



锦泰财富

11/2022

总第六十四期





锦泰期货集中学习党的二十大精神

10月16日上午，举世瞩目的中国共产党第二十次全国代表大会在北京人民大会堂隆重开幕。锦泰期货领导班子在公司集中观看党的二十大开幕会直播，认真聆听习近平总书记代表中共第十九届中央委员会向大会作的报告。

习近平总书记向大会所作的报告，深刻总结了党的十九大以来党和国家事业取得举世瞩目的重大成就和新时代十年的伟大变革，科学谋划未来五年乃至更长时期党和国家事业发展的目标任务和大政方针，鼓舞人心，催人奋进。

10月24日，公司党总支带领全体党员干部围绕学习贯彻党的二十大报告开展了专题学习讨论，报告中讲述的新思想、新观点引起了强烈共鸣。党员干部一致表示，习总书记的报告把握历史大势，着眼长远发展，回应时代需求，高屋建瓴。我们要深刻领会报告精神，珍惜机会、不负韶华，将党的二十大精神与实际工作相结合，为推动公司高质量发展作出新的贡献。



目录 CONTENTS

2022 11 锦泰财富
总第六十四期

| | | |
|-----------|---|----------------------|
| 动力煤 | 扰动因素趋向缓和 动煤上行空间有限 海外能源市场急跌对煤炭市场的影响 | 2 6 |
| “人民币汇率”专题 | 人民币贬值对有色金属走势的影响分析 人民币汇率再度探底的成因及展望 | 9 12 |
| 品种专栏 | 期指——反弹将至 铜——宏观经济下行 柳暗尚未花明 生猪——产能去化逐步兑现 新周期开启 玻璃——高库存期现货下跌 需求修复力度偏弱 | 14 19 24 29 |
| 宏观 | 当前经济形势和市场展望 | 32 |
| 案例 | 赋能“保险+期货”助力乡村振兴 | 36 |
| 理财研究 | 期货公司资管锚定特色向未来 信托公司差异化发展做好“加减法” | 38 40 |
| 漫画 | 漫画白银的起源与历史（上） | 43 |
| 投资杂谈 | 在交易过程中遵循并做好以下三个步骤 | 47 |
| 投教园地 | | 49 |
| 资讯 | | 50 |

编审委员会 冯小烨 苍松 陈跃明 徐壮丽 殷震

主编 苍松

编辑 王楠 兰键 陆辉 任程程 张元军 陈捷 佴君 柳翰 刘泽琳



电话 / 025-83659265 传真 / 025-83116169
出版日期 / 2022年11月



『扰动因素趋向缓和 动煤上行空间有限』

—— 2022冬季动力煤市场前景展望
陈 捷

一、十月动力煤市场行情回顾

十月，煤市步入传统需求淡季和冬储季节，整体行情不温不火；在供给端收紧影响下、总体现货重心小幅上移。上游产地受到重要会议召开、安检产能收紧以及散发性疫情管控影响较强，封控区煤炭转运效率偏低，整体供给趋于收缩，煤价高位坚挺；同期下游电力和工业企业需求增量一般，库存充足；伴随夏季高温结束季节性用煤需求有所回落，煤炭需求环比下降，整体呈现供需两淡格局。10月期间环渤海5500kcal成交价维持在1400—1500元/吨区间运行；同期郑商所ZC动力煤期货受制于监管政策延续无量盘整，期现价格严重背离。

图1 郑商所动力煤期货ZC2301走势



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

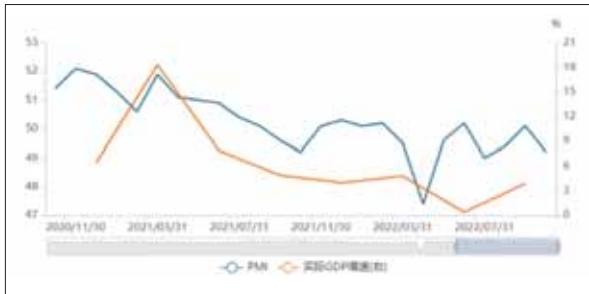
国际方面，10月国际动煤市场延续回落。据CCTD数据显示，截至10月28日，澳大利亚纽卡斯尔港5500大卡动力煤5日均平仓价格为151.05美元/吨，较上周下降6.46美元/吨，降幅为4.1%；理查兹港5500大卡动力煤5日均平仓价格报收于158.84美元/吨，较上周下降3.18美元/吨，降幅为1.96%；欧洲三港6000大卡动力煤5日均到岸价为253.51美元/吨，较上周下降12.49美元/吨，降幅为4.7%。

二、动力煤市场基本面分析

2.1 宏观面：重大会议结束，年末稳增长预期仍存

10月“二十大”重大会议圆满召开。其中会议报告中提出要“立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动。完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，逐步转向碳排放总量和强度‘双控’制度。深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用”的务实能源发展战略。报告中进一步确立了煤炭作为现阶段主力基础能源发展的重要性和未来双减发展路径。对整体行业稳定供给、平抑煤价波动提供了相对稳定的预期。

图2 中国GDP增速和PMI对比走势



资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

宏观数据方面，10月以来多家欧美央行加息，11月3日美联储宣布连续四次加息75个基点，更是创逾30年最大年加息幅度。人民币在外围市场加息冲击下汇率波动较大；此外10月财新中国服务业PMI录得48.4，为6月以来最低。外围市场环境压力不减。中国前三季度国内生产总值（GDP）870269亿元，同比增长3%，比上半年加快0.5个百分点。

国庆以来，疫情多地散发和防控措施收紧的影响仍在持续，对下游地产、基建和部分地区工业需求形成扰动，10月终端日耗相对往年震荡运行，增速放缓；考虑前三季度距离年初经济增长目标仍有较大差距，市场对四季度下游需求增长总体持乐观预期。此外，进入11月后北方供暖将大范围启动，叠加年底赶工预期，对宏观面的总体形势不宜悲观。

图3 中国名义GDP和发电量增速同比走势



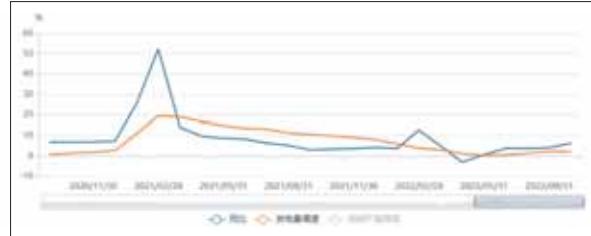
资料来源：锦泰期货投资咨询部，wind

2.2 需求：疫情管控有望缓和，冬储需求支撑显现

从需求面看，9月起，全国气温加速回落，高温影响逐渐消退，居民用电需求递减，电厂日耗出现季节性走弱，1-9月，全国全社会用电量64931亿千瓦时，同比增长4.0%，其中，9月份全国全社会用电量7092亿千瓦时，同比增长0.9%。分产业来看，1-9月第一产业用电量858亿千瓦时，同比增长8.4%，占比

1.3%；第二产业用电量42364亿千瓦时，同比增长1.6%，占比65.2%；第三产业用电量11379亿千瓦时，同比增长4.9%，占比17.5%。1-9月火力绝对发电量为4839亿千瓦时，同比增长6.1%。

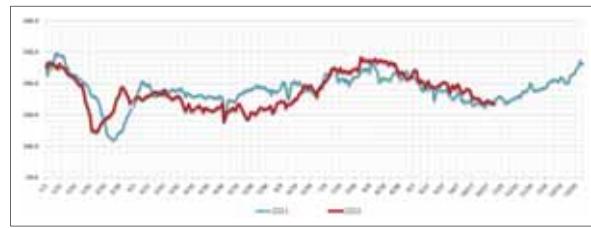
图4 发电量、工业增加值增速统计



资料来源：Wind资讯、锦泰期货投资咨询部

10月份以来，冷空气影响全国大部分地区，波及范围不断扩大，居民取暖需求开始上升，目前北方多地已开始供暖，日耗及机组负荷表现上升，华北地区受疫情影响，多地静默管控，拉运受阻，相关地区电厂库存提升较为困难。华东、华南地区受节日和疫情影响，国内部分工业企业停产放假，工业用电负荷有所下降，加之临近冬季，水泥等行业将再次进入错峰生产阶段，沿海电厂日耗小幅回落于安全范围之上，在高供煤量下，库存压力较小，后期随着寒潮继续带动气温下降以及疫情对于运输的限制缓解后，终端电厂或将加快采购节奏。在年底稳增长预期和季节性取暖屯煤需求提振下，动力煤市场四季度需求或呈现稳中增长态势。

图5 沿海8省电厂日耗对比走势

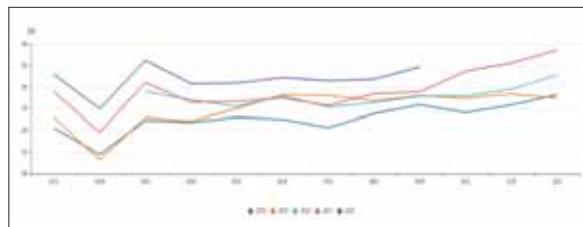


资料来源：Wind资讯、锦泰期货投资咨询部

2.3 供给端：保供政策延续、新年度长协指导出台

前三季度国内煤炭产能释放势头总体延续，产量继续创下同期历史新高。统计局最新数据显示，1-9月累计原煤产量33.2亿吨，同比增长11.2%。9月份，生产原煤3.9亿吨，同比增长12.3%，上月加快4.2个百分点，日均产量1289万吨，随着煤炭保供稳价政策深入推進，原煤生产继续保持较快增长。

图6 国内原煤月度供给（万吨）



资料来源：Wind资讯、锦泰期货投资咨询部

陕西、山西、内蒙等主产地在国庆前后受到了重要会议召开和新冠疫情的影响，产能释放力度和铁路及长途汽运都受到影响。数据显示截止10月28日，全国527家煤矿开工率为86.2%，周环比降0.1%，受重要会议召开以及疫情持续影响，煤炭供给阶段性收紧，公路、铁路运输继续受阻，煤矿外销不畅，其中晋蒙地区疫情管控持续，涉疫地区煤矿有停产减产情况，发运以长协煤为主，整体开工较峰值有所下降。不过随着疫情好转和会议结束，煤矿有望逐渐恢复正常供给水平。

此外值得注意的是，近日国家发改委发布了《做好2023年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相比2022年，2023年的电煤长协合同把保供范围从30万吨产能以上企业扩大到了所有在产的煤炭生产企业，同时还规定贸易商可作为中间环节签订合同，允许其合法合规加价销售，但不得通过企业贸易再次转售给发电企业。

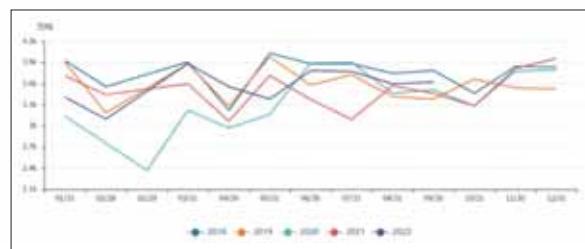
此外从新年度合同签订量来看，2023年的长协合同中新提出，煤炭企业不应低于自有资源量的80%，不低于动力煤资源量的75%。此外，指导文件指出2023年长协合同下水煤（5500大卡）合同基准价为675元/吨，较今年下降了25元/吨。新年度的长协合同履约监管更加严格，违约惩戒措施操作性更强。显示出国家对煤炭保供、稳价政策基调的坚定决心。在新的长协方案指导下，煤矿对于保供长协的优先级进一步提高，若受到运力、疫情等外部因素扰动，市场煤阶段性供给、发运偏紧有望和形成短期挺价。

2.4 发运&库存：疫情扰动导致港口加速去化

发运库存方面最近最大的不确定因素依然来自疫情扩散对运力的扰动。进入10月中旬，大秦沿线疫情暴发，多数司机感染，整个大秦铁路面临缺少火车司机的窘境，铁路运输不畅，大秦线发运量骤降至历史

最低水平，日均运量不足40万吨，原本23日大秦线秋季检修结束的日期推迟到29日，导致北港库存快速下降，月环比骤降480万吨，截止发稿日，环渤海港口库存降至1650万吨的历史低位水平。

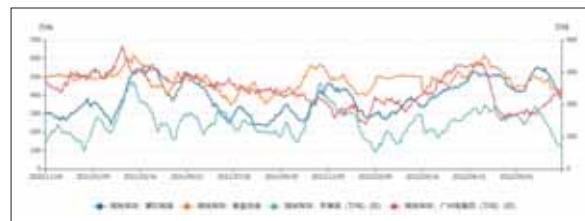
图7 大秦线当月煤炭运量（万吨）



资料来源：Wind资讯、锦泰期货投资咨询部

截止10月28日，全国55港动力煤库存共计4777.4万吨，周环比减54.3万吨，年同比减109万吨。其中东北港口库存264.5万吨，周环比增30.2万吨；环渤海库存2003.5万吨，周环比减153.9万吨。当前正值耗煤淡季，终端电厂高价接货力不足，北上派船量较少，主流电厂更多拉运中长协煤炭，仅部分非电终端对市场煤货源需求较高，但因到港货源不足，港口市场持续处于消库状态。后期在支援湖东机务段乘务人员陆续到岗及各方力量重点保障下，大秦线运力有望逐步提升，中转环节货源供应和库存走低的格局将逐渐得到改善。

图8 国内主要煤炭港口库存



资料来源：Wind资讯、锦泰期货投资咨询部

三、进出口因素

进出口方面，数据显示1-9月份，全国累计进口煤炭2.01亿吨，同比下降12.7%，降幅较前8月继续收窄2.2个百分点。9月份，我国进口煤炭3304.8万吨，较去年同期的3288.3万吨增加16.5万吨，增长0.5%。较8月份的2945.6万吨增加359.2万吨，增长12.19%。截止9月份，我国进口煤已突破2.01亿吨，其中印尼煤进口数量为1.15亿吨，占57.6%，依然占据进口来源绝对主力地位。

近期伴随美联储连续“暴力”加息和欧洲经济数据低迷，国际汇率市场动荡加剧。人民币兑美元汇率已经自年初大幅贬值到7.2上方；对煤炭尽快方来说，随人民币贬值，将抬高外矿报价，或对下游用户采购形成抑制，预计10月份进口动力煤总量或维持当前水平。后市需关注汇率变化及印尼煤矿供应情况。

四、2022冬季动力煤市场行情展望

综合来看，秋季动煤市场需求较夏季高峰相对转淡，但受制于疫情扰动，现货资源短期内流通资源偏

紧，市场整体呈现供需两弱、高位平衡局面。随着后期疫情、运力缓和，铁路发运恢复正常后，下游电煤需求也将逐步进入到冬季取暖需求旺季阶段，预计随着产能释放市场供需节奏总体将维持平衡、煤价大幅上行空间受限。

预计步入11月之后煤炭市场供需双弱的格局或将随天气转冷、周转效率恢复和刚需释放逐步改善，煤价整体维持高位区间震荡概率大；同期煤炭期货市场受到监管政策影响无量运行延续、流动性缺乏，暂观望为宜。



作者：陈捷

品期货分析师，目前主要从事原油、钢材、燃料油、焦炭、甲醇等品种研究。擅长以基本面和技术分析为手段，通过宏观经济与金融市场的联动把握市场行情，对于品种相关产业链及其商品、金融属性有较为深入的认识；曾在期货日报发表相关评论文章。毕业于西南石油大学产业经济学专业，经济学硕士。

办公电话：025-83116158

电子邮箱：cjie314@gmail.com

海外能源市场急跌对煤炭市场的影响

1、欧洲天然气危机对海外煤炭价格的传导路径

俄乌冲突之后，欧洲管道气输入量大幅下降。为应对在11月份至次年的3月份的冬季潜在能源危机，欧洲主要通过降低工业等需求15%和增加LNG、火电等替代能源等方式提前应对。10月份以来，欧洲工业需求已提前萎缩，天然气、煤炭库存持续处于库容上限，且实际气温偏暖。天然气等能源价格在实取暖需求来临之前急速下挫。截止10月24日，欧洲市场的TTF荷兰天然气报价累计由170欧元/兆瓦时重挫43%，10月24日收盘价跌破100欧元至96.5欧元/兆瓦时。ARA6000K煤炭报价由302美金累计下跌16%至253美金。

欧洲对替代能源的集中补库，导致二季度以来海外煤炭价格持续飙涨。对比欧洲ARA港口煤炭库存和当地6000K动力煤报价，3-4月份以来二者呈现较强的相关性。即在实际冬季来临之前，欧洲市场煤炭价格更多源自其提前补库的备货需求。随着欧洲港口煤炭库存8月份满容，ARA6000K煤价已然由7-8月份接近420美金的高位持续下跌。

图表1 荷兰TTF天然气和ARA煤炭价格



图表2 ARA6000K和ARA煤炭库存



图表3 欧洲LNG库存季节性



图表4 ARA港口煤炭库存季节性



2、“欧洲暖冬”仍只是猜想路径之一，实际取暖需求仍需观察

从三季度天气看，由于近期欧洲较为温暖，市场对欧洲暖冬+能源价格暴跌的推断逐渐增多。考虑欧洲在11月份之后才正式进入取暖季，当前对冬季取暖需求的预估仍存较大不确定性。但同样共识的是，持续的高能源挤压下，欧洲需求端已经遭受较大损伤，非刚需部分对高能源溢价的接受能力逐渐减弱。

根据美国气候中心（NOAA）和澳大利亚气象局的预估，今年冬季出现三重拉尼娜现象的预估较高，将导致澳洲持续降雨，南非和印尼等地区夏季温度偏高，和亚洲部分地区气温偏低。

图表5 欧洲平均气温预估

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|------|------|------|------|------|
| 1月 | 5.8 | 3.4 | 5.8 | 3.1 | 4.5 |
| 2月 | 1.5 | 6.2 | 6.9 | 5.0 | 6.5 |
| 3月 | 5.0 | 8.1 | 7.0 | 6.9 | 7.5 |
| 4月 | 11.7 | 10.2 | 11.5 | 7.6 | 9.5 |
| 5月 | 15.1 | 12.0 | 13.7 | 11.4 | 14.8 |
| 6月 | 17.6 | 17.9 | 16.8 | 18.1 | 17.9 |
| 7月 | 20.5 | 19.6 | 18.0 | 18.6 | 19.9 |
| 8月 | 19.2 | 19.0 | 19.8 | 17.2 | 20.5 |
| 9月 | 15.5 | 15.3 | 15.8 | 16.5 | 15.1 |
| 10月 | 11.8 | 11.8 | 11.2 | 11.6 | 11.3 |
| 11月 | 7.6 | 6.8 | 8.5 | 6.9 | 6.9 |
| 12月 | 6.3 | 6.0 | 5.3 | 5.5 | 4.0 |

图表6 中国平均气温预估

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|------|------|------|------|------|
| 1月 | 0.5 | 2.3 | 2.9 | 1.5 | 2.5 |
| 2月 | 3.0 | 4.1 | 5.8 | 7.0 | 2.5 |
| 3月 | 11.2 | 10.7 | 11.2 | 11.2 | 11.6 |
| 4月 | 16.6 | 16.6 | 15.0 | 15.5 | 16.6 |
| 5月 | 21.4 | 20.7 | 21.6 | 21.2 | 19.8 |
| 6月 | 24.7 | 24.5 | 24.9 | 24.7 | 24.7 |
| 7月 | 27.0 | 26.6 | 25.8 | 27.1 | 27.3 |
| 8月 | 26.4 | 26.0 | 26.3 | 25.6 | 26.8 |
| 9月 | 21.6 | 22.6 | 21.9 | 23.5 | 22.7 |
| 10月 | 15.5 | 16.7 | 15.6 | 16.1 | 15.6 |
| 11月 | 9.7 | 10.2 | 10.5 | 9.5 | 9.2 |
| 12月 | 3.1 | 4.2 | 2.4 | 4.4 | 3.6 |

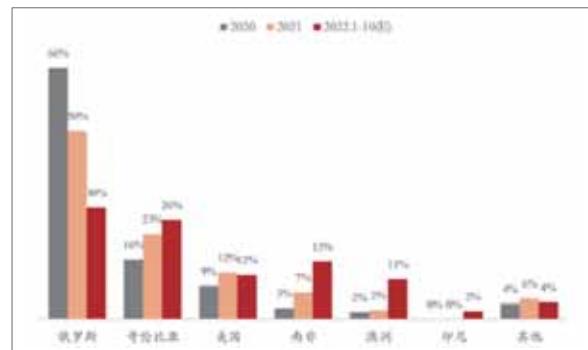
3、高卡煤市场：澳洲6000K煤价将逐渐回吐其高溢价

首先，海外煤炭市场可以简单分为环欧洲市场的5000–6000K高卡煤市场，和环中国市场的3000–4000K中低卡煤市场。俄乌冲突以来，欧洲加入日韩等国，成为高卡煤主要买家，也极大地拉动了高卡煤溢价。印尼6500K的煤炭24日报价257美金，较年初上涨109美金，涨幅74%；印尼3400K的煤炭24日报价54.97美金，较年初上涨13美金，涨幅32%。

基于运距和品质差异等，2022年欧洲进口煤炭增量，更多源自南非、哥伦比亚、美国和澳洲。欧洲市场煤炭崩盘直接影响的是南非和澳洲报价。欧洲煤价急跌后，南非6000K煤炭报价同步跟跌，但澳洲6000K报价表现相对抗跌。24日澳洲6000K报价仍有393美元/吨，较8月份高点仅下跌10%左右。而对欧洲

市场本就贡献不大的印尼煤中高卡煤，累计跌幅同样不深。

图表7 欧洲ARA煤炭进口来源国变化

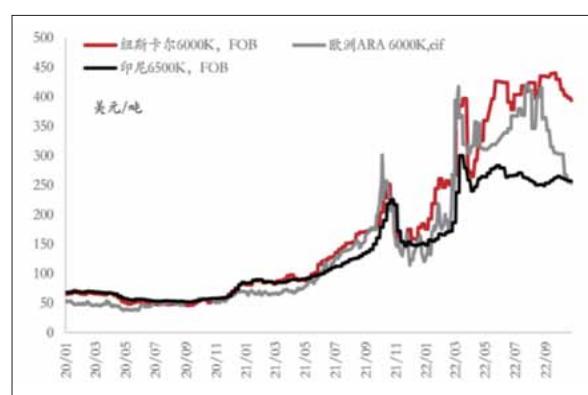


图表8 印尼煤炭出口国变化

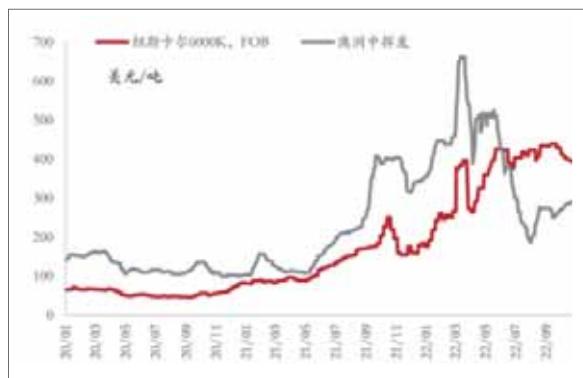


对比来看，澳洲高卡煤市场相对估值偏高，预计伴随海外冬季能源刚需褪去，澳洲6000K高卡煤预计面临较大的溢价回吐。欧洲能源问题下，海外动力煤价格自2022年年中以来首次高于焦煤价格，也引发了少量炼焦煤配煤转去卖动力煤。澳洲高卡煤溢价的回吐，或对海外炼焦煤配煤造成负面冲击。

图表9 欧洲–澳洲–印尼高卡煤价格对比



图表10 澳洲高卡煤和焦煤配煤对比



4、低卡煤市场：等待国内日耗开牌，冬季下行空间暂时有限

我国内地煤炭资源较为充裕，进口资源以印尼低卡煤为主。欧洲高卡煤崩盘在高溢价缓冲下暂难直接冲击到低卡煤市场。印尼煤买方以中国、印度为主，冬季价格如何很大程度上取决于我国冬季日耗情况。

图表11 CCTD电厂日耗季节性



图表12 CCTD电厂库存



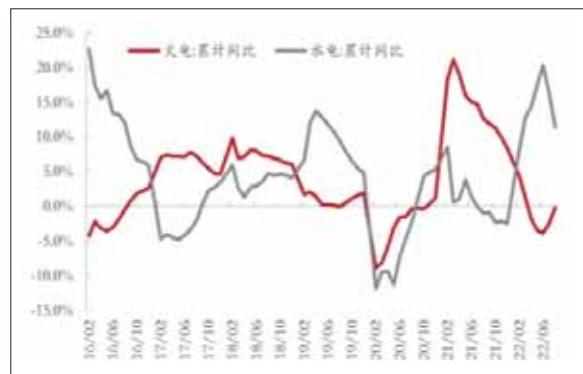
国内方面，国产煤此前供应端扰动较多，随着10月29日大秦线检修结束，预计港口煤价有短暂回调。10月份以来，受物流等因素影响，煤矿开工率比9月末降了2%—3%，按产量算大概损失了600—700万。且

运输问题已经开始影响电厂到货，最近一周的电厂实际煤炭到货量明显下滑。但随着29日大秦线检修结束，港口现货价格在供应端问题解决之后，预计会有一定回调。

图表13 煤矿开工率季节性



图表14 水电和火电增速对比



从8—9月份以来，国内水电恢复持续不给力，9月份高频水电同比下滑速度仍在20%。假设四季度水电20%的降幅量，全部由火电弥补，对应火电的增速大约5%。因此，不考虑天气影响，今年冬季火电日耗大概率也有5%左右增长。而当前电厂、港口库存比较中性，供应端在旺季之前受损，支撑冬季煤价偏强。但冬季对能源的高支撑终将过去，考虑欧洲和中国天气因素，预计能源溢价在此轮冬季末之前会有较大回调。从市场情绪来看，已经开始提前交易一些预期和担心。

资料来源：东证研究

编辑：陈捷

品种专栏



反弹将至

—— 2022年11月股指期货策略报告

邱君

一、股指期货市场分析

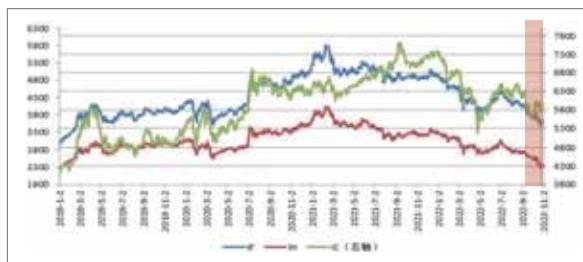
(一) 板块跌多涨少，中小成长风格占优

图1 IF当月合约10月走势



资料来源：文华财经

图2 IF、IH、IC当月合约走势



资料来源：文华财经

回顾10月市场，指数延续震荡下行走势，沪指跌破3000点，个股板块呈普跌态势，中小成长风格占优。主要由于海外通胀预期和美元指数逐步筑顶，海外流动压力或趋于缓解，对流动性更敏感的中小成长股迎来价格修复，而跟人民币汇率贬值、国内疫情反复相关的消费、地产等板块跌幅居前。10月就各指数表现而言，主要指数均下跌，仅有中证500小幅收涨，

中证500、创业板指、深证成指、上证综指、沪深300、上证50分别下跌1.63%、-1.04%、-3.54%、-4.33%、-7.78%、-12.04%。三主力合约加权均值环比均回调，IF、IH、IC加权均值分别为3695.8（环比-6.62%）、2459.1（环比-8.38%）、5876.8（环比-2.53%）。

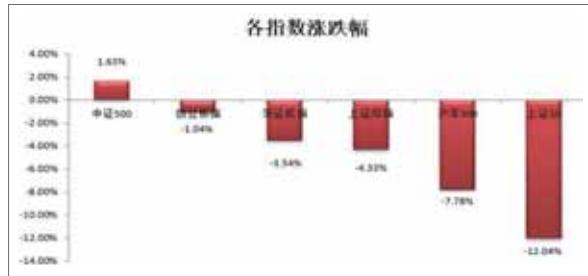
进入11月，随着海外流动性压力趋缓，人民币汇率快速贬值压力缓解，国内稳增长政策加码概率增加，国内经济数据继续边际改善，A股或将迎来价格修复。从国内来看，9月经济数据整体回暖，信贷结构超市场预期，通胀压力整体可控有利于货币政策维持相对宽松。虽然10月PMI受疫情多地散发影响超季节性回落，但随着疫情对经济边际影响减弱以及年底稳增长政策进一步加码，经济增速将持续回升。从海外来看，11月美联储会议表明加息放缓，本轮海外紧缩压力最大时刻或将过去，美债利率预计结束快速上行，对应人民币或已度过贬值压力最大时期，有利于国内流动性的边际好转，风险资产价格有望迎来的阶段性修复。

图3 三主力合约10月详情

| 主力合约 | 收盘价 | 涨跌幅 | 振幅 | 最高点 | 最低点 | 加权平均值 | 加权环比 |
|------|--------|-------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| IF | 3505.4 | -8.04% -306.6 | 10.81% 377.6 | 3869.8 | 3492.2 | 3695.8 | -6.62% |
| IH | 2294.4 | -12.31% -322.2 | 14.64% 334.2 | 2616.8 | 2282.6 | 2459.1 | -8.38% |
| IC | 5805 | 1.31% 74.8 | 8.86% 495.2 | 6082 | 5586 | 5876.8 | -2.53% |

资料来源：文华财经

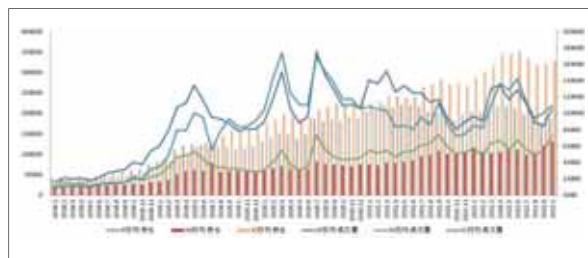
图4 各主要指数10月涨跌幅



资料来源：文华财经

(二) 日均成交持仓比回升，主力合约多空持仓比回落

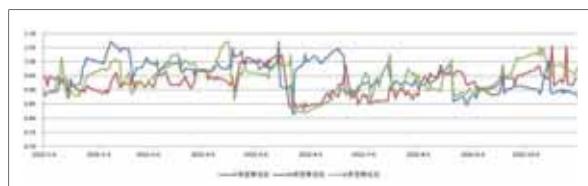
图5 IF、IH、IC每月日均成交持仓量情况



资料来源：wind

10月三品种日均成交持仓比均回升。IF、IH、IC日均成交量10.77万手（环比+23.07%）、7.46万手（环比-31.91%）、11.25万手（环比9.58%）。IF、IH、IC日均持仓量18.63万手（环比5.5%）、13.13万手（环比8.21%）、32.56万手（环比+2.1%）。IF、IH、IC日均成交持仓比为0.58（环比16.66%）、0.57（环比21.9%）、0.35（环比3.1%）。

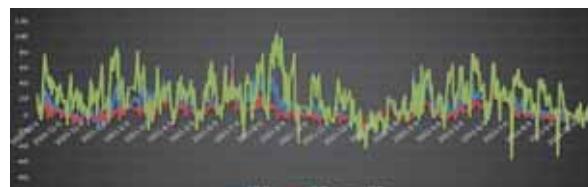
图6 IF、IH、IC多空持仓比



资料来源：wind

(三) 基差快速收窄，下跌动能减弱

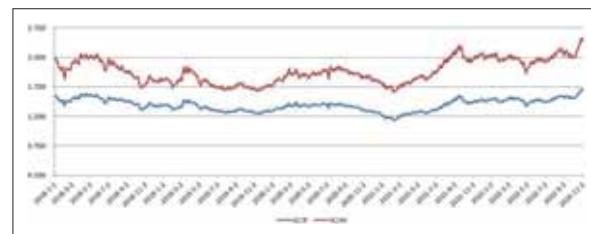
图7 三主力合约基差变动



资料来源：wind

截止2022年10月31日，IF、IH、IC主力合约分别升水3.3、1.52、2.11，当月基差不断收敛，反映下跌情绪释放后，市场进一步下跌空间有限。IH、IF、IC当月基差均值分别为0.01、0.85、-1.09。IC/IF、IC/IH比值月末收于1.631、2.482，环比分别+10.45%、+15.64%，反映市场情绪偏谨慎，大盘股走势疲软，小盘股相对强劲。

图8 IC/IF, IC/IH

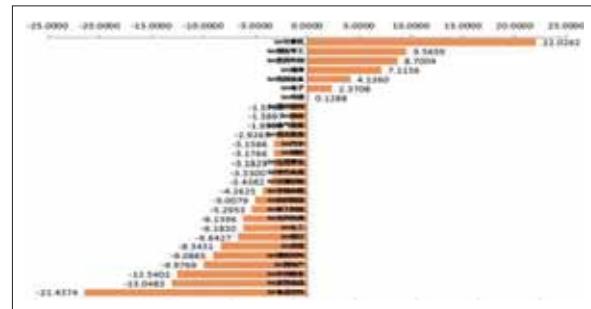


资料来源：wind

二、股票市场分析

(一) 行业涨跌互现，汽车建材跌幅居前

图9 申万一级行业指数2022年10月涨跌幅

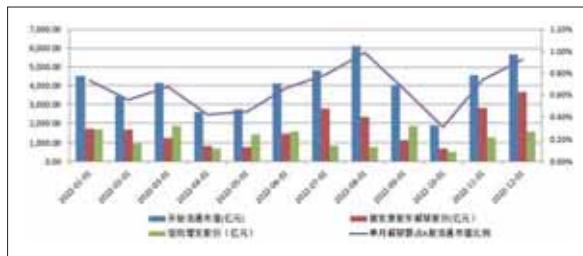


资料来源：wind

现货市场方面，以申万一级指数作为参考，10月A股行业涨跌互现，信息、医药板块上涨，消费、地产、可选等跌幅居前。整体而言，其中涨幅居前的板块是：计算机（22.02%）、国防军工（9.56%）、医药生物（8.7%）、通信（7.11%）、机械设备（4.13%），跌幅居前的板块是食品饮料（-21.43%）、家用电器（-13.05%）、休闲服务（-12.54%）、房地产（-9.98%）、建筑材料（-9.08%）。计算机板块由于新创政策催化表现抢眼，由于国产自主可控能力不断增强国产化提速，“大国重器”扶持政策频，机械设备行业收益。食品饮料由于疫情对消费预期的影响，汇率贬值等因素跌幅居前。

(二) 11月解禁规模处于相对高位

图10 2022年每月解禁市值统计

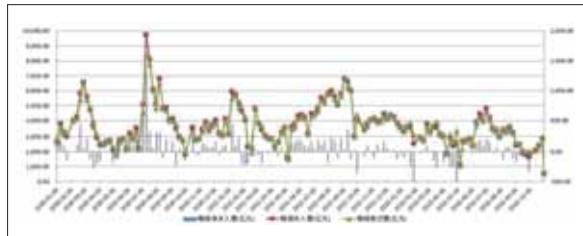


资料来源：文华财经

按照10月31日股价计算，2022年全年解禁额高达4.86万亿，占A股流通市值的0.65%，月均解禁额4049亿元。11月两市解禁市值为4570.94亿元，占全年解禁额的9.41%，比10月份增加2679.21亿元，首发原股东解禁规模占比较大。其中，首发原股东解禁规模为2798.55亿元，环比增加2108.04亿元，占全月解禁规模的61.22%，定向增发解禁规模为1276.99亿元，环比增加787.75亿元，占全月解禁规模的27.94%。主板、创业板、科创板解禁规模占比分别为56.9%、10.37%、32.72%。

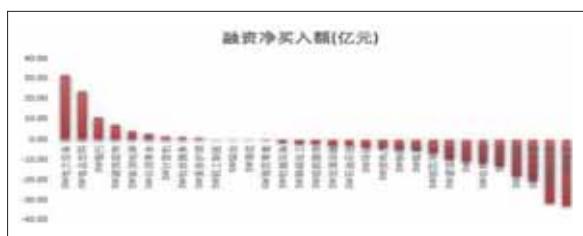
(三) 10月融资小幅净流出，北上资金大幅流出

图11 每周融资净买额



资料来源：文华财经

图12 每月申万31个行业净买额

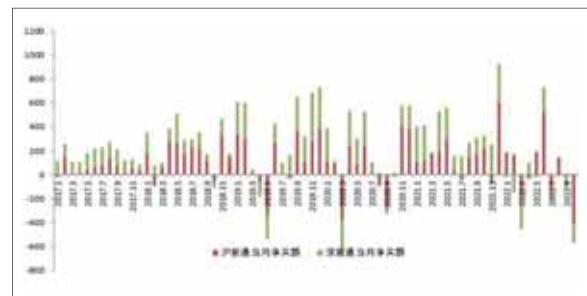


数据来源：wind

10月融资金额转为小幅净流出，截止10月31日，融资余额为14428.17亿元，当月融资净流出7.46亿元。从申万行业来看，10月多数行业呈现净流出态势，市场情绪较为谨慎，增量资金有限，主要为存量资金博弈。融资净流入靠前的行业主要是电力设备（31.78亿元）、电子（23.73亿元）、银行（10.85亿元）、建筑装饰（7.17亿元）、家用电器（4.39亿元），融资净卖出的靠前行业主要是电子（-32.77亿元）、医药生物（-31.64亿元）、有色金属（-20.35亿元）、非银金融（-18.08亿元）、传媒（-13.19亿元）。

深沪股通来看，10月北上资金净流出规模较9月大幅扩大，合计净流出482.9亿元，环比多流出460.66亿元。其中，沪股通净流出405.44亿元（环比多流出393亿），深股通净流出167.54亿（环比多流出67.33亿）。10月北上资金流入较多的行业为电子、有色金属、通信、采掘、公共事业。10月人民币汇率贬值导致外资就流出扩大，待美联储开始出现鸽派信号，美债收益率有望结束快速上行，北上资金流入压力或将缓解。

图13 深沪港通每月累计净买入

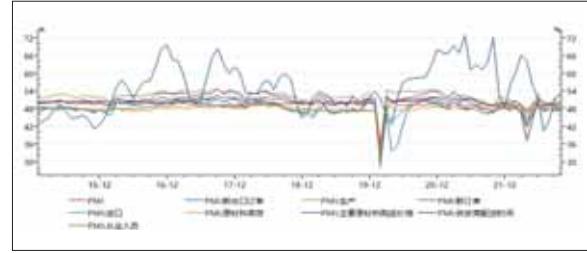


数据来源：wind

三、宏观分析

(一) 多地疫情反复，10月PMI超预期回落

图14 PMI库存、新订单

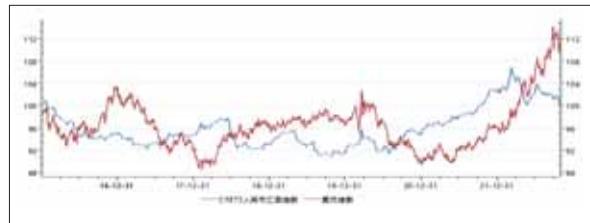


数据来源：wind

10月PMI指数49.2%，环比-0.9%，多地疫情反复冲击叠加环保限产趋严，供应链压力重现，供需两弱，制造业PMI超季节性回落。从分项来看，生产端，10月生产指数回落1.9%至49.6%，10月大类环保限产趋严，高耗能行业PMI显著下行，叠加疫情反复，导致供给环比降幅超过季节性。需求端，新订单指数在上月弱势基础上继续下行，回落1.7%至48.1%，新出口订单环比增加0.6%至47.6%，但是海外PMI指向外需转弱加剧，新出口订单回升持续性存疑。10月原材料价格指数回升0.1%至47.9%，10月大宗商品价格中枢上移，加之国内供给收缩带动上游涨价，中下游成本抬升。原材料库存指数回升0.1%至47.7%，在产需偏弱的情况下，去库存继续放缓，未来或将延续去库存。当前疫情形势上不稳定，或将扰动11月制造业PMI季节性回归。

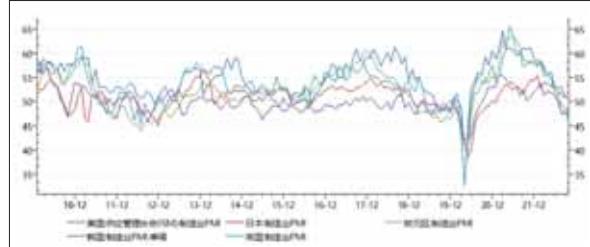
（二）美联储释放加息放缓信号，人民币贬值压力或将减轻

图15 人民币指数



数据来源：wind

图16 各国PMI

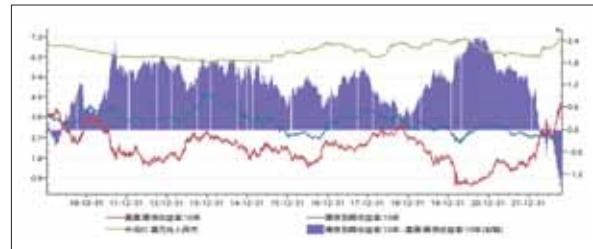


数据来源：wind

截止10月31日，美国10年期国债名义收益率上行至4.1%，环比增加27个bp。11月3日，美联储11月会议宣布加息75BP，并表示了12月加息放缓的意图，与偏鸽派的会议声明不同，发布会中鲍威尔多次释放鹰派信息。整体而言，11月美联储会议表明加息放缓是真的，加息周期更高更长也是真的。美联储加息放缓，本轮海外紧缩压力最大时刻或将过去，美债利率

预计结束快速上行，在四季度维持高位偏强震荡，对应人民币或已度过贬值压力最大时期，有利于国内流动性的边际好转，风险资产价格有望迎来的阶段性修复。

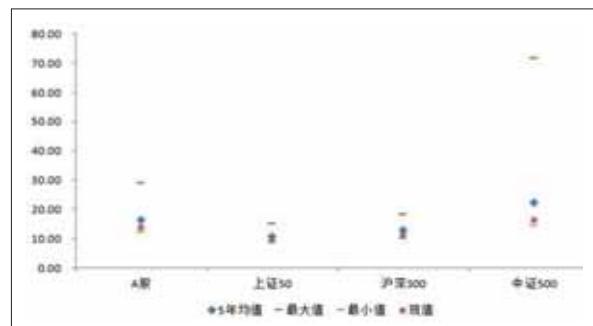
图17 中美10年国债利差



数据来源：wind

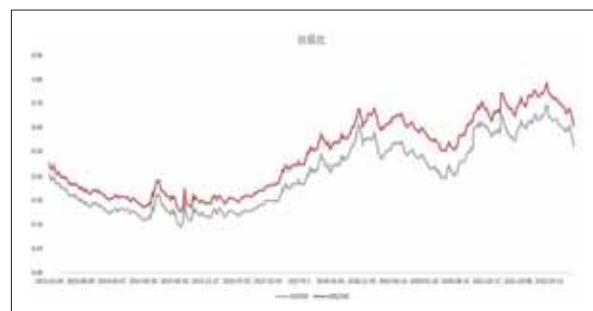
四、行情展望

图18 市盈率



数据来源：wind

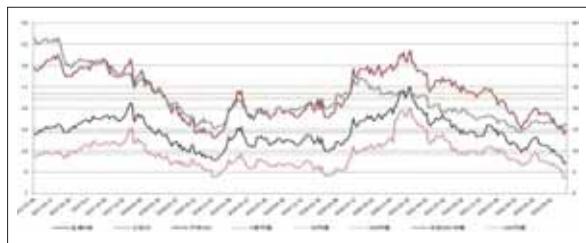
图19 50/500,300/500估值比



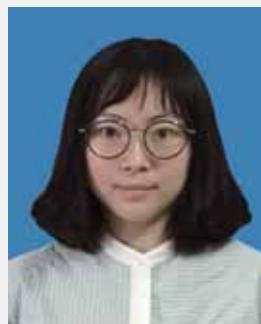
数据来源：wind

从TTM（历史TTM—整体法）估值来看，截止10月31日，全部A股PE为12.85（环比-1.24%，同比-21.02%，均值16.35），上证50PE为8.53（环比-8.85%，同比-22.13%，均值10.68），沪深300PE为9.92（环比-5.36%，同比-21.7%，均值12.73），中证500PE为16.33（环比6.119%，同比-28.05%，均值22.22）。

图20 市盈率和五年均值



数据来源：wind



作者：佴君

金融期货高级分析师，本科毕业于南开大学微电子和金融学双学位，研究生毕业于英国伯明翰大学，擅长从理工与金融的复合角度分析问题。

办公电话：025-83659268

电子邮箱：707278318@qq.com



宏观经济下行 柳暗尚未花明

—— 2022年11月铜期货策略报告

张珂

一、行情回顾

图1 铜主力合约K线图



数据来源：博易大师，锦泰期货投资咨询部

10月下旬，受美元指数下降影响，宏观利空情绪明显缓解，铜价趋于震荡上行。沪铜最高上探64160元/吨，最低61050元/吨，最终收报于63680元/吨，月涨幅2.59%。铜价偏强主因10月中下旬海外多国PMI持续萎缩，全球经济衰退信号陆续释放，缓和了全球市场对紧缩政策的预期，美元指数从高位回落，铜价上方压力有所缓和，加之10月依旧延续低库存格局，现货升水保持高位，对铜价形成了一定的支撑。

二、宏观分析

国内方面，数据显示10月份国内制造业PMI小幅回落，中国10月制造业PMI为49.2，低于临界点，比上月下跌0.9；生产指数为49.6，比上月下降1.9，显示制造业生产有所回落。10月份，受国内疫情多发散发等影响，在居民消费意愿下降、房地产行业负面事件等因素影响下，我国居民及企业生产经营活动总体有所放缓。预计四季度“宽信用”仍然是央行政策重点，围绕改善居民和企业预期、提振实体融资需求的宽信用政策将持续加码。

图2 中国制造业PMI



数据来源：同花顺iFinD

国外方面，美国9月通胀数据再超预期，CPI同比增长8.2%，剔除能源食品的核心CPI环比增长0.6%，同比增长6.6%，为1982年以来最高水平，受此影响美元走强并逼近110一线，铜价开始出现回落。但进入10月，美国三季度实际GDP年化环比上升2.6%，高于市场此前预期的2.4%，在连续两个季度萎缩后重回正增长，同时9月PCE物价指数同比增长6.2%，低于市场预期的6.3%，为连续第三个月放缓，美国宏观压力有所缓解，加息预期的减缓使得铜价有所提振。目前来看，美国的经济数据表现尚可，具备持续加息的条件。在持续的加息背景下，美元指数快速上涨，目前仍在高位震荡，这对铜价起到持续压制的作用。

图3 美元指数与LME铜价



数据来源：同花顺iFinD

图4 美国制造业PMI和CPI当月同比



数据来源：同花顺iFinD

欧洲数据方面，欧元区10月PMI初值录得46.6，为2020年6月以来低点，服务业PMI初值48.2，综合PMI初值47.1，都为2021年3月以来新低；10月CPI初

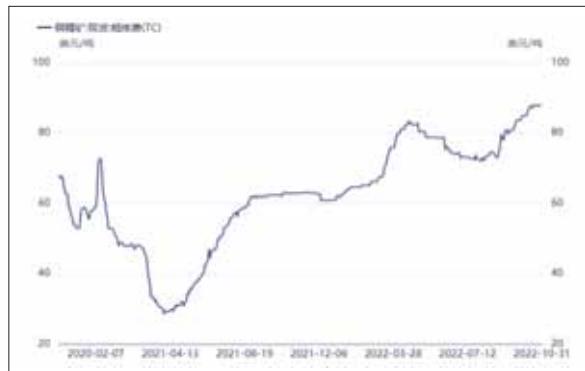
值同比上升10.7%，续创历史新高，高于预期的10.2%及9月终值9.9%。欧元区三季度GDP初值同比增长2.1%，较二季度4.1%的增幅下跌近一半。从数据看，不仅通胀依旧高企，且连续低于预期的PMI数据也表示出目前欧洲经济面临衰退的危机。10月下旬，欧洲央行再次宣布大幅加息75个基点，将主要再融资利率、边际借贷利率、存款机制利率分别上调至2.00%、2.25%和1.50%。加息之余还调整了两项重要的货币政策工具，表明缩表已提前。近3个月来欧洲央行已连续加息50BP、75BP和75BP，且欧央行行长表态还会继续加息直至通胀回到2%的水平。尽管连续加息，但欧元区通胀并未见顶。可以预见的是，大幅加息及缩表可能会带来经济衰退、欧债危机等风险。

三、基本面分析

1、供应分析

铜精矿方面，截止至10月末铜精矿TC为88美元/吨，较月初84.9美元/吨上涨3.1美元/吨。从铜矿粗炼费来看，根据CSPT会议对四季度TC/RC低价提价要求，10月份TC/RC持续稳定上涨。综合来看，10月份铜供应稳定增长，矿端供应呈现宽松的趋势。但10月份冶炼端干扰不少，据消息报道，福建紫金10月份检修，主因没有采购到足够的粗铜，计划减产1.1万吨；广西金川计划11月份检修，影响产量1.5万吨；东南铜业计划11-12月份大修，影响产量2-3万吨；云南锡业计划12月份大修，影响产量1万吨左右。都显示出现在粗铜紧张的状态仍然在持续，粗铜紧张的原因一方面是粗铜需求旺盛，另一方面，7-9月份废铜货源少，国产粗铜减产，加之10月份南非港口罢工加剧了粗铜的紧张状况。粗铜一直处于供不应求的状态。

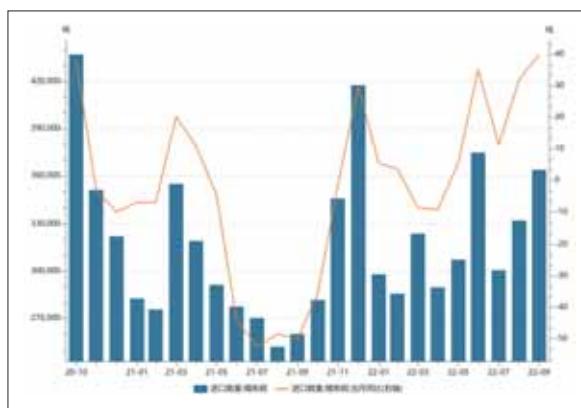
图5 铜精矿：现货：粗炼费(TC)



数据来源：同花顺iFinD

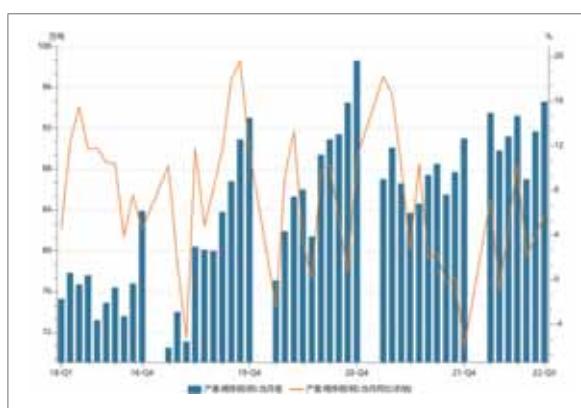
铜精矿方面，数据显示国内铜精矿产量在限电风波之后开始加速，多数市场电力供应紧张局势已然缓解，铜冶炼企业受其影响逐步消失。9月铜精矿产量同比增加5.8%，较8月增速上升1.9%；9月国内精炼铜进口为36.37万吨，同比增加39.92%，与8月相比增速上升8.01%。由于部分冶炼厂在走出限电及检修影响后生产恢复正常，且有为了回补前期的意外产量损失而加大投料生产的动作。预计12月份冶炼厂将进入加速冲量状态，部分冶炼厂表示，由于今年减产量比较大，年底会进入冲刺状态，即使亏损也会完成产量目标。

图6 精炼铜月度进口



数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部

图7 精炼铜月度产量

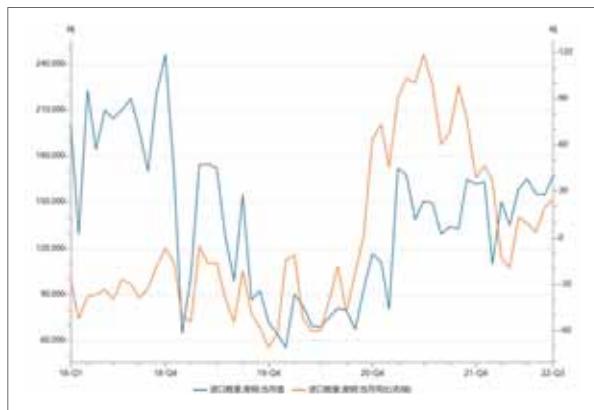


数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部

废铜方面，9月进口同比增长24.28%，1-9月累计增速提升至10.08%。受8月末铜价持续下跌影响，部分铜厂有转采进口废铜的举动，废铜进口供给也在9月持续回暖，预计进口量增速能延续稳定增长趋势。在铜价上涨的情形下，废铜持货商出货意愿也在增强，市场流通货源有所增加。国庆节期间废铜拆解企

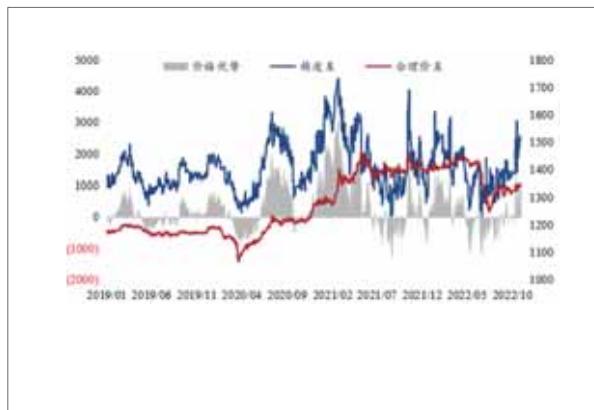
业积累了不少库存，国庆以后集中出货，精废价差也在10月逐渐扩大，最高达到2300元/吨。但实际上废铜市场量并不充足，供给端口仅环比改善，废铜在高价刺激下出一波库存之后，市场上整体货源会比较有限。目前铜价仍处高位震荡，利好废铜出货，一旦回落，预计精废价差将会快速收缩。

图8 废铜月度进口



数据来源：Mysteel，锦泰期货投资咨询部

图9 国内主流市场精废价差走势图（元/吨）



数据来源：Mysteel，锦泰期货投资咨询部

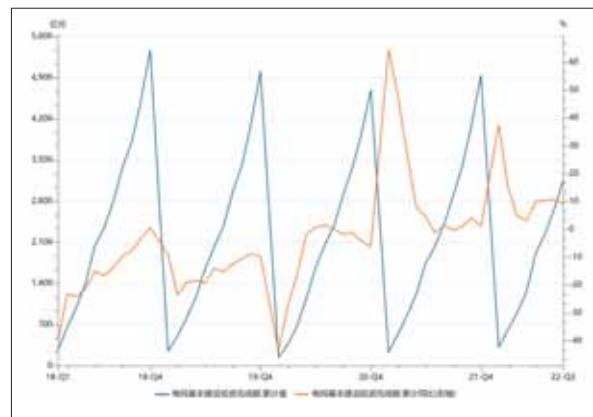
总体来看，铜精矿已经走向了宽松趋势，短期来看精铜产量由于检修及新投产推迟等因素不及预期，但是铜精矿向精铜宽松传导还是大的趋势，随着冶炼厂增产，精铜矿供应最终会趋向宽松。

2、需求分析

电网投资方面，9月电网投资累计同比增长9.1%，较8月增速下降1.6%，主要原因是9月电力供需有所放缓，但考虑到今年冬季气温预判，预计电力基建仍是铜需求的兜底行业。2022年1—9月电网累计投资3154亿元，电网投资超前发力，稳增长调控预期明

显。有部分企业反映国网从七月份以后加速释放订单，中低压和特高压订单增量很快，超出去年同期水平，因此企业对电网类订单比较乐观。

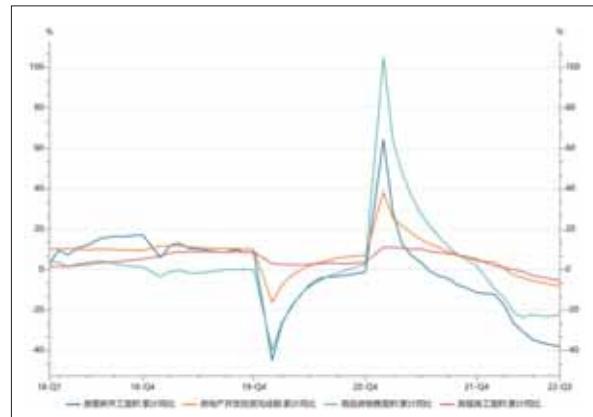
图10 国内电网投资



数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部

房地产方面，全国房地产开发投资依旧处于降温状态中。9月份，房地产开发投资完成额累计同比为-8%，较8月份下降0.6%。房屋新开工面积累计同比为-38%，较8月份下降0.8%。9月房地产数据仍维持弱势。虽然今年各类稳预期、促需求、保交楼的政策积极出台，8月保交楼专项借款托底政策、各地纾困政策发力稳定购房预期，金融对房地产的支持力度也在加大。但楼市消费依旧疲弱，一方面疫情在全国各地反复发生，因此各地防疫政策依旧较为严格，在疫情反复暴发的情况下，居民买房意愿不强，更愿意把钱存起来，另一方面从去年开始的房地产信用危机，以及今年的烂尾楼事件，使全社会对房地产的发展预期产生了改变，破坏了两者之间的信任，从而进一步冲击房企的销售。

图11 国内房地产市场



数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部

汽车方面，9月国内新能源汽车产销继续保持高速增长势头，分别完成77.5万辆和70.8万辆，同比均增长9.3%和6.3%。十月底国务院办公厅发布第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案，延续实施新能源汽车免征车辆购置税政策，组织开展新能源汽车下乡和汽车“品牌向上”系列活动，支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费。结合“双碳国策”，新能源汽车未来对于铜需求的提振具备一定的影响力。但10月份以后，受疫情影响汽车销售也受到了一定影响。根据乘联会统计的数据，主要厂商零售第一、二、三周的日均同比分别为-26%、13%和-1%。即使年末是车市消费旺季，但是在疫情的影响下购车消费还是面临很大的不确定性。

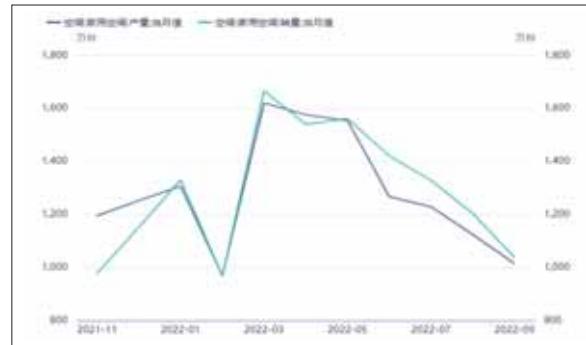
图12 新能源汽车产销量



数据来源：同花顺iFinD

空调方面，2022年9月家用空调生产1015.25万台，同比下降9.7%，销售1038.4万台，同比下降13.8%。高温结束后，零售端销量仍有压力，均价方面持续上行，主要来自龙头企业提价以及结构改善较为明显。分区域看，受国内外市场需求不足及高通胀等因素影响，前三季度空调外销仍然承压。9月份，空调销售进入淡季，内销增速也出现了明显的回落。以空调为代表的家电在内外需求上均受到了一定程度的冲击，居民消费意愿减弱。

图13 空调月度产销量

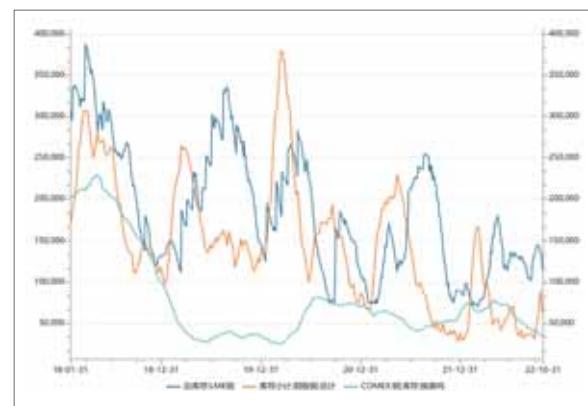


数据来源：同花顺iFinD

3、铜库存

截至10月31日，LME铜库存较此前一周减少21575吨，SHFE库存较此前一周减少26126吨，总体上看全球铜显性库存仍偏低。10月中旬国内交易所库存大幅累库，但随着换月交割结束，又开始了持续去库，当前全球库存量依旧处于较低水平。从库存变化来看，库存持续去化而现货升水维持高位，给予了价格有力支撑。因此10月份铜价震荡上行依旧主因低库存加高升水的支撑模式。

图14 全球显性库存-铜



数据来源：Wind，锦泰期货投资咨询部

四、总结与展望

宏观方面，欧美通胀高企延续，海外经济陷入衰退的预期增加。不过目前美联储官员加息态度已经出现缓和，市场预计12月加息幅度或将减小，美联储高强度加息或已步入尾声；欧洲则依旧维持当前的加息幅度，可能会带来经济衰退、欧债危机等风险。国内在国庆节后再度出现疫情，奥密克戎不断变异，各地防控压力大，市场对经济较为悲观。未来市场情绪或在货币政策和经济数据之间切换。但是随着海外经济陷入衰退，价格大方向上会走弱。

基本面方面，供应端矿端处于宽松态势，在内强外弱的格局下，进口需求趋于回暖，精废价差逐渐走高，11月份继续去库的概率很大，且库存处于非常低的位置，非常容易发生挤仓的现象。目前在低库存加高升水的情形下，铜价支撑较强。但往后看，随着冶炼厂达产以后，铜精矿宽松将向精铜宽松传导，铜供应走向宽松会是大趋势，这会对铜价构成压制。消费端房地产和家电消费不佳，但国家托底的基建消费转好，基建项目集中在电力、新能源等领域，其中新能源汽车维持高景气度。结合加息与衰退的宏观交易逻

辑并未走完，总需求的下滑加剧衰退担忧仍是主线。

综上所述，短期内铜价或在宏观政策和基本面之间反复切换，加剧铜价震荡，但随着海外经济真正进

入衰退的时候，铜价或将难以支撑。同时长期来看，铜市场会走向过剩，矿端宽松将向精铜端传导，即便是基本面，在预期上也会让铜价存在下行压力。



作者：张珂

曾经从事期货结算、风控、交割方面的工作，对期货合约规则的解读，以及风险控制方面的细则有一定深入的了解。目前从事有色品种铜的研究，拥有注册国际投资分析师（CIIA）资格。投资咨询资格号TZ010014。

办公电话：025-83116158

电子邮箱：zhangkejtfuture@163.com



产能去化逐步兑现 新周期开启

马汉生

一、生猪基本面数据

| 类别 | | 本期 | 上期 | 涨跌 | 备注 |
|----|--|-----------|----------|------------|---|
| 供应 | 出栏体重(kg) (10月为本期) | 126.06 | 124.91 | 0.92% | 养殖端恐慌性抛售现象较多且多为前期压栏猪，同时部分二次育肥大猪有适度出栏。 |
| | 90Kg/150Kg出栏占比(%) (10月为本期) | 0.79/1.61 | 0.9/1.33 | -0.11/0.28 | 小体重猪出栏量稀少，多为压栏增重，天气转凉，大猪需求仍好于标猪。 |
| | 能繁母猪出栏量(万头) (农业农村部) | 4362.00 | 4276.00 | 2.01% | 从农业部数据来看，三季度末能繁母猪存栏量4362万头，环比增加2%，连续5个月环比增加，较基础保有量已经超过6.4%，产能大幅增加，处于黄色区域。 |
| | 生猪出栏量(万头) 前三季度 (国家统计局) | 52030.00 | 49178.00 | 5.80% | 10月初猪价维持大幅上行节奏，且供给短缺强烈预期刺激下的行情短期或难见大跌迹象，同时市场对明年整年度行情看好预期逐步增强，猪价高位运行及高利润刺激下，养殖端母猪补栏操作或继续，能繁母猪存栏量或仍有增加。 |
| | 生猪产量(万吨) 前三季度 (国家统计局) | 4150.00 | 3919.00 | 5.89% | 受生猪出栏增加带动，猪肉产量也持续增加，前三季度全国猪肉产量4150万吨，同比增长5.9%。 |
| | 生猪存栏量(万头) 前三季度 (国家统计局) | 44394.00 | 43059.00 | 3.10% | 随着前期产能释放，生猪生产增速放缓，市场价格持续反弹，养殖户积极补栏，生猪存栏环比增加。三季度末，全国生猪存栏44394万头，同比增长1.4%，环比增长3.1%，连续两个季度环比增长。 |
| | 商品进口量(万吨) (9月为本期) | 15.00 | 14.00 | 7.14% | 海关总署公布的数据显示，2022年9月份中国猪肉进口量为15万吨，高于8月份的14万吨，但是比去年9月份减少26.5%。1至9月猪肉进口量为122万吨，同比减少61.2%。 |
| | 能繁母猪存栏(万头) (月) Mysteel农产品123家定点样本企业 | 489.77 | 484.11 | 1.17% | 10月初猪价维持大幅上行节奏，且供给短缺强烈预期刺激下的行情短期或难见大跌迹象，同时市场对明年整年度行情看好预期逐步增强，猪价高位运行及高利润刺激下，养殖端母猪补栏操作或继续，能繁母猪存栏量或仍有增加。 |
| | 生猪存栏量(万头) (月) Mysteel农产品123家定点样本企业 | 3028.56 | 2988.05 | 1.36% | 目前猪价高位运行背景下，铤而走险的再次育肥动作或仍将持续，且肥标价差持续扩大、养殖盈利持续走高等因素刺激下的中小养殖端的压栏惜售增重情绪或仍强，加之月初国庆时节的放假影响下规模场可出栏天数偏少，相应出栏量或少而存栏增多等等因素影响，10月商品猪存栏量或仍有增加。 |
| | 生猪出栏量(万头) (月) Mysteel农产品123家定点样本企业 | 721.32 | 716.19 | 0.72% | 10月生猪高价行情延续，二育话题仍不绝于耳，但规模场出栏计划略有减量，而散户在高猪价、高预期影响下的压栏惜售操作或仍在，预计10月生猪出栏量增幅或有所收窄，存由增转减可能。 |

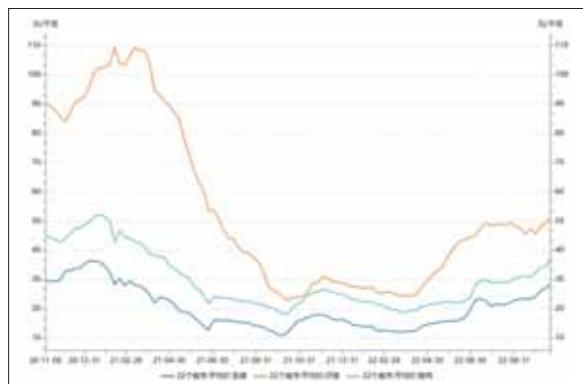
| 类别 | | 本期 | 上期 | 涨跌 | 备注 |
|-------|------------------------------|---|----------|---------|---|
| 需求 | 2022年9月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量(万头) | 2109.00 | 2167.00 | -2.68% | 2022年9月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量环比减少2.7%，同比减少15.9%；2022年1-9月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量同比增加17.7%。 |
| | 2022年1-9月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量(万头) | 21082.00 | 17912.00 | 17.70% | |
| | 2022年1-9月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量(万头) | 20.77 | 21.97 | -5.46% | 多地新冠疫情复发，消费迅速回落，屠企屠宰亏损加深，以销定产，冻品走货较快。 |
| | 鲜销率(%) (10月为本期) | 92.83 | 91.85 | 1.07% | 多以销定产，维持高产销，以保证企业现金流流畅，故月内屠企产销维持高位。 |
| | 冻品库存率(%) (10月为本期) | 19.15 | 20.69 | -7.44% | 受终端阶段性备货支撑，市场走货尚可，屠企保证高产销同时，有冻转鲜操作，支撑冻品库存率小幅走低。 |
| 成本与利润 | 自繁自养利润(元/头) (10月为本期) | 1240.23 | 890.43 | 39.28% | 月内饲料原料价格上涨，养殖成本增加；同时终端消费平平，月均猪价回落1.50%，使之月内养殖利润缩减。 |
| | 外购仔猪利润(元/头) (10月为本期) | 1178.90 | 1020.94 | 15.47% | |
| | 屠宰加工利润(元/头) (10月为本期) | 10.46 | -4.02 | 360.20% | 白条及猪副产品价格上涨，虽终端零售平平，但屠宰白条毛利小幅上涨。 |
| | 玉米(元/吨) (10月为本期) | 2801.43 | 2796.62 | 0.17% | 目前玉米，豆粕供给依然偏紧，预计短期处于高位震荡状态。 |
| | 豆粕(元/吨) (10月为本期) | 5414.00 | 4491.71 | 20.53% | |
| | 猪料比(10月为本期) | 7.12 | 5.74 | 1.77% | 11月份玉米及豆粕市场或涨后回落，预计均价整体波动不大；下月生猪市场或仍维持区间震荡，综合预计猪料比及猪粮比价或难脱离过度上涨预警状态。 |
| 价格 | 商品猪出栏价(元/公斤) (10月为本期) | 26.68 | 23.66 | 12.76% | 月初月末养殖端惜售挺价情绪较强，且产能恢复仍需时日，价格行情偏强震荡。 |
| | 7KG仔猪价(元/头) (10月为本期) | 554.05 | 481.38 | 15.10% | 养殖户对年后预期较为乐观，仔猪采购积极性提升明显。 |
| | 淘汰母猪价(元/公斤) (10月为本期) | 19.39 | 16.96 | 14.33% | 市场二次育肥现象火热，叠加散户看涨情绪强烈，压栏惜售，整体供应端偏紧。 |
| | 二元母猪(元/头) (10月为本期) | 1942.86 | 1743.33 | 11.45% | 本月二元母猪市场成交较少，集团场外采量有限，多以自用母猪群为主。 |
| | 前三级白条均价(元/公斤) (10月为本期) | 34.28 | 30.36 | 12.91% | 在商品猪价格波动较大的影响下，白条价格也相继出现较为明显涨幅。 |
| 政策 | 投储 | 国家发展改革委将会同有关部门自10月份开始分批次投放政府猪肉储备，并指导地方联动投放储备，并于10月14日放储2万吨，10月21日放储2万吨，共计4万吨。 | | | |
| | 疫情 | 国内新冠疫情处于动态防控中，对需求端影响持续存在。 | | | |

数据来源：中国农业农村部，国家统计局，中国海关总署，我的钢铁网

二、生猪行情回顾

现货市场：10月期间生猪现货价格呈先扬后抑格局，22个省市仔猪、生猪、猪肉平均价分别为49.53元/公斤，27.12元/公斤，35.16元/公斤，较上月分别上涨6.62%，15.14%，12.46%。其中10月中上旬上涨较快，主要因国庆期间虽需求量小幅回升，但是养殖主体上市量较少，加之二次育肥推动，猪价快速上涨，节后需求走弱，不过屠企话语权较弱，叠加肥标价差拉大，养殖端价格重心逐渐上移，同时伴随天气转凉，市场对肥猪需求增加，支撑散户惜售情绪较强，猪价延续偏强上行趋势。10月下旬受需求影响，叠加部分二次育肥产能逐渐释放，但实际成交较差，制约价格震荡回落。

图1 生猪现货价格走势图



数据来源：Wind资讯

表1 生猪现货价格表

| 指标名称 | 22个省市： 平均价：仔猪 | 22个省市： 平均价：生猪 | 22个省市： 平均价：猪肉 |
|------|------------------|------------------|------------------|
| 10月 | 49.53 | 49.53 | 35.16 |
| 9月 | 46.46 | 46.46 | 31.26 |
| 涨跌幅 | 6.62% | 6.62% | 12.46% |

数据来源：Wind资讯

期货方面：截至10月31日主力合约LH2301收盘价为21870元/吨，月度跌幅2.4%，2301月合约期现价差扩大至4480元/吨。本月主力合约整体下行，在22000元/吨关口以上徘徊，近日最低至前四周低点21640元/吨。生猪期价近期保持近期强远弱，年内看涨情绪有所降温。饲料原料价格，连盘玉米呈现偏强震荡回落，国内豆粕现货价格仍未出现明显转弱迹象，原料带动养殖成本居高不下。生猪现货价格转弱带动期价大幅减仓下跌，使得近端基差保持强势，11合约将要进入交割月，目前对部分地区现货保持较大贴水，生猪指数再度跌至前期震荡区间下沿。近期部

分地区猪价延续弱势调整，猪价整体波动幅度相比此前有所缓和。期货主力2301合约或基于现货基本面频繁波动，处于高位震荡状况。

图2 生猪期货价格走势



数据来源：Wind资讯

三、后期影响因素

生猪产量逐步增加趋势明显

统计局数据显示，前三季度，全国生猪出栏52030万头，比上年同期增长5.8%。分季度看，一季度生猪出栏同比增长14.1%，二季度增长2.5%，三季度持平略减。三季度末，全国生猪存栏44394万头，同比增长1.4%，环比增长3.1%，连续两个季度环比增长；其中，能繁殖母猪存栏4362万头，环比增加0.9%，连续5个月环比增加，较4100万头母猪正常保有量增加6.4%，目前处于合理区间。从近一年数据来看，能繁殖母猪存栏是从去年11月开始企稳回暖，而生猪产能是从今年4月之后开始逐渐回暖的。因此整体来看，今年二季度以来生猪产能是呈现逐步增加的趋势。

图3 能繁母猪、生猪存栏同比





数据来源：Wind资讯

进口及冻品库存

海关总署公布的数据显示，2022年9月份中国猪肉进口量为15万吨，高于8月份的14万吨，但是比去年9月份减少26.5%。1至9月猪肉进口量为122万吨，同比减少61.2%。

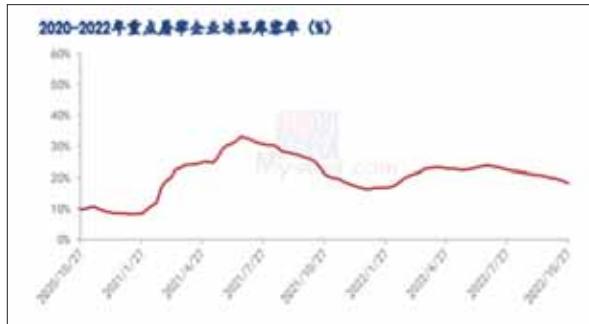
图4 全国生猪进口量



数据来源：Wind资讯

10月国内重点屠宰企业冻品库容率19.15%，较上月下降1.54个百分点。冻品逢高价出库，冻品走货较快，故冻品库容率继续下降。二是月内猪价迎来新高，屠宰企业基本无入库的操作，冻品贸易商回笼资金加快冻品出库速度，预计下月冻品库容仍是下降趋势。

图5 全国冻品库容率



数据来源：wind, 我的钢铁

屠宰量

10月屠宰开工率20.77%，较上月下跌1.20个百分点，同比下降6.20个百分点。月内屠企开工呈先增后降走势，月初正值国庆假期，市场需求较好，整体开工上涨，随着节后，消费惯性回落，且多地新冠疫情复发，消费迅速回落，连续三周屠宰开工下调，导致10月整体开工不及9月。目前川渝腌腊灌肠已零星开启，且下月随着天气转寒，居民对猪肉需求增加，预计11月开工率上涨。

图6 生猪屠宰量



数据来源：wind, 我的钢铁

成本面

近期随着美联储对抗通胀货币政策转向，国际玉米及豆粕市场都有一定的下跌，或带动饲料成本有所下跌，但从全球大豆及玉米平衡表来看，整体转向全面过剩的可能性较小，饲料成本大幅下降概率亦不高。截至本月末，玉米现价为2875.61元/吨，较上月下降0.35%，豆粕现价为4156.86元/吨，较上月下降11.8%。

养殖利润方面，10月份生猪价格继续上涨带动国内养殖利润持续增加。本月末自繁自养生猪头均利润1240.23元/头，月环比增加39.28%；外购仔猪养殖利润1178.90元/头，月环比增加15.47%。

月内玉米新粮上市节奏不及市场预期，下游库存保持刚性需求，支撑均价微涨。

生猪市场看，假期过后消费跟进乏力，叠加多地新冠疫情反复，需求难有明显增加；但天气不断转冷，养殖端抗价增重情绪仍浓，加之土肥、三育支撑，综合带动月内生猪均价环比上涨，亦带动10月份猪料比及猪粮比不断上涨。截至月末猪料比及猪粮比分别为7.12: 1, 9.72: 1；月环比增幅分别为1.77%及2.09%，市场全面进入过度上涨三级预警区间。为应对猪价过快上涨，9月份以来，国家发改委会同有关

部门已投放5批次超10万吨中央猪肉储备，9月8日、18日、23日、30日和10月14日国家进行了前五轮的猪肉抛储，抛储体量分别为3.77万吨、1.5万吨、1.44万吨、2万吨和2万吨，共计10.71万吨。10月份，国家继续加大中央猪肉储备投放力度，近日，多地发改委也发布通告称，将继续加大冻猪肉投放力度，稳定猪价，并纷纷推出一系列提升保供稳价效果的政策措施。

表2 成本分析表

| 项目 | 本月末 | 上月末 | 月涨跌 |
|-------------|---------|---------|--------|
| 自繁自养利润(元/头) | 1240.23 | 890.43 | 39.28% |
| 外购仔猪利润(元/头) | 1178.90 | 1020.94 | 15.47% |
| 玉米(元/吨) | 2801.43 | 2796.62 | 0.17% |
| 豆粕(元/吨) | 5414.00 | 4491.71 | 20.53% |
| 猪料比 | 7.12 | 5.74 | 1.77% |
| 猪粮比 | 9.72 | 7.82 | 2.09% |

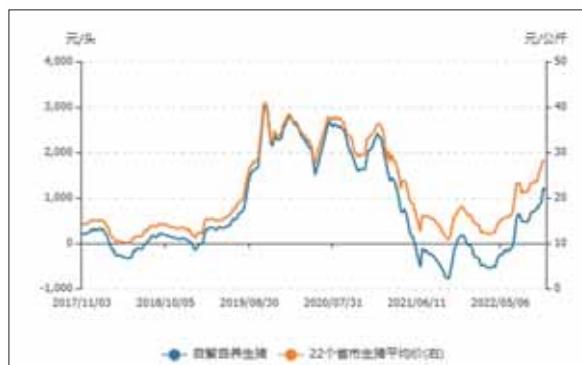
数据来源：Wind资讯

图7 外购仔猪养殖利润图



数据来源：Wind资讯

图8 自养自繁养殖利润图



数据来源：Wind资讯

四、行情展望

近期，政府对猪市接连加码调控，多举措促进生猪价格回归合理区间。猪企加快生猪出栏，屠企收猪难度减小，加之政策调控下，生猪价格止涨回落。目前饲料成本居高，但养殖利润依旧可观。旺季来临，人们腌制腊肠腊肉的情况不断增多，市场对于大肥猪的需求上涨。但全国疫情下不利于消费，猪价处于较高水平也抑制了人们的消费需求，需求支撑乏力。整体来看，后市在政策调控下，生猪供应有保障，需求端短期内在猪肉价格较高的水平下消费难有大增。短期维持震荡偏弱局势。

作者：马汉生

投资咨询部分析师，毕业于拉夫堡大学金融硕士。

办公电话：025-83116183

电子邮箱：787311292@qq.com

高库存期现货下跌 需求修复力度偏弱

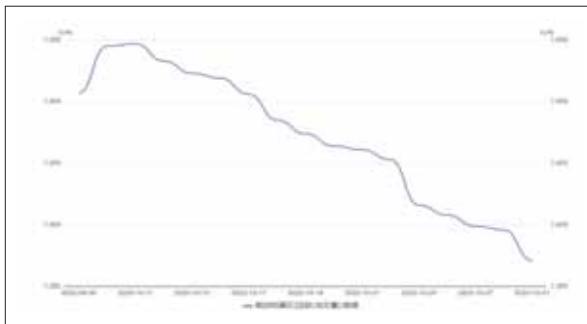
—— 2022年11月玻璃期货策略报告

刘泽琳

一、行情回顾

十一国庆节后，商品市场整体开启一波下跌行情，玻璃市场也不例外。近期受多重因素影响，在适宜户外施工的季节，玻璃终端需求力度却不及预期。玻璃原片生产企业产销率走强势头未能保持，10月上旬、中旬产销大体平衡，下旬原片销售显著偏弱。且当前东北部分地区已开始供暖，随着气温下降，后期玻璃需求大概率由北向南逐渐转淡。玻璃期货价格的弱势体现了在高库存态势下，市场对供需形势的悲观预期。随着产业链旺季预期消退，玻璃期货主力合约价格下挫至前期低位，截至到10月31日，主力2301合约收于1346元/吨。

图1 玻璃期货盘面走势图



数据来源：同花顺iFinD

现货方面，中秋节到国庆节后这段时间，玻璃产销较好，但呈现出区域轮动情况，华中、华北、华东、华南、西南基本各区域维持1个月以上的产销形势较好格局，然后就会回落到产销平衡以下，现在基本上主流消费地都已轮动完毕。

产销转弱主要还是下游订单的不可持续性，市场信心偏弱。年底交房的工地玻璃基本都已经安装完毕，门窗厂没有紧急订单，加工厂的订单都不着急拿货，加工厂备原片积极性也转差。伴随着旺季不旺，原片厂也开始出现价格松动。

10月上旬、中旬玻璃现货价格稳中有涨，华北、华中等主产地的5mm大板涨幅在50—150元/吨；下旬现货价格涨跌互现，厂家出厂价普遍在1650—1750元/吨。现货价格暂时稳中偏弱，截至到10月31日国内浮法玻璃现货市场价格收于1679元/吨，环比跌0.53%。

传统旺季“金九银十”过去，高库存背景下玻璃原片现货价格易跌难涨。

盘面基差显著走强至近年来偏高水平。

二、基本面分析

1、供给端分析

近期来看玻璃供应收缩速度不及预期，九月底以后仅有4条玻璃产线冷修，对应的日熔减量在2250吨，其中有两条线是十月下旬检修，而且体量都不大，说明至少大厂仍有维持产量意愿，在0—5年产线中小产线占比约为18%，而更长跨度上占比或将回落至13%—14%，因此仍可能有产线出清等待发生(但由于无法承受亏损而退出的时间周期或将明显长于利润高企时的投产周期)。

10月总计6条产线放水冷修，日熔量3550吨，新点火1条日熔量150吨的超薄电子玻璃产线，日熔量合计减少3400吨。2022年10月全国总产能为508.92万吨，环比9月上涨1.95%，同比去年降幅6.16%。产能利用率10月为92.94%，环比9月下降1.14%，同比去年同期下降6.51%。11月份有1条产线有明确的放水冷修计划，亦有产线计划点火，但出玻璃时间滞后1月左右，对市场暂无明显影响，所以11月份产量及产能利用率或将下滑。

同时近期有小新线的投产，在考虑到上半年检修的产线中有部分招标并建设，产线后期仍有点火增产的压力，这也冲抵了总供应的减少量。当前供应的减少进程较年初市场预期差距较大。

当前原片生产企业整体性亏损，其中燃煤产线亏损幅度超200元/吨。在亏损状况下，玻璃原片生产企业降价去库动力不足，且需求不畅情况下竞争性降价效果存疑，因此，非优势产区、亏损幅度较大的生产线可能会启动冷修。

本月库存先跌后增的趋势，全国浮法玻璃样本企业总计库存7069.7万重箱（353.49吨），环比9月底增加0.31%。11月随着气温下降，部分北方地区需求将减弱，货源消化减慢，行业整体高库存现状难以得到缓解，预计生产企业库存仍处于高位。

图2 近两年浮法玻璃月度产量与价格走势图

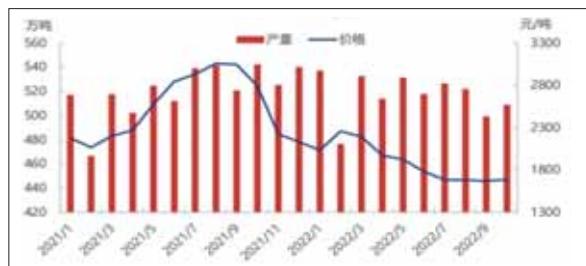
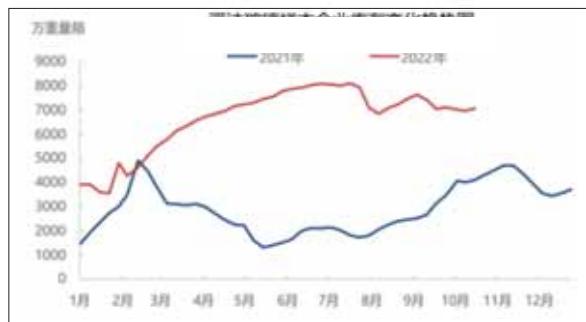


图3 近两年浮法玻璃样本企业库存变化走势图



2、需求端分析

近期玻璃“金九银十”需求不及预期，旺季不旺。一是疫情对运输、深加工、建筑安装施工等各环节有一定影响；二是已售商品房的竣工交付是当前玻璃需求的关键增量，房地产“保交楼”、稳民生工作持续推进，各方决心力度也较大，但起效仍需要一定时间。从深加工订单天数来看，边际改善但幅度有限，即终端需求还未释放。需求的持续下行在较长的时间内或均难以扭转。今年1-9月份，土地购置累计同比-53%，新开工累计同比-38%，施工面积累计同比-5.3%，竣工面积累计同比-19.9%。从高频地产销售数据来看，今年银十地产销售依旧低迷，甚至相较2021、2020年的销售表现更不尽人意。

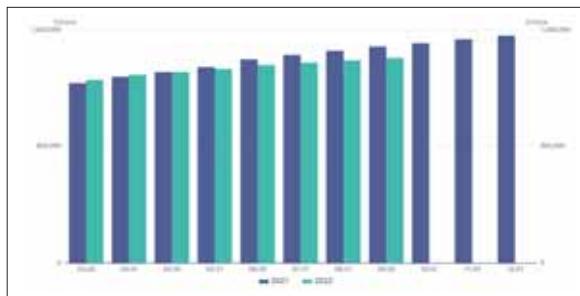
当前华北、华东、华中等主要需求地天气条件仍然比较适宜，从历史经验看，旺盛年份玻璃需求旺季有可能会延续至元旦前后，因此下游需求有再度转好的可能。10月25日，多部委表示，要更好满足居民的刚性和改善住房需求，加大力度助推“保交楼”、稳民生工作。随着政策面、资金面的支持力度增强，未来玻璃需求向好可能性增加。

中短周期来看，施工面积增速不及竣工面积也侧面印证了部分楼盘烂尾的情况，目前资金情况仍难以解决(也与部分楼盘质押后内在价值较低有关)，工期或将拉长，但即使考虑到保教楼带来的需求增量平摊至6-12个月的中性偏乐观预估，增量约在60-120万

重箱/周，对总量影响相对有限。

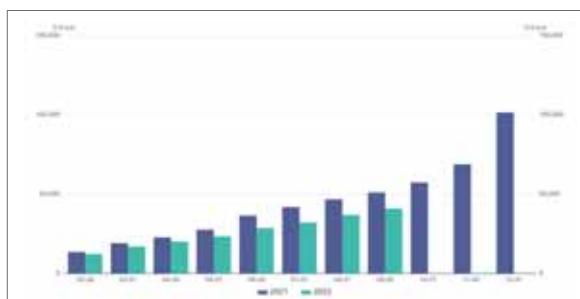
从中长期看，由于前端拿地的断崖式下跌，未来需求持续下行是大概率事件，而且随着地产前中端的传导时间，此轮需求的下行或持续到年末。当然较差的情况是拿地在未来一两年仍没有好转，对应的是在明年下半年的需求小幅回升后，迎来较长的持续性的下行周期。

图4 近两年房地产施工面积走势图



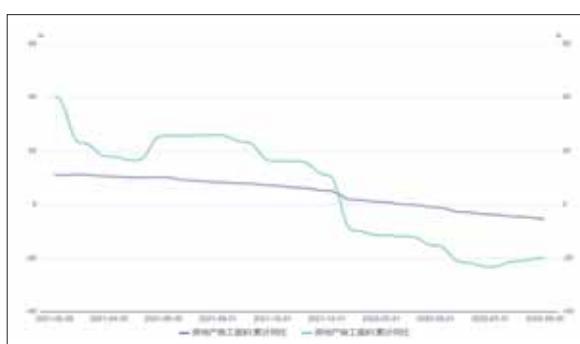
数据来源：同花顺iFinD

图5 近两年房地产竣工面积走势图



数据来源：同花顺iFinD

图6 近两年房地产施工面积、竣工面积累计同比走势图



数据来源：同花顺iFinD

3、成本利润分析

目前天然气产线亏损138元/吨，燃煤产线亏损258元/吨，石油焦产线亏损幅度在50元/吨以内。玻璃主产地之一沙河工业用天然气价格11月1日起调涨至4.25元/立方米，涨幅0.82元/立方米，将推升玻璃

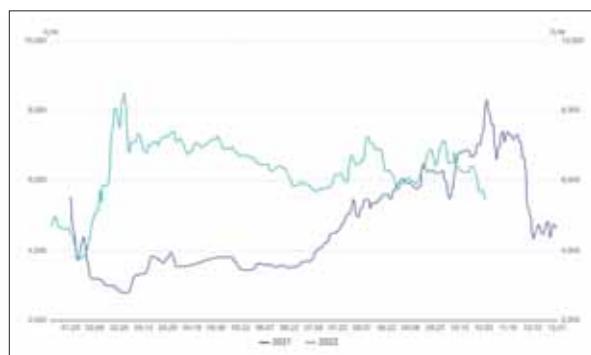
原片用气成本178元/吨，而工业用气价格调整或不局限于河北沙河一地，山东等地亦有调涨可能。天然气产线上移，玻璃全行业亏损幅度或将进一步扩大。

在正常情况下，成本抬升逻辑或给盘面带来支撑。但在当前行业严冬，需求疲软，且面临天量库存压力的情况下，成本的抬升并不能推动现货价格的上涨，甚至是估值上的修复。在此情形下，供给侧的去产能将势不可挡。窑龄较长的生产线或者资金状况紧张的企业，生产线的放水冷修现象将增多，且不排除提前冷修或者计划外冷修的情况进一步出现。因此，成本抬升加剧冷修放水产能出清，给平衡表的改善带来一丝希望。尽管这一过程不会一蹴而就，尤其是面临寒冬的01合约难将消化，但一定会在远月逐步显现。

图7 浮法玻璃三种燃料利润走势图

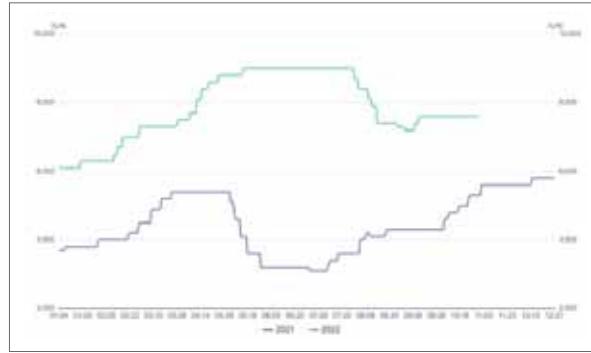


图8 近两年天然气出厂价价格走势图



数据来源：同花顺iFinD

图9 近两年石油焦出厂价价格走势图



数据来源：同花顺iFinD

三、总结

综上，在供过于求+高库存+弱需求+负利润的多方因素夹击下，01合约弱势难改，疫情加大了需求复苏的难度，保交楼亦难以带动库存有效去化。目前市场普遍担忧玻璃在高库存态势下，进入需求淡季。需求低迷，旺季不旺证实，贸易商先前囤货库存急于出货，价格下调。真实需求未启动，投机需求释放后累库，后续或会反复回调。现阶段市场信心低迷，玻璃现货企业报价再度向下，如果没有外力扰动，期现货价格共振趋弱或成为四季度的逻辑主线。中长期来看，成本的推涨将加速生产企业产能出清，只有供给端减量匹配上需求的降速，才能实现平衡表的改善。

玻璃后市需要关注几个方面：在亏损的格局下，玻璃行业的冷修速度是否会加快，玻璃市场是否会继续有高库存的压力。后市若玻璃成本继续下移，不排除价格进一步下挫可能，但大幅下跌的空间有限，或在成本附近振荡筑底为主，而玻璃价格能否回升，最终还得看供给的缩减能否弥补需求的减少，高库存格局能否改善。长期来看，玻璃终端需求阶段性向好概率增大，同时受亏损制约，在行业深度亏损的状况下，期现货调降空间较为有限，不宜过分悲观，大概率可以在年末看到，以集中冷修为表现形式的玻璃行业，自发去产能。



作者：刘泽琳

毕业于青岛理工大学，拥有建筑知识背景，对建筑材料有相关的了解，目前从事建筑材料玻璃的研究。



锦泰期货菜系线上研讨会成功举行

锦泰期货菜系线上研讨会于2022年9月1日下午正式开展，由上海钢联分析师顾帆和李莹钰两位老师进行了讲解。顾帆老师在菜系产业链基础知识及基本面概述的讲述中指出，随着加拿大菜籽及全球菜籽的增产预期，明年全球菜系供应紧张局面将有所缓解，但短期国内进口菜籽、菜油现货供应紧张局面在10月前难以改善。菜粕方面需关注下游需求、饲料添加比以及美豆、豆粕走势。李莹钰老师则从菜粕期权助力企业风险规避的角度阐述，随着2020年1月16日菜籽粕期权在郑州商品交易所成功上市，提高了企业的风险管理能力和市场竞争力，助力企业持续稳定发展，另外从各个角度分析在怎样的情况下适合选择期权进行套保。本次活动对菜系市场和菜粕期权进行了分析与交流。与会者表示，通过此次活动提升了对菜粕期权的深入了解，同时也表示希望可以利用菜粕期权助力企业风险管理能力和提高市场竞争力。

大商所铁矿石分析及套期会计专场会议顺利举行

2022年9月6日，锦泰期货举办了大商所“DCE·产业行”——铁矿石分析及套期会计专场会议。本次会议邀请了北京兰格云商科技有限公司高级分析师王

思雅以及潮生科技高级风险管理顾问宋朝，就铁矿石基本面与企业套期会计两个方面进行了详细的讲述。王思雅老师认为现在钢厂复产节奏放缓需求偏弱，同时受矿场事故影响，阶段性产量将有所下降，矿石的波动频率增加。长期来看全球供应过剩确定，上行空间有限。因此目前铁矿石还是在需求增速缓慢与发运持续增加的矛盾性趋势中。宋朝老师则是就企业套期保值业务应用套期会计的必要性进行了讲述，实体企业在使用衍生工具遭遇灾难性损失前其财务状况依然健康良好的例子屡见不鲜，而套期会计则可以准确反映企业参与衍生品管理经营风险目的，其施行成为必然选择，可以杜绝此类情况一再上演。本次会议参会客户反馈良好，同时对大连商品交易所在套期会计方面的宣传起到了一定的作用。

期货知识进校园暨第五届“郑商所杯”全国大学生金融模拟交易大赛线上宣讲活动第五场顺利举行

9月29日，我司为普及期货期权知识，推动投资者教育纳入国民教育体系，与南京财经大学金融学院共同举办了期货知识进校园暨第五届“郑商所杯”全国大学生金融模拟交易大赛线上专场宣讲会。会议通过线上直播的方式，吸引了近100多名师生参与。

本次宣讲会由两位老师主讲，首先由锦泰期货投资咨询部讲师胡启雷从基本面分析方法、技术面分析方法和商品期货的信息三个角度切入，给同学们讲解商品期货投资研究框架及方法。随后由投资咨询部的张珂老师给同学们讲解《郑商所期权基本理论与基本策略应用》。首先给同学们讲解了什么是期权，从期权的特点、合约规则以及如何行权几个角度来让同学基本的了解了什么是期权；再利用实际案例来讲解基本的期权策略以及在实际当中的应用。

此次模拟大赛对于在校学生来说这是一次很好的锻炼机会，能将课堂所学的理论知识与实操相结合，真正让学生深入了解期货市场运行原理。此外，获奖的学生能够得到郑商所、中期协及金融机构实习的机会，对于学生来说既可以为自己的简历“镀金”，更能丰富自己的阅历，为未来的职业规划打好基础。作为拥有期货全牌照的金融机构，锦泰期货将持续在郑商所的指导下，开展期货知识进校园宣讲活动，并为参赛学生提供全程业务支持与专业辅导。

供稿：张珂 李颖

锦泰期货召开三季度经纪业务分析会暨四季度工作部署会

2022年10月30日上午，锦泰期货于总部会议室召开三季度经纪业务分析总结会议暨四季度工作计划部署会议。董事长冯小烨及总经理室成员、各部门负责人、各营业部负责人通过现场和视频形式参会，副总经理张秀清主持会议。

本次会议总结了公司前三季度经纪业务完成情况，分析存在问题和困难，提出下阶段的工作目标及举措，推动目标任务差距较大的部门完成全年目标任务。

董事长冯小烨作总结讲话，他强调，一是业务发展要稳健，面对复杂严峻的内外部形势，要攻坚克难，巩固拓展经纪业务基本盘，全力以赴完成全年各项经营目标；二是风险防范要守住，强化底线思维，筑牢安全防线，确保各环节不出现风险事件；三是业务发展早谋划，各业务单元要坚定信心，沉着应对市场挑战，提早谋划明年业务开拓思路。

会议要求，公司上下要凝心聚力，以时不我待、争分夺秒的姿态，奋力奔跑，力争完成好全年任务。



快乐工作 健康生活 公司多功能室升级改造完成

为进一步提升职工幸福感，激发广大职工干事创业工作热情，公司本着“实用、节约、高效”的原则，倾心打造了功能齐全、环境温馨的职工多功能活动室。

活动室建立了职工书屋区，配备品类丰富的图书，为员工储备知识、提高素养、丰富文化生活提供方便条件。活动室还设置有茶水间、冰箱、沙发，为职工打造舒缓压力、互动交流的场所。活动室还专门设置了母婴关爱区，保障女职工权益的同时彰显公司的人文关怀。

办一件实事，暖一片人心，增一份活力。下一步，公司将继续以职工的需求为出发点，真正把“我为群众办实事”实践活动落到实处，不断丰富职工文体活动，激发职工的工作热情，增强企业凝聚力。



2022
锦泰财富



地址：江苏省南京市中央路258—28号锦盈大厦（210009）
Add:Jinying Mansion, 258—28 Zhongyang Road, Nanjing, Jiangsu, 210009
公司网址：www.jtqh.cn 财富热线：400—881—9966



锦泰期货微资讯