中金财富期货策略周报（2022 年第 38 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：近期国内外总需求偏弱的态势明显，这对整个商品市场的供需关系依然造成较大压力。在美联储大频率大幅加息抑制风险偏好，以及经济走弱压制需求的情况下，大宗工业品维持震荡偏弱仍是大概率事件。

股指期货：预计指数仍将维持偏震荡的格局。随着国内政策预期逐渐明晰、经济筑底逐渐走出压力最大阶段，市场有望迎来底部修复；不过，外部不确定性尚未落地，国内风险偏好短期难以大幅回暖，A 股底部反弹可能相对曲折。

铜：宏观面高通胀、全球货币收紧以及美元维持强势的压力延续，压制有色金属上方空间。四季度铜矿加工费继续回升，创出多年新高，全球铜矿市场延续宽松态势。9 月份国内精铜产量基本符合预期，环比出现回升。国内终端市场各领域都有了改善迹象。在国内经济增长压力较大情况下，基建投资速度不会放缓，电网投资将持续受益，带动铜需求增长。LME 或禁止俄罗斯金属进入欧洲，市场对欧洲金属供应链担忧上升，引发挤仓风险。美联储持续加息预期助推美元强挺，有色价格承压，但受供需格局紧张及换月交割影响，铜价高位震荡，预期铜价短期偏强，但长期展望并不乐观。

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。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。云南地区锌冶炼限产 10%左右。但从原料端来看，国内目前锌矿供应趋向宽松，且随着 9 月进口矿流入，进口 TC 上行，硫酸价格企稳回升，炼厂冶炼成本下移，冶炼利润得以改善，9、10 月国内锌锭产量预期增加。需求上，海外能源危机已蔓延至需求端，对需求有所压制。多空因素交织，主要矛盾不突出，震荡走势概率较高。

钢材：证监会表示，允许部分存在少量涉房业务，但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资。这虽然看起来有一些苛刻，但我们终于可以看到高层开始切实的关注和解决地产行业下行的核心问题——房企资金紧张，这不仅有利于缓解上诉公司的资金紧张的状况，也对市场信心打了一剂强心针。随着上周重要会议的结束，我们认为更多更有力的经济政策还将继续出台。目前钢材估值处于相对低位，中长线逢低多的性价比高。

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：随着美豆收割进入后半程，市场的关注点将转向美豆出口需求和南美大豆种植。近期中国接连大单采购美豆，减少了美豆季节性供应压力。南美大豆开局较正常，创纪录的产量预期依然是远期市场的重要阻力。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格居高不下，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位。虽然市场普遍预期远期供应将改善，但市场运行过程中的不确定性吸引资金看好处于贴水状态的粕类期货，目前的高基差状态将逐渐修正。国内油脂市场跟随外盘波动，供应短缺预期是目前市场交易的重点，但由于缺少国内需求配合，市场的反弹高度恐受限。豆一期货市场走势较为独立，新豆增产幅度超预期与中储粮持续抛储，本周豆一期货大幅下跌释放利空压力，短期仍可能惯性下跌，市场止跌后的买入机会值得关注。

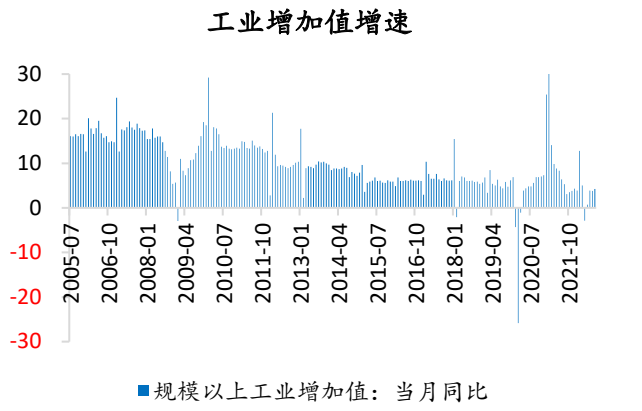
目 录

周度策略：欧美经济的警报尚未解除 工业品仍将震荡偏弱 - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 7 -
2 生产端小幅改善 - 7 -
3 流动性：本周央行净回笼 190 亿元 - 7 -
4 宏观策略 - 8 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
2 结论 - 11 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
锌 - 13 -
1 锌：影响因素 - 13 -
2 总结 - 14 -
3 锌期货现货数据 - 14 -
钢材 - 15 -
1 宏观利好政策频发，高层态度转向 - 15 -
2 减产检修减产加速，原料重心下移 - 15 -
3 下游地产难言好转 - 15 -
4 小结 - 16 -
5 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 生产消费矛盾激化 - 18 -
2 经济衰退前景悲观 - 18 -
3 高位震荡交易走廊 - 18 -
4 美国释放战略石油 - 20 -
5 库存低位抛储有限 - 20 -
6 双重主线逻辑并行 - 20 -
天然橡胶 - 22 -
1 氛围悲观行情转弱 - 22 -
2 旺季来临港口累库 - 22 -
3 供需宽松亮点难寻 - 22 -
4 整体预期尚未失衡 - 24 -
5 围绕成本展开争夺 - 24 -
6 辩证看待基本形势 - 24 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 - 26 -
1 外部豆类市场分析 - 26 -
2 国内豆类市场分析 - 26 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -
免责条款 ..... - 29 -

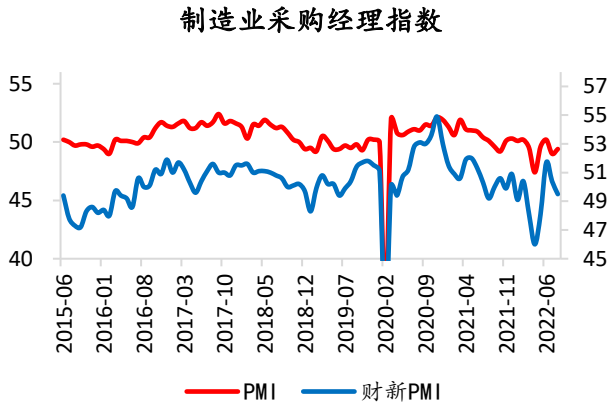
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



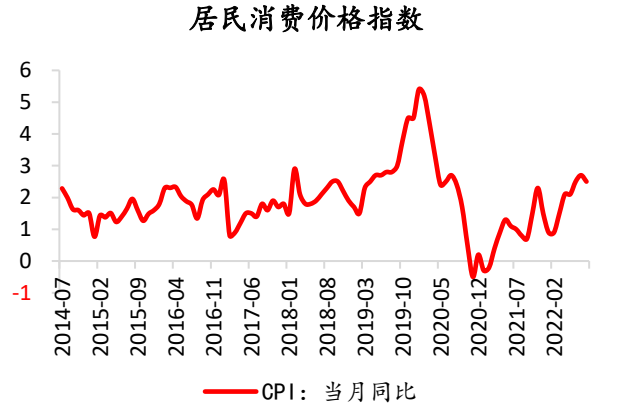
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



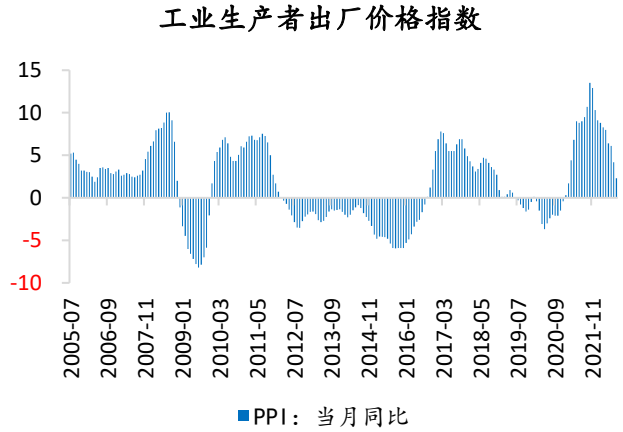
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



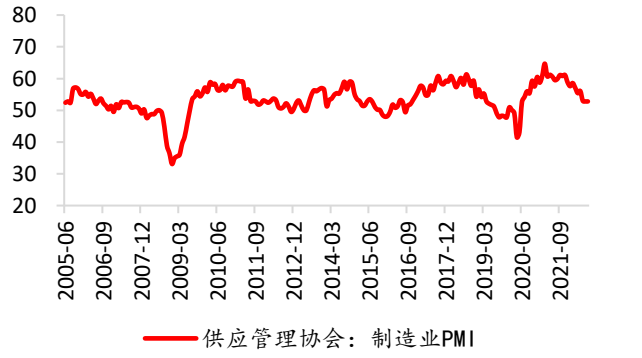
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



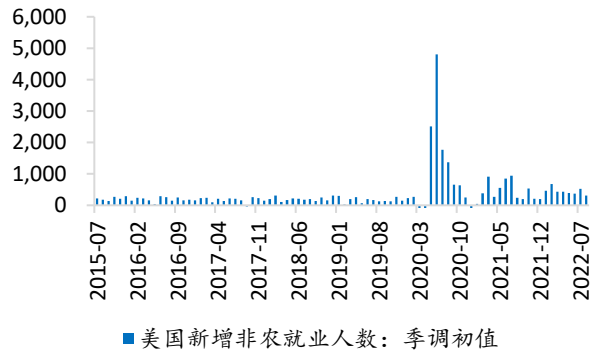
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：欧美经济的警报尚未解除 工业品仍将震荡偏弱

本周商品市场呈现死水一潭的低迷状态，各主要品种在前期确认的大致震荡范围内区间震荡，如油价回落到 80 美元附近就出现明显支撑，螺纹钢下探到 3600 点出现显著的支撑，而铜价已经两次击穿 6 万关口后迅速回升。工业品市场整体呈现弱势震荡的走势。

欧美经济的压力最大阶段尚未到来

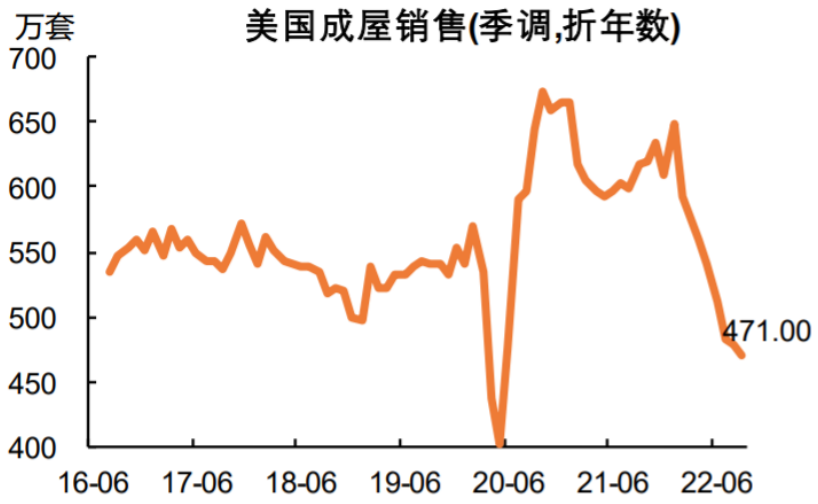
全球的总需求由主要经济体决定，实质就是中美欧三大经济体的状况，目前看欧美经济面临的压力最大阶段尚未到来。

我们先看欧洲，当前欧洲经济遭遇能源和通胀的双重打击，经济情况可能在冬季达到最严重的程度。从 10 月开始，欧盟天然气供给乐观估计相比去年减少 1.72 亿立方米/天，悲观估计减少 2.64 亿立方米/天。假设今年是冷冬，天然气消费保持不变，欧盟库存将在明年 3 月初被击穿，如果欧盟天然气消费整体减少 15%，那么在明年 3 月底仍能维持 45%的健康库存。如果 LNG 没有增量，即使欧盟天然气消费整体减少 15%，明年 3 月底库存将降至 29%，略高于今年同期水平。

假设欧盟优先保证居民部门用气量不变，削减的用气量主要由工业用气各部门平摊，预计天然气危机对工业生产的冲击将拖累欧盟 GDP1.6%以上。如果欧洲天然气价格同比上涨 500%，欧元区居民实际消费同比增速将降至-1.48%。整体而言，综合考虑工业生产的下滑和居民消费的挤出，将导致 22Q4-23Q1 欧元区 GDP 增长萎缩约 3%以上。

至于风险偏好，外部的宏观关键问题在于美国通胀何时回落。因为美国通胀动态决定了美联储加息路径和终点，加息进程决定了全球流动性，流动性松紧决定了全球市场风格和估值偏好，同时也影响内部宽松节奏。关于美国通胀转折点，可以从四个指标进行跟踪：衡量劳动力市场松紧的指标、最直观的通胀压力指标通胀、反映价格普涨压力的指标即“通胀宽度”、体现中长期通胀预期的指标“10 年 PCE 通胀预期”。目前而言，似乎只看到劳动力有所回落，但其余三个，包括整体通胀读数、通胀宽度、通胀预期还尚未有明显缓解迹象。乐观预计，美国通胀问题，至少要到明年一季度才能看到转折。

图表 7：美国成屋销售情况



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美联储的加息预期继续施压市场

9 月份通胀数据出台之后，市场对加息的预期再度发生变化。9 月通胀虽然继续小幅回落，但是依然超预期，且逐渐脱离能源领域。因此在通胀公布的情况下，海外市场惊天逆转，针对顽固的通胀数据，海外投资者对于加息路径的理解出现两点变化，一是倾向于 11、12 月份可能连续第四（概率 95%）、五次（概率 77%）加息 75Bp，二是认为年底基准利率达到 4.75%后，本轮加息周期可能结束，关于 12 月份美联储是否为最后一次加息的讨论已经搬上桌面。对比历史 6 轮联储加息，本轮的特点是“急”。前 6 次加息周期普遍持续约 19 个月，加息幅度平均约 300Bp，而本轮美联储在短短 6 个多月时间内加息 300Bp，若将 11、12 月加息预期纳入，则是在 9 个月内加息 425Bp，上次类似加息幅度是 2004-2006 年，但彼时次贷危机前夕的加息周期历时整整 24 个月。本次加息周期如此之急，主要是因为去年 11 月美联储误判通胀是“暂时性”的，导致加息周期可能晚启动将近 6 个月。加息对于经济的影响需要时间发酵，经济冷却、就业回落、通胀下行都需要等待，本轮加息周期幅度可能够了，但持续时间不够，明年一季度前后或许是更好的观察时点。

我们认为在就业紧平衡和工资粘性的状态下，未来联储加息路径可能是：11 月、12 月、明年 1 月依次加息 75Bp、75Bp、25BP，最终加至 5%。

10 月以来，随着不同经济指标出炉，加息预期反复转变，股指两起两落、持续震荡。预计美股 4 季度仍将持续震荡，岁末年初则有望迎来回升的拐点。

对于商品市场而言，预计短期内工业品仍将维持震荡偏弱的态势。

预计市场继续维持弱势

近期国内外总需求偏弱的态势明显，这对整个商品市场的供需关系依然造成较大压力。在美联储大频率大幅加息抑制风险偏好，以及经济走弱压制需求的情况下，大宗工业品维持震荡偏弱仍是大概率事件。

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 22 日	美国 2022 财年预算赤字减半，至 1.38 万亿美元	史上最大降幅。	和上一财年相比，支出减少了约 5500 亿美元
	10 月 21 日	英国央行11月1日开始卖出英国国债	英国央行周二确认，将从 11 月 1 日开始首次英国国债卖出操作	英国央行卖出债券计划中以中短期债券为主，为了让在最近的波动中受波及最大的长期债券继续恢复。
数据	10 月 21 日	美国 9 月房屋销售数量下降 25%	9 月房屋销售创下有记录以来最大跌幅。	美联储加息对消费产生较大影响
	10 月 20 日	欧元区 9 月调和 CPI 同比终值略微下修至 9.9%	仍为历史最高水平	到今年年底，欧洲央行存款利率将从目前的 0.75%升至 2%左右
事件	10 月 22 日	美联储可能考虑暗示缩小 12 月加息幅度	美联储内部目前存在分歧，一些人希望放慢加息步伐，另一些人则担心通胀没有下降	即使是预期小幅变化，美股也出现暴涨的走势

资料来源：中投期货研究所

2 生产端小幅改善

10 月业已过半，从中观高频数据来看：一方面，终端需求有所转弱，35 城地产销量增速降幅扩大，乘用车批发销量增速回落，零售销量增速再度转负；另一方面，工业生产呈改善态势，沿海电厂发电耗煤增速升至高位，钢厂钢材产量增速回升，汽车、钢铁和化工等主要行业开工率也是涨多跌少。

9 月经济数据公布虽有推迟，但国家发改委副主任在发布会上指出三季度经济明显回升，从 10 月以来的中观高频数据看，工业生产改善态势也相对较强。9 月政策性开发性金融工具加快落地带动实物工作量形成，10 月接续工具——设备更新改造专项再贷款配合财政贴息正如火如荼地开展，包括北京、上海、广东等全国数十个省市均已公布签约进展，投向涵盖教育、卫生健康、文旅体育、新基建等 10 个领域。10 月 EPMI 数据显示，生物产业景气度环比大幅上行，新能源、新能源汽车、高端装备制造整体延续高景气，对此也有所印证。我们预计，在政策推动投资增速显著加强的背景下，经济环比改善态势将逐渐明朗。

3 流动性：本周央行净回笼 190 亿元

央行本周维持小量逆回购操作，规模连续五日维持在 20 亿元，全周实现净回笼 190 亿元。

具体来看，周一至周五，央行每日均进行 20 亿元 7 天期逆回购操作。周一有 210 亿元逆回购到期，周二至周四每日均有 20 亿元逆回购到期，因此实现连续四日资金零投放、零回笼。上

述操作的利率保持平稳，7 天期逆回购在 2.0%。

另外，中国央行在周一等量续作 5000 亿元 MLF，操作利率为 2.75%保持不变。本周有 5000 亿元 MLF 到期。

下周，将有 100 亿元 7 天期逆回购到期，周一至周五分别到期 20 亿元。下周无 MLF 到期。

鉴于对冲 11 月至 12 月 MLF 到期量的影响、弥合当前趋于扩大的基础货币缺口，“降准”的必要性正在提升，但是基础货币供需缺口仅仅是必要性，充分条件还需要 9 月份经济增长数据来验证，如果三季度经济增长低于预期，四季度“稳增长”和“宽信用”或为降准提供充足的充分性。

4 宏观策略

近期国内外总需求偏弱的态势明显，这对整个商品市场的供需关系依然造成较大压力。在美联储大频率大幅加息抑制风险偏好，以及经济走弱压制需求的情况下，大宗工业品维持震荡偏弱仍是大概率事件。

5 股指期货市场分析

指数明显回落

本周 A 股明显回落，沪深 300 指数涨-2.59%，上证 50 涨-3.77%，中证 500 涨-0.28%，中证 1000 涨-0.4%

本周北上资金呈现卖出态势，北上资金连续 5 日净卖出，累计卖出 293 亿。

分行业来看，风电设备、航海装备、动物保健、教育、基础建设等行业涨幅居前，化妆品、数字媒体、商用车、能源金属、调味发酵品等行业跌幅靠前。其中有 6 个行业主力资金净流入，有 25 个行业主力资金净流出。

本周 A 股估值整体下降。截至本周五，万得全 A、上证 50、沪深 300、中证 500、创业板指 PE_TTM 分别为 16.36×、8.95×、10.98×、20.96×、45.43。

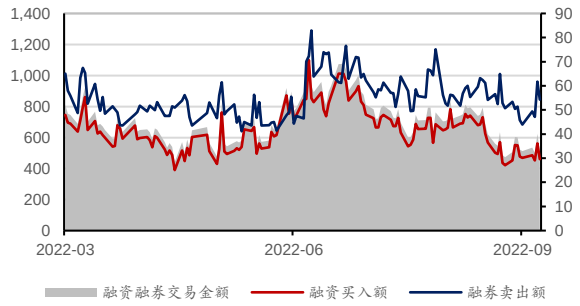
结构上看，中小指数表现较强。10 月反弹以来，小盘股再次表现出了很强的向上弹性，与此同时大盘股表现依然颇为低迷。我们认为主要的原因在于：1.大盘股重要资金来源的北上资金和公募基金都面临着增量资金不足的问题，未来两融和私募可能成为增量资金新亮点，而这类资金或将更加偏向中小盘。2.估值业绩匹配性。3.当下国内经济增长内生动力依然面临考验，整体市场分子端盈利边际改善弹性未必明显，盈利主线偏弱，主题投资相对占优。

耐心等待调整行情结束后的反弹

预计指数维持震荡态势。从行业看，传统行业“金九银十”表现略显平淡，基建链疫后景气提速；地产则仍持续为拖累项；经济需求偏淡、疫情频发、政策趋严背景下，消费修复亦显缓慢；结构性亮点上新能源车、光伏等产业核心指标同比依旧维持高增，但基本在预期之内。从 10 月各行业盈利预测调整情况看，相比 9 月同期累计调整幅度偏弱，且各行业间调整幅度也有所收敛，预计三季报整体 A 股盈利复苏弹性仍偏弱。

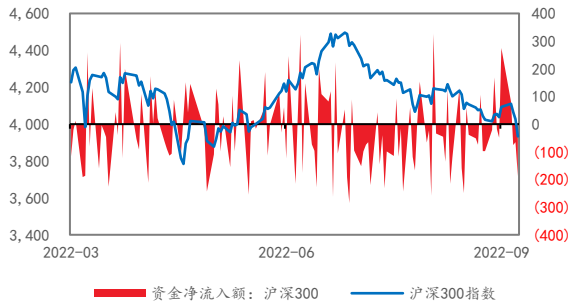
随着国内政策预期逐渐明晰、经济筑底逐渐走出压力最大阶段，市场有望迎来底部修复；不过，外部不确定性尚未落地，国内风险偏好短期难以大幅回暖，A 股底部反弹可能相对曲折。

图表 9：融资融券数据图



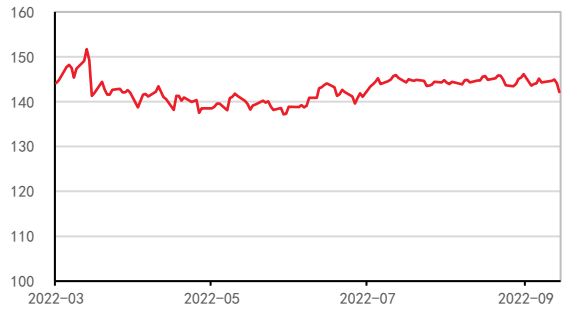
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



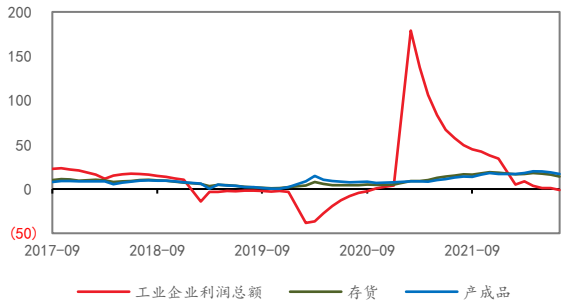
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

进入四季度，2023 年铜精矿长单谈判逐步启动，中国头部炼厂代表也将与海外矿山谈判敲定 2023 年的铜精矿长单 TC 的 Benchmark。多家大型炼厂预计 2023 年铜精矿长单 Benchmark 将达到 90 美元/干吨以上，甚至 90 美元中位。进口矿的加工费持续走高意味着全球市场铜精矿继续处于宽松状态。

精炼铜供应压力在下半年

铜精矿宽松格局下，国内炼厂从 7-8 月份疫情及限电等限制脱离后，9 月电解铜产量回升明显。四季度开启，在铜精矿供应宽裕的条件下大部分冶炼厂企业生产积极性仍然高，且部分已经进入到追产阶段，有企业推迟或者取消了原定的检修计划。

2021 年国内冶炼企业扩产计划遭受推迟，其中新增粗炼 58 万吨产能和 73 万吨精炼产能均因疫情、设备不到位等影响推迟至 2022 年。因此，我们在此前认为 2022 年，国内冶炼 产能扩张速度加快，以及国内干扰因素影响减少，我们预计 2022 年产量将达到 1030 万吨，创出历史新高，同比增幅为 3%左右。但从实际情况来看，2022 年国内冶炼企业扩产计划再 次遭受冲击，一季度末以及二季度国内铜冶炼厂的检修超出预期，以及山东民营炼厂因资金 因素出现意外减停产，整体产量不及预期。三季度国内大型冶炼厂相继遇到限电，不得不降 低负荷；以及目前国内的冷料依然处于紧张情况，因此我们预计国内精铜产量预计难以出现 大幅增加的情况。

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

宏观面高通胀、全球货币收紧以及美元维持强势的压力延续，压制有色金属上方空间。四季度铜矿加工费继续回升，创出多年新高，全球铜矿市场延续宽松态势。9 月份国内精铜产量基本符合预期，环比出现回升。国内终端市场各领域都有了改善迹象。在国内经济增长压力较大情况下，基建投资速度不会放缓，电网投资将持续受益，带动铜需求增长。LME 或禁止俄罗斯金属进入欧洲，市场对欧洲金属供应链担忧上升，引发挤仓风险。美联储持续加息预期助推美元强挺，宏观整体偏弱，但受供需格局紧张及换月交割影响，铜价高位震荡，预期铜价短期偏强，但长期展望并不乐观。

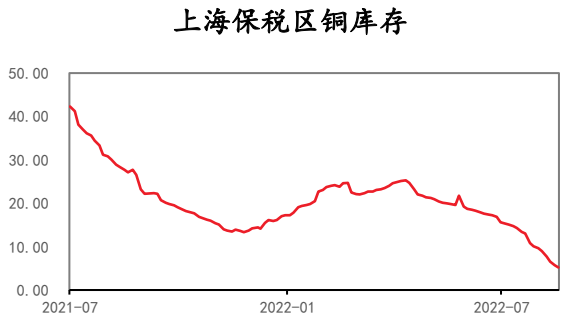
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



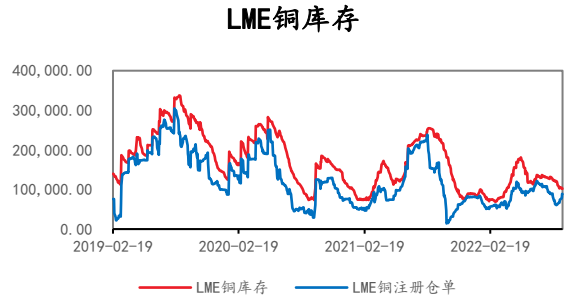
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



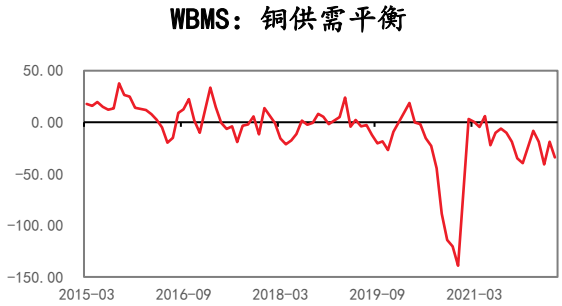
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



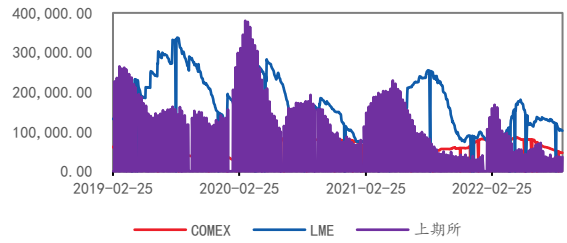
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



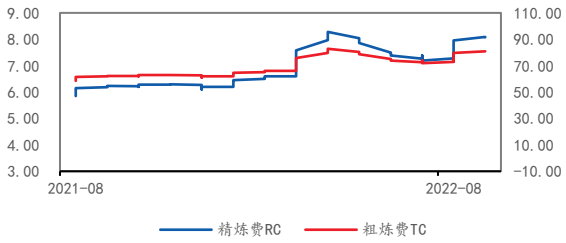
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

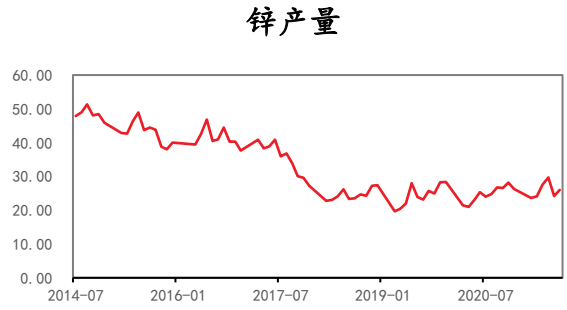
量及渗透率继续上升，汽车用锌将继续驱动电解铝需求结构性改善；国内基础设施建设投资 1-8 月累计增速上升至 10.37%；而国内 1-8 月电网基本建设投资完成额累计同比增速上行至 10.70%。

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。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。云南地区锌冶炼限产 10%左右。但从原料端来看，国内目前锌矿供应趋向宽松，且随着 9 月进口矿流入，进口 TC 上行，硫酸价格企稳回升，炼厂冶炼成本下移，冶炼利润得以改善，9、10 月国内锌锭产量预期增加。需求上，海外能源危机已蔓延至需求端，对需求有所压制。锌的基本面多空因素交织，主要矛盾不突出，震荡走势概率较高。

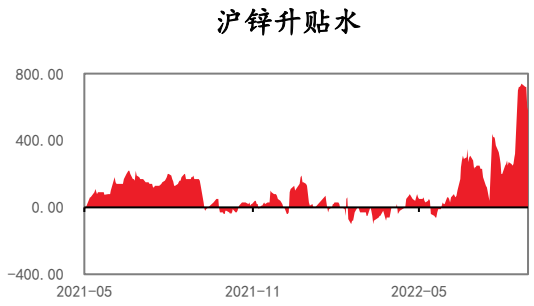
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



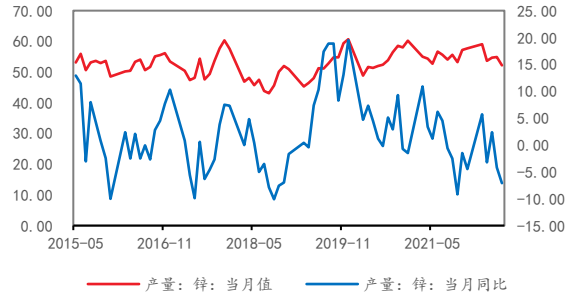
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



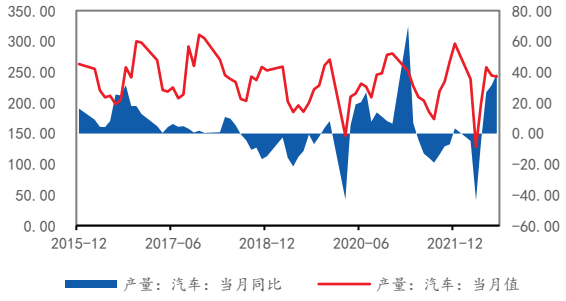
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

10 月 20 日，证监会表示，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资。

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，其中可以看出高层已开始着力解决地产行业下行的核心问题—房企资金紧张，这对市场的信心无疑注入了一剂强心针。

我们认为，随着上周重要会议的完美收官，地产行业将得到更多的关注，地产行业的政策环境还将持续改善。

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。9 月地产数据因故临时延期公布，对市场情绪照成一定的影响，对于钢市算不上是利好消息。从前数据来看，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。

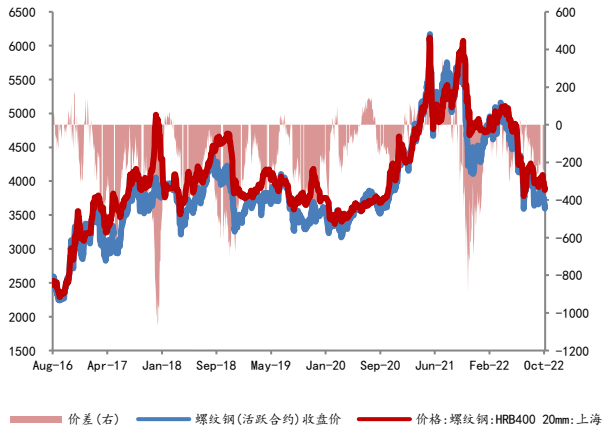
土地拍卖是地产行业源头，而 1-8 月，房地产开发企业土地购置面积 5400 万平方米，同比下降 49.7%；土地成交价款 3819 亿元，下降 42.55%，该趋势目前有扩大的趋势。拿地面积的下行对地产行业影响极其深远，它是新开工面积的上游指标，约领先 3-6 个月（甚至更久），这也预示着 10 月传统旺季过后，地产行业需求至少在 3-6 个月内难有起色。

4 小结

目前钢材市场基本面仍十分薄弱，特别是在需求端，现实需求同比仍在下降，且尚未到达底部。随着金九银十的过去，需求可能进一步不及预期。在市场极度悲观之下，也在孕育着一些向上的希望，地产行业政策的出台已开始涉及核心要素，但这仅仅是一个开端，距离好转仍有很远的距离。市场的底部不会一蹴而就，更可能是长时间反复博弈的过程。

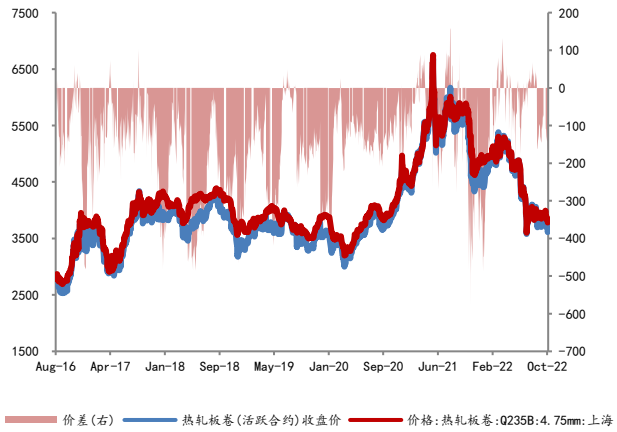
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



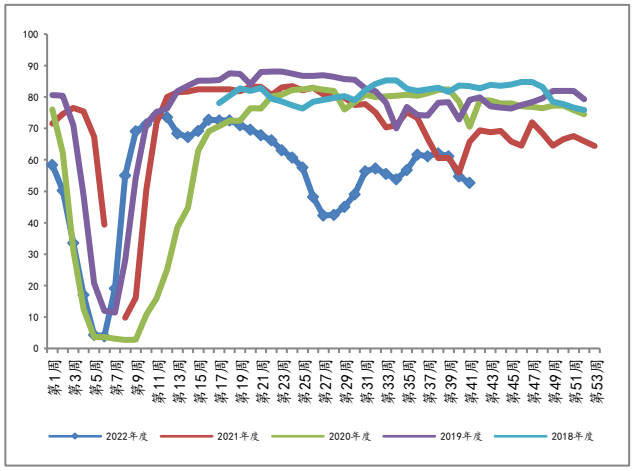
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



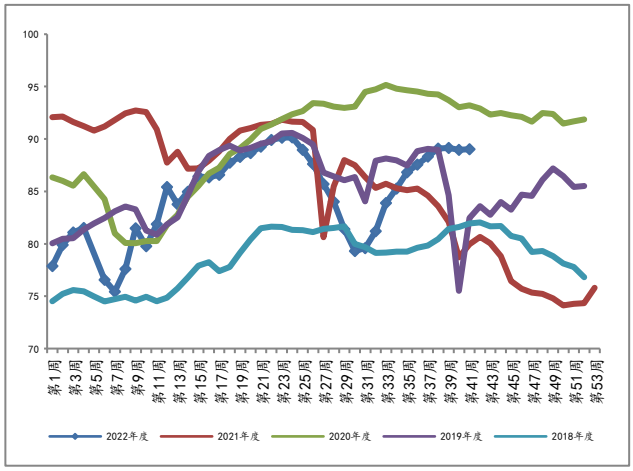
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



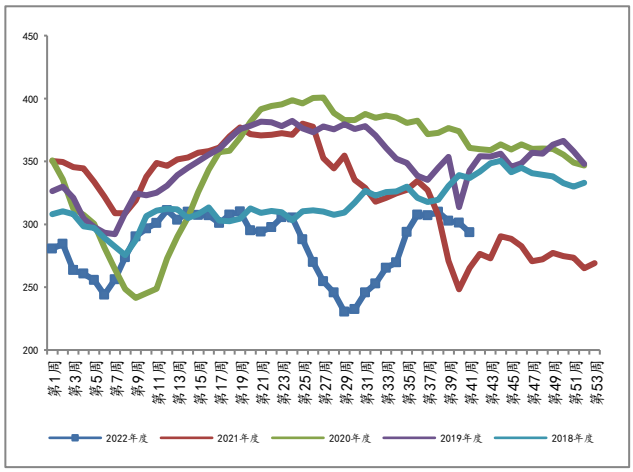
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



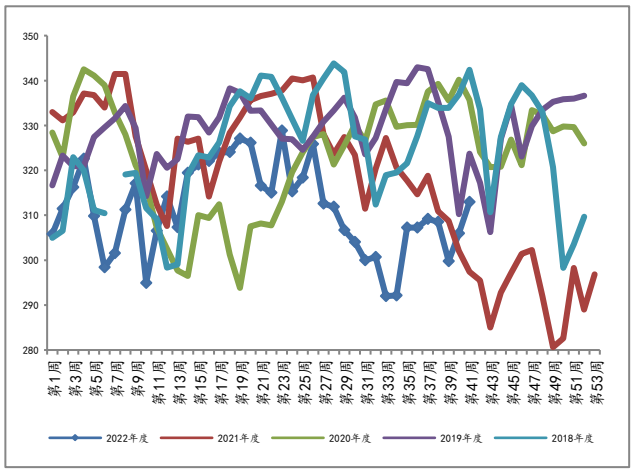
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



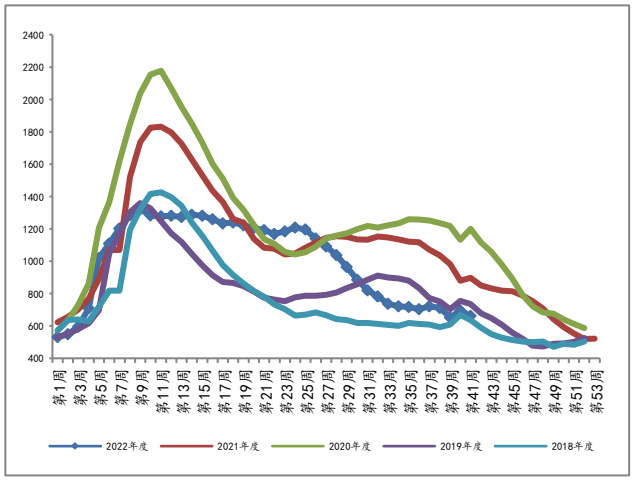
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



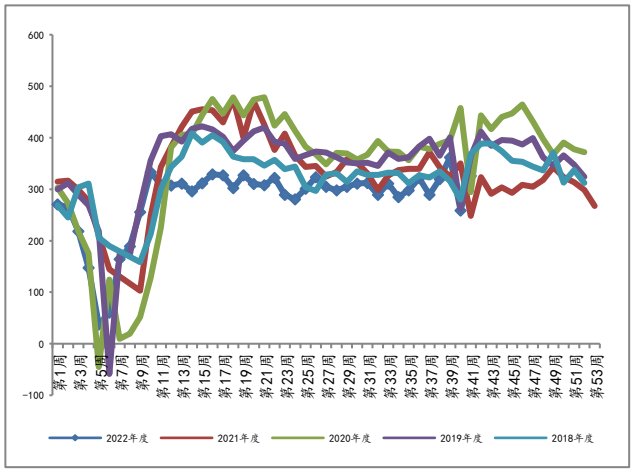
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 生产消费矛盾激化

四季度原油市场的逻辑已经十分明确：上游供应紧缺的现状非但没有缓解还隐有加剧迹象，下游宏观衰退和需求滑坡仍然构成沉重压力，这一矛盾的双主线逻辑正是原油生产与消费长期对立和矛盾激化的产物。

原油现货市场十分紧绷，几乎任何谋求增产的努力都是杯水车薪，但宏观担忧情绪在国际原油期货定价中愈发占据主导。原油期现市场一定程度上的背离，反映出对于未来经济大衰退的预期，油价因此从年内高点下滑约 40%。然而，原油基本面长期维持紧平衡状态，而不是所谓的四季度供需失衡，客观情况远好于市场此前预期。一方面，OPEC+不顾西方强烈反对重新启动减产计划，主动减少供应以匹配需求下滑；另一方面，即便在新能源转型阶段，全球原油需求仍具有极强的韧性，库存尚未观察到超出季节性的累积。

我们坚持认为，四季度乃至未来更长时间，国际油价在相对高位上的高波动性表现将成为常态。

2 经济衰退前景悲观

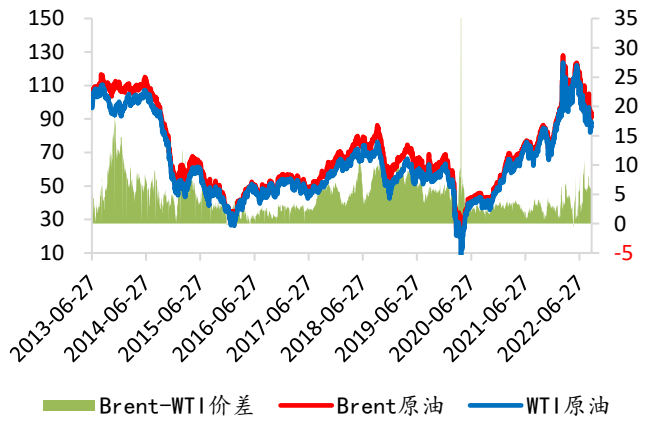
宏观经济衰退预期卷土重来，原油市场焦点从供应紧张上有所移开，对需求滑坡的担忧令油价会吐部分先前涨幅。美国 CPI 数据继续超预期，9 月未季调 CPI 同比上升 8.2%，预期 8.1%，前值 8.3%。市场对美联储鹰派加息路径深信不疑，11 月大概率继续加息 75 甚至 100 个基点，对全球经济的负面影响和总需求的冲击将在未来逐步体现。鉴于美国经济数据整体尚可，支持美联储继续大幅加息以遏制通胀，全球经济衰退预期强化，叠加新冠疫情冬季或卷土重来，引发对能源需求大幅滑坡的担忧。鉴于美国加息节奏暴力、欧洲能源危机升级和国内防疫形势严峻，宏观下行风险和原油需求滑坡将会遏制油价向更高位置上涨，油走势回到了此前的震荡偏弱节奏。

3 高位震荡交易走廊

国际货币基金组织下调对 2023 年世界经济前景预期，预计明年全球经济可能仅增长 2.7%，低于此前预测的 2.9%。俄乌战争、通胀压力、美联储加息以及疫情大流行，一系列风险因素均对全球经济复苏构成威胁。诚然，原油供应端地缘政治问题难以解决，OPEC+重新转向减产加剧了现货市场的紧张程度，区域化、结构性的能源危机仍为油价提供一个相对高位上的支撑。但过高油价显然会损害一些经济和政治诉求，因而原油市场整体将面临长期的压力。

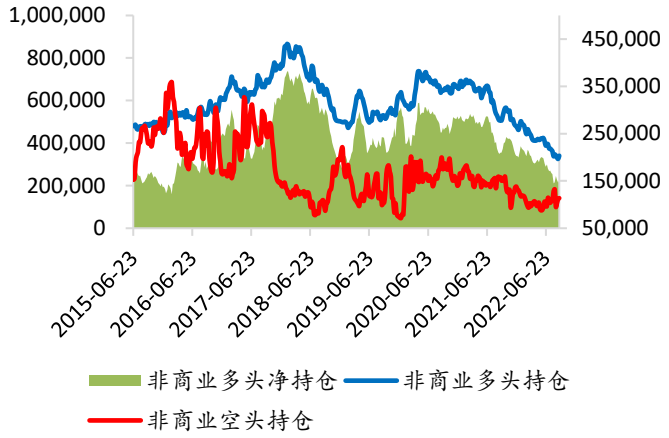
我们一直强调，现阶段国际原油市场由供应紧张和需求衰退双重主线逻辑并行，对任何一边不可偏颇看待，而多空因素已经在反复拉锯中得到充分体现，预计油价将在接近当前水平的“交易走廊”震荡运行。

图表 31：国际原油期货价格



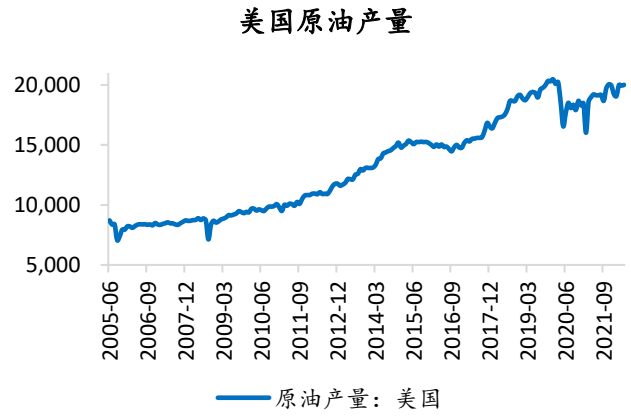
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



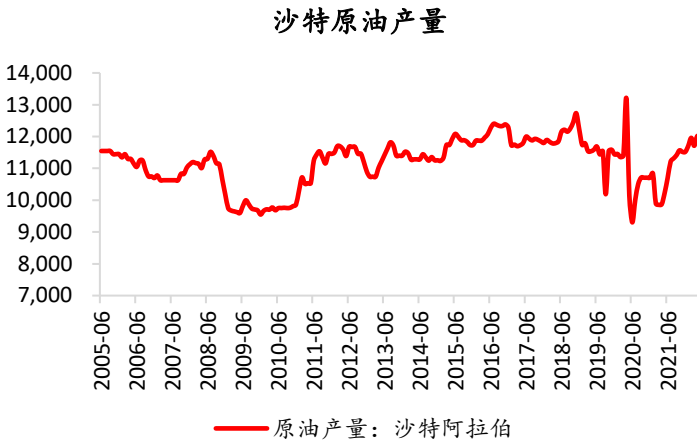
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



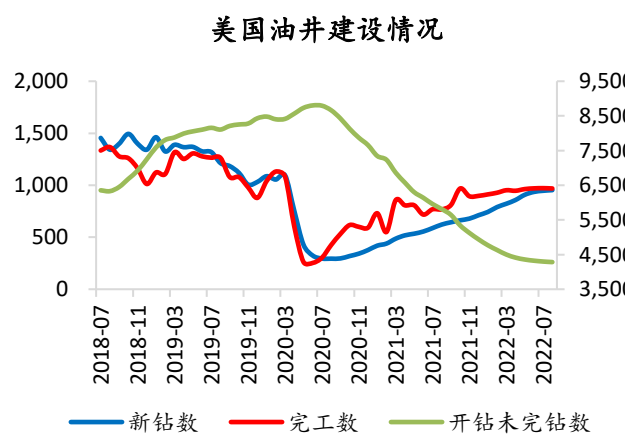
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



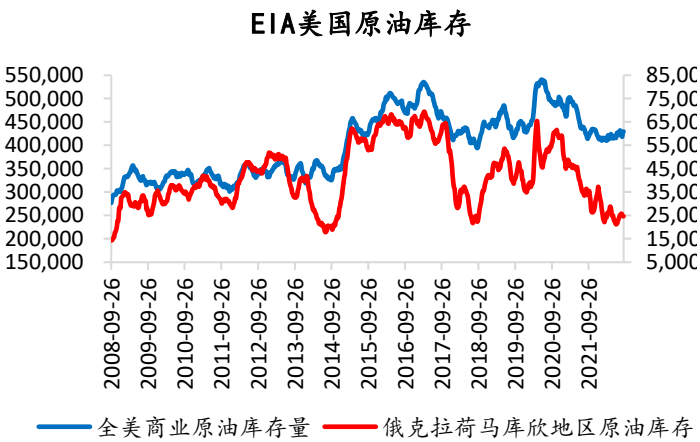
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



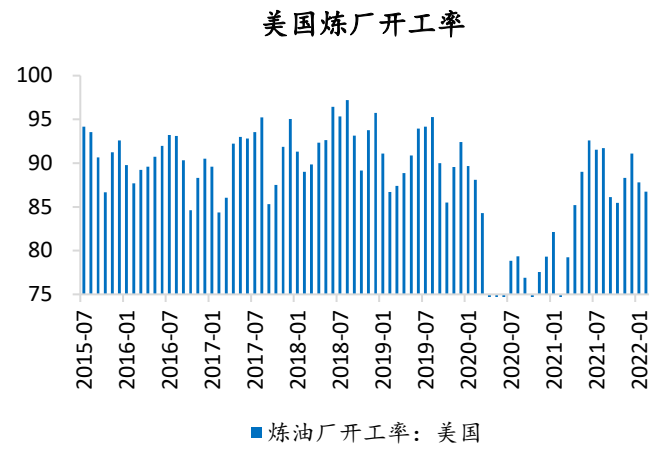
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



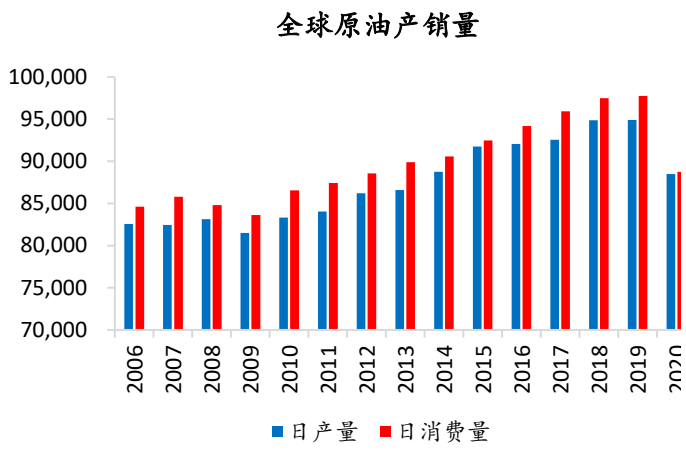
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国释放战略石油

近日原油市场主要事件是拜登宣布抛储以平抑油价。拜登当局试图在 11 月中期选举前控制汽油价格，美国计划释放更多战略石油储备（SPR）以缓解紧张的供应局面。白宫将宣布在 12 月从 SPR 中释放 1500 万桶原油，并兑现此前做出的总共提供 1.8 亿桶的承诺。即便已经下降至历史低位水平，SPR 仍是目前最大的原油储备，如有必要可延长最初的时间表，在 12 月之后进一步抛储。为了解决能源问题，拜登政府不排除采取更激进的措施，例如限制油品出口，优先目的是保证美国国内市场供应充足。

据悉，美国能源部计划在国际油价继续低至 67-72 美元/桶时回购以补充战略储备，这一价位远低于此前业界预期的 80 美元左右。关于美国宣布将进一步释放战略石油储备的计划，无论日后实际效果如何，短期抑制了对供应短缺的炒作情绪。此外，全球第二大经济体中国推迟发布 GDP 数据，加剧了市场对全球经济放缓和原油需求下滑的担忧，令国际油价显著走弱。

5 库存低位抛储有限

但从油价反应来看，抛储消息已经充分得到反馈。业界评估新措施缺乏实质性内容（尤其是呼吁美国石油公司让利消费者），毕竟在今年 3 月底，白宫当局就宣布将在六个月内累计释放 1.8 亿桶战略石油储备，迄今的抛储计划不过是在兑现早前承诺。回顾自俄乌战争爆发以来，释放战略石油储备就成为美国政府稳定能源价格的惯用伎俩。然而，美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 10 月中旬，美国战略石油储备（SPR）库存减少 356.4 万桶至 4.051 亿桶，降至 1984 年以来最低水平，约合全美仅 22 天的消费量。目前美国战略石油库存已经低于警戒线，倘若后市油价长期保持高位震荡运行（高于 67-72 美元/桶的回购区间），则美国持续大量抛储的政策将难以为继。

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 氛围悲观行情转弱

在缺乏新的利好驱动下，天然橡胶技术性反弹动能不足，经济衰退和需求疲弱仍是近期盘面再度大跌的主要原因。

根据美联储发布的联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要，美联储很可能在 11 月和 12 月的会议上分别加息 75 个基点和 50 个基点。市场普遍预计，12 月后加息的步伐可能会有所放缓，2023 上半年联邦基金利率将达到峰值，但相当一段时间内全球宏观经济预期仍然偏弱。需求方面，下游橡胶轮胎企业节后陆续复工，全钢胎开工率回升至六成左右，半钢开工率回升至七成以上，对原料橡胶的采购小幅增加。然而终端配套、替换及出口三大市场均表现平淡，导致轮胎产成品库存消化不畅，天然橡胶需求预期整体偏弱。

不过，仓单低位和刚需补库对沪胶期货盘面形成一定支撑，偏离成本线越远下跌空间越有限。综合宏观以及基本面实际情况，我们认为中短期天然橡胶持续低位震荡的概率较大。

2 旺季来临港口累库

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。

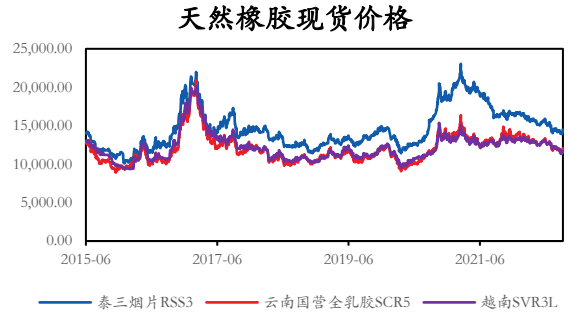
国内天然橡胶到港量存在增加预期，港口现货库存累积且延期到港订单持续。据隆众资讯统计，截至 2022 年十一节后，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税合计库存量 37.24 万吨，较上期增加 0.28 万吨。其中，样本保税仓库入库率 5.18 百分点，出库率 3.35 百分点；一般贸易仓库入库率 8.8 个百分点，出库率 6.2 个百分点。

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。

3 供需宽松亮点难寻

今年全球天然橡胶主产区割胶进度整体正常，国际橡胶市场供应保持稳定。近期泰国南部持续降雨，橡胶原料价格较为坚挺；国内云南产区天气较好，原料产出增加，胶水收购价格延续弱势；海南产区日前受台风天气影响，原料价格短暂有所上涨，说明天气因素仍对胶价造成波动。截至最新情况，青岛港口天然橡胶出入库均有小幅回落，反映下游拿货需求较为低迷。国内轮胎行业运营乏善可陈，配套设备停车检修，对轮胎生产造成影响，个别轮胎企业出现停产行为，整体开工率有所下滑。由于终端需求表现疲弱，物流运输活跃度不高，轮胎贸易商环节交投清淡。在中期供需偏弱格局延续的前提下，天然橡胶表现难有明显亮点，但目前相当低的位置上亦不宜追空。

图表 39：天然橡胶现货价格



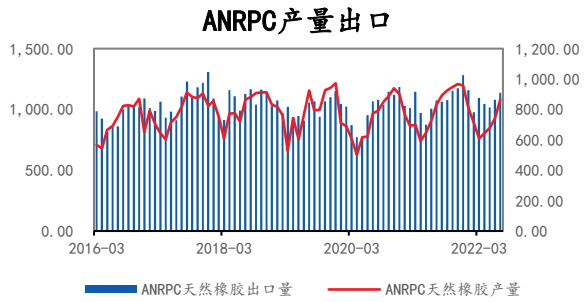
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



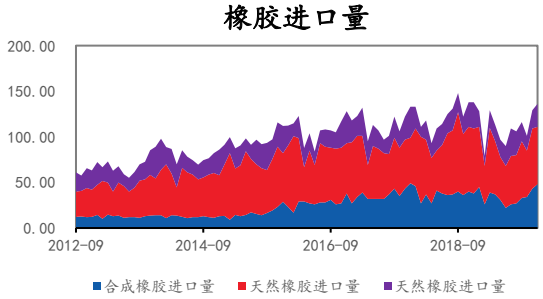
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



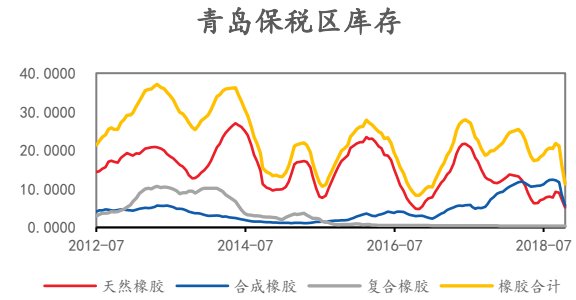
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



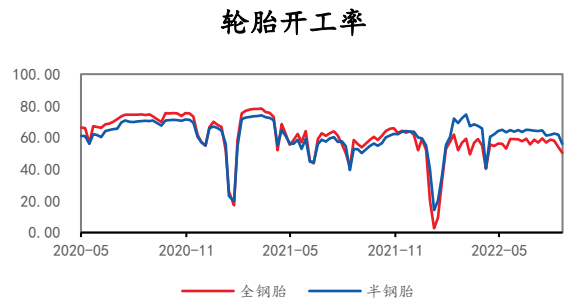
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



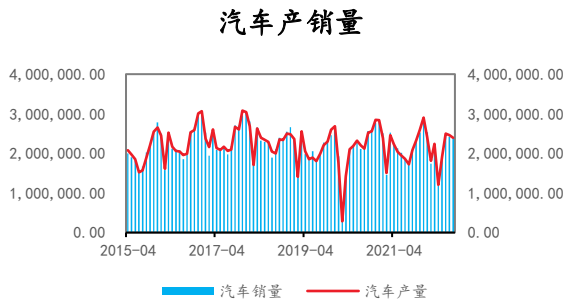
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

5 围绕成本展开争夺

在宏观下行和供需疲弱的背景下，后市沪胶主力料继续围绕 13000 大关展开争夺。供应来看，国内外新胶原料释放提量，但仍易受天气因素影响而节奏不畅，尤其国内交割品全乳胶减产预期对沪胶价格有所支撑。不过未来东南亚主产区降雨逐渐减弱，原料价格难以维持坚挺。需求来看，十一节后轮胎开工率恢复尚可，但继续提升的空间有限，终端汽车市场产销更难有亮点。跨期价差来看，1-5 价差回归 Contango 结构，反映出基本面无明显改善的情况下，橡胶市场重回弱势筑底状态。

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

美豆收割提速，新豆上市压力增加

近两周美豆收割加速，达到五年同期最快。美国农业部最新的作物报告显示，截至 10 月 16 日，美豆收割率为 63%，高于市场预期的 60%，也高于去年同期的 58%和五年均值 52%。一周时间，美豆收割率推进 19 个百分点，相比之下，上周为 22 个百分点，去年同期为 11 个百分点。未来两周美豆产区多处于干燥天气，利于田间工作和收割推进。预计未来两到三周后，美豆收割将完成九成以上。随着美豆上市进度加快，新豆供应压力进一步上升。

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 公布的数据显示，巴西农户仅在一周内播种了 600 万公顷（1480 万英亩）大豆田，该国中西部地区的降雨助力播种进度的加快。AgRural 估计截至 10 月 13 日，巴西大豆播种率达到 24%，之前一周为 10%，上年同期为 22%。AgRural 称，因南马托格罗索州等州的降雨过多，否则大豆播种面积本应更大。在帕拉纳州，一些农户可能不得不重新下种，因为部分地区降雨量超过预期。据官方预测，巴西本年度大豆种植面积料为 4289 万公顷，较上年度扩大 3.4%。如果天气条件正常，巴西大豆产量有望超过 1.52 亿吨。

美国大豆压榨量低于预期，美国豆油库存大幅下降

美国全国油籽加工商协会（NOPA）本周初发布的月度压榨报告显示，2022 年 9 月份该协会会员企业的大豆压榨量创下一年新低，也低于大多数分析师的预期，其中豆油库存降至两年来低点。NOPA 会员占到美国大豆压榨量的 95%左右。报告数据显示，9 月份共压榨了 1.58109 亿蒲大豆，较 8 月份的 1.65538 亿蒲减少 4.5%，但是比 2021 年 9 月份的 1.538 亿蒲增长 2.8%。9 月压榨数据明显低于报告前分析师们的 1.61627 亿蒲。NOPA 报告显示，9 月底 NOPA 会员企业的豆油库存为 14.59 亿磅，创下 2020 年 9 月以来最低点，比 8 月底的 15.65 亿磅降低 6.8%，比去年 9 月底的 16.84 亿磅降低 13.4%。

东南亚降雨过多，棕榈油减产预期升温

近期东南亚棕榈油产地连续降雨，叠加临近季节性减产时期，导致市场担忧产量提前下降。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，10 月 1—15 日马来西亚棕榈油产量环比下降 5%。俄罗斯近期威胁退出黑海粮食运输协议，市场担忧该地区葵花籽油出口将遇阻，全球油脂供应链面临潜在风险，导致部分需求转向包括棕榈油在内的替代植物油。船运调查机构陆续公布马来西亚 10 月 1-20 日棕榈油出口环比数据，其中 SGS 为下降 8.4%，ITS 为下降 4.3%，而 Amspec Agri 的数据为增加 3.3%。三家机构发布的出口数据存在较大差异，对市场的指引性相对有限。此外，来自印尼的低关税和豁免出口费政策继续给马来西亚棕榈油出口带来压力。

2 国内豆类市场分析

豆粕现货高位震荡，期货承压调整

国内进口大豆压榨量下滑，豆粕库存偏低现象仍未得到缓解，为豆粕现货价格居高不下提供重要支撑，本周全国沿海豆粕现货报价多运行在 5300-5600 元/吨，其中东莞报价为接近 5600 元/吨，持续处于沿海报价最高水平，但过高的豆粕价格已经对下游饲料养殖企业需求产生反作用。与此同时，油厂压榨利润好转，企业进口意愿回升并增加进口大豆采购，远期供应环境将随着进口大豆到港数量增加而获得改善。豆粕期货价格较现货存在较大贴水，即体现出市场对

豆粕供应近期偏紧远期宽松做出的反应。目前来看，国内豆粕现货供应紧张状态短期内仍难以改善，本轮现货高位运行的周期可能较以往偏长。从近期中国进口商连续大单采购美豆看，国内进口大豆到港量将在 11 月中旬后陆续改善，预计 11 月和 12 月国内大豆进口总量在 1800 万吨左右，可推动国内豆粕供应恢复正常。

油脂跟随外盘反弹，国内需求表现一般

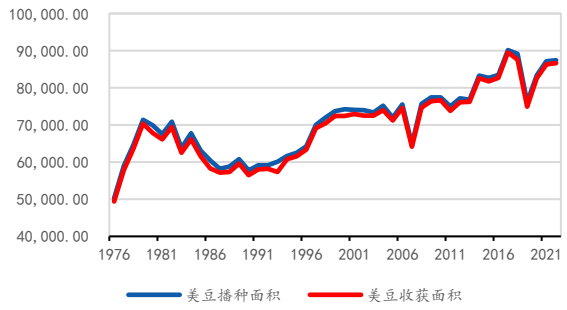
本周国内油脂市场整体走势偏强，主要是受到外部市场利好题材提振所致，来自国内需求层面的支撑较为有限。东南亚棕榈油因过度降雨引发的减产担忧和黑海地区葵花籽油贸易可能受阻，而美国豆油库存因大豆压榨量不足而大幅下降刺激价格大幅反弹。全球植物油供应存在短缺风险，国内油脂市场看涨情绪同样受到提振。随着进口到港量增加，8 月以来国内棕榈油港口库存持续快速攀升，前期偏紧的供应状况显著改善，现货基差随之高位回落。监测数据显示，截至 10 月 17 日当周，全国主要港口棕榈油库存为 62.7 万吨，较上周增加 3.7 万吨，创本年度新高，并已攀升至过去五年同期高位。监测显示，10 月 17 日，全国主要油厂豆油库存 79 万吨，比上周同期减少 2 万吨，月环比增加 3 万吨，比上年同期减少 11 万吨，比近三年同期均值减少 40 万吨。本周大豆压榨量预期在 165 万吨左右，下游提货速度基本正常，预计豆油库存变化不大。

3 油脂油料市场展望

随着美豆收割进入后半程，市场的关注点将转向美豆出口需求和南美大豆种植。近期中国接连大单采购美豆，减少了美豆季节性供应压力。南美大豆开局较正常，创纪录的产量预期依然是远期市场的重要阻力。国内豆粕现货市场因短期供需错配造成价格居高不下，供应面上的“强现实、弱预期”的差异令豆粕基差维持高位。虽然市场普遍预期远期供应将改善，但市场运行过程中的不确定性吸引资金看好处于贴水状态的粕类期货，目前的高基差状态将逐渐修正。国内油脂市场跟随外盘波动，供应短缺预期是目前市场交易的重点，但由于缺少国内需求配合，市场的反弹高度恐受限。豆一期货市场走势较为独立，新豆增产幅度超预期与中储粮持续抛储，本周豆一期货大幅下跌释放利空压力，短期仍可能惯性下跌，市场止跌后的买入机会值得关注。

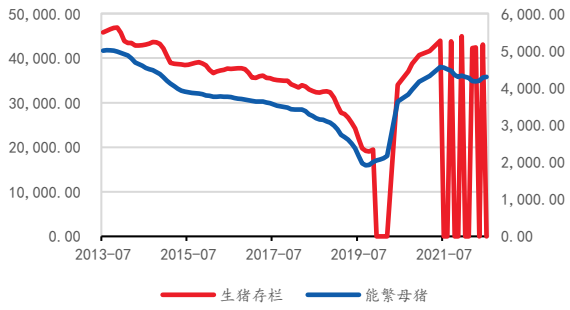
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



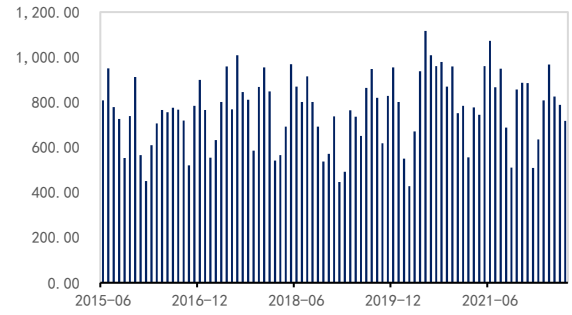
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



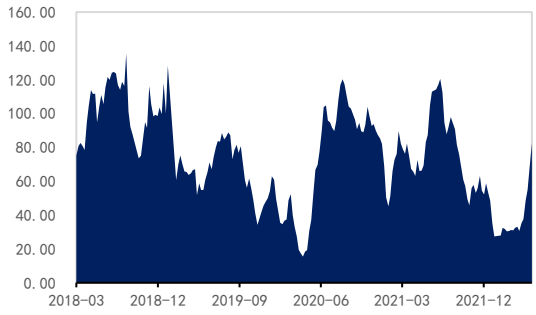
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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