中金财富期货策略周报（2022 年第 39 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：经济数据支持本周美联储再度加息 75 个基点，但是我们需要在这次议息会议中密切关注美联储的表述，尤其是市场非常关心的美联储未来可能会放慢加息步伐，这对当前的市场影响较大。我们认为以地产链为代表的品种连续大跌之后，出现了超跌迹象，虽然弱势未改，但是不适合追空操作。。

股指期货：对于当前的市场状况，我们认为更大程度是因为投资者信心的缺失，除了地产和消费等数据压力之外，弱市下 A 股供需关系压力不改也是重要原因。考虑到次轮下跌并非急跌行情，市场的信心恢复仍需要等待诸如政策或者事件催化等因素，建议密切关注市场动态，耐心等待企稳机会。

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：近期统计局公布了 1-9 月宏观和地产行业数据，1-9 月商品房累计销售规模已退回 6 年前的水平，全国房地产投资完成额 9 月同比下降 12%，房屋新开工和土地购置面积 9 月分别同比下降 44%和 65%，商品房销售面积同比下降 16.2%较前月收窄 6%。从最新 9 月地产数据来看，地产行业仍不容乐观，除 9 月房屋销售面积跌幅有所收窄外，其他指标皆呈加速下行的趋势。目前钢厂及社会库存仍处于去化的过程中，但季节性旺季即将进入尾声，终端需求延续弱势的可能性大。

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

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

油脂油料：随着美豆收割接近尾声，市场的关注点将转向美豆出口需求和南美大豆种植。南美大豆开局正常，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库存紧张造成价格居高不下，而豆粕期货市场受远期供应宽松而跟涨乏力，供应面上的“强现实、弱预期”仍是近期豆粕市场运行的主要驱动。豆粕市场高基差现象难以持续，但基差收敛的路径仍充满不确定性，需要密切观察豆粕库存恢复的时间，近期豆粕期货市场仍难打破震荡僵局。国内油脂库存因棕榈油库存快速攀升而由降转增，但国内油脂需求疲弱，在供应恢复后市场追涨动力减弱。随着国内油脂供应压力增加，油脂板块的交易重点由库存紧张转向需求不足，在国内商品市场出现系统性下跌压力之际，油脂板块向下调整的压力进一步增加。豆一期货市场走势较为独立，随着新豆增产和中储粮持续抛储压力释放，市场有望在成本和价值的支撑下止跌回升。

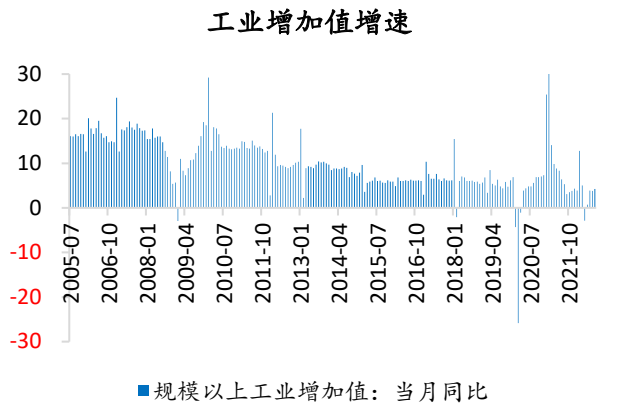
目 录

周度策略：地产链弱势依旧 出现一定的超跌迹象 ..... - 5 -
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 ..... - 7 -
2 十月份高频经济数据 ..... - 7 -
3 流动性：千亿级逆回购再现市场 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 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 影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 9 月地产数据不及预期 ..... - 15 -
2 减产检修减产加速，原料重心下移 ..... - 15 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 油价高位高波动性 ..... - 18 -
2 对俄限价一厢情愿 ..... - 18 -
3 需求下滑压力沉重 ..... - 18 -
4 美国原油出口新高 ..... - 20 -
5 加息节奏或有放缓 ..... - 21 -
6 双重主线逻辑并行 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 现实骨感预期悲观 ..... - 22 -
2 产业链景气度不佳 ..... - 22 -
3 季节性上涨被证伪 ..... - 22 -
4 供需层面劣化严重 ..... - 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 -
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 -

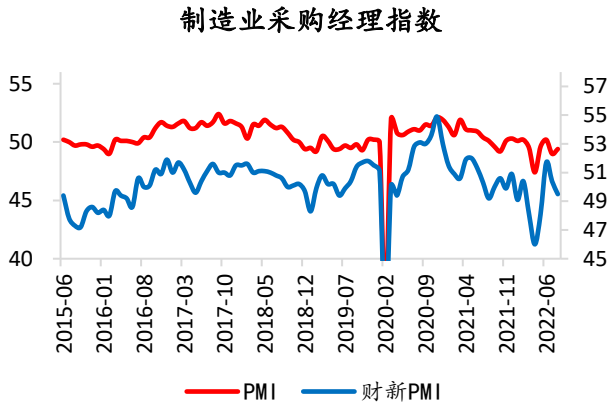
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



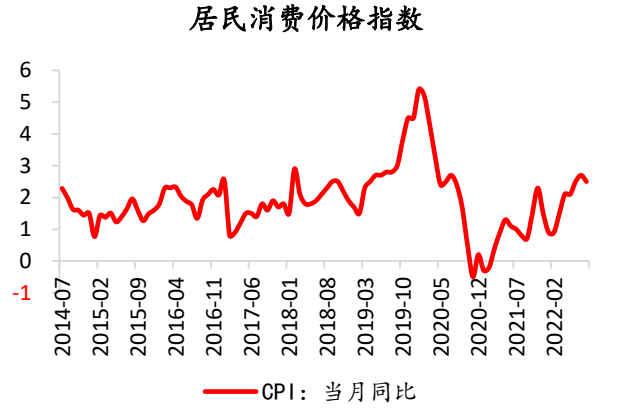
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



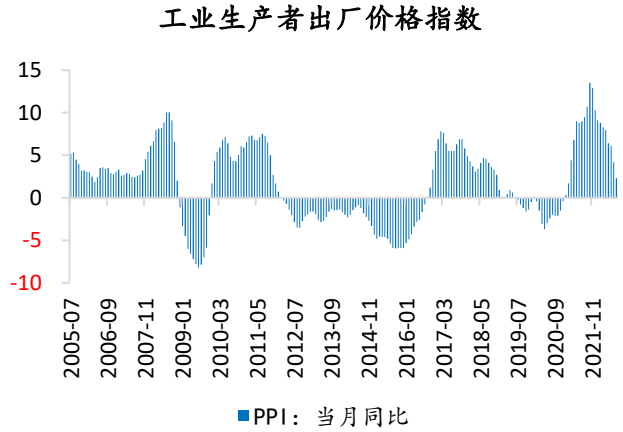
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



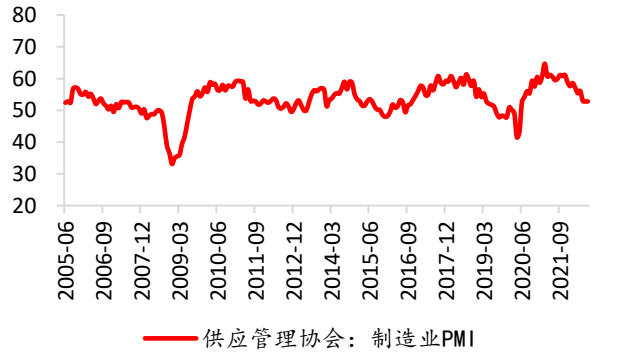
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



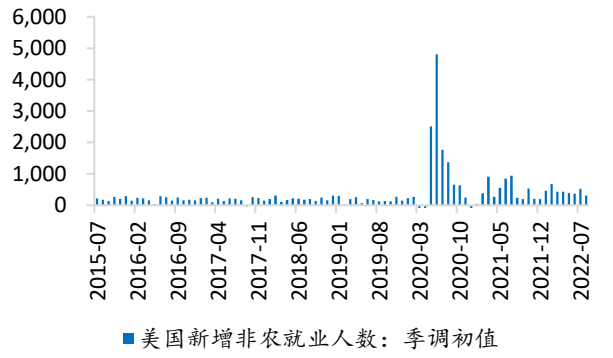
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：地产链弱势依旧 出现一定的超跌迹象

本周工业品市场走势继续维持弱势，但是分层现象依然明显，其中外围定价的工业品走势较强，原油周涨幅达到 3.78%，铜涨幅 0.2%，但是建材仍然维持非常弱势的走势，其中 PVC 周跌 3.36%，纯碱跌 2.4%，螺纹跌 3.86%。近期的市场结构未变，即外围定价的品种区间震荡，内盘定价的建材产业链延续跌势。

经济透露积极信号 但是仍须密切关注走向

三季度经济数据好于预期，四季度经济的核心问题还是如何推动有效需求的复苏，进而维持供给稳定。现在看有几条线索可以关注：其一，“保交楼”对房地产建安工程的积极影响。其二，水泥价格持续回升、沥青价格保持高位所反映的传统基建投资增速有望进一步上升。其三，工业用地同比增速明显好于去年水平所暗示的制造业投资增速有望保持较快增长。其四，防疫政策在境内外人员流动方面有所调整对相关服务消费需求的促进作用，一方面，秋冬航季国际航班数量继续增加，国际航线航班数量将同比增长 105.9%。另一方面，近期外籍人员入境政策有所放宽，再者，内地四省一市恢复赴澳旅行团在即，10 月 26 日，澳门特区政府卫生局正式发布“给旅行团组织者的建议”，预计近期内旅行团有望成行。

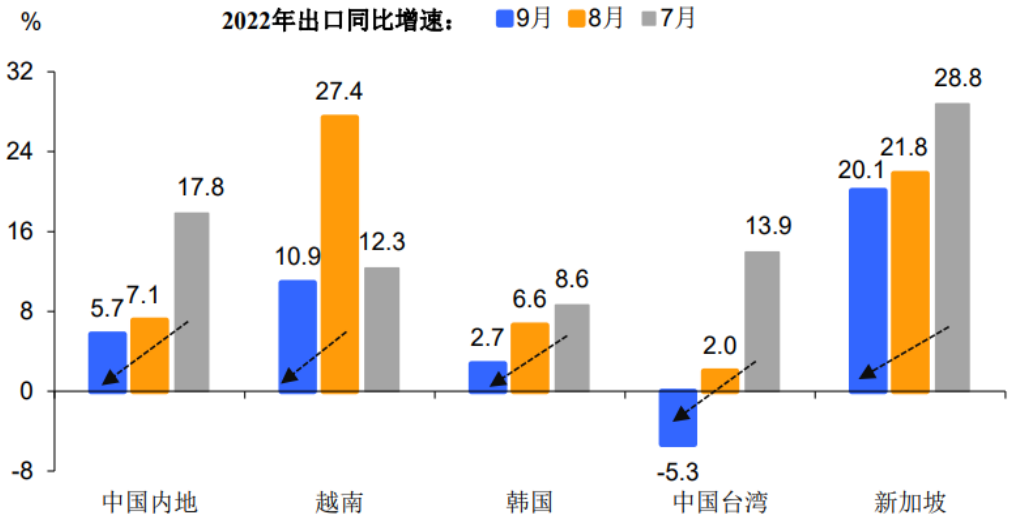
出口方面，数据表面上偏弱，实质表现较好。剔除基数效应后，进出口金额同比均不降反升，双双小幅上涨。在剔除价格因素后，进出口同比仍保持上涨。剔除基数效应和价格因素的影响后，出口增速表现并不弱。

一方面，相比 8 月份，9 月份疫情并无明显好转，但出口受到的影响似乎并不大。原因可能是常态化核酸范围扩大，防疫政策有一定的保障，国内供应链未受到明显影响，进出口均出现边际修复。另一方面，国内成本优势仍然存在。2022 年 2 月以来，各国出口价格指数大幅上涨，但我国涨幅较小，明显低于其他各国，成本优势凸显，短期内这一优势仍会发生作用。

我国出口增速不弱的另一个表现是，相比于韩国、越南和中国台湾，中国出口增速相对较高，在外需快速下行的大背景下，越南、中国台湾、韩国出口增速全面下行，中国台湾和越南的下行幅度最大。相比于越南盾和新台币，人民币相对更大的贬值幅度可能对出口构成一定支撑。同时，受海外需求走弱的影响，中国台湾 7-9 月份制造业 PMI 快速下降至荣枯线以下也是可能的原因之一。从对主要出口国的三年复合增速来看，美国和东盟增速分别上升 1.6%和 2.1%，欧盟和日本均回落 2.6 个百分点，增速进一步降低。

往后看，海外衰退带来外需的持续走弱、中国出口份额的趋势下行以及出口价格指数的回落，均会减弱出口动能，四季度出口或较难持续保持两位数增长。短期内，在人民币贬值和成本优势的支撑下，出口可能暂时低位企稳。

图表 7：9 月亚洲出口数据显示出全球需求的放缓



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美联储可能延缓加息刺激市场情绪回升

12 月美联储或放缓加息刺激市场大幅回升

在美联储 11 月会议即将召开之际，有“新美联储通讯社”之称的华尔街日报撰文表示，美联储可能考虑暗示缩小 12 月加息幅度。

随后作为呼应，鸽派倾向的美联储官员、2024 年拥有 FOMC 会议投票权的旧金山联储主席戴利表示，美联储应该避免因为加息太激进而让美国经济陷入“主动低迷”，现在是时候开始谈论放慢加息的速度了。戴利表示其他美联储官员的鹰派立场也正在“松动”。尽管加息的过程尚未结束，但美联储官员们认为，已经到了可以进一步缩小加息规模的时候，也接近到了可以完全暂停加息的时候，以便在信贷环境迅速变化之际对经济进行评估。

布拉德认为联邦基金利率在达到 4.6%左右时，美联储应暂停加息并对经济进行评估。不过他更倾向于在今年年底前达到这一水平，再两次加息 75 个基点，然后根据通胀表现在 2023 年调整政策。

近期全球市场波动较大的根源在于美元流动性的收紧。虽然美元以多种形式遍布全球，流动性也以多种渠道传导扩张，但根本上美元流动性层层扩张的源头在于美联储的投放，而在当前美联储加息缩表“双管齐下”治通胀的环境下，认为流动性收紧的路径或者节奏稍微变化，都会对市场产生很大影响。

预计市场继续维持弱势

在国内经济依然存在压力，美联储加息预期虽然缓解但是仍将继续的情况下，整体看市场仍较为弱势。但是工业品分层的情况依然明显，国际定价的原油、有色等品种走势较强，国内地产定价的建材、黑色和煤炭类整体维持弱势。对于地产链的工业品，出现了一定程度的超跌现象，因此追空可能存在一定风险。

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	欧央行连续第二次加息 75 基点	利率水平升至 2009 年以来最高	拉加德称未来几次会议或继续加息
	10 月 28 日	国常会：部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施	推动经济进一步回稳向上	部署加快释放扩消费政策效应；要求深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展
数据	10 月 25 日	三季度 GDP 同比增 3.9%	前三季度房地产开发投资降 8%	三季度 GDP 好于预期
	10 月 26 日	美国 20 城房价 8 月环比跌幅创 2009 年来最大	美国 8 月 S&P/CS20 座大城市季调后房价指数环比跌 1.32%	美国地产长达十年大牛市的结束
事件	10 月 24 日	中国共产党第二十次全国代表大会在京闭幕	习近平主持大会并发表重要讲话	大会圆满、胜利闭幕

资料来源：中金财富期货研究所

2 十月份高频经济数据

第一，10 月前 30 日本土确诊+无症状病例日均 1189 例，略高于 9 月的 1019 例，其中最后一周呈上行走势，部分区域疫情有所反复。

第二，中电联统计 10 月 7 日-13 日、10 月 14 日-20 日燃煤发电企业日均发电量同比增速 0.8%、-3.7%，环比分别为-3.8%、-4.6%。中电联表示建材、化工等行业采购数量有限；以及季节性气温回落，华东地区气温下降较快。

第三，10 月货运流量小幅下行。全国整车货运流量指数均值录得 93.3，不包含国庆假期的均值数据录得 96.5，同样低于 9 月均值的 103.3。节后周度日均值分别录得 98.2、97.7、94.0，月内趋势逐周小幅收缩。

第四，10 月工业行业开工率情况表现不一。全国 247 家高炉开工率均值回升至 82.4%，环比 9 月均值回升 0.2pct；10 月焦化企业开工率均值回落至 70.4%，环比回落 5.1pct。全国石油沥青开工率均值 42.1%，略低于 9 月均值的 43.7%，仍处近 12 个月以来高位区间；PTA 江浙织机负荷率环比上行，PVC、苯乙烯开工率延续强势。汽车开工率回落，10 月前四周半钢胎、全钢胎开工率环比分别下行 7.3pct、10.5pct。

第五，外贸高频数据目前指向性有限，有待于中下旬港口数据出来。10 月上旬沿海重点枢纽港口外贸货物吞吐量同比增长 2.5%（9 月增速-2.8%），中港协表示因外贸货源不足国际集装箱运价持续回落。作为外需对照的韩国出口 10 月前 20 天表现仍旧偏弱，同比增速相较去年回落 5.5%（9 月增速-8.8%）。

第六，代表城市内居民生活半径的地铁客运数据偏弱。10 月前 29 日全国十大城市地铁客运量日均为 3578 万人，同环比分别回落 19.8%、9.4%，其中北京、上海、广州等城市数据回落，深

圳、成都等环比企稳。

3 流动性：千亿级逆回购再现市场

临近月末，公开市场操作再现千亿元级逆回购。10 月 27 日、28 日，中国人民银行公开市场业务交易公告称，为维护月末流动性平稳，分别以利率招标方式开展了 2400 亿元和 900 亿元逆回购操作。10 月 25 日、26 日，人民银行分别开展了 2300 亿元、2800 亿元逆回购操作，期限均为 7 天，中标利率均保持在 2%不变。

央行大额逆回购呵护市场流动性，主要与临近税期、专项债规模发行较大以及近期资金利率向政策利率回归相关。数据显示，10 月 1 日至 10 月 20 日，DR007（银行间市场存款类机构 7 天回购加权平均利率）始终维持在 1.6%以下，10 月 21 日升至 1.6726%，10 月 25 日进一步升至 1.9195%。到 10 月 26 日，DR007 更是冲高至 2.0226%，表明流动性出现趋紧态势。

季节性因素影响，市场利率明显上升，市场短期资金需求有所上升。人民银行灵活操作，有助于平抑短期资金波动，同时也释放出将维持市场流动性合理充裕的信号。10 月份是传统的缴税大月，对流动性造成影响，此时开展大额逆回购主要目的是对冲缴税高峰、政府债券发行缴款导致的流动性收紧影响，稳定短期流动性。

4 宏观策略

美国经济数据支持本周美联储再度加息 75 个基点，但是我们需要在这次议息会议中密切关注美联储的表述，尤其是市场非常关心的美联储未来可能会放慢加息步伐，这对当前的市场影响较大。我们认为以地产链为代表的品种连续大跌之后，出现了超跌迹象，虽然弱势未改，但是不适合追空操作。

5 股指期货市场分析

指数再度大幅回落

本周 A 股明显回落，沪深 300 指数涨-5.39%，上证 50 涨-6.44%，中证 500 涨-2.94%，中证 1000 涨-2.99%

本周北上资金呈现卖出态势，北向资金本周累计净卖出 127.06 亿元。从金额来看，北向资金净卖出贵州茅台居前，净卖出金额为 68.43 亿元，另外平安银行被净卖出 13.64 亿元，药明康德被净卖出 13.13 亿元，中国平安被净卖出 12.99 亿元，宁德时代被净卖出 12.71 亿元。

A 股市场估值观察：在过去的一个月里，以上证 50 为代表的大盘股跌幅明显大于中小盘，创业板指近一个月逆势上涨。前 100 名基金重仓股市盈率中位数除以全部 A 股市盈率中位数的比值为 1.05 倍，基金重仓股估值溢价率持续降低。从整体市场来看，万得全 A 指数股权风险溢价 ERP 为 3.38%，位于 2002 年以来的 83%分位数水平（ERP 越高代表股市相较债券市场的投资性价比更高），股市性价比有所提升。全球来看，当前标普 500 指数股权风险溢价（ERP）为 0.94%，位于 1954 年以来的 48%分位数水平。日经 225 指数 ERP 为 3.44%，位于 2009 年以来的 24%分位数水平。虽然日经 225 指数 ERP 有小幅上升，但股债性价比仍然处于历史低位。英国富时 100 指数 ERP 为 3.47%，位于 2009 年以来的 61%分位数水平。德国 DAX 指数 ERP 为 5.55%，位于 2009

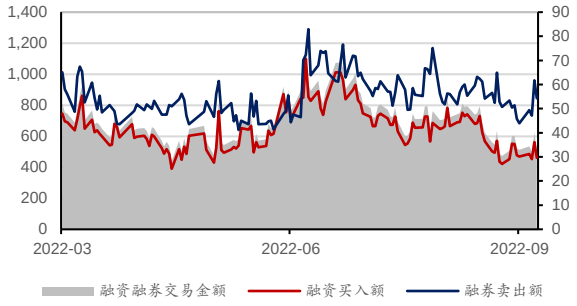
年以来的 81%分位数水平。

耐心等待调整行情结束后的反弹

三季报显示当前企业盈利的压力依然较大。从基本面影响来看，国内基本面修复仍有波折，疫情扰动加大；上市公司三季报业绩承压；代表需求的螺纹钢价格持续调整。一是国内经济延续弱修复趋势，基建有亮点。三季度中国实际 GDP 同比 3.9%，略高于市场预期，9 月单月经济数据表现较为平稳，9 月规上工业增加价值在低基数和政策发力的作用下从前值的 4.2%回升至 6.3%，固定资产投资在制造业和基建投资增速高位回升的拉动下从前值的 6.4%小幅上升到 6.5%，而房地产投资仍在磨底，出口和消费有所下行，同比增速分别较上月下降 1.4 和 2.9 个百分点，反映内外需求走弱。二是三季度业绩披露进入尾声，部分业绩不及预期。截止 2022 年 10 月 29 日，共计 4523 家 A 股公司发布三季报/预告，总体披露率达到 90%以上，国防军工、非银行金融和计算机行业的业绩披露率居前，业绩增速方面，根据可比口径来看，目前煤炭、农林牧渔、有色金属、石油石化、基础化工等上游能源原材料行业的净利润增速靠前，房地产、消费者服务、计算机、建材等行业的业绩则为负增。

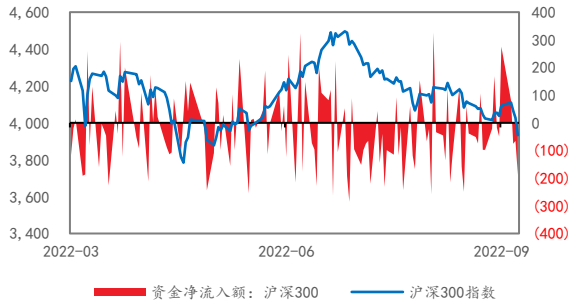
蓝筹指数创年内新低，市场仍处在明显的弱势态势。对于当前的市场状况，我们认为更大程度是因为投资者信心的缺失，除了地产和消费等数据压力之外，弱市下 A 股供需关系压力不改也是重要原因。考虑到次轮下跌并非急跌行情，市场的信心恢复仍需要等待诸如政策或者事件催化等因素，建议密切关注市场动态，耐心等待企稳机会。

图表 9：融资融券数据图



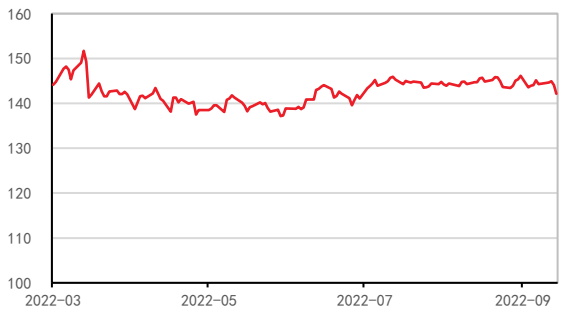
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



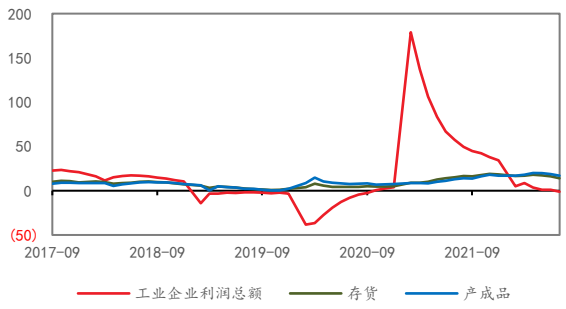
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

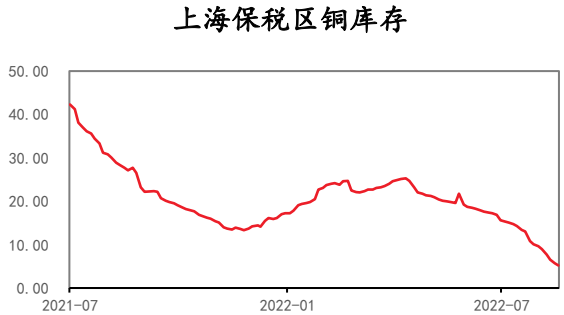
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



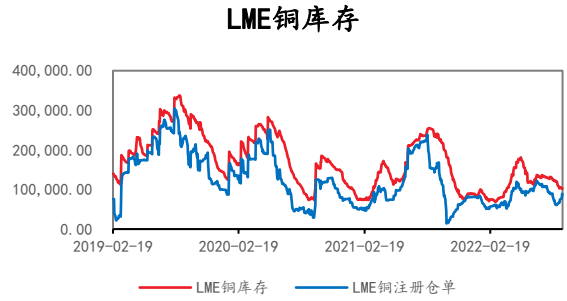
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



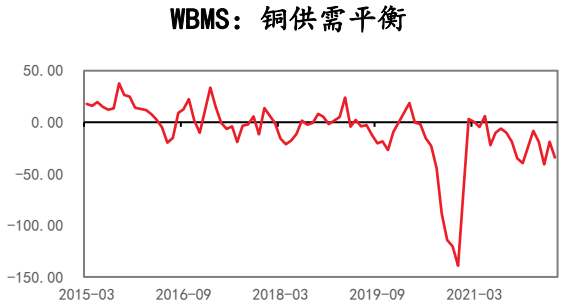
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



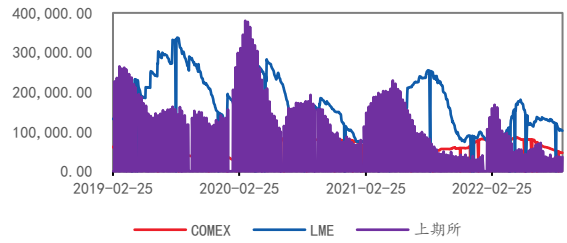
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



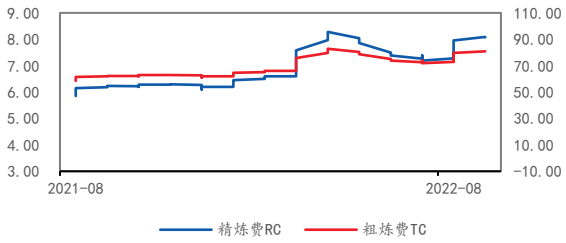
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

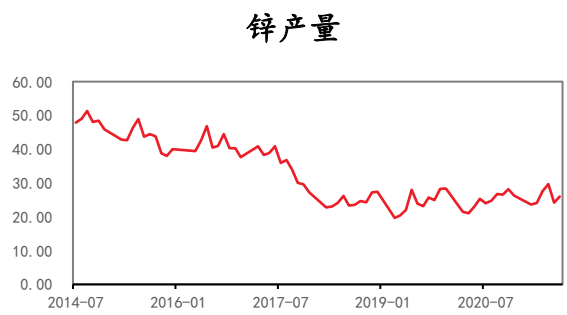
量及渗透率继续上升，汽车用锌将继续驱动电解铝需求结构性改善；国内基础设施建设投资 1-8 月累计增速上升至 10.37%；而国内 1-8 月电网基本建设投资完成额累计同比增速上行至 10.70%。

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。

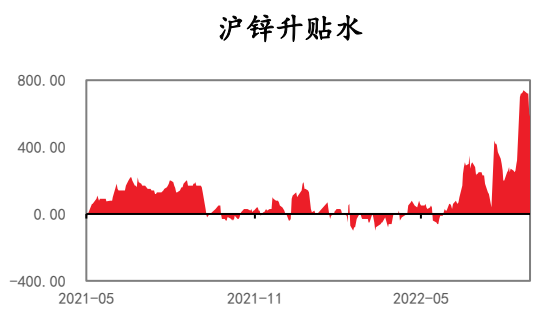
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



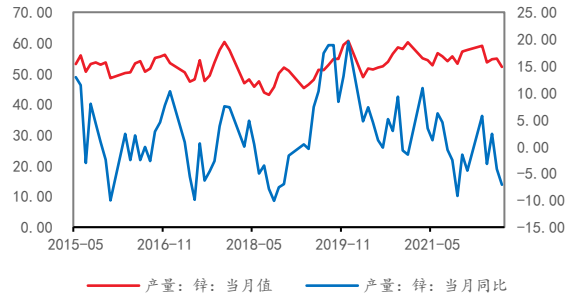
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



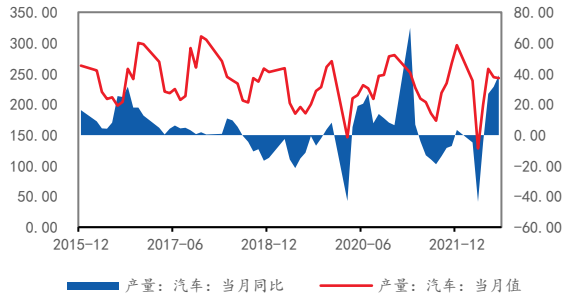
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 9 月地产数据不及预期

近期统计局公布了 1-9 月宏观和地产行业数据，1-9 月商品房累计销售规模已退回 6 年前的水平，全国房地产投资完成额 9 月同比下降 12%，房屋新开工和土地购置面积 9 月份别同比下降 44%和 65%，商品房销售面积同比下降 16.2%较前月收窄 6%。

从地产行业来看，所承受的压力并没有发生改变，除房屋销售面积受 8-9 月利好政策刺激跌幅有所收窄，其他数据仍呈现加速下行的态势。从拿地和销售等前瞻性数据中测算下来，地产需求明年上半年还将继续承压，虽然近期需求端利好消息不断，但地产行业核心问题，房企资金紧张问题尚未看到解决的期望。

我们可以从拿地数据来看，今年第三次集中工地，几乎没有民营企业参与，国企和城投拿地的比例占了大多数，流拍率也在上升。近期各地开始推动第四轮集中工地，我们认为国企、城投拿地，土地流拍的概率仍会较高。

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 305.02 万吨，距离低点反弹最大幅度已有 34%，前期产量的不断回升也带动了原料重心的上移。尽管现实需求的支持下，产量未有大幅下降，但目前钢厂电炉、高炉利润皆为负值，钢厂盈利率仅为 38%，高产量难以延续，产量在 11 月大概率下行。

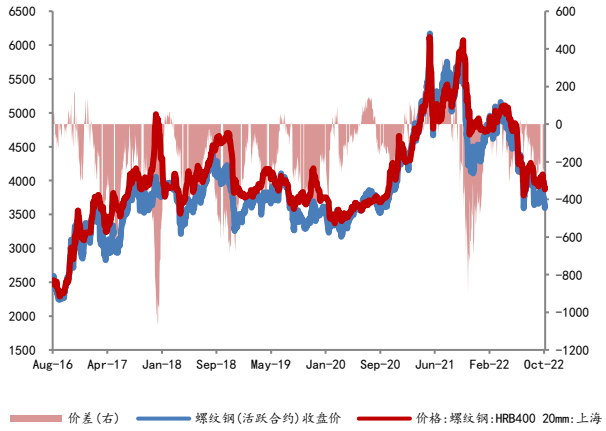
从铁矿价格来看，受美元指数高涨、人民币贬值影响，矿价出现了大幅度回落。从钢厂利润来看，主动减产力度在逐步增加，负反馈正在逐步形成，现实需求大概率将继续下行。从海外宏观层面上来看，美联储加息周期尚未结束，目前联邦利率为 3%距离预期 5%尚远。综合考虑，矿价继续下行的可能性大，情绪悲观之下或将随钢价创近两年新低。

3 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，目前悲观情绪尚未释放出来，我们认为钢价将延续弱势运行的态势。

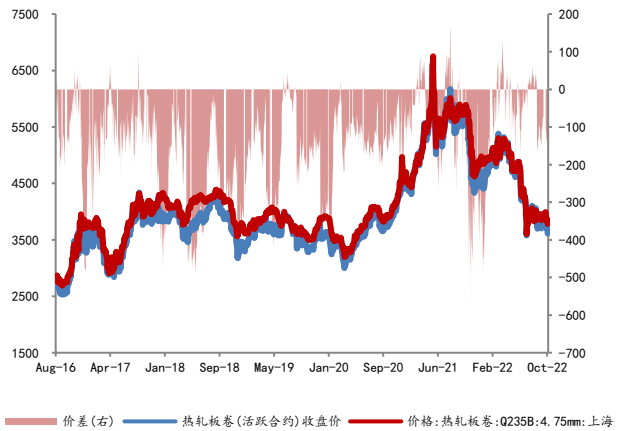
4 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



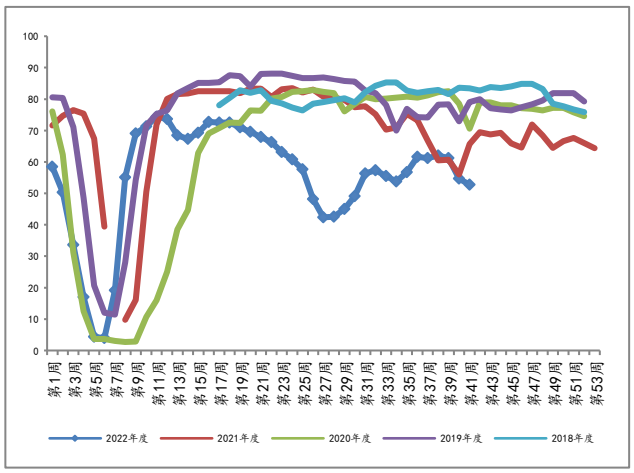
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



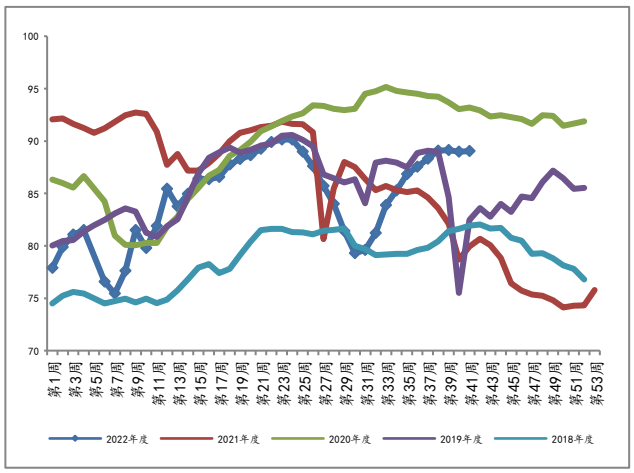
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



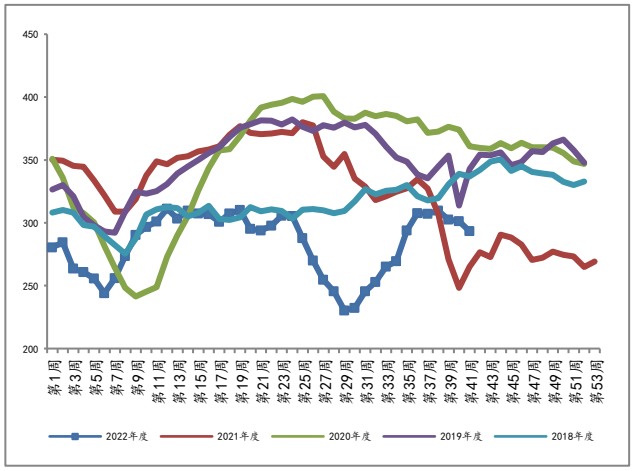
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



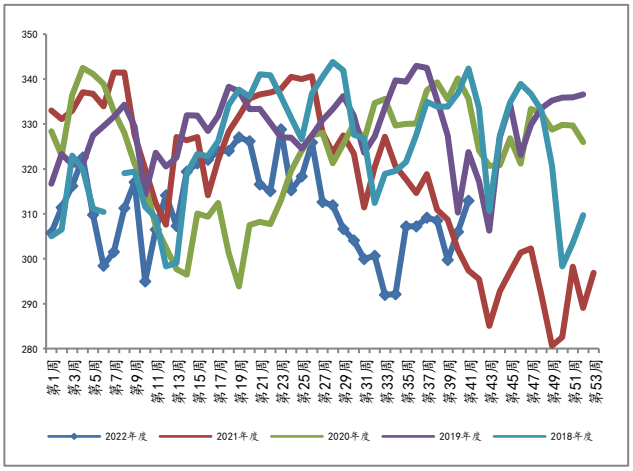
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



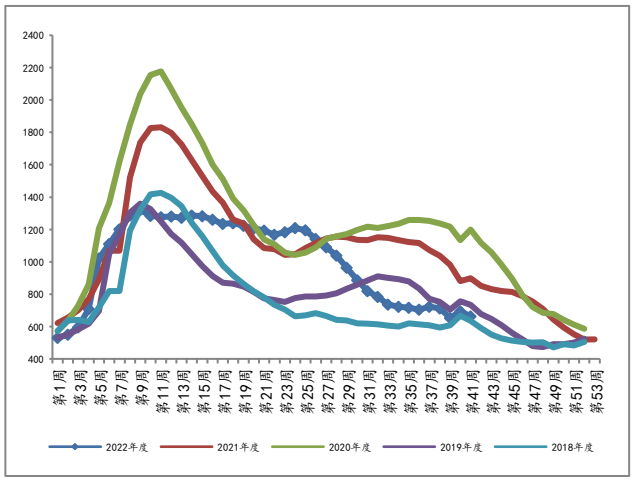
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



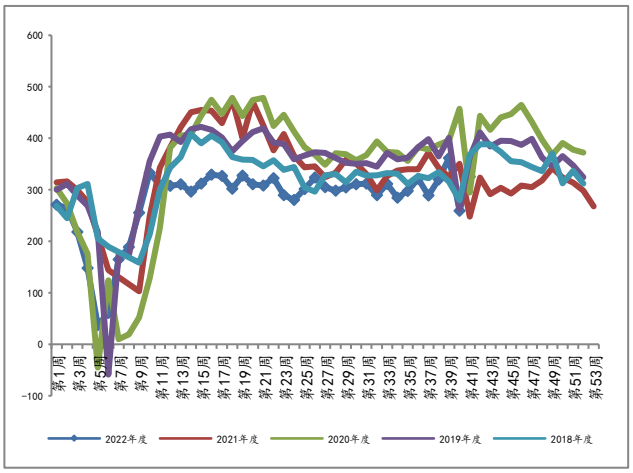
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 油价高位高波动性

现阶段原油市场最明显的特征是，宏观经济形势与供需基本面背离的矛盾加剧，短期市场风格频繁切换，大方向上莫衷一是。

四季度 OPEC+减产，地缘局势紧张和北半球冬季共同使得全球原油供需平衡收紧。出于财政上对高油价的诉求，基于原油需求增长放缓的预期，限于自身剩余产能的不足，OPEC+有充足的理由能够较快兑现减产承诺。目前俄罗斯原油产量尚未出现大幅下降，即便俄罗斯原油出口真的遭受最严厉的制裁，全球范围内也难以找到替代性货源。

在供暖季能源需求较大的时期，计划和潜在的减产放大了四季度国际原油市场的供应缺口，若欧美对俄制裁落地则更加难以填补，带来油价阶段性上行的风险。然而，在全球疫情变异流行、国际安全形势恶化、市场环境流动性枯竭、经济衰退风险加剧的大背景下，原油在内的大宗商品乃至绝大多数风险资产整体都在受到冲击，长期对油价产生向下的压力。

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，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，四季度乃至未来更长时间，原油市场在相对高位上的高波动性表现将成为常态。

2 对俄限价一厢情愿

距离年底对俄罗斯原油禁运制裁窗口期越来越近，欧美给俄罗斯原油出口设置的价格上限仍在酝酿中。据报道，美国政府可能会将俄罗斯出口原油价格上限设定在 60 美元/桶以上，高于此前计划的 40-60 美元/桶。该计划的主要目标是，在保证欧洲能源供应稳定的前提下，剥夺俄罗斯出售石油的收入，拟将价格上限设定在覆盖俄罗斯的原油生产成本。

俄罗斯此前明确表示，不会向支持价格上限计划的国家出售石油。业内人士甚至一些美国盟友都批评该政策不切实际，预计 80%-90%的俄罗斯石油将继续在限价机制之外流动，届时俄罗斯原油和成品油出口量估计减少 100-200 万桶/日。俄乌战争对国际原油市场供应端的影响已经充分反馈，如局势不发生颠覆性变化，后市难以产生超预期刺激。

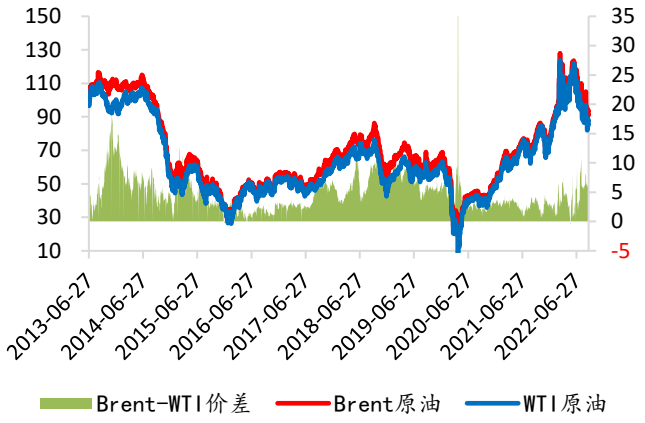
3 需求下滑压力沉重

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

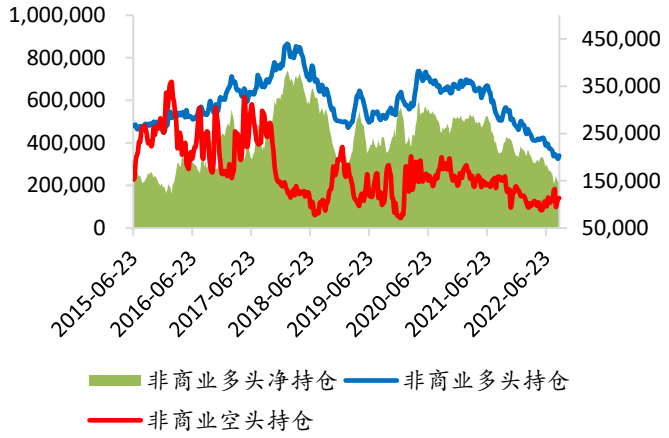
险。美国在应对通胀问题上货币政策可能出现失误，更多能源和食品价格冲击或导致通胀持续更长时间，全球融资环境收紧可能引发广泛的新兴市场债务困境，均对油价构成压力。

图表 31：国际原油期货价格



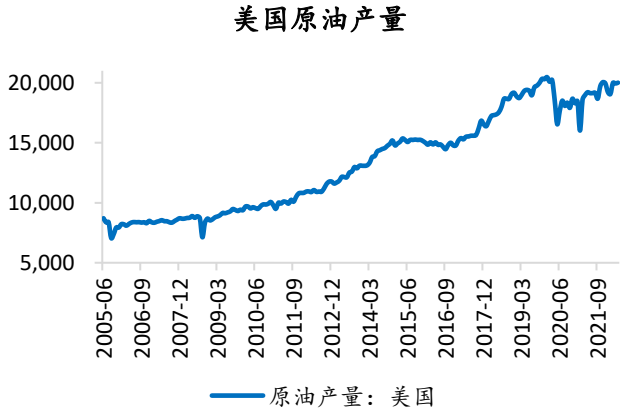
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



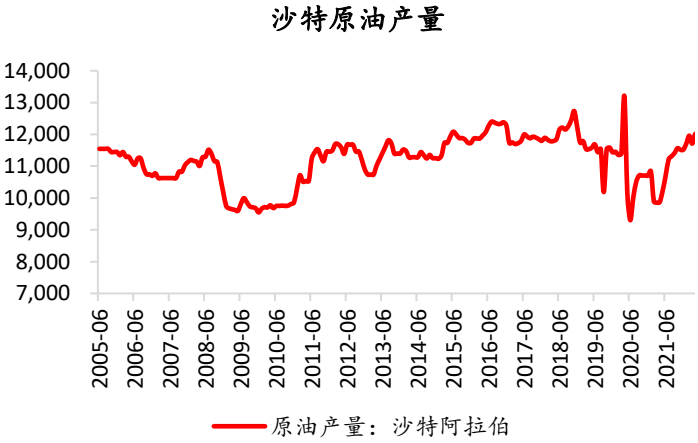
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



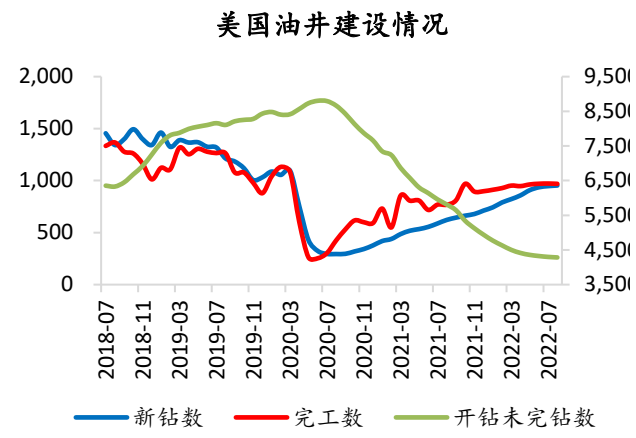
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



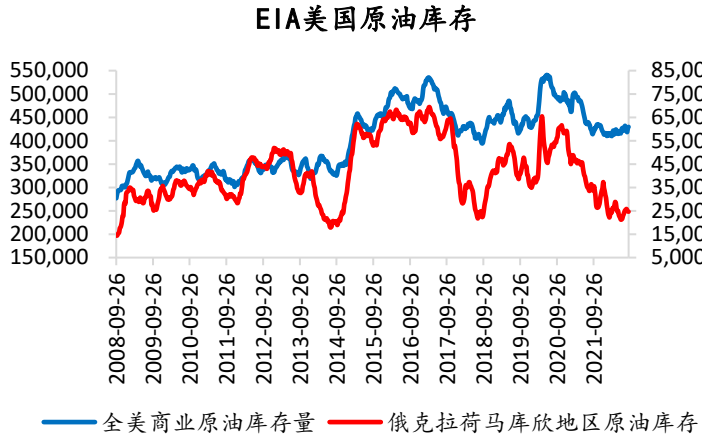
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



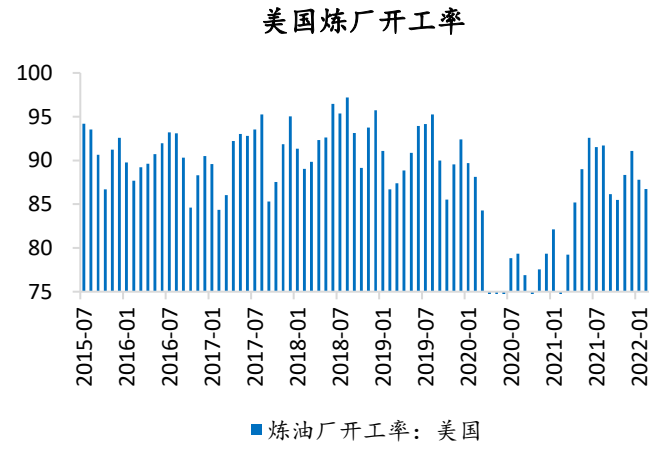
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



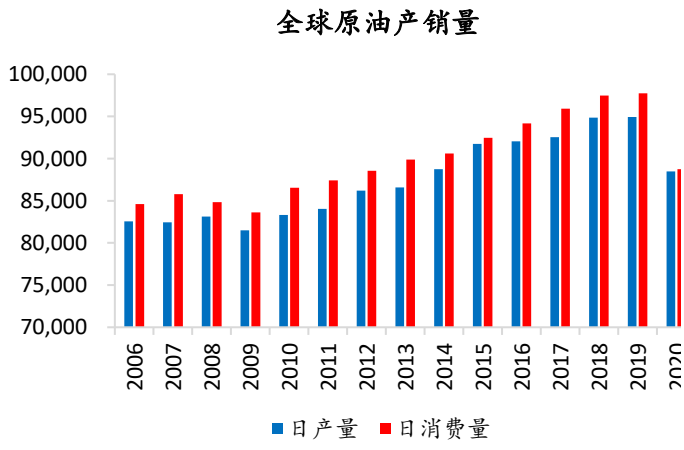
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国原油出口新高

尽管美国原油库存出现大幅累积，但上周美国原油出口量创历史新高，刺激市场乐观情绪反弹。

美国能源信息署（EIA）公布的数据显示：截至 10 月 21 日当周，美国商业原油库存增加 258.8 万桶至 4.399 亿桶，其中库欣地区原油库存增加 70 万桶至 1690 万桶。值得注意的是，美国战略石油储备下降 341.7 万桶至 4.017 亿桶，鉴于当前的能源安全和地缘政治形势，这一规模可以说是危险的水平。虽然美国原油库存超预期大增，但汽油库存加速下滑，当期美国汽油库存减少 147.8 万桶，精炼油库存小幅增加 17 万桶。

最为惊人的是，美国上周日均原油出口量达到 512.9 万桶的历史新高，令美国日均原油净进口量骤降 71.9 万桶至 105.1 万桶。这背后的主要原因是，OPEC+新一轮减产将在 11 月初开始执行，欧盟对俄罗斯海运石油出口禁令将在 12 月全面生效，欧洲对替代性原油渠道十分渴求。由此可见，原油需求端仍具有相当的刚性和韧性，中期维持油价中枢高位震荡运行的观点。

5 加息节奏或有放缓

据华尔街日报分析，美联储预计将在 11 月会议上再次加息 75 个基点，但届时或将就 12 月采取较小幅度的加息政策进行讨论，引发了市场对美联储接下来可能改变极鹰派立场的猜想。

近期公布的数据表明，美国房屋价格涨势同比放缓，以及消费者信心减弱。随着暴力加息对美国经济造成的破坏程度加深，美联储内部分歧可能会使其鹰派立场发生转变。芝商所 FedWatch 工具显示，市场对美联储 11 月加息 75 个基点的预期几无争议，但对 12 月加息 75 还是 50 基点抱着五五开的看法。

金融市场普遍对过度紧缩抱有担忧情绪，现在也许是时候开始讨论放缓加息步伐，以免因加息节奏过于激进而使经济陷入“非受迫性衰退”的危机。前期国际原油市场已经充分交易了美联储加息预期，如果加息节奏放缓带来预期差，则会支撑原油为首的国际大宗商品价格反弹。

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 现实骨感预期悲观

近期天然橡胶市场现实疲弱预期悲观，沪胶主力 2301 合约破位下行创年内新低。

供应端，国内外主产区短期原料释放受天气因素干扰，但全球天然橡胶处于季节性上量阶段，后期供应逐步增加的趋势不变。需求端，下游轮胎工厂订单表现疲弱，成品库存高企导致开工率难有提升，对橡胶原料采购积极性有限，国内疫情对工业生产仍有抑制。中线供应增加较为确定，需求难有明显亮点，库存或将超预期累积，预计橡胶价格弱势难改。

目前 RU 非标价差水平仍然尚可，后期盘面套利压力将逐渐显现，但在原料价格利润亏损下，绝对估值底部仍有依托。橡胶市场短期不排除继续下探可能，但超跌后或有修复反弹，整体上低位震荡偏弱为主。

2 产业链景气度不佳

近期东南亚主产区降雨减少，对割胶影响减弱；云南产区物候条件良好，割胶活动正常；全球天然橡胶生产进入季节性高峰期，旺季供应宽松特征明显。需要注意的是，国内云南、海南地区将于 11 月底至 12 月逐渐转入季节性停割期，对沪胶行情将有一定支撑。随着泰国产量增多，新胶到港量逐步提升，青岛地区维持累库存状态。

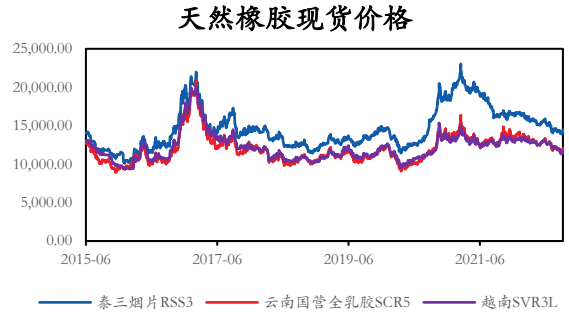
十一节假至今，山东地区橡胶轮胎企业部分检修，当前轮胎开工率仍处低位恢复状态，成品库存高企，订单跟进不足，对天然橡胶的采购需求持续疲弱。合成橡胶方面，丁苯、顺丁橡胶价格持续弱势下行，目前与天然橡胶价格相近，轮胎厂配方或有小幅调整。

整体来看，经济前景预期悲观，疫情形势依然严峻，产业链下游运行不佳，原料产能基数长期过剩，导致天然橡胶走势偏弱成为常态。

3 季节性上涨被证伪

往年 10 月通常国内橡胶市场应呈季节性上涨局面，然而今年沪胶盘面却再度滑落至年内低点。东南亚主产区持续受天气影响，原料价格涨跌互现，在雨季结束旺产季来临之际，预计原料产出放量价格走低。按照产量的周期分布规律来看，每年 10 月到来年 1 月，全球天然橡胶供应总体将呈递增趋势，关注进口跟进的实际情况。国内产区来看，今年云南地区物候条件良好，割胶进程一直正常；目前海南地区降雨减少，台风天气对割胶影响减弱。国内天然橡胶产量在每年 11 月将达到全年高点，同期全球也进入高产期，到 11 月下旬至 12 月，云南、海南产区将先后步入停割阶段，国内橡胶产量将出现季节性下滑的趋势。不过极端天气风险仍然存在，后期需要关注天气因素对割胶进程的影响。

图表 39：天然橡胶现货价格



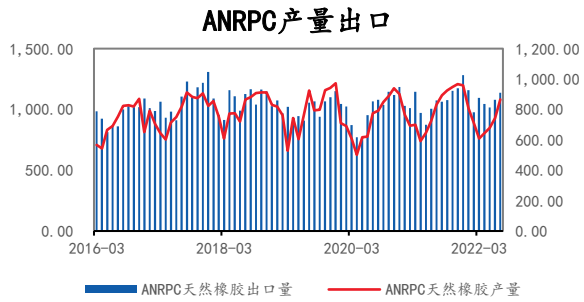
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



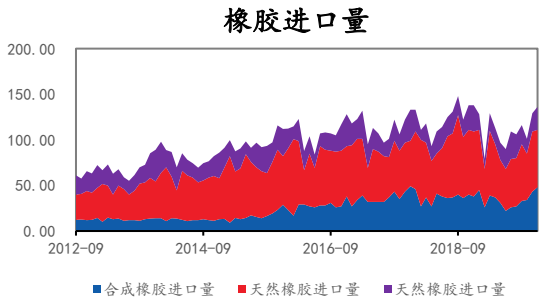
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



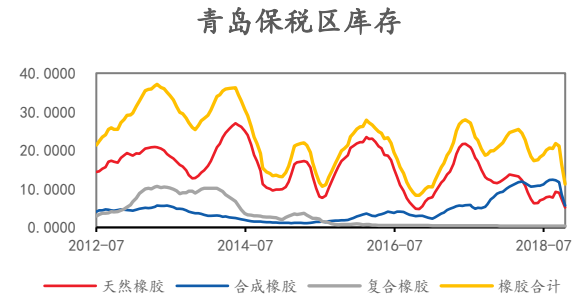
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



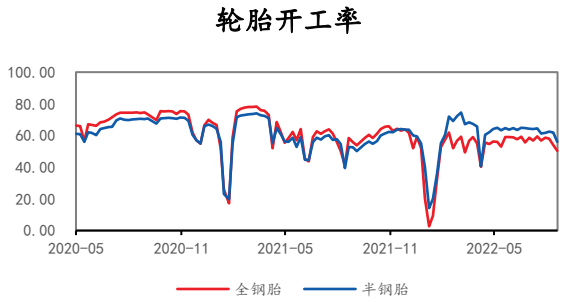
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



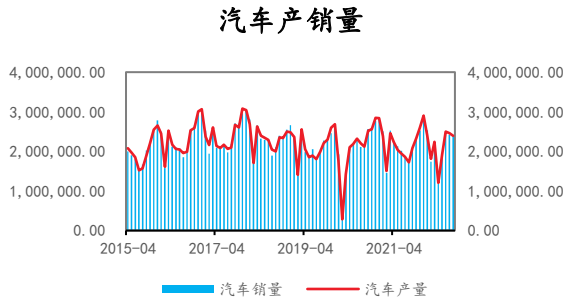
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供需层面劣化严重

天然橡胶供需层面劣化严重，沪胶盘面持续运行于国产胶成本线下。

业界了解到的情况是，9 月中国天然橡胶进口量环比大幅增加，前三季度整体累计同比亦大幅增加，青岛主港天然橡胶库存保持稳定回升。随着东南亚主产区放量和海运价费回落，橡胶进口量料延续递增态势，后期国内市场供应压力将逐步体现。下游终端来看，中国汽车市场消费有所回暖，重卡销量同比降幅收窄，但政策红利长期拉动作用不强，难以扭转国内现实需求较差的局面。尽管汽车产销数据向好，但轮胎企业开工率仍较为低迷，近期山东部分轮胎厂还有降负荷的现象。在全球经济衰退的影响下，海外轮胎出口市场疲态显现，直接需求不及预期，后市橡胶供需仍趋于宽松。

受基本面劣化主导，主要交割品全乳胶和主要流通品混合胶现货价格持续回落，而 RU 非标价差处于中偏高位置，盘面短期的套利压力仍较大。

5 围绕成本展开争夺

短期内，空头逻辑继续主导沪胶盘面，市场交易宏观利空的预期。

从基本面来看：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；不过下游需求疲软和胶价走弱匹配，业者普遍反映今年橡胶生意难做，并未出现往年金九银十的传统旺季景象。后市天然橡胶供大于求格局难改，但 RU 交易逻辑集中在交割品产量不足上，令低于盈亏平衡线的期货盘面上下两难，上有压力下有支撑，缺乏新的驱动因素。

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。关注后期交割品产量情况，01 合约上全乳新胶仓单减量是个潜在利多因素。待风险情绪阶段性释放完毕，倘若宏观预期好转以及需求端复苏配合，标的估值远低于成本线下易有修复反弹行情。但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。

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

美豆收割近尾声，新豆上市压力增加

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 10 月 23 日当周，美国大豆收割率为 80%，市场预期为 77%，前一周为 63%，去年同期为 71%，五年均值为 67%。美豆收割明显提速，新豆上市进程加快形成的季节性供应压力进一步增强，为当前美豆价格上行形成阻力。

巴西大豆开局正常，机构预测产量普遍超过 1.5 亿吨

咨询机构 AgRural 公布的一项最新调查显示，巴西大豆种播种已完成预估面积的 34%，之前一周为 24%，上年同期为 38%。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。巴西大豆开局基本正常，创纪录的产量预期将为全球远期大豆供应提供重要保障。

美国豆油库存降幅超预期，CBOT 豆油强势反弹

美国全国油籽加工商协会（NOPA）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%。美国豆油库存大幅下降，提振市场看涨情绪，推动近期美国豆油价格强势上涨。

俄罗斯会否退出黑海粮食运输协议受关注

自俄罗斯和乌克兰等方面在 7 月底达成黑海港口外运农产品协议以来，全球粮食运输渠道恢复，粮价纷纷从高位回落。黑海粮食协议将于 11 月到期，俄罗斯因为在销售化肥和食品方面面临困难，近日表态要退出该协议。考虑到黑海谷物粮油贸易在全球的影响，一旦俄罗斯拒签协议导致该地区粮食出口停滞，出于对葵花籽油贸易以及全球油脂供应链再遭破坏的担忧，国际植物油市场摆脱全球经济衰退的困扰，整体出现止跌反弹局面。目前俄罗斯尚未对退出该协议做出最终决定，但市场担忧和资金炒作情绪明显升温，各方密切关注相关事态进展。

马来西亚棕榈油出口数据涨跌互现，对市场指引作用有限

本周，调查机构陆续公布马来西亚棕榈油出口数据。船运调查机构 ITS 数据为 10 月 1-25 日棕榈油出口量为 1127792 吨，上月同期为 1168627 吨，环比减少 3.49%；独立检验机构 AmSpec 的同期棕榈油出口量为 1146132 吨，较 9 月同期出口的 1075389 吨增加 6.58%；船运调查机构 SGS 公布的数据显示，马来西亚 10 月 1-25 日棕榈油出口量为 1146113 吨，较 9 月同期出口的 1152612 吨减少 1%。三家机构公布的出口数据涨跌互现，对棕榈油市场的指引作用有限。

2 国内豆类市场分析

9 月大豆进口量高于预期，豆粕现货库存紧张未缓解

海关数据显示，2022 年 9 月中国进口大豆 771.5 万吨，环比增加 7.67%，同比增加 12.20%，扭转了大豆进口连续下降局面；前三季度中国进口大豆 6904.3 万吨，同比减少 6.6%，降幅收窄。大豆压榨量下滑，豆粕产出减少导致库存再度趋紧，油厂挺粕动力依然较强。截止 10 月 21 日，国内主要沿海油厂豆粕库存为 24.1 万吨，比上周同期减少 1.7 万吨，比上年同期减少 25 万吨。

现货原料供应紧张导致豆粕库存短期难以恢复正常，支撑价格高位运行。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。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。本周国内豆粕期货市场维持震荡行情，高基差现象仍未有效修复。现货强势吸引部分低位买盘，但远期供应改善与南美丰产压力仍限制市场反弹空间。

进口棕榈油数量快速攀升，国内油脂库存紧张局面获改善

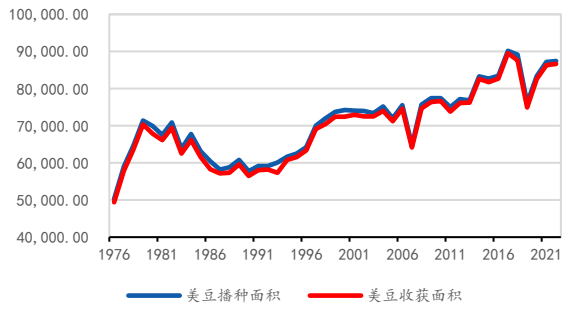
国家海关总署公布的数据显示，中国 9 月进口食用植物油 78 万吨，同比下降 1%，1-9 月累计进口 368 万吨，同比下降 55.5%。其中 9 月进口棕榈油 61.26 万吨，同比增加 26.2%，进口量创本年度新高，自印尼进口 49.24 万吨，自马来西亚进口 12 万吨。9 月进口菜籽油 5 万吨，几乎未进口豆油。目前国内棕榈油库存处于历史同期高位，有效缓解了国内油脂供应紧张局面。随着 11 月进口菜籽到港量增加，国内菜油库存有望止跌回升，国内油脂供应能力将进一步提高。

3 油脂油料市场展望

随着美豆收割接近尾声，市场的关注点将转向美豆出口需求和南美大豆种植。南美大豆开局正常，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库存紧张造成价格居高不下，而豆粕期货市场受远期供应宽松而跟涨乏力，供应面上的“强现实、弱预期”仍是近期豆粕市场运行的主要驱动。豆粕市场高基差现象难以持续，但基差收敛的路径仍充满不确定性，需要密切观察豆粕库存恢复的时间，近期豆粕期货市场仍难打破震荡僵局。国内油脂库存因棕榈油库存快速攀升而由降转增，但国内油脂需求疲弱，在供应恢复后市场追涨动力减弱。随着国内油脂供应压力增加，油脂板块的交易重点由库存紧张转向需求不足，在国内商品市场出现系统性下跌压力之际，油脂板块向下调整的压力进一步增加。豆一期货市场走势较为独立，随着新豆增产和中储粮持续抛储压力释放，市场有望在成本和价值的支撑下止跌回升。

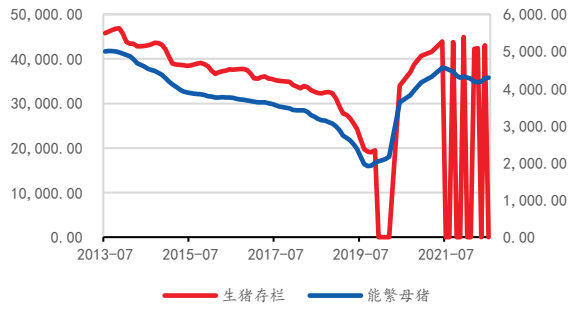
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



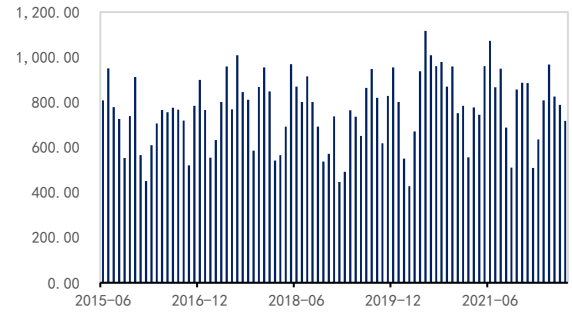
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



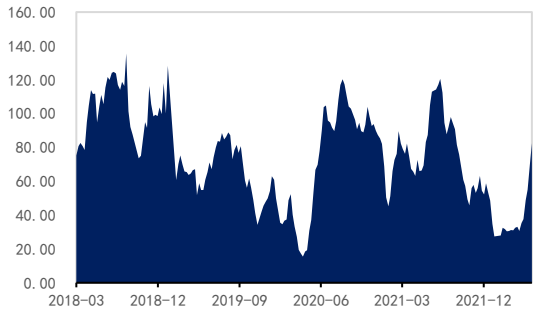
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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