中金财富期货策略周报（2022 年第 36 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：国庆假期，英国救市以及海外货币政策紧缩预期反复是核心主线海外市场呈现出两大特征：风险资产冲高回落、波动明显加大。资产表现与今年前 9 个月一度出现了明显反差，且由于投资者头寸大幅调整，市场波动明显放大。但随着美国就业数据超预期、OPEC+减产引发滞胀担忧，紧缩预期和市场表现再现反复。整体看情绪在波动，但是商品市场的弱势态势预计仍会维持。

股指期货：四季度市场或有望重演中线的行情。如果我们把今年 4 月底当作中期的市场底部，那么参照 2018 年底和 2020 年 3 月市场中期底部后的行情演绎，中期底部后市场都会经历一轮明显的反转行情。核心的因素在于经济复苏，人民币编制压力、地产回升等积极因素。

铜：宏观面来看，为了控制高通胀，欧美央行普遍采取了持续快节奏加息的政策，市场恐慌情绪再起。国内经济受房地产拖累，政府积极维稳。美元强势预计成为近期铜价主要压制。从 9 月冶炼厂排产计划来看，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计 9 月国内电解铜产量环比增长，趋于宽松。但房地产数据依旧疲软，终端消费边际好转，节前或有补库需求释放。宏观层面持续偏空，限制铜价反弹幅度。而供需紧张的支撑很可能会超出预期，也会给予铜价一定支撑。当前铜主要还是受到宏观面主导价格走向，受限于流动性紧缩及经济衰退预期，走势难言乐观，建议轻仓过节。

锌：近期俄乌地缘局势存在恶化的风险，市场可能再度炒作欧洲能源及当地冶炼问题。国产矿来看，加工费低位反弹，加之限电的扰动减少，供应有望逐步宽松，但是存在部分对云南限电减产的担忧情绪。下游前期逢低备货后对高价锌的接受度差，持货商库存压力增加下甩货导致升水崩塌，消费不及预期，观望情绪浓厚。总之，欧洲经济衰退担忧升温，美元维持强势，锌价上行阻力增加。国内存供应扰动风险、维持低位去库，且需求仍有好转的预期，给予锌价下方支撑。短期宏观与基本面未能形成共振，锌价震荡运行，建议投资者轻仓甚至空仓为宜。

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。

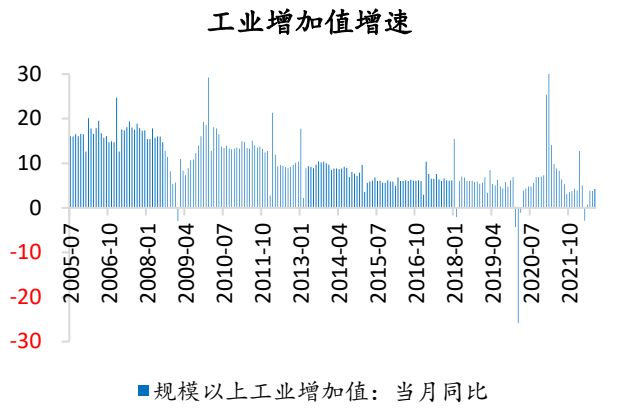
油脂油料：OPEC+宣布减产刺激原油市场进入反弹通道，马来西亚棕榈油市场因生物柴油原料题材而受到资金追捧出现强势大涨行情。假日期间美国股市冲高回落，显示市场仍对美联储货币政策保持高度警惕，经济衰退风险随时可能打断大宗商品市场反弹节奏。美豆缺少新题材并面临新豆集中上市形成的季节性供应压力，短期走势偏弱。在南美大豆缺少证伪条件下，丰产压力同样不支持美豆过渡上涨。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格异常坚挺，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位，从而限制豆粕期货回调空间。内外盘油脂市场保持较强联动，马盘棕榈油大涨将改善国内油脂市场看空情绪，成本和预期有望主导盘面重回反弹状态。豆一期货市场走势较为独立，新豆集中上市以及增产背景下追高需谨慎。

目 录

周度策略：被浇灭的宽松预期 ..... - 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 再度出台政策稳地产 ..... - 6 -
3 流动性：央行四季度会降准么？ ..... - 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 OPEC+超预期大减产 ..... - 14 -
2 实际供应下降有限 ..... - 14 -
3 美国考虑反制对策 ..... - 14 -
4 地缘政治仍需警惕 ..... - 16 -
5 敬畏周期认清形势 ..... - 16 -
6 双重主线逻辑并行 ..... - 17 -
天然橡胶 ..... - 18 -
1 跌无可跌触底反弹 ..... - 18 -
2 关注产区放量进程 ..... - 18 -
3 不出意外供需宽松 ..... - 18 -
4 全乳新胶仓单偏少 ..... - 20 -
5 改善不足警惕回落 ..... - 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 -

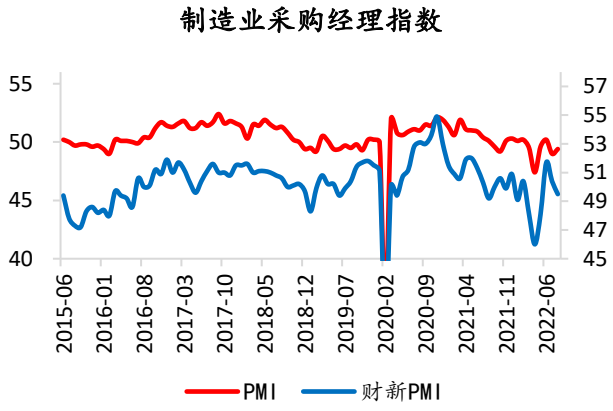
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



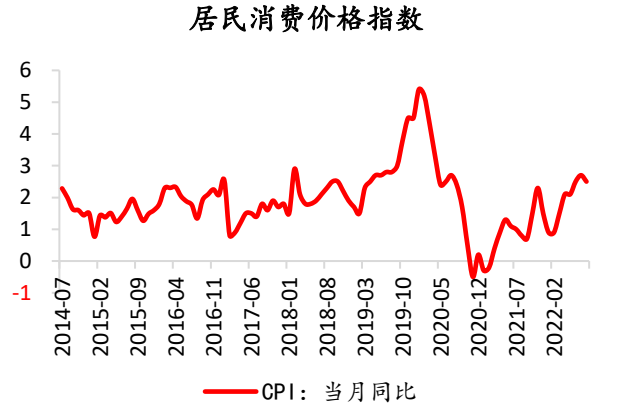
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



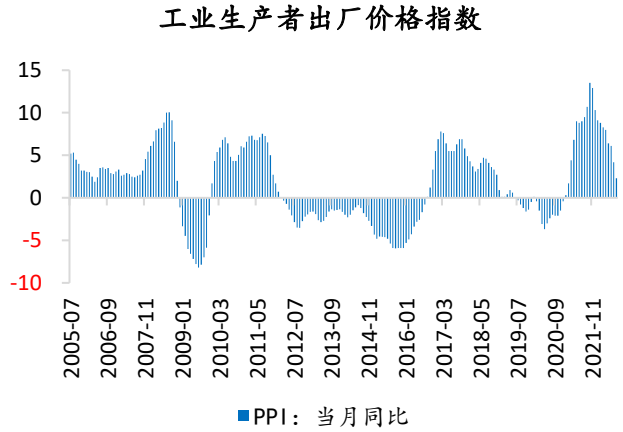
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



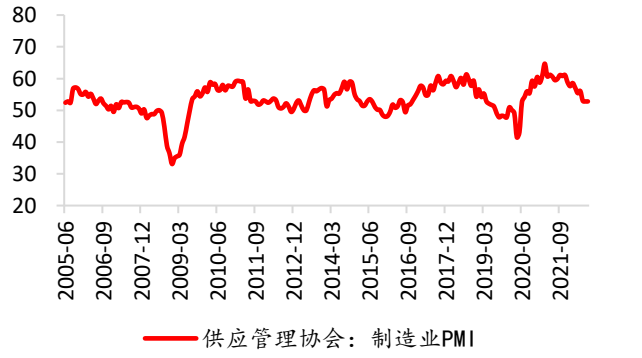
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



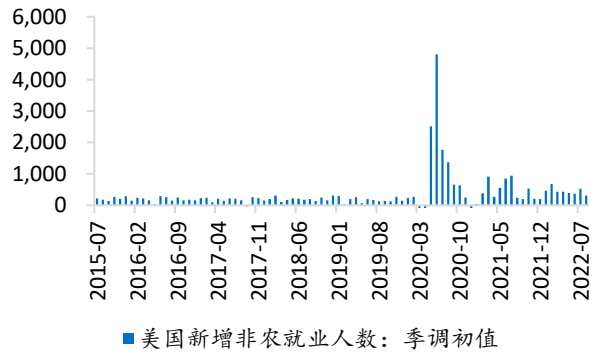
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：被浇灭的宽松预期

国庆长假期间除了 OPEC 因为减产导致油价大幅上行之外，其他类资产较为平淡，尤其是以美股为代表的的品种在美联储二号任务各派表态后大涨，但是随后在超预期好的就业数据打击下大幅回落，以铜为代表的，与经济较为密切的品种呈现类似的大起大落的走势。

被浇灭的宽松预期

节日期间美股和全球风险资产一度大涨，核心原因就在于市场认为经济已经差到“严重”的程度，加息预期会下降。

10 月 4 日（美国时间），美股纳斯达克指数大涨 3%，对应的大宗市场也大幅反弹，对于突然来的大涨，主要原因就是市场预期央行将迅速调增政策，转向更为鸽派立场，尤其是只要经济数据差和坏消息对股市而言就是好消息。在美国周一公布采购经理人指数(PMI)表现不佳后，股市迅速回升，因为美国制造业活动九月几乎没有增长，同时制造业板块就业率大幅下跌，这么差的数据，刺激了市场对于宽松的预期，尤其是美联储的某个官员一旦表现出宽松的蛛丝马迹，立刻会被市场放大。9 月 30 日，美联储二把手、副主席布雷纳德发表了自上周议息会议以来美联储领导层的第一次讲话，她承认美联储面临加息过度和加息太少的两重风险，表示应避免过早撤除加息，但同时警告称，全球央行迅速加息可能引起金融市场震动。旧金山联储主席戴利也表达了类似观点。周二，她在一场金融研讨会上发表讲话时表示，美联储在抑制需求以减缓通胀而又不会引发衰退之间的微妙平衡将会是一场“斗争”，这这种预期下，美股连续两天大幅反弹。

然而，非农数据再度浇灭了宽松预期。

10 月 6 日周四，五名美联储官员密集发表讲话，传达了一个坚定的鹰派信息，即通胀过高，金融市场的波动不会阻止他们加息。

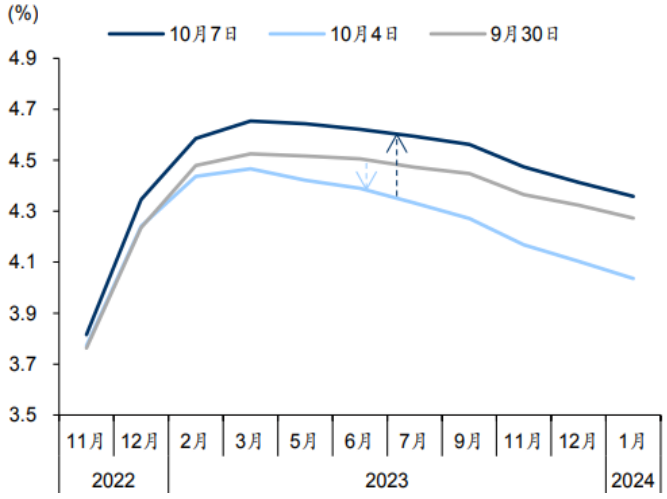
据彭博的消息，19 位政策制定者最新预测的中值显示，在今年剩下的两次会议上，美联储将再加息 1.25 个百分点，投资者预计在 11 月会议上将加息 75 个基点。美联储的预测显示，明年将再加息 25 个基点，政策将至少在 2024 年之前保持在限制性水平。

然而，加息预期的“折返跑”很难停止。

美银警告，如果激进加息继续 美国公司债将会沦为下一个英国养老金。因为随着 CSI 如果达到 75%以上的“临界区”，美联储将不得不在控制通胀的目标与发生扰乱债市流动的意外后果风险之间取得平衡。自 9 月底以来，10 年期美国国债收益率已经上涨了 50 个基点，是标准差的 3.5 倍，并一度触及 4.0%，为 2008 年以来的最高水平，这些数字都凸显当前美国信用环境急剧收紧，并将给企业带来额外的压力。

加息预期的变化，仍将是近期市场波动的核心原因之一。

图表 7：不同时期的美国期货市场利率预测



资料来源：彭博，中金财富期货研究所

地产政策再度宽松

近期地产政策再度明显宽松，稳经济的态势明显。

首先是 9 月 29 日央行、银保监会决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。随后在 9 月 30 日央行决定，自 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6%和 3.1%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。而财政部、税务总局明确，在 2023 年年底之前，符合条件的纳税人出售自有住房后并在 1 年内重新购房，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

根据中指监测数据，2022 年国庆假期期间（10 月 1 日-10 月 7 日），20 个重点监测城市新建商品住宅成交面积较去年国庆假期下降 37.7%，部分城市在去年同期低基数下同比表现增长，但整体成交降幅仍较大，考虑到网签数据具有一定滞后性，结合企业反馈及认购情况来看，部分城市黄金周楼市出现一定恢复，但是整体依然疲弱。

10 月 8 日公布的 9 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）报 49.3，较 8 月下降 5.7 个百分点，6 月以来首次落至荣枯线以下。

此前公布的 9 月财新中国制造业 PMI 下降 1.4 个百分点至 48.1，与 5 月持平，同为近五个月来低点。两大行业 PMI 均出现回落，拖累财新中国综合 PMI 放缓 4.5 个百分点至 48.5，为 6 月以来首次降至收缩区间。

整体看国内经济仍呈现缓慢复苏的态势。

情绪波动 市场弱势明显

国庆假期，英国救市以及海外货币政策紧缩预期反复是核心主线海外市场呈现出两大特征：风险资产冲高回落、波动明显加大。资产表现与今年前 9 个月一度出现了明显反差，且由于投资者头寸大幅调整，市场波动明显放大。但随着美国就业数据超预期、OPEC+减产引发滞胀担忧，紧缩预期和市场表现再现反复。整体看情绪在波动，但是商品市场的弱势态势预计仍会维持。

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	10 月 5 日	欧央行 9 月纪要：经济减速不足以令通胀重回目标，必须暴力加息 75 个基点	通胀已经开始自我强化，通胀率太高且很可能在更长时间内超过目标	但欧央行内部对加息规模存在分歧
	10 月 4 日	英国新首相减税政策让步	英国首相撤回大规模减税计划中的“将最高所得税税率从 45%下调至 40%”一项	英国养老金问题得到缓解
数据	10 月 7 日	中国 9 月财新服务业 PMI 报 49.3	9 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）报 49.3，较 8 月下降 5.7 个百分点，	6 月以来首次落至荣枯线以下
	10 月 5 日	9 月非农好于预期	美国 9 月非农就业人口新增 26.3 万人，预期 25.5 万人，前值 31.5 万人	9 月失业率 3.5%，低于预期的 3.7%
事件	10 月 4 日	OPEC+于 10 月 5 日宣布从 11 月起每天减产 200 万桶石油	并将限产协议延长一年至 2023 年底	能源价格维持高位或加剧欧洲通胀，使得欧央行面临“高通胀+边缘国家风险+高杠杆下金融体系稳定”艰难平衡

资料来源：中投期货研究所

2 再度出台政策稳地产

9 月全国制造业 PMI 重回线上，供需均有回升，其中生产反弹较大。从中观高频数据来看：一方面，终端需求整体尚可，35 城地产销量增速降幅收窄至年内次高位，而乘用车批发和零售增速虽有回落，但仍在高位；另一方面，工业生产整体回暖，尽管沿海电厂发电耗煤增速放缓，但钢厂钢材产量增速升至两位数以上的水平，汽车、钢铁和化工等主要行业开工率也是涨跌互现。

今年 4 月以来，尽管央行下调了首套房贷利率下限、并两次下调 5 年期 LPR，但地产销售自底部修复的情况尚显波折：一是“烂尾楼”事件的冲击干扰期房销售，二是多地疫情屡有反复，三是房价环比持续下跌制约居民预期及购房意愿。不过，随着政策约束放松的效果逐渐显现，地产销售态势已在逐步好转，9 月各口径地产销量增速降幅延续收窄。而 9 月末中央层面稳地产再出手：一是放宽部分城市首套住房商业性个人住房贷款利率下限；二是下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15BP；三是对居民换购住房给予所得税优惠。我们预计，政策托底力量的逐渐增强，特别是从需求侧加大支持力度，将有助于改善此前的偏弱预期，地产景气度有望迎来明显好转。

3 流动性：央行四季度会降准么？

四季度是否有必要降准？9 月以来，银行间流动性从宽松格局转向收敛。体现在 DR007 显著回升至政策利率上方，同业存单净融资额大幅增加，以及 8 月超储率降至 1%附近等。四季度来看，有多项影响流动性的因素值得关注，一是新增存款或趋于放缓，二是结构性货币政策工具的潜在作用，三是 10 月份存在一定规模的流动性缺口。针对上述问题，降准是较为理想的解决方式，形式上或为全面降准 25bp+置换部分 MLF。若降准预期落空，预计央行也会通过其他工具投放流动性，平滑资金面波动

结合“定向降息”等地产刺激政策出台，央行短期内再降息可能性不大。9 月大部分城市房贷利率低至下限，多地放松限购限贷、调降首付比等。叠加季节性因素，地产销售小幅回暖，融资微弱改善。节前地产刺激政策重磅出台，包括放宽房贷利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、适当加大“保交楼”专项借款力度、出台换房个税减免新政。从稳地产的角度出发，上述政策比通过降息引导房贷利率再降的方式更加直接，央行短期内再降息的可能性不大。

4 宏观策略

国庆假期，英国救市以及海外货币政策紧缩预期反复是核心主线海外市场呈现出两大特征：风险资产冲高回落、波动明显加大。资产表现与今年前 9 个月一度出现了明显反差，且由于投资者头寸大幅调整，市场波动明显放大。但随着美国就业数据超预期、OPEC+减产引发滞胀担忧，紧缩预期和市场表现再现反复。整体看情绪在波动，但是商品市场的弱势态势预计仍会维持。

5 股指期货市场分析

指数维持弱势

上周 A 股继续回落，沪深 300 指数涨-1.33%，上证 50 涨-0.75%，中证 500 涨-2.98%，中证 1000 微涨-3.75%

本周北上资金呈现回流态势，9 月最后一周北上资金反向回流，一周合计净流入 58.38 亿元，其中沪股通净流入 44.08 亿元，深股通净流入 14.3 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，截止 9 月底，上海交易所 A 股平均市盈率(PE)为 12.54 倍，其中历史最大值 69.64，历史最小值 9.76，当前市盈率在历史数据上的分位数为 10.18%，仅高于 2014 年熊市末期的平均市盈率，比 2005 年熊市末期、2018 年熊市末期的平均市盈率都要低。

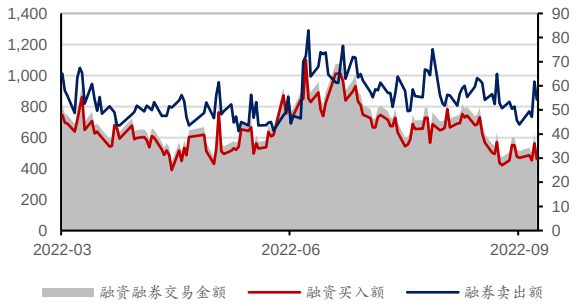
深圳交易所 A 股平均市盈率(PE) 23.01，其中历史最大值 72.97，历史最小值 13.95， 当前市盈率在历史数据上的分位数为 13.42%，比 2008 年底部的值高，与 2012 年底部、2018 年底部相当。

观点：指数向下空间有限，建议密切关注买入机会

四季度市场或有望重演中线的行情。如果我们把今年 4 月底当作中期的市场底部，那么参照 2018 年底和 2020 年 3 月市场中期底部后的行情演绎，中期底部后市场都会经历一轮明显的反转行情，比如 2019 年 2-4 月的反转行情，2020 年 7 月的反转行情。自今年 5-6 月后的反弹行情后，后续会不会出现类似的反转行情，我们认为四季度行情值得期待。甚至不排除出现类似 2019 年 2-4 月的反转行情和 2020 年 7 月的反转行情。

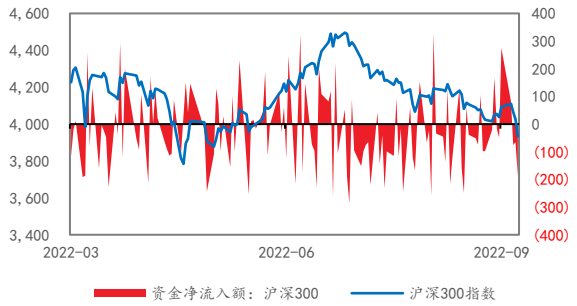
新一轮向上行情风格有望重演历史："大票搭台，小票唱戏"。也就说向上行情前期，以大盘股为引领，行情中后段小盘股最为活跃。从历史经验来看，市场调整阶段往往大盘股相对小盘股更抗跌，但本轮行情中，无论是 5-6 月反弹，还是 7 月以来的弱势调整，市场均呈现大盘股持续跑输小盘股的特征。这种情形并不常见，历史上 2019 年 12 月-2020 年 3 月也呈现过类似特征。以史为鉴，当时市场见底后呈现大盘股先企稳回升，中小盘股在行情中段和后端明显走强。

图表 9：融资融券数据图



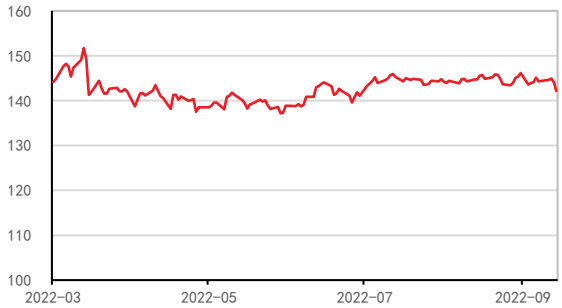
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



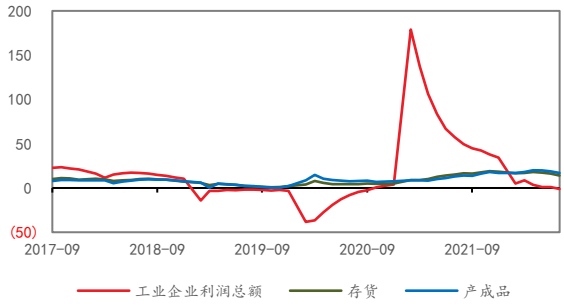
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

ICSG 数据，2022 年 1-7 月全球铜矿产量 1248.8 万吨，同比增长 3.1%，7 月 铜矿产能增速高达 5.5%，铜矿产量增速低于产能增速，主要原因在于尽管有刚果 金、印尼、塞尔维亚及中国等地区铜矿产量增长，但是南美铜矿产量却表现低迷， 这在一定程度上限制全球铜矿产量增长。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

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。

新兴行业的需求是终端需求的亮点。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

宏观面来看，为了控制高通胀，欧美央行普遍采取了持续快节奏加息的政策，市场恐慌情绪再起。国内经济受房地产拖累，政府积极维稳。美元强势预计成为近期铜价主要压制。从 9 月冶炼厂排产计划来看，国内冶炼厂已经完全逃出限电影响，检修集中度也不高，此前延续检修的个别南方炼厂产量预计也将恢复正常，叠加富冶扩建产能继续爬产，预计 9 月国内电解铜产量环比增长，趋于宽松。但房地产数据依旧疲软，终端消费边际好转，节前或有补库需求释放。宏观层面持续偏空，限制铜价反弹幅度。而供需紧张的支撑很可能会超出预期，也会给予铜价一定支撑。当前铜主要还是受到宏观面主导价格走向，受限于流动性紧缩及经济衰退预期，走势难言乐观，建议轻仓过节。

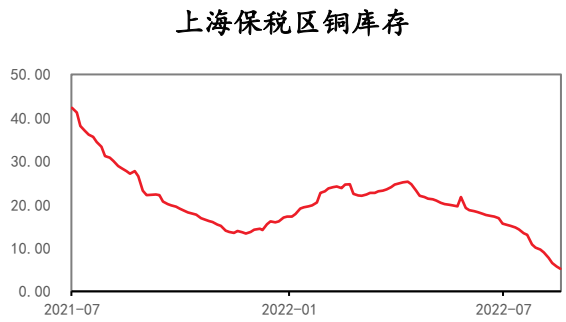
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



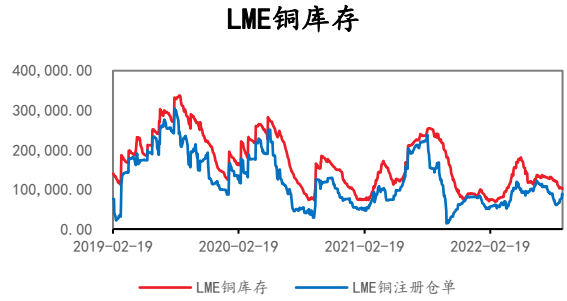
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



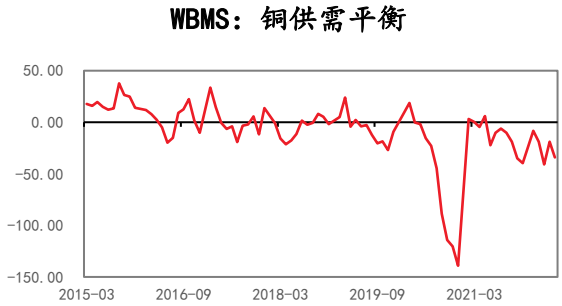
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



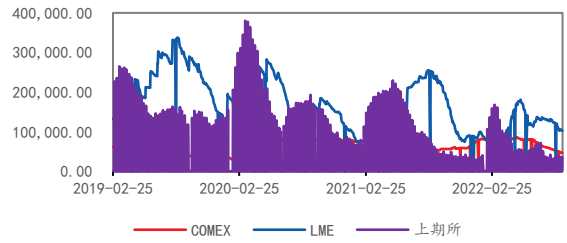
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



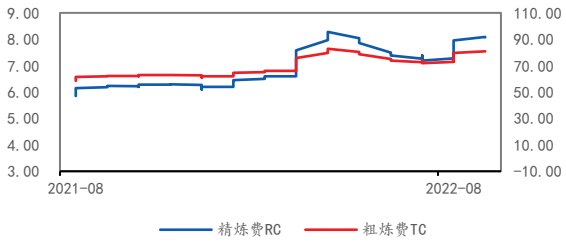
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

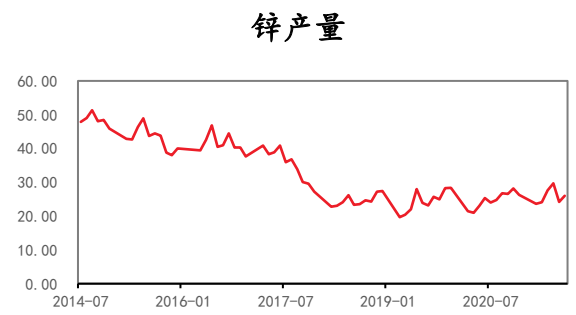
1-8 月汽车产销分别完成 1696.7 万辆和 1686 万辆，同比分别增长 4.8%和 1.7%，是二季度以来的首次产销双增长。新能源汽车继续保持高速增长。

2 总结

近期俄乌地缘局势存在恶化的风险，市场可能再度炒作欧洲能源及当地冶炼问题。国产矿来看，加工费低位反弹，加之限电的扰动减少，供应有望逐步宽松，但是存在部分对云南限电减产的担忧情绪。下游前期逢低备货后对高价锌的接受度差，持货商库存压力增加下甩货导致升水崩塌，消费不及预期，观望情绪浓厚。总之，欧洲经济衰退担忧升温，美元维持强势，锌价上行阻力增加。国内存供应扰动风险、维持低位去库，且需求仍有好转的预期，给予锌价下方支撑。短期宏观与基本面未能形成共振，锌价震荡运行，建议投资者轻仓甚至空仓为宜。

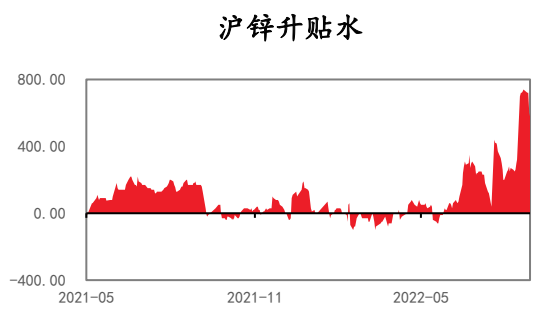
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



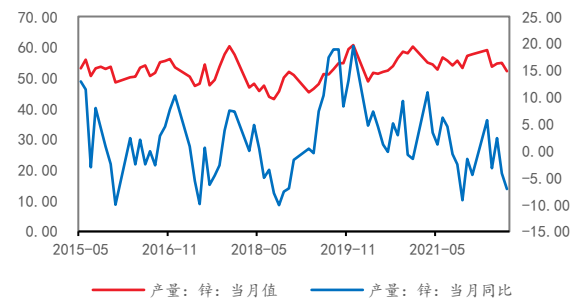
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



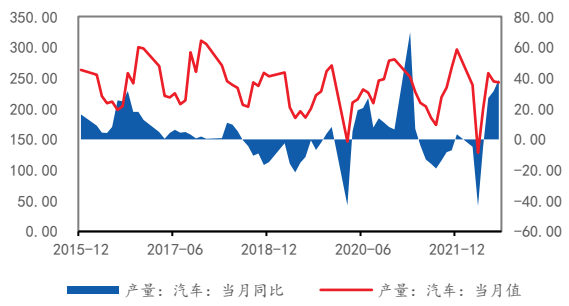
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 OPEC+超预期大减产

十一内盘休市期间，OPEC+祭出强力减产举措，刺激美布两油上涨逾 15%，因此 SC 原油节后也将大幅高开。

10 月 5 日的 OPEC+部长级会议上，该组织决定自 11 月开始，将原油总产量削减 200 万桶/日，并将现行的限产协议延长一年至 2023 年底。直观来看，200 万桶/日的减产规模大约相当于全球原油需求量的 2%，这是 OPEC+自 2020 年 5 月以后最大规模的减产计划。

本次 OPEC+减产之力度出乎市场意料，但站在该组织的立场上，调整原油产量政策是顺理成章的。参阅我们 8 月 23 日的《警惕 OPEC+未来重启减产风险》，沙特能源大臣在答记者问时表态已经十分明确。从限制增产到无力增产，从 9 月象征性增产 10 万桶/日，到 10 月象征性减产 10 万桶/日，沙特为首的石油输出国用行动证明，一切都是为了出售石油获取最大利益。我们综合研判，其目标红线推定为 Brent 基准原油不低于 90 美元/桶左右。

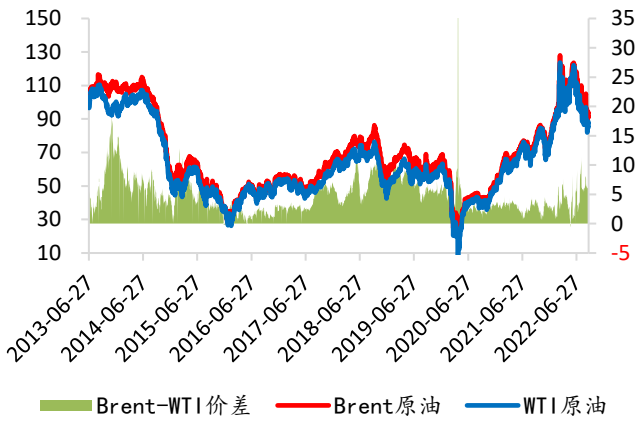
2 实际供应下降有限

本次 200 万桶/日的减产规模给原油市场预期带来了一场地震，但熟悉 OPEC+减产执行率的业者很清楚，实际产量的下降将和这一纸面数据相差甚远。2021 年以来，OPEC+采取逐月增加 40 万桶/日的温和增产策略，8 月提升至 64.8 万桶/日，9-10 月几乎没有变化。然而真实情况是，大多数产油国受到各种限制，早在二季度该组织就已经无法完成增产的目标额度了。如今 OPEC+只是将目标产量调低 200 万桶/日，我们估算实际造成的产量减损约在 63-68 万桶/日，不及欧盟对俄原油禁运的影响力。

3 美国考虑反制对策

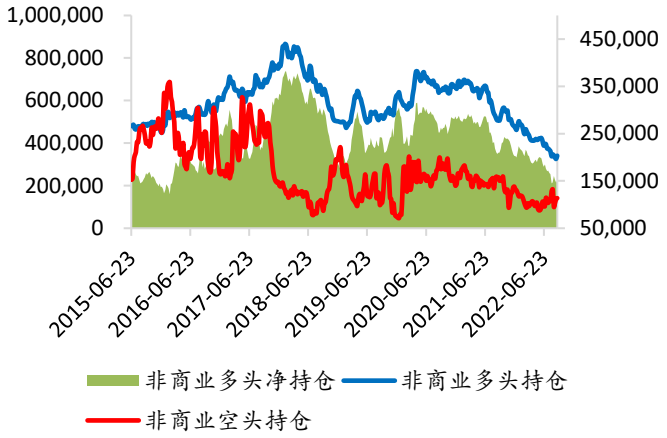
显然，OPEC+如此行为令美国政府极大失望，先前拜登的中东求油访问彻底沦为笑柄。原油减产将使得汽油价格居高难下，引发市场对通胀加剧的担忧，美国民众的不满情绪危及民主党选情。白宫方面正在评估是否进一步抛储以压低油价，但目前美国 SPR 已经低至比较危险的水平。后续美国可能会采取严厉的反制措施，出台反石油生产和出口卡特尔法案，也就是所谓的 NOPEC，起诉 OPEC+成员国操纵国际能源市场，运行半个世纪之久的石油美元体系出现裂痕。

图表 23：国际原油期货价格



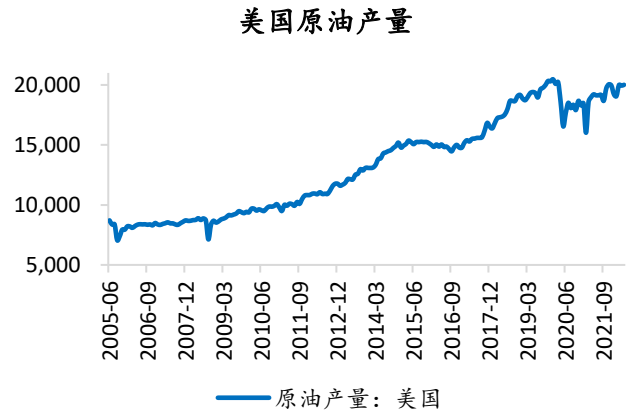
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：CFTC 原油期货持仓



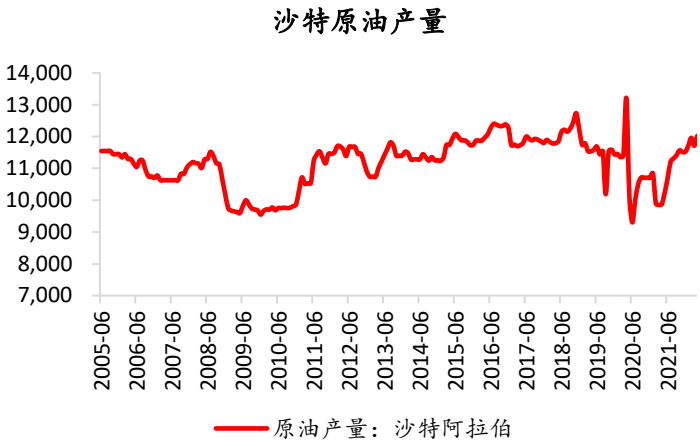
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：美国原油产量



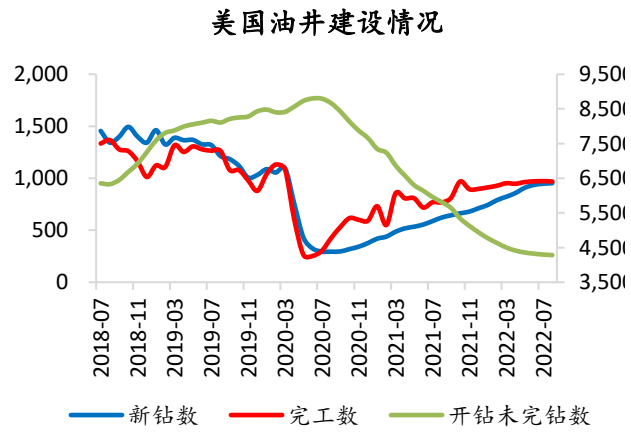
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



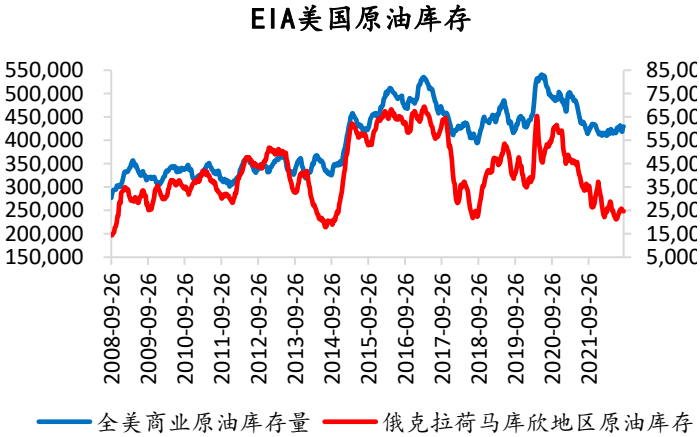
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



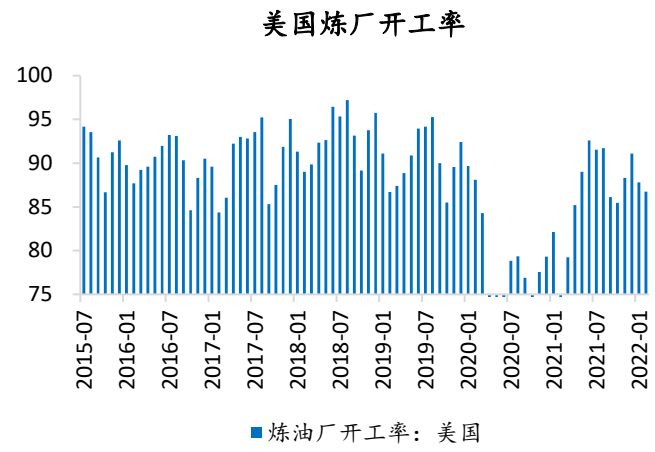
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



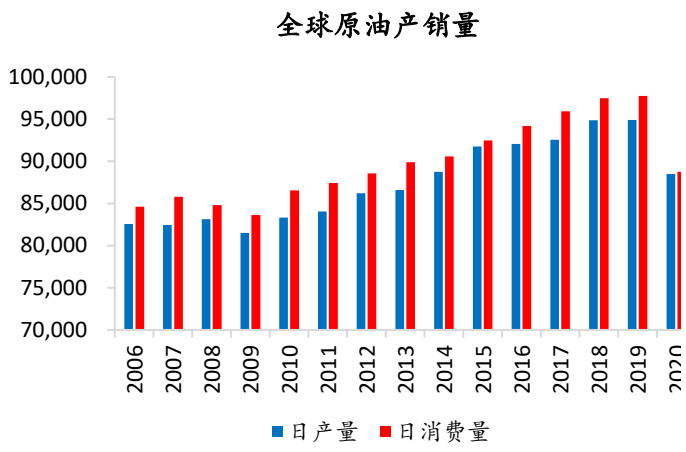
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地缘政治仍需警惕

近期能源相关的地缘政治频发，尽管原油市场暂时并不为之所动，但这不意味着影响基本面的核心因素可以被忽视。

原乌克兰东部四州顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热、赫尔松公投正式结束，均以高票数通过加入俄罗斯联邦。作为对俄乌战争的制裁手段，欧美对俄罗斯原油禁运尚未完全落地，尤其是出口限价计划备受关注。具体何时生效、执行情况如何、俄罗斯会有何反制，都需要持续跟进。对于未来原油及制品的贸易流向，目前业界普遍预期，更多原油将从俄罗斯出口到亚洲，以及从美国出口到欧洲，而更多成品油将从亚洲加工后出口到欧洲。

据外媒报道，瑞典和丹麦的测量站在北溪天然气管道区域监测到强烈的水下爆炸，随后丹麦能源署确认，在北溪-1 和北溪-2 天然气管道中共检测到 3 处泄漏。据欧盟评估，北溪管道的爆炸和泄漏事件很可能是人为蓄意破坏造成的。北溪系列管道项目近年可谓命运多舛，先后经历北溪-2 开通叫停，北溪-1 故障关停，如今又因为爆炸而受损。我们并不提倡阴谋论，但另一个公开事实是，目前美国运往欧洲的 LNG 船舶每艘盈利高达一亿美金以上。无论真相如何，欧洲购买能源都将支付更加高昂的代价。

在伊朗核协议谈判上，美伊再度陷入泥潭难以前进，双方迄今为止均以表态为主，而协议迟迟没有实质性推进。不但如此，美国还宣布新增对伊制裁，成为美伊关系降温新的标志。目前来看，伊核协议短期没有达成的可能性，未来真正达成的希望也愈加渺茫，在预期差反复释放之后，对原油市场的利空影响几乎出尽。

地缘政治因素往往是作用于中短期的重要变量。如果对原油等能源供给侧没有更多冲击，市场料将维持稳定偏收紧状态；若发生超预期变化，则可能驱动油价向上突破或向下破位。

5 敬畏周期认清形势

诚然近期国际原油市场发生了诸多事件，但更重要的是，原油在内的大宗商品乃至一切金融资产，皆逃不开经济运行的周期性规律。

从耶伦时代美联储的量化宽松政策开始，本轮通胀的帷幕便已经徐徐拉开；迫于能源价格压力美联储在今年 3 月重启紧缩，迄今保持着近 40 年来最强加息节奏。美联储主席鲍威尔直言，为压低通胀甚至不惜损害经济前景，随这一“胀”一“滞”从欧美发达国家蔓延开来，全球性的经济衰退逐渐露出其狰狞面目。

著名的美林时钟把经济周期划分为四个阶段：复苏、过热、滞胀和衰退。按照美林时钟的定义，当前主要发达经济体增速低迷且通胀高昂，无疑是标准的对滞胀阶段的描述。对于不同类别资产在每个阶段的表现，美林时钟理论认为：在滞胀阶段，现金价值>大宗商品>债券>股票。

在现阶段全球陷入滞胀的背景下：过去数年长期疲软的美元指数涨幅惊人，这是现金价值扩张的体现；以原油为首的大宗商品由牛转熊，主要趋势拐点已经出现；至于证券不在本篇讨论范围，但全球股市表现有目共睹。原油市场用实际走势证明，这一轮疯狂的牛市已成明日黄花，应该及时认清形势、抛弃幻想。

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 跌无可跌触底反弹

关于天然橡胶本轮触底反弹，简单来讲就是此前估值实在太低了。天然橡胶价格长期维持下行趋势，主要利空驱动来自国内外宏观经济衰退预期。直到沪胶盘面远低于盈亏平衡线下，跌无可跌后借利好逻辑展开阶段性反弹行情。

不过沪胶价格上涨之后，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。欧美接连不断的激进加息举措，令西方国家乃至全球经济衰退预期升温，金融市场流动性收紧，对大宗商品风险偏好降低。

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，预计橡胶大幅趋势性上涨的可能性有限。我们认为，胶价若反弹过高仍有回落风险，但低于盈亏平衡区间则具有一定安全边际。

2 关注产区放量进程

天然橡胶需求端多空因素均已反馈较为充分，年内不确定性很大程度上又回到供应端。

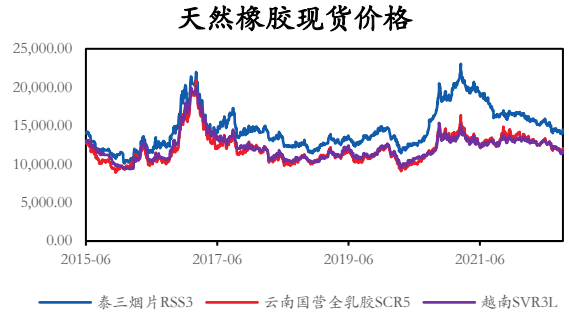
根据天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新报告，东南亚主产国今年供应形势总体高于去年同期，产量和出口量同步趋增。国内云南、海南产区处于高产月份，美金胶进口渠道通畅，一段时期内天然橡胶现货供应充裕。不过，近期国内外多处产区受降雨偏强影响，原料胶水价格出现明显回升，橡胶价格支撑更多来自成本端，短期供应压力暂时尚可。

后续来看，国内原料折算盘面利润开始显现，降雨结束后将有利于原料全面放量，供应旺季将呈现季节性递增态势。可以说橡胶供应增加是较为确定的，但沪胶交割品国产全乳胶仍有变数，如果天气持续影响交割品生产，RU2301 合约预计仍将依托成本线维持坚挺。

3 不出意外供需宽松

美联储加息落地进一步加重宏观下行预期，但天然橡胶期货盘面依托成本线维持坚挺。泰国南部主产区近期降雨偏多，产地原料价格小幅企稳，不过总体处于割胶旺季过渡阶段，供应放量抑制价格反弹空间。近期人民币汇率大幅贬值导致美金胶进口成本增加，然而现货消化缓慢令贸易商出货压力较大，部分低价报盘以刺激成交。国内云南产区橡胶原料价格折算到盘面目前已经出现一定盈利，在可观的利润驱使下，预计 10 月供应将快速回升，不利于沪胶走势继续上行。中长期来看，未来三四个月国内外供应全面增加，橡胶供需宽松格局难以扭转，后期或仍面临累库状态，但应警惕主产区发生洪水等严重灾害的风险。

图表 31：天然橡胶现货价格



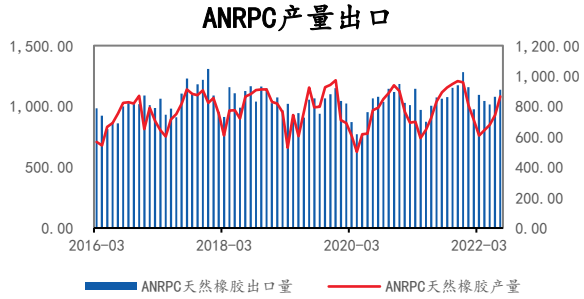
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：合成橡胶价格



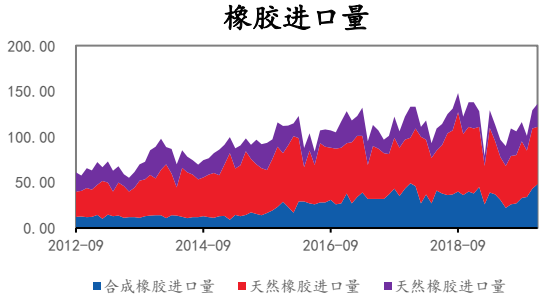
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：ANRPC 产量出口



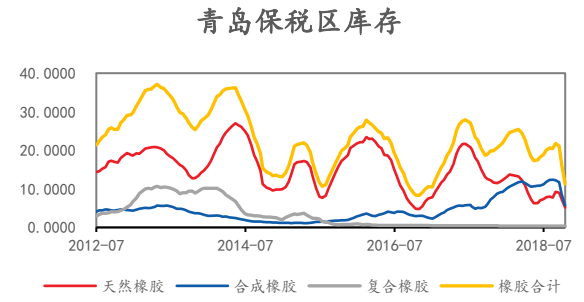
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：橡胶进口量



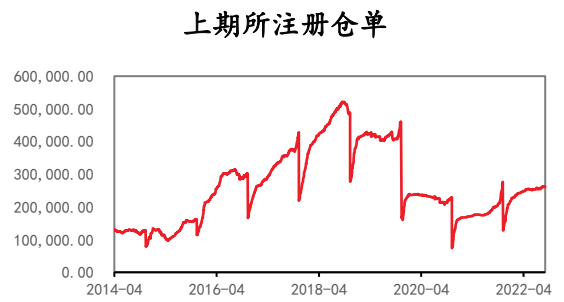
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：青岛保税区库存



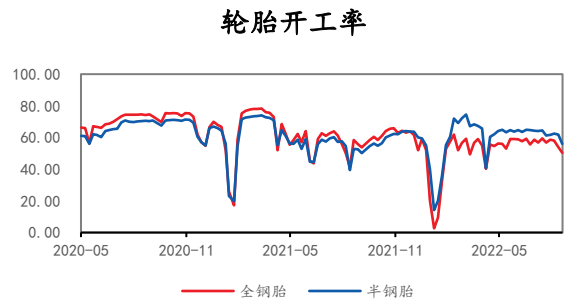
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：上期所注册仓单



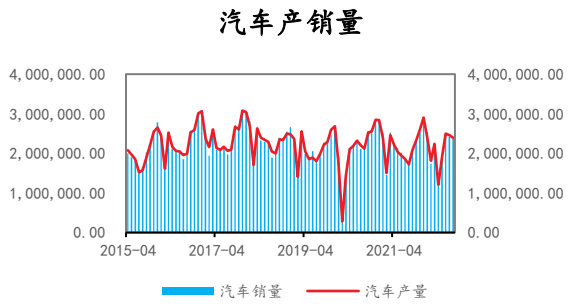
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 全乳新胶仓单偏少

市场逻辑转向全乳胶可交割仓单偏少，近期沪胶期货价格呈触底反弹的偏强走势，RU2301 合约收复 13000 元/吨左右的成本线。从跨期价差来看，1-5 月间价差由此前的 Contango 结构转变为 Backwardation 结构，近强远弱的季节性特征明显。虽然国内橡胶期价跌无可跌，借利好逻辑展开阶段性反弹行情，不过后市若要延续上涨态势，则需依靠宏观经济和供需关系的双重改善。欧美接连不断的激进加息举措，令西方国家乃至全球经济衰退预期升温，金融市场流动性收紧，对大宗商品风险偏好降低。预计橡胶大幅趋势性上涨的可能性有限，但低于盈亏平衡区间则具有一定安全边际。

5 改善不足警惕回落

随着市场交易交割品全乳胶减产预期，RU2301 合约走强且 1-5 合约价差拉大，但现货需求并无实质性改善，高价成交受阻限制期货盘面反弹空间。

自年中以来，泰国橡胶货源到港量逐步增加，目前国内现货流通相对充裕，但下游需求始终未见明显好转。临近四季度，理论上已经进入传统需求旺季，虽然橡胶下游整体情况较 8 月有所提升，但轮胎及橡胶制品企业实际订单欠佳，产成品库存长期高位，工厂排产积极性有限。再加上部分企业资金偏紧等因素制约，并未出现明显的集中备货情绪，对原料橡胶依刚需随用随采，需求端旺季不旺的预期升温。同时，随着东南亚主产区临近旺产季，进口新胶到港将持续增加，国内云南、海南产区天气正常，产出同样呈增加趋势，胶价若反弹过高仍有回落风险。

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

美豆季度库存高于预期，美豆市场承压下跌

美国农业部 9 月 30 日发布季度作物库存报告。报告显示，截至 9 月 1 日，美国大豆库存为 2.74 亿蒲式耳，较去年同期的 2.56979 亿蒲式耳增加 7%，大幅超过报告前行业分析师预计的 2.42 亿蒲式耳。美豆季度库存数据明显超过市场预期，除了美国农业部调高 2021 年美豆产量的影响外，也显示市场高估了 2022 年前三季度的美豆需求。该报告公布后，美豆市场承压大幅下跌逾 3%，创下 8 月 4 日以来最低。

美豆收割顺利推进，季节性供应压力显现

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 10 月 2 日当周，美国大豆生长优良率为 55%，市场预期为 55%，前一周为 55%，去年同期为 58%。大豆落叶率为 81%，前一周为 63%，去年同期为 84%，五年均值为 79%。美国大豆收割率为 22%，市场预估为 20%，前一周为 8%，去年同期为 31%，五年均值为 25%。尽管当前美豆收割率仍落后于常年水平，但近期美豆产区天气整体利于收割快速推进。随着美豆上市节奏加快，新季供应压力也对盘面上行构成阻力。

巴西大豆播种进度保持正常，产量预估较乐观

从机构公布的最新数据看，由于部分主产区降雨过多造成播种略有延迟，目前巴西大豆播种进度还不到一成，与上年同期基本相当。美国农业资源公司巴西公司 9 月底发布报告，预计 2022/23 年度巴西大豆产量将达到 1.5124 亿吨，比上年的 1.256 亿吨增加 20.4%，主要因为播种面积和单产提高。2022/23 年度巴西大豆播种面积预计为 4261 万公顷，同比增加约 2.8%。大豆单产预计为每公顷 3549 公斤（约合 59.1 袋），同比增加 17.2%。咨询公司 Datagro 对 2022/23 年度南美大豆作物进行的首次调查显示，2022/23 年度南美大豆产量将达到创纪录的 2.1934 亿吨，比 2021/2022 年度的 1.8195 亿吨增长 21%。目前来看，主流分析机构仍对巴西大豆实现创纪录产量保持乐观。

多重利多注入，假日期间外盘油脂强势反弹

CBOT 豆油市场较 9 月 30 日国内收盘上涨 3.91%，技术上呈现五连阳，重回反弹节奏。马来西亚棕榈油市场同期反弹幅度高达 12.57%，原油价格走强以及对潮湿天气冲击产量的担忧是棕榈油市场实现七连涨扭转此前跌势的关键。OPEC+宣布减产刺激原油市场强势上涨，棕榈油的生物柴油原料题材受到资金追捧。机构对马来西亚 9 月份棕榈油产量数据存有分歧，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据为环比减少 0.72%，马来西亚棕榈油协会（MPOA）公布的同期数据为增加 3.02%。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 10 月 11 日公布月度报告，报告前市场预计马来西亚 9 月棕榈油库存可能攀升至 34 个月高位。市场密切关注库存压力能否改变近期棕榈油价格持续反弹节奏。

2 国内豆类市场分析

豆粕低库存仍在持续，现货强势继续支撑期货抗跌

经过节前集中补库，节后下游需求有望回归正常。港口大豆库存偏低以及豆粕库存恢复周期延后均提振油厂挺价。国庆假日后，国内豆粕现货市场整体保持平稳运行。据业内机构统计的数据显示，10 月 8 日国内沿海地区 43%蛋白豆粕均价为 5230 元/吨。从目前船期跟踪情况看，后期到港大豆数量依然偏低，豆粕产量增长将受限，四季度通常为生猪及家禽等养殖业的饲料需

求旺季，需求端刚需仍是豆粕价格高位运行的重要支撑。在现货保持强势运行下，维持坚挺的基差将限制豆粕期货的回调空间，并可能强化豆粕市场内强外弱跟涨不跟跌的运行状态。

国内油脂库存小幅回升，节后需求受关注

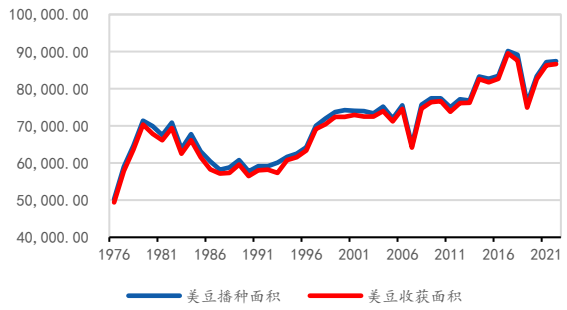
监测数据显示，9 月 28 日，沿海地区食用棕榈油库存 37 万吨(加上工棕 47 万吨)，比上周同期增加 10 万吨，月环比增加 14 万吨，同比增加 6 万吨。其中天津 6 万吨，江苏张家港 12 万吨，广东 12 万吨。9 月 26 日，全国主要油厂豆油库存 76 万吨，与上周同期基本持平，月环比减少 1 万吨，比上年同期减少 9 万吨，比近三年同期均值减少 42 万吨。棕榈油库存快速增长带动国内油脂整体库存水平回升。假日期间外盘油脂强势反弹，成本和市场预期有助于节后国内油脂市场跟随反弹，但节后需求通常不及节前，油脂市场反弹的持续性仍有待进一步观察。

3 油脂油料市场展望

OPEC+宣布减产刺激原油市场进入反弹通道，马来西亚棕榈油市场因生物柴油原料题材而受到资金追捧出现强势大涨行情。假日期间美国股市冲高回落，显示市场仍对美联储货币政策保持高度警惕，经济衰退风险随时可能打断大宗商品市场反弹节奏。美豆缺少新题材并面临新豆集中上市形成的季节性供应压力，短期走势偏弱。在南美大豆缺少证伪条件下，丰产压力同样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，从而限制豆粕期货回调空间。内外盘油脂市场保持较强联动，马盘棕榈油大涨将改善国内油脂市场看空情绪，成本和预期有望主导盘面重回反弹状态。豆一期货市场走势较为独立，新豆集中上市以及增产背景下追高需谨慎。

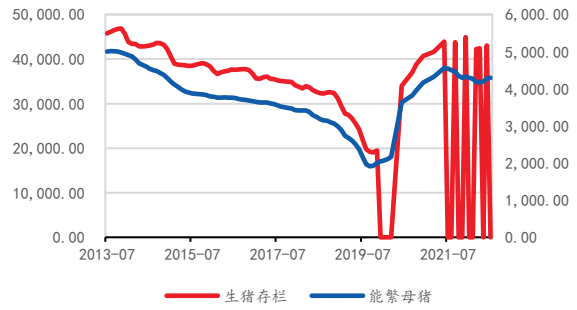
4 油脂油料市场主要数据

图表 39：美国大豆种植收获面积



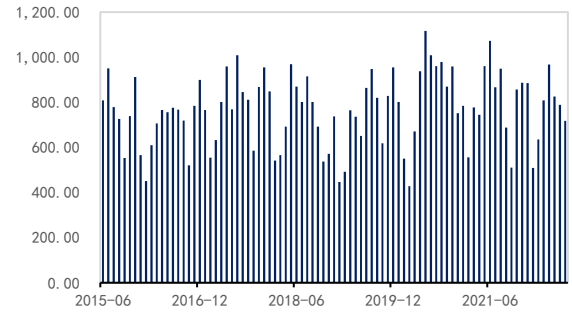
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内生猪存栏量



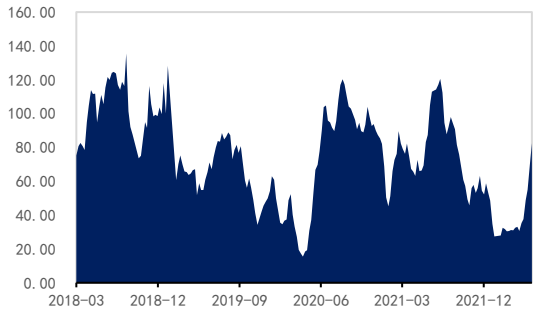
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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