# 中金财富期货策略周报（2022 年第 37 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：**近期国内整体需求偏弱，下游消费缓慢恢复，中游新兴产业增速维持强劲，上游资源品价格多数偏弱。从当前各主要行业的基本面情况来看，上游资源品价格多数偏弱。由于下游消费行业缓慢复苏，地产开发投资持续探底，预计工业品走势整体偏弱。

**股指期货：**预计市场仍有望延续节后惯性继续反弹，预计整体上呈现普遍反弹的局面，其中前期跌幅较深、弹性较大的中小盘股相对占优。从中线上看，短线反弹之后仍要警惕中线回档，目前的市场不具备 V 型的基础。

**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。供给端，限电对电解铜供应的影响趋于缓和，随着产能不断释放，四季度电解铜供应有望修复。需求端，金九银十仍值得期待，在基建投资拉动、新能源及地产竣工改善的支持下，国内铜下游消费短期内难以出现明显下滑。宏观层面持续偏空，限制铜价反弹幅度。基本面内强外弱，维持宽幅震荡思路。

**锌：**宏观方面，四季度的两次议息会议美联储都将维持鹰派，美元飙升、海外流动性收紧预期在四季度或依旧成为压制锌价的主导因素，但随着节奏明朗，边际影响或逐渐减弱。今年全球锌矿产出不及预期，但不及冶炼端需求下滑，矿端总体维持偏宽松。四季度欧洲进入采暖季，能源价格大概率维持高位运行，减产炼厂复产概率不大。国内炼厂原料供应及利润均有改善，产出有望逐步恢复，但供给存一定扰动，增量预计相对温和。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。

**钢材：**地产行业需求仍是钢价驱动的主要动力，目前来看仍不容乐观，房屋销售数据及土地成交价款等先行指标仍处于下行通道，这预示着至少在未来 3-6 个月，地产行业需求难有起色。尽管目前钢价上行驱动力不足，但因其总体估值低，钢材库存也处于历史低位，加上冬季的到来限产趋严，钢价下行的空间不大，且在四季度存在构建供需再平衡的可能。

**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：**随着美豆收割进度加快，2022 年美豆市场炒作产量的空间持续收窄，市场的关注点将转向美豆需求和南美大豆种植。目前来看，南美大豆开局较正常，创纪录的产量预期依然强烈。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，从而增强豆粕期货向现货靠拢的可能性。内外盘油脂市场保持较强联动，印尼和马来西亚棕榈油库存此消彼长，并不能为市场注入持续型引导。俄罗斯可能退出黑海粮食出口协议，为全球植物油和粮食供应链增加变数。国内油脂市场将继续追随外盘走势，突破震荡区间的难度较大。豆一期货市场走势较为独立，新豆集中上市与中储粮持续抛储，企业下调收购价格，多地豆价高开低走削弱期货市场追涨动力，豆一期货处于震荡调整节奏，有望向下寻找新的支撑点。

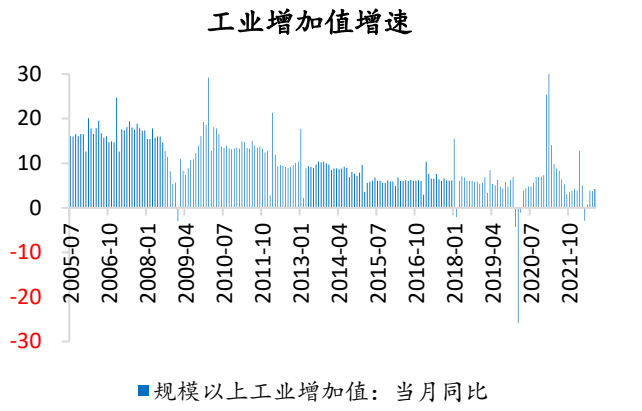
# 目 录

周度策略：情绪阶段性缓和 市场风险偏好小幅回升 - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 8 -
2 经济积极信号变多 - 8 -
3 流动性：未来流动性有望维持合理充裕 - 9 -
4 宏观策略 - 9 -
铜 - 12 -
1 影响因素 - 12 -
2 结论 - 13 -
3 铜期货现货数据 - 13 -
锌 - 15 -
1 锌：影响因素 - 15 -
2 总结 - 16 -
3 锌期货现货数据 - 16 -
钢材 - 17 -
1 宏观利好政策频发，高层态度转向 - 17 -
2 减产检修减产加速，原料重心下移 - 17 -
3 下游地产难言好转 - 17 -
3 钢材期货现货数据 - 18 -
原油 - 20 -
1 卖方干预划定红线 - 20 -
2 高油价亦可有韧性 - 20 -
3 紧平衡下的新常态 - 20 -
4 经济衰退危机重重 - 22 -
5 敬畏周期认清形势 - 23 -
6 双重主线逻辑并行 - 23 -
天然橡胶 - 24 -
1 供强需弱宽松格局 - 24 -
2 整体预期尚未失衡 - 24 -
3 表现不及上年同期 - 24 -
4 供应旺季累库趋势 - 26 -
5 仓单逻辑提供支撑 - 26 -
6 辩证看待基本形势 - 26 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 - 28 -
1 外部豆类市场分析 - 28 -
2 国内豆类市场分析 - 28 -
3 油脂油料市场展望 - 29 -

4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -
免责条款 ..... - 31 -

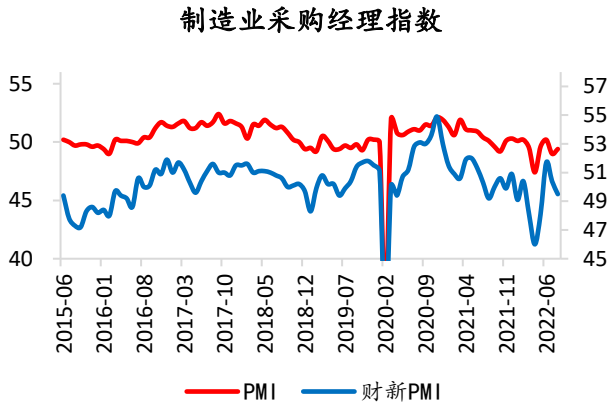
## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



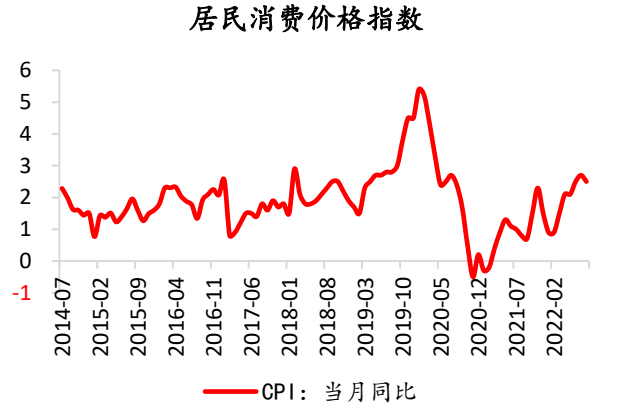

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



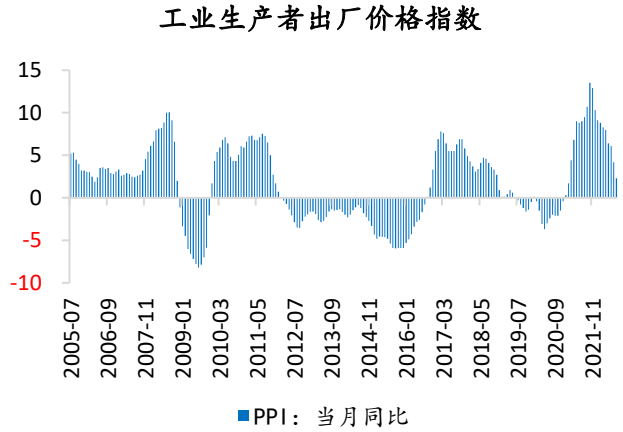

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



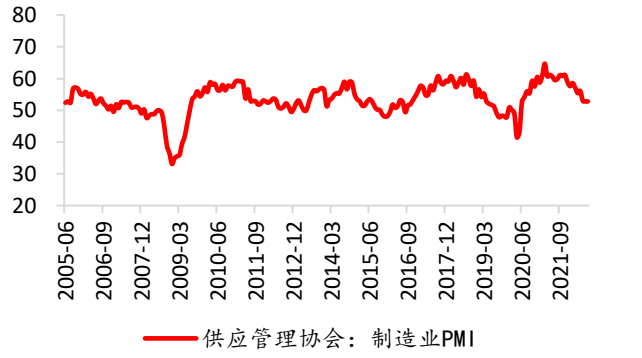

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



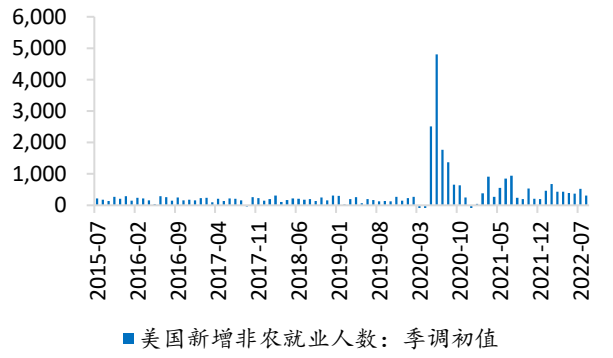

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪阶段性缓和 市场风险偏好小幅回升

本周资本市场表现仍较为弱势，但是中美股市都出现了探底回升的走势，对于这种带有探底性质的行情，我们需要放在中期观察其代表的意义，下文我们会进行阐述。大宗商品方面，股票市场的反弹对情绪有明显提振，基本面较强的品种如铜铝和原油明显反弹，地产链依然极度弱势。

**如何看待美国通胀和美股走势？**

美国通胀已经脱离能源体系，呈现扩散和一定程度的自我强化。

三分法下，核心通胀环比上涨 0.4%，同比上涨 6.6%，超出市场预期值 6.5%，核心 CPI 创 1982 年 9 月以来最快增速。能源环比下降 2.6%，同比上涨 19.8%；食品环比上涨 0.7%，同比上涨 11.2%，使得 CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 8.2%，超出市场预期值 8.1%。2020 年受到新冠肺炎疫情影响，全球多种农产品价格持续上涨，2022 年爆发的俄乌冲突更是加剧了欧美地区食品价格上涨，使得美国食品 CPI 同比涨幅达到 1979 年 6 月以来的高位。9 月美国能源 CPI 同比涨幅虽然有所回落，但依然处于高水平。欧佩克+决定自 11 月起在 8 月产量的基础上将月度产量日均下调 200 万桶，亦不利于未来能源 CPI 涨幅回落。

服务业方面，交通运输环比下降 1.6%，同比上涨 12.6%；医疗保健环比上涨 0.5%，同比上涨 6.0%；娱乐环比上涨 0.1%，同比上涨 4.1%；教育与通信环比上涨 0.3%，同比上涨 0.2%；其他商品与服务环比上涨 0.3%，同比上涨 6.9%。从分项看，当前美国通胀压力与 1970 年代相当，低失业率助推工资—物价螺旋式通货膨，通胀压力持续性上升，美国通胀韧性符合预期。

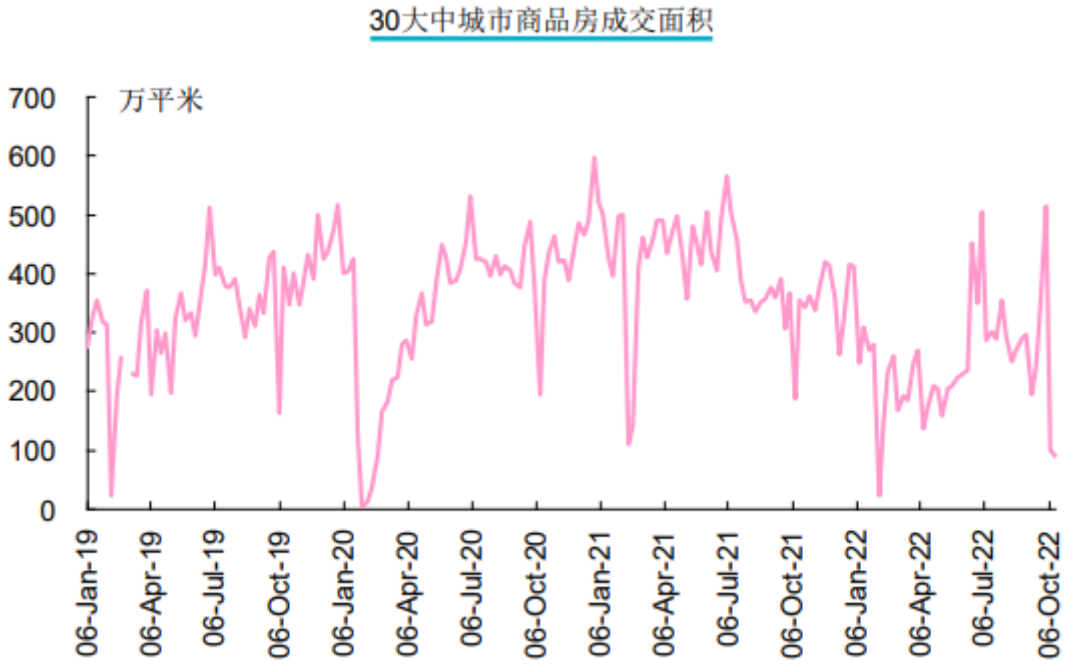
美国 9 月季调后失业率仅为 3.5%，依然位于历史低位。结合美国名义 GDP 超过了 GDP 潜在值，实际 GDP 增速也仅略低于潜在 GDP 增速，美国经济依然较强，这也是加息预期较强的原因。

从历史经验来看，在高通胀期间美联储加息幅度基本上都接近甚至高于 CPI 涨幅。美联储官员也多次表示需要继续加息直到实际利率为正。根据美联储 9 月会议对经济走势的预测，通胀预期上调 0.2 个百分点至 5.5%，核心 PCE 价格指数中值上调 0.2 个百分点至 4.5%。美联储很可能全年加息 425bp，在今年底达到 4.25%-4.5%区间。而根据最终 4.75%-5%的目标，美国 10 年期国债利率大概率将上升到 4.75%。

债作为全球资产定价锚，美股估值水平仍有压力。只有当美国企业盈利的增长幅度超过了估值回落的幅度时，股市才会上涨。由于美国无风险利率水平较低，导致当前标普 500 指数 Shiller PE Ratio 虽然从 2 月的 36.17 降至 28.37，但仍处于历史相对高位。随着美联储继续加息和 2023 年美国经济衰退，这里判断美股已经见底依然证据不足。

即便核心通胀见顶论成立，也不代表着紧缩交易即将结束，美联储需要看到通胀绝对读数明显下降才可能“收手”，当前的就业数据等使得美联储仍有加息底气。通胀见顶可以让股市暂时松一口气，但是这里仍难以做中期的判断。

*图表 7：房地产成交情况*




*资料来源：wind，中金财富期货研究所*

**国内经济温和回升**

就国内环境而言，本周发布的社融数据显超市场预期，表内信贷与非标融资是其主要支撑，政策性金融工具等及其对配套融资的引致主导了 9 月信用扩张的加速；其中企业中长期贷款大幅多增还令信贷结构得以改善，然而房地产市场的持续疲弱令居民中长期贷款增长依旧乏力；展望来看，受益政策呵护的基建投资和技改投资仍将对信用扩张形成支持，但是去年较高的基数水平则将对四季度社融同比增速形成压制。就政策而言，国庆节前有关房地产市场的呵护政策更加体现了中央稳定房地产市场的政策意图，尽管房住不炒的总体原则不会改变，但是无论出于稳增长的诉求，还是防范金融风险的需要，提振房地产市场信心并终结其持续走弱的局面都显得愈加迫切。

地产方面，依然较为低迷，政策效果尚待观察。黄金周销售数据未见明显改善。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 多个重点城市新建商品住宅成交面积约 67 万平米，较去年国庆假期同比下降 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。4 个一线城市平均跌幅超过 40%，尤其是北京，同比下降超过 60%。按重点城市同比下跌幅度而言，比上月 9 月有所加大，百强房企九月单月销售（按操盘口径计算）为 3509 万平米，同比下跌 35%。然而，考虑到网签数据具有一定滞后性，实际十月销售数据有待确认，但初步判断“银十”销情只属一般。

**预计市场继续维持弱势**

近期国内整体需求偏弱，下游消费缓慢恢复，中游新兴产业增速维持强劲，上游资源品价格多数偏弱。从当前各主要行业的基本面情况来看，上游资源品价格多数偏弱。煤炭、钢铁、建材行业仍处于低位震荡，逐步复苏的过程中。化工产品价格分化，但原油价格持续走低，有色金属价格部分回升，铜铝价格震荡上行。由于下游消费行业缓慢复苏，地产开发投资持续探底，

预计工业品走势整体偏弱。

# 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 15 日 | 英国央行宣布购债计划仍将本周五结束 | 英央行首席经济学家预计 11 月将采取“重大政策行动”。 | 英国财政政策与货币政策的冲突显得政策极其随便 |
| | 10 月 12 日 | 欧央行鹰派管委：接下来两次会议将有“大幅加息” | 欧洲央行管理委员会成员、鹰派的荷兰央行行长 Klaas Knot 表示，市场似乎低估了通胀将高于模型预测的风险 | 他预计接下来的两次利率决策会议，将会迈出“大幅加息”的步伐 |
| 数据 | 10 月 14 日 | 美国 9 月 CPI 同比上涨 8.2% | 高于市场预期的 8.1%，前值 8.3% | 9 月 CPI 环比上涨 0.4%，是市场预期 0.2%的两倍，并大幅高于前值 0.1% |
| | 10 月 14 日 | 中国 9 月 CPI 同比增长 2.8% PPI 同比涨幅继续回落至 0.9% | 2022 年 9 月份 CPI 同比涨幅有所扩大，环比略涨。PPI 同比涨幅继续回落，环比降幅收窄 | 总需求依然较为疲弱 |
| 事件 | 10 月 16 日 | 党的二十大 10 月 16 日在京召开 | 是划时代意义的大会 | 会议内容需要重点关注 |

*资料来源：中投期货研究所*

## 2 经济积极信号变多

国庆假期对企业开工造成一定扰动，但工业品价格抬头显示投资需求正在进一步扩张。对比国内外通胀走势，国内连续 3 个月低于预期，美国则连续高于预期，防疫策略差异是关键。政策上，下一阶段继续优化防疫或为稳内需的重要抓手，930 地产政策后续效果有待观察。往后看，企业中长期信贷增速拐点已现，若跨过 Q4（或有的）海外流动性危机，则有望看到全球权益市场的曙光。

工业品价格上涨反映投资需求持续扩张。1）国庆长假对企业开工造成一定影响，开工率高频环比有所走弱，但季节性影响下同比增速相对稳定。预计在 8 月下旬以来稳增长政策、尤其 930 地产政策的推动下，企业生产形势将会有所回暖。2）近期水泥、螺纹钢、热卷等重化工业品价格均有不同程度的上涨，反映当前投资需求正在进一步扩张，尤其是“保交楼”对房地产施工和竣工链的驱动使得投资扩张速度加快。3）国庆各地以就地过节为主，大城市地铁客流量创下历史同期新高，城市拥堵指数也大幅高于疫情前同期水平。受此影响，国内民航班机架次明显减少，但国际航班架次已增至今年以来的最高水平。

930 地产政策效果有待观察，平稳预期是关键。1）国庆节前房地产调控政策密集出台，各地一城一策空间打开。对住房贷款利率及公积金利率的调整主要针对首套房利率，而支持居民换购住房有关个人所得税政策及带押过户等主要是为置换需求的购房者提供政策支持。2）近期随着各地“保交楼”政策的推进，房地产市场预期有望恢复平稳。目前出台的纾困政策旨在通过

专项借款撬动、金融机构贷款跟进，支持已售逾期难以交付的住宅项目建设交付，这些都会使得房地产行业的信贷需求有所恢复。

企业中长期信贷增速拐点已现。1）9 月企业部门信贷同比多增约 1.9 万亿元，其中中长期贷款同比多增约 6500 亿元，大概率与基建相关融资需求发力有关象，由于政策的短期抓手依然在基建，该趋势有望持续。2）按照过去的规律，企业部门的信贷结构一般会在信贷总量企稳回升后的 6-9 个月改善，也指向企业部门中长期贷款有望继续回暖。9 月企业中长期贷款增速已经开始快速回升，从历史上看其回升对于权益市场的表现有一定的领先性。。

## 3 流动性：未来流动性有望维持合理充裕

国庆长假后，央行连续三天开展“地量”逆回购操作。

10 月 11 日，央行发布公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，当日人民银行以利率招标方式开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作。据统计，由于当日有 620 亿元逆回购到期，由此当日公开市场实现净回笼 600 亿元。另据 Wind 数据显示，本周央行公开市场将有 3570 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 930 亿元、620 亿元、670 亿元、770 亿元、580 亿元。

国庆假期前，央行启用了 14 天期逆回购操作，并适度加大了公开市场操作，适度扩大了流动性投放规模，主要原因是由于十一长假导致金融机构流动性需求上升所致。同时，由于临近季末，税收、监管考核等因素也会使得市场的动性需求上升。因此，央行在季度末或者长假前通过会适度加大流动性投放力度，以满足市场正常的流动性需求。但在国庆长假过后，金融机构流动性需求逐步恢复正常，流动性也由净投放转为净回笼，规模也逐步转为常态化投放。节后央行公开市场操作回归“地量”，符合以往操作惯例。目前市场显现“节后效应”，流动性偏宽松。央行通过公开市场操作，回收过剩流动性，推动资金面缓步向合理充裕收敛，以避免流动性过度。同时，通过适度的投放满足机构流动性需求，确保流动性保持合理充裕。

## 4 宏观策略

近期国内整体需求偏弱，下游消费缓慢恢复，中游新兴产业增速维持强劲，上游资源品价格多数偏弱。从当前各主要行业的基本面情况来看，上游资源品价格多数偏弱。煤炭、钢铁、建材行业仍处于低位震荡，逐步复苏的过程中。化工产品价格分化，但原油价格持续走低，有色金属价格多数调整，铜铝价格震荡下跌，稀土价格持续回落，仅碳酸锂价格维持上涨走势。由于下游消费行业缓慢复苏，地产开发投资持续探底，预计工业品走势整体偏弱。

## 5 股指期货市场分析

### 两市大幅反弹

本周 A 股大幅反弹，沪深 300 指数涨 0.99%，上证 50 涨-0.97%，中证 500 涨 4.54%，中证 1000 微涨 4.6%

本周北上资金波动较大，当周净卖出 62.52 亿元；具体来看，北上资金在周三、周四合计流出接近 140 亿，周五净流入近 75 亿元。

上周多数行业估值上升。截至 10 月 14 日，万得全 A、沪深 300、中证 500、中证 1000、科创 50、创业板指的 PE（TTM）分别为 16.60 倍、11.26 倍、21.31 倍、28.47 倍、40.49 倍、46.37 倍。多数行业估值小幅上升，军工、社服估值上升相对明显。

近期两融规模略有下降，融资净买入领先的行业为电力设备、食品饮料、煤炭，融券净卖出额领先的行业为电子、电力设备、医药生物。从成交额占比看，近五个交易日两融占成交额比均在 10%以下。北上资金小幅流出 62.5 亿，单日最大净流入达 74.7 亿，医药、有色、传媒、计算机、通信净流入规模领先，医药生物净流入超 15 亿。

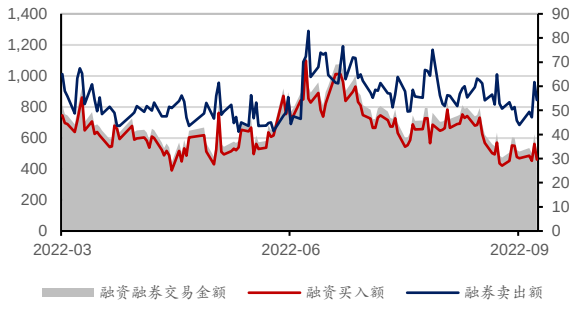
从大小风格来看，小盘股领涨。从 PE 历史分位变化看，各风格估值齐涨。上周小盘股 PE 分位数领涨 1.7 个百分点，大中盘股 PE 分位数分别上行 1.6 和 0.9 个百分点。从 PB 历史分位变化看，各风格估值同样齐涨，大、中、小盘股 PB 分位数分别上行 5.9、4.2 及 2.8 个百分点。

**追高依然不可取**

指数反弹的原因主要有三个：（1）9 月信贷社融双超预期，提振投资者信心。（2）美国通胀继续上行，强化加息预期。（3）医保局考虑谈判药品新适应症简易续约，创新药景气上升。

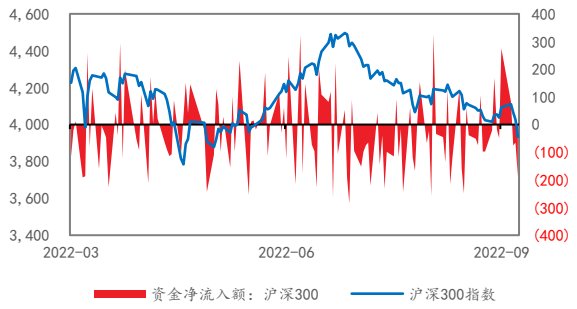
本周市场表现验证 A 股中线已经进入“筑底”过程。然而需要指出的是，本周前半段的下探幅度明显超出预期，市场短线的重心进一步下移，未来中线修复难度将进一步增加。事实上，导致本轮 A 股下跌的主要因素并未得到实质性改善。本周反弹可以视为前期大幅下跌之后的短线技术性修复，对前期连跌走势有缓和作用，但是离中线格局改善依旧路途遥远。我们认为从短线上看（1 至 2 周维度），市场仍有望延续节后惯性继续反弹，预计整体上呈现“雨露均沾”局面，其中前期跌幅较深、弹性较大的中小盘股相对占优。从中线上看，短线反弹之后仍要警惕中线回档。配置方面，“大跌配置”的策略未来仍然有效。考虑到大跌之后上方压力重重，向上空间相对有限，因此建议投资者勿将短线反弹视为中线反转，切勿短线追高。在当前市场震荡筑底阶段，机会多在下跌中获得，而非在追高中求取。

*图表 9：融资融券数据图*



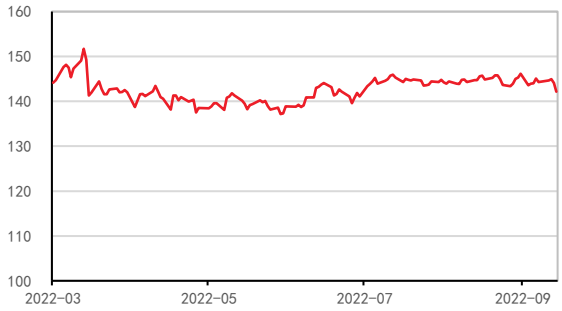

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 10：合约持仓和市场表现*



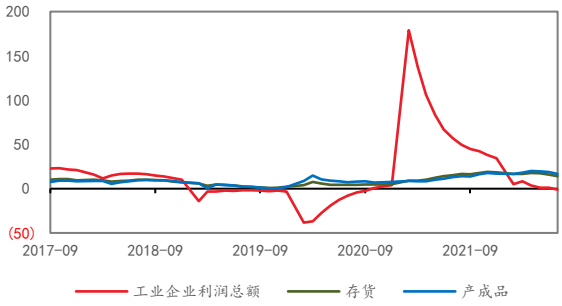

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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。

从三季度进口铜精矿加工费来看，铜精矿供应并未在国内明显出现紧张状况。SMM 报出的进口铜精矿加工费从 7 月初的 72.36 美元/吨攀升至 9 月末的 84.35 美元/吨的高水平，涨幅高达 16.6%，可见铜精矿供应在 3 季度宽松程度持续增加

### 精炼铜供应压力在下半年

3 季度国内检修涉及冶炼产能 157 万吨，经过粗略计算，影响精炼铜产量合计约为 9.41 万吨，其中，7 月和 9 月检修力度较大。8 月检修影响虽然不大，但受持续高温天气影响，浙江、安徽、江苏等省份先后发布限电通知，浙江、安徽冶炼厂均因限电出现减产情况，后限电对于冶炼厂影响有扩大趋势，大冶、铜陵、五矿、张家港、富冶等产量均有受损。进入 9 月后，限电影响完全解除，虽有部分炼厂检修，但富冶新增产能投产继续贡献增量，副产品硫酸价格出现企稳迹象，叠加加工费稳中有增，冶炼厂生产意愿较强，9 月电解铜产量或有明显增长，不过仍需警惕冷料资源紧张问题的影响。期间加工费持续高位且不断攀升，因此，虽有检修和限电影响，但国内精炼铜产量持续高位运。

### 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。供给端，限电对电解铜供应的影响趋于缓和，随着产能不断释放，四季度电解铜供应有望修复。需求端，金九银十仍值得期待，在基建投资拉动、新能源及地产竣工改善的支持下，国内铜下游消费短期内难以出现明显下滑。宏观层面持续偏空，限制铜价反弹幅度。基本面内强外弱，维持宽幅震荡思路。

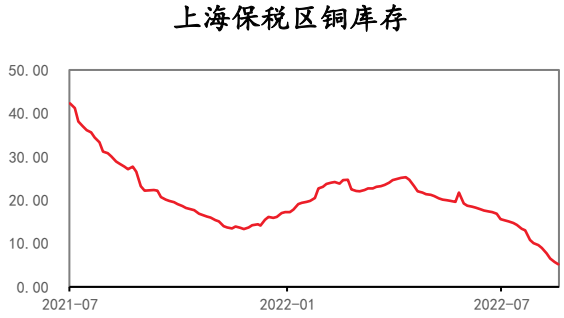
## 3 铜期货现货数据

*图表 13：长江有色铜价*



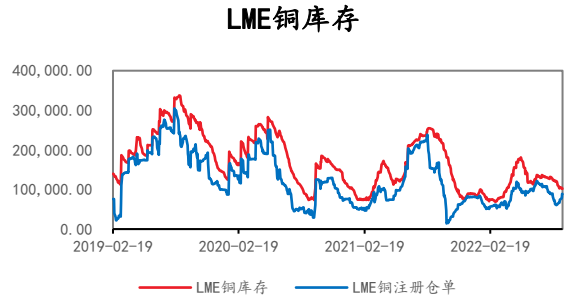

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 14：上海保税区铜库存*



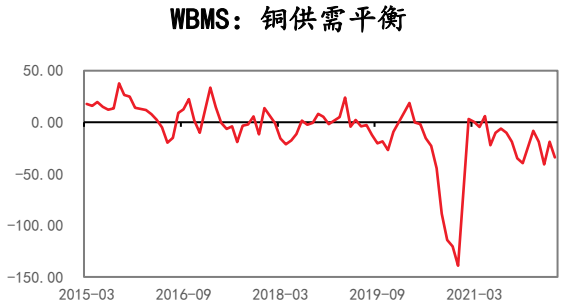

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 15：LME 铜库存



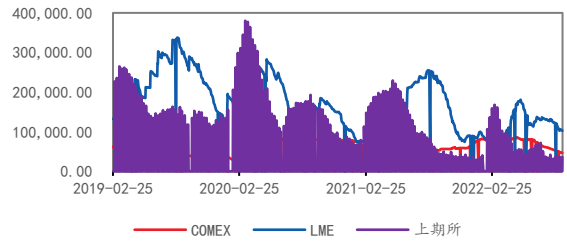

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



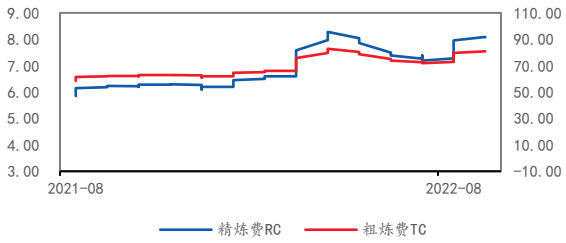

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

LZSG 最新数据显示，2022 年 1-7 月全球锌矿累计产量为 717.1 万吨，累计同比-1.68%。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、Hudbay 旗下的 777 矿山）；多数矿山品位延续下滑；以及部分新增项目（如 Zhairem、Gamsberg、Neves-Corvo 等）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。9 月精炼锌产量为 50.39 万吨，不及前期预期，环比增加 4.12 万吨，同比减少 0.8 万吨。1-9 月精炼锌累计产量为 441.4 万吨，累计同比减少 3.08%。因云南限电、湖南水质问题及内蒙炼厂未能如期复产等，9 月产量不及预期。

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

今年较去年偏弱。海关数据显示，1-8 月镀锌板净出口量为 524 万吨，累计同比减少 14.4%。一方面，去年上半年受取消出口退税的影响，市场抢出口导致基数较高；另一方面，今年海外相关生产企业逐步恢复，同时需求下滑，进口订单需求下降。

国内房地产市场在政策的持续推动下有所好转，基建端的稳增长也持续发力，且临近国庆市场节前备货需求增加，旺季效应逐步体现，有色金属需求持续温和回升。从有色金属下游消费终端领域看国内房地产数据有所改善，虽然 1-8 月新开工面积累计增速继续下行至-37.20%，但竣工面积与商品房销售面积累计增速回升至-21.10%、-23.00%；1-8 月累计产销量分别同比增长 1.70%、4.80%，而新能源汽车轻量化及用铝需求较传统燃油车更为旺盛，伴随新能源汽车销

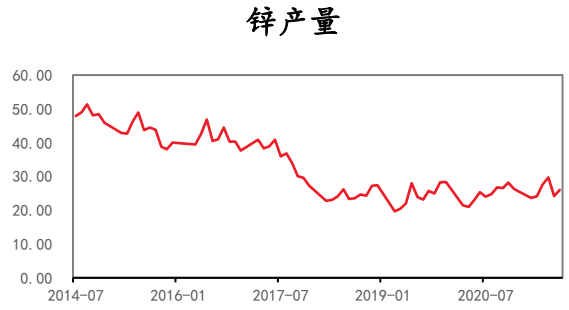
量及渗透率继续上升，汽车用锌将继续驱动电解铝需求结构性改善；国内基础设施建设投资 1-8 月累计增速上升至 10.37%；而国内 1-8 月电网基本建设投资完成额累计同比增速上行至 10.70%。

## 2 总结

宏观方面，四季度的两次议息会议美联储都将维持鹰派，美元飙升、海外流动性收紧预期在四季度或依旧成为压制锌价的主导因素，但随着节奏明朗，边际影响或逐渐减弱。今年全球锌矿产出不及预期，但不及冶炼端需求下滑，矿端总体维持偏宽松。四季度欧洲进入采暖季，能源价格大概率维持高位运行，减产炼厂复产概率不大。国内炼厂原料供应及利润均有改善，产出有望逐步恢复，但供给存一定扰动，增量预计相对温和。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。

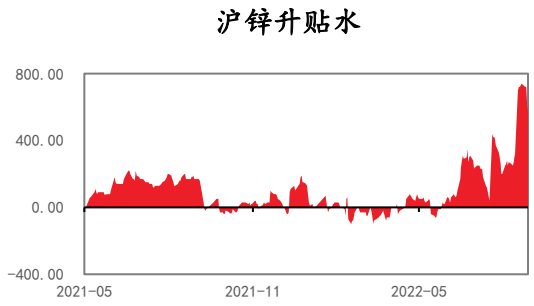
## 3 锌期货现货数据

*图表 19：锌产量*



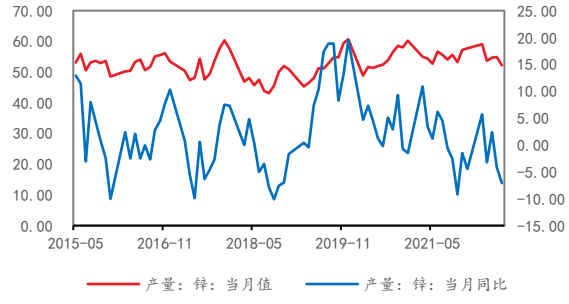

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 20：锌升贴水*



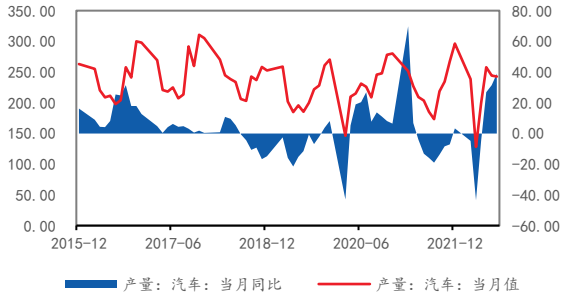

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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*

# 钢材

## 1 宏观利好政策频发，高层态度转向

8 月 22 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，分别较上一期下调 5 个和 15 个基点。

9 月 14 日，多家国有大行下调个人存款利率。

9 月 23 日，银保监会：房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。

9 月 29 日，人民银行、银保监会联合发布通知，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首套住房贷款利率。

9 月 30 日，自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

近期地产宽松政策持续放出，政策发力显著，从银保监会的表态中也能看出高层对地产行业的态度已悄然发生了改变，这其中最显著的影响是房企资金紧张的问题得到了一定的缓解，这一方面源自于房企的信贷环境开始宽松，另一方面源自于政策性银行新增信贷额度。

根据克而瑞研究中心的数据显示，9 月 100 家典型房企的融资总量为 622.1 亿元，环比增加 61.8%，同比减少 28%。从融资结构上来看，增加的部分主要集中在境内债权融资。同时，不仅融资环境放宽松，融资成本也在逐步下降。根据中指研究院的数据显示，9 月房企融资综合平均利率为 3.67%，同比下降 2.14 个百分点，环比下降 0.44 个百分点。我们预计随着政策的进一步宽松，房企的信贷环境还将进一步得到改善。

## 2 减产检修减产加速，原料重心下移

自 7 月下旬以来，螺纹产量（周）已从 230.29 万吨回升到最高 309.75 万吨，上周为 293.44 万吨，距离低点反弹最大幅度已有 34%，产量的不断回升也带动了原料重心的上移。

截至目前螺纹周产量连续 4 周下行，螺纹产量大概率已触顶回落。我们的判断主要来自于两方面，一是利润，二是季节性周期。当前钢厂仍处于低利润的局面，钢联所统计的 247 家钢厂的盈利率为 48%，生产成本居高不下，但需求却起不来，因此增产意愿弱，补库意愿弱。此外，按历史经验，四季度多有采暖季限产，目前华北地区环保限产有扩大趋势。在低利润及限产政策的刺激下，钢厂或主动或被动减产，对原料价格起到压制效果进而压低了成材的成本重心。

## 3 下游地产难言好转

房地产是螺纹也是钢材最大的下游，但当前地产基本面数据依旧羸弱。7-8 月全国销售和投资规模分别同比下降 26%和 13%，房屋新开工面积和土地购置面积上缩量至历史新低。十一期间房地产新房销售面积跌幅继续走阔，中指数据显示，国庆期间 20 个重点城市的新房成交面积较去年下降了 37.7%，北上广深四城日均成交面积较上一年近乎腰斩，由此可预测四季度地产

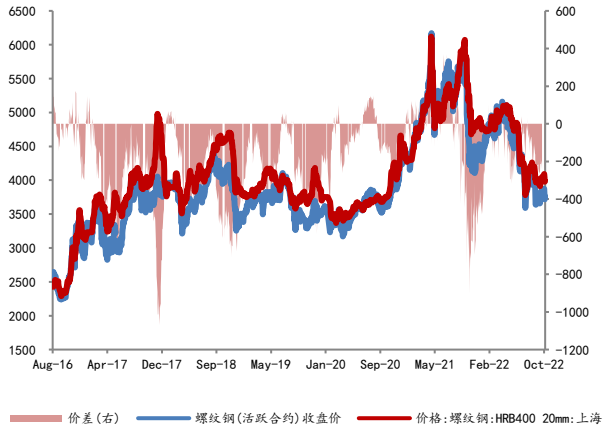
行业数据难言好转。

地产行业的钢需主要集中在新开工，而目前新开工面积已降至全年新低，7-8 月仅新开工 18639 万平方米，较 2021 年同期下降 46%，较 4-5 月也下降 15%。相对而言，竣工面积却在走强，7-8 月房屋竣工面积达 8225 万平方米，8 月同比上涨 42%，较 4-5 月相比也上涨了 28%。新开工与竣工面积的剪刀差，让地产行业钢铁的基本盘越来越小。

土地拍卖是地产行业源头，而 1-8 月，房地产开发企业土地购置面积 5400 万平方米，同比下降 49.7%；土地成交价款 3819 亿元，下降 42.55%，该趋势目前有扩大的趋势。拿地面积的下行对地产行业影响极其深远，它是新开工面积的上游指标，约领先 3-6 个月（甚至更久），这也预示着 10 月传统旺季过后，地产行业需求至少在 3-6 个月内难有起色。

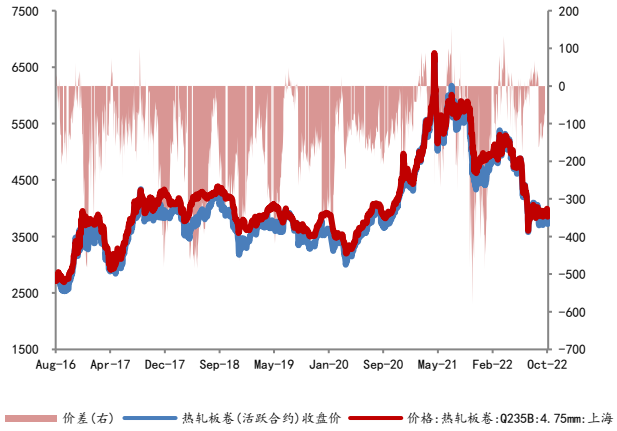
## 3 钢材期货现货数据

*图表 23：螺纹期现价差*



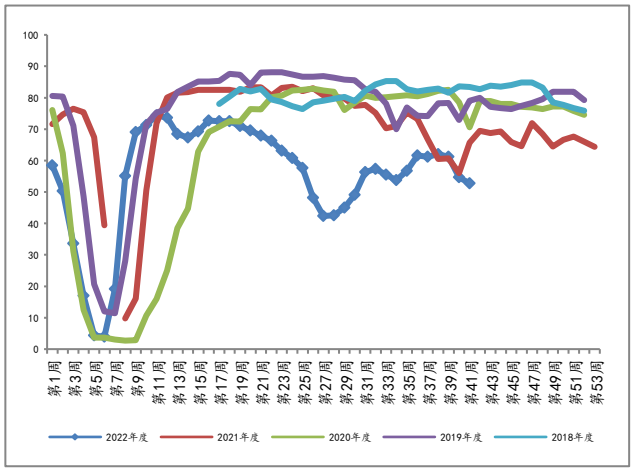

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 24：热卷期现价差*



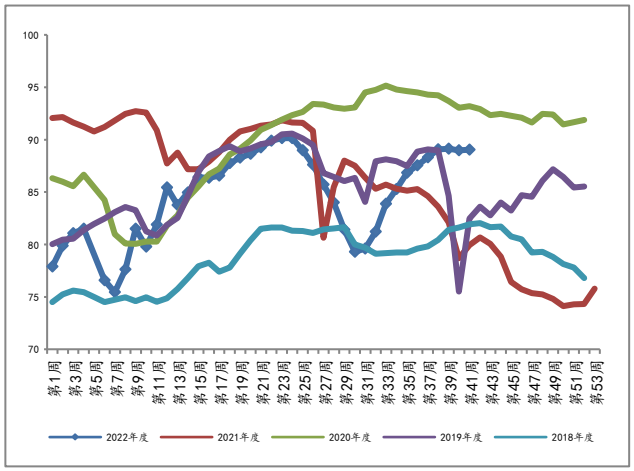

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）*



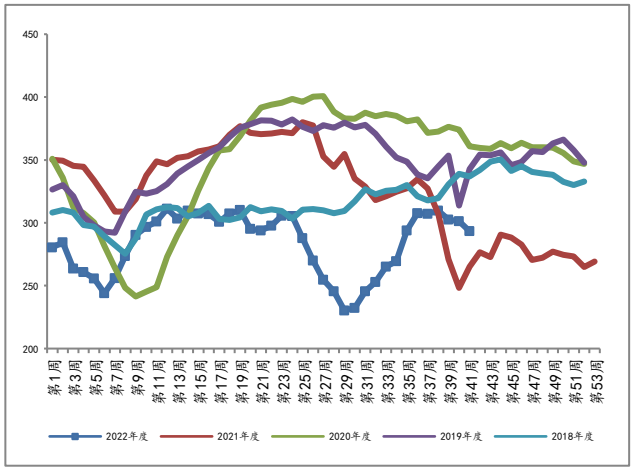

*资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所*

*图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）*



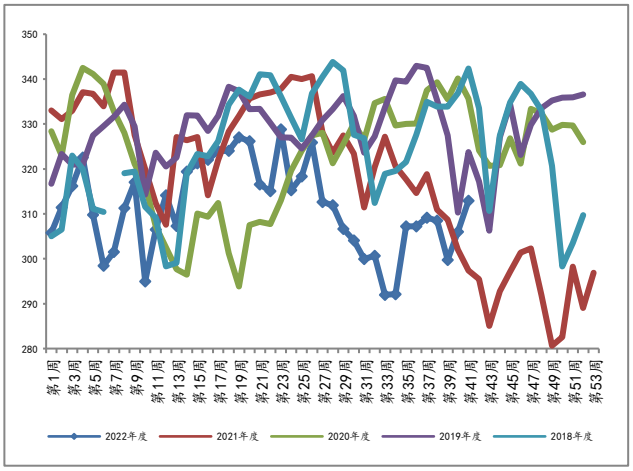

*资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所*

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



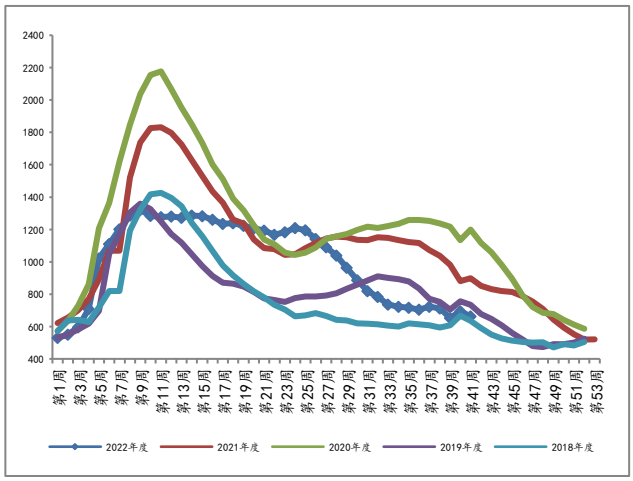

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



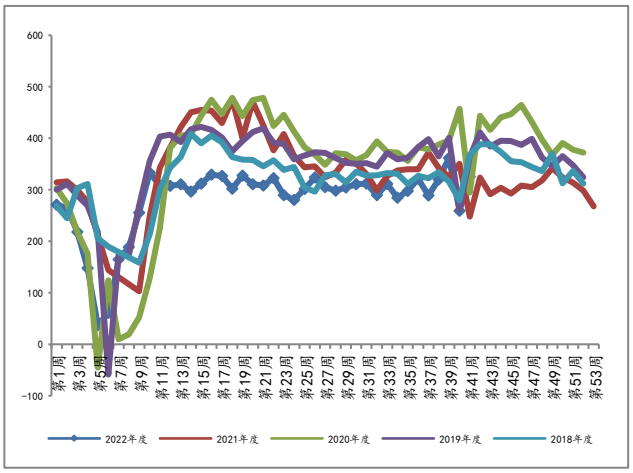

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：总库存：中国（周）




资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 30：铜精炼费




资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

# 原油

## 1 卖方干预划定红线

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 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。

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。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 高油价亦可有韧性

相比过去五年，当前国际原油市场无疑处于非常高的水平，但这不意味着油价向下空间很大，高油价同样可以具有较强的韧性。

我们一再强调，任何时候都不应该忽视全球原油产能不足的事实，这也是 OPEC+宣布减产能够引发巨大反响的原因。从绝对数量来看，假设年底俄罗斯原油将受到全面制裁，相对 1 亿桶/日左右的全球原油消费量基数，显然目前 OPEC 不足 200 万桶/日的有效闲置产能难以应对能源危机。更深层的矛盾是，即便如此之高的油价也未能刺激上游投资恢复增长，西方环保运动鼓吹新能源和将传统能源污名化，在此背景下预计未来全球原油产能收缩概率较大。问题是新旧能源转换期将持续五到十年，尽管全球经济衰退预期利空需求，但期间原油刚需仍将造成市场大额赤字。供应紧张的现状迟迟得不到缓解，原油基本形势有望延续紧平衡，油价高位震荡的韧性可能会超出预期。

## 3 紧平衡下的新常态

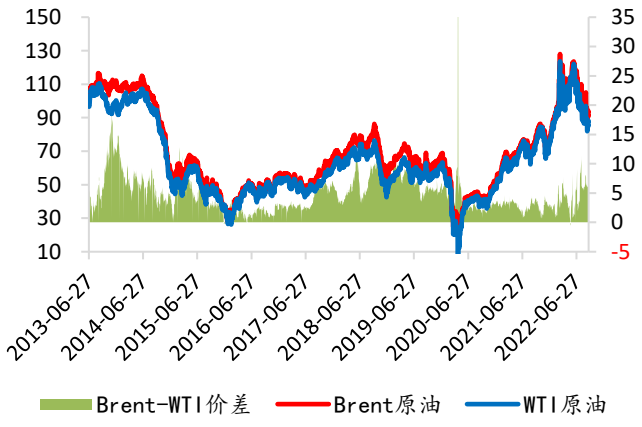
针对 OPEC+削减产量配额 200 万桶/日的计划，原油市场大多头高盛第一时间发布报告，将今年四季度及明年一季度的油价预估值上调 10 美元/桶，并承认价格波动风险可能会更高。

我们对高盛给出的“非常乐观”评级不置可否，但可以参考 2020 年以来的历史对油价演变路径进行合理推测。如果 OPEC+新一轮减产行动持续到 2023 年底，全球原油商业库存下降至危险水平，油价可能会进一步飙升，最终导致需求严重破坏，这个情景将是不可持续的。据此初步认为，OPEC+并无意于极限推高油价，旨在长期维持相对高价使利益最大化，后续减产将是偏

向防御性、阶段性的动态调整。

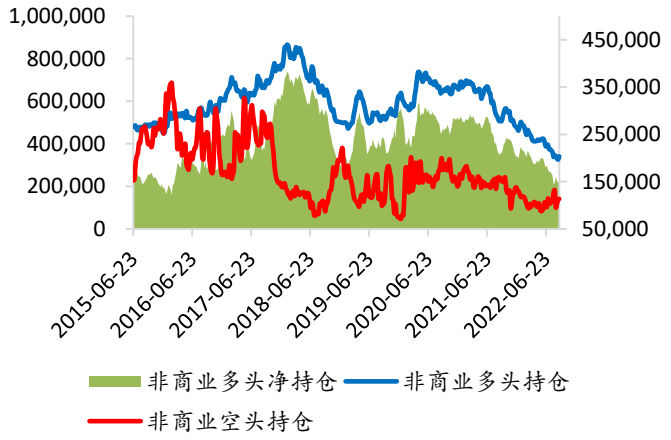
那么，当前原油市场偏紧格局会往什么方向发展？鉴于全球闲置产能仍处于极低水平，长期稳定的高油价（譬如 80-100 美元）才是实现增产的正解；同时经济衰退背景下需求端得到负反馈，也将促使原油市场更快达到均衡状态，这一过程可能体现为油价高位震荡成为未来相当一段时期的新常态。

*图表 31：国际原油期货价格*



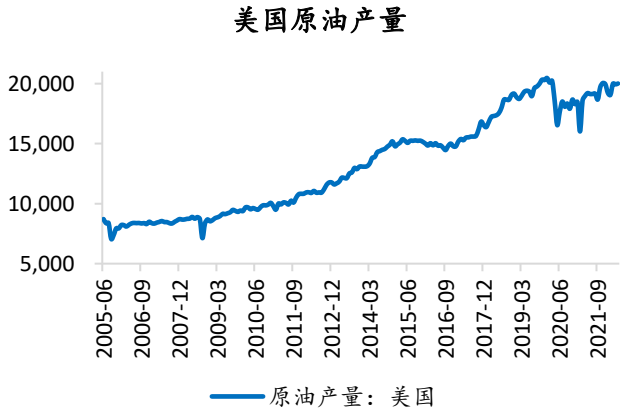

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 32：CFTC 原油期货持仓*



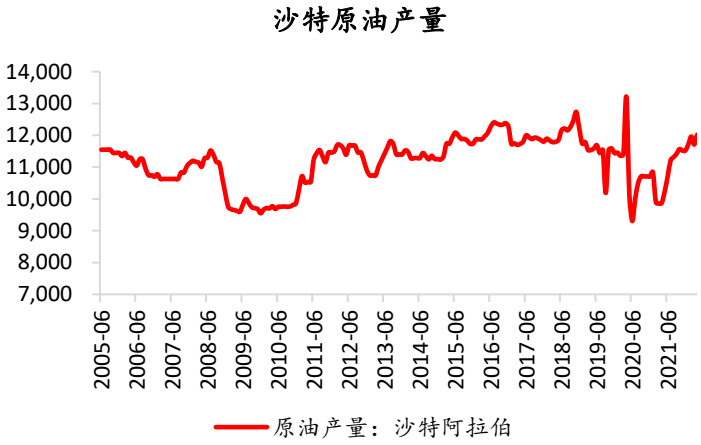

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 33：美国原油产量*



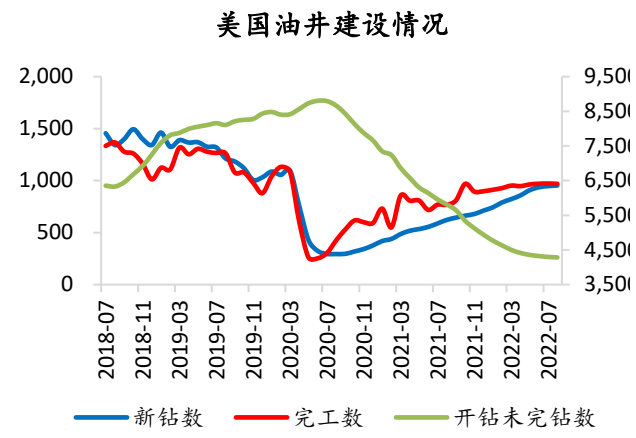

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 34：沙特原油产量*



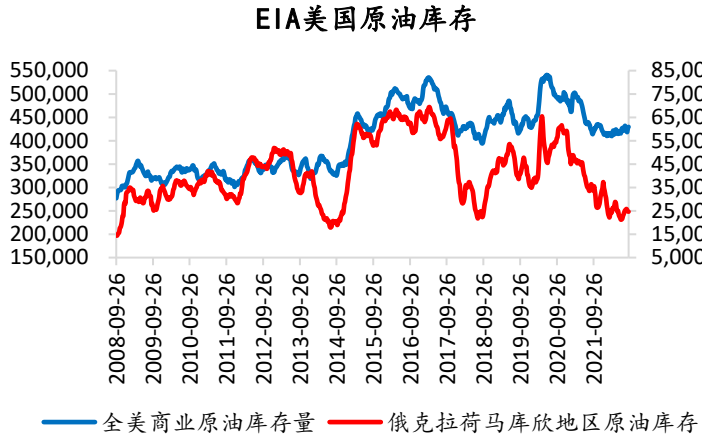

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 35：美国油井建设情况



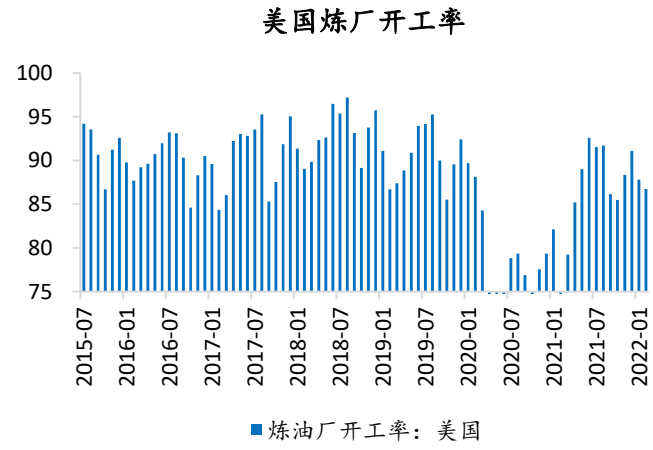

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



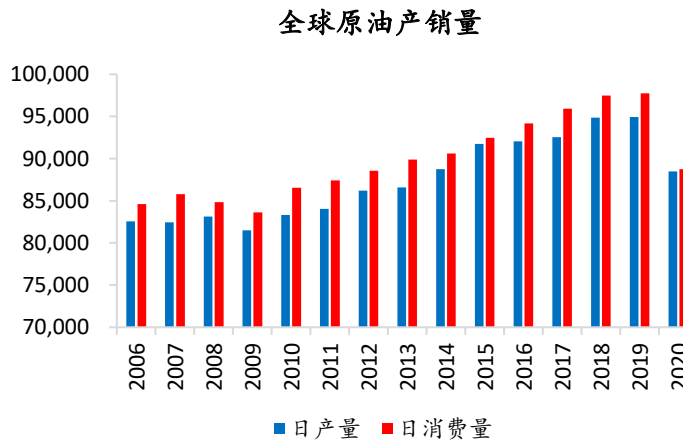

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：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 经济衰退危机重重

近日俄乌战争局势再次激化，加上国内防疫形势持续严峻，市场对原油需求滑坡的担忧挥之不去。OPEC 在最新月度报告中下调了今年全球石油需求增长预测，同时还削减了对明年的预估。OPEC 预计，2022 年全球石油需求将增加 264 万桶/日，比此前预测减少 46 万桶/日；2023 年全球石油需求将增加 234 万桶/日，比此前预测减少 36 万桶/日。不过 OPEC 仍然预计 2023 年的需求将达到 1.02 亿桶/日，超过 2019 年疫情前的水平。

当前全球经济存在诸多挑战：通货膨胀达到几十年来最高水平，西方发达经济体流动性收紧，俄乌战争愈演愈烈，欧洲深陷能源危机，新冠疫情持续第三年，等等。除了能源机构对原油需求前景悲观，国际货币基金组织和世界银行也警告称，明年全球经济可能会面临真正衰退的危险。美国在应对通胀问题上货币政策可能出现失误，更多能源和食品价格冲击或导致通胀持续更长时间，全球融资环境收紧可能引发广泛的新兴市场债务困境，均对油价构成压力。

## 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 供强需弱宽松格局

天然橡胶上下游均无明显变化，整体偏宽松格局预期不变。

近期东南亚主产区降雨向南部转移，对割胶作业影响较大，胶水价格维持坚挺。国内产区降雨虽然减少，但公共卫生事件令橡胶加工厂生产节奏受限。但全球橡胶原料季节性增产趋势不变，中国橡胶进口量亦随之逐步回升。下游主要行业来看，内需旺季不旺成为事实，外需后期走弱迹象明显，轮胎企业开工受制于产成品库存高位，海外轮胎订单量缩减，对橡胶需求尤其是深色胶偏弱。不过 RU2301 合约上的全乳新胶仓单减量成为潜在利多因素，若有天气炒作等因素配合，不排除会引发新一轮反弹行情。

整体而言，天然橡胶基本面预期不佳，市场结构或延续供强需弱态势，加上宏观利空情绪的扰动，难以支持胶价大幅趋势性上涨。

## 2 整体预期尚未失衡

ANRPC 最新发布的月报显示，9 月全球天然橡胶产量同比增加 3.7%至 138 万吨，9 月全球天然橡胶消费量同比增加 5.2%至 126.7 万吨。ANRPC 预测，2022 年全球天然橡胶产量料将增加 2.3%至 1437.6 万吨，其中泰国+0.9%、马来西亚-14.8%、印尼+2.9%、越南-1.3%。2022 年全球天然橡胶消费量料将同比增加 2.6%至 1478.6 万吨，其中中国-1.2%、印度+2.7%、马来西亚+3.2%、泰国+44.1%。

直观来看，2022 年全球天然橡胶供需矛盾放在近五年中并不突出，侧面说明相对盈亏平衡线过低的估值是没有道理的。具体来看，全球第一大产胶国泰国和最主要橡胶消费国中国供需增长均出现停滞和下滑，橡胶产业链发展前景仍偏悲观。综合来看，四季度橡胶价格重心将较 6-8 月有所提升，但也难以指望达到过去两年同期水平。

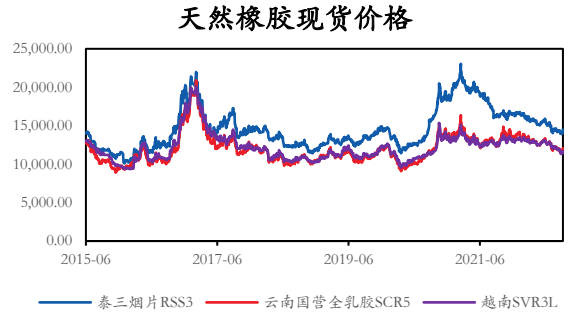
## 3 表现不及上年同期

从以往历史规律来看，往年四季度大部分时间国内天然橡胶期货整体均呈涨势。回顾 2020-2021 年 10 月天然橡胶上涨，多受宏观和金融市场情绪提振，和油价上涨及国内商品集体走强密不可分。

自身基本面来看，沪胶期货上涨主要因供应端天气炒作带来的减产预期，最典型的例如 2016-2017 年泰国洪水，而今年国内交割品全乳胶数量不足也几成定局。此外，传统的金九银十旺季下游需求较好，对橡胶市场构成利多支撑，但近年来受疫情影响，这一特征体现的并不明显。考虑到山东轮胎工厂开工提升不足，欧美橡胶轮胎消费边际转弱，国内外主产区原料产出向旺产季峰值过渡，而人民币汇率贬值带来的美金胶进口成本支撑有限。

在基本形势供强需弱的背景下，难以指望胶价高点达到过去两年的高度，并且应该警惕冲高回落的风险。

图表 39：天然橡胶现货价格



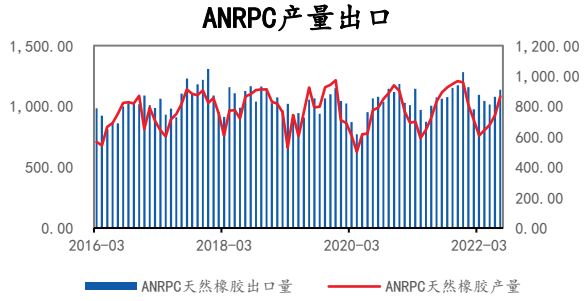

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



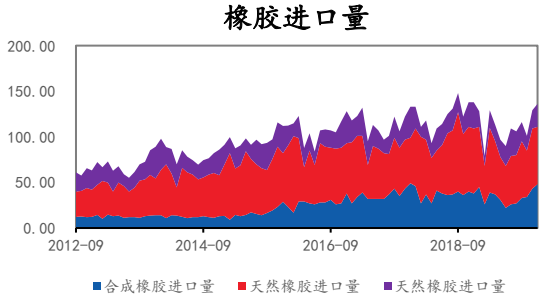

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



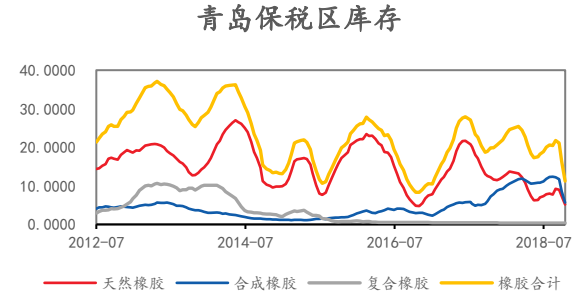

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：橡胶进口量




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：青岛保税区库存



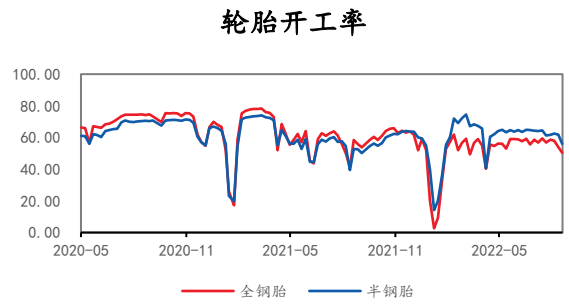

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



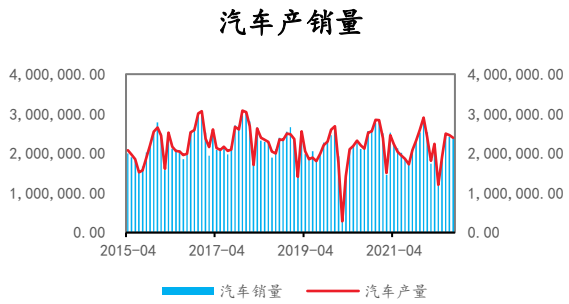

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：轮胎开工率




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：汽车产销量




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

## 4 供应旺季累库趋势

全球天然橡胶整体向供应旺季过度，后期产量、进口和库存均有季节性回升的趋势。

海关总署发布的数据显示，2022 年 8 月中国天然橡胶进口量 59 万吨，同比增加 11.32%；1-8 月天然橡胶累计进口 457 万吨，比上年同期增长 4.82%。9-10 月国内外天然橡胶供应旺盛，尽管东南亚主产区降雨偏多，影响割胶工作的开展，但中长期增产趋势不变。

国内天然橡胶到港量存在增加预期，港口现货库存累积且延期到港订单持续。据隆众资讯统计，截至 2022 年十一节后，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税合计库存量 37.24 万吨，较上期增加 0.28 万吨。其中，样本保税仓库入库率 5.18 百分点，出库率 3.35 百分点；一般贸易仓库入库率 8.8 个百分点，出库率 6.2 个百分点。

尽管沪胶期货仓单存在老胶注销和新胶偏少的利好，但市场好转预期需要得到终端实际反馈，胶价上行仍须需求端明显改善的配合。

## 5 仓单逻辑提供支撑

根据上期所公布的 2022 年 9 月天然橡胶库存和仓单数据，在交易所 28.87 万吨橡胶库存中，有 21.19 万吨老胶即将在 11 月强制注销出库，对应 RU2301 合约上的新仓单仅有 7.68 万吨。该合约目前持仓量理论折合约 160 万吨空头交割义务，显然 1 月交割品数量将是极低的。

回顾 2022 上半年，海南产区割胶进程大幅延迟两个月，导致原料胶水产出低于往年。同时期浓乳销售利润高昂，刺激海南浓乳加工厂远赴云南采购低价原料，尤其是勐腊地区的胶水大量输往海南。云南本身干胶走货较慢，市场形成浓乳胶厂分流全乳胶厂原料的情况。

前期 6-8 月沪胶长时间低于盈亏平衡区间运行，而仓单正常入库的前提条件是有合理利润。因此，全年来看沪胶主要交割品国产全乳胶产量和仓单数量是不足的，RU2301 合约依托成本线应具有较好的安全边际。

## 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

### 美国农业部调低美豆产量，为美豆提供抗跌支撑

美国农业部在 10 月份月度报告中预计 2022 年美豆播种面积为 8750 万英亩，收割面积为 8660 万英亩，均与上月保持一致。美豆单产最新预估为 49.8 蒲式耳/英亩，较上月下调 0.7 蒲式耳/英亩，报告前市场预期单产会上调。受单产下降影响，美豆产量由上月预估的 1.1916 亿吨下降到 1.1738 亿吨，较上月下降 178 万吨。至此，2022 年美豆产量低于上年的 1.2153 亿吨。美国农业部在报告中调高美豆期初库存和美国内需，但调低了美豆出口需求，美豆期末库存数据与上月一致仍为 544 万吨。美豆需求基本符合市场预期，对行情影响相对有限。

### 美豆收割过半，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 9 日当周，美国大豆收割率为 44%，市场预期为 41%，去年同期为 47%，五年均值为 38%。当周美国大豆优良率为 57%，去年同期为 59%；美豆落叶率为 91%，去年同期为 90%，五年均值为 88%。天气预报显示，近期美国大豆主产州气温和降雨量均普遍低于正常水平，有利于美豆收割工作快速推进。随着美豆收割进度加快，新豆供应压力进一步上升，市场需要时间消化。

### 巴西大豆开局正常，机构预测产量普遍超过 1.5 亿吨

农业咨询公司 Agrural 在本周初表示，因天气条件欠佳干扰了部分地区耕作，目前巴西大豆种植率约为 9.6%，落后于去年同期的 10.1%。新年度（2022/2023 年度）巴西大豆产量调高至为 1.52 亿吨，较上月预估值增加 300 万吨，为首次站上 1.5 亿吨新平台；阿根廷大豆产量预计为 5100 万吨，与上月预测值一致。巴西大豆开局基本正常，目前主流分析机构评估的巴西大豆产量普遍超过 1.5 亿吨，如能实现预期产量，全球远期大豆供应格局将更为宽松。与此同时也要注意，由于市场对巴西产量预测值过高，一旦遭遇恶劣天气影响，更易刺激减产炒作。

### 印尼和马来西亚棕榈油库存此消彼长

本周马来西亚棕榈油局（MPOB）发布了 9 月份供需报告，其中产量环比增加 2.5%至 177 万吨，进口下降 23.3%至 13.2 万吨，出口增加 9.2%至 142 万吨，国内消费下降 5.1%至 26.2 万吨，库存环比大幅增加 10.5%至 231.5 万吨。马来西亚棕榈油库存达到近三年最高水平，库存数据高于市场预期。印尼棕榈油协会（GAPKI）公布的数据显示，受鼓励出口的政策推动，该国 8 月棕榈油出口量达到 433 万吨，8 月底棕榈油库存从前月的 591 万吨下降至 404 万吨，恢复到近三年同期均值水平。印尼棕榈油库存降幅超过预期并回落至正常水平，前期持续困扰印尼的胀库压力得到释放，缓解了市场对棕榈油供应过剩的担忧。

## 2 国内豆类市场分析

### 现货库存愈发紧张，强势现货提振期货抗跌

受大豆压榨利润长时间低迷影响，国内压榨企业纷纷放缓大豆进口节奏，导致 2022 年前三季度国内进口大豆数量同比大幅下滑。无论是港口端还是企业端大豆库存均低于正常水平。国内养殖利润向好，饲料及养殖等企业对豆粕等饲料原料需求增加。进入 9 月后，国内豆粕现货库存持续下滑，多地库存不及正常水平的一半，市场供不应求的现状提升油厂挺价动力，推动豆粕现货价格升至历史高位后仍保持强势运行。据统计，10 月 13 日国内沿海地区 43%蛋白豆粕均价为已涨至 5500 元/吨历史高位。目前进口大豆到港量依然偏低，豆粕产量增长将受限，价

格高位运行周期有望延长。豆粕现货高位运行是对现货库存紧张的反应，随着豆粕基差持续扩大，处于贴水状态的豆粕期货呈现价值洼地效应，增强了资金对买入豆粕期货的抄底动力。

### 国内油脂库存小幅回升，外盘成本驱动强于国内需求

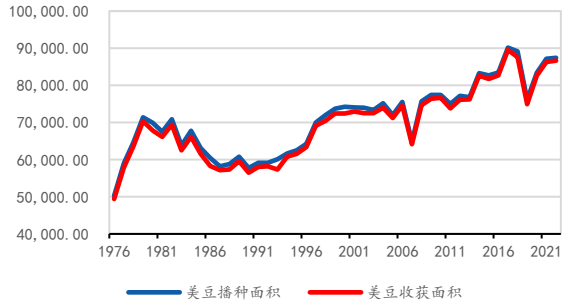
近期国内棕榈油进口量显著增加，随着到港增多港口库存快速攀升，前期偏紧的供应状况持续改善。监测数据显示，截至 10 月 10 日当周，全国主要港口棕榈油库存为 59 万吨，较上周增加 6.5 万吨，增幅 12.38%，创九个月新高，并已攀升至过去五年同期相对高位。国内棕榈油库存恢复带动油脂整体库存回升，但豆油因压榨量下滑库存增幅较小，菜籽油库存仍保持震荡下滑态势。国内三大油脂库存不同境遇与价格上的强弱关系相对应。本周国内油脂期货市场强势反弹，上行动力主要来自外盘上涨后的成本驱动和看涨预期，来自国内需求层面的提振效果较为有限，尤其是国内多地收紧疫情防控措施，国庆节过后的油脂需求继续保持偏弱运行状态。

## 3 油脂油料市场展望

随着美豆收割进度加快，2022 年美豆市场炒作产量的空间持续收窄，市场的关注点将转向美豆需求和南美大豆种植。目前来看，南美大豆开局较正常，创纪录的产量预期依然强烈。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，从而增强豆粕期货向现货靠拢的可能性。内外盘油脂市场保持较强联动，印尼和马来西亚棕榈油库存此消彼长，并不能为市场注入持续型引导。俄罗斯可能退出黑海粮食出口协议，为全球植物油和粮食供应链增加变数。国内油脂市场将继续追随外盘走势，突破震荡区间的难度较大。豆一期货市场走势较为独立，新豆集中上市与中储粮持续抛储，企业下调收购价格，多地豆价高开低走削弱期货市场追涨动力，豆一期货处于震荡调整节奏，有望向下寻找新的支撑点。

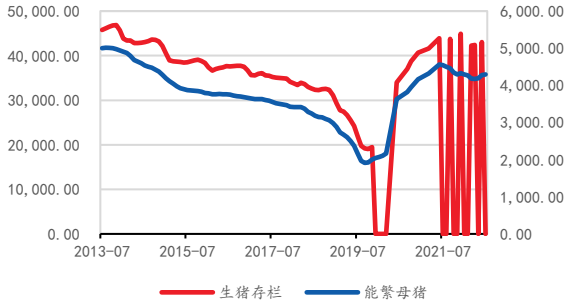
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 47：美国大豆种植收获面积*



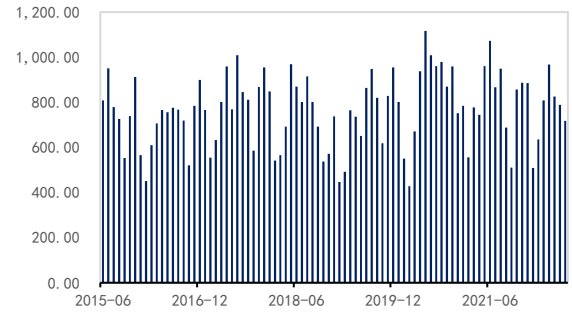

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 48：国内生猪存栏量*



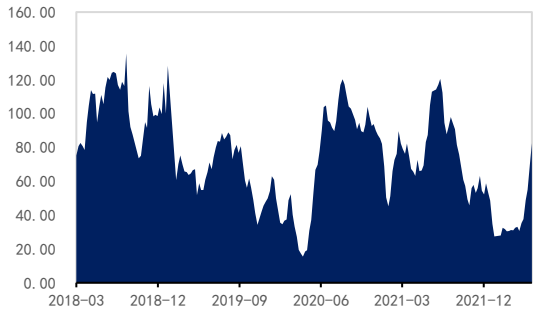

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 49：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 50：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