中金财富期货策略周报（2022 年第 34 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：欧美高强度加息，以及国内地产改善缓慢，出口可能趋势下行的情况下，尽管 8 月份经济数据继续改善，但是市场情绪依然较为低迷。在地产未显著企稳的情况下，预计工业品市场仍将维持较弱的态势。

股指期货：事件冲击，以及人民币贬值等因素对市场情绪造成明显影响，两市本周大幅回落，但是无论是从换手率，还是从股债风险溢价看，当前 A 股市场估值已进入低估阶段，安全边际依然明显，建议耐心等待调整行情之后的反弹行情。

铜：近期公布通胀数据，大超预期，市场对后续美联储加息节奏悲观，有色普遍下行。8 月份精铜产量受限电减产影响不及预期，9 月份国内冶炼企业基本从限电和检修中走出，铜市库存持续处于历史低位，且未见累库的迹象，贸易商挺价情绪较浓，现货升水处于高位。目前受欧美加息和国内部分地区疫情反复的影响，铜需求尚未恢复良好状态；海关数据显示 8 月份铜进口明显增长，铜价下行压力增大且未来不确定性增强。宏观面或再度主导价格走向。受限于流动性紧缩及经济衰退预期，宏观情绪难言乐观；但低库存支撑短期难以逆转，料九月后续宽幅震荡运行。

锌：海外冶炼厂的成本压力较大，依然存在减产风险，绝对库存较低，价格对供应扰动的弹性较大，供应端对价格的干扰长期存在。 国内由于限电问题以及海外进口矿石成本倒挂，预计短期供应端也有所收缩。但是海外面临流动性紧缩，市场景气程度下滑，出口订单下降抑制总体消费。经济下行的压力抑制消费，海内外需求端都显疲弱。由于供应端的锐减速度快于需求，以及政府密集出台的政策对经济有一定扶持力度，锌需求上有望进一步复苏，预计供需双弱的格局或进一步改善，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。

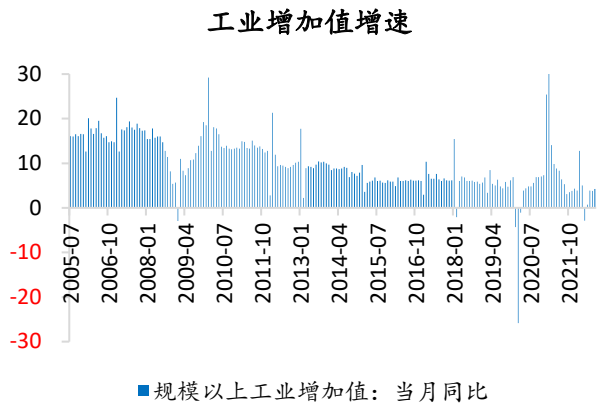
油脂油料：油脂油料：9 月下旬美国大豆将进入收割期，季节性供应压力将逐渐显现。美国农业部在 9 月供需报告中释放出的利多效应被市场迅速消化，随着巴西大豆陆续进入播种期，市场的交易重心有望向南美倾斜，巴西大豆创纪录的产量前景将是美豆上行的重要阻力。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格异常坚挺，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位，也为资金买入豆粕期货提供信心支持。随着豆粕期货市场买盘情绪回暖以及技术上形成强势突破，预计短期内豆粕期货仍有望保持偏强状态。国际油脂供应链持续恢复，棕榈油季节性增产以及不断攀升的库存压力仍阻碍油脂市场反弹。内外盘油脂保持较强联动，国内需求表现偏弱同样不支持价格持续反弹，全球经济衰退预期可能引发的商品市场系统性抛售压力更易在油脂上体现，国内豆类市场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，东北主产区新豆即将上市，市场等待新豆开秤价提供更多指引。

目 录

周度策略：宏观数据继续好转 但市场情绪依然低迷 - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 6 -
2 汇率破 7 后下行空间不大 - 6 -
3 流动性：央行 MLF 缩量续作 降准预期大 - 7 -
4 宏观策略 - 7 -
铜 - 9 -
1 影响因素 - 9 -
2 结论 - 10 -
3 铜期货现货数据 - 10 -
锌 - 12 -
1 锌：影响因素 - 12 -
2 总结 - 13 -
3 锌期货现货数据 - 13 -
原油 - 14 -
1 下行风险高于上行 - 14 -
2 看空情绪充斥市场 - 14 -
3 激进加息压力沉重 - 14 -
4 关注战略库存回补 - 16 -
6 未来需求预期下修 - 16 -
6 双重主线逻辑并行 - 17 -
天然橡胶 - 18 -
1 震荡筑底基调延续 - 18 -
2 金九银十旺季难旺 - 18 -
3 宏观衰退风险仍存 - 18 -
4 表现不及上年同期 - 20 -
5 跨品种间套利思路 - 20 -
6 辩证看待基本形势 - 20 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 - 22 -
1 外部豆类市场分析 - 22 -
2 国内豆类市场分析 - 22 -
3 油脂油料市场展望 - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 - 23 -
免责条款 - 25 -

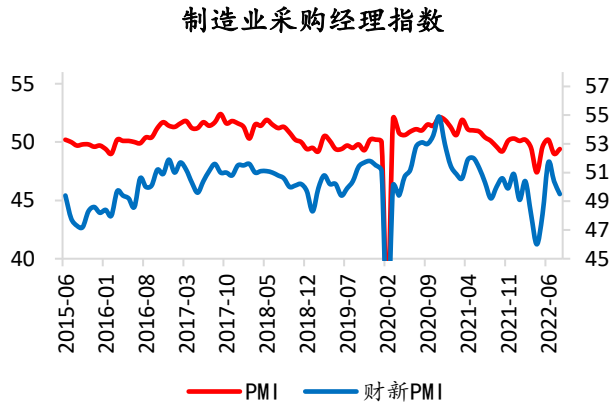
重要经济指标概况

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



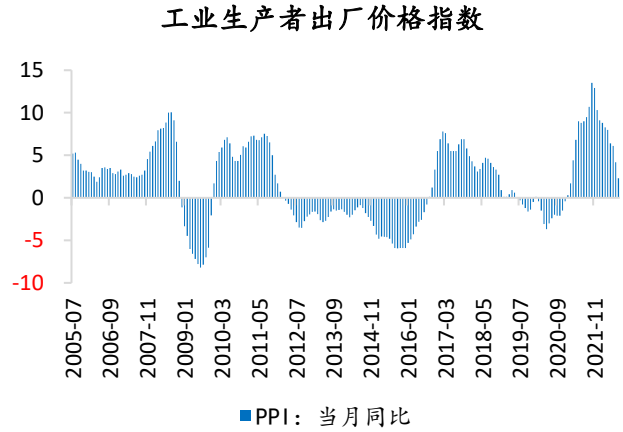
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



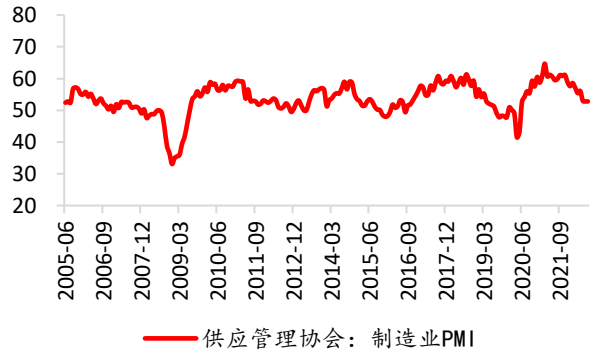
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



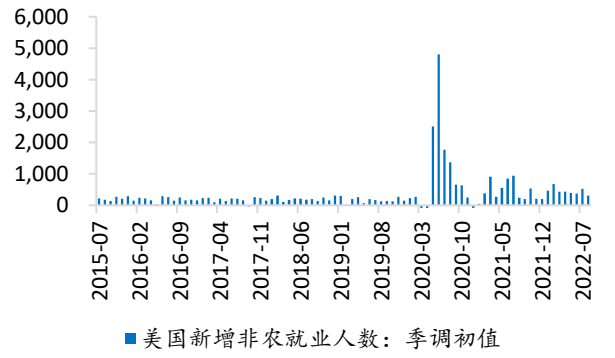
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：宏观数据继续好转 但市场情绪依然低迷

工业品市场反弹后继续回落，走势偏弱。原油连续第三周下滑，铜周度跌幅为 1.78%，螺纹钢跌幅为 2.77%，其他大部分工业 9 月首周的反弹几乎都被抹平，市场弱势态势明显。

8 月经济数据继续好转

8 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.2%，增速较上月回升 0.4 个百分点；8 月社会消费品零售总额同比增长 5.4%，增速较上月加快 2.7 个百分点；1-8 月全国固定资产投资同比增长 5.8%，增速较前值加快 0.1 个百分点。经济数据呈现全面的回暖态势。

为什么 8 月份数据继续好转？主要原因在于稳增长政策发力、疫情影响减弱，以及上年同期基数走低等因素。

8 月工业增加值同比提速，好于市场预期，主要源于去年同期基数走低、高温气候导致用电量大幅增长，基建投资提速带动部分工业品需求，以及车市刺激政策拉动汽车产量高增等。整体上看，8 月工业生产在供需两端仍面临一定制约，后期有望逐步修复。

消费方面，在上年同期基数明显下行，汽车销售大增，以及疫情对餐饮业影响减弱等因素带动下，8 月社零增速显著改善，但不同商品零售表现分化明显；整体而言，宏观经济“生产强、消费弱”的格局尚待改善。

投资方面，8 月基建投资大幅提速，有效对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速上行，对经济修复的引领作用增强。8 月中下旬以来，政策性降息、稳增长接续政策陆续落地，有望持续提振内需，9 月宏观数据总体上将延续回暖势头。

根据当前的经济形势，三季度 GDP 增速将大幅回升至 3.8%左右（二季度为 0.4%）。不过，接下来外需对经济增长的拉动作用将会弱化，房地产低迷还会对投资和消费形成一定拖累，加之还可能出现疫情扰动因素，宏观政策将延续稳增长取向。其中，基建投资将保持两位数增长势头，小微企业、居民消费等薄弱环节将是定向支持政策的主要发力点，也不排除进一步降息、扩大政府债券发行规模的可能。

图表 7：二线城市房地产成交下行



资料来源：wind，中金财富期货研究所

市场信心的缺乏主要原因是什么？

8 月经济数据整体看来不差，但市场表现依然疲弱，也没有阻止人民币汇率破 7 的步伐。我们上面解读过，8 月工业生产和零售表现都不差，基建投资更是“一骑绝尘”，不过继续恶化的地产依旧是最大拖累，考虑到出口出现的放缓迹象，市场担心的是基建和消费可能无法持续对冲地产和出口的下行压力。

我们在之前的报告中强调，由于地产是中国信用扩张的主要动能，也事关财政和消费等多个行业，地产不能出现明显改善，中国经济周期性底部就难以出现，人民币破 7 是大概率事件。从历史上看居民部门加杠杆，经济的企稳才算有比较坚实的内部基础，尤其是在出口放缓的背景下，否则如今年上半年，居民部门保守情绪导致信贷扩张的出现明显的跳跃。居民部门加杠杆的主要途径就是买房，但是无论从 8 月的官方数据和 9 月以来的高频数据来看，地产销售的明显改善尚未出现。

地产依旧是最大拖累项。8 月地产投资依旧是经济最大的拖累项，累计同比继续下跌至-7.4%，细项数据上体现出终端和前端的分化——前端上拿地、开工和施工同比增速继续恶化，而终端方面在保交楼、支持销售的政策支持下，竣工改善明显，地产销售的同比跌幅也有所收窄。这背后体现的问题是地产从终端向前端投资的传导依旧不畅：一方面是疫情（管控）反复、经济下行压力挥之不去，居民部门的信心还有待恢复；另一方面，地方的地产政策在“应用尽用”上还存在反复，例如近期苏州刚推出放开外来人口限购的政策又再次收回。

叠加 9 月下旬美联储议息会议可能出现的“偏鹰”论调，我们认为人民币汇率的贬值的行情还未结束，这对情绪仍有较大影响。

基本面仍弱 预计工业品维持偏弱态势

欧美高强度加息，以及国内地产改善缓慢，出口可能趋势下行的情况下，尽管 8 月份经济数据

继续改善，但是市场情绪依然较为低迷。在地产未显著企稳的情况下，预计工业品市场仍将维持较弱的态势。

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 15 日	白宫考虑约 80 美元购买石油以充实战略储备	原油库存已经跌至较低位置	避免油价暴跌伤害原油产量
	9 月 14 日	欧盟能源计划曝光，拟对低成本电价设定 180 欧元上限	整体用电量减少 10%	德国拟为能源企业提供 670 亿欧元贷款担保
数据	9 月 16 日	8 月社会消费品零售总额同比增长 5.4%	同比增速在 7 月保持上涨势头后，增速在 8 月加快	消费对经济复苏有较大贡献
	9 月 16 日	美国 8 月零售销售环比升 0.3%，高于预期	远高于市场预期的-0.1%以及 7 月的 0%	但是 7 月的环比数据被下修至-0.4%
事件	9 月 16 日	时隔 2 年多离岸人民币汇率再“破 7”	但对非美货币仍显强势	人民币贬值幅度较为温和

资料来源：中投期货研究所

2 汇率破 7 后下行空间不大

9 月 15 日晚间，离岸人民币兑美元汇率盘中破“7”。在岸人民币兑美元在 9 月 15 日也收于 6.978。

继 4、5 月份之后，8 月中旬以来，人民币汇率又现一轮快速调整从 8 月份当月的情况看，这轮调整对市场的冲击减弱，境内外汇供求盈余扩大，市场主体更趋理性。

8 月 15 日以来，人民币汇率重现大幅波动，反映了美元指数走强和国内经济恢复受阻的影响。此前我们根据高频数据判断，这次调整带来的市场冲击弱于 4、5 月份。最新的外汇收支数据确实验证了我们的判断。

8 月份，境内外汇供求盈余继续扩大，市场结售汇意愿较 4 月份更加稳定。当月，货物贸易出口收款速度加快，带动基础收支项下涉外收付款和结售汇顺差扩大。同时，证券投资项下跨境资金明显改善，股票通转为净流入，境外机构减持人民币债券规模继续收窄。

8 月份，远期购汇履约占比创历史新高，表明前期市场主体对冲人民币贬值风险的力度较大。这或是本轮人民币调整，市场处变不惊的重要原因。当月，远期购汇对冲比例上升，且大幅超过远期结汇对冲比例，表明当前市场重新加大了防范贬值风险的力度。

进入 9 月以来，人民币汇率延续调整。9 月 15 日，离岸人民币汇率两年来再度跌破整数关口。我们认为，对此不必过分担心。市场主体更趋理性，政策工具较为充足，是维护外汇市场平稳

运行的重要保障。

3 流动性：央行 MLF 缩量续作 降准预期大

本周央行逆回购口径净回笼资金 20 亿元。

央行本周维持每日 20 亿 7 天期逆回购操作规模，操作利率均为 2.00%，周二至周五在公开市场上共投放资金 80 亿元。

由于节假日的影响，本周二有 40 亿元 7 天期逆回购到期，周三至周五逆回购到期量均为 20 亿元，本周共有 100 亿元 7 天期逆回购到期。

同时，9 月 15 日，中国央行发布公告，缩量续作 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，本月有 6000 亿元 MLF 到期；利率维持在 2.75%不变。

9 月 MLF 操作“量缩价平”基本符合预期，缩量后 9 月资金面边际收紧，但整体流动性宽松格局年底前不改。往后看，随着四季度 MLF 到期放量，降准置换 MLF 落地概率较大。

4 宏观策略

欧美高强度加息，以及国内地产改善缓慢，出口可能趋势下行的情况下，尽管 8 月份经济数据继续改善，但是市场情绪依然较为低迷。在地产未显著企稳的情况下，预计工业品市场仍将维持较弱的态势。

5 股指期货市场分析

指数明显回落

本周 A 股明显回落，沪深 300 指数涨-3.94%，上证 50 涨-2.88%，中证 500 涨-5.74%，中证 1000 微涨-6.25%

本周北上资金呈现卖出态势，北向资金本周合计净卖出 63.91 亿元。周净卖出额创近 9 周新高。

近期 A 股调整的主要原因来自估值收缩，压力源在海外：一方面，8 月美国通胀数据韧性超预期，市场预期联储加息节奏放缓落空，全球风险资产调整明显；此外，人民币汇率“破 7”也引发市场跨市场波动风险担忧。

截至 2022 年 9 月 15 日，万得全 A 指数的市盈率（整体法）为 17.2 倍，中债 10 年国债到期收益率为 2.66%(截至 9 月 14 日)，股权风险溢价 ERP（市盈率倒数减去无风险利率）为 3.16%。目前万得全 A 指数 ERP 位于 2002 年以来的 80%分位数水平（ERP 越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高）。在 A 股近期调整以及国内超预期降息共同作用下，ERP 相较上月有所升高，国内股债性价比进一步提升。目前国内股市相较债市具有较好的估值性价比。

耐心等待调整行情结束后的反弹

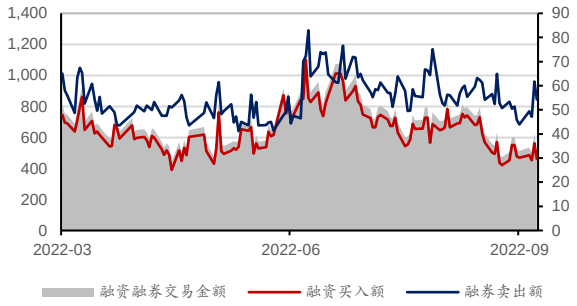
指数大幅调整之后，再度向下的空间有限。

经历连续回落之后 A 股调整较难持续，恐慌没有必要。首先，美国通胀韧性难以改变物价回落

的路径。美国连续加息后，衰退难以避免，预计美债名义利率会比通胀更快的回落，驱动实际利率下行；其次，人民币汇率双向波动难以改变，考虑到国内 GDP 同比的高点至少在明年 2 季度，基本面向好支撑汇率稳定。再次，赛道股资本开支上行支撑产业景气向好不变，短期估值挤压更多是配置良机；最后，无论是从换手率，还是从股债风险溢价看，当前 A 股市场估值已进入低估阶段，安全边际依然明显。

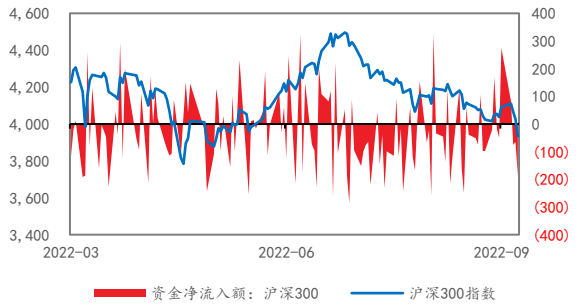
耐心等待调整行情结束之后的反弹。

图表 9：融资融券数据图



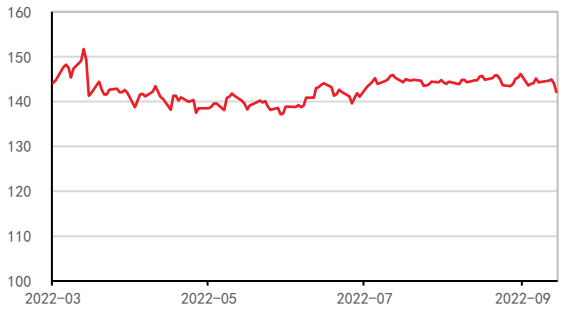
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



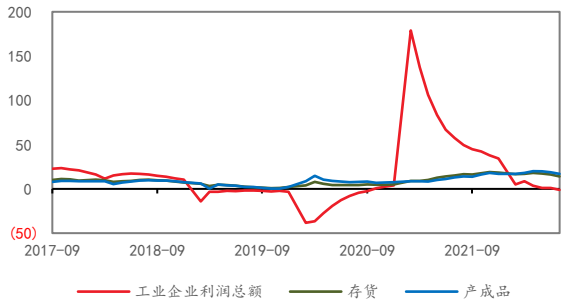
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，1-7 月废铜进口 103.6 万吨，累计同比增长 6.77%，7 月进口 15.5 万吨，同比增长 3.88%，环比减少 6.04%。 精废价差最新报收 1390 元/吨，上周五为 610 元/吨。废铜国内供应紧张，精废价差处于历史同期较低位 置，废铜贸易商捂货惜售。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

从调研来看，铜价反弹下游下单有所犹豫，新增订单稍有减弱，但由于精铜杆企业前期手头订单较多，在手订单相对充足，排产正常，因此对开工率并未造成损伤，且本周再生铜杆 行业再度受原料紧张抑制，开工率回升受阻。虽然周尾精废杆价差有所收窄，但市面再生铜杆货源紧 张，利好精铜杆消费。本

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

近期公布通胀数据，大超预期，市场对后续美联储加息节奏悲观，有色普遍下行。8 月份精铜产量受限电减产影响不及预期，9 月份国内冶炼企业基本从限电和检修中走出，铜市库存持续处于历史低位，且未见累库的迹象，贸易商挺价情绪较浓，现货升水处于高位。目前受欧美加息和国内部分地区疫情反复的影响，铜需求尚未恢复良好状态；海关数据显示 8 月份铜进口明显增长，铜价下行压力增大且未来不确定性增强。宏观面或再度主导价格走向。受限于流动性紧缩及经济衰退预期，宏观情绪难言乐观；但低库存支撑短期难以逆转，料九月后续宽幅震荡运行。

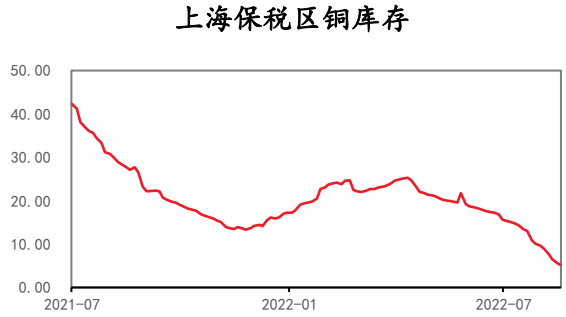
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



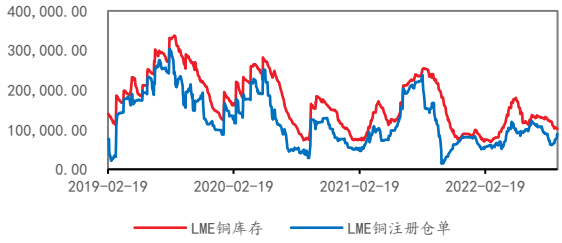
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



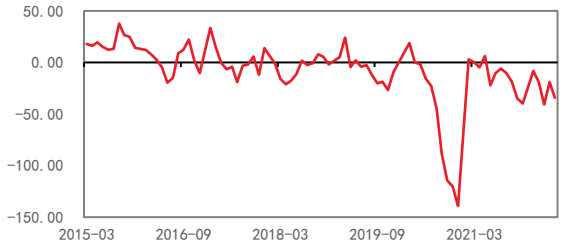
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



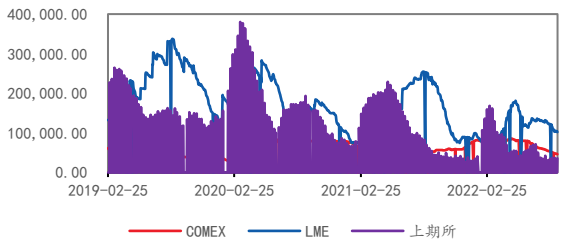
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



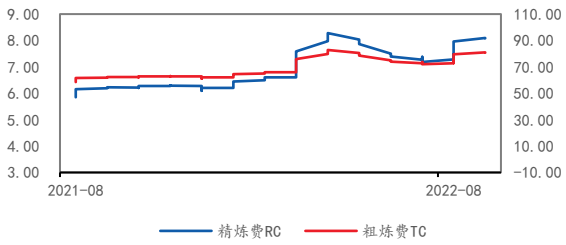
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

欧洲作为精炼锌重要的生产地，年度精炼锌产量常年维持在 240 万吨附近，大概占全球总产量 1300 万吨产量的 17% 左右，而且欧洲也是精炼锌重要的消费市场。从去年 10 月份起欧洲炼厂减产问题就一直困扰着外盘锌锭供给，近期德国电力期货价格已经接近 700 欧元/MWh，炼厂成本高企，炼厂有进一步减产的可能。目前欧洲炼厂减产产能已经扩大至 57.5 万吨左右，占欧洲产能的 24%，占全球产能的 4.2%。总体而言，在供应缺乏有效持续增量的背景下，欧洲能源危机对锌价仍是易涨难跌的重要影响因素，对其托底支撑逻辑不变。

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。8 月 SMM 中国精炼锌产量为 46.27 万吨，远不及前期预期，环比减少 1.32 万吨，同比减少 4.62 万吨。产量减少的原因：四川、湖南地区炼厂由于限电影响，产量降幅较大，或对价格形成阶段性支撑。

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%。今年镀锌、压铸锌以及锌合金企业开工率自 3 月后均低于去年同期水平，镀锌市场主要受钢材价格大跌以及房地产烂尾楼的影响而销售承压，压铸锌和锌合金则由于国内地产销售下降以及出口订单不佳导致国内压铸锌和锌合金生产企业开工率持续处于低位水平。

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。

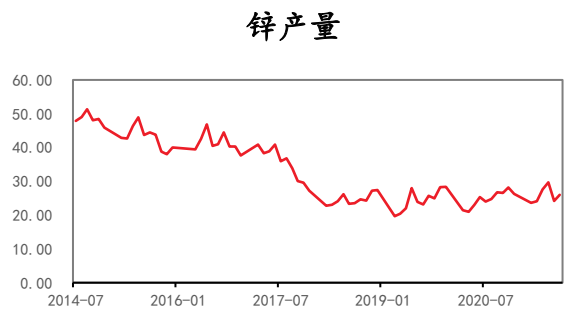
6 月汽车销量 250.2 万辆，环比增长 34.4%，同比增长 23.8%。其中新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 23.8%，延续保持高速增长态势。6 月新能源汽车销量 59.6 万辆，同比增长 1.3 倍。1-6 月新能源汽车销量完成 260 万辆，同比增长 1.2 倍，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

海外冶炼厂的成本压力较大，依然存在减产风险，绝对库存较低，价格对供应扰动的弹性较大，供应端对价格的干扰长期存在。国内由于限电问题以及海外进口矿石成本倒挂，预计短期供应端也有所收缩。但是海外面临流动性紧缩，市场景气程度下滑，出口订单下降抑制总体消费。经济下行的压力抑制消费，海内外需求端都显疲弱。由于供应端的锐减速度快于需求，以及政府密集出台的政策对经济有一定扶持力度，锌需求上有望进一步复苏，预计供需双弱的格局或进一步改善，锌价高位震荡的可能性较大。

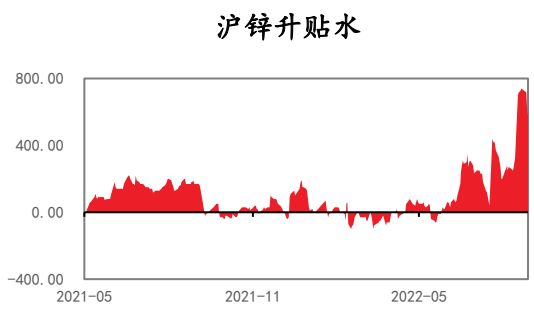
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



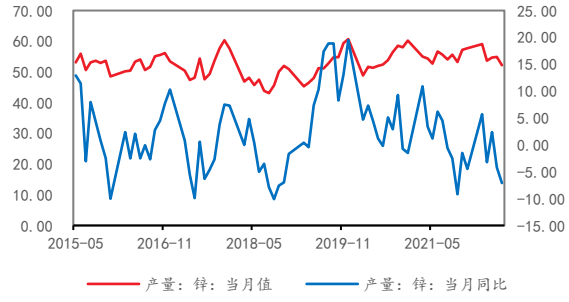
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



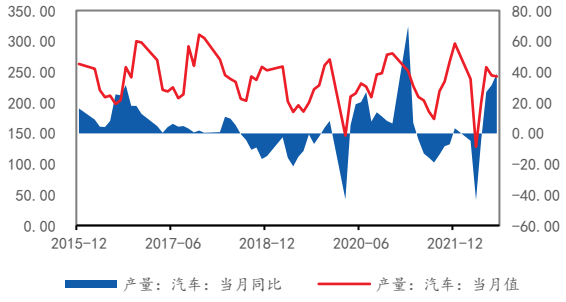
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 下行风险高于上行

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，过去三个月内 Brent 原油期货累计下跌超 25%。

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。

2 看空情绪充斥市场

宏观衰退预期引发原油需求担忧，短期过度悲观情绪主导国际原油市场，美布两油价格重心下移。

近期，国内外多地新冠疫情新毒株迅速扩散，部分区域进入静态管理模式，防疫封锁面积大、时间长，一时引发市场对能源消费的新一轮担忧，加剧和放大了经济衰退的原本预期。由于需求时常遭到阶段性的压制和破坏，业内和外界普遍更加担心未来原油需求将进一步大幅下降，从而带来持续的下行压力。这种对需求前景的负面情绪充斥着市场，近期原油走势表现为压倒性的利空逻辑主导。

在市场逐步消化地缘政治对供应端冲击的预期后，随着全球流动性收紧和金融资本回撤，原油价格走势已逐渐回归需求端。鉴于原油库存低位的现状难以改变，现货交投氛围继续保持紧俏，现阶段市场下行风险相对可控，油价仍将延续相对高位上的宽幅震荡态势。后期应重点关注欧美对俄制裁的具体落实情况，以及由此造成的能源危机发酵程度。

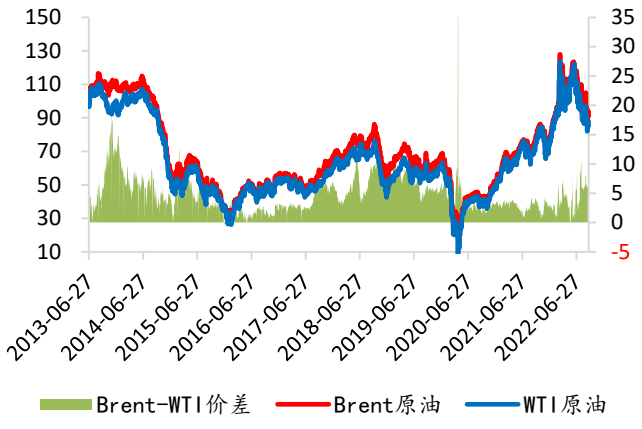
3 激进加息压力沉重

最新的宏观数据令投资者对美联储暴力加息的预期升温，经济衰退风险引发的担忧情绪笼罩市场，国际原油价格继续承压。

据美国劳工部发布的数据，美国 8 月消费者价格指数(CPI)同比上涨 8.3%，高于市场预期的 8.1%，前值为 8.5%。从环比来看，美国能源价格连续第二个月下降，其中汽油价格下降 10.6%。尽管美国能源价格已经跟随原油明显回落，但剔除波动较大的能源和食品后，美国 8 月核心 CPI 仍同比上涨 6.3%，显示出通胀压力的顽固性。超出意外的 CPI 数据公布后，市场普遍预期一周后的议息会上，美联储将连续第三次加息 75 个基点。

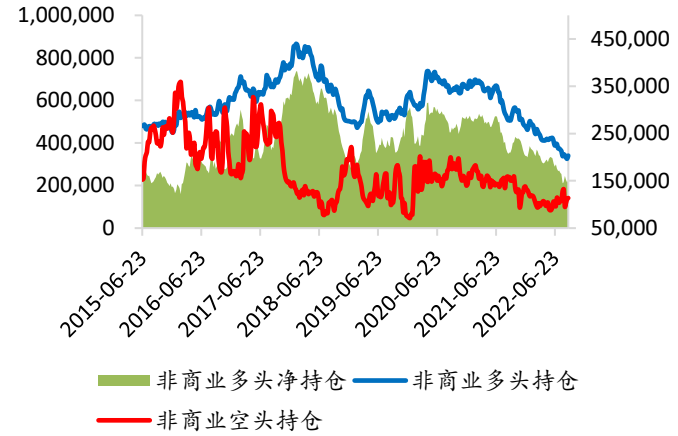
高通胀背景下，欧美央行激进加息的货币政策对宏观经济构成持续而沉重的压力，市场流动性收缩也将进一步抑制油价。基本面整体而言，当前原油供应端保持稳定或缓慢增产，需求端随旺季临近尾声而边际转弱，预计近段时间内原油走势维持震荡偏弱态势，但不应遗忘冬季欧洲能源危机的潜在风险。

图表 23：国际原油期货价格



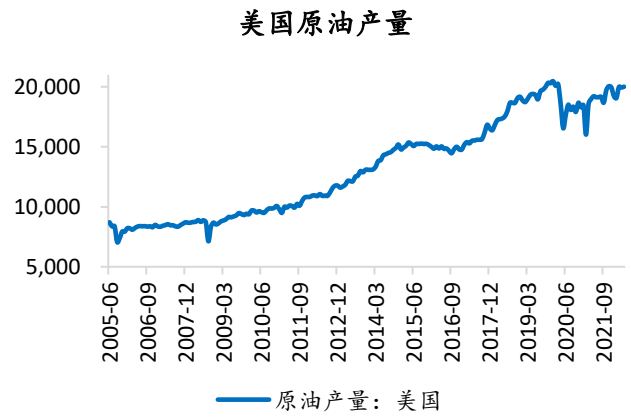
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



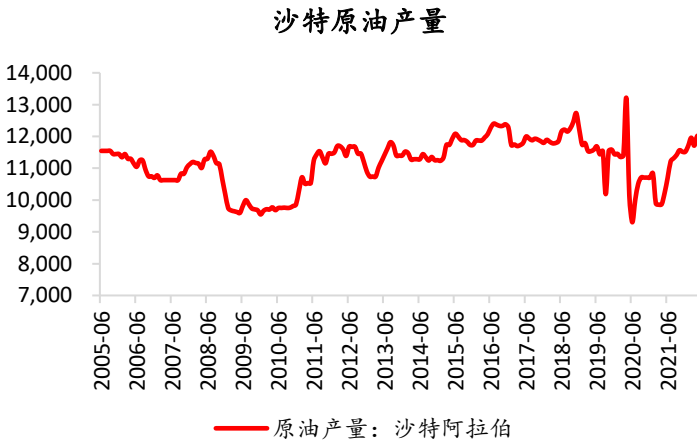
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



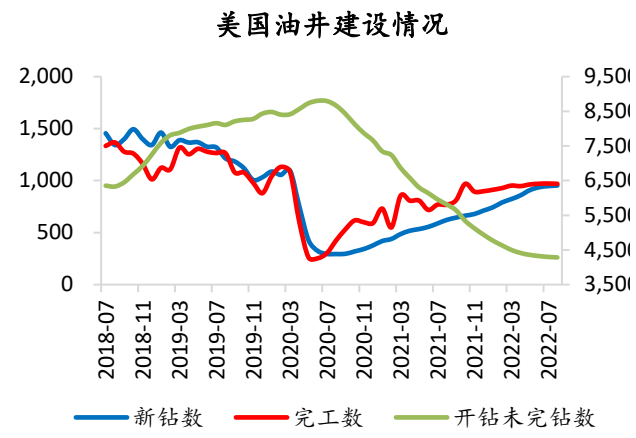
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



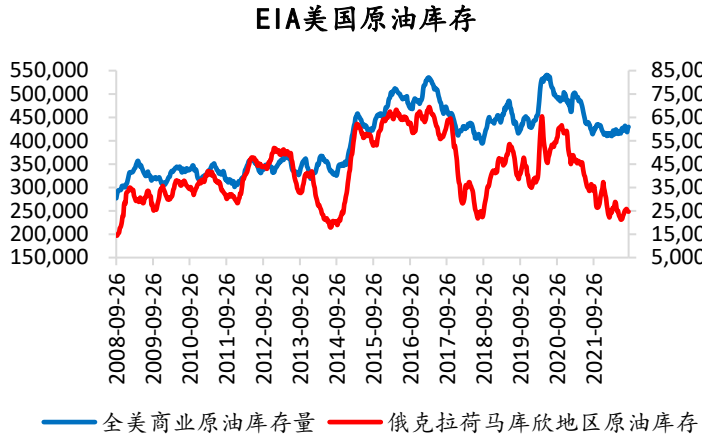
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



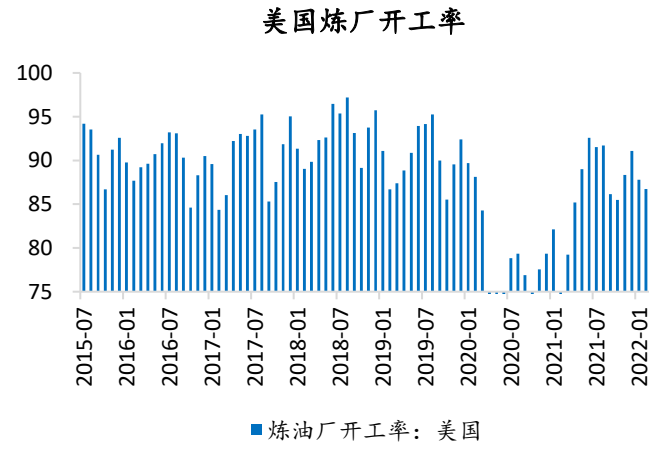
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



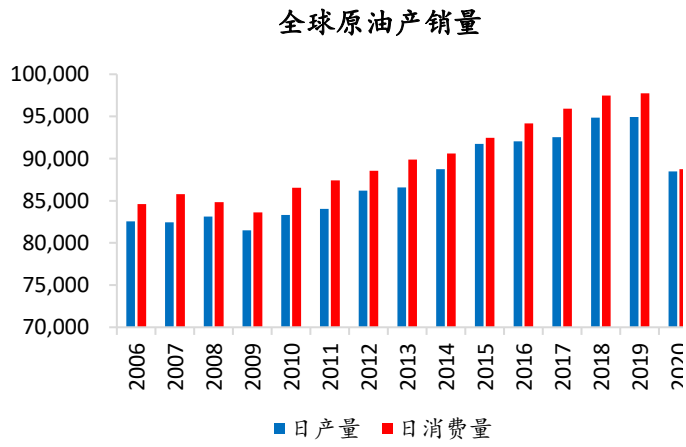
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 关注战略库存回补

美国能源信息署 EIA 数据显示，截至 9 月 9 日当周，美国商业原油库存增加 240 万桶至 4.296 亿桶，美国汽油库存减少 180 万桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存增加 420 万桶。值得注意的是，美国战略石油库存 SPR 大幅下降 840 万桶。按照美国日均消耗量约 1978 万桶估算，这意味着在紧急状态下美国战略石油储备仅够使用不到一个月。市场普遍认为，一旦原油价格跌至 80 美元/桶左右，拜登政府可能会迅速买入以回补战略石油储备。中期来看，原油市场供需偏紧但宏观经济预期衰退，油价大概率维持相对高位上的宽幅震荡格局。若伊核协议谈判迟迟无果，四季度国际原油支撑犹存，Brent 基准价格在 85-90 美元附近存在较强韧性。

6 未来需求预期下修

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。

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 震荡筑底基调延续

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。

2 金九银十旺季难旺

展望金九银十，预计中国天然橡胶市场或将延续弱势震荡运行。

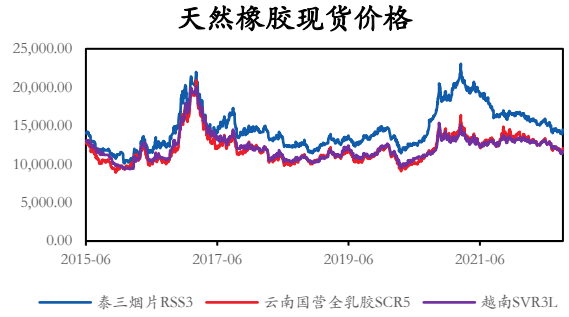
东南亚主要产胶国处于季节性增产阶段，原料产量、橡胶加工量和国内进口量将呈现共振式增长，供应端继续保持递增态势。不过原材料价格已经跌至相对低位，在极端下跌的情景中或可给予盘面一定的成本支撑。9 月以后橡胶主要下游轮胎行业运营状况有所改善，随着高温及限电的逐渐消退，预计轮胎开工率将环比回升。不过物流运输行业景气度低迷，单靠乘用车购置政策独木难支，轮胎企业成品库存传导不畅，同时出口市场订单预期转差，对天然橡胶的需求修复程度有限。

在供强需弱的核心矛盾得到缓解之前，即便时值金九银十传统旺季，天然橡胶市场延续筑底行情的可能性仍然较大。

3 宏观衰退风险仍存

鉴于美国 8 月 CPI 数据超预期，美联储 9 月激进加息预期增强，宏观层面利空因素凸显，国际国内经济下行压力较大。中国房地产行业难有起色，叠加近期多地疫情反复，金九传统旺季橡胶下游产业订单并无明显好转。在稳经济和购置税政策激励下，8 月国内汽车市场产销量大幅回升，但主要是乘用车消费表现亮眼，这部分细分市场实际上对橡胶需求贡献较小，商用车尤其是重卡销量仍延续疲态。公路运输行业景气度低迷，车辆使用频率较往年同期下降，替换轮胎需求依然维持弱势。海外需求盛况已过，全球经济趋弱令出口市场前景堪忧，外需将面临中长期回落的压力，往后出口数据或难及先前。天然橡胶下游需求即使季节性有所回升，程度也相对有限，宏观利空可能尚未交易完毕，警惕橡胶盘面反弹后带来的下跌空间。

图表 31：天然橡胶现货价格



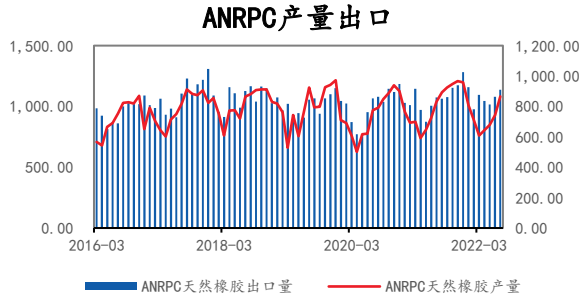
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



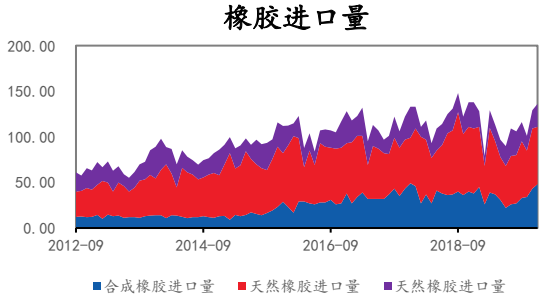
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



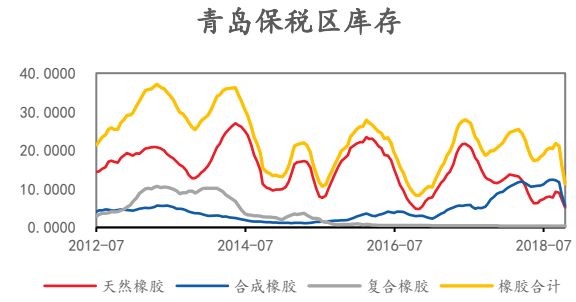
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：橡胶进口量



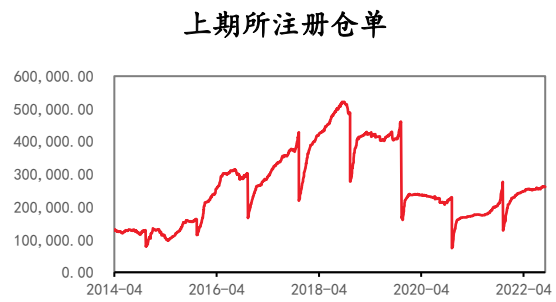
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：青岛保税区库存



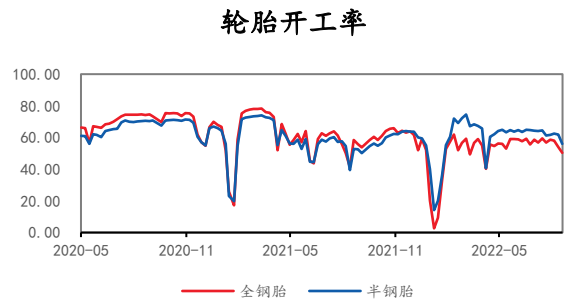
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



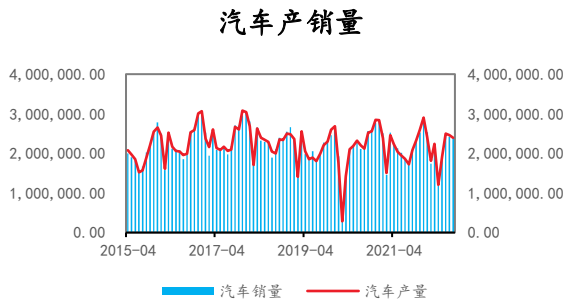
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 表现不及上年同期

整体来看，今年春节后以来天然橡胶价格维持下行趋势，主要利空驱动来自国内外宏观经济预期衰退，具体到橡胶行业表现为需求不及往年正常水平。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。

从目前的绝对价格来看，橡胶已经跌 2020 年低位水平，相对其他商品降幅也更大。从基本面规律来看，RU09 合约交割完毕后 01 合约将逐渐走向停割逻辑，供需存在好转预期。我们认为，显著低于盈亏平衡线时不宜过分看空胶价，但宏观下行周期难以迅速扭转，国内疫情反复的消极影响仍在持续，预计橡胶走势相比上年同期将会偏弱。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。

5 跨品种间套利思路

在天然橡胶市场供大于求的整体形势下，浅色橡胶（对应 RU）相较于深色橡胶（对应 NR）表现要略好。相比深色橡胶，浅色橡胶整体供应仍然是偏紧的。虽然今年东南亚主产区开割进展顺利，但迄今为止浅色橡胶库存尚未出现显著趋势性回升。在延续 2021 年去库存后的低基数上，老全乳胶仓单在 7-8 月去化明显，越南 3L 胶库存近期也逐渐下降，旺产季过渡期暂未观察到明显累库迹象。下游来看，国内终端车市产销低迷，国外需求悲观预期兑现，轮胎企业库存压力居高不下。深色橡胶供强需弱的基调难有转变，而浅色橡胶供应和库存水平正常，基本面上略好于深色橡胶。鉴于天然橡胶当前位置上单边风险较大，不妨关注跨品种套利机会，逢超跌多 RU 逢反弹空 NR，多国产全乳橡胶空泰国标胶思路为主。

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

干热天气影响显现，美国农业部大幅下调美豆单产

美国农业部在最新的月度报告中将 2022 年美豆播种面积调整为 8750 万英亩，较上月预估值下调 50 万英亩。美豆单产最新预估为 50.5 蒲式耳/英亩，较上月下调 1.4 蒲式耳/英亩，下调幅度明显超过报告前市场预期。受面积和单产双降影响，美豆产量由上月预估的 1.233 亿吨下降到 1.1916 亿吨，较上月下降 414 万吨，较上月降幅为 3.36%。至此，2022 年美豆产量已经低于上年的 1.2071 亿吨。由此可见，8 月份美国西部种植区的炎热干燥天气是美豆单产和总产下降的主要原因。

南美大豆产量高企，远期供应保持宽松

美国农业部在 9 月份月度供需报告中预计，2022/2023 年度巴西大豆产量预计为 1.49 亿吨，维持上月预估水平；阿根廷大豆产量预计为 5100 万吨，与上月预测值一致。巴西大豆陆续进入播种期，目前的产量评估属于正常天气条件下的趋势型预测，在天气影响力尚未体现、产量无法证伪前南美大豆仍会保持创纪录产量预期。在 2022/2023 年度全球大豆供需平衡表中，因美国大豆产量下调，全球总产量较上月下降 302 万吨，期末库存较上月预估调低 249 万吨至 9892 万吨，较上年度库存仍增加 922 万吨。南美大豆大幅增产是全球大豆库存回升的主要原因。

马来西亚 8 月底棕榈油库存增幅超预期，9 月上半月棕榈油出口大幅增加

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周初发布了 8 月份供需报告，数据显示，马来西亚棕榈油产量环比增加 9.7%至 172.6 万吨，进口增加 10.7%至 14.5 万吨，出口减少 1.9%至 130.0 万吨，国内消费下降 0.8%至 25.0 万吨，库存环比大幅增加 18.2%至 209.5 万吨。当前正值东南亚棕榈油产量旺季，库存大幅攀升是棕榈油价格上行的重要阻力。据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 9 月 1-15 日棕榈油出口量为 659997 吨，较 8 月同期出口的 533050 吨增加 23.8%。据马来西亚独立检验机构 AmSpec 数据显示，马来西亚 9 月 1—15 日棕榈油出口量为 583446 吨，较 8 月 1—15 日出口的 490375 吨增加 18.98%。从上述机构发布的数据看，9 月上半月马来西亚棕榈油出口好于预期，但下半月出口形势可能受到印尼下调棕榈油出口税的不利影响。

2 国内豆类市场分析

进口大豆供应偏紧，国内豆粕现货市场保持强势

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%。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，进一步放大需求。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，中秋节后沿海豆粕现货报价大幅上涨，部分地区现货价格已经逼近 5000 元/吨关口，并与美豆保持跟涨不跟跌的运行特征。虽然国内豆粕期货市场所面临的远期供应形势较为宽松，但在豆粕现货强势提振下，本周出现跳空大涨，2301 豆粕合约一度突破 4000 元/吨关口，高基差成为豆粕期货市场抗跌的重要支撑。

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，据业内机构测算，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。

进口棕榈油到港量增加，中秋节日油脂需求偏弱

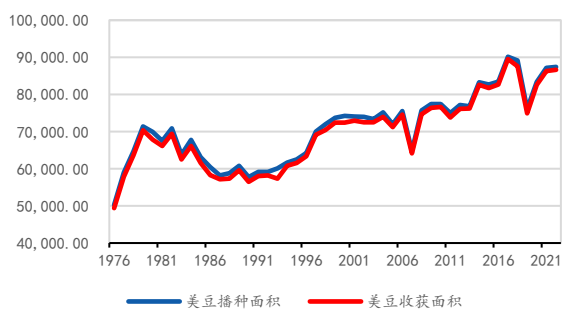
海关总署公布的数据显示，8 月中国进口食用植物油 49.7 万吨，同比下降 43.6%；1-8 月累计进口食用植物油 290.5 万吨，同比下降 61.2%。随着到港棕榈油速度加快，国内棕榈油库存增幅高于豆油和菜籽油，但三大油脂现货库存仍较去年同期偏低。近期国内多地疫情反复，市场对经济增速下滑和油脂需求下降的忧虑加重，尤其是假日旅游和居民外出就餐量下降，造成油脂节日需求效应不及预期，无力支撑国内油脂市场反弹。国庆节将是油脂市场关注的下一个重要需求高峰时点，如果国内疫情得到有效控制，近期被压制的需求有望得到改善，否则需求下降预期将继续主导油脂价格维持弱势。

3 油脂油料市场展望

9 月下旬美国大豆将进入收割期，季节性供应压力将逐渐显现。美国农业部在 9 月供需报告中释放出的利多效应被市场迅速消化，随着巴西大豆陆续进入播种期，市场的交易重心有望向南美倾斜，巴西大豆创纪录的产量前景将是美豆上行的重要阻力。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格异常坚挺，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位，也为资金买入豆粕期货提供信心支持。随着豆粕期货市场买盘情绪回暖以及技术上形成强势突破，预计短期内豆粕期货仍有望保持偏强状态。国际油脂供应链持续恢复，棕榈油季节性增产以及不断攀升的库存压力仍阻碍油脂市场反弹。内外盘油脂保持较强联动，国内需求表现偏弱同样不支持价格持续反弹，全球经济衰退预期可能引发的商品市场系统性抛售压力更易在油脂上体现，国内豆类市场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，东北主产区新豆即将上市，市场等待新豆开秤价提供更多指引。

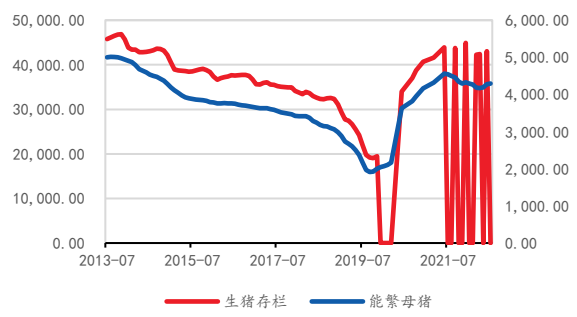
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



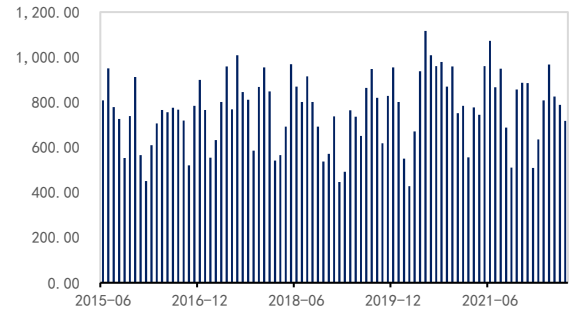
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



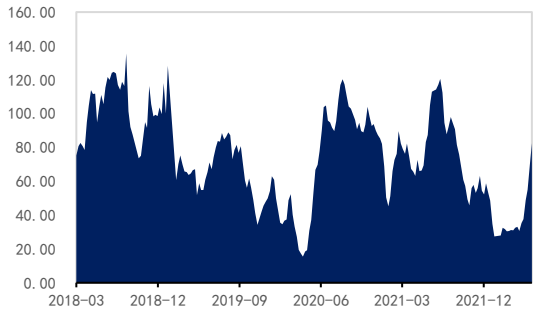
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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