中金财富期货策略周报（2022 年第 35 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：欧美快速加息和经济衰退阴霾难散，国内政策仍处于观察期，经济恢复较缓慢。大宗商品面临的宏观环境人较为孱弱，预计短期内弱势震荡为主，但是我们不建议追空操作。

股指期货：下周是国庆长假前最后一周，A 股市场历来都有节日效应，避险资金会提前减仓应对长假的不确定性。叠加全球风险资产市场维持弱势,预计下周 A 股市场将弱势震荡为主。

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。

铜：美联储如期连续第三次加息 75 个基点，有色板块继续承压。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：由于欧洲能源问题在这个冬季难以解决，电价高企的问题将始终萦绕在冶炼厂周围，冶炼端复产可能性较低，当地供应将维持一个弱稳的格局。国内炼厂由于检修等的影响，6、7、8 连续三月供应量缩减，致使库存下滑、现货偏紧、升水大幅走高。而需求端，同样因为能源问题推升的高通胀也抑制了欧洲下游的消费，在美欧央行同步激进加息的步伐下，消费难言好转。供应偏紧的基本面格局不改，行情或主要取决于宏观，预计锌价将保持震荡偏强的走势。

原油：俄乌战争深刻地改写了国际局势和历史走向，系统性问题带来的下行风险正在成为现实。尽管主要产油国供应仍然受限，但围绕全球经济活动放缓甚至陷入衰退的担忧，极大削弱了原油在内的能源需求预期，从而令油价降温。在过去两年来能源供应紧张的核心逻辑之外，经济衰退预期已经成为原油市场另一个长期主导要素。市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允，双主线并行的原油市场仍勉强维系紧平衡状态。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

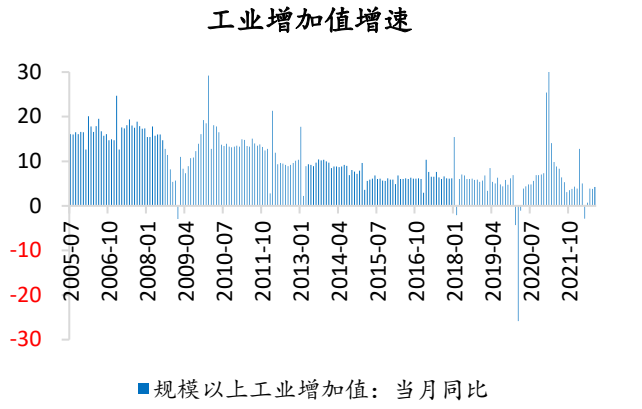
油脂油料：美联储大幅加息后金融市场剧烈震荡，全球经济仍被经济衰退阴影所笼罩，商品市场的系统性风险尚未完全释放。近期的良好天气有利于美国大豆加快收割，新豆集中上市形成的季节性供应压力逐渐显现。随着巴西大豆陆续进入播种期，市场的交易重心有望向南美倾斜，在南美大豆缺少证伪条件下，南美丰产压力仍不支持美豆过渡上涨。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格异常坚挺，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位，也为资金买入豆粕期货提供信心支持。随着豆粕期货市场买盘情绪回暖以及技术上形成强势突破，预计短期内豆粕期货仍有望保持偏强运行状态。国际油脂供应链持续恢复，棕榈油季节性增产以及不断攀升的库存压力仍阻碍油脂市场反弹。内外盘油脂保持联动，国内油脂需求表现偏弱限制油脂价格回暖，国内豆类市场有望维持粕强油弱运行特征。豆一期货市场走势较为独立，东北主产区新豆开秤价格好于预期提振市场看涨信心，推动豆一期货价格保持反弹节奏。

目 录

周度策略：对美国经济衰退的担忧重挫市场 - 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 美国通胀为何顽固? - 6 -
3 流动性：央行逆回购操作小幅放量 - 7 -
4 宏观策略 - 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 暴力加息大杀四方 - 15 -
2 经济损害持续加深 - 15 -
3 供应将迎关键窗口 - 15 -
4 俄乌局势白热升级 - 17 -
5 重心下移存在限度 - 18 -
6 双重主线逻辑并行 - 18 -
天然橡胶 - 19 -
1 反弹行情谨慎对待 - 19 -
2 供需关系依旧偏弱 - 19 -
3 政策提振终端车市 - 19 -
4 低位区间震荡难改 - 21 -
5 跨品种间套利思路 - 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 -

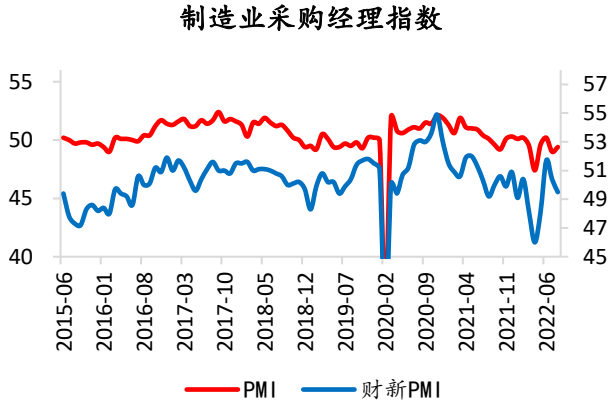
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



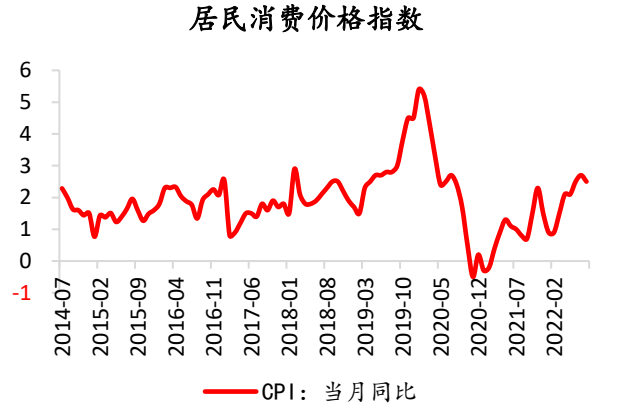
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



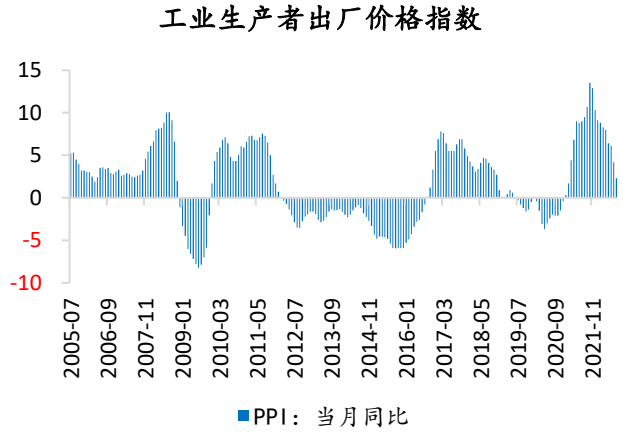
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



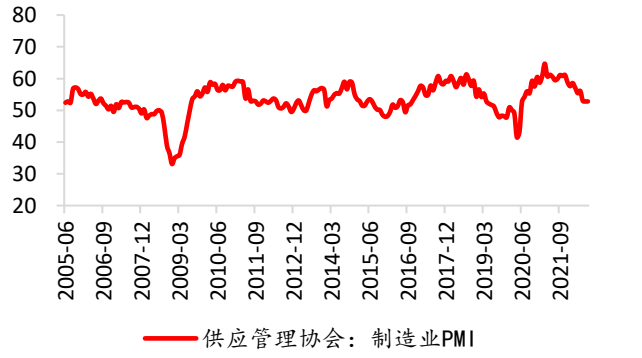
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



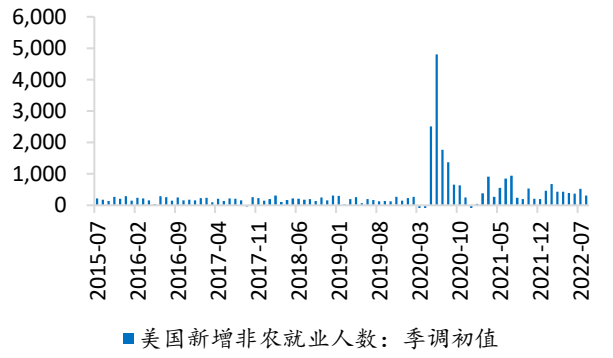
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：对美国经济衰退的担忧重挫市场

在美国经济衰退的担忧之下，全球资本市场联袂下行，大宗商品方面以能源为代表，原油周跌幅达 3%，一度创调整以来的新低。权益市场方面，美股引领全球股市大跌，纳斯达克指数一周跌幅也超 3%，逼近前期低点。全球市场弱势，较为关键的因素是市场对美国经济衰退的担忧，尤其是美联储以“牺牲经济增长为代价抑制通胀”的决心，大大打击了市场的信心。

美联储展现紧缩决心

9 月会议再次如期加息 75BP，符合预期，但是美联储的表态偏鹰，美联储再次展现紧缩决心。

9 月会议声明与 7 月份几乎如出一辙，仅将“支出和生产指标有所走软”换成了“支出和生产指标温和增长”。可以说会议声明基本没有信息增量。最新点阵图显示，美联储提高了 2022-2024 年的利率预测，加息周期明显“更高”。点阵图表示至 2022 年底，美联储将加息至 4.25-4.5%的区间，并在 2023 年进一步加息至 4.5%-4.75%。在 2024 年，美联储将把利率下调至 3.75%-4.0%，并在 2025 年进一步下调至 2.75%-3.0%。长期利率预测维持在 2.5%不变。美联储继续上调通胀和失业率预测，“顶着失业加息”彰显了美联储紧缩的决心。美联储继续上调了 2022-2023 年的通胀增速预测，并预计 2023 年名义通胀将低于核心通胀。另一方面，美联储下调了未来的经济增速预测，并上调了失业率预估。特别是，美联储预计 2023-2024 年失业率均高于长期均衡水平，但仍将政策利率维持在远高于中性利率的水平，这展现了美联储的紧缩决心。

鲍威尔援引 FOMC 利率点阵图分化称，美联储 2022 年还将加息 100-125 个基点。

根据 9 月经济预测，2022 年-2024 年的 GDP 增速分别下调至 0.2%、1.2%、1.7%，三年预期增速均低于 1.8%的潜在增速水平；同时，值得注意的是，2023 年的失业率预测也从 6 月的 3.9%大幅上调至 4.4%——而近两年来，美联储每次对于失业率的预测均始终保持在 4%附近。对失业率的容忍度大幅上升，表明美联储已预见并默认了持续加息将加大经济衰退的风险，这一点也在鲍威尔会后的发言中得到印证：鲍威尔认为，在降低通胀的过程中，“需要经济增长在一段时期内低于趋势”，可能引发“就业市场疲软”，但都是降低通胀的“不幸代价”，否则将会迎来“更大的痛苦”，暗示经济衰退可能无法避免。这主要是因为，当前美国需求驱动下的核心通胀粘性较强，若通胀预期回落，可能进一步刺激消费，从而继续支撑通胀。因此，本轮美国通胀或可能不得不通过经济衰退的途径来缓解。预计随着加息的推进和增长压力的增加，明年下半年美国经济陷入实质性温和衰退的可能性较高。

衰退的担忧越来越重，以及以欧洲为代表的数据走弱，是风险资产下行的主要原因。

图表 7：美国经济预测

美国经济数据		2022 年	2023 年	2024 年
GDP 增速	9 月预测	0.2%	1.2%	1.7%
	6 月预测	1.7%	1.7%	1.9%
	3 月预测	2.8%	2.2%	2.0%
失业率	9 月预测	3.8%	4.4%	4.4%
	6 月预测	3.7%	3.9%	4.1%
	3 月预测	3.5%	3.5%	3.6%
PCE 增速	9 月预测	5.4%	2.8%	2.3%
	6 月预测	5.2%	2.6%	2.2%
	3 月预测	4.3%	2.7%	2.3%
核心 PCE 增速	9 月预测	4.5%	3.1%	2.3%
	6 月预测	4.3%	2.7%	2.3%
	3 月预测	4.1%	2.6%	2.3%

资料来源：wind，中金财富期货研究所

控制通胀的代价很可能是衰退

对于大类资产而言美元短期内仍将保持强势，而美股的熊市则在较长时间内难以逆转。

现在美国通胀的主要拉动力量已经从能源价格转变为更难控制的房租上涨，这导致“滞胀”的风险进一步拉大，所以美联储转向也更加困难。而解决高通胀问题的最终途径可能是一次较为严重的衰退，比如依靠房价暴跌来重新平衡美国正在处于历史最低位的租售比，从而消除房租上涨的动力。这就是我们上文认为的可能的情景是美联储持续鹰派加息直到衰退来临。

美元的强弱一方面与美联储政策相关，另一方面受经济基本面的影响。前者影响短期内美元的走势，而后者决定美元长期走势。所以美元在短期之内仍将保持较为强劲的势头，年内可能出现再度的阶段性冲高，给全球资本市场带来较大的风险。

美股可能面临长期的调整压力。无论是“滞胀”还是“衰退”，对于美股而言都是尚未被充分定价的压力，美股的熊市难言触底。A 股具有一定独立性，但是随着人民币贬值压力继续积累和海外市场波动可能加剧，其对国内市场的压力也不应忽视。当前股市的主要风险偏向于外围风险。美联储激进加息，欧美衰退预期不断增加，以及中美关系走势的不确定性在年内难以消除，股市情绪的全面回暖可能仍需时日。

预计市场继续维持弱势

欧美快速加息和经济衰退阴霾难散，国内政策仍处于观察期，经济恢复较缓慢。大宗商品面临的宏观环境人较为孱弱，预计短期内弱势震荡为主，但是我们不建议追空操作。

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 23 日	国常会：第四季度将收费公路货车通行费减免 10%	确定强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困政策，支撑经济平稳运行。	继续推进稳增长政策
	9 月 23 日	日央行干预汇市	日本央行开始卖出美元，买入日元	如果日元继续大跌，将对日本经济和金融产生较大风险
数据	9 月 24 日	欧元区 PMI 创 20 个月新低，连续三个月低于荣枯线	欧元区 9 月制造业 PMI 初值由 8 月 49.6 降至 9 月的 48.5，低于预期的 48.8	政策制定者面临的挑战“既要遏制通胀，又要避免经济硬着陆”，正变得越来越大
	9 月 21 日	德国 PPI 创历史最大涨幅度记录	同比涨 45.8%，也是有史以来最大的同比增幅	主要受天然气和电力价格上涨影响
事件	9 月 23 日	俄罗斯总统普京签署了部分动员令	俄罗斯将使用一切可用的手段，俄防长称部分动员令将召集 30 万预备役军人	俄乌问题有激化的可能

资料来源：中投期货研究所

2 美国通胀为何顽固？

当前美国短期通胀压力的三大来源。第一，美国居民在疫情期间积累了 2.7 万亿超额储蓄，今年开始超额储蓄虽然在消耗，但余量仍大，这对未来短期内消费及通胀仍有一定支撑。当然这一支撑的持续时间也不会太长，因为低收入群体超额储蓄消耗的速度很快。我们预计超额储蓄对消费及通胀的支撑会持续至明年年初。第二，美国“直升机撒钱”并未停止。当前政府补贴的每月发放量仍然远远高于疫情之前的趋势线水平。而且近期美国很多州以“补贴通胀带来的损失”为理由，开始发放新一轮的财政补贴。其中大多数为民主党掌控的蓝州。在中期选举的政治博弈下，执政党为了迎合民意而不断撒钱，也将增加控制通胀的难度。第三，房租上涨很难控制。当前美国通胀的核心动力已经从能源价格转变为房租上涨，这是通胀分项中最为顽固的一项，将使得本轮通胀控制的难度大大增加。与中国不同，美国房租对 CPI 的影响很大，一是房租与房价关联度很高，波动较大，二是美国房租在 CPI 中权重接近 1/3，举足轻重。作为一个成熟的发达经济体，美国房地产市场的租售比通常会在合理的区间上波动。所以过去两年美国房价的暴涨正在快速向房租传导。回顾过去 50 年的经验，在历次美国 CPI 明显抬升（破 5%）之前均会发现房价暴涨的规律，这可能是过去通胀分析框架中一直被忽略的问题。当前美国房价的同比增速已经见顶回落，对于控制房租涨势而言是一个利好的信号，但我们认为对此也不宜过于乐观。因为本轮房价上涨幅度远远高于以往历次上涨周期中的涨幅，美国租售比已经跌至历史低位，所以本轮周期中从房价回落到房租回落的间隔时间可能更长。这就意味着未来只有两种可能的路径：一是房价温和下降，而房租持续上涨，鉴于当前租售比过低，则房租

上涨的持续时间会相当长，这就会带来长期的滞胀。70 年代的情景就是如此。二是房价出现暴跌，从而使租售比快速回归至正常区间内，而各国历史经验来看房价暴跌均会伴随着较为严重的经济衰退，2008 年金融危机的情景就是如此。我们预计未来的路径会兼具这两种情景的特点：房租在未来一段时间内仍会持续上涨，因而美联储加息也会持续，直至房价暴跌引发经济衰退。综合以上三个因素，我们认为美国通胀的顽固性较强，很难在不引发衰退的前提下温和压低通胀。所以美国可能不得不需要一次较为严重的衰退来解决当前的通胀问题。

3 流动性：央行逆回购操作小幅放量

9 月 19 日、20 日，央行连续两日开展 14 天期逆回购操作，公开市场操作量较本月前期温和放大。业内人士表示，这符合央行以往操作惯例，其目的主要是维护季末流动性平稳，并对冲税期扰动的影响。

央行公告显示，9 月 20 日，人民银行以利率招标方式开展了 260 亿元 7 天期和 14 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.0%、2.15%。而在 19 日，人民银行以利率招标方式开展了 120 亿元 7 天期和 14 天期逆回购操作。

近期，资金面价格受多重因素影响略有波动。以存款类机构质押式回购利率 DR007 为例，近期出现了一定程度的上行。9 月 13 日，DR007 加权平均利率收报 1.4522%。9 月 19 日，DR007 加权平均利率收报 1.673%，上行明显。

9 月为企业缴税大月。今年 9 月缴税规模在 1.2 万亿元左右。本周二为 9 月纳税申报截止日。

本月税期对资金利率的影响主要集中在 20 日至 22 日。随后，预计跨季资金需求在 26 日开始大量显现，并延续至 30 日。由于本月税期和跨季资金需求涌现之间仅相隔 1 个工作日，预计部分资金需求可能出现叠加效应。

此外，政府债券融资也会对季末资金面形成扰动。据统计，本周还有约 3300 亿元政府债券发行，发行规模环比略有上升，政府债净融资约为 1900 亿元，发行、缴款压力较上周有所增加。

4 宏观策略

欧美快速加息和经济衰退阴霾难散，国内政策仍处于观察期，经济恢复较缓慢。大宗商品面临的宏观环境人较为孱弱，预计短期内弱势震荡为主，但是我们不建议追空操作。

5 股指期货市场分析

指数继续回落

本周 A 股明显回落，沪深 300 指数涨-1.95%，上证 50 涨-1.8%，中证 500 涨-1.09%，中证 1000 微涨-1.81%

本周北上资金呈现卖出态势，本周北向资金净卖出 61.34 亿元，其中沪股通净卖出 31.01 亿元，深股通净卖出 30.33 亿元。上周北向资金本周合计净卖出 63.91 亿元。

两市每日的成交额均不足 7000 亿，观望情绪浓厚。

从主要指数估值看，截至 2022 年 9 月 22 日，全部 A 股市盈率（TTM）为 16 倍，位于 2010 年至今 35%的历史分位数水平。小盘风格出现逆转，但以中证 500、中证 1000 指数为代表的中小盘指数相对大盘的估值溢价率仍处于历史较低位置。

从六大板块估值来看，金融板块估值普遍明显偏低，消费板块随着疫情防控形势好转有回升空间。科技板块多数细分行业估值偏低。医药板块延续估值下行趋势。中游板块分化明显，汽车产业链延续强势方向，港口、航运、物流等顺周期行业估值较低。周期板块处于景气度高点，化工产品、工业金属等行业市盈率处于历史低位。

节日效应明显 预计短期内市场依然弱势

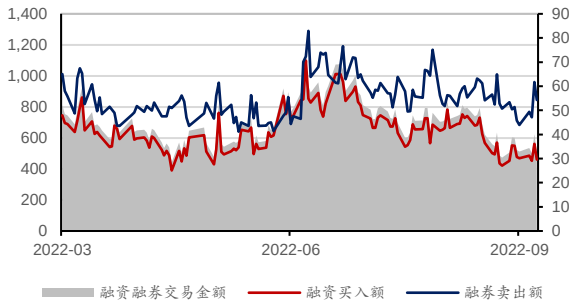
下周是国庆长假前最后一周，A 股市场历来都有节日效应，避险资金会提前减仓应对长假的不确定性。

宏观层面的欧美加息衰退与国内经济缺乏弹性是市场信心较弱和场外资金观望的主要原因。过去几周，无论是基于贸易摩擦交易“脱钩”的逻辑，还是基于地产政策调整交易全面刺激的逻辑，抑或是基于国内外疫情变化交易疫情管控放松的逻辑，都是建立在事件强假设和其他市场参与者可能跟随的基础上的。博弈交易的时间窗口逐步压缩，市场交投冷淡提高了博弈交易的成本，这导致预期博弈退潮，并进一步冷却市场。本周 A 股日均成交额已从前 3 周 7500~7900 亿元的平台明显回落至 6150 亿元的低位。对风险偏好比较敏感的融资余额已从 9 月初的 15068 亿元回落至 14845 亿元，虽然当前两融担保比例为 261%，处于比较稳健的水平，但两融成交占比已回落至 7.0%的历史低位附近。

整体看，市场调整整固的态势难改。

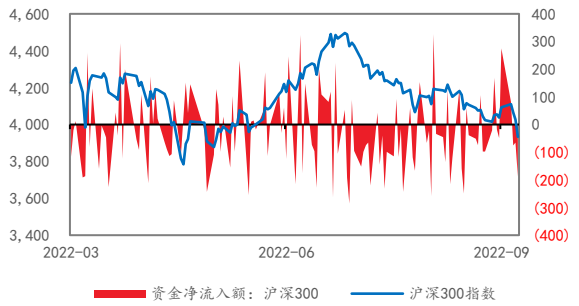
预计节前一周难有大的行情，耐心等待调整行情结束。

图表 9：融资融券数据图



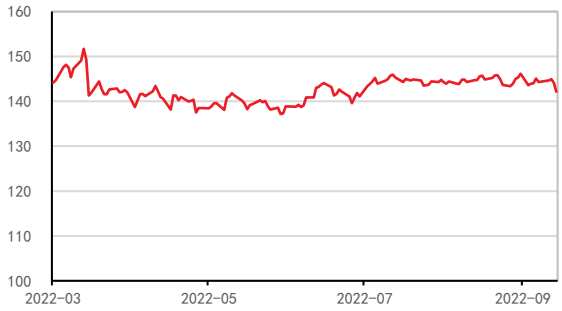
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



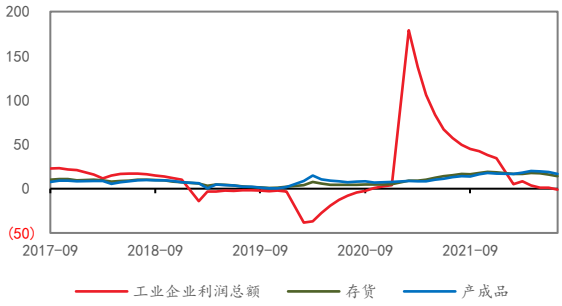
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。随着高温天气步入尾声，限电的持续性和影响将减弱，市场电解铜供应紧张局势有望缓解。长期来看，国内电解铜产量呈现爬升趋势。

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。

现货维持高升水

市场继续聚焦于供应的问题，国内外现货市场维持紧张态势，LME 的现货升水继续维持高位，国内现货升水更是在换月之后来到 800 元/吨之上。和现货升水持续走高对应的是国内外库存依然处于低位，LME 库存出现回落，进口窗口时有打开情况下，未来仍有回落空间；国内库存出现下降，且保税区库存大幅回落，整体显性库存的下降更是进一步扩大了市场的波动和担忧。价格上涨+超高升水抑制下游拿货，多数地区反映消费减弱，不过大中型企业在手订单仍饱满，价格回落后采购又有增加，现货市场交投活跃度不佳。

2 结论

美联储如期连续第三次加息 75 个基点，有色板块继续承压。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。

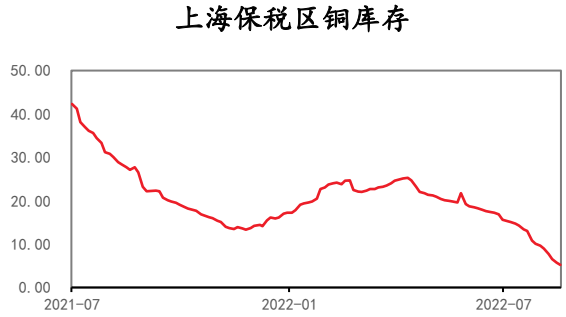
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



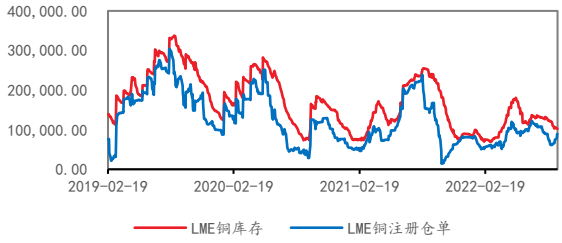
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



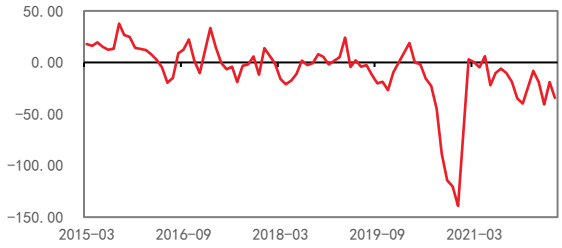
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



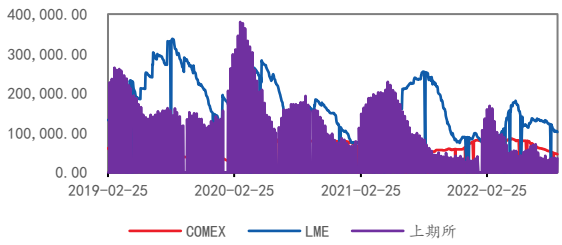
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



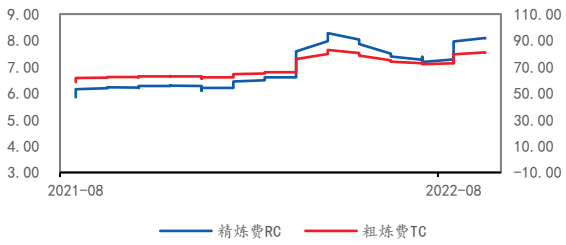
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

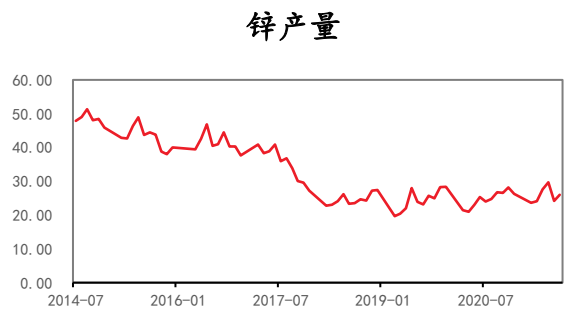
1-8 月汽车产销分别完成 1696.7 万辆和 1686 万辆，同比分别增长 4.8%和 1.7%，是二季度以来的首次产销双增长，市场占有率达到 21.6%。

2 总结

由于欧洲能源问题在这个冬季难以解决，电价高企的问题将始终萦绕在冶炼厂周围，冶炼端复产可能性较低，当地供应将维持一个弱稳的格局。国内炼厂由于检修等的影响，6、7、8 连续三月供应量缩减，致使库存下滑、现货偏紧、升水大幅走高。而需求端，同样因为能源问题推升的高通胀也抑制了欧洲下游的消费，在美欧央行同步激进加息的步伐下，消费难言好转。供应偏紧的基本面格局不改，行情或主要取决于宏观，预计锌价将保持震荡偏强的走势。

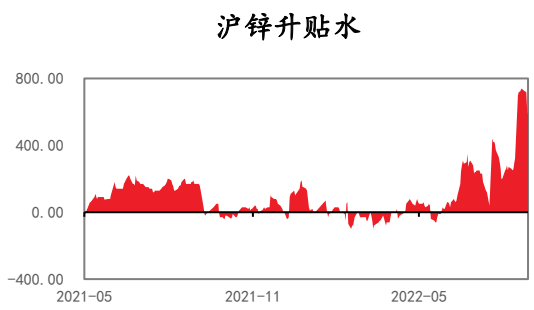
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



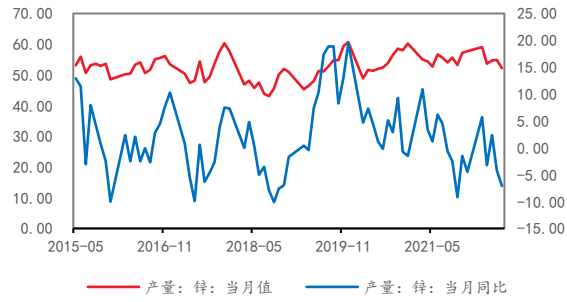
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



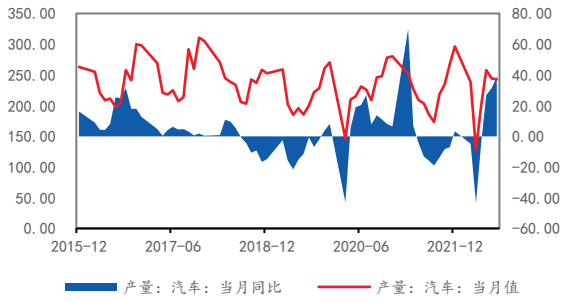
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 暴力加息大杀四方

美国联邦储备委员会在 9 月的议息会议上宣布，将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点到 3%至 3.25%之间。这是美联储今年连续第三次强力加息 75 个基点，自 2022 年 3 月开启加息遏制通胀以来，美联储已连续进行 5 次加息，累计加息 300 个基点。

美联储主席鲍威尔表示，为了将目前的高通胀降至目标水平，美国经济将经历一段低于增长趋势的时期，劳动力市场也会走软，但这是恢复价格稳定过程中所必须承担的痛苦。进一步，如果货币政策需要收紧至更具限制性的水平，或者紧缩持续更长时间，要想实现经济“软着陆”将非常具有挑战性。根据美联储发布的最新预测，对今年四季度美国经济同比增速的预测中值为 0.2%，明显低于上期预估值 1.7%，同期美国失业率的预测中值上调 0.5 个百分点至 4.4%，显示出美国经济和就业前景预期更加悲观。

美联储本轮加息周期将持续长久且影响深远，若基本面尤其供应端无颠覆性改变，国际原油市场走势将长期承压。

2 经济损害持续加深

西方央行激进的紧缩性货币政策背后，对全球经济衰退的担忧仍然是国际油价下跌的最主要原因。

世界银行警告称，近期全球经济放缓的风险有所上升，并指出如果欧美央行加息过于激进，可能会将全球经济推入衰退深渊。2022 年以来，美联储为首的西方央行持续以过去 50 年未有的同步程度进行加息，这一趋势可能会持续到明年乃至未来很长一段时间。全球经济复苏节奏迟滞，随着更多国家经济放缓甚至走向衰退，情况可能还会进一步恶化，尤其对新兴市场和发展中经济体造成持久的破坏性影响。经济下行压力伴随能源成本居高不下，全球原油需求将会受到严重损害，就像几乎所有其他需求受损一样。如此抑制通胀的代价非常高昂，然而对于美联储可供选择的方法很少，加息和衰退周期一旦开始就难以很快结束。

3 供应将迎关键窗口

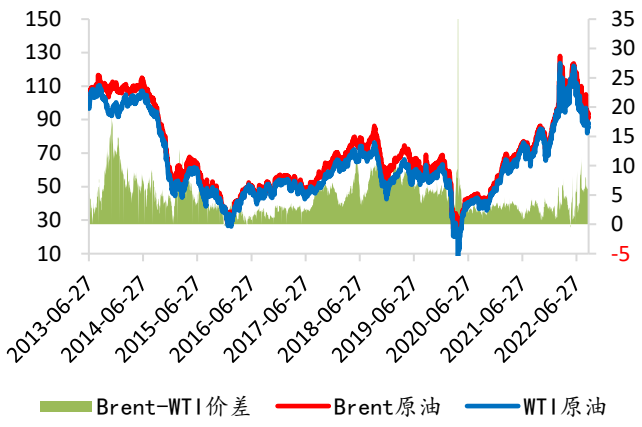
在全球经济衰退预期引发需求担忧之际，原油供应端也逐渐临近事件窗口集中期：从 10 月开始 OPEC 及其盟友将按照计划减产 10 万桶/日；11 月美国能源部将释放更多的战略石油储备以供交付；12 月欧盟将对除管道运输外的进口俄罗斯原油实行全面禁运。

这三者彼此存在一定的内在关联，不应割裂地看待。欧洲年底前全面禁运俄罗斯原油的制裁，毫无疑问将令自身供应受限，另外北溪 1 号天然气管道运输尚未恢复，欧洲今冬面临能源危机的风险极高。为应对这一问题，美国能源部从今年 5 月开始分批释放共 1.8 亿桶战略石油储备，迄今有 1.55 亿桶已交付或承诺不晚于 10 月 22 日交付，还将于 11 月从德克萨斯州和路易斯安那州释放 1000 万桶低硫原油储备。作为高油价最大的既得利益方，OPEC+是不会对油价下跌熟视无睹的，从积极增产到无力增产再到重启减产，体现出该组织维持原油价格持续偏高位运行

的意图。

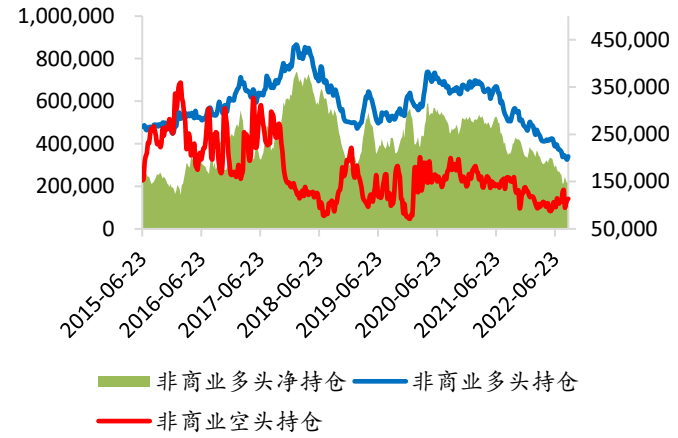
鉴于其不可或缺的刚需属性，原油市场结束之前的过热状态后，中期仍然具有一定的安全边际。

图表 23：国际原油期货价格



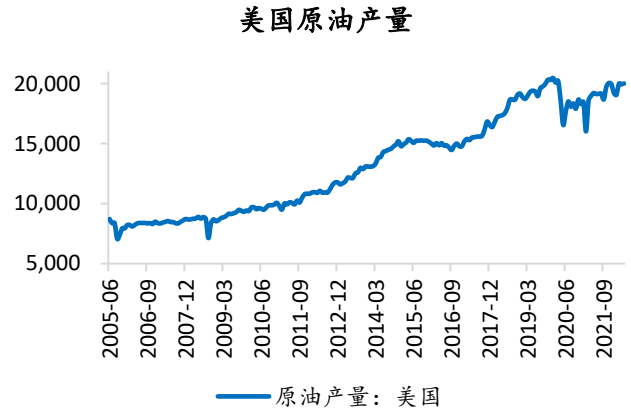
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



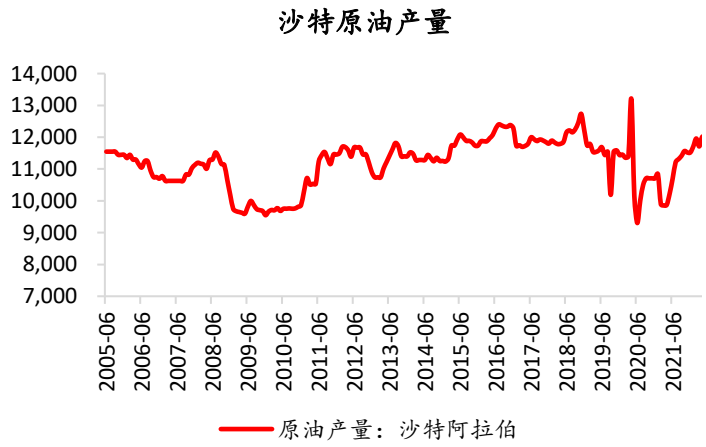
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



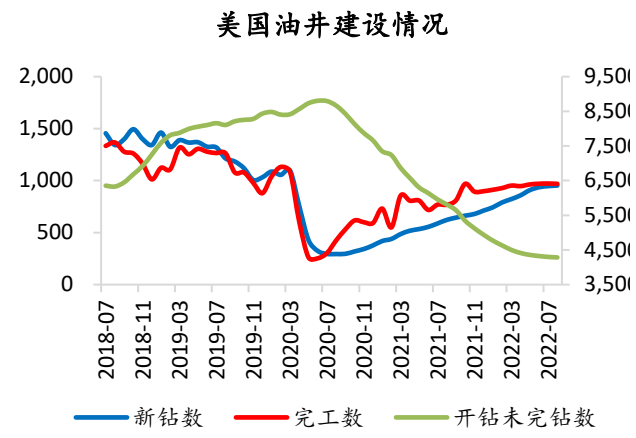
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



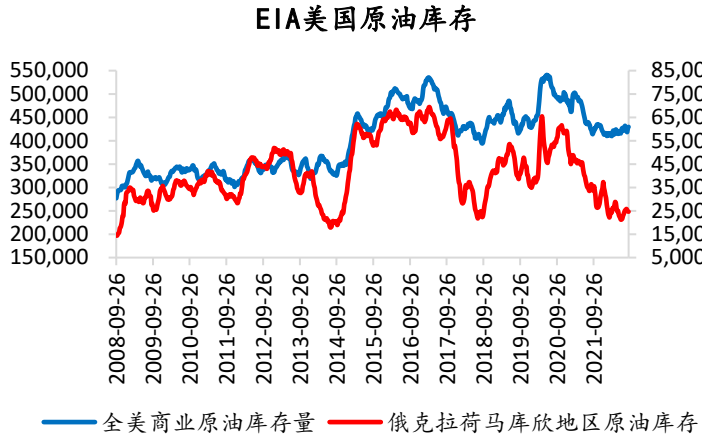
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



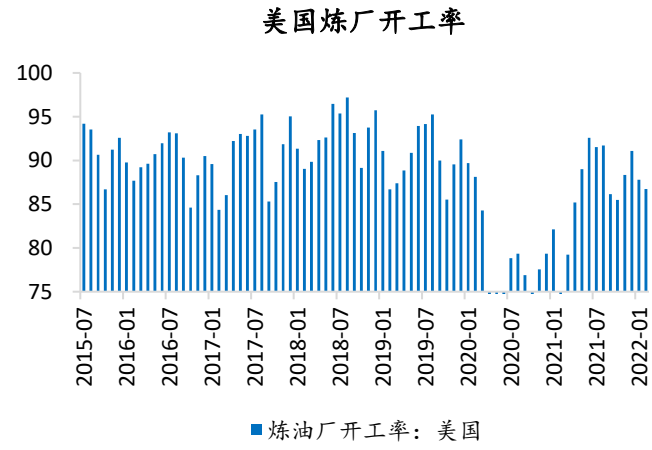
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



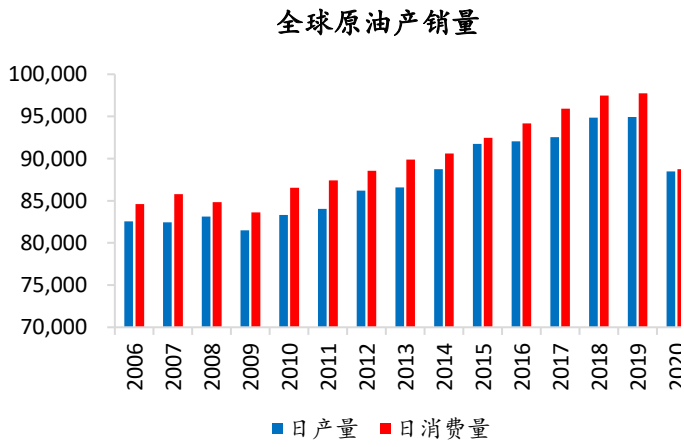
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 俄乌局势白热升级

自今年 2 月 24 日俄罗斯发起特别军事行动以来，俄罗斯总统普京首次发表全国讲话。对于俄乌局势、原油市场乃至历史走向，这都将是一个关键的节点。

普京表示，俄方将支持顿巴斯地区（顿涅茨克和卢甘斯克）、扎波罗热州和赫尔松州居民在全民公投中做出的决定。由于历史和文化等原因，俄罗斯在乌克兰东部具有较高的民众基础和民族认同感。目前民调显示，上述四州对脱乌入俄的支持率均较高，在俄罗斯的实际控制下，乌东地区或将复制 2014 年克里米亚公投模式，正式并入到俄罗斯版图。对此，西方国家和乌克兰均表示反对和谴责，将不承认公投结果。

普京在讲话中宣布，俄罗斯从 21 日起进行部分动员，“目前在预备役中的公民，首先是那些曾在武装部队中服役、有一定军事专业和相关经验的人将被征召服兵役，被征召服兵役的人在被部署到部队之前须接受额外的军事训练”。普京认为，“西方的目的是削弱俄罗斯、孤立俄

罗斯并最终毁灭俄罗斯”。这是俄罗斯在二战后首次进行动员，在与西方全面对立的形势和以寡敌众的军事压力下，俄罗斯在领土完整受到威胁时不排除将使用一切可用的手段。事态发展至此，俄乌和平谈判收场已经无望。

俄乌战争已经从一场地缘冲突逐渐演变为严重威胁到世界安全和国际秩序的全面对抗，全球经济、贸易和金融市场面临重大挑战。如我们此前多次强调，在原油市场一边倒地交易衰退预期的同时，绝不应忽视俄乌战争对欧洲能源供应乃至全球原油体系的影响。

5 重心下移存在限度

近期到未来一段时间内，国际原油价格或将延续 7 月以来重心下移的趋势，而难以走出强势上涨行情。

主要利空因素仍为欧美央行激进加息的鹰派表态，原油市场已经不倾向于为地缘政治给出溢价，俄乌战争演变为持久对抗从长期对欧洲乃至全球经济的消极影响增强，海外市场能源需求前景一片悲观。不过，在 9 月下旬美联储加息利空阶段性出尽后，我们认为原油市场的弱势下行是有限度的。一方面，此前 OPEC 重启限产政策的做法表明，该组织依然有托底油价的决心；另一方面，欧盟讨论对俄罗斯油气出口价格设置上限，可能会激怒俄罗斯在冬季对欧洲断供。在目前全球原油商业库存和美国战略石油储备均处于低位的情况下，原油走向全面熊市的概率并不大，四季度市场风险偏好或得到一定修复。

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 反弹行情谨慎对待

近期天然橡胶走出一波低位反弹行情，价格重心已较前期低点明显回升。实际上，橡胶基本面并无实质性变化，关于沪胶期货定价的快速修复，我们认为主要是市场交易逻辑的转变，即从 09 合约交割问题切换到 01 合约对应的仓单不足。

回顾今年 4-6 月，由于橡胶树受白粉病害的严重影响，海南产区开割进度极大推迟。同时，浓乳价格快速上涨导致大量原料从全乳分流到浓乳，直到目前国内新季全乳胶交割品产量相比往年明显减少。但 7 月以后海南产区全面开割，以及浓乳—全乳价差回归正常，在原料价格偏低时全乳存在补量可能，具体还要看国内停割前的实际排产情况。

无论如何，随着进口到港增加以及替代指标进入，国内现货供应将逐步回升，需求则长期受制于国内经济下行和海外需求衰退。基本面整体来看，天然橡胶供需驱动仍显不足，宜谨慎对待阶段性反弹行情。

2 供需关系依旧偏弱

近期东南亚大部分区域降雨量略偏多，泰国、越南等地割胶活动一定程度上受到影响。产区原料价格止跌反弹，成本端形成一定利好支撑，贸易商恐慌抛售情绪明显减弱。但整体而言，今年全球天然橡胶供应增量相对明确，云南替代指标进入推升国内局部供应。最近青岛地区天然橡胶库存小幅下降，但存在一波集中到港预期，主港库存或将很快有小幅增加。需求方面，上周轮胎厂开工率环比再度下滑，在高成品库存的压力下，部分企业安排为期数日的检修，持续抑制对原料橡胶的采购需求。沪胶主力争夺 13000 附近的盈亏平衡线，基本面偏弱不宜盲目追涨。

3 政策提振终端车市

时值金九传统旺季，汽车消费政策提振下，天然橡胶行情暂时走出年中低谷期。

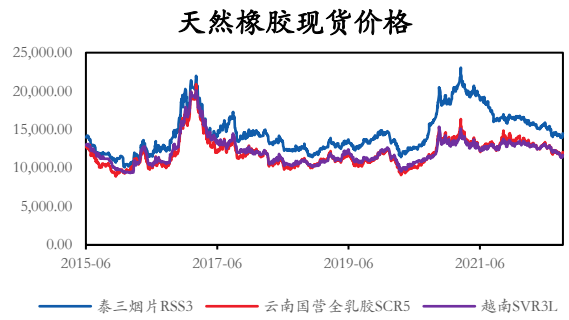
中汽协公布数据显示，2022 年 8 月中国汽车市场产销分别完成 239.5 万辆和 238.3 万辆，同比分别增长 38.3%和 32.1%；1-8 月汽车产销量累计分别为 1696.7 万辆和 1686 万辆，比上年同期分别增长 4.8%和 1.7%，是二季度以来首次重回正增长。

细分市场来看，中国汽车行业回暖主要受乘用车销售火热带动。乘联会公布数据显示，2022 年 8 月中国乘用车市场零售达到 187.1 万辆，同比大幅增长 28.9%，创下近 10 年来当月最高增速；1-8 月累计零售 1295.0 万辆，比上年同期基本持平，但 6-8 月共 110.2 万辆的增量一改之前颓势，购置税政策红利给予市场信心。

无论轮胎配套还是替换市场，乘用车对天然橡胶需求的贡献都远不及商用车。8 月全国商用车产销分别完成 23.8 万辆和 25.8 万辆，同比分别增长 3.1%和 4%，自去年 4 月以来首次实现双增长。不过，8 月重型货车产销分别完成 3.7 万辆和 4.6 万辆，同比分别下降 21%和 10%。由此可见，商用车产销形势虽然开始逐步好转，但重中之重的重卡市场仍任重道远。

在消费政策红利的窗口期，国内汽车市场尤其乘用车销量显著向好，结合沪胶此前远低于盈亏平衡的位置，本轮迅速而猛烈的反弹在情理之中。天然橡胶短期暴跌的可能性已经降低，但供过于求的基本形势下，橡胶延续大幅上涨的空间同样不大。

图表 31：天然橡胶现货价格



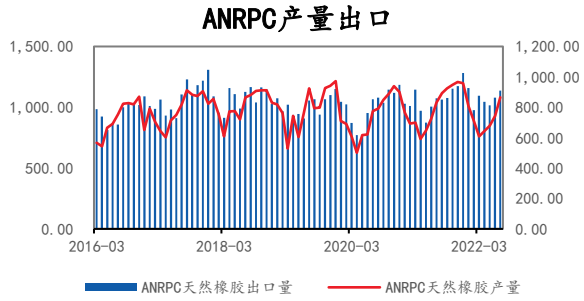
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



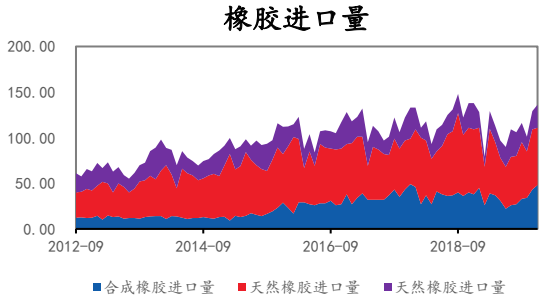
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



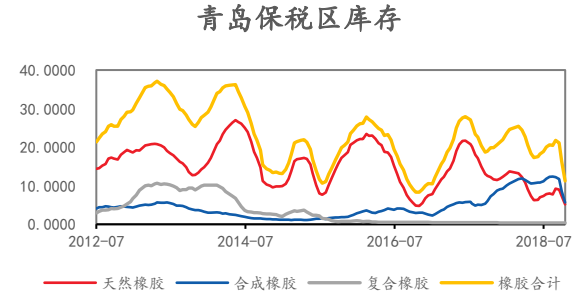
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



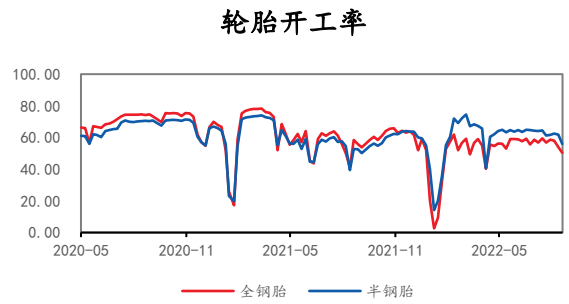
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



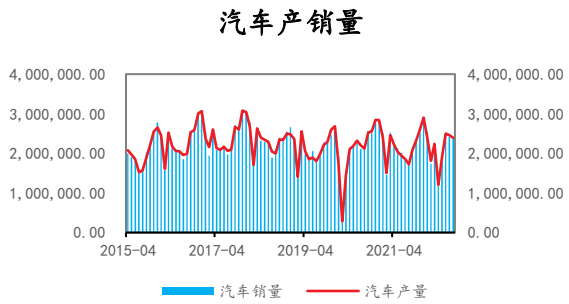
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 低位区间震荡难改

关于天然橡胶本轮反弹行情，简单来讲就是此前估值实在太低了。

从橡胶的季节性规律来看，四季度全球尤其是东南亚供应预期全面增加，叠加 NR 近期表现持续疲弱，造成 RU-NR 价差扩大的局面。从成本支撑的绝对价格来看，目前海外原料价格已出现松动迹象，后期随着旺季产量的释放，原料价格仍有进一步回落空间。沪胶价格上涨之后，云南地区原料折算到盘面开始出现盈利，如果利润继续拉大至高于国内浓乳利润，则 RU 上方将面临压力。从持仓结构来看，RU 呈现减仓上行格局，在资金大举流入之前，盘面反弹能否持续还有待商榷。

假设本轮割胶季主产区无极端天气，以及下游需求没有显著改善的情景下，天然橡胶大概率仍将维持区间震荡走势，暂宜谨慎观望。

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

美豆进入收割季，天气条件整体利于收割

美国农业部公布的美豆作物生长报告显示，截至 9 月 18 日当周，美国大豆收割率为 3%，不及市场预期的 5%，去年同期和五年均值均为 5%。当周美国大豆优良率为 55%，低于市场预期的 56%，去年同期为 58%。受此影响，市场担心美豆单产可能继续下滑。美豆收割大幕已经拉开，近期美国大豆主产州气温接近至高于正常水平，降水量偏低，有利于大豆收割，各方密切关注美豆实际产量情况。

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。

印度需求回升，马来西亚棕榈油出口增速加快

棕榈油价格自高位回落提振印度等主要油脂进口国需求，分析机构预计印度 2022/2023 年度棕榈油进口量将较上年增加 9%，来自印度的强劲需求有助于缓解棕榈油主产国库存压力。三家船运调查机构公布的数据显示，马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油产品出口较 8 月同期增长幅度介于 30.6%-39.35%，增幅较 9 月上半月扩大。尽管马来西亚棕榈油处于增产周期，但南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，9 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 1.84%。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存持续紧张，现货飙升提振期货抗跌

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，且国内油厂后期买船进度依然缓慢。受生猪养殖利润大幅回升影响，国内豆粕需求回暖，且企业端对高价豆粕容忍度较高，而部分下游养殖企业为防止疫情防控冲击物流运输，国庆节前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。本周国内沿海豆粕现货报价继续大幅上涨，全国多地现货价格已经超过 5100 元/吨，强势特征十分突出。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，2301 豆粕合约保持强势运行，夯实 4000 元/吨关口的支撑力度。国内粕类市场近远期供应面存在显著差异，目前来看，现货库存短期恢复难度较大，坚挺的现货以及不断扩大的基差仍是粕类期货市场的重要支撑。

人民币贬值加速，大豆进口成本增加

近期，在美联储大幅加息影响下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。

油脂库存回升，需求低迷令价格回升乏力

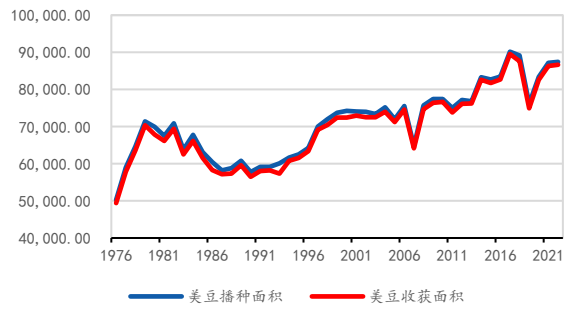
根据业内机构监测的数据，截至 2022 年 9 月 16 日，全国重点地区豆油商业库存约 80.89 万吨，较上周增加 2.46 万吨，涨幅 3.14%。截至 2022 年 9 月 16 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 36.36 万吨，较上周增加 3.73 万吨，增幅 11.43%。截至 2022 年 9 月 16 日，沿海地区菜油库存为 1.62 万吨，较上周增加 0.39 万吨；广西菜油商业库存约 0.9 万吨，环比上周增加 0.2 万吨；华东地区主要油厂菜油商业库存约 9.30 万吨。三大油脂库存整体回升缓解市场供应紧张。中秋假日期间油脂消费不及预期，近期国内疫情防控形势依然严峻，国庆假日前油脂消费启动并不明显。受豆粕市场保持强势影响，外部市场的下跌压力更易在油脂上释放，粕强有弱格局吸引买粕卖油套利资金，油脂市场虽有分化，但整体仍未摆脱弱势局面。

3 油脂油料市场展望

美联储大幅加息后金融市场剧烈震荡，全球经济仍被经济衰退阴影所笼罩，商品市场的系统性风险尚未完全释放。近期的良好天气有利于美国大豆加快收割，新豆集中上市形成的季节性供应压力逐渐显现。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，在南美大豆缺少证伪条件下，南美丰产压力仍不支持美豆过渡上涨。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运行状态。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。内外盘油脂保持联动，国内油脂需求表现偏弱限制油脂价格回暖，国内豆类市场有望维持粕强油弱运行特征。豆一期货市场走势较为独立，东北主产区新豆开秤价格好于预期提振市场看涨信心，推动豆一期货价格保持反弹节奏。

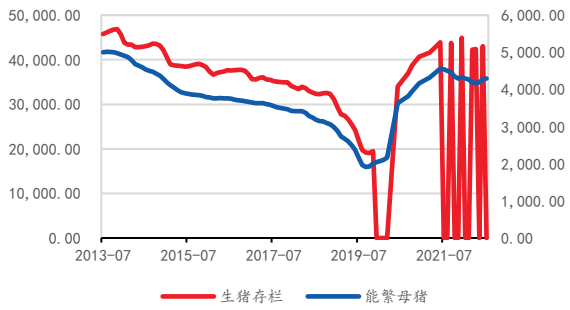
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



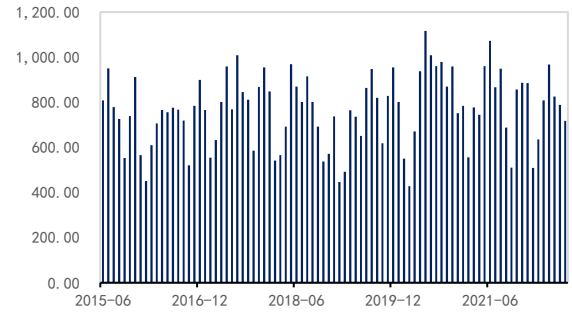
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



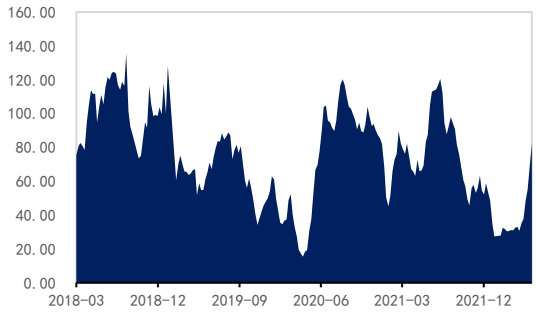
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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