料仍难以摆脱弱势运行状态。

美联储维持加息步调抑制高通胀，全球经济衰退利空总需求，宏观下行风险冲击大宗品市场。沪胶市场心态谨慎偏空，三季度迄今表现惨淡，主要由于上游供应与时递增而下游需求改善不足。天然橡胶自身基本面呈现弱势，供应处于增产阶段，下游需求改善不足，且国际市场交易有降温迹象。往后海外市场需求预期进一步转弱，国内套利商多进行卖空泰混的套利操作。

不过天然橡胶价格长期低位运行，市场抄底情绪不断酝酿，价值洼地具有一定买入效应。供强需弱的大环境下，潜在利好主要为泰国产区雨水偏多，关注天气因素能否提供炒作题材。天然橡胶长期运行于盈亏平衡线下方，底部空间已经相对有限，中短期关注反弹过高后回调和下跌过速后修复的机会。

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

美豆生长近尾声，天气窗口即将关闭

美国农业部公布的美豆作物生长报告显示，截止 9 月 4 日当周，美国大豆优良率为 57%，市场预期为 56%，去年同期为 57%；大豆结荚率为 94%，去年同期和五年均值均为 96%；大豆落叶率为 10%，去年同期为 17%，五年均值为 14%。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。

美国农业部即将发布供需报告，市场预期美豆产量可能小幅下调

美国农业部定于 9 月 12 日公布月度供需报告,报告前分析师平均预估,美豆单产可能降至 51.5 蒲式耳/英亩，种植面积降至 8730 万英亩，美豆产量将较上月下调 3500 万蒲式耳至 44.96 亿蒲式耳。市场密切关注美国农业部对美国和巴西产量的评估，以及当前经济形势下中国需求的变化。结合当前美豆生长状态及天气条件，本年度美豆产量明显下降的概率基本排除。因此，9 月供需报告将基本确定美豆产量基调，有望对美豆后市运行给出更明确的指引。

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 8 月棕榈油库存压力预计大幅攀升，棕榈油价格跌破前低支撑

马来西亚棕榈油局（MPOB）定于 9 月 12 日公布月度供需报告。报告前一项调查显示，马来西亚 8 月底的棕榈油库存可能较上月增加 14.5%至 203 万吨，达到 2020 年 4 月以来最高水平；产量预计环比增长 8%至 170 万吨；出口可能下降 0.14%至 132 万吨。马来西亚棕榈油协会（MPOA）表示马来西亚 8 月毛棕榈油产量环比增加 10.77%。除了来自供需基本面的压力外，包括全球经济衰退预期升温的宏观压力，美元强势大涨的货币影响，中国油脂需求减弱预期等因素也为棕榈油市场施压。本周马来西亚棕榈油基准合约连收十根阴线，价格跌破上一轮低点，弱势特征十分突出。

2 国内豆类市场分析

进口大豆降速超预期，国内豆粕现货市场强势反弹

海关总署公布的数据显示，中国 8 月份大豆进口量为 717 万吨，较上年同期的 949 万吨降低 24.5%，创下 2014 年以来的同期最低进口量。今年 1 至 8 月中国共进口 6133 万吨大豆，同比下降 8.6%。今年中国大豆压榨利润长期低迷，是影响油厂进口需求下降的主要原因。目前来看，未来 1-2 个月进口大豆到港预期将继续下降。由于国内油厂大豆压榨利润仍处于深度亏损状态，后期买船进度依然缓慢。目前国内豆粕消费处于旺季，而近期多地收紧防疫措施，部分下游养殖企业为防止物流受到冲击，备货积极性大幅提高，而贸易商也在买涨不买跌的采购心态下积极囤货。供需双重利多形成叠加效应，令油厂连续提高豆粕现货报价，本周沿海豆粕现货均价升至 4700 元/吨之上，且与美豆市场相比，呈现跟涨不跟跌现象。受豆粕基差持续扩大影响，

国内豆粕期货市场也维持偏强格局，粕强有弱特征十分突出。

人民币贬值加速，大豆进口成本增加

近期，受美元强势反弹影响，人民币兑美元汇率贬值步伐加快。人民币贬值会抬升大豆进口成本，也在一定程度上导致以大豆为原材料的豆粕价格高位运行。具体来看，从年中开始走势相对平稳的人民币汇率，在最近出现了一波明显的贬值。美联储加息，人民币贬值压力增加，国内油脂油料的进口成本将会进一步上涨。中国是全球最大的大豆进口国，当前新季美豆即将上市，正处于销售高峰期，我国买船需求较强，人民币贬值使得大豆进口成本高企，大幅压缩了进口大豆的套利空间，据我的农产品测算，人民币相对美元贬值 2%左右，则大豆每船需增加 300 万元以上人民币的成本。

多地疫情反复，中秋节日油脂需求不及预期

海关总署公布的数据显示，8 月中国进口食用植物油 49.7 万吨，同比下降 43.6%；1-8 月累计进口食用植物油 290.5 万吨，同比下降 61.2%。随着到港棕榈油速度加快，国内棕榈油库存增幅高于豆油和菜籽油，但三大油脂现货库存仍较去年同期明显偏低。近期国内多地疫情反复，市场对经济增速下滑和油脂需求下降的忧虑加重，尤其是假日旅游和居民外出就餐量下降，将造成油脂节日需求效应不及预期，这也是近期国内油脂市场再度承压下行的原因之一。国庆节将是油脂市场关注的下一个重要需求高峰时点，如果国内疫情得到有效控制，近期被压制的需求有望得到改善，否则需求下降预期将继续主导油脂价格维持弱势。

国产大豆播种面积增加，产量有望明显攀升

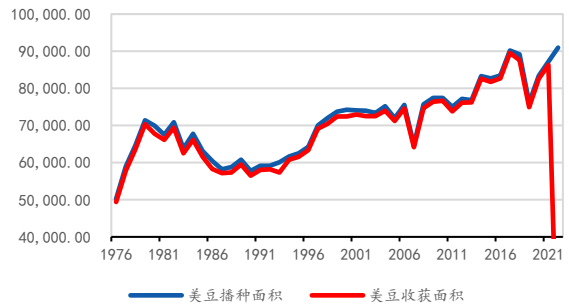
2022 年在国家实施“稳口粮、稳玉米、扩大豆、扩油料”的种植政策指引下，黑龙江省大豆播种面积预计增加 1000 万亩以上，河南、山西、江苏、河北等一些地区由于推广了大豆玉米带状复合种植，可带动 750 万亩大豆面积的增长，预计 2022 年我国国产大豆种植面积整体有望增加 2300 万亩，增长幅度在 18%左右。农业农村部在最新的报告中预计 2022 年中国大豆种植面积 9933 千公顷，同比增加 18.3%，预计产量将达到 1948 万吨，同比增加 18.8%。近日东北主产区气温大幅回升，有效降低了早霜对大豆产量的威胁，预计 2022 年国产大豆将迎来较好收成。

3 油脂油料市场展望

9 月下旬美国大豆将进入收割期，在没有减产威胁的情况下，季节性供应压力将逐渐显现。美国农业部 9 月供需报告将对 2022 年美豆产量给出更具参考性的预估。新季巴西大豆陆续进入播种期，创纪录的产量前景在无法证伪前仍会限制市场追涨情绪。马来西亚棕榈油库存压力上升，印尼频繁调整出口政策以消化库存，马盘棕榈油技术上形成破位下行之势，目前仍缺少止跌因素支持。国内油脂市场受需求拖累重回弱势，疫情变化仍是影响近期国内油脂走势的关键。国内豆粕现货市场因保持强势，阶段性供应紧张仍会提振油厂挺价动力，巨大的基差同样令期货盘面抗跌，短期内维持粕强油弱的概率依然较大。豆一期货市场走势较为独立，中储粮持续拍卖与新豆即将上市，市场对新豆开秤价预期偏低制约期价回暖，短期仍可能惯性走弱。

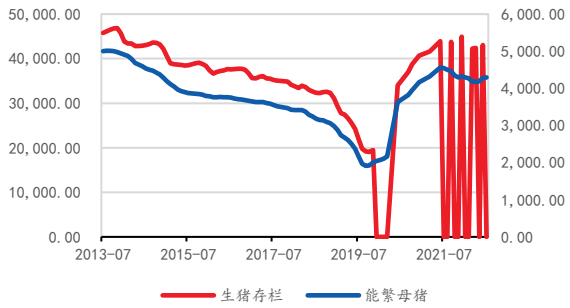
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



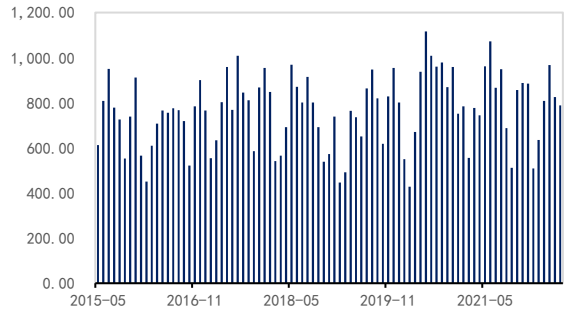
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



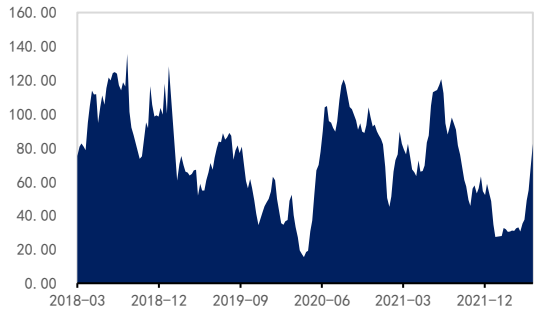
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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