

神华期货 2019 年有色策略报告

“铜”转“锌”移：铜价静待转机，锌价重心下移

神华研究院 范子涵

摘要.....	- 2 -
第一部分 2018 年行情回顾.....	- 3 -
第二部分 宏观分析.....	- 4 -
2.1、美国经济或将逐步寻顶，宏观风险加剧.....	- 5 -
2.2、中国经济企稳，政策成效渐显.....	- 7 -
第三部分 供应分析.....	- 10 -
3.1、有限的矿产增量将决定精铜供给偏紧.....	- 10 -
3.2、矿端增量引致悲观预期，产能释放助推锌价下行.....	- 13 -
第四部分 需求分析.....	- 16 -
4.1、下游消费整体疲弱，基建增长或可期待.....	- 16 -
4.2、低库存对铜锌价格支撑明显.....	- 18 -
第五部分 2019 年行情展望及策略.....	- 20 -

摘要

铜：矿端有限增量将对中长期铜价形成强力提振，铜价或将转势

2019 年起，全球铜矿供应增速将逐年下滑，在全球洋固废政策收紧的背景下，国内废铜供应也将有所下降，造成精铜整体供应预期偏紧。根据测算，全球精矿未来五年的供应缺口在百万级别以上。同时，2018 年，供应端干扰率相对较小，而预计 2019 年铜矿大面积劳工合约到期及炼厂干扰率的上升将进一步增加供应紧张的局势。因此，尽管在宏观形势向下的背景下，整体需求疲弱，铜价震荡偏弱运行，但在基建、5G 通信及一带一路等潜在未来需求增长点的带动下，供需矛盾将逐步显现，铜价将迎来转机。中长期来看，宏观与基本面的矛盾大概率驱使铜价转势后以震荡偏强运行。策略方面，中短期以偏空参与，45000 附近逐步减仓止盈；中长期以偏多参与，预计主力运行区间 45000-55000，逢低布多。

风险点：1. 宏观冲击 2. 需求不达预期

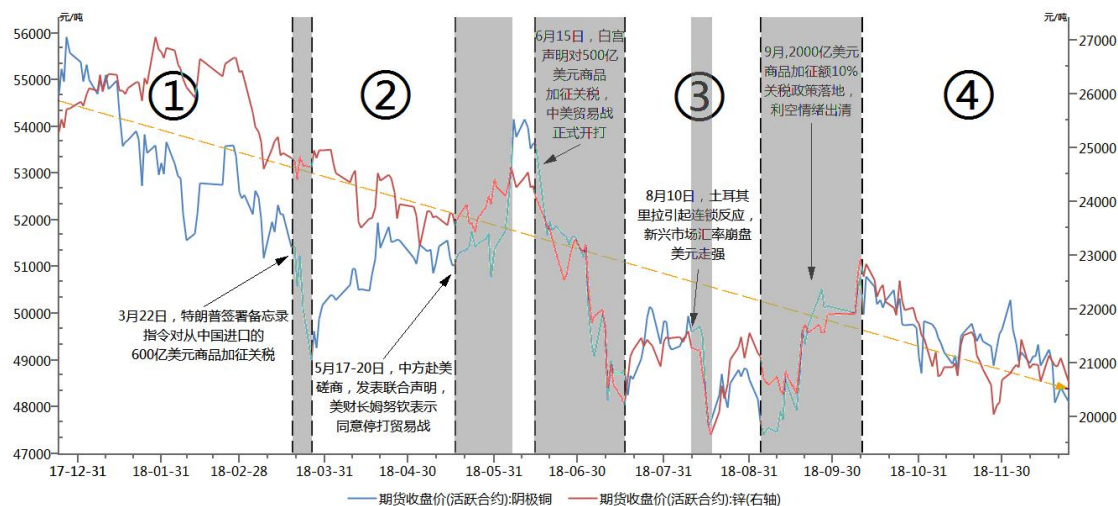
锌：锌矿加速释放将拖累远期锌价，锌价步入下行通道

2017 年锌价的大幅上扬修复了大型矿企利润，各大矿厂纷纷复产增产，加大对锌矿的开发力度，致使自 2019 年起，全球锌矿将呈现加速释放态势，平均每年增产 70 万吨以上。另一方面，宏观经济放缓，国内房地产行业进入下行周期，极大的拖累了锌的远期消费预期，国内锌预期需求大概率降下滑至 3% 以下。中长期来看，锌价将进入下行通道。而短期内，由于冶炼端产能干扰缘故，矿端的供应增量无法顺利传导至金属端，锌价呈震荡偏弱运行。策略方面，整体偏空参与，短期内，下方暂时看至国内炼厂成本线 17000 附近，后续则视炼厂产能调整情况而定。

风险点：1. 锌矿供应不达预期 2. 冶炼干扰

第一部分 2018 年行情回顾

图 1-1：沪铜主力合约和沪锌主力合约走势图

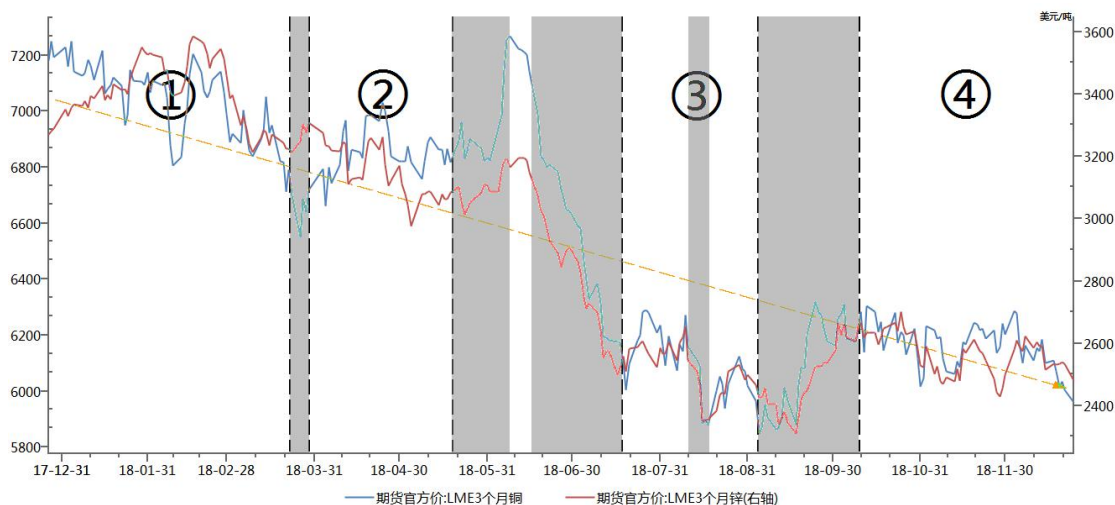


数据来源：Wind，神华研究院

2018 年宏观情绪对有色金属的冲击明显，同时在中国经济企稳的背景下，矿端的金属增量及冶炼端的产能扩张，叠加下游需求疲弱，奠定了整体走弱的行情基调，结束了 16 年初至今的牛市行情，有色步入下行通道。

在整体运行过程中，素有“铜博士”之称的大宗商品——铜，对于全球宏观情绪的反应则比锌更加敏感。去年受频繁的罢工干扰、季节性补库以及废铜等因素的提振，沪铜冲击 56000 高位后回落，在第一季度偏弱运行，同期沪锌受软逼仓行情影响，表现相对强势。3 月 22 日，特朗普对中加征关税的指令则引起年内第一波快速跳水，跌逾 5%，而后在第二季度企业补库反弹，叠加 5 月 20 日美财长同意停止中美贸易战，宏观情绪修复引致 6 月初沪铜大幅上涨，同期沪锌小幅回升。然好景不长，6 月 15 日白宫直接发表声明，对价值 500 亿中国商品加征关税，中美贸易战开打，恐慌情绪蔓延，至 7 月中旬，有色商品跌逾 10%。8 月份除去 8 月中旬新兴市场汇率崩盘，恐慌情绪推致美元强势上涨，拖累美元计价商品表现的情况外，有色金属交易重回基本面交易逻辑。因铜锌方面现货相对紧缺，叠加智利最大铜矿 Escondida 劳资纠纷以及国内锌厂环保整改检修，期货走势震荡偏强。特别是在 9 月份，美对中 2000 亿美元商品加征关税政策落地后，市场预期得到验证，短期利空情绪出清，铜锌盘面价格亟待修复，出现一波反弹，10 月初，铜价最高触及 51000，锌价最高触及 23000。第四季度在主动去库存的阶段背景下，低库存状态下现货偏紧与下游需求预期不振致使铜锌价格呈偏弱震荡运行。

图 1-2: 伦铜 3 月和伦锌 3 月走势图

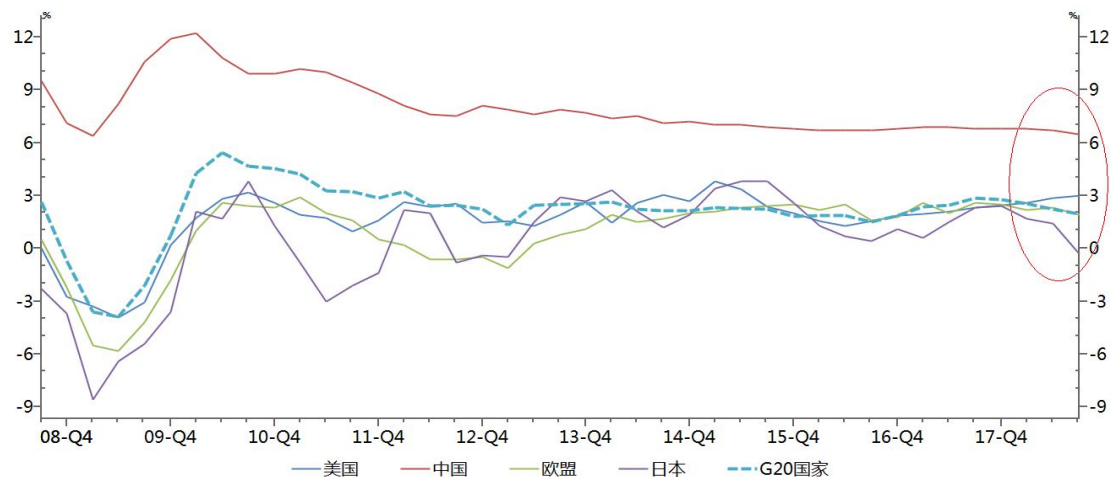


数据来源: Wind, 神华研究院

国际市场方面, 由于跨市套利盘的存在, 内外盘联动性较好。伦铜与伦锌对国内市场保持指引, 整体运行方向由供需缺口收窄, 供应边际宽松所决定, 呈下行趋势。而在幅度上, 内外盘略有差异。伦铜自年初 7200 附近下跌 1200 点左右至 6000 点, 跌幅近 16.66%, 同期沪铜自年初 56000 附近下跌 8000 点左右至 48000 点, 跌幅逾 14%。伦锌自年初 3600 点高位下跌 1200 点左右至 2400 点, 跌幅近 33.33%, 沪锌自年初 27000 点高位下跌 6500 点左右至 20500 点, 跌幅逾 24%。在人民币贬值的背景下, 国际市场对于中美贸易战等宏观摩擦所引致的情绪波动, 以及全球供应面的边际扰动反映更加明显, 幅度更大。因此, 今年整体国际市场跌幅大于国内市场, 年内做多沪伦比值存在较大跨市套利机会。

第二部分 宏观分析

图 2-1: 世界经济增长走势

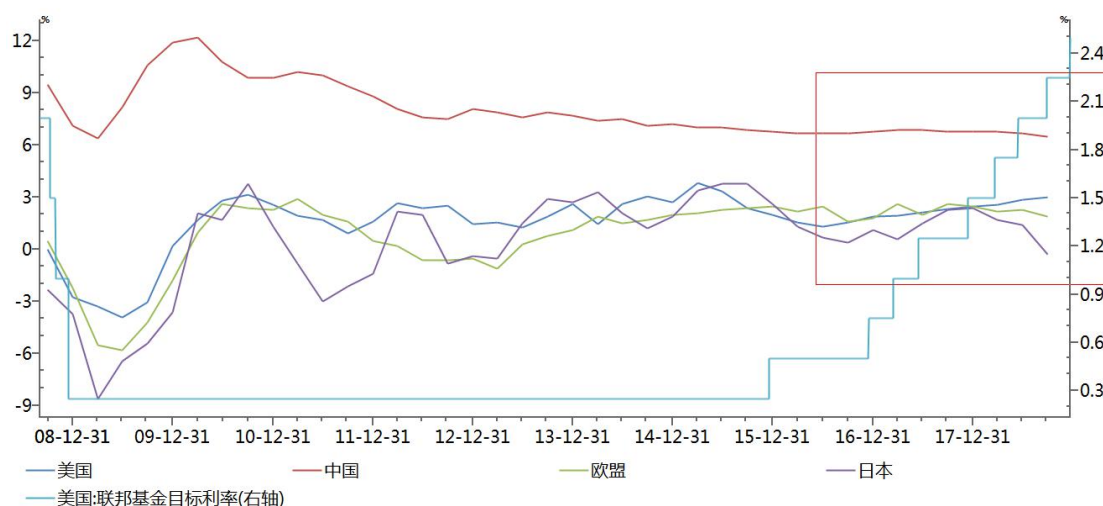


数据来源: Wind, 神华研究院

2018 年全球经济格局变幻莫测，国际方面，日欧经济持续低迷，新兴经济体两级分化，仅美国经济一枝独秀。而随着其加息步伐推进，长短期国债利率出现倒挂，美股暴跌，标普 500 距年内高点已跌去 20%，“拐点”信号亦步亦趋，十年牛市或将见顶；国内方面，中国经济下行压力不减，在三期叠加的经济背景下，政府将充分发挥宏观政策的引领作用，逐步发力，以确保经济增长在“L”型下轨企稳。2019 年世界经济的宏观动向或仍将延续两大经济体中美之间的矛盾演化而展开，相对而言，日本经济在低位的温和增长以及欧盟经济的持续疲弱在全球经济格局中将继续保持稳定需求，但难现较大起色。

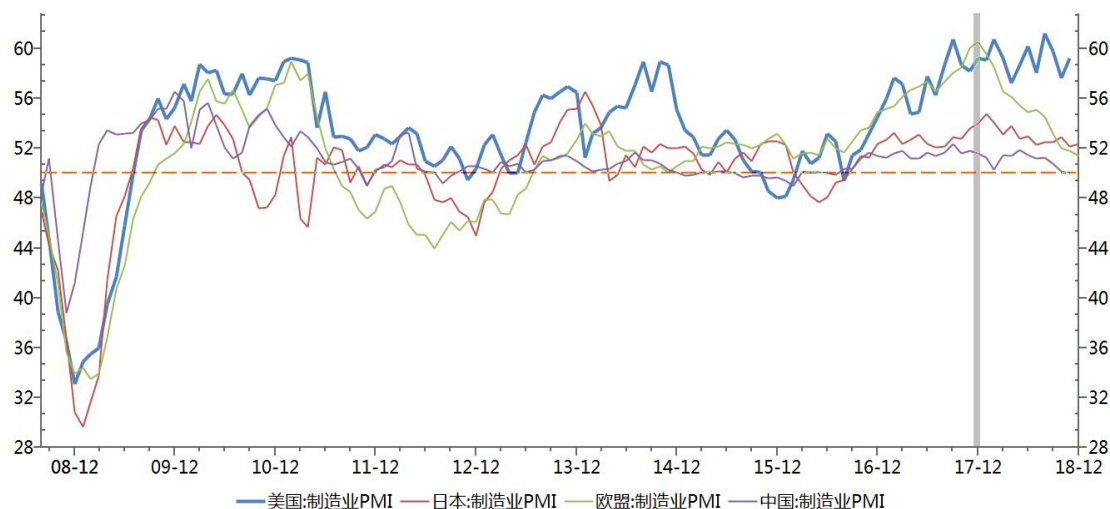
2.1、美国经济或将逐步寻顶，宏观风险加剧

图 2-2：中美日欧 GDP 同比增长走势



数据来源：Wind，神华研究院

图 2-3：中美日欧 PMI 走势

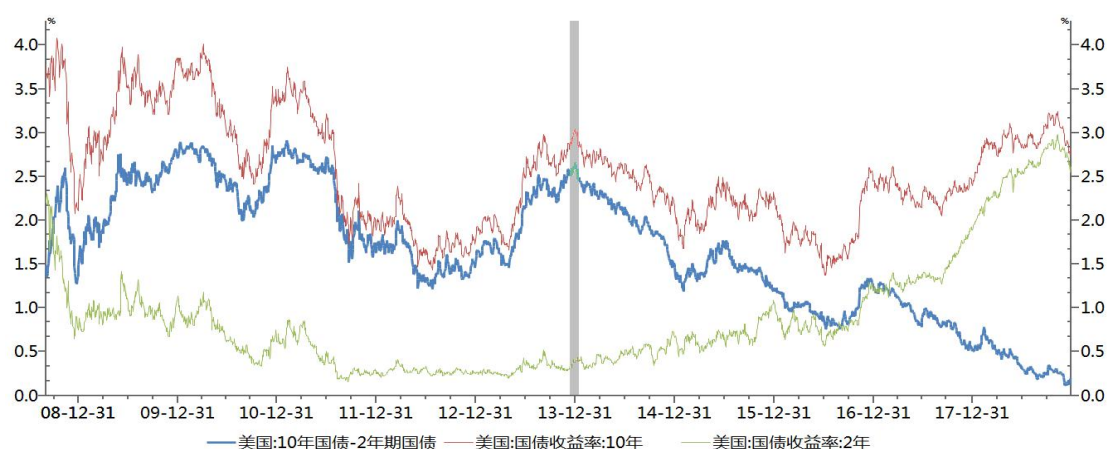


数据来源：Wind，神华研究院

自 2015 年美国结束 QE，开始加息缩表，美国经济的 GDP 以及 PMI 指数均同步进入了稳定增长的阶段，从另一个角度来说，也似乎印证了美联储对美国经济状态的评测及预估。美联储通过加息缩表，抑制经济的过热发展，另一端的财政政策则一直奉行扩张性原则，财政赤字不断走扩，货币政策与财政政策矛盾激化。

不同于政策层面方向的不确定性，美国基本面经济数据表现颇为抢眼，如：美国 PMI 指数稳定在 56% 以上，失业率达 3.7% 历史新低，消费者信心指数回升至危机前水平等，但这些极端“良好”的经济基本面背后可能意味着虚假繁荣。金融市场也在年内屡次发出信号，美股市值暴跌超过 20%，债券市场美债收益率利差倒挂。

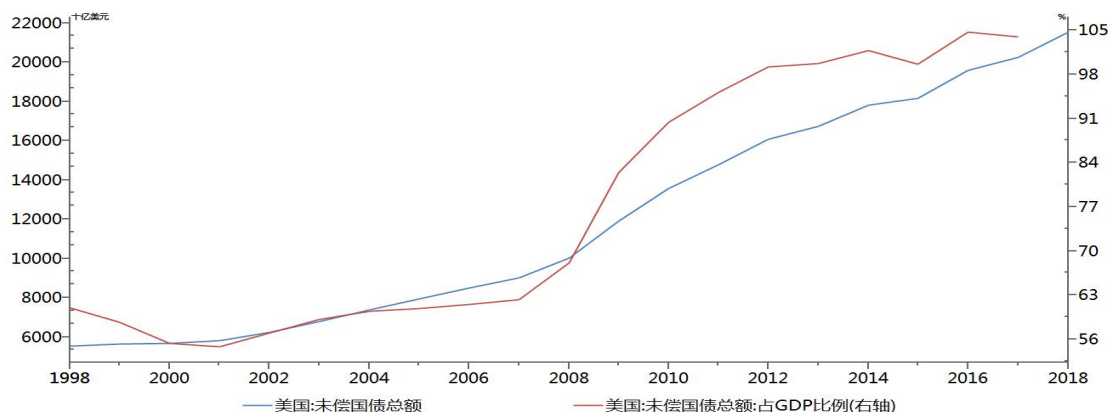
图 2-4：长短期美国国债收益率走势图



数据来源：Wind，神华研究院

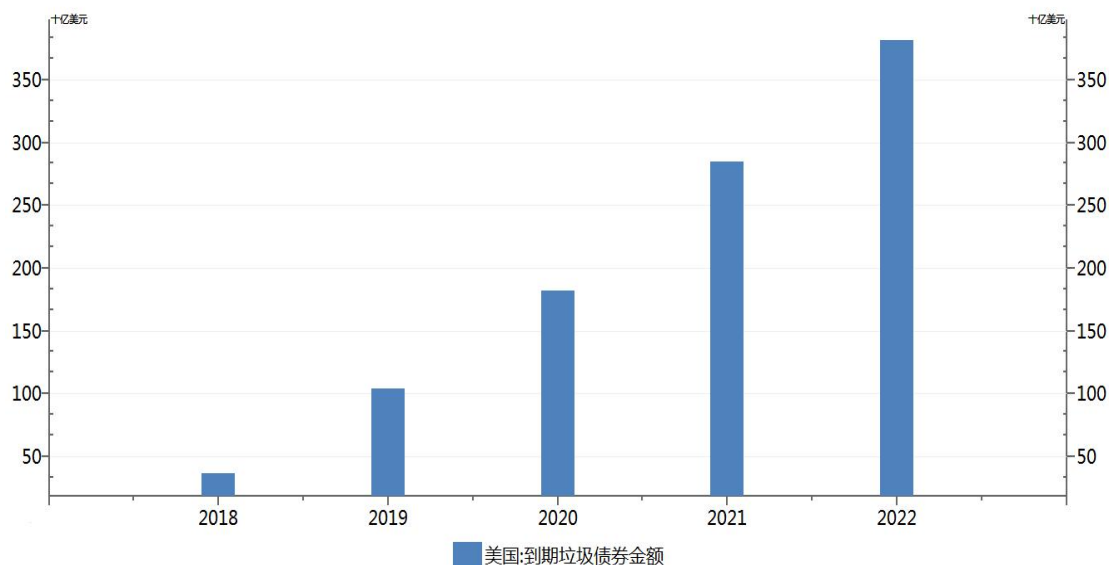
长期经济基本面持续好转推升其到期收益率不断回升，受加息影响，短期利率的增速更快。但十年期与两年期的国债收益率利差在不断收窄，逼近零值，在年内美债收益率的回调中，五年期美债与三年期美债收益率已经发生倒挂，暴露出人们对远期经济发展失去信心。另一方面实际通胀的不断上行，也在推升十年期美债收益率这一锚定无风险利率上扬，致使融资成本提升，资产价格承压。

图 2-5：美国未偿国债总额



数据来源：Wind，神华研究院

图 2-6：未来美国到期垃圾债券金额



数据来源：Wind，神华研究院

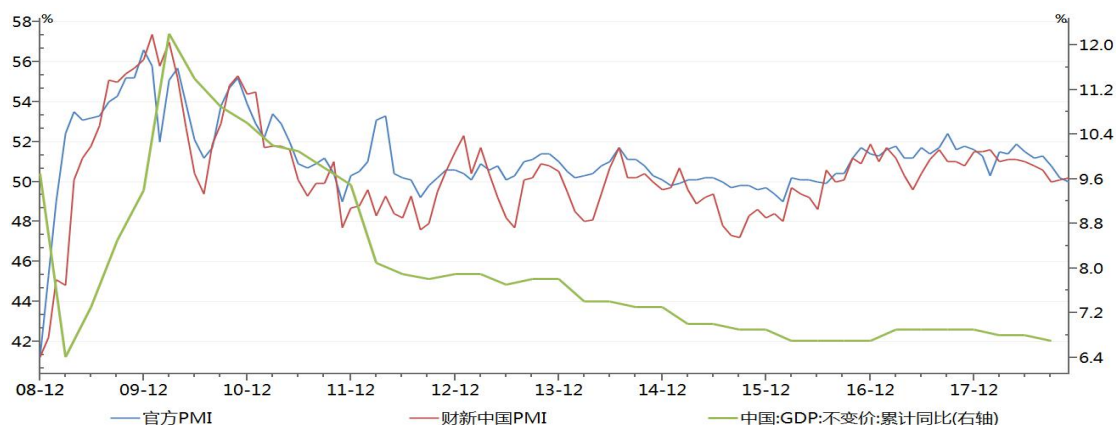
反观联邦政府，则是秉承扩张性财政政策刺激经济。自 08 年金融危机后，美国政府加大财政支出，政府部门杠杆增加到了 98% 这一惊人水平，美国政府的未偿国债在 2018 年达到 22 万亿美元之巨，占当年 GDP 比例或在 105% 左右。同时企业部门也将面临沉重的偿债压力，2019-2022 年将迎来十年前企业部门超发的垃圾债券偿债高峰期。为应对巨额债务，联邦政府极有可能继续发新债补旧债，供应的增量、加息的预期、通胀的上行叠加贸易摩擦的引致的避险情绪，2019 年的美债收益率大概率继续走强。

综上，经济指标的极限状态、鸽派加息的演化、潜在的债务危机以及若隐若现的拐点信号，叠加决策层矛盾激化，美国的系统性风险将进一步累积，宏观形势不容乐观。另一方面，由于经济基本面并不会迅速反映悲观预期，存在一定滞后，2019 年起美国的经济或将逐渐进入寻顶阶段。

2.2、中国经济企稳，政策成效渐显

2018 年，中国经济发展的主基调是稳增长，12 月中央政治局会议再次强调坚持以供给侧改革为主线，继续打好三大攻坚战，对经济增长要企稳保“6”。回顾这一年的中国经济增长情况：

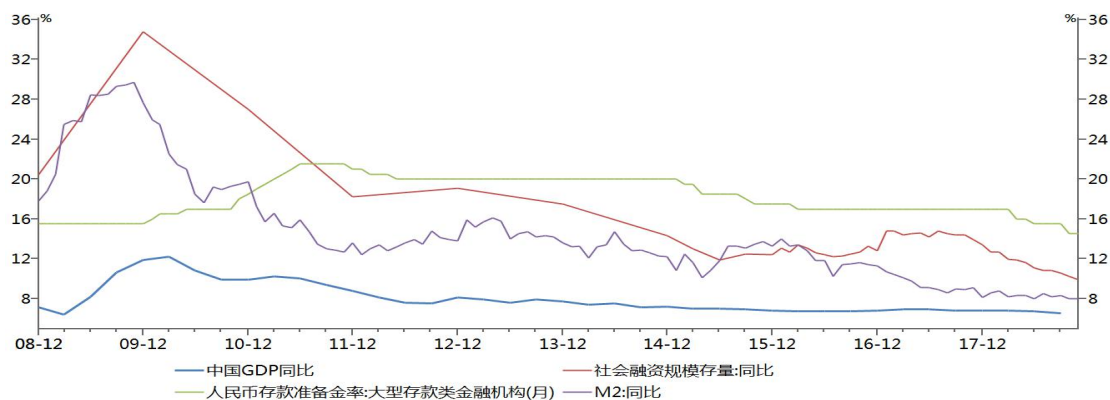
图 2-7：中国 GDP 及 PMI 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

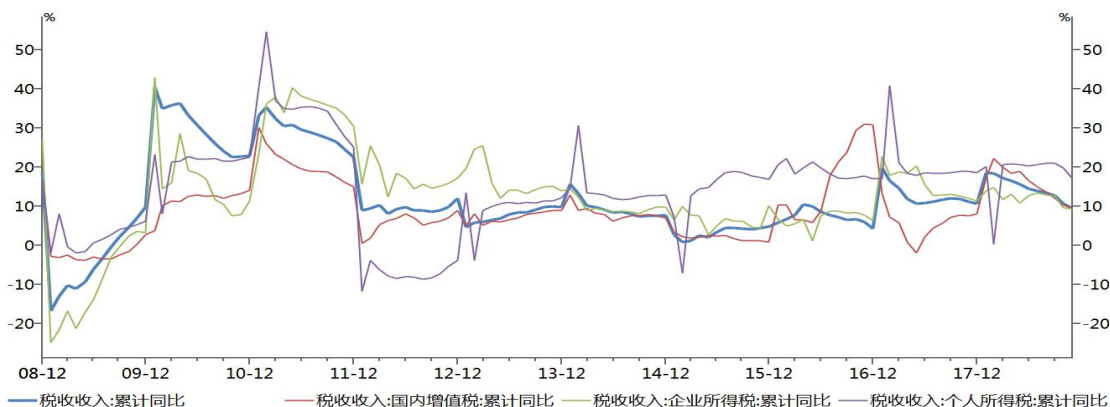
中国 GDP 增速自 2009 年达到峰值后，经济增长开始软着陆，15 年破“7”进入保“6”时代并逐步企稳。同时 PMI 指数则徘徊在 50% 荣枯线附近，整体经济依然承压。三驾马车中，实体经济疲弱致使投资增速放缓，全球经济增长失速致使净进口下降，消费分级及城镇家庭部门的债务杠杆限制最终消费的提高。

图 2-8：货币政策对实体经济传导不畅



数据来源：Wind，神华研究院

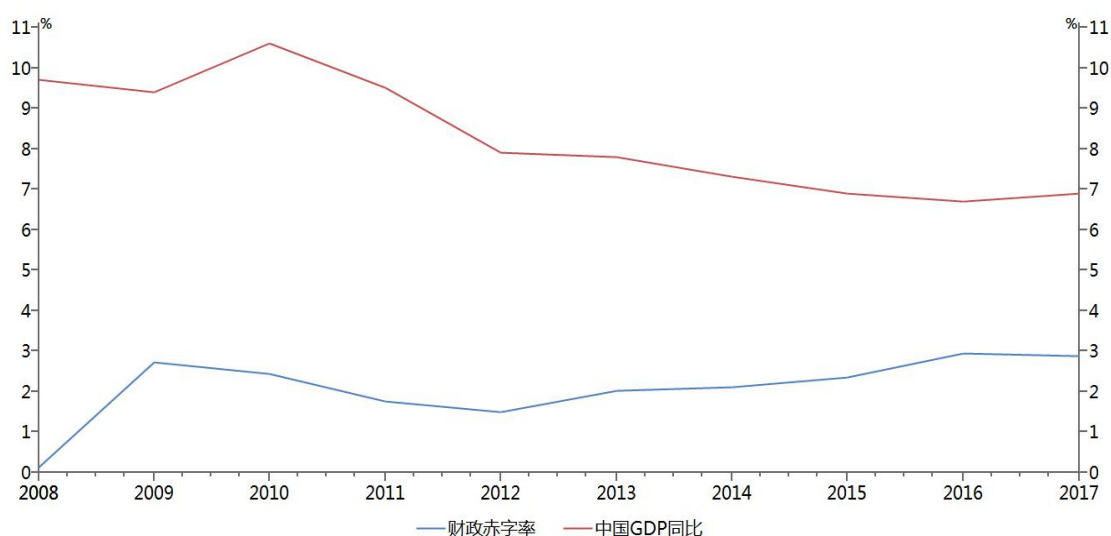
图 2-9：中国税收累计同比



数据来源：Wind，神华研究院

对于这个现状，政府通过稳健中性的货币政策及积极的财政政策来刺激经济。货币方面，央行通过结构化降准操作，拟向实体经济注入流动性。但不难发现货币对经济的提振作用边际转弱，社融同比与 M2 同比不断下滑，在一定程度上，货币传导机制受到阻碍，这与我国不断涌现的影子银行及表外资管业务的开展不无关系；而在财政方面，根据政治局会议精神，国内将继续延续结构性减税+基建补短板的政策基准，在具体操作上将以定向化、精细化、结构化为主。16 年以来的增值税税改对企业税负减负效果明显，同比均出现明显回落，18 年实施的个税改革，也在年末个税同比曲线的转向上有所体现，预计 2019 年将进一步加大减税规模，以实现经济的刺激。

图 2-10：中国财政赤字仍有扩大空间



数据来源：Wind，神华研究院

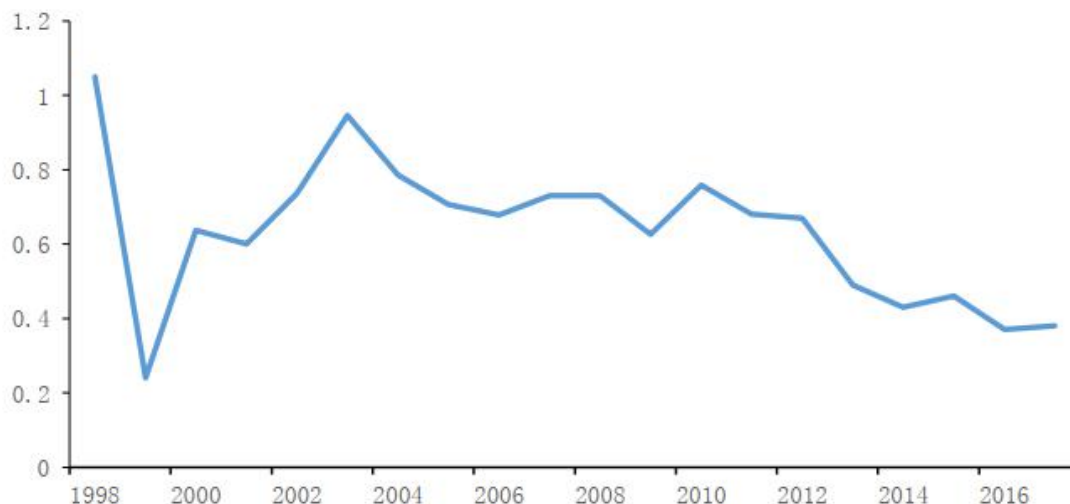
一方面受减税影响，预计财政收入将减少，另一方面是对基建投入的力度加大，2019 年中国政府将面临一定的资金压力，而解决的主要途径之一就是举债。中国目前的财政赤字率不到 3%，政府广义负债率仍低于 60% 的警戒线，仍有债务的扩张空间。但预计整体将以结构性扩张为主，即隐性债务继续严控，显性债务稳步抬升。

综上，2019 年将迎来新中国成立 70 周年这一关键节点，尽管当前市场普遍悲观预期，但仍不可忽视在 70 周年关键年份政府对经济托底的决心以及政策执行的力度。从历史数据来看，新中国成立以来逢“9”年份中国的财政赤字均呈现走扩。因此，我们对 2019 年中国经济预期大概率实现企稳，经济实际表现或将略好于市场预期。

第三部分 供应分析

3.1、有限的矿产增量将决定精铜供给偏紧

图 3-1：全球铜矿品位图



数据来源：Bloomberg，神华研究院

从供应的角度出发，市场一致认为未来几年铜矿的产量有限。一方面，全球矿山的品位不断下滑，部分大型矿山由露天开采转向地下开采，同时也会造成开采成本的增加，加剧供应上的紧张状态。另一方面从资本支出的角度来说，2012年受全球低融资成本环境影响，大型矿企对铜矿的资本支出达到顶峰，逾1200亿美金，而至2016年则回落到500亿上下。通常资本支出的高峰与产量的高峰中间有4-5年左右的时滞，尽管2017年受铜价阶段性回暖影响，矿企小幅加大了对铜矿的资本投入，但在2019-2022年之间，预计前期投入的下滑所形成的有限增量将会逐步体现出来。

表 3-1：全球铜矿山 19 年新增产量

矿山	国别	2019 年增量(万吨)
Antamina	秘鲁	4
Bystirnskoe	俄罗斯	2.5
Cobre Panama	巴拿马	15
Centinela	智利	2.4
Candelaria	智利	1.5
Carrapateena	澳大利亚	1.5
Chambishi	赞比亚	2.5
Chuquicamata	智利	9
Dikuluwe Mashamba	刚果	4
Grasberg	印尼	-31
Highland Valley	加拿大	2

Kantaga	刚果	7
Konkola	赞比亚	1.5
Lubambe	赞比亚	1
Mirador	厄瓜多尔	5
Oyu Tologoi	蒙古	1.5
Pulang	中国	2
Duobaoshan	中国	2.8
Qulong Copper Mine	中国	2
Xietongmen/Xiongcun	中国	1.5
Jiama Copper Mine	中国	1
Sentinel	赞比亚	1.5
Toquepala	秘鲁	7
Others		1
Total		48.2

数据来源：公司报告，神华研究院

回到实际增量上来看，2018 年紧平衡的供需状态或将继续延续至 2019 年年中，受 2018 年部分国内新建产能在第四季度以及 2019 年一季度的延迟投放影响，前期精铜产能释放不及预期，铜矿供应则相对充裕。而 2019 年根据各大矿企的排产表，粗略统计新增铜精矿供应仅在 50 万吨左右，并且在未来 5 年内，增速会进一步放缓。

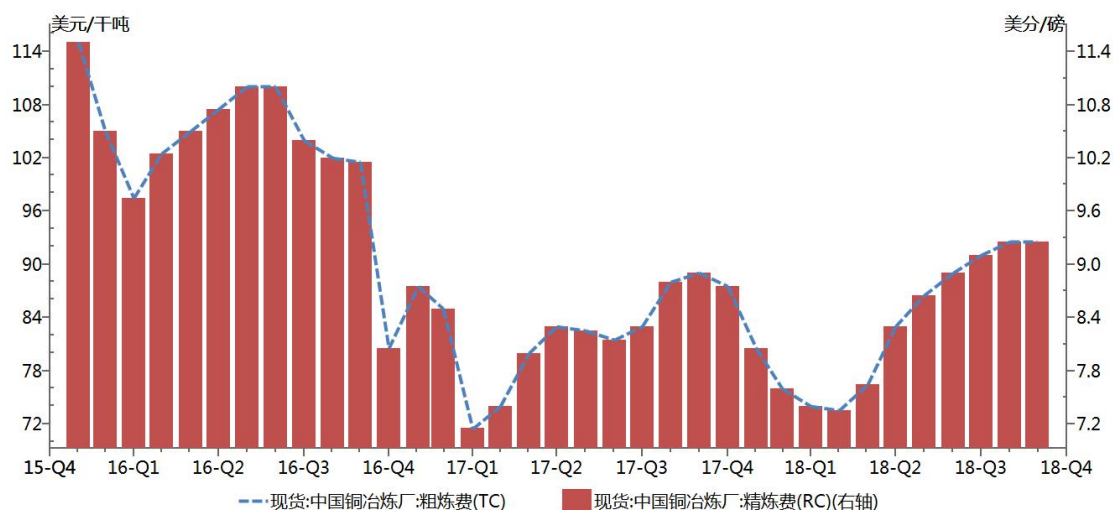
表 3-2：全球精炼铜供需平衡

	2018 新建产能（万吨）	2019 新建产能（万吨）
中原黄金	15	
灵宝黄金	10	
西部矿业青海铜业	10	
铜陵有色金昌厂	5	
山东恒邦	10	
白银有色	20	
广西南国铜业		15
中铝东南铜业	40	
梧州今升	15	
赤峰云铜		20
紫金铜业		10
黑龙江资金		10
新疆五鑫		10
合计	125	65

数据来源：公司报告，神华研究院

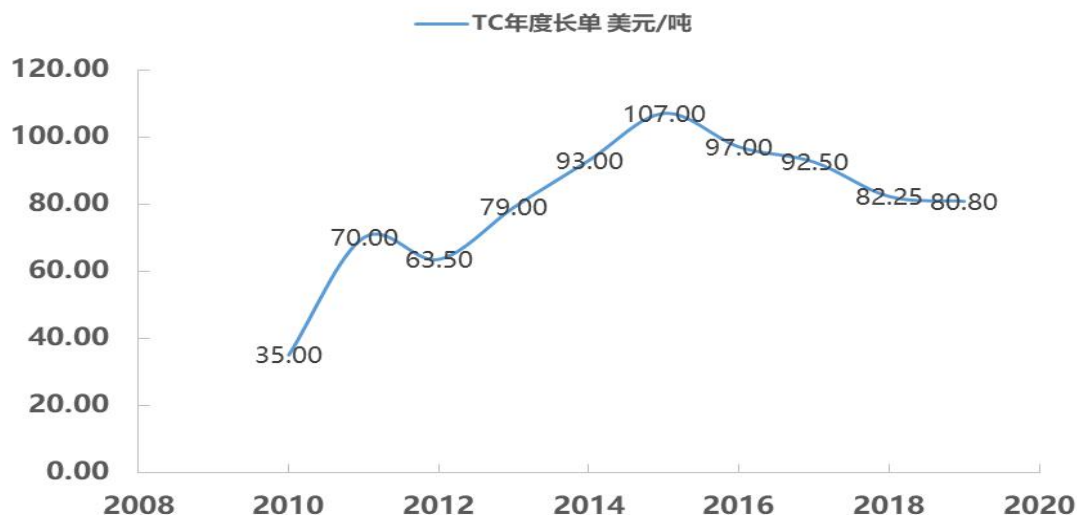
而在冶炼产能端，可以很明显发现产能增速很快，仅国内产能 2018 年完成新增产能 125 万吨，2019 年计划增加 65 万吨。受部分今年国内产能的延迟投放影响，预计 2019 年国内新增产能可达百万吨级别，因此未来几年大概率矿端将呈现紧缺格局。

图 3-2：中国精炼铜加工费变化



数据来源：Wind，神华研究院

图 3-3：精炼铜年度长单加工费变化



数据来源：根据新闻整理，神华研究院

同时，年内加工费受冶炼端产能释放干扰快速返升，但从年度长单加工的角度来看，长单加工费不断下调，进一步印证了铜矿长期供应的有限增量预期。

最后，在再生原料端，废铜作为精铜消费的替代品，因全球范围加大对洋垃圾的抵制，如我国推行的全面禁止“废七类”，在未来相对替代供应量的减少，也将从另一个方面拉动对精铜的需求，加剧精铜短缺的格局。

3.2、矿端增量引致悲观预期，产能释放助推锌价下行

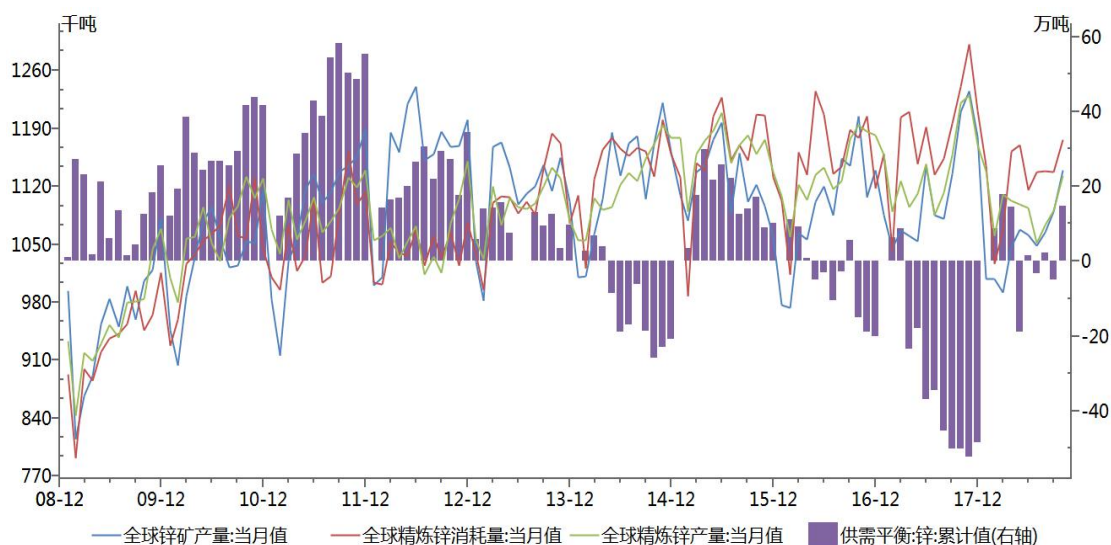
表 3-3：全球锌精矿新增产量

矿山	国别	2018 年增量	2019 年增量
Antamina	秘鲁	3	2
Asmara	厄立特里亚	2	5
Bisha	厄立特里亚	0.6	0
Castellanos	古巴	5.5	0.5
Century	澳大利亚	6	5
Dugald River	澳大利亚	14	1.8
Gamsberg	南非	5.5	16.7
Halfmile Lake	加拿大	0	4
HZL	印度	0.4	3.3
Korbalikhinsky	俄罗斯	2	2
Lady Loretta	澳大利亚	9	7
Middle Tennessee	美国	2.5	0
Mt Garnet	澳大利亚	2	0
Mungara	澳大利亚	1.5	0
Myra Falls	加拿大	1.5	1.5
Naica	墨西哥	2	2
Neves-Corvo	葡萄牙	0.1	1
Olympias	希腊	1	1
Penasquito	墨西哥	-1.1	5.6
Pinargozu	土耳其	1	0
Shalkiya	哈萨克斯坦	5	8
Skorpion	纳米比亚	4.5	1.6
Thalanga	澳大利亚	1.7	0.2
Zinkgruvan	瑞典	0.7	0.1
合计		70.4	68.3

数据来源：公司报告，神华研究院

不同于铜矿的增量有限，锌价的快速上涨（相比铜价上涨 15%，2017 年锌价上涨近 40%）带动锌矿企业的利润修复，各大矿企陆续开始进行力度较大的增产复产，且产量的释放将集中于 2019-2020 年。根据上表可知 2018 年与 2019 年全球新增锌矿均在 70 万吨左右，同时就供需平衡而言，全球精炼锌的供给缺口也在逐步收窄。

图 3-4：全球精炼锌供需平衡



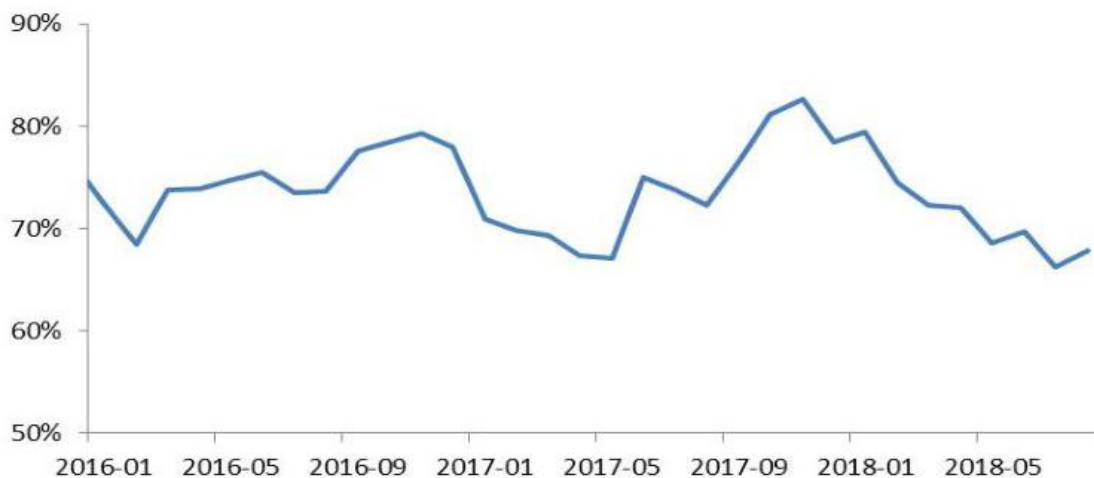
数据来源：Wind，神华研究院

表 3-4：国内炼厂 18 年检修情况

	产能（万吨）	2018 年检修安排
四川宏达	20	2 月，6-8 月
株洲冶炼	55	3 月
云铜锌业	13	3 月
安徽铜冠	10	3 月
金鼎锌业	14	3-4 月
江铜铅锌	10	3-4 月
四环电锌	12	3-5 月
广西河池	30	4-5 月
东岭工贸	26	4-7 月
豫光锌业	25	4-5 月
宝徽实业	6	5 月
陕西锌业	18	5-6 月
西部矿业	10	5 月，9 月
成州矿冶	10	5 月，7 月
白银有色	29	5 月，6 月
赤峰中色	21	6-7 月
驰宏锌锗	39	7 月
兴安铜锌	10	7-8 月
紫金有色	20	8 月

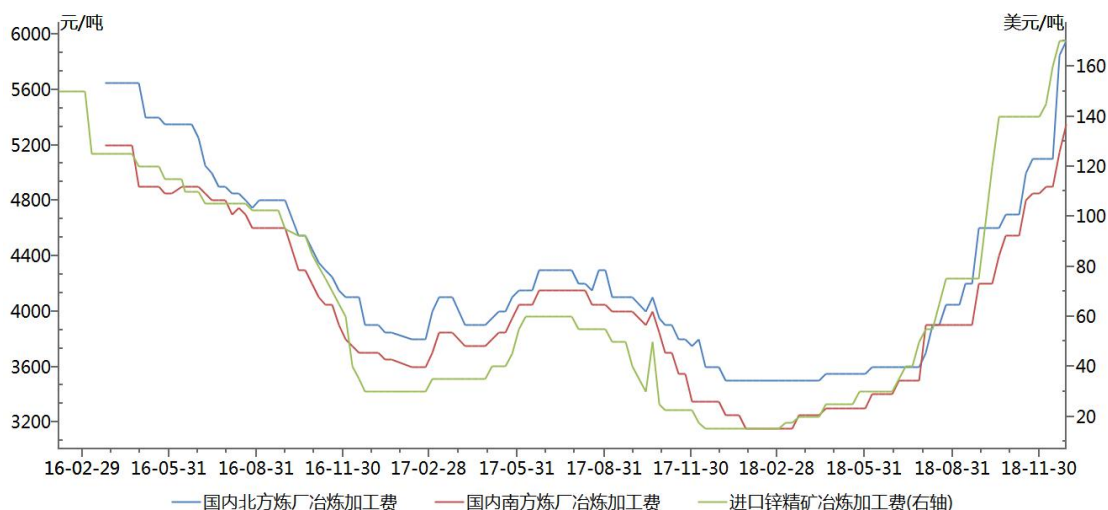
数据来源：公司报告，神华研究院

图 3-5：国内炼厂开工率



数据来源：SMM，神华研究院

图 3-6：锌精矿冶炼加工费



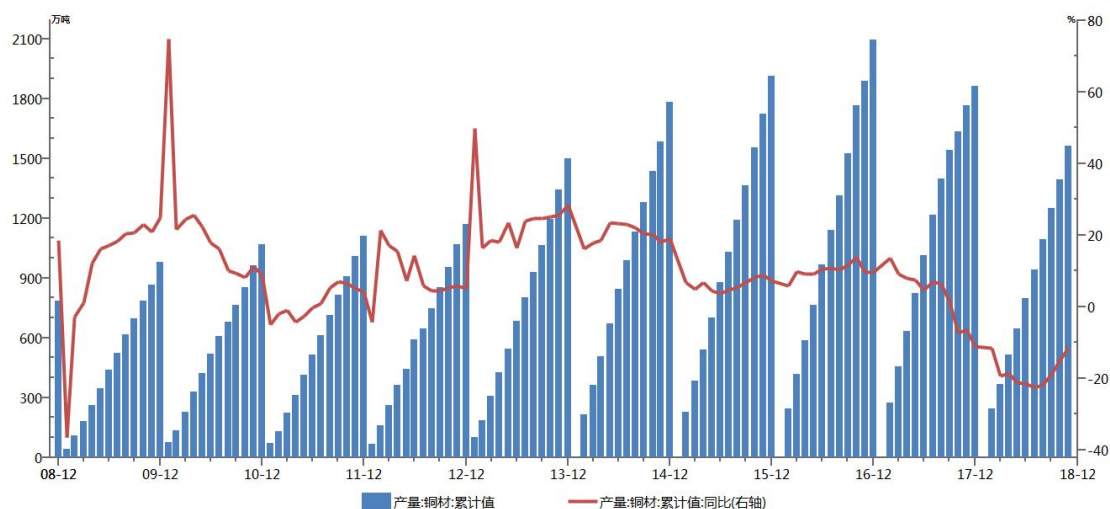
数据来源：Wind，神华研究院

但是，由矿端供应宽松至金属端供应宽松的传导需要考虑到冶炼产能的释放。2018 年锌价整体呈下行趋势，但并没有因为预期矿企的增产而出现流畅下跌，其中一个很重要的原因是，国内环保制约了产能的释放。不同于铜渣的高回收效益，部分冶炼方法下的锌渣回收效益低，造成炼锌企业产生的锌渣堆积污染严重。因此，严格的限产政策致使国内锌炼厂不断地限产停产整改，精炼锌的整体供应始终无法明显提升。在市场上则会反映为加工费的快速上行，而整体炼厂开工率的回升缓慢。但预计经一年时间，炼厂将完成整改，突破环保政策制约，实现产能的最终释放，加速推动锌价下行。

第四部分 需求分析

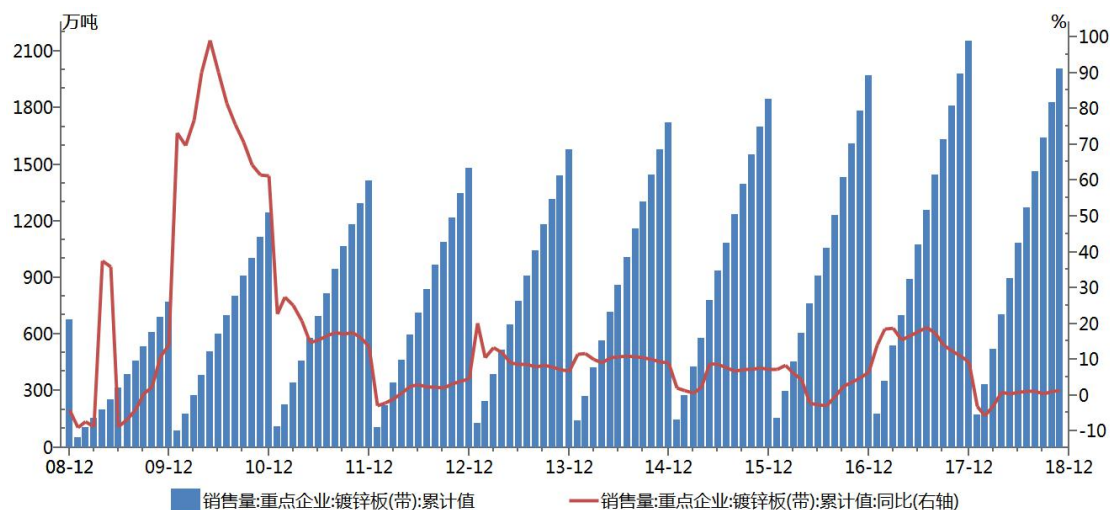
4.1、下游消费整体疲弱，基建增长或可期待

图 4-1：全国铜材产量



数据来源：Wind，神华研究院

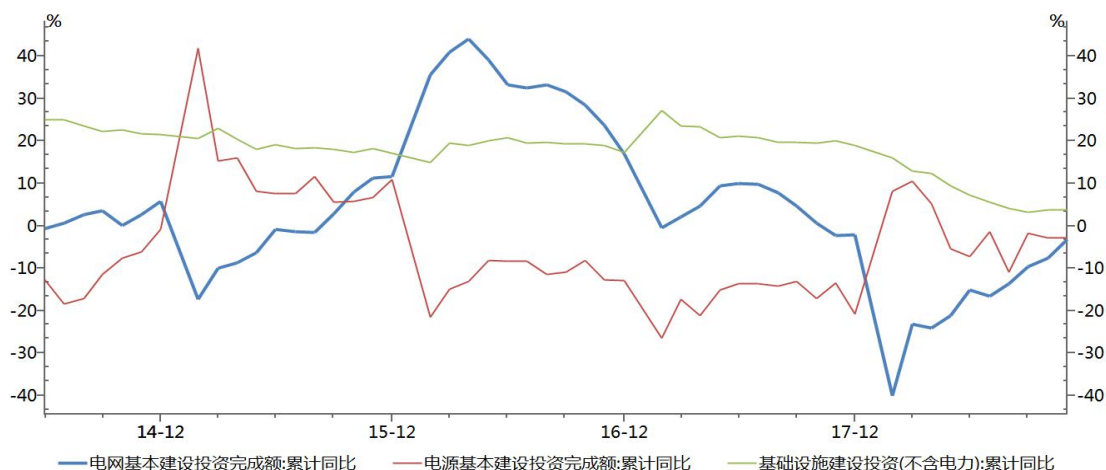
图 4-2：全国重点企业镀锌板销量



数据来源：Wind，神华研究院

在需求上由于有色金属的终端应用广泛分布于下游各个领域，因此，除中游加工商外，下游需求可整体对待。对于铜而言，精铜首先加工为铜材再流向下游，不难发现铜材在17年整体增速下滑，转为负增长。同时，镀锌板作为锌消费的主要应用，也在17年经历了增速下滑，通过中游数据印证，国内整体需求疲弱。

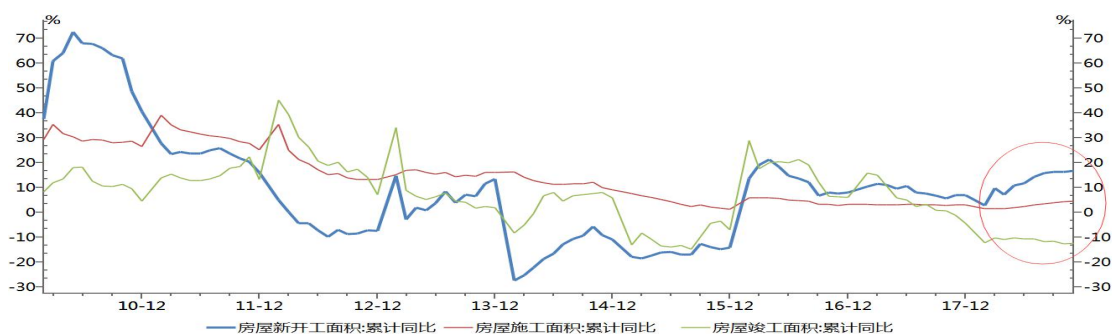
图 4-3：基础设施投资建设



数据来源：Wind，神华研究院

具体至下游行业，先看基建行业，在基建补短板政策的托底下，预计 2019 年基建行业将会重点发力，其中电力电网基建投资将是铜金属的主要需求增长领域。2017 年中国电力基建大约铜消耗量超 270 万吨，其中超过 90% 的部分用于电力设备。虽然 18 年电力电网投资增速不及预期，但年内已呈现同比增长缓步回升的趋势。19 年电网重点发展领域将围绕配电网及智能电网改造展开，国家规划分三批建设 23 条特高压工程，18-19 年已核准 9 条开工；同时 5G 时代的到来将拉动通讯板块的增长，对铜需求也将提供一定支持。因此，电力基建或成未来几年铜的主要需求增长点，对锌（镀锌板）的增长贡献则相对较小。

图 4-4：房地产投资建设

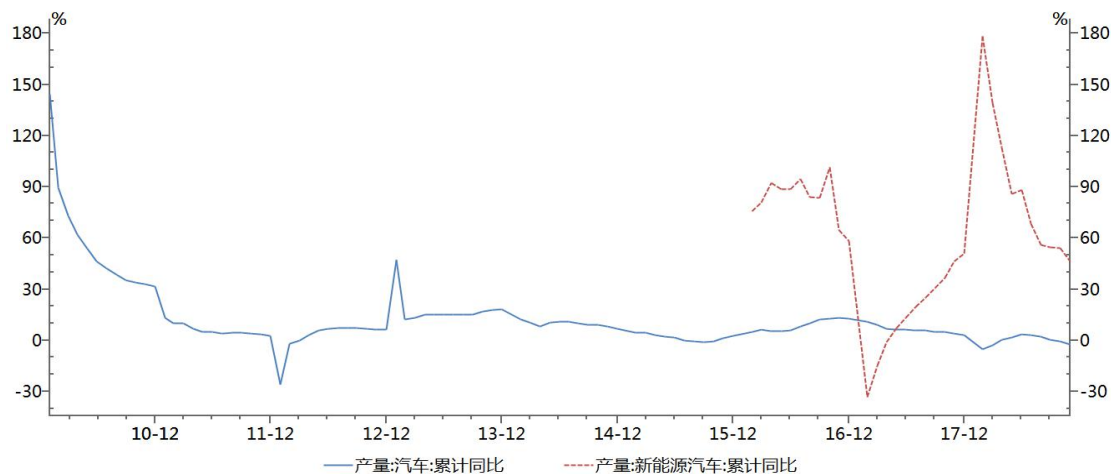


数据来源：Wind，神华研究院

另一大下游领域则是房地产行业，受前几年房价暴涨影响，国家对房地产行业进行严格调控。限售政策出台后，房地产市场持续萎靡，尤其是年内提出取消预售制后，市场普遍预期房地产行业将进入下行阶段。但从数据表现上来说，房屋施工面积同比基本持平，竣工面积受销售快速下降影响增速放缓，而新开工面积同比不降反增，这是由于多数房企畏惧未来取消预售制的全面实施而抢开工所致。因此，对于未来房地产市场，预计政策上依然会进行严格调控，下行趋势不改，但 2019 年由于抢开工的存在，施工期过渡有 3-6 个月的缓冲期，反而对铜

锌的需求有一定支撑。尽管房市趋弱，但房地产行业在 19 年不一定会大幅拖累铜锌消费。

图 4-5：汽车行业产量

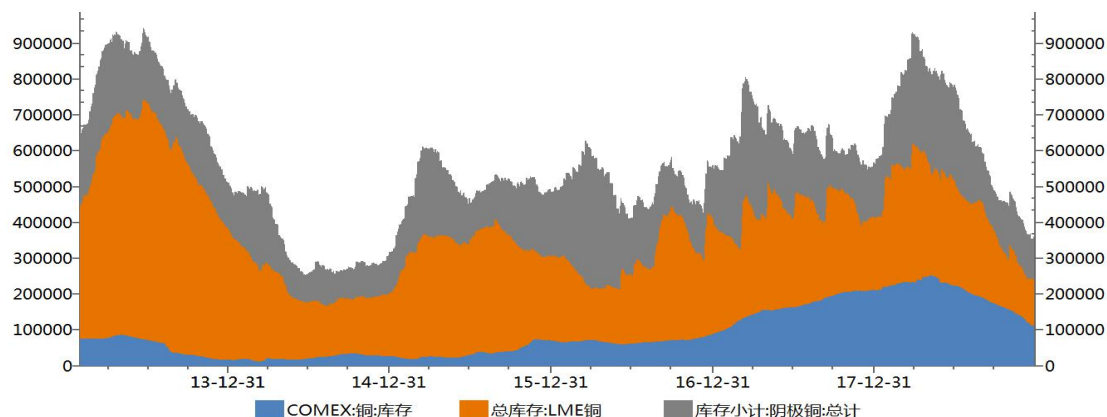


数据来源：Wind，神华研究院

汽车行业作为铜锌的另一大需求板块前景则不容乐观，今年以来无论是传统汽车还是新能源汽车同比增长均出现了明显回落。这是由于此前汽车行业的增长依赖于国家出台的各类政策补贴，包括购置税，新能源车补贴等等。之前的快速增长实质上是透支了很多未来的消费，而在这一系列补贴取消后，汽车行业将面临相当长一段时期的下行调整。中国汽车工业协会预计 2019 年车市全年将呈现负增长态势，尽管饱受关注的新能源车仍有较好的增长态势，但新能源车只占不足 5% 的市场份额。新能源车基数过小仍无法拉动客观的金属需求，汽车或在 2019 年继续拖累金属需求。

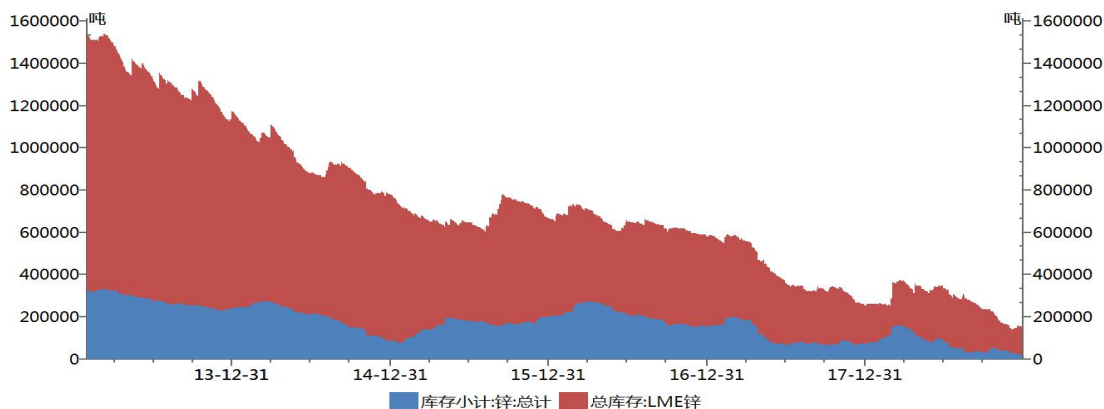
4.2、低库存对铜锌价格支撑明显

图 4-6：全球交易所铜库存



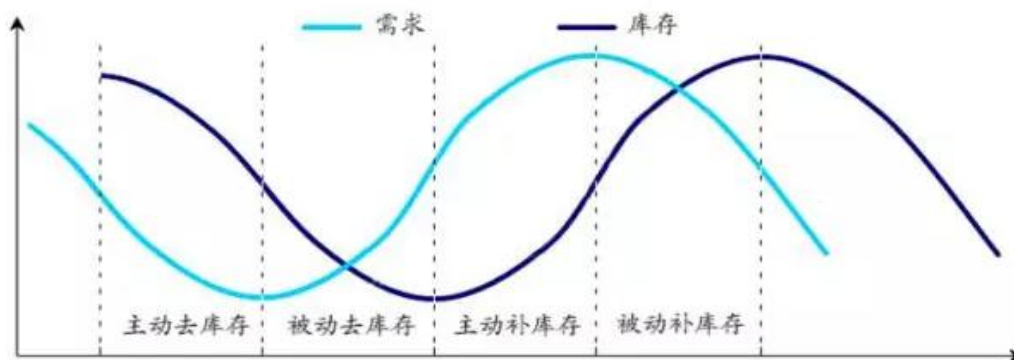
数据来源：Wind，神华研究院

图 4-7：全球交易所锌库存



数据来源：Wind，神华研究院

图 4-8：库存周期



数据来源：神华研究院

当前全球铜锌显性库存均处于低位，市场价格长期处于现货升水期货的状态，由此，我们很容易感受到低库存对于价格的支撑，尤其是锌。但是我们对于这两种金属低库存形成逻辑的看法略有不同。以年度来看，铜的显性库存自15年至17年一直处于增加累库过程，18年开始去库，目前处于年内低位。根据库存周期理论，结合下游需求实际情况，我们认为目前需求整体仍然偏弱，市场对需求的整体预期偏低，因此其低库存处于主动去库存的后期，库存仍有去化空间。但下一阶段库存的去化将进入被动去库过程，动能则来自与供应的短缺逐步凸显，造成实际需求的超预期的相对返升，铜价将可能转势上扬；而对于锌来说，锌的显性库存则处于长期去库周期中，但短期交易的重心并未围绕这个逻辑展开。主要原因是因为各地环保因素对炼厂的产能形成强制干扰，造成本应过剩的金属供应，在冶炼端传导时形成相对短缺，在国内形成了深度被动去库。待冶炼端环保问题得到解决，产能实现释放的时候，主动累库的现象便会出现，引致锌价进入流畅下跌。

第五部分 2019 年行情展望及策略

图 5-1：沪铜主连合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 5-2：沪锌主连合约周 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

在美国经济寻顶，中国经济企稳的背景下，新兴经济体及持续疲弱的日欧经济难挑大梁，奠定了全球经济增长放缓的基调，同时贸易摩擦及地缘政治变化所引起宏观风险的放大，将致使整体资本以及商品市场将进入漫漫震荡下行路。

对于有色金属铜而言，未来有限的原矿及再生增量预期，相对升高的冶炼端干扰率叠加国内政策大年对下游需求的托底，尤其以电力基建为代表，或将触底反弹，形成转势。考虑到实质性的新增产能释放匹配下游需求增长的情况，大概率在 2019 年下半年，铜价转势上扬。操作思路，受上半年阶段性产能释放影响，短期偏空参与，在 45000 附近逐步减仓止盈；下半年供给或将转紧，铜价大概率呈震荡回升走势，则中期偏多参与，预计主力运行区间 45000-50000。

对于有色金属锌而言，矿山的大范围投产增产极大地拖累了远期锌价的预

期，同时 2019 年冶炼企业配合环保完成整改和工艺的升级，将向市场投放巨大的产能，叠加汽车建筑等下游的疲弱需求，供给的快速增长将给锌价带来巨大压力，引导锌价进入下行通道。操作思路，整体以偏空思路为主，在国内累库出现前，锌价大概率维持震荡偏弱运行，下方空间暂时看至 17000（17000 为国内锌炼厂成本线），后续则视国内炼厂在 17000 附近产能调整情况而定。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！

