有色周度策略报告：降税落实，有色异动

摘要：

铜：上周沪铜先抑后扬，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，周内降税刺激造成盘面异动，铜价或将继续震荡运行，待本轮沽空节奏结束，单边转向偏多思维。

锌：上周沪锌偏强震荡，外盘低库存结构带动内盘上攻，但降税实锤造成周末尾盘跳水，市场中线博弈重心仍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，短线操作应以右侧轻仓沽空为主。

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

上周沪铜先扬后抑，周末收至 49,320，较前周末上涨 280 元/吨，周度振幅 2.14%，累计跌幅 0.35%，持仓增仓 4,338 手至 23.54 万手。周内股市强势表现，

叠加宏观下游数据回暖，带动沪铜上攻，但同时周中 4 月减税确定，带动盘面下挫，期限结构转为 back，沪铜空头减仓为主。现货方面，SMM1#电解铜均价较上周末下跌 120 至 49,550 元/吨，现货对期货贴水扩大至 100 元/吨，本周现货市场先抑后扬，早间由于隔月价差收窄，好铜报价一度拉升，但随降税信息公布，隔月价差再度扩大，至周末现货市场全面转为贴水；外盘方面，伦铜电三上周先扬后抑，阶段性高位震荡运行，收 6431.5，较上周末上涨 36。在周内伦铜运行逻辑主要围绕低库存及货币展开，英镑及美国非农数据不及预期拖累美元表现，推动伦铜上涨，而周末伦铜大幅交仓，带动盘面下挫，伦铜主要以多头增仓为主，待此轮沽空节奏结束，中线可逐渐转向偏多操作。

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

上周沪锌偏强震荡，先扬后抑，主力合约 1905 周内收 21,655，较上一周上涨 465 元/吨，周度振幅 5.36%，涨幅累计 1.52%，持仓增加 3.4 万手至 25.08 万手。现货方面，上周 SMM0#锌锭均价较上周末上涨 70 元/吨至 22,320 元/吨，现货对期货转为升水 170 元/吨附近，市场周初接货情绪较为浓烈，贸易商也乐于在高位出货，但随着降税预期增强，贸易商间税点套利行为逐渐增多，接货积

极性继续放大带动盘面升水走扩，整体成交较上周小增；外盘方面，伦锌电 3 上周偏强震荡，突破 2,800 压力位，而后又快速跌穿，收 2,783.5；周内外盘表现强势，主要受低库存及 back 结构强化影响，叠加美元走弱引起周内伦锌上攻，而后随止盈盘离场，伦锌回落。后市锌价走势短期内或仍将表现强势，中期逐渐回归基本面逻辑。

二、铜供需面分析

2.1 春节数据仍不明朗，加工费有所回调

图 2-1：国内精炼铜产量情况

数据来源：Wind，神华研究院

2019 年 2 月 SMM 精铜产量 71.96 万吨，环比减少 2.25%，同比增长 2.19%，2 月月度产量下滑主要受实际开工天数减少影响，预计 3 月会有较大提升，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 2-2：中国铜冶炼厂加工费

数据来源：Wind，神华研究院

国内冶炼厂 2 月进口铜精矿 TC/RCs 基准价进一步下滑至 79.5 美元/干吨或 7.95 美分/磅，该价格进一步下滑反映出冶炼产能的投放产生实质改善，缓解冶炼与矿端矛盾。

2.2 终端需求探底企稳，2019 年基建提振可期

图 2-3：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。

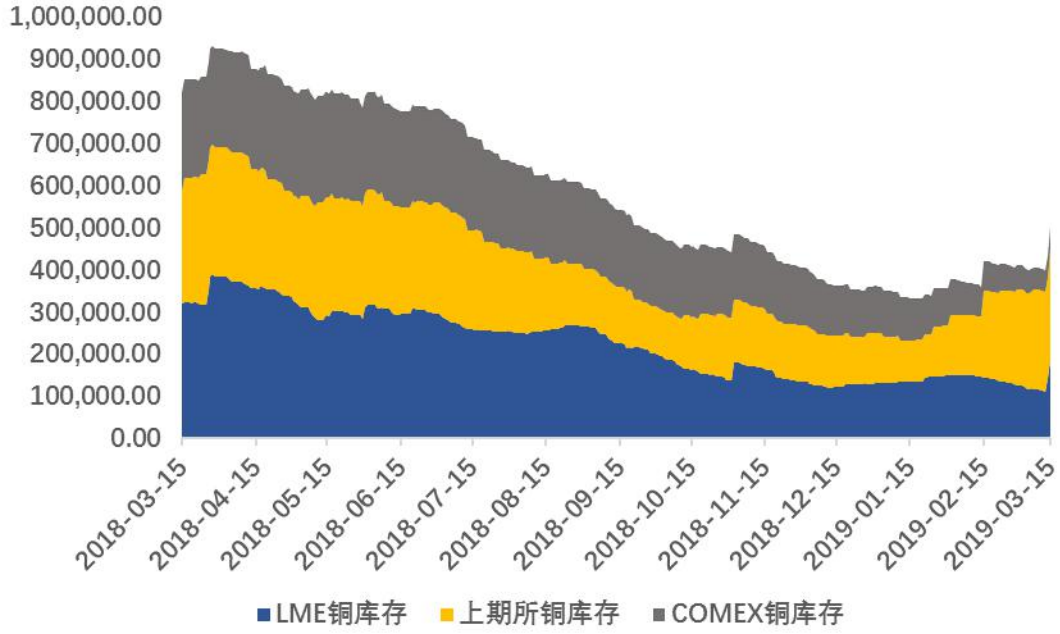
总体 2019 年精铜需求或重点关注基建板块表现。

2.3 年初进口窗口关闭，全球显性库存初显回暖

图 2-4：沪伦比值与精炼铜进口盈亏走势

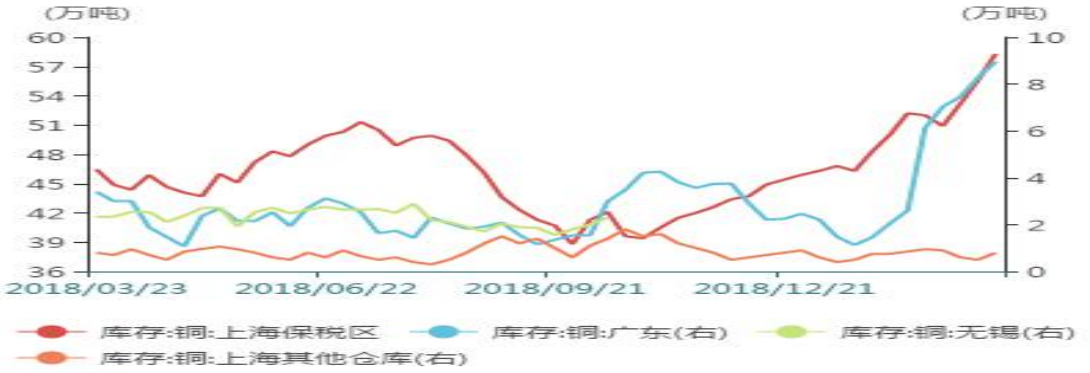
数据来源：Wind，神华研究院

图 2-5：全球精铜显性库存



数据来源：Wind，神华研究院

图 2-6：国内精铜社会库存



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 2 月未锻轧铜及铜材进口量累计 79 万吨，同比减少 0.6%，大约有 5 万吨为新增进口精铜。本周末内外盘面价格均触及反弹后阶段性高位，国际库存及国内库存均出现大幅交仓，同时国内社会库存自春节以来继续累增，短期内或将对铜价的上攻形成一定牵制。

2.4 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，下半年供应的短缺将引起铜价转势。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，基本面上等待下游实际消费数据指引，当前处于短期反弹调整阶段，操作思路应该以高抛低吸为主。

三、锌基本面分析

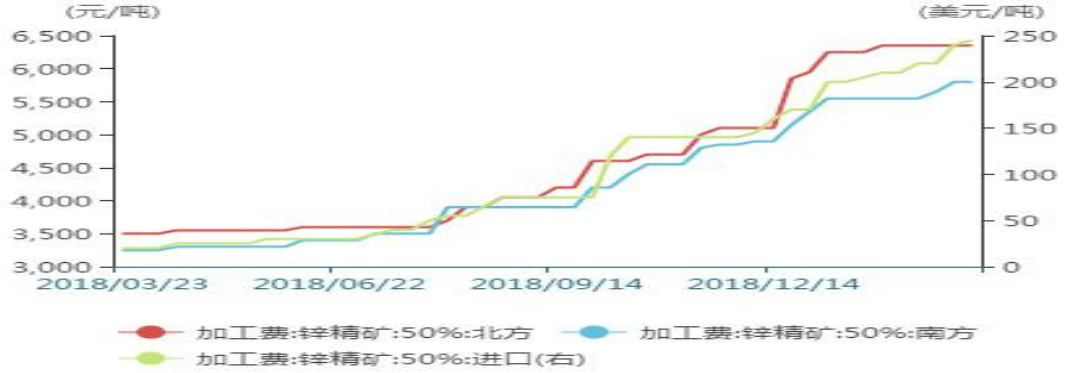
3.1 国外矿山逐步达产，国内产能上半年瓶颈仍存

图 3-1：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，1 月全球锌市供应缺口收窄至 2.8 万吨，预计 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，嘉能可关矿对 1 月全球锌矿产量产生一定冲击。但同时其他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，汉中锌业产能继续受环保性因素造成的限制影响，株冶 30 万吨新旧产能交替则需要到 6 月份才能完全释放，或导致上半年锌价仍将偏强运行。

图 3-2：精炼锌加工费价格走势图



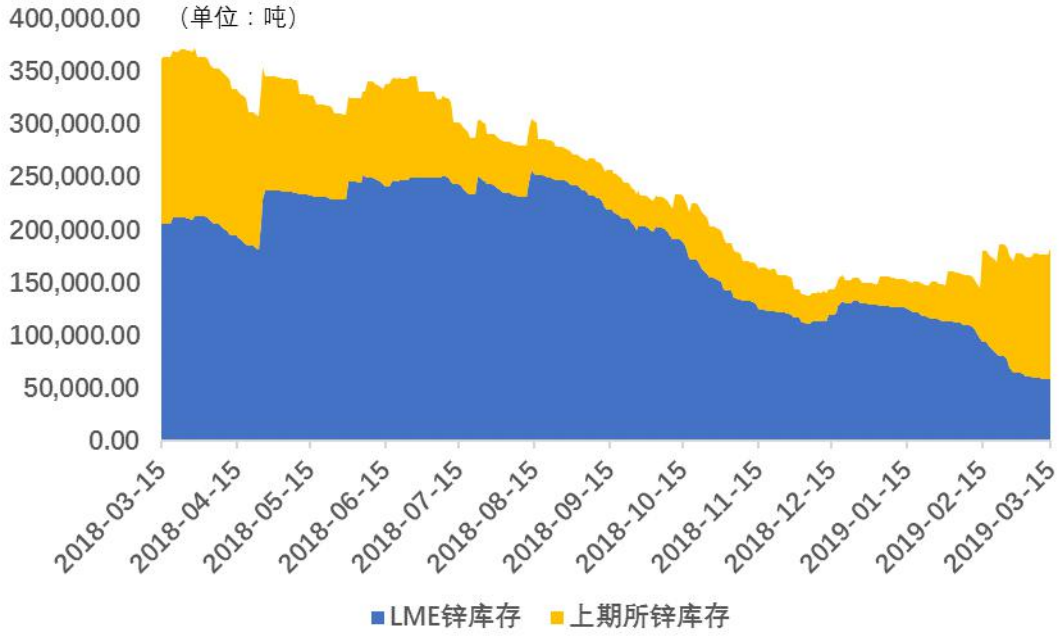
数据来源：Wind，神华研究院

从国内精炼锌加工环节来看，锌进口加工费上涨至 240 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。

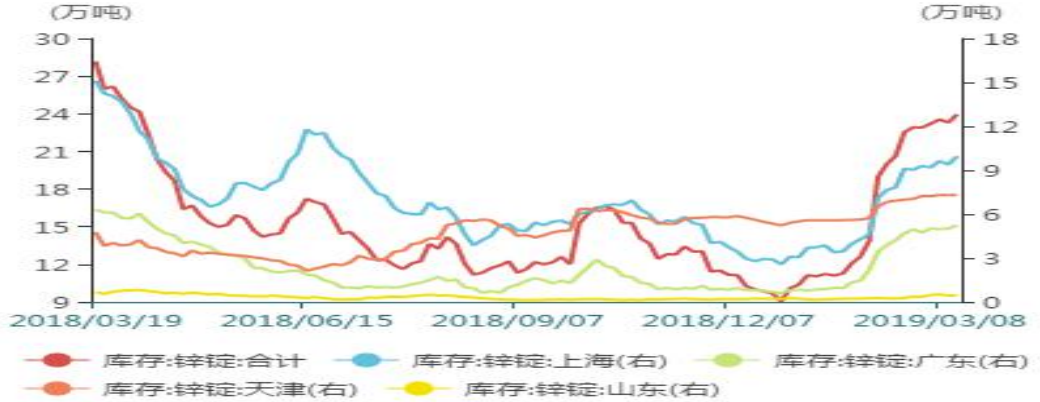
3.2 春节社会库存超预期累库，带动节后锌价下修

图 3-3：LME 精炼锌库存走势图



数据来源：Wind，神华研究院

图 3-4：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。而国内国际库存走势分化，引起伦锌整体运行强于沪锌，带动沪锌上攻。后续交易仍需进一步关注具体下游消费数据验证以及整体累库情况。

3.3 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，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，操作上应以右侧轻仓沽空为主。

四、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，但受增值税减税影响，远月价差已转向back结构，由于具体减税时点暂不明确，近月价差较为明显，中期来看铜实际下方空间有限，47000附近存支撑；操作策略上短期保持观望，中线策略可逢低布多。

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，锌价或将继续震荡偏弱，短线操作思路应以右侧轻仓沽空为主。

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。