中金财富期货策略周报（2022 年第 43 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：美国通胀数据下行，以及国内地产政策处在转向阶段，对工业品的提振都非常明显，因此近期工业品的反弹是一种较为正常的现象。需要注意的是，考虑到地产端政策以“保交楼、去风险”为主；消费也容易受到放开后疫情冲击的影响；以及美国通胀倒 V 型回落的概率不大，我们认为当前的上涨行情以情绪行情对待，换言之需要注意追高的风险。

股指期货：上周两市出现较明显的回升，尤其是蓝筹指数走势偏强，除了之前的央企估值提升的逻辑之外，房地产端风险大幅改善也是银行地产等大体量蓝筹回升的重要因素，因此这两个超预期的影响因素是之前没有的新驱动因素。考虑到上述两个因素的支撑偏中长期，因此我们认为阶段内蓝筹指数有相对较好的表现，建议继续关注蓝筹指数（上证 50 和沪深 300 指数）的逢低吸纳机会，追高则无必要。

铜：南美铜矿扰动频发，但不改铜矿原料供应宽松格局，9 月我国铜精矿进口再创单月新高，TC 仍延续增长态势，且未来大型矿山项目的陆续投产使得全年矿端预计仍将实现增长。据 SMM10 月中国电解铜产量为 90.12 万吨，环比下降 0.9%，同比上升 14.2%。产量下滑主因检修、粗铜和冷料紧张、疫情和限电等。需求端，市场仍呈现内动力不足、政策刺激驱动为主的结构，消费市场整体表现仍为疲软，边际改善缓慢。铜市消费淡季来临，全球库存低位回升支撑减弱。预计 12 月铜价重心或下移。

锌：美联储政策出现转向，宏观压力或暂缓。今年中旬以来，国内锌锭产量抬升始终不顺畅，主要原因还是在于云川地区炼厂因限电减产、内蒙地区炼厂设备频繁故障、陕桂湘等地不一而同地出现各种问题导致。镀锌和彩涂板卷周度产能利用率和产量均环比提升，锌合金、氧化锌和镀锌管表现略下降；镀锌和彩涂板卷库存低位去化。初端需求在基建的带动下，整体环比改善比较明显。地产竣工面积在保交楼政策的推进下环比出现改善，短期对于需求环比提振。海内外的宏观双重利好加上低库存下持续去库，让沪锌期价从相对低位快速拉起，但因供应端增量及需求较弱限制其涨幅。沪锌将以震荡为主。

钢材：近期地产利好政策频出，从“第二支箭”，到央行、银保监会出台了 16 项救市措施，到“第三支箭”证监会允许房企上市融资，政策的核心开始转向了支持房企融资，政策底已确定出现。受地产利好政策影响，目前黑色系市场情绪已经出现了逆转，投资者已开始交易地产行业复苏预期，而近期冬储及钢市现实需求的矛盾被刻意忽略。从现实数据上来看，钢市已逐步进入到淡季，供给和需求都在下滑，从调研数据来看，钢厂及贸易商冬储的意愿尚不强烈，钢市供需双弱的局面仍在继续。我们认为黑色系品种近期已有较大幅度反弹，地产政策及疫情政策企稳后，有较大回调压力。

原油：原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。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，多空因素已经在反复拉锯中得到充分体现，市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允。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。

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

油脂油料：美豆收割已结束，巴西大豆播种接近尾声，南美大豆保持丰产预期，全球远期大豆供应前景乐观。随着美国通胀压力减弱，美豆市场的关注点从宏观层面转移到美豆出口和南美大豆种植与生长情况。在巴西缺少减产天气影响下，美豆市场在远期丰产压力下难以掀起持续炒作行情，而美国生物燃料需求不及预期引发豆油暴跌，对美豆市场的弱势拖累效应十分明显。近期国内豆粕市场与美豆走势并不同步，内盘主要聚焦于目前的高基差将会如何得到修正。豆粕现货虽已大幅下跌，但基差水平仍处偏高局面。随着 1 月合约距离进入交割月的时间越来越短，期现回归的内在逻辑将进一步增强，豆粕期货尤其是近月合约在高基差支撑下并不具备深度调整的空间。内外盘油脂市场受成本和预期等因素影响保持较强联动性，棕榈油因累库压力局部基差已由正转负，而冬季又是棕榈油的需求淡季，上行驱动力不足，有望引领豆油和菜籽油追随外盘进入调整节奏。豆一期货供需相对独立，供过于求的基本面令盘面反弹乏力，整体仍未脱离弱势，如果缺少政策支持和需求提振，存在进一步向下寻找支撑的可能。

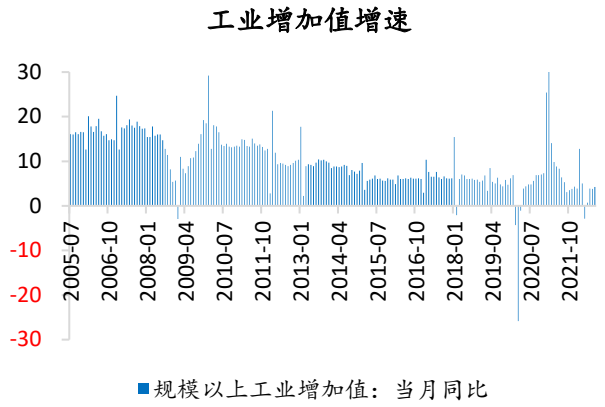
目 录

周度策略：情绪继续升温 数据依然偏冷 ..... - 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 政策持续向好 ..... - 7 -
3 流动性：充裕合理 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 疫情防控发生转向 ..... - 16 -
2 政策底显现，地产行业复苏有望 ..... - 16 -
3 小结 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 市场聚焦对俄制裁 ..... - 19 -
2 关键条款态度软化 ..... - 19 -
3 反复修正供应预期 ..... - 19 -
4 减产兜底油价下跌 ..... - 21 -
5 欧美寻找替代货源 ..... - 21 -
6 双重主线逻辑并行 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 供需缺乏显著改善 ..... - 23 -
2 云南停割原料企稳 ..... - 23 -
3 下游回暖有待验证 ..... - 23 -
4 仓单库存多空分歧 ..... - 25 -
5 仍未摆脱疲弱状态 ..... - 25 -
6 辩证看待基本形势 ..... - 25 -
油脂油料：南美天气炒作升温，国内豆粕强势突破 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -
免责条款 ..... - 30 -

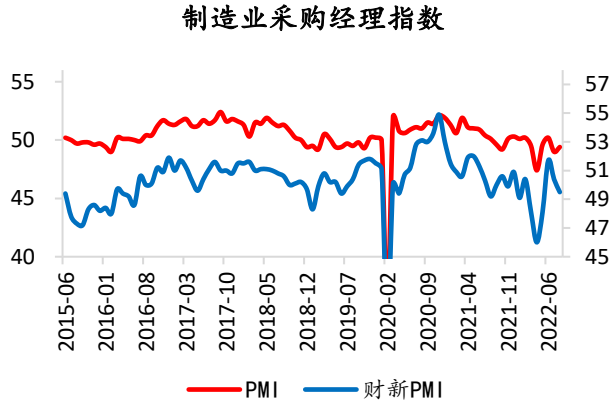
重要经济指标概况

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



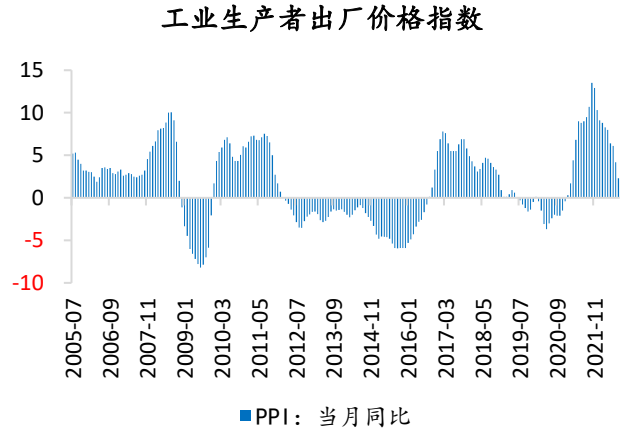
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



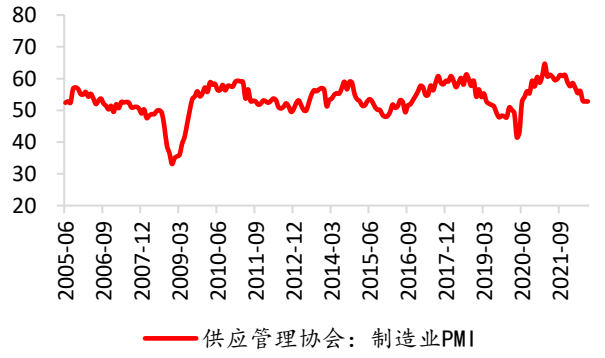
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



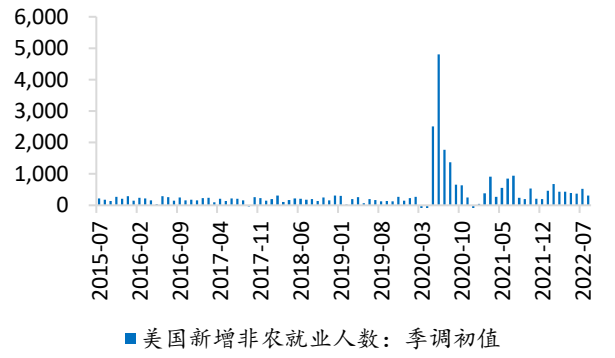
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪继续升温 数据依然偏冷

本周市场继续强势上行态势，由于国内继续保持一个一个，甚至一天多个地产扶持得政策，市场非常亢奋。另外，疫情防控方面再度出现调整，多地要求公共场合不再查看核酸证明，因此投资者对于经济复苏得预期也在升温。本周内盘定价得地产链继续大涨，螺纹钢连续六周上涨，创 1 个月新高，PVC 等基本面较弱品种也大幅反弹，外盘定价的铜等品种重回高位。

经济数据依然较弱

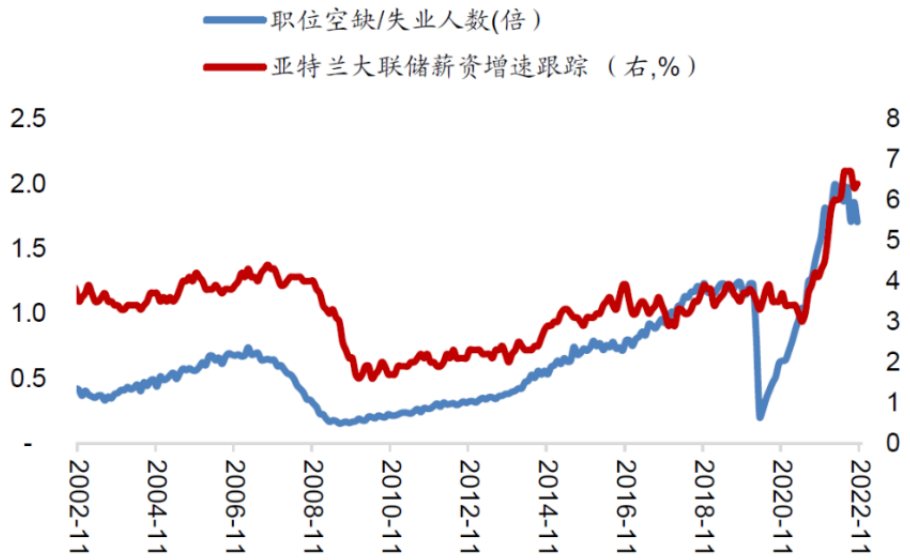
11 月，新增确诊人数大幅攀升，产需同步走弱，制造业 PMI 继续回落至 48%，处于历史 2.8%分位数。叠加进出口、消费等分项去年 11 月基数较高，预计本月读数整体偏低。价格方面，猪、油价格有所回落，预计 CPI、PPI 小幅波动。金融支持地产政策在 11 月陆续落地，票据利率抬升，一方面与资金成本抬升有关，另一方面也显示银行“资产荒”略有缓解。但疫情干扰生产及项目开工，将限制金融数据改善的程度，新增人民币贷款或略弱于季节性。

经济形势方面，疫情抬头，产需双弱。生产：开工不足、物流不畅，工增继续回落。11 月疫情影响有所扩大，企业生产意愿低迷，开工不足、物流不畅等矛盾进一步凸显。生产 PMI 录得 47.8%，环比下滑了 1.8 个百分点。我们预计 11 月工增表现弱于季节性 1 个百分点，同比增速回落至 3.0%。投资：基建维持力度，地产未有起色，投资继续下滑至 5.2%。基建方面，11 月土木工程 PMI 维持在 62.3%的景气位置，我们预计基建投资能维持季节性水平，累计同比增速达到 11.8%。房地产方面，在金融支持地产“三支箭”陆续发布之后，金融机构加大了对地产的支持力度。但地产企业新增投资信心难以立即修复，土地成交面积、溢价率仍在低位，当前地产投资可能还以“保交楼”为主。参考 8 月以来地产投资与季节性的差异，预计房地产投资累计同比约为-9.7%。制造业，根据季节性规律推算，11 月制造业投资累计同比约 9.0%。

市场的情绪改善主要来自地产方面。11 月地产“三支箭”陆续发布，多个银行与地产企业签订授信框架协议，据财新统计，已披露的授信额度超过 2.7 万亿；民营地产企业也加大了债券发行力度，境内民企地产债融资净额环比增加近 100 亿元。11 月票据利率上行 20BP，一方面由于成本端压力传导，1 年期国股行存单发行利率同期提价 40BP，另一方面或也显示银行“资产荒”压力在缓慢改善。预计 11 月金融数据较 10 月略有改善，但由于疫情难以达到一个较强的水平。预计 11 月新增人民币贷款约 1.2 万亿，略低于季节性水平 1.35 万亿。其他方面，11 月利率债净融资约 4744 亿元，主要为国债净融资增加，企业债融资还未见到明显起色。

从国内经济的表现看，在政策不间断的“轰炸下”，市场情绪继续强改善，但是经济基本面仍处在相对弱势的阶段。我们认为数据的改善仍较曲折，因此当前阶段注意预期跑的太快的影响。

图表 7：职位空缺与工资粘性



资料来源：wind，中金财富期货研究所

就业数据显示美国暂时难以进入宽松阶段

美国 11 月新增非农 26.3 万人，超出市场预期 20 万人；前值由增 26.1 万人上修至 28.4 万人，整体呈现偏强的特征。新增非农主要贡献项为休闲和酒店业、医疗保健和社会救助、政府部门；零售和运输仓储业为主要拖累项。

11 月薪资增速维持较为强势的增长。11 月时薪环比增 0.6%，高于前值 0.4%和市场预期 0.3%；同比增 5.1%，高于前值 4.7%和市场预期 4.6%。往前看，薪资增速预计逐步回落，但粘性较高。薪资增速的领先指标劳动力市场差异指数以及职位空缺/失业人数比率刚开始触顶，其对薪资增速的传导还处于初级阶段。

11 月失业率为 3.7%，持平于前值和市场预期。3.7%的失业率高于年内低点的 3.5%，但仍低于年初的 4.0%，和疫情前的失业率水平相比仍不算高。

11 月劳动参与率 62.1%，低于前值 62.2%和市场预期 62.3%，即劳动力供给恢复情况依然不佳。美国的劳动参与率在疫后第一阶段（2020 二季度-2021 年底）整体震荡上行；2022 年内在 62.1-62.4%的区间徘徊。劳动参与率仍显著低于疫情前（2019 年底 63.3%）的原因可能包括国际移民减少，以及疫情引发部分劳动力人口转化为非劳动力人口。

美联储主席鲍威尔在布鲁金斯学会的演讲《通胀与劳动力市场》中表示，劳动力市场的紧张程度对理解核心服务通胀有重要意义；现阶段劳动力需求远大于供给，导致就业增速远高于适应人口增长所需的速度（约 10 万个工作/月），而美联储货币政策旨在缓和劳动力需求，使得就业市场走向平衡，现在的薪资增速距离目标水平还有 1.5-2 个百分点左右的回落空间。基于鲍威尔演讲所展示出来的政策逻辑，11 月的非农数据进一步确定了美联储会沿着既定计划推进加息；加息出现显著变数的概率下降；关于 2023 年降息的预期仍缺少证据支撑。

非农数据公布后，美债收益率一度快速升至 3.63%；后续冲高回落，尾盘收于 3.48%，抹平涨幅；Fed Watch 显示 12 月加息 50bp 的概率稳定在 78.2%；但美联储终端政策利率预期从 12 月 1 日的 4.86%上升至 12 月 2 日的 4.92%；主要股指小幅震荡。整体来看，市场纠结于美联储短

期的继续紧缩和未来的经济回落趋势。

11 月以来，10 年期美债收益率累积回落 56bp，反映对两个边际变化的定价。一是 10 月美国通胀数据超预期回落；二是 11 月议息会议多数美联储官员认同逐步放慢加息步伐，市场理解 12 月加息幅度将从 75bp 变 50bp。伴随着紧缩预期的初步缓和，彭博美国金融状况指数（financial condition index）持续回升，融资环境宽松叠加增长放缓预期，美元指数亦从 11 月初的 111.6 回落至 12 月初的 105 以下。美债收益率回落有利于全球风险资产定价，美元指数回落会进一步有利于非美资产；同时，非农等数据也提示这两个趋势尚未进入单边改善的阶段。

工业品反弹 但是谨慎追高风险

美国通胀数据下行，以及国内地产政策处在转向阶段，对工业品的提振都非常明显，因此近期工业品的反弹是一种较为正常的现象。需要注意的是，考虑到地产端政策以“保交楼、去风险”为主；消费也容易受到放开后疫情冲击的影响；以及美国通胀倒 v 型回落的概率不大，我们认为当前的上涨行情以情绪行情对待，换言之需要注意追高的风险。

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	12 月 02 日	人民日报：封控管理要快封快解、应解尽解	今后，各地要根据检测、流调结果做好风险研判，精准判定风险区域	减少因疫情给群众带来的不便。要持续整治层层加码，对群众的合理诉求及时回应和解决。
	12 月 01 日	国务院决定于 2023 年开展第五次全国经济普查	第五次全国经济普查将首次统筹开展投入产出调查	普查对象是在我国境内第二产业和第三产业活动的全部法人单位、产业活动单位和个体经营户
数据	12 月 04 日	美国 11 月非农就业新增 26.3 万人，大超预期	远高于普遍预期的 20 万人，前值为 26.1 万人	劳动力市场依然强劲
	12 月 04 日	欧元区 10 月 PPI 超预期降温	10 月欧元区 PPI 同比上升 30.8%，低于预期与前值，但仍在高位徘徊	较预期与前值有明显降幅，主要受益于能源价格下降。
事件	11 月 29 日	证监会：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资	恢复上市房企和涉房上市公司再融资	地产政策大幅度转向

资料来源：中金财富期货研究所

2 政策持续向好

国内宏观政策：各地积极落实疫情优化措施

本周（11 月 27 日-12 月 4 日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济方面，强调当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点，必须紧抓不放保持经济持续恢复

态势，高效统筹疫情防控和经济社会发展，加力落实稳经济各项举措、积极释放政策效能。疫情防控方面，中央表态同时，地方落实优化措施。国务院提出“需要继续做好 60-79 岁，特别是 80 岁以上人群全程接种和加强免疫工作”。国务院副总理孙春兰强调“防控工作稳中求进，防控政策持续优化，走小步不停步。充实基层专业防控力量，强化社区医疗卫生机构分级诊疗”。各省市落实“优化防控工作二十条措施”，包括逐步取消公共交通核酸查验、无社会面活动人员核酸要求；鼓励核酸自测；防控区域应解尽解等。

物价方面，本周政策致力于保障今冬能源保供工作顺利开展、推动中俄能源合作。发改委印发特急能源保供协调函，督促地方统筹疫情防控和煤炭保供。我国化石能源价格平稳、新能源快速发展对电价平稳起到保障作用。预计 2023 年通胀仍保持温和。

基建及产业政策方面，本周政策聚焦加快项目建设进度和实物工作量的形成；以及“十四五”重点铁路项目陆续开工。

货币政策方面，本周央行加大煤炭清洁高效利用专项再贷款货币政策工具对煤电企业的金融支持，助企纾困，保障电力供应，维持煤电价格稳定。

地产政策方面，支持政策逐步落实。证监会允许房地产企业重组上市，股权融资募集资金可用于存量涉房项目和偿还债务等。商业银行积极落实“金融十六条”，允许房贷延期、为房企担保离岸贷款偿还境外债务等。

消费政策方面，本周各地方推出上亿规模消费券、消费活动等为餐饮、汽车、旅游、零售行业消费提供助力。

贸易政策方面，中央表明中国坚定开放的态度不动摇，加强与亚洲国家合作。金融政策方面，本周涉及对融资租赁业务合规规范、商业银行表外业务规范、境外机构发行债券管理规范等规范的明确等。

其他政策方面，涵盖推进东西部人社协作、新能源试点电力现货市场交易等。

3 流动性：充裕合理

按照惯例，降准和公开市场操作会搭配使用。这意味着此次降准落地的同时，人民银行将降低公开市场操作力度，避免短期内流动性过剩，保持年末流动性平稳。

值得关注的是，结构性货币政策工具也在精准发力。结构性货币政策工具的激励相容机制，可以精准滴灌实体经济并释放基础货币，保持银行体系流动性合理充裕，平衡政策的提前量和冗余度。

作为结构性货币政策工具发力的一个例证，近期，抵押补充贷款（PSL）呈现连续 3 个月净投放态势。人民银行披露的数据显示，2022 年 11 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增 PSL3675 亿元。

此外，结构性工具将持续投放。考虑到碳减排支持工具以及支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流等专项再贷款的运用贯穿全年，预计剩余额度将陆续推进落地，叠加长期性的支农支小再贷款、再贴现等工具，预计 12 月将有约 2000 亿元结构性工具投放。

4 宏观策略

美国通胀数据下行，以及国内地产政策处在转向阶段，对工业品的提振都非常明显，因此近期工业品的反弹是一种较为正常的现象。需要注意的是，考虑到地产端政策以“保交楼、去风险”为主；消费也容易受到放开后疫情冲击的影响；以及美国通胀倒 v 型回落的概率不大，我们认为当前的上涨行情以情绪行情对待，换言之需要注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

蓝筹板块持续大涨

本周 A 股呈现震荡态势，沪深 300 指数涨 2.52%，上证 50 涨 2.75%，中证 500 涨 1.32%，中证 1000 涨 2.59%

上周北上资金净买入 262.09 亿元，继续呈现爆买态势。

近两周市场情绪迎来显著改善

本周市场热度均值为 19.3，较上周均值上升 2.6 个百分点，处于 2013 年以来 18.6%分位水平。上证综指 20 日滚动涨跌幅为 2.8%，处于历史 69.7%分位。创业板指 20 日滚动涨跌幅为-2.8%，处于历史 33.8%分位。本周成交占比前四行业拥挤度历史分位数为 5.2%，较上周下降 58.2 个百分点。本周大盘价值和小盘价值风格交易拥挤度历史分位数分别达到 78.3%和 66.1%，较上周上升 5.5 和 19.2 个百分点。当前市场成交额加权市盈率/市盈率中位数为 1.36，较上周下降 0.1 个百分点，为历史 28.9%分位数水平。

外资大幅流入，理财产品破净比例继续创新高。本周北向资金净流入 265.07 亿元，较前周环比变动+190.59 亿元，主要增持食品饮料，非银金融，电气设备等行业，主要减持公用事业，采掘，计算机等行业。截至周四，本周两融日均成交规模为 720.30 亿元，占 A 股总成交额的 8.26%，较上周+0.093 个百分点。银行、食品饮料、商贸零售等行业融资净买入占比成交额环比增幅靠前。本周 ETF 基金净申购 35.10 亿元，较前周环比上升 19.89 亿元，主要净申购宽基、科技等板块，净赎回金融和消费板块。本周含权益类公募基金发行规模为 81 亿元(其中偏股型 26 亿元)，环比变动 8 亿元；发行数量为 17 只，较上周减少 3 只。本周银行理财产品平均净值为 1.0270 元，较上周变动-0.10%。破净数量为 4622 只，占比为 15.79%，较前一周变动 1.67%。

技术层面全面修复。本周全部 A 股强势个股数量占比 40.1%，较上周上升 6.6 个百分点。创业板强势个股数量占比 26.8%，较上周上升 3.9 个百分点。沪深 300 强势个股数量占比 26.0%，较上周上升 4.0 个百分点。休闲服务、房地产、交通运输强势股占比分位数居前；钢铁、国防军工、非银金融强势股占比分位数靠后。

注意风格转换

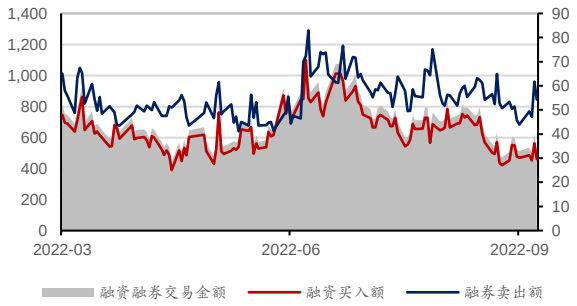
过去 2 个月，板块轮动很快。10 月下旬以来，几乎每半个月，股市的板块风格均会发生较大的变化。10 月中旬-10 月底，以计算机医药为代表的成长股最强，而金融和消费股跌幅最大。11 月，消费周期快速止跌领涨，11 月下旬开始金融地产建筑等越来越强。

风格转变可能走到了第二步：价值股开始有逻辑。年初以来，市场的风格正在逐渐发生变化，

虽然大部分时候，投资者关注度最高的依然是成长股，但如果统计年初至今一级行业的涨跌幅，前十中已经没有成长性行业了。这非常符合历史上风格转变初期的特征，历史上成长价值风格转变，一般会经历三步。最近 1 个月的价值股反弹，与过去 2 年的价值股反弹有很大的区别，之前价值股较强大多是出现在指数走弱或下跌期，但最近的上涨，反而是指数主要上涨期。这可能意味着，风格转变进入第二个步，价值股开始由抗跌属性，转为进攻属性，基本面逻辑开始成为价值股强的主要原因。

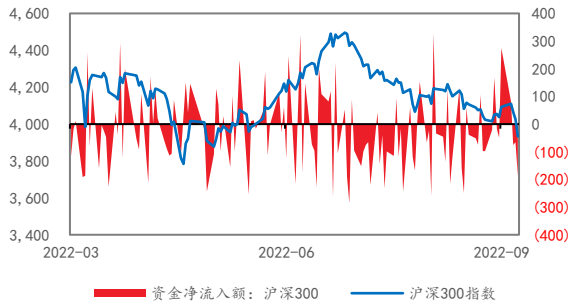
上周两市出现较明显的回升，尤其是蓝筹指数走势偏强，除了之前的央企估值提升的逻辑之外，房地产端风险大幅改善也是银行地产等大体量蓝筹回升的重要因素，因此这两个超预期的影响因素是之前没有的新驱动因素。考虑到上述两个因素的支撑偏中长期，因此我们认为阶段内蓝筹指数有相对较好的表现，建议继续关注蓝筹指数（上证 50 和沪深 300 指数）的逢低吸纳机会，追高则无必要。

图表 9：融资融券数据图



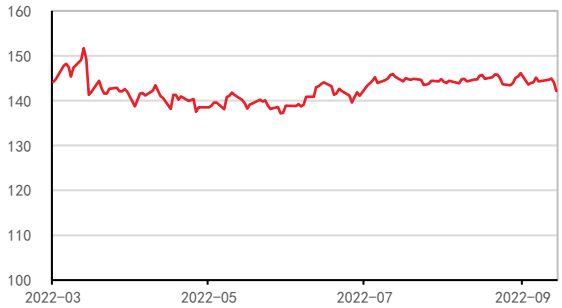
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



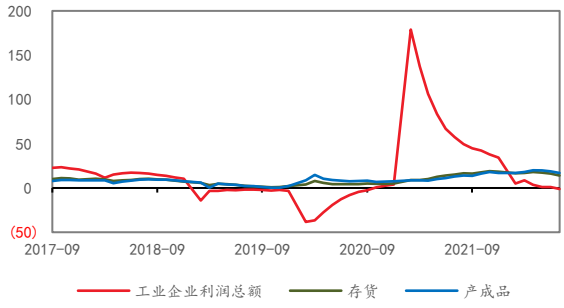
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

就全球供需格局而言，WBMS 世界金属统计局数据显示，今年 1-8 月期间全球铜市供应短缺 65.7 万吨，2021 年全年为供应短缺 28.3 万吨。今年前 8 个月，全球矿山铜产量为 1,427 万吨，较上年同期增加 1.7%。自今年以来，南美矿山供应形势较为动荡不安，智利、秘鲁铜矿的各种事故屡有发生，二三线铜矿生产国则保持较高的生产积极性，加之今年的新增产能也较大，因此全球矿端的供应虽不及前期预期，但增量仍较为可观。国内 9 月铜矿石及精矿进口 227 万吨，环比几乎持平，同比增 1.07%；1-9 月铜矿石及精矿累计进口 1892.85 万吨，较去年同期增 9%。铜精矿供应偏宽松，TC 持续上行。铜精矿供应偏宽松，TC 持续上行。

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。

国内电解铜供应逐步释放

10 月 SMM 中国电解铜产量为 90.12 万吨，环比下降 0.9%，同比上升 14.2%。1-10 月累计产量为 851.25 万吨，同比增加 2.8%，粗铜和冷料供应紧张令部分冶炼厂产量超预期下滑，11 月精铜产量环比微增，整体仍持续低于预期。今年新增电解产能 110 万吨，但受疫情和资金链影响新投和复产项目进度不断推迟，集中在四季度才开始释放，导致下半年出现了矿松锭紧，精炼产量释放持续低于预期，但相信明年产量释放会提速，缓解供应紧张。

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。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。

国内需求强现实弱预期

据住建部监测，10 月份以来不少城市新建商品住宅网签成交量明显 回升。进一步优化新冠肺炎疫情防控措施政策持续推进，国内政策逐步放松。国家统计局公布数据显示，中国 10 月规模以上工业增加值同比增 5%，预期增 5%，前值增 6.3%,对国内工业金属价格起到一定支撑。总体上看，海外经济基本面稳定，国内需求预期随着疫情管控政策放松逐步恢复，预计内外需求共振下有色金属价格偏强运行。

疫情及高价限制，下游开工持续小幅转弱。10 月原生、再生电解铜制杆及电线电缆企业开工率均录得下滑，主因节后归来国内多地爆发疫情，部分线缆企业出现减停产现象，拖累整体开工率。受华南地区原料紧缺的影响，精铜杆开工率再度回落 0.29%，录得 64.64%，精铜杆企业新接订单量持续下滑，精铜杆消费延续下滑态势。一方面，广东、河北等地区疫情持续严峻，线缆端对于精铜杆的需求持续下滑。另一方面，铜价突然大涨，导致 8 月以来的订单全部被套，高铜价对消费抑制明显，交割后价格回落，下游采购略有回升，但整体仍维持较弱。

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

南美铜矿扰动频发，但不改铜矿原料供应宽松格局，9 月我国铜精矿进口再创单月新高，TC 仍延续增长态势，且未来大型矿山项目的陆续投产使得全年矿端预计仍将实现增长。据 SMM10 月中国电解铜产量为 90.12 万吨，环比下降 0.9%，同比上升 14.2%。产量下滑主因检修、粗铜和冷料紧张、疫情和限电等。需求端，市场仍呈现内动力不足、政策刺激驱动为主的结构，消费市场整体表现仍为疲软，边际改善缓慢。铜市消费淡季来临，全球库存低位回升支撑减弱。预计 12 月铜价重心或下移。

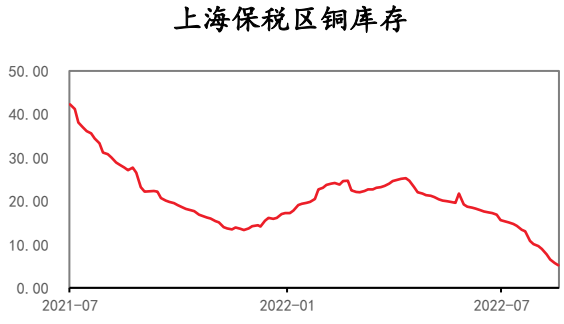
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



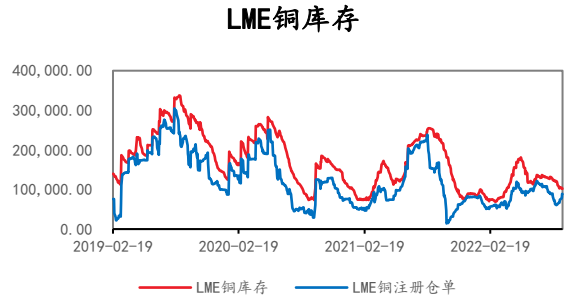
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



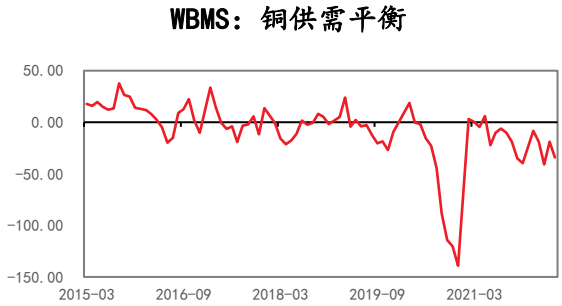
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



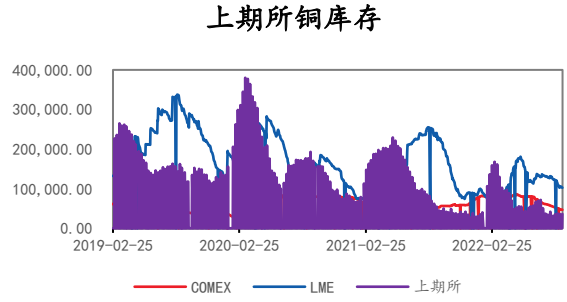
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



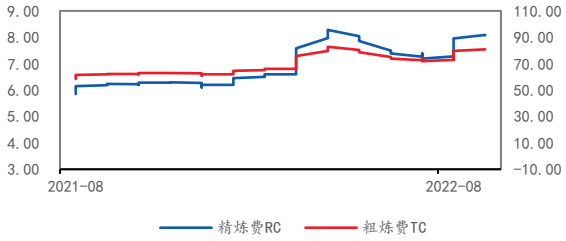
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

国内产量 9 月略不及预期，10 月整体表现较稳中有升。2022 年 9 月 SMM 中国精炼锌产量为 50.39 万吨，不及前期预期，环比增加 4.12 万吨或环比增加 8.91%，同比减少 0.8 万吨或 3.08%。1-9 月精炼锌累计产量为 441.4 万吨，累计同比去年同期减少 3.08%。湖南地区冶炼增量较多，湘西地区逐步恢复生产，另外某大型炼厂亦有提产计划；新疆地区某大型炼厂检修后恢复，增量可观；四川、河南等地部分炼厂存在提产计划；另外江西某小型炼厂于 10 月投产。产量减少的原因：云南、广东部分炼厂常规检修，导致产量下滑，同时云南地区限电影响量在 5000 吨左右；另外内蒙、陕西等地部分炼厂仍未能恢复正常生产。另外，近期国内硫酸价格触底反升，国内炼厂利润有所回升，预计后续提产意愿会进一步走高，故四季度或会出现炼厂超产的可能。

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

据 Mysteel 统计，截止 10 月 21 日，130 家镀锌生产企业，50 条产线检修，较上周增加 2 条，整体开工率为 82.99%，较上周下降 0.68%。下游镀锌企业因钢材下跌导致终端订单减少而下调开工；锌价高企，终端订单不佳，倒逼压铸锌合金企业下调开工；疫情干扰运费，部分氧化锌企业生产受限，目前高价锌对需求抑制较为明显。镀锌结构件方面，整体订单有所好转，企业之间依然存在恶性竞争，南北价差凸显，利润空间有限，值得一提的是近期农业大棚施工旺季影响，订单增加较多，但属于季节性产品，持续性较弱。另外据了解疫情方面对镀锌企业的生产影响有限，部分地区运输或有延后，整体影响不大。

1-10 月份全国房地产开发投资 124934 亿元，同比增长 7.2%。下半年开始，多地“停工断贷”现象频出，加剧市场系统风险预期。全国房地产开发投资持续降温，增速连续 9 个月出现放缓。10 月房屋竣工面积累计同比降幅为 18.70%，降幅连续 3 个月收窄。第三季度住宅新开工面积同比减少 17%；商品房销售面积同比减少 14.5%。

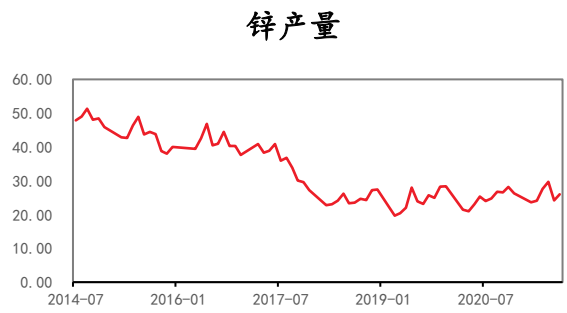
汽车需求方面，10 月汽车销量 250.5 万辆，环比下降 4%，同比增长 6.9%。受疫情多发散发等影响，终端市场承压，生产供给比 9 月略有下降。由于车辆购置税减征政策的持续发力，与上年同期相比，产销量仍保持增长势头。1-10 月，汽车销量 2197.5 万辆，同比增长 4.6%。增速较 1-9 月扩大了 0.3 个百分点。

2 总结

美联储政策出现转向，宏观压力或暂缓。今年中旬以来，国内锌锭产量抬升始终不顺畅，主要原因还是在于云川地区炼厂因限电减产、内蒙地区炼厂设备频繁故障、陕桂湘等地不一而同地出现各种问题导致。镀锌和彩涂板卷周度产能利用率和产量均环比提升，锌合金、氧化锌和镀锌管表现略下降；镀锌和彩涂板卷库存低位去化。初端需求在基建的带动下，整体环比改善比较明显。地产竣工面积在保交楼政策的推进下环比出现改善，短期对于需求环比提振。海内外的宏观双重利好加上低库存下持续去库，让沪锌期价从相对低位快速拉起，但因供应端增量及需求较弱限制其涨幅。沪锌将以震荡为主。

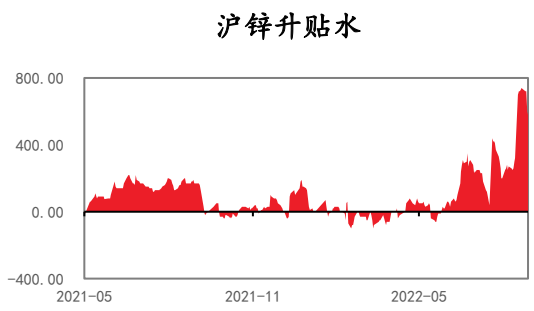
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



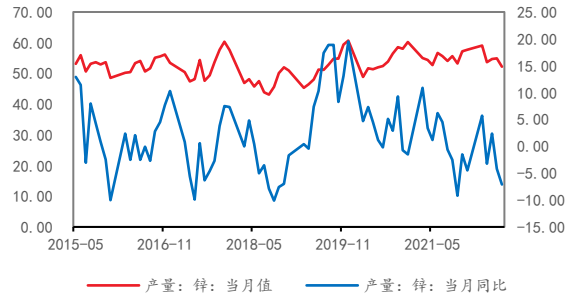
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



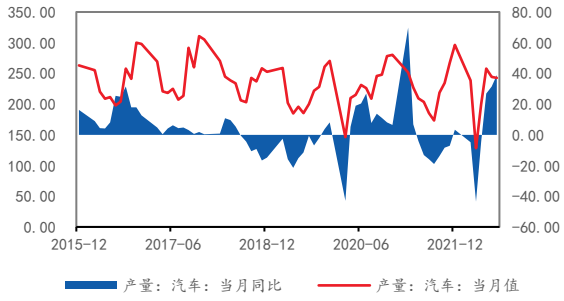
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 疫情防控发生转向

继 2022 年 11 月 10 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施后，我国疫情防控的方向发生了重大转变，全国各地也开始不断调整防疫政策，以适应新的方向。

11 月 30 日，广州市已解除了所有临时管控区，除一些特殊场所需 24、48 小时核酸阴性证明以外，大多数公共场所及公交地铁都已不再查验核酸证明，大批的核酸检测点也随之去除。

与广州对应，上海市、深圳市亦对防疫政策做出了调整，除农贸市场及少部分场所需 72 小时核酸阴性证明，大多公共场所如乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具，仅需扫场所码、查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明。

尽管防疫政策方向发生了重大转向，但“动态清零”的总方针和“外防输入，内防反弹”的总宗旨尚未发生改变。我们可以看到，确诊病例及密切接触者隔离政策未发生改变，只是隔离的方式部分从集中合理转化成居家隔离，需隔离的人群从次密接下降到了仅确诊及密接。

防疫政策的转向，意味着感染人群的上升期才刚刚开始，疫情的对市场的影响也会从抑制经济活力，抑制需求转向影响劳动力的供给。以广州为例，截至 12 月 4 日，广州累计报告本土感染者 16.71 万例，以我国 68%的劳动参与率估计，也有 10.88 万人受影响，至少需隔离 2 周。

目前，我国无症状感染者及确诊人数日增 31601 人次，我们预计随着时间的推移，该数量将呈指数级上升，届时疫情对市场的压力将来到供给端。

2 政策底显现，地产行业复苏有望

近期地产利好政策频出，从“第二支箭”，到央行、银保监会出台了 16 项救市措施，到“第三支箭”证监会允许房企上市融资，政策的核心开始转向了支持房企融资，政策底已确定出现。

16 条及“第二支箭”、“第三支箭”出台，或意味着高层对房地产企业融资的大方向从限制转向了支持。自 3 条红线政策出台以来，房企高周转的循环被打断，房企所以来的表外融资和非标融资受到了巨大的冲击。尽管本轮房企危机多是由房企过于激进的杠杆所造成的，但目前地产行业的危机已有像系统性风险转换的迹象，债务表健康的企业也收到波及。

本次政策的出台除了总结过往房地产的政策，还从供需两端全面支持房地产市场平稳健康发展，其核心是企业债务展期、支持房企融资、促进购房者信心恢复，支持购房信贷。我们预计，房企债务展期、增信发债和股权融资之后，房企资金紧张的局面会得到改善。

3 小结

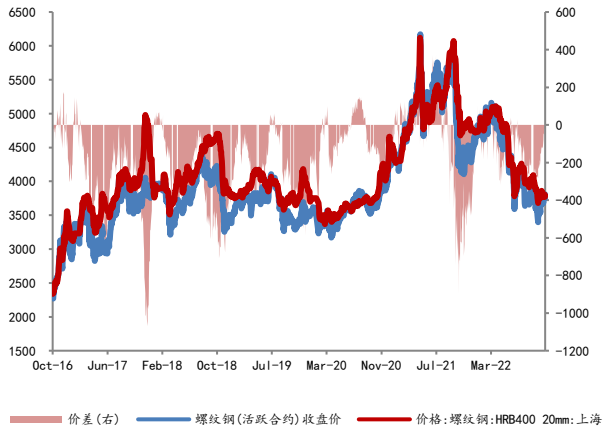
近期地产利好政策频出，从“第二支箭”，到央行、银保监会出台了 16 项救市措施，到“第三支箭”证监会允许房企上市融资，政策的核心开始转向了支持房企融资，政策底已确定出现。受地产利好政策影响，目前黑色系市场情绪已经出现了逆转，投资者已开始交易地产行业复苏

预期，而近期冬储及钢市现实需求的矛盾被刻意忽略。

尽管政策出现了转向，但地产行业的好转还离不开需求端的努力。房屋销售的企稳，才能使得企业销售回款得到改善，从而形成良性循环。房屋销售回款占房地产企业资金来源约 50%，为所有资金来源里的最大头，从目前来看，房屋销售端未有企稳的迹象，居民的购房信心也未见恢复。从长期来看，房地产行业尚未走出下行大周期，短中期甚至看不到房地产投资由降转增的希望，在缺乏基本面的支撑，本轮政策底的反弹将难以持续。

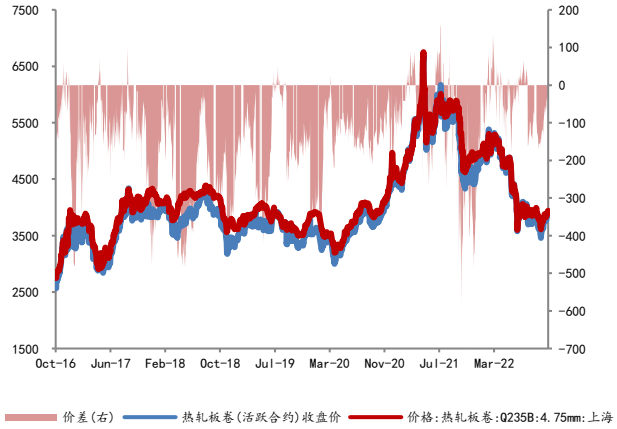
4 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



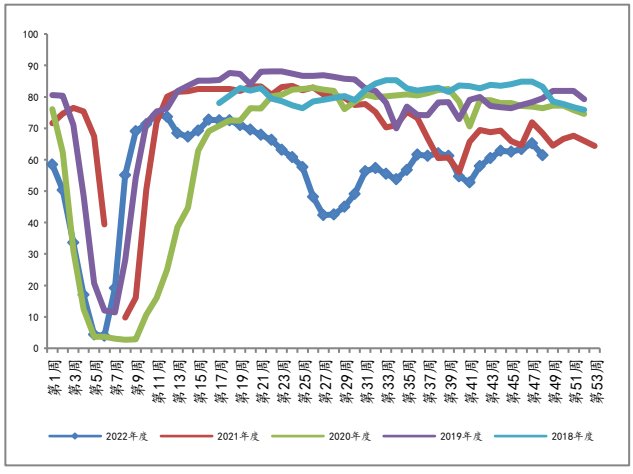
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



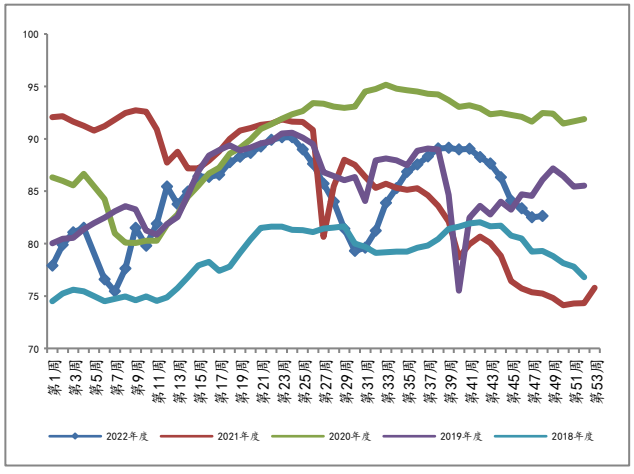
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



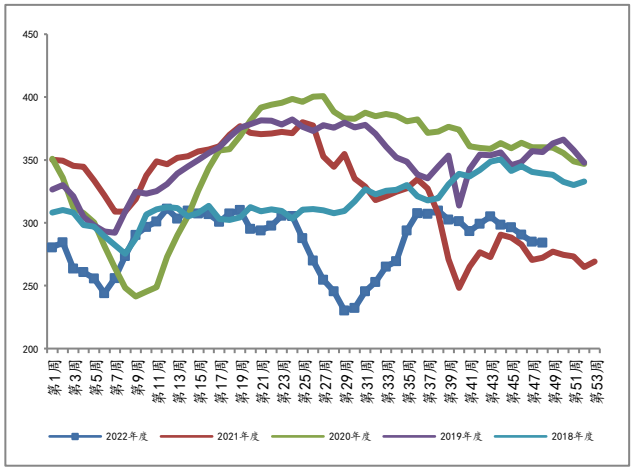
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



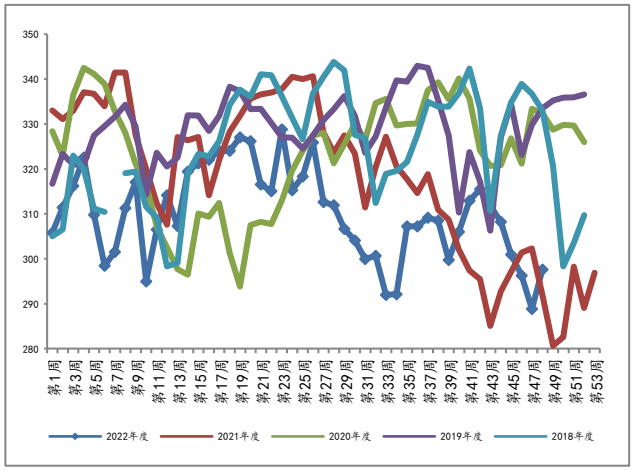
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



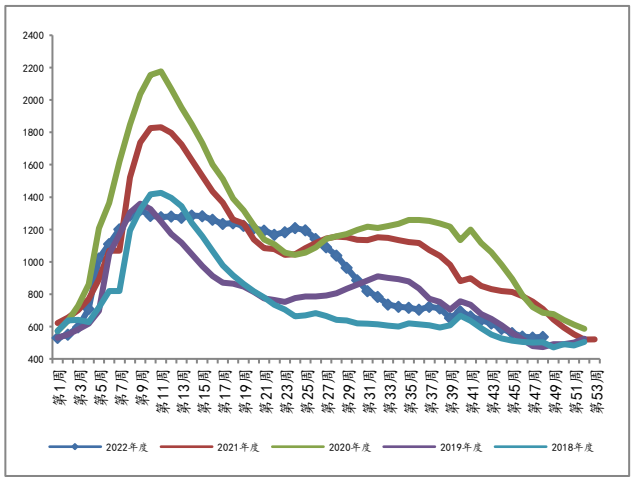
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



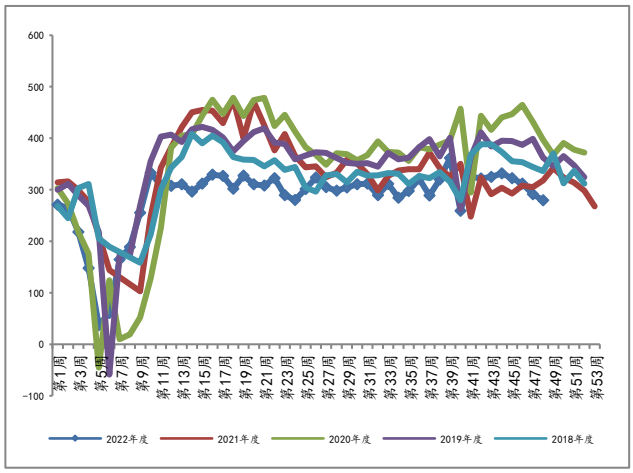
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 市场聚焦对俄制裁

目前，西方制裁对俄罗斯原油供应的实际影响成为市场交易的热点题材。

欧盟将从 12 月 5 日开始禁止进口俄罗斯海运原油，从 2 月 5 日开始禁止进口俄罗斯石油产品，以此来削弱俄罗斯的石油收入。欧盟还对俄罗斯海运石油单方面设置价格上限，只有以低于上限的价格出售才能获得国际航运和保险服务。

作为全球最大石油生产国和出口国之一，俄罗斯正急于寻求替代市场，全球原油贸易流已经明显重构。关于这些制裁措施的影响，国际能源署（IEA）署长代表市场此前普遍观点，即预计到 2023 年一季度末，俄罗斯原油产量可能将减少约 200 万桶/日，同时这也是欧盟需要获取替代货源的数额。

2 关键条款态度软化

随着对俄罗斯出口原油禁运令和限价令即将落地，欧盟却在一系列关键性的条款上态度软化，令原油市场地缘政治风险溢价回落。

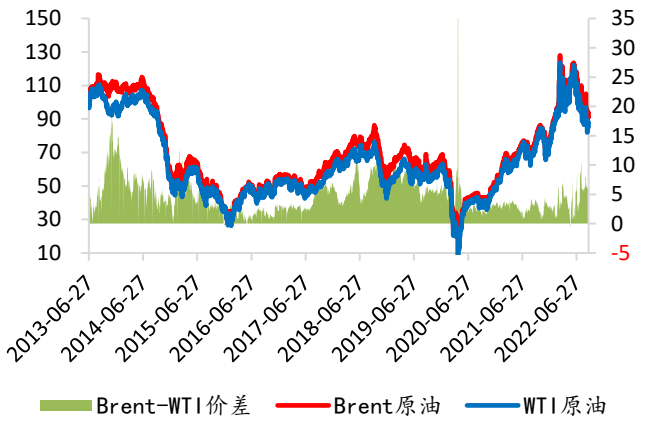
欧盟将俄罗斯原油价格上限定在 60 美元/桶，这远高于俄罗斯的原油生产成本。由于俄罗斯已经在折价出售原油，这意味着设置价格上限所能达到的效果有限。原油贸易商表示并未受到明显影响，保险公司和托运人只需要确保他们所运输的俄油以低于上限的价格出售。如果最终上限接近目前现有的折价水平，俄罗斯可能会表示原油行业将照常运行。

近期在宏观预期再度转弱和地缘风险重新定价影响下，国际原油价格大幅走跌，但整体仍维持在偏高位置震荡运行。

3 反复修正供应预期

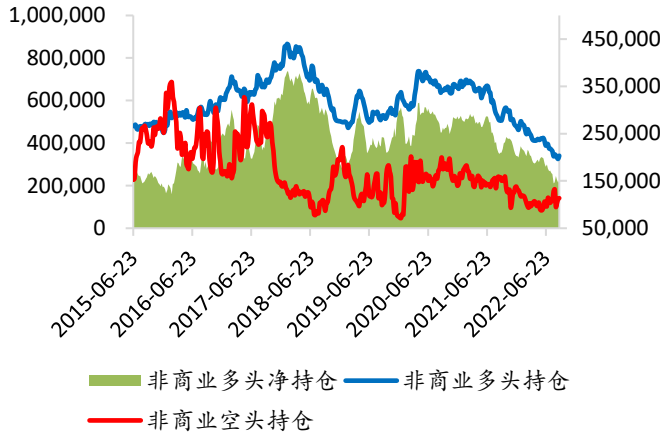
就目前来看，欧盟制裁对俄罗斯石油出口的影响程度，是决定未来原油市场供需格局的关键。欧盟就俄罗斯海运原油价格上限达成协议，将其设定在 60 美元/桶，考虑到俄罗斯乌拉尔原油长期以来大幅折价出售，这与当前实际交易价格相差不远，可以说西方对俄限价令形同虚设。对俄罗斯原油价格设置的上限远高于预期的成本线略上方水平（30 美元/桶左右），之前业界普遍认为的俄罗斯原油供应减少 150-200 万桶/日将难以实现。但供应端仍需考虑其他一些因素，比如 OPEC+即将举行的下一次部长级会议，对接下来的原油产量政策如何做出决定。

图表 31：国际原油期货价格



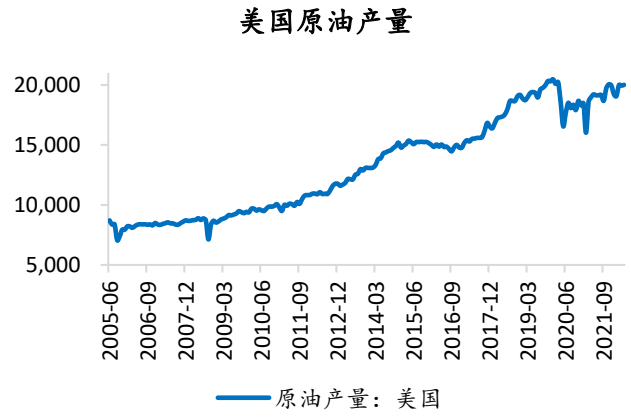
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



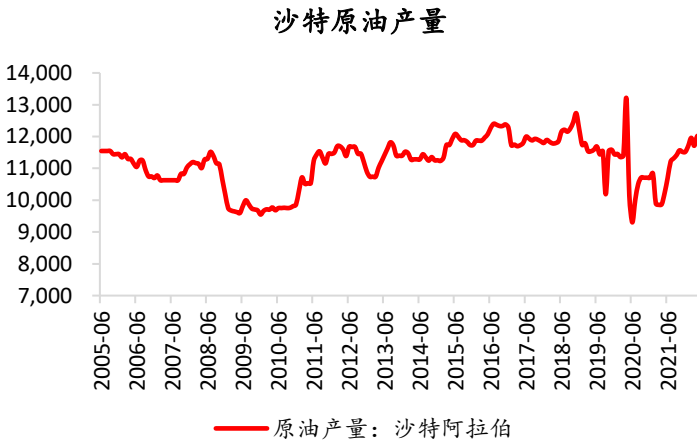
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



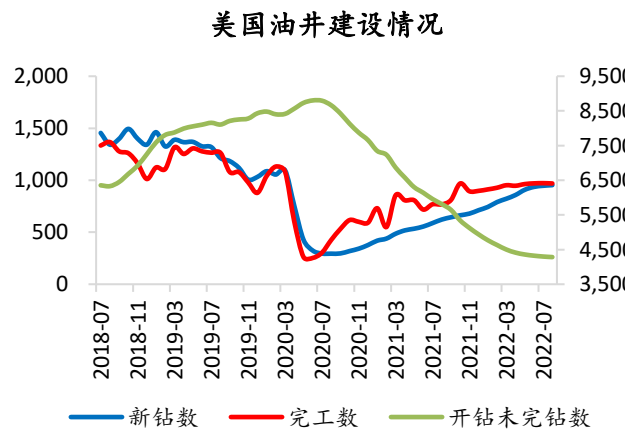
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



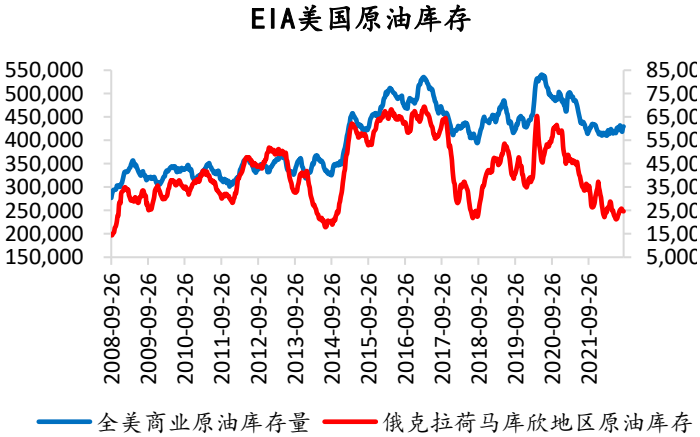
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



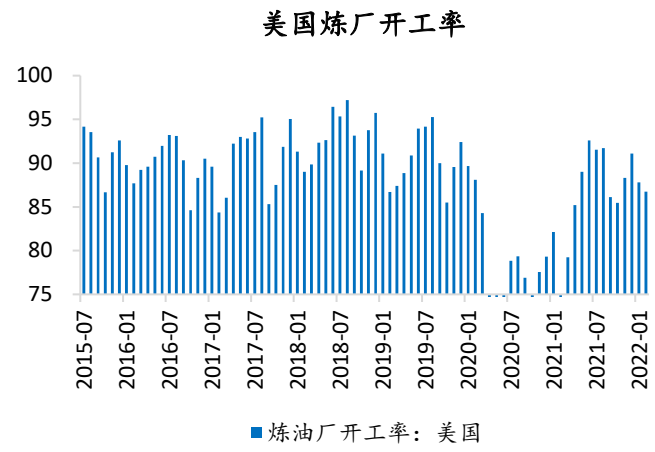
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



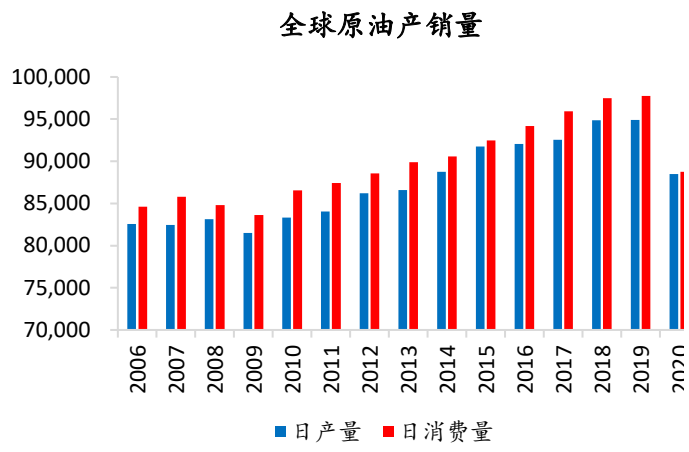
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 减产兜底油价下跌

在国际油价跌至年内低点后，市场对于石油输出国组织及其盟友将进一步削减供应的预期大幅升温，令原油价格短期止跌反弹。

此前我们曾指出，OPEC+可能在新一期部长级会议上评估政策时考虑进一步限制原油产量。目前沙特方面已经向市场发出了一个明确的信号，沙特能源部长阿卜杜勒-阿齐兹指出，如果需要重新平衡供需，OPEC+已经准备好进行干预，进一步减少投入原油市场的供应量。本次 OPEC+会议计划于 12 月 4 日召开，是欧盟对俄罗斯海运原油出口制裁正式生效的前一天。鉴于俄油供应损失不及预期，叠加原油需求前景急转直下，近期原油走势的技术形态转向下行，这可能会迫使该组织做出更强力的回应。

5 欧美寻找替代货源

近年来，西方总共制裁了三个产油国—伊朗、委内瑞拉和今年的俄罗斯。随着对俄罗斯出口石油的禁运令和限价令即将执行，美国转而放松对委内瑞拉石油的制裁。

近日美方宣布，允许美国主要石油生产商重启在委内瑞拉的营运。此前多年的制裁大幅减少了委内瑞拉政府的石油和天然气收入，现在雪佛龙和其他美国能源公司可以维护与 PDVSA 联合运营的油井，并进行有限的能源生产工作。委内瑞拉的石油产量约为 70 万桶/日，而上世纪 90 年代曾高达 300 多万桶/日。鉴于该国石油行业衰颓破败的现状，如果白宫全面放松制裁，委内瑞拉可能在两年内恢复到 150 万桶/日的石油产量。

6 双重主线逻辑并行

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。

天然橡胶

1 供需缺乏显著改善

基本面整体来看，国内天然橡胶供需关系仍未得到明显改善。

东南亚天然橡胶产量继续增加，国内产区则将在年底迎来全面停割。近期因进口货源的逐步增加，青岛港口库存延续小幅累库格局。前期检修产能集中重启之后，轮胎企业开工率恢复到正常水平，但继续提升空间有限。从 10 月的产销数据来看，中国轮胎产量下降，轮胎出口延续同比负增长，业界对后市信心不足。终端汽车消费增长放缓，重卡销量同比跌幅收窄，国内外消费依然偏弱。沪胶期货盘面主要受交割品成本和新仓单低位托底，但基本面难以支撑胶价大幅上涨，长期仍维持低位区间震荡观点。

综合基本面来看，目前沪胶能够企稳已经算是差强人意的表现，短期内橡胶价格（尤其若是收复成本线后）进一步上涨的空间有限，中长期以宏观预期和季节规律基调下的区间震荡为主。

2 云南停割原料企稳

近期胶价企稳的主要原因仍然是原料成本支撑。

国内云南西双版纳已经基本进入停割状态，勐腊等地出现大面积停割，各片区将在 11 月底至 12 月初全面停割，本年度原料供应逐渐步入尾声，胶水价格拉涨近 500 元/吨。近期东南亚局部地区降雨又开始增加，覆盖范围较大，泰国等主要产胶国短期原料产出受限。天然橡胶上游供应压力有所缓解，产地原料收购价格出现上涨，国内现货价格保持稳定，扭转了此前沪胶期货盘面的跌势。

虽然近期原料成本端提振多头信心，但并不会对基本面造成根本性改变。虽然国内云南产区进入全面停割，但替代指标胶大量流入，东南亚主产区正迎来年度割胶旺季，后续无恶劣天气影响下，橡胶产量释放将呈放大趋势。供需未观察到明显改善的前提下，橡胶逢反弹不宜追涨，尤其高于成本线上方空间有限。

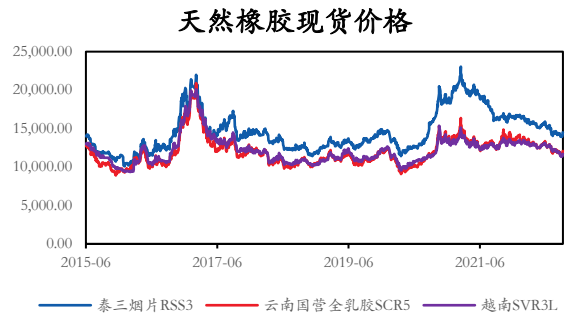
3 下游回暖有待验证

橡胶下游需求端来看，随着疫情防控政策优化，预计物流运输情况将有所好转，市场对需求回暖存在预期，但仍面临较大的不确定性。

近期橡胶的反弹除了情绪提振以外，国内终端车市需求确实出现了一定好转。10 月中国汽车市场产销量分别达到 259.9 万辆和 250.5 万辆，同比增长 11.1%和 6.9%；1-10 月汽车产销分别达到 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，比上年同期增长 7.9%和 4.6%；业内预计剩余两个月的数据表现也将不错。国内车辆购置税减征政策持续发力，但主要影响乘用车市场，商用车销量仍延续同比下降。10 月国内重卡市场估计销售 5 万辆左右，比上年同期的 5.35 万辆下降约 6%。除了疫情管控和经济放缓原因外，重卡市场仍在消化柴油车国六政策对未来一段时间新车需求的透支。

宏观利好预期在一定程度上虽有提振，奈何天然橡胶基本面供需宽松预期悲观，其影响力度及时间长度有待后市验证。

图表 39：天然橡胶现货价格



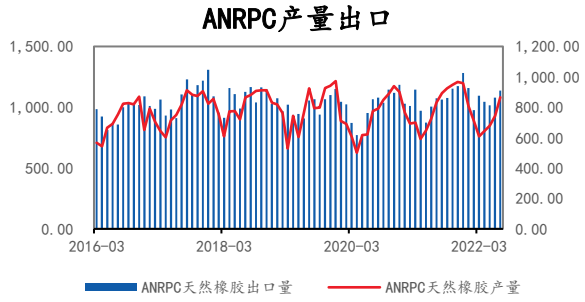
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



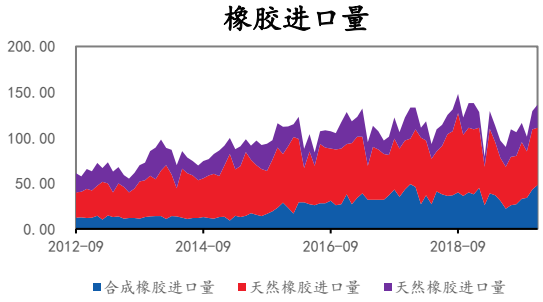
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



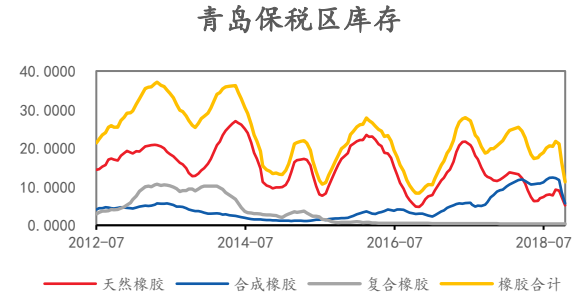
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：橡胶进口量



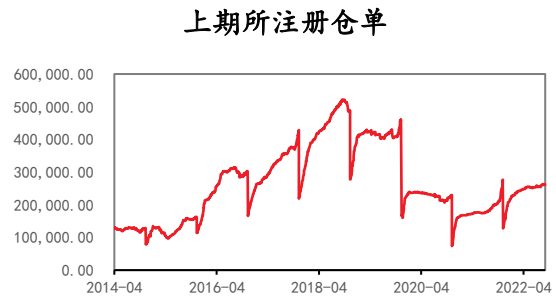
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：青岛保税区库存



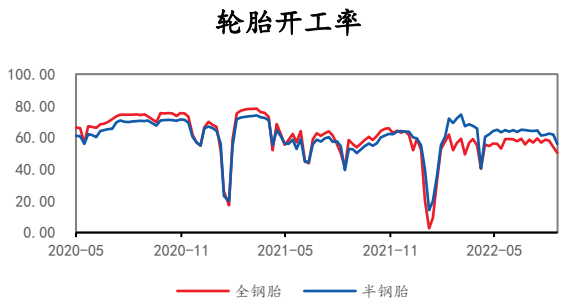
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



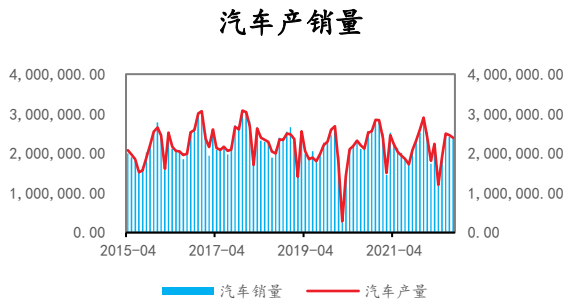
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 仓单库存多空分歧

沪胶现阶段多空分歧主要集中在仓单逻辑上。随着 11 月交易所老胶仓单注销，盘面还剩余约 11 万余吨的仓单。接下来，国内云南和海南产区在年底停割前的全乳胶产量较为关键。目前因产区胶水干含减少，部分浓乳厂停产，叠加全乳生产利润较好，有利于后期交割品产量的增加。

不过，东南亚产胶国进入割胶旺季，叠加海外需求下滑，大量货源将流入到国内市场。海关统计数据显示，10 月中国天然橡胶进口量为 53.26 万吨，同比增加 27.4%；1-10 月，中国进口天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计 478.02 万吨，比去年同期增加 10.61%。展望未来两三个月，尽管云南、海南产区即将进入停割期带给橡胶价格支撑，但泰国等橡胶产量进入旺产季，国内进口压力仍存。

随着进口量跟随东南亚产量逐步回升，若需求恢复仍较为缓慢，国内橡胶社会库存及港口库存将维持小幅累库状态，从而压制胶价反弹空间。

5 仍未摆脱疲弱状态

事实表明，天然橡胶整体上未能摆脱弱势，虽然交割品新仓单不足使得沪胶期货估值修复，但供过于求仍然是市场的主要矛盾，基本面实际情况不容乐观。

上游全球产区供应正值旺产季，国内外原料产出十分充裕，胶水维持顺畅放量增长态势。浓乳市场需求疲弱降低原料分流，且随着期货交割利润的修复，有利于全乳新胶产量的提升。虽然短期橡胶下游刚需有所提升，但终端消费仍未达到实质性改善，对原料橡胶的采购积极性依旧有限。季节性淡季即将到来，轮胎成品库存易增难降，进一步限制轮胎厂开工率。国内经济复苏进程缓慢，汽车产销对轮胎需求的支撑减弱；海外经济衰退影响显现，需求下滑拖累轮胎出口市场。

天然橡胶供强需弱的基本形势下，现货市场交投氛围平淡，预计继续保持低位区间震荡，成本线上方压力较大。

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

巴西大豆种植接近尾声，南美丰产前景保持乐观

农业咨询机构 AgRural 公布的数据显示，截止上周末巴西大豆播种率已达 87%。该机构指出，尽管巴西大豆播种进度不及上年同期水平，但在大豆播种面积同比增加 4%和正常单产下，巴西 2022/2023 年度大豆产量将达到 1.505 亿吨的创纪录水平。该机构评估的巴西大豆产量在众多机构中属于偏低水平。Datagro 最新预估的产量为 1.533 亿吨，StoneX 的预估产量达到 1.55 亿吨，美国农业部在 11 月供需报告中评估的巴西大豆产量为 1.52 亿吨。阿根廷因干旱导致大豆播种率仅为去年同期的一半，开局不及预期，但目前来看巴西的大豆增产幅度完全可以弥补阿根廷可能的减产，市场对南美大豆的产量前景保持乐观预期。随着巴西大豆陆续进入生长期，天气受关注的程度日益提高。

阿根廷实施大豆优惠汇率安排，促进本国大豆出口

布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的报告显示，截至 11 月 23 日，2022/2023 年度阿根廷大豆种植进度为 19.4%，去年同期播种进度接近 40%。阿根廷政府近日恢复实施大豆特别汇率安排，以促进大豆出口创汇。由于阿根廷国内正遭受恶性通货膨胀，农民往往愿意持有大豆作为保值资产，因此出口政策的变化直接影响农民的销售积极性。按照新设定的 230 比索/美元，出口商此前获得的每美元 166 比索的官方汇率更加有利。今年 9 月 5—30 日，阿根廷政府曾以 200 比索/美元的特别优惠汇率，直接推动阿根廷农户 9 月份共计售出 1390 万吨大豆，相当于全国产量的 31.5%。阿根廷大豆优惠汇率实施后，本周该国农户卖豆积极性大幅提高，大豆出口量将此前大幅增加。

美国豆油需求前景不及预期引发市场急跌

本周，美国环境保护署（EPA）提出上调未来三年的生物燃料掺混义务要求，相比 2022 年，2023 年可再生燃料目标仅增加 1.9 亿加仑，增幅低于市场预期。初步推算，1 加仑 EPA 生产对应 7.8 磅油脂，2023 年增加 1.9 亿加仑对应 14.82 亿磅油脂（大约 67 万吨油脂），豆油能占原料六七成，需求预计增加 40 多万吨。美国农业部预计 2022/2023 年度美豆油工业消费增加 66 万吨至 535 万吨，显然美国豆油需求前景低于预期。得益于 2022 年原油市场的强势表现，美国豆油价格在生物燃料题材刺激下一度创出历史新纪录。随着近期原油价格回落到俄乌冲突爆发之前水平，生物柴油利润下降，获利回吐情绪升温，EPA 生柴提议目标低于预期引发市场集中抛售行为，造成美国豆油市场出现跌停，进而拖累 CBOT 大豆市场大幅下跌。

马来西亚棕榈油产量下降出口增长，印尼 12 月上半月棕榈油出口税不变

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，11 月 1-30 日马来西亚棕榈油产量环比下降 8.43%。当前棕榈油产量呈现逐步回落状态，预计季节性减产期将持续至明年 2—3 月。三家船运调查机构相继发布 11 月马来西亚棕榈油出口数据，11 月棕榈油出口数据实现正增长，三家机构的环比增幅在 1.7%-5.6%。马来西亚棕榈油产量下降的同时出口增加，预计 11 月棕榈油库存将进一步下降。印尼近日将 12 月上半月棕榈油出口关税定为 33 美元/吨，出口专项税为 85 美元/吨，与 11 月下半月持平。市场预期明年 1 月印尼有望提高出口关税和出口专项税。

2 国内豆类市场分析

库存触底回升，豆粕现货连跌不止

随着近期进口大豆和菜籽到港量回升，国内油厂开工率整体增加，大豆压榨量随之提高。据业内机构对全国主要油厂的统计，截止 2022 年 11 月 25 日当周，国内油厂开机率由前一周的 53.13%提高到 71.73%，大豆周度压榨量由前一周的 152.86 万吨提高到 206.36 万吨，为 11 月以来首次恢复到 200 万吨以上。根据船期安排，预计 11 月份中国大豆进口量可达 786.5 万吨，环比增 87%；进口菜籽量为 42.6 万吨，环比增 255%。受供应改善影响，国内豆粕和菜粕现货价格出现高位急跌现象，其中张家港豆粕现货价格从 11 月 8 日的 5690 元/吨跌至 12 月 1 日的 5020 元/吨，20 天内累计跌幅高达 670 元/吨，华南区域油厂豆粕现货报价甚至跌至 4900 元/吨。2022 年下半年受国内供应不足影响，豆粕现货价格一度创出历史新高，明显高出其自身合理价值。随着国内供应由紧转松，豆粕现货市场开启下跌进程，。

基差修正速度偏慢，豆粕近月合约表现抗跌

与现货市场供需形势不同，国内豆粕期货市场在远期供应宽松预期下表现较为理性，一直处于较高贴水状态。虽然近日豆粕现货大幅回落后高基差有所修正，但目前沿海油厂豆粕基差仍普遍在 800 元/吨左右，基差修正速度低于预期。豆粕库存在重建过程中仍存在不确定性，基差收敛阶段处于较高贴水的期货盘面通常表现抗跌。近日国内豆粕期货市场止跌回升，市场开始通过现货下跌、期货反弹的方式对基差展开修正。从时间周期来看，目前的高基差在 1 月合约进入交割月前很难回归到常年水平，基差完成修正的时间将推迟到远月合约。

国内油脂库存整体攀升，但棕榈油库存即将达到峰值

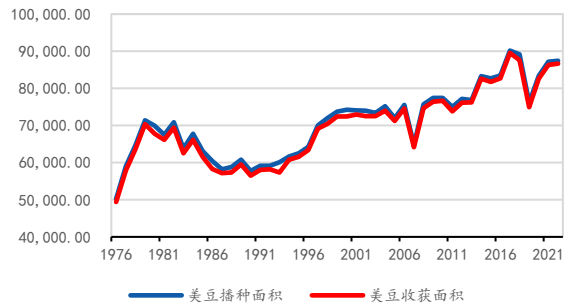
受进口棕榈油到港量不断攀升影响，国内三大油脂库存整体回升。截止 11 月 28 日，国内棕榈油库存继续增加至 92.8 万吨，升至近 7 年同期高位；豆油库存维持在 74.6 万吨左右，仍处于近年同期偏低水平；菜油库存升至 14.2 万吨，回升态势较为明显。目前市场预计 12 月国内棕榈油(24 度)到港在 10 万吨左右，在后期买船无明显增量的情况下，预计国内棕榈油的库存拐点有望在 12 月出现，但后期去库进程将依赖国内需求，可能会较为缓慢。菜油因进口菜籽从 11 月中旬开始大量到港，油厂压榨量攀升，多地出现明显的累库现象，原来的高基差也出现了明显回落。从国内油脂库存角度看，并不支持价格大幅反弹。

3 油脂油料市场展望

美豆收割已结束，巴西大豆播种接近尾声，南美大豆保持丰产预期，全球远期大豆供应前景乐观。随着美国通胀压力减弱，美豆市场的关注点从宏观层面转移到美豆出口和南美大豆种植与生长情况。在巴西缺少减产天气影响下，美豆市场在远期丰产压力下难以掀起持续炒作行情，而美国生物燃料需求不及预期引发豆油暴跌，对美豆市场的弱势拖累效应十分明显。近期国内豆粕市场与美豆走势并不同步，内盘主要聚焦于目前的高基差将会如何得到修正。豆粕现货虽已大幅下跌，但基差水平仍处偏高局面。随着 1 月合约距离进入交割月的时间越来越短，期现回归的内在逻辑将进一步增强，豆粕期货尤其是近月合约在高基差支撑下并不具备深度调整的空间。内外盘油脂市场受成本和预期等因素影响保持较强联动性，棕榈油因累库压力局部基差已由正转负，而冬季又是棕榈油的需求淡季，上行驱动力不足，有望引领豆油和菜籽油追随外盘进入调整节奏。豆一期货供需相对独立，供过于求的基本面令盘面反弹乏力，整体仍未脱离弱势，如果缺少政策支持和需求提振，存在进一步向下寻找支撑的可能。

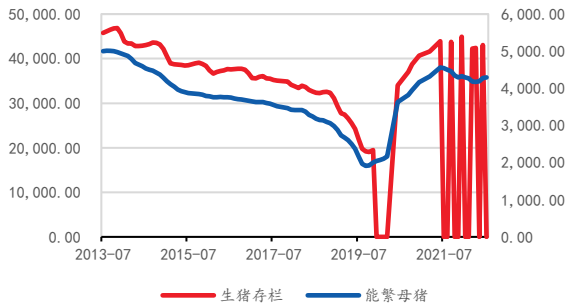
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



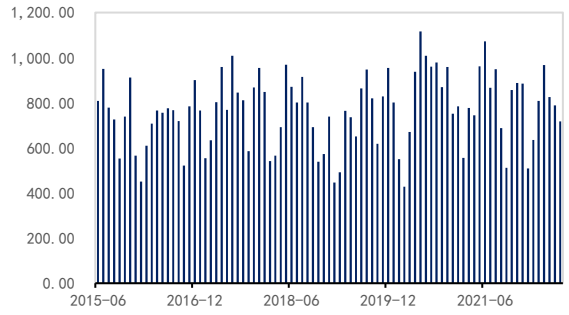
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



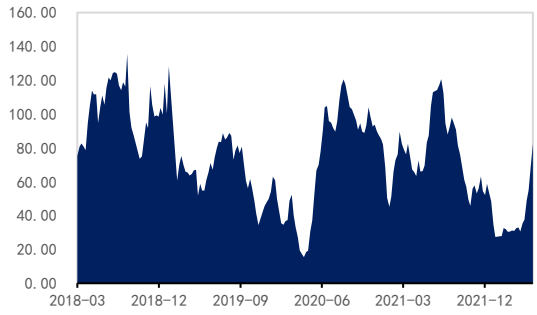
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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