

有色月度策略报告：宏观冲击，铜锌震荡

摘要：

铜：11月铜期货行情偏弱震荡，市场中期交易重点围绕产能释放、精铜进口及废铜替代所确认的空头逻辑展开，但短期内受宏观情绪干扰明显，中期精铜供应料或将宽松，铜价存一定下行压力，短期内铜价以48800-50500区间震荡格局为主。

锌：11月锌期货行情偏弱震荡，一方面市场认可矿端宽松的预期，另一方面环保对精炼产能释放形成牵制，炼厂或因限产遇到瓶颈，中长期来看，期锌重心或将缓慢下移，但短期内行情交易重点或将受宏观情绪冲击影响较大，短期锌价将以20000-21500宽幅震荡格局为主。

一、当前行情走势

图 1-1：沪铜主力合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 1-2：伦铜电三合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

11月沪铜在48500-50400区间震荡运行，当月主力合约1901月末收至49650，较前月末下跌100元/吨，月度振幅3.65%，累计涨幅1%，持仓增仓7232手至17.12万手。现货方面，SMM1#电解铜均价较上月上涨965元至49715元/吨，现货对期货升水扩大至150元/吨左右，11月期铜盘面先抑后扬，现货升水

波动较大，整体上，市场货源由月初宽松向月末偏紧转化，最终现货升水有所走扩；外盘方面，伦铜电三 11 月震荡走弱，收 6198.5，月内宏观因素的冲击对伦铜盘面影响较大，受月末 G20 峰会中美贸易谈判达成暂不加征关税利好消息影响下，宏观情绪有所修复，预计 12 月初伦铜或出现强势反弹，基本上对沪铜中期仍保持偏空预期。

图 1-3：沪锌主力合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 1-4：伦锌电三合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

11 月沪锌四出现流畅下跌，当月主力合约 1901 收 20685，较上月末下跌 1055 元/吨，最低下探至 19845，月度振幅达 8.58%，跌幅累计 4.37%，持仓减少 3800 手至 16.01 万手。现货方面，上周 SMM0#锌锭均价较上月末下跌 1050 元至 20950 元/吨，现货对期货升水收窄至 170 元/吨左右；11 月现货方面随期货价格大幅跳水，有所下滑；但整体持货商挺价意愿较强，叠加市场低库存基础，前半月升水回落较慢，随着后半月主动性买盘逐渐增加，升水又逐渐走扩，成交有所改善；外盘方面，伦锌电三 11 月以震荡为主，收 2535.5，较上月末上涨 48，11 月伦锌明显受国际宏观事件如鲍威尔谈话及国际原油暴跌等冲击影响，月度振幅达 6.16%，整体运行与沪锌有所偏离，短期空头情绪释放完毕后，低库存对锌价支撑逻辑或将重现，后续大概率偏弱震荡运行。

二、宏观

2.1 原油

图 2-1：WTI 原油 1901 日 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

11 月外部因素层面上，对全球商品冲击最大的因素是周内国际原油的两次暴跌所引起的恐慌性抛盘，WTI 原油 1901 月末收 50.68，处于年内低点；国际原油从十月初的 76.55 年内高位一路下跌至 50.68，跌幅逾 35%，11 月 20 号及 23 号的两次暴跌，跌幅均超过 6%，恐慌情绪带动全球商品全线下跌，引致铜锌盘面振幅超 2%；本次原油下跌是对供需面供应预期的修正，但更多的反映的是地缘政治因素以及市场情绪因素，现 WTI 油价已逼近美页岩油成本线附近，加上欧佩克组织拟减产的预期，预计短时间的油价大幅下跌空间较小，更多的或将维持 50-60 区间震荡格局，有色盘面后续或难因原油因素出现大幅盘面下滑。

2.2 VIX

图 2-2：CBOT 波动率（VIX 恐慌指数）日 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

11 月有色走势受宏观因素冲击明显，CBOT 波动率即 VIX 恐慌指数可以很好

的反应 11 月市场宏观交易情绪的变化情况，上图重点圈出的指数上探的三个高点分别对应 11 月 14 日英国脱欧草案，11 月 20 日及 11 月 23 日国际原油暴跌，以上三个国际重大事件均引致全球工业品盘面振幅走扩，在基本面信息未出现明显变动情况的信号下，短期内有色金属的交易盘面情绪干扰较强，交易者应把握好建仓头寸及仓位管理，谨防盘面巨幅异动。

三、铜供需面分析

3.1 供给边际趋于宽松，加工费处于年内高位

图 3-1：铜精矿进口情况



数据来源：Wind，神华研究院

铜精矿进口维持高增长，1-9 月累计进口铜精矿 1499 万吨，同比增长 19.28%。

图 3-2：国内精炼铜产量情况

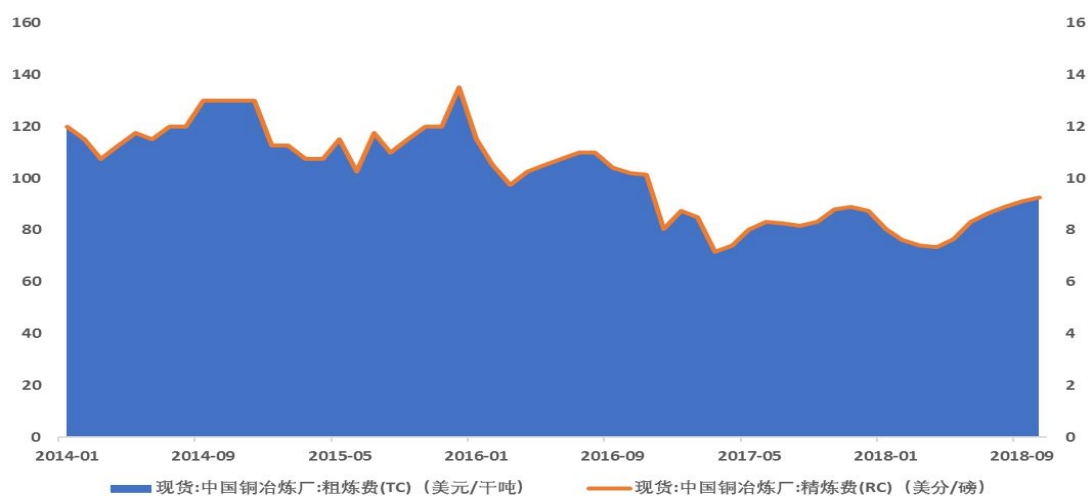


数据来源：Wind，神华研究院

今年 10 月精铜产量 72.06 万吨，1-10 月份精炼铜产量累计 722.66 万吨，累计同比增长 10.39%，10 月产量受部分炼厂关停以及，新建产能延迟投放影响

不及预期，但根据 11 月个炼厂排产估算，11 月份预计产量 73.79 万吨，同比增长 2.78%。

图 3-3：中国铜冶炼厂加工费

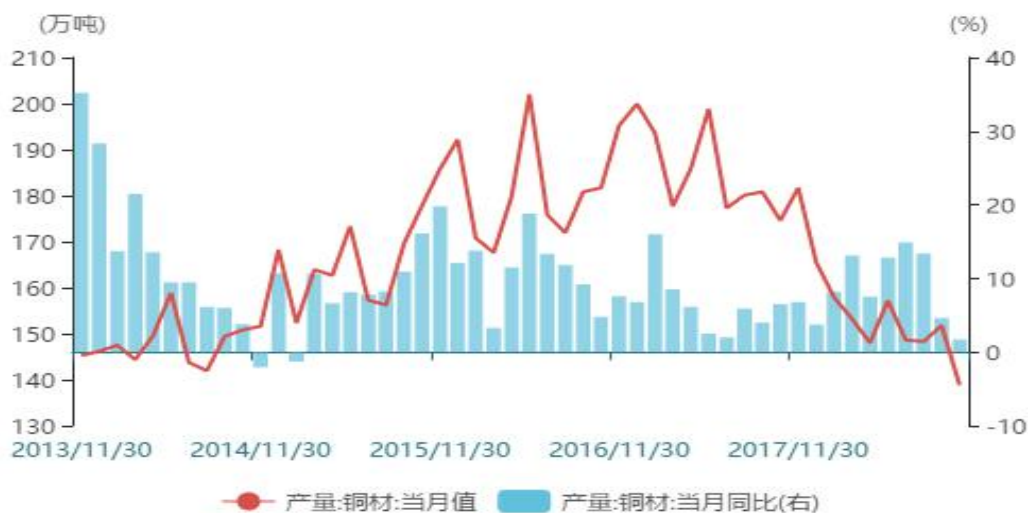


数据来源：Wind，神华研究院

国内冶炼厂 10 月底敲定进口铜精矿 TC/RCs 基准价进一步上行至 92.5 美元或 9.25 美分/磅，该价格处于年内高位，预计炼厂开工积极性将大幅提升。

3.2 终端需求无明显改善，全年预计持续疲弱

图 3-4：铜材当月产量走势图



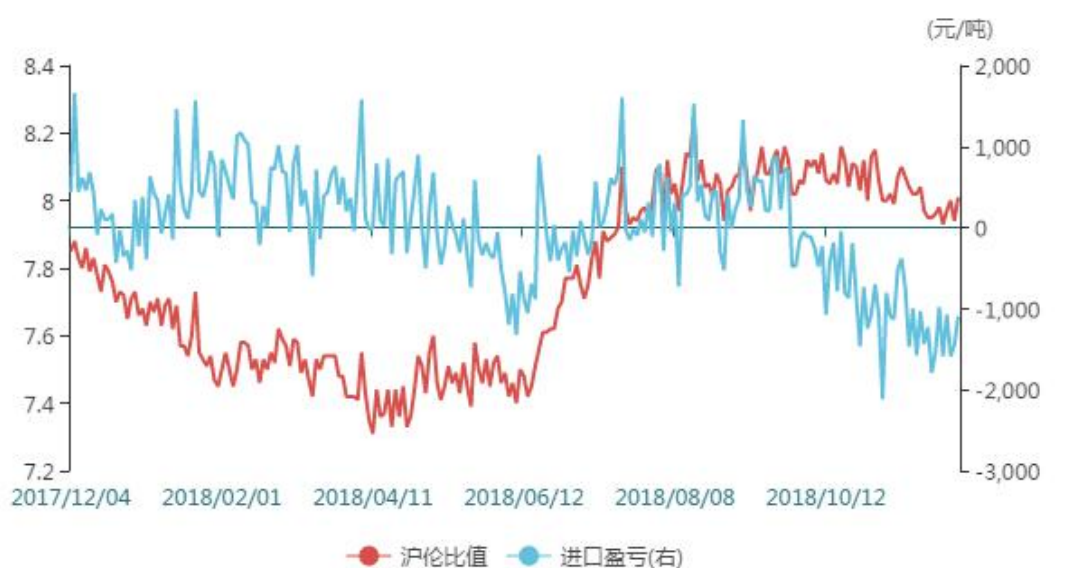
数据来源：Wind，神华研究院

截至 2018 年 10 月，铜材月度产量为 138.8 万吨，较上个月减少 13 万吨，同比增速放缓，同比增长 1.7%，过去五年内处于相对低位。

而终端消费行业，由于第四季度国内基建投资仍处于低位，受国家政策提振电力基建板块预期冲量较大，汽车产销速度明显下滑，家电消费有所回升，但仍处于年内地位，房地产投资好转但销售及竣工不佳，总体对精铜需求将出现下滑。

3.3 四季度铜进口或将下滑，国内库存预计小幅回升

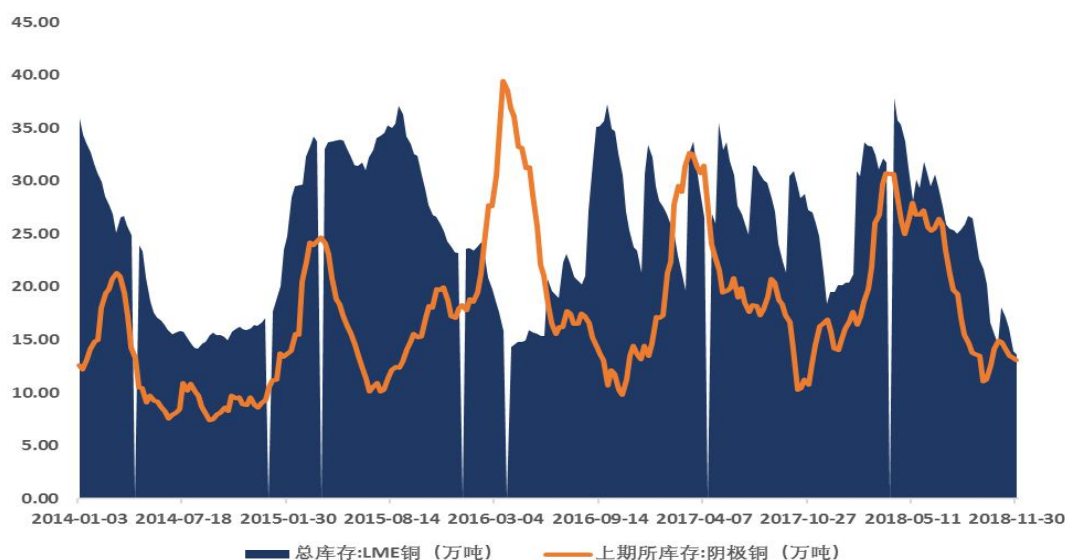
图 3-5：沪伦比值与精炼铜进口盈亏走势



数据来源：Wind，神华研究院

进口方面，受消费疲软影响，沪铜与伦铜保持内弱外强局面，进口窗口持续保持关闭，虽然保税区库存停止下滑，出现小幅回升，但当前保税区库存处于年内低点，非融资铜货源无法支撑大面积流入，因此预计未来一段时期精铜进口将下滑。

图 3-6：铜库存走势



数据来源：Wind，神华研究院

从库存角度看，全球交易所库存处于持续去库过程后期，国内铜库存自进入十月以来，持续回升，或受金九银十消费不及预期以及未来消费淡季影响，结合供给端冶炼产能释放，预计第四季度库存会出现持续回升，对价格形成一定利空。

3.4 总结

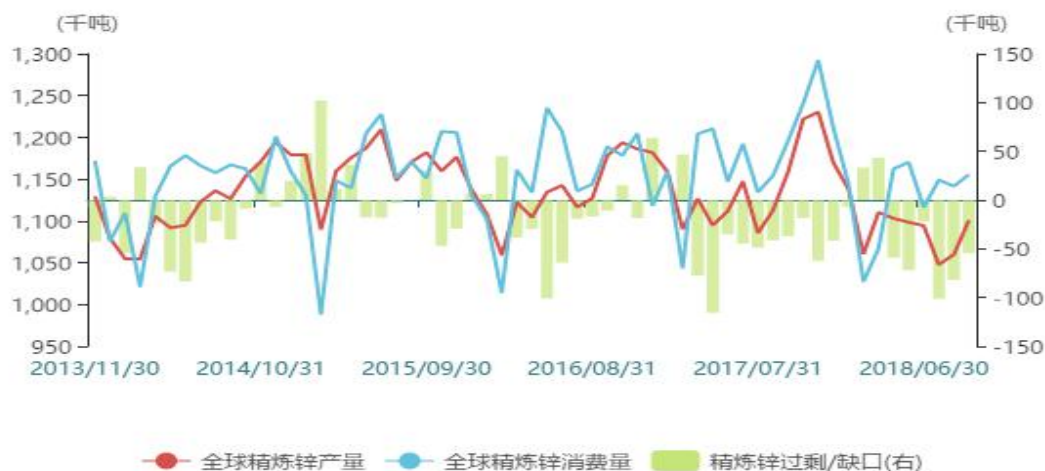
中线逻辑：8月份全球精炼铜供需缺口收窄至3.1万吨，在整体精炼铜缺口不断修复的格局下，国内精炼铜供需紧平衡状态或将持续得到改善，全年国内铜矿自产叠加进口的增长趋势，将使得矿端供应显著提升；同时在三四季度预计将有95万吨国内炼厂产能的投放，结合当前保持在92.5美元或9.25美分/磅的铜精矿冶炼加工费水平，处于年内高位的冶炼利润将使炼厂有充足动力积极开工，第四季度国内精铜产量将维持一定增长水平，而另一方面需求持续疲弱，预计今年国内精铜供需格局将转入边际宽松，对国内铜价形成利空，后续重点关注供应端产能实质释放情况以及需求端基建投资改善情况。

短线逻辑：短期内，沪铜与国际铜价存在联动效应，注意来自地缘政治、中美关系等所引致的风险，沪铜短期交易或多关注国际宏观因素变化。

四、锌基本面分析

4.1 国外矿山复产，国内产能或遇瓶颈，

图 4-1：ILZSG 全球精炼锌供需平衡



数据来源：Wind，神华研究院

从全球供需角度来看，ILZSG 上周三发布报告显示，9 月全球锌市供应缺口收窄至 54700 吨，1-9 月全球新市场供应短缺 30.5 万吨，较上年同期缩小 9.4 万吨，预计 2018 年全球精炼锌需求增加 0.4% 至 1374 万吨，将超过供应 32.2 万吨，2019 年需求或将攀升 1.1% 至 1388 万吨，供应缺口将收窄至 7.2 万吨，全球精炼锌市场或仍短缺。但同时海外矿山正处于复产进程中，其中世纪新矿，Gamsberg 锌矿投产速度较快，今年 8-9 月计划出矿，在 9-12 月实现满产状态。从国内供应来看，9 月国内炼厂增量依然有限。除西部矿业计划检修外，豫光锌业、河池南方新增部分产线检修。此外，山西部分炼厂及呼伦贝尔驰宏等均未有完全恢复满产现象。

图 4-2：精炼锌加工费价格走势图



数据来源：Wind，神华研究院

从国内精炼锌加工环节来看，锌进口加工费 12.5 美元/干吨，10 月已经飙升至 105 美元/干吨，累计涨幅高达 740%。特别是 8 月、10 月单月涨幅均在 50% 以上。反观国内，10 月各地区加工费均上调至 4000 元/吨以上，其中内蒙古、广西、云南及湖南地区加工费上涨幅度较大，部分厂家上调至 4600-4700 元/吨附近，这都反映出锌矿供应实质上在趋于增加，但同时，据悉国内目前有 20% 的工厂未使用传统湿法冶炼，而是使用黄钾铁矾法进行冶炼，该方法回收率可达 97%-98%，但产生的废渣缺乏回收效益，污染严重，同时新建环保产线周期较长，因此在环保收紧的情况下，短期炼厂增产的可能性或遇瓶颈，精锌宽松的预期或将在明年下半年后才会逐步得到验证。

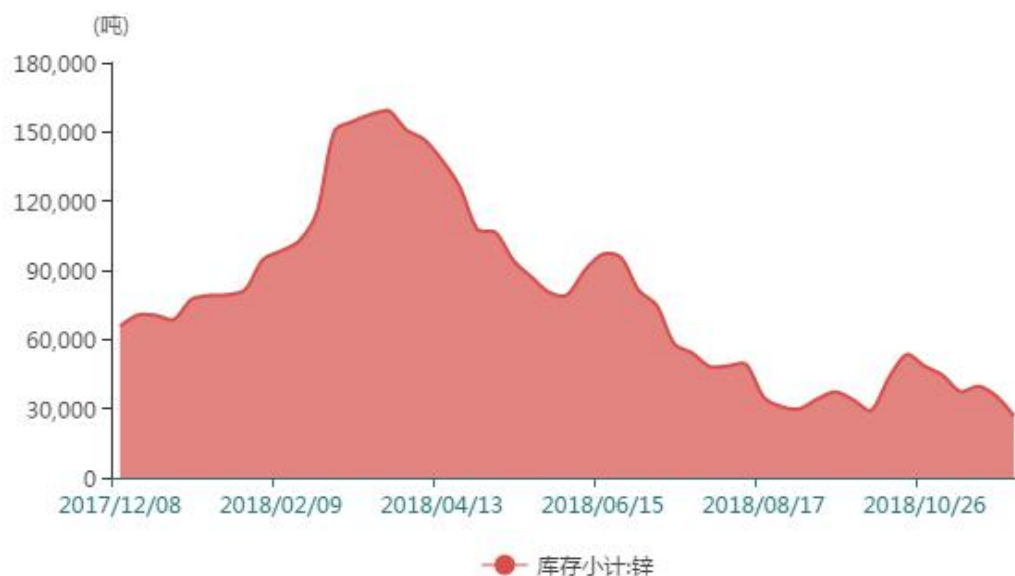
4.2 国际库存历史低位，对锌价形成一定支撑

图 4-3：LME 精炼锌库存走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 4-4：精炼锌上期所库存走势图



数据来源：Wind，神华研究院

从库存角度来看，一方面伦锌库存处于历史低位，从基本面对国际锌价形成一定支撑，此前大部分国际锌库存是借由国内进口盈利窗口打开经保税区大量流入国内，但另一方面，国内显性库存有所回升，保税区库存出现小幅回升趋势，沪锌走势与伦锌走势出现偏离，国际锌低库存对国内锌价的边际支撑力度或减弱。

4.3 总结

中线逻辑：当前全球锌供需平衡处于紧缺格局，但整体缺口不断修复，国外矿端产能正逐步释放，一方面，从政策角度，国内受制于环保政策炼厂难以实现大幅增产，但另一方面，就实际情况而言，加工费的大幅上扬说明国内锌矿供应出现实质性增加，结合下游需求疲弱，今年四季度预计精矿供应的边际宽松，但另一方面由于工艺造成的污染短时间牵制产能完全释放，对锌价形成的利空将缓慢释放，预计空锌逻辑明年下半年或逐步得到验证。

短线逻辑：一方面全球精锌低库存状态以及现货需求不振对锌价盘面多空动能形成拉扯，另一方面，短时间宏观情绪对有色行情冲击较大，短期内沪锌或将继续维持震荡，重心缓慢下行。

五、后市展望及策略

铜：第四季度国内炼厂新增产能逐渐释放，叠加铜精矿进口量大幅增加，加工费上行，在下游需求无明显改善迹象叠加当前精废价差高位，废铜替代明显的情况下，中期精铜供应料或将宽松，铜价存一定下行压力，而短期铜价将主要受宏观情绪影响，目前铜价处于偏弱震荡运行，重心或将缓慢下移；操作策略上中

线空单底仓持有，第一目标价 48300，短线操作以区间波段操作思维为主，48800-50500 内逢高做空。

锌：受全球精炼锌供需短缺局面以及国内环保政策影响，锌价具备一定回调基础，但在国内受终端消费疲软以及库存回升预期影响，锌价反弹空间不大；一方面，由于季节性因素、冬储及炼厂利润回升等因素，锌冶炼企业开工积极性将逐步回升，但另一方面，部分工艺引致的环保问题短时间无法解决，产线的升级改造或需一年左右周期，锌价难以实现流畅下跌，中长期来看，期锌保持偏空预期，短期内全球锌库存低位状态及宏观冲击将对锌交易产生强烈干扰，锌价或以震荡下行为主。操作策略中线空单底仓持有，短线操作以波段操作思维为主，反弹后逢高做空，中长期目标价位 18000。

声明：

此报告版权属于神华期货有限公司，未经授权，任何个人、机构不得以任何方式更改、转载、传发及复印。本报告内容仅供参考，不作最终入市依据，神华期货不承担依据本报告交易所导致的任何责任。

