

## 有色周度策略报告：沪铜低位徘徊，沪锌高位下探

### 摘要：

**铜：**上周沪铜区间低位震荡，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：**上周沪锌区间高位震荡回落，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注意宏观情绪修复与低库存共振效应，短期锌价将以 20000-22000 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

上周沪铜低位震荡，主力合约 1902 周末收至 48890，较前周末下跌 290 元/吨，周度振幅 1.32%，累计跌幅 0.22%，持仓增仓 12728 手至 18.60 万手。现货方面，SMM1#电解铜均价较前周下跌 270 元至 49140 元/吨，现货对期货升水回落

至 25 元/吨左右，现货方面出现挤兑泡沫，抢跑道急换现的恐慌情绪，前期的升水高企在本周出现闪崩，一路暴跌，持货商畏高心理造成大量抛盘，好铜现货市场快泻急跌，下游买盘趋于谨慎；外盘方面，伦铜电三上周低位震荡，收 6140.5，较上周下跌 8.5，受英国脱欧、中美贸易战以及欧洲央行利率政策的交织影响，铜价呈先扬后抑格局，并预计短时间内宏观消息对铜价干扰仍将持续，基本上至明年下半年前对铜价仍保持偏空预期。

**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**

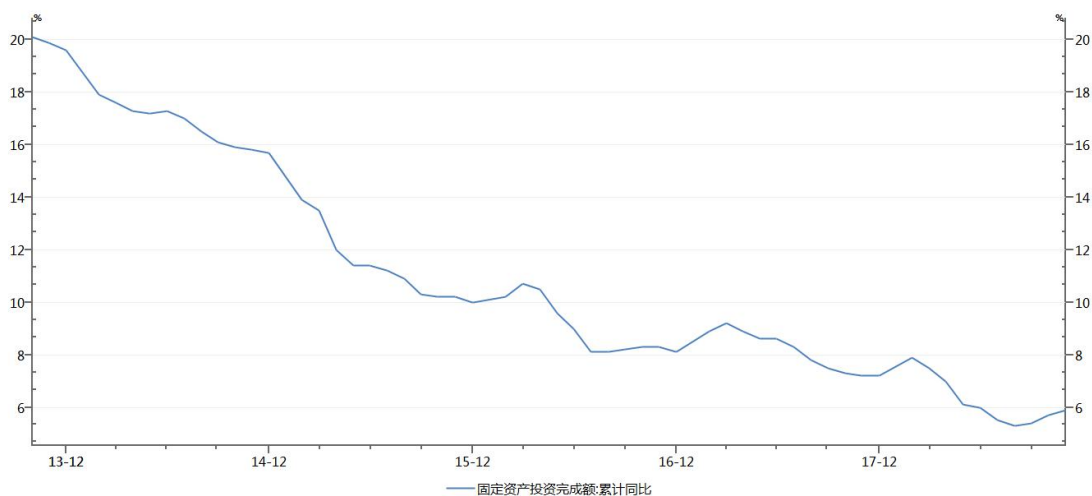

数据来源：Wind，神华研究院

上周沪锌出现区间高位震荡回落，主力合约 1902 收 20665，较前周末下跌 775 元/吨，周度振幅 3.73%，跌幅累计 2.04%，持仓增加 3.67 万手至 24.44 万手。现货方面，上周 SMM0#锌锭均价较前周末下跌 310 元至 21480 元/吨，现货对期货升水维持在 370 元/吨左右；上周现货方面，市场以刚需为主，流通偏紧，贸易商间以先出后接的节奏为主，整体交投集中于贸易商之间；外盘方面，伦锌电 3 上周同沪锌，震荡区间高位有回落迹象，收 2533，较前周末下跌 52，上周伦锌逻辑主要围绕低库存展开，周内低库存的间歇式增长以及美元的上行压力是低库存逻辑对价格的支撑力度有所减弱，中期仍保持偏弱震荡运行预期。

## 二、宏观

### 2.1 国内经济

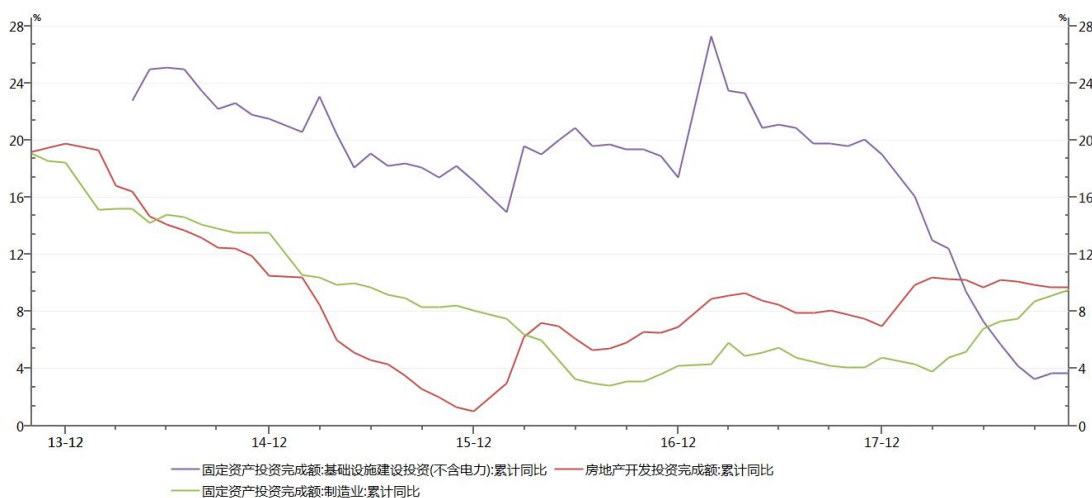
图 2-1：固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind，神华研究院

12月13日，中央政治局会议召开，会议确定了经济稳增长和聚焦主要矛盾、保持战略定力的政策总基调，未来宽松政策托底的意愿也将延续，而根据不少分析机构的解读，稳增长的路径不外乎三条，一是放松地产，二是加大基建，三是减税，而这三条政策行为之间也在部分维度存在一定矛盾，目前看来大概率未来可能对于地产是适度调控，减税则是以结构性减税为主，两条路径均存在不确定性，但对于进一步推进基建则似乎比较符合市场一致预期；就当前数据来看，18年第四季度总固定资产投资受制造业固定资产投资有所回升。

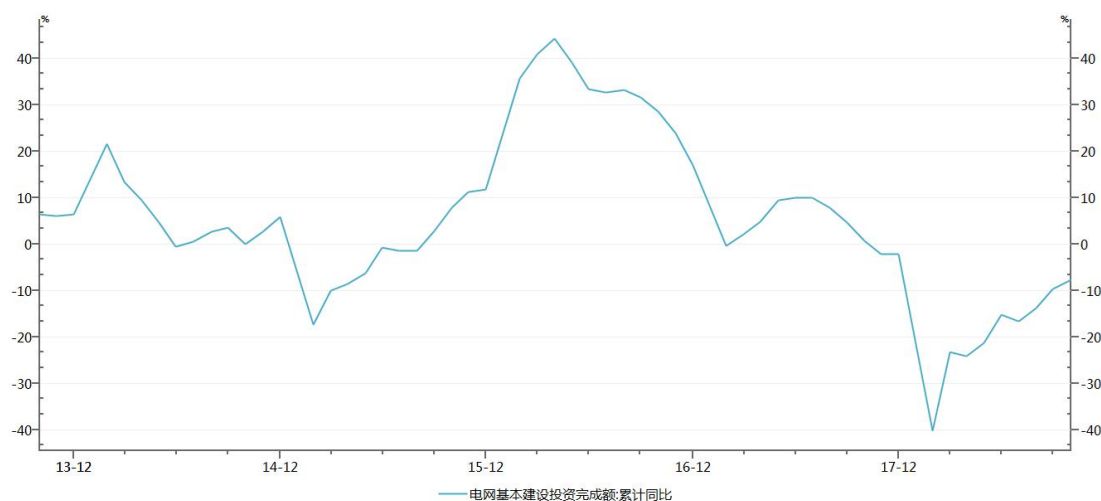
图 2-2：固定资产投资分项累计同比



数据来源：Wind，神华研究院

分项数据来看，房地产开发投资增速恐进一步减缓，制造业自第二季度以来呈现明显回升趋势，第四季度除电力外基础设施建设投资在一系列基建补短板政策指引下，虽未出现市场所预想的大幅反弹，但也已呈现低位企稳，小幅回升。

图 2-3: 电网基本建设投资完成额



数据来源: Wind, 神华研究院

在所有基建分项中, 电力电网是和有色金属结合相对紧密的一部分, 因此单独梳理电网基本建设投资部分, 受 17 年特高压基本零开工的基础影响, 18 年订单对应收入确认较少, 因此对 18 年的电网基本建设投资完成额指标拖累较大, 形成负增长, 但随着今年基建补短板的系列指导意见推出, 9 条输电线审批通知的下发, 用电需求的改善以及智能电网、配电网建设的深入推进, 今年电网基建投资已经呈现逐步回升之势, 预计 19 年同比增速或恢复正常水平, 结合明年将迎来建国 70 周年这一特殊时点, 我们有充分理由相信明年的政府政策执行力度; 整体看来, 明年来自于基建部分的回暖预期或将对有色金属的需求形成提振。

### 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: 国内精炼铜产量情况



数据来源: Wind, 神华研究院



今年 11 月精铜产量 74.61 万吨，1-11 月份精炼铜产量累计 797.27 万吨，累计同比增长 9.7%，11 月国内精铜产量基本未受到冶炼厂检修所影响，年底加工费及部分冶炼副产品的高利润促进炼厂开工，年内新增产能已有部分投产，预计全年全年产量将达 874.02 万吨，累计增长 9.1%。

图 3-2：中国铜冶炼厂加工费



数据来源：Wind，神华研究院

国内冶炼厂 11 月进口铜精矿 TC/RCs 基准价保持在 92.5 美元或 9.25 美分/磅，该价格处于年内高位，炼厂开工积极性将大幅提升。

### 3.2 终端需求无明显改善，明年基建需求可期

图 3-3：铜材当月产量走势



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已呈现明显回升，受国家政策提振，明年电力板块或成为需求拉动亮点，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，总体明年精铜需求或重点关注基建板块表现。

### 3.3 四季度铜炼厂寻求出口，国内精铜现货趋紧

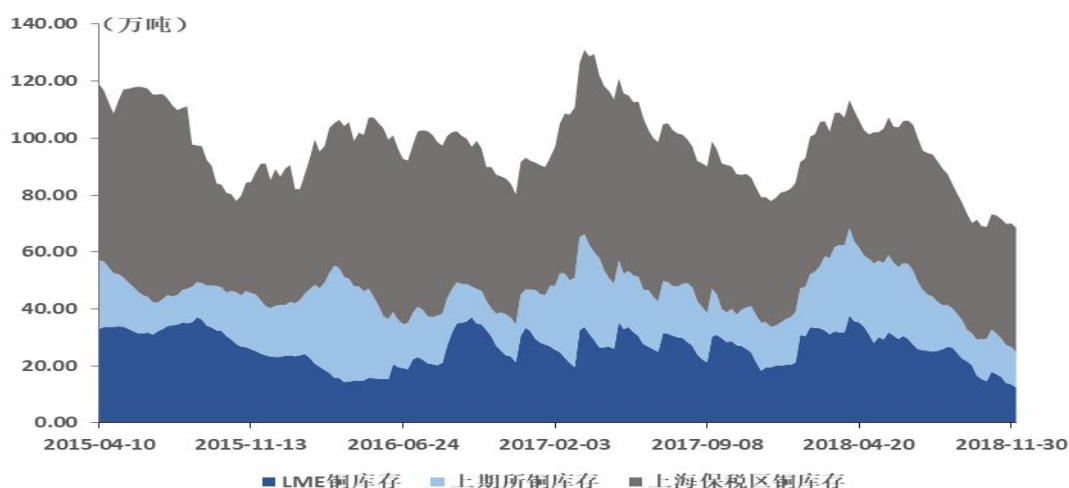
图 3-4：沪伦比值与精炼铜进口盈亏走势



数据来源：Wind，神华研究院

进口方面，沪铜与伦铜保持内弱外强局面，进口窗口持续保持关闭，现货市场已基本难觅进口铜身影，同时由于长期大幅进口亏损，具有出口配额的炼厂选择交仓至保税区，获取丰厚出口利润，炼厂出口意愿增强使得市场上好铜货源紧张，但平水铜以及湿法铜需求仍处于疲弱状态，短期内或对铜价形成一定支撑。

图 3-5：全球铜库存走势



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，国内铜库存并未出现此前的累库预期，库存仍在缓慢减少，主要系出口盈利空间的打开，国内好铜

货源流出，以及部分下游产业“抢出口”所引致的需求边际改善，使得库存并未如期返升，将对短期铜价形成一定支撑。

### 3.4 总结

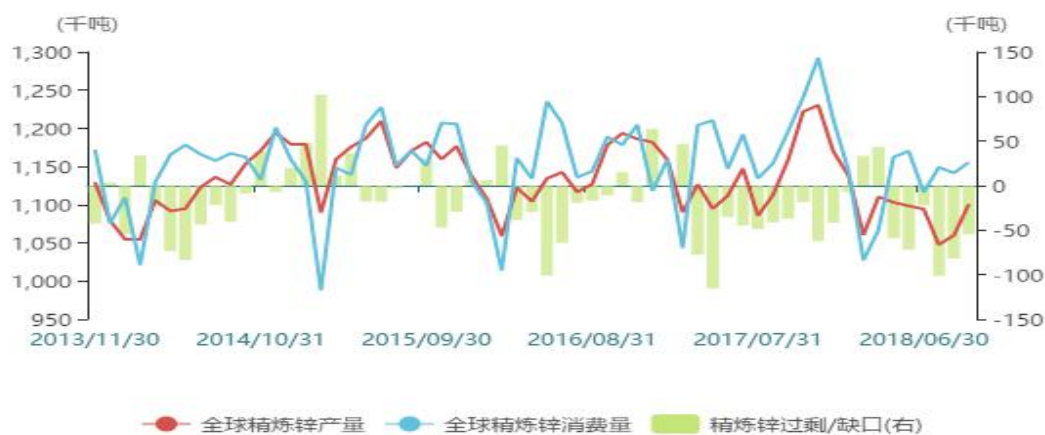
**中线逻辑：**预计 2018 年全球精炼铜供需缺口将进一步收窄，在整体精炼铜缺口不断修复的格局下，国内精炼铜供需紧平衡状态或将持续得到改善，全年国内铜矿自产叠加进口的增长趋势，将使得矿端供应显著提升；同时在三四季度预计将有 95 万吨国内炼厂产能的投放，结合当前保持在 92.5 美元或 9.25 美分/磅的铜精矿冶炼加工费水平，处于年内高位的冶炼利润将使炼厂有充足动力积极开工，第四季度国内精铜产量将维持一定增长水平，而另一方面需求持续疲弱，预计至明年年中前国内精铜供需格局将转入边际宽松，对国内铜价形成利空，后续重点关注供应端产能实质释放情况以及需求端基建投资改善情况。

**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

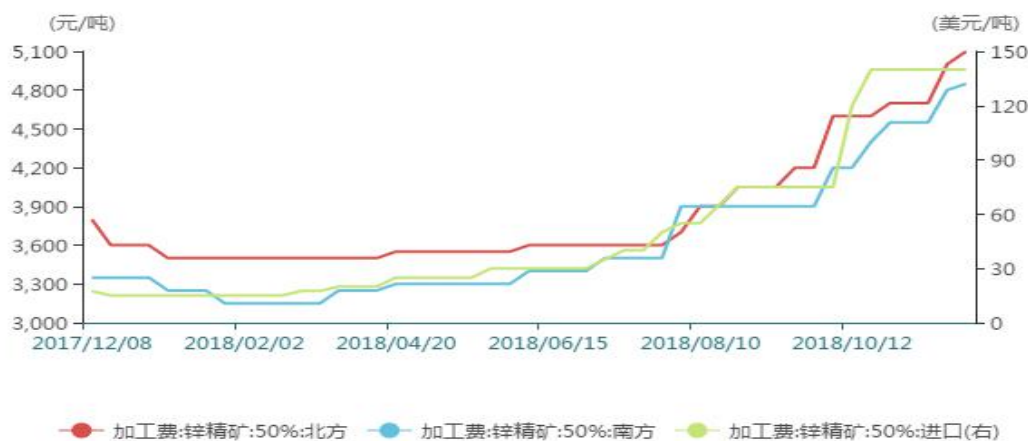


数据来源：Wind，神华研究院

从全球供需角度来看，ILZSG 最近发布报告显示，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

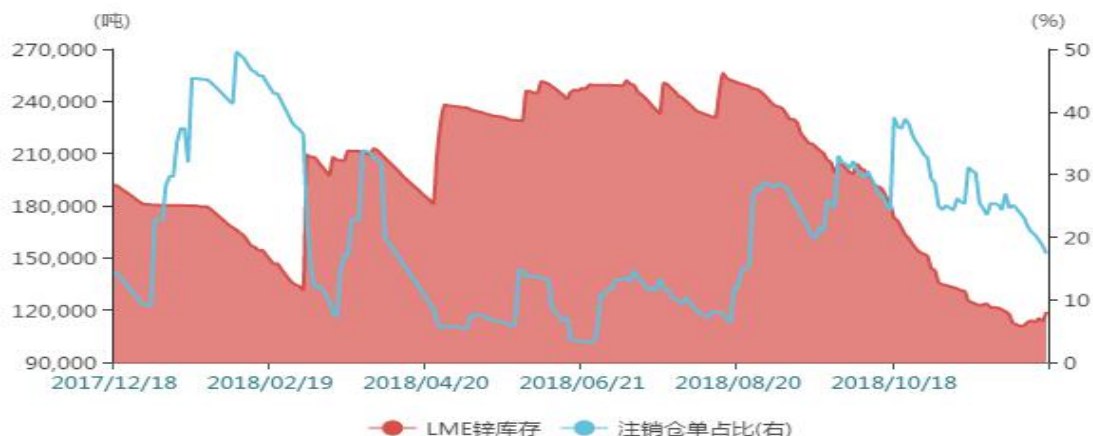


数据来源：Wind，神华研究院

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 全球库存历史低位，或对锌价形成支撑

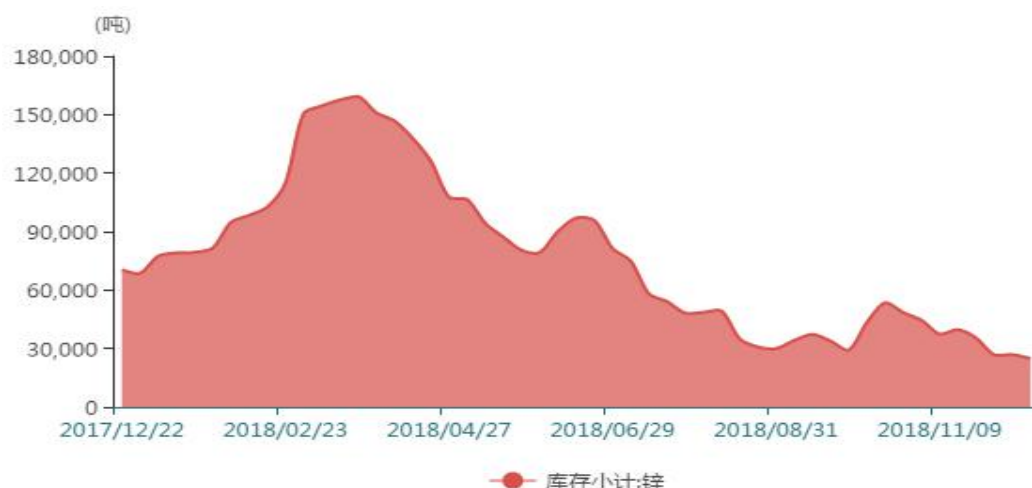
图 4-3：LME 精炼锌库存走势图



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，前期低库存状态被市场所忽视，前期市场交易逻辑的更多的反应的是宏观冲击，而当短期空头获利离场后，低库存叠加现货升水高企的威力凸显，短期锌价强势反弹，同时库存未出现预期中的大幅返升也进一步反映市场上精炼锌的供应瓶颈，锌价需要对前期过于悲观的预期进行一定修复。

### 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，从政策角度，国内受制于环保政策炼厂难以实现大幅增产，冶炼端与矿段形成供需矛盾，产能的瓶颈间接推高加工费上行，矿端宽松至金属端的传导或仍需时间，中期保持对锌偏空预期，但具体利空的完全释放或将延至明年下半年，关注锌锭累库情况。

**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 20000-22000 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。



Miracle China 神华期货  
Miracle China Futures Company

一流的研究 带来一流的交易

