

## 有色月度策略报告： 反弹未歇， 关注套利

### 摘要：

**铜：**上月沪铜持续走强，市场中期交易重点围绕产能释放以及需求回升预期所展开，但短期内受宏观情绪干扰明显，铜价或将继续震荡运行，单边建议观望。

**锌：**上月沪锌偏强运行，宏观情绪及国内资金面持续发酵，短期做多氛围高涨，市场博弈重心围绕产能最终释放及消费回归展开；中长期来看，期锌重心或将缓慢下移，短期追空风险仍较大，单边建议观望。

### 一、当前行情走势

图 1-1：沪铜主力合约月 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 1-2：伦铜电三合约月 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

上月沪铜持续走强，月末收至 50,160 元，较前月末上涨 1,950 元/吨，月度振幅 5.80%，累计涨幅 4.41%，持仓增仓 6.03 万手至 23.24 万手，月内市场整体资金情绪偏多，受春节超预期累库，国内政策刺激以及中美贸易磋商利好结合影

响，国内铜价向上突破 50000 关口；现货方面，SMM1#电解铜均价较上月末上涨 2,165 元至 49,975 元/吨，现货对期货转为贴水 150 元/吨，本月由于春节归来，下游消费仍未完全回归，受春季超预期累库及期铜盘面价格大幅上扬影响，现货市场整体节奏以出货为主，贸易商仅对低价货源有一定买兴，下游需求仍较疲软，带动贴水走扩；外盘方面，伦铜电三上月持续走强，向上突破前期 6381 压力，收 6481，较上月末上涨 5.06%。月内国际铜价重心，中美经贸磋商持续释放积极信号结合美联储鸽派情绪引导，宏观上推动国际铜价进一步走高，结合国际铜库存不断下探至历史低位，多头情绪持续发酵，但当前已出现回调态势，谨防回落风险，单边仍保持中性，套利可继续尝试买近空远，多 CU1904 空 CU1907 博增值税减税价差利润。

图 1-3：沪锌主力合约月 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 1-4：伦锌电三合约月 K 走势图



数据来源：Wind，神华研究院

上月沪锌高位震荡运行，主力合约月末收 21,745 元/吨，较月初上涨 435 元/吨，月度振幅 5.77%，跌幅累计-0.80%，持仓增加 2.88 万手至 22.87 万手。现货方面，上月 SMM0#锌锭均价较上月初下跌 250 元/吨至 21,810 元/吨，现货对期货转为贴水 20 元/吨附近，月内市场交易由于盘面走高，实际消费仍较疲弱

叠加春节超预期累库影响，出货情绪拖累升水转帖；外盘方面，伦锌电3上月偏强震荡，收2,759.5，多空博弈激烈；月内外盘均偏强运行，主要受国际市场伦锌库存持续下探，宏观情绪改善包括中美贸易谈判不断释放利好消息及美联储鸽派观点和拟终止缩表计划影响，但随着反弹价格持续在阶段性高位震荡，止盈离场以及部分沽空力量的介入，本次反弹预计接近尾声。后市锌价走势仍有待下游具体消费指引，暂时以观望为主，警惕三月重大政治事件（两会及中美磋商结果超预期）进一步刺激做多情绪，中期锌价仍保持偏空预期。

## 二、跨品种套利

图 2-1：铜锌主力日线趋势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 2-2：多铜空锌价差图



数据来源：Wind，神华研究院

套利策略初步可分为期现套利，跨期套利，跨市套利及跨品种套利。我们今天探讨一下其中的跨品种套利，以上两张铜锌主力连续运行对比图为我们简单的揭示两种逻辑下的跨品种套利思路。图 2-1 中，铜锌的最近两波上涨是 1 月份以来的有色金属反弹运行示意，在二者供需均未出现明显变化的情况下，工业品的反弹与宏观情绪改善以及低库存支撑逻辑有较强关联，但在类似的交易结构下，锌的反弹幅度远大于铜，一方面与铜作为有色金属之首，下游需求更为分散，结构更为稳定有关，另一方面也与铜向来有大资金运作背景有关，铜价的波动在近年来逐渐趋稳，在铜锌共同反弹走强时，锌价的弹性会更强，因此此时我们可以采用择时多锌空铜，但需及时关注锌价运行的边际变化，此种策略在供需逻辑无



明显变化，短期抢资金反弹的情况下效果较好。

另一种策略则是铜锌长期套利策略，一方面可依据图 2-2 做简单的价差回归，另一方面则是依托供需基本面的差异进行进阶套利，当前全球铜矿山处于缩产周期，而锌矿处于扩产周期，在供应上锌矿偏利空，铜矿偏利多，因此在长期的价格运行回归基本面逻辑的背景下，可采取多铜空锌策略，具体参考点位则可依托长期价差回归的相对位置进行判断

### 三、铜供需面分析

#### 3.1 当前供给边际趋于宽松，加工费处于阶段性高位

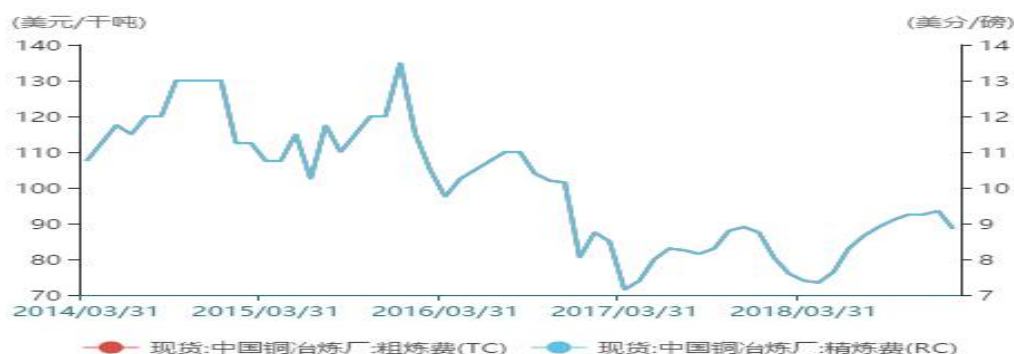
图 3-1：国内精炼铜产量情况



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年 1 月 SMM 精铜产量 73.75 万吨，环比减少 3.16%，同比增长 5.22%，1 月份部分大型炼厂放缓生产节奏，同时部分炼厂受检修及环保因素影响，致使月度产量下滑，2019 年上半年新增产能需关注中铝宁德及梧州金升达产情况。

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 1 月进口铜精矿 TC/RCs 基准价下滑至 88.5 美元或 8.85 美分/磅，进口冶炼加工费的下滑反映了矿端供需关系的变化，更多的是由于国内炼厂新增产能逐步达产而实现，但短期内国内铜矿供应仍将延续紧平衡格局。

### 3.2 终端需求无明显改善，2019 年基建提振可期

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 12 月，铜材月度产量为 161.3 万吨，较上个月增加 5 万吨，同比增长 15.5%，过去五年内处于相对低位。

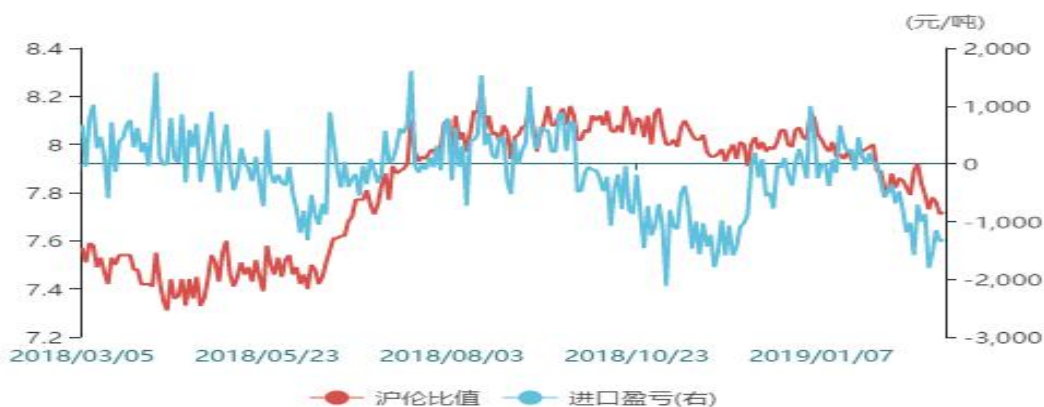
而终端消费行业，由于第四季度国内基建投资已呈现明显回升，受国家政策提振，2019 年电力板块或成为需求拉动亮点，汽车产销速度明显下滑，家电消费有所回升，但仍处于年内地位，房地产投资好转但销售及竣工不佳。

2019 年开年以来，国家发改委先后批复了《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）》和《武汉市城市轨道交通第四期建设规划（2019—2024 年）》，涉及投资 3786 亿元。而在此之前，已有广西北部湾经济区、上海、重庆、杭州、济南等多个轨道交通规划获批复，另一方面 5G 板块对通信基建的拉动同样不可小觑，开年来股票市场上 5G 概念遭到投资者的追捧，进入暴涨节奏，反映了市场对 5G 建设的信息。

总体 2019 年精铜需求或重点关注基建板块表现。

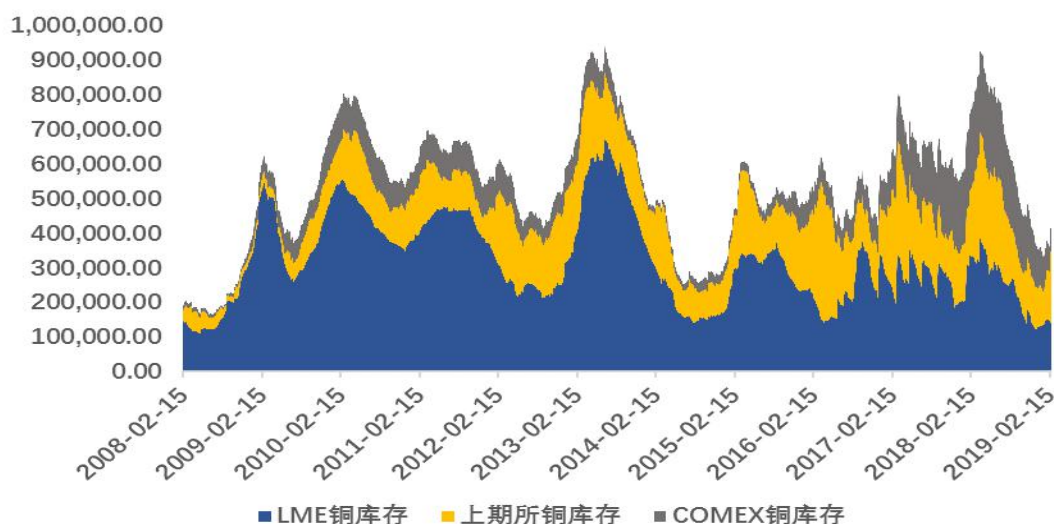
### 3.3 年初进口窗口关闭，全球显性库存仍处低位

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

图 3-5：全球精铜显性库存



数据来源：Wind，神华研究院

进口方面，前期内盘相对强势，国际铜库存流入国内，中国 1 月未锻轧铜及铜材进口量环比增加 12%，至 47.9 万吨，同比增加 8.9%，大约有 5 万吨为新增进口精铜。但全球仍处于库存去化阶段后期，即便当前经济增长放缓，需求趋弱预期呈现，受制于矿产的增量有限，库存并不会马上出现累积，整体低库存的状态仍将延续。

### 3.4 总结

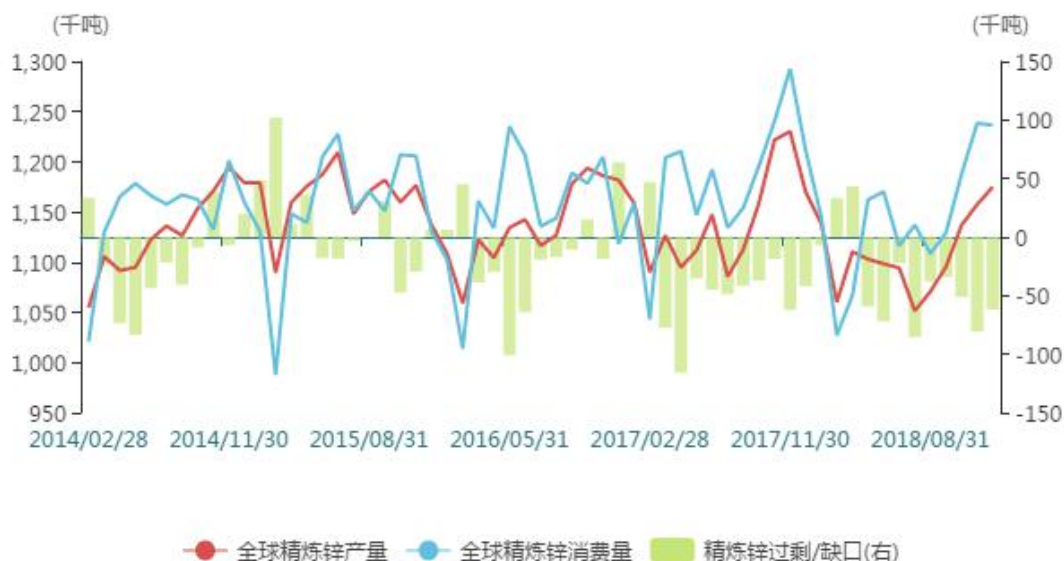
**中线逻辑：**至 2019 年年中，国内精炼铜供需紧平衡状态或将持续得到改善，国内产能的集中释放将促使国内精铜供应压力缓解；但预计基建发力，矿端及再生端供应的缩减将致使供需矛盾再次激化，但铜价整体转势不会很快到来，预计短期内铜价仍将延续震荡运行趋势。后续重点关注供应端产能实质释放情况以及需求端基建投资改善情况。

**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，基本上等待下游实际消费数据指引。

## 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，12 月全球锌市供应缺口收窄至 6.2 万吨，预计 2018 年全球精炼锌需求减少 0.3% 至 1366 万吨，超过供应 32.6 万吨，2019 年需求或将攀升 1.6% 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，2019 年将成为重要锌矿增量。从国内供应来看，国内炼厂增量依然有限。

图 4-2：精炼锌加工费价格走势图



数据来源：Wind，神华研究院

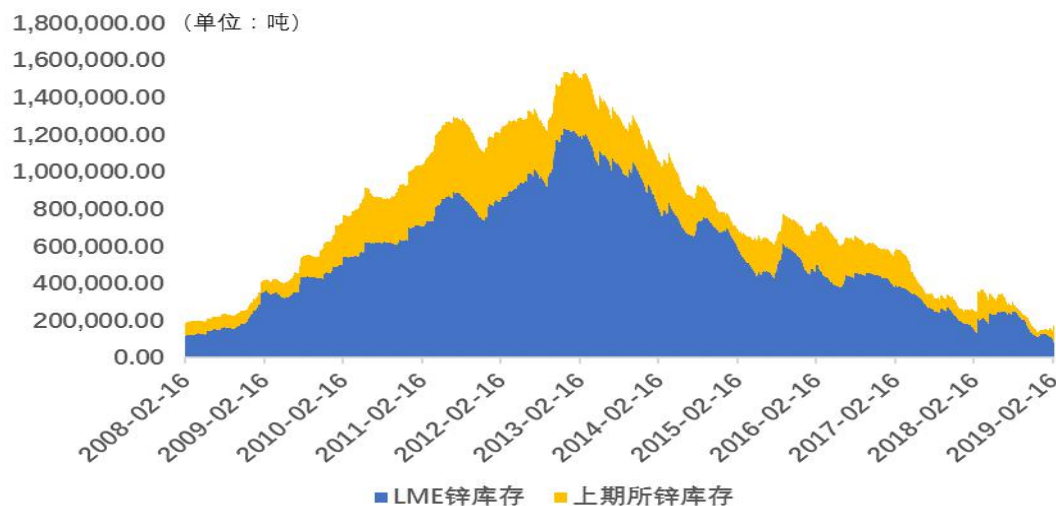
从国内精炼锌加工环节来看，锌进口加工费上涨至 210 美元/吨。反观国内，



12月各地区加工费均上调至5000-6000元/吨以上，冶炼厂利润在2000-3000元/吨区间，这是由于产能的不完全释放所致，国内大型锌炼厂如株冶及汉中锌业仍处于停减产阶段，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2019年下半年后才会逐步得到验证。

## 4.2 春节社会库存超预期累库，带动节后锌价下修

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：国内精炼锌社会库存走势图



数据来源：Wind，神华研究院

从库存角度来看，节前锌价强势反弹与低库存及现货升水结构关系紧密，节中国内锌锭社会库存超预期累库5.7万吨，引起节后市场对此前逻辑修正，后续交易仍需进一步关注具体下游消费数据验证以及累库情况。

## 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2019年下半年，关注锌锭后续实质累库情况。

**短线逻辑：**一方面市场交易受产能预期影响，实际产量及累库数据将持续带来对锌价的修正；另一方面，月内宏观情绪对有色行情冲击较大，资金盘特征明显，短期内沪锌或将维持偏强震荡，单边建议观望。

## 五、后市展望及策略

**铜：**第一季度预计国内炼厂新增产能逐渐释放，加工费上行，精铜在上半年存一定供应增量，铜价存一定下行压力，但远期铜价结构已转为 contango，市场对铜未来供应担忧，铜价在宏观情绪不断修复下，保持偏强态势；操作策略上单边暂时保持观望。

**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，高位的冶炼加工费将促进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，短期内受宏观及基本面影响，锌价维持偏强运行，预计3月份锌价资金情绪将逐渐出清，回归基本面交易逻辑，单边暂时保持观望。

### 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

