

有色月度策略报告：铜静待指引，锌拐点或现

摘要：

铜：上月沪铜偏弱震荡，市场交易中宏观数据面逻辑明显，基本面多空交织，一方面铜矿供应趋紧，另一方面冶炼端产能恢复，操作上，单边以逢低布多为主，逢重大宏观事项公布前，酌情减仓避险。

锌：上月沪锌快速跳水，锌价上攻的低库存及高升水逻辑被打破，盘面出现大幅回落；中长期来看，期锌仍保持偏空预期。操作上，逢反弹分批空单布局，但在具体4月基本面数据公布前，仍以右侧沽空策略为主。

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

上月沪铜偏弱震荡，价格整体围绕 49,000 一线运行，截至 4 月 28 日，持仓减仓 2.35 万手至 18.31 万手，月内多空双方整体以减仓为主。现货方面，SMM1# 电解铜均价较上月末下降 210 至 48,825 元/吨，现货对期货转为贴水 10 元/吨，本月现货市场前期交易围绕增值税降税展开，月初以现货高升水特征为主，月内国内冶炼产能的逐步释放推动了现货市场趋于宽松，同时进口加工费不断下调，至月末节前持货商趋于出货避险，市场已转为贴水；外盘方面，伦铜电三上月高位震荡回落，盘面最低下探至 6,340。在月内铜金属运行重心仍以宏观情绪为导向，但由于基本面多空交织，一方面国际矿山产量趋于下滑，另一方面各地冶炼产能加速恢复，而欧洲经济持续疲软，中国经济出现企稳返升，美国经济前途未明，铜金属一直处于偏弱震荡，伦铜受制于 6,500 一线，出现回落。操作上，由于多空因素交织，中线以逢低布多为主，若跌至 48,000 以下，可逐步布局多单，上方暂看至 51500。风险点：股市风险释放，宏观指标转恶。

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

上月沪锌开启跳水，最低下探至 21,260，跌幅逾 8%，截止至 4 月 28 日，持仓减少 2.83 万手至 27.28 万手，以多头止盈减仓，空头逐步加仓为主。现货方面，上月 SMM0# 锌锭均价较上月末下降 1,290 元/吨至 21,750 元/吨，现货对期货升水缩小至 75 元/吨附近，本月现货仍保持紧平衡状态，随着月内盘面不断下探，现货节奏转换明显，下游逢低采购，刚需热情激发；外盘方面，伦锌电 3 上月急跌特征明显，4 月 16 日跌幅逾 3%，整体运行受制与均线组；月内锌基本面出现拐点信号，前期上涨所依赖的低库存加高升水底层逻辑被打破，伦锌出现大幅交仓，同时国内冶炼产能恢复消息传来，使得锌价运行回归中长线逻辑，步入下行。由于当前锌价已经跌回 21000-22000 区间，后续可进一步关注库存及加工费情况，验证逻辑。操作建议上，以逢反弹逐步建立空头头寸为主。

二、铜供需面分析

2.1 下游消费仍不明朗，加工费有所回调

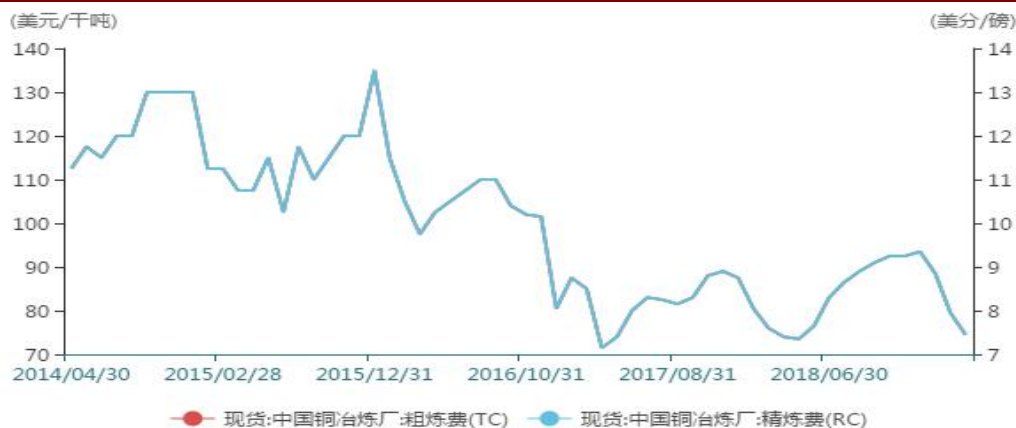
图 2-1：国内精炼铜产量情况



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年 3 月 SMM 精铜产量 75.11 万吨，环比增长 4.38%，同比增长 5.28%，3 月份产量增长不达预期，主要因前述中铝尚未达产影响，同时下滑的铜精矿冶炼费影响部分小炼厂生产积极性，而四月检修季到来，预计将进一步影响四月精铜产量。

图 2-2：中国铜冶炼厂加工费

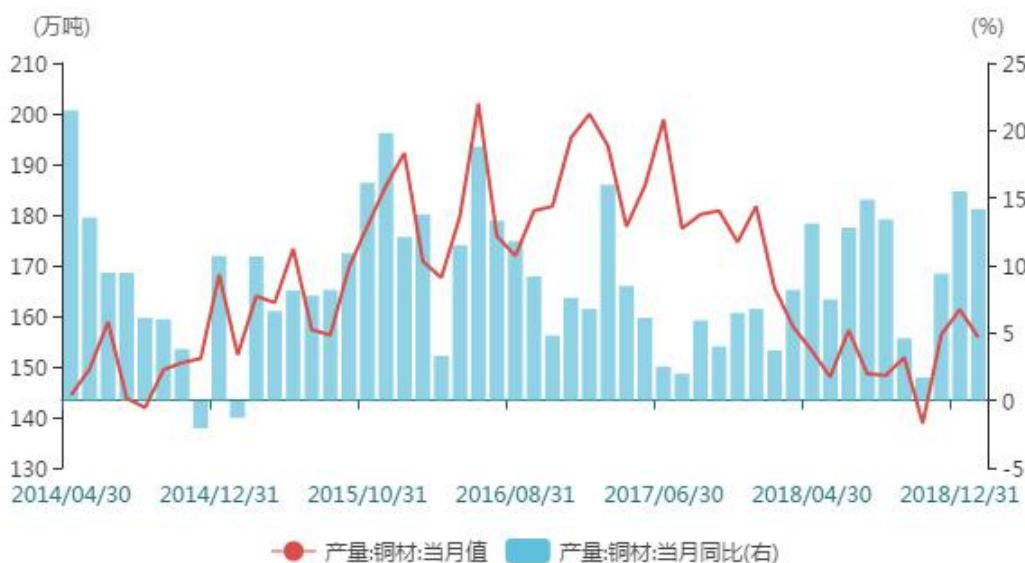


数据来源: Wind, 神华研究院

国内冶炼厂3月进口铜精矿TC/RCs基准价进一步下滑至74.5美元/千吨或7.45美分/磅,该价格持续下滑反映出铜矿供应逐步乏力,而国内冶炼产能的释放正有序展开。

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

截止至2019年03月,铜材月度产量为155.8万吨,较上个月减少5.5万吨,同比增长14.2%。

而终端消费行业,国内基建及汽车仍在低位徘徊,但回暖迹象已现,而房屋及消费率先走出返升趋势,未来下游整体回暖预期增强。

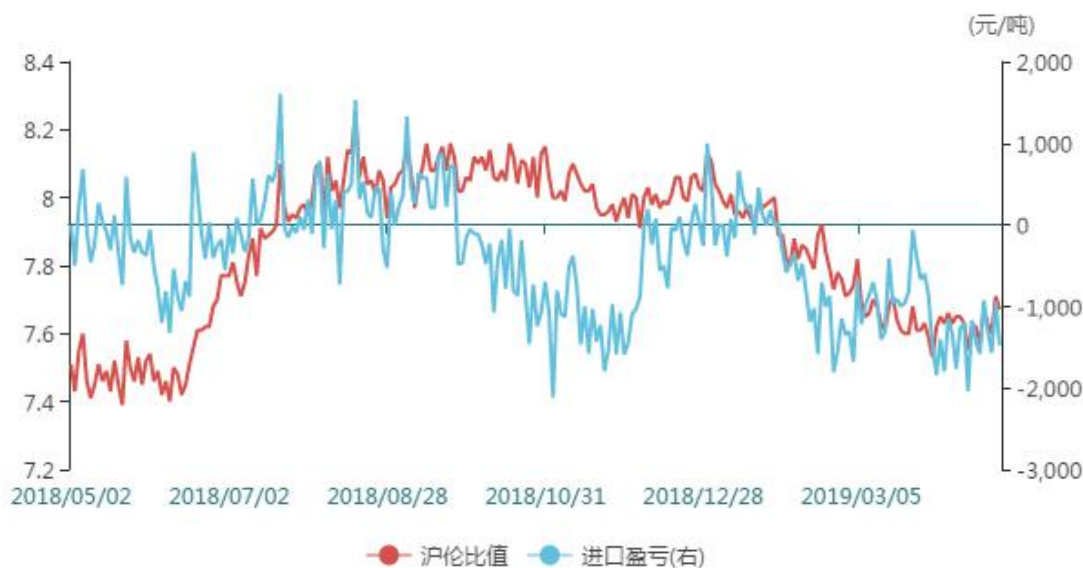
2019年3月规模以上工业企业利润同比增13.9%,增速为7个月新高,3月的单月增速是2018年8月以来的最高增速。受到1-2月超预期下滑的拖累,一季度,中国规上工业企业利润同比下滑3.3%。今年前两个月,春节假期显著影

响了工业企业生产经营。统计局在解读中提到，3月，生产销售增长加快，工业品价格企稳回升，汽车、石油加工、钢铁、化工等重点行业利润回暖。另外，增值税税率下调的拉动效应、投资收益增加等因素也有影响。

总体 2019 年精铜需求仍仍可保持期待。

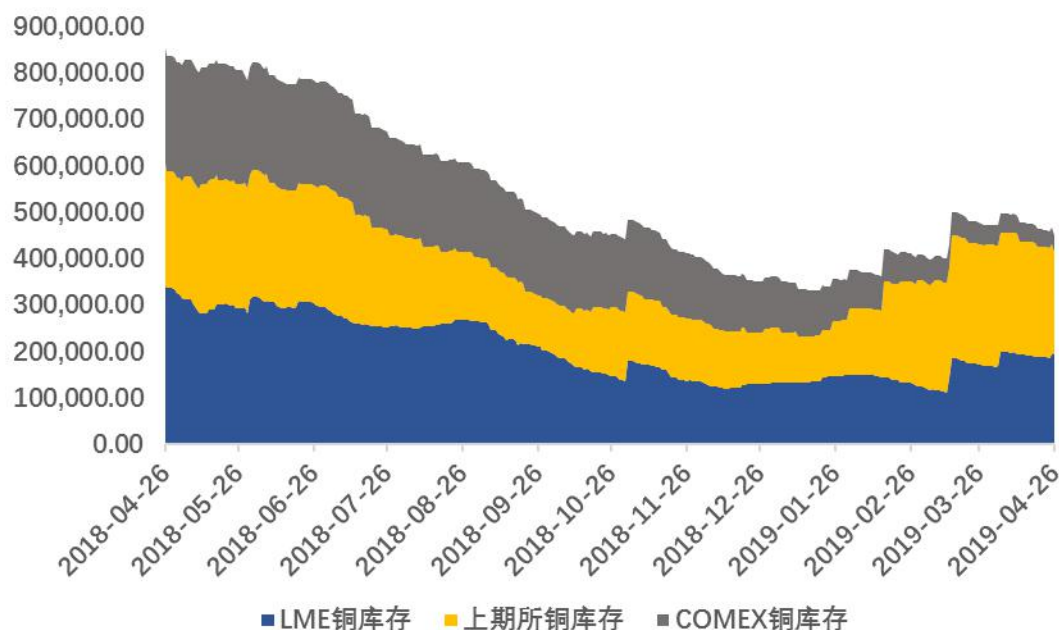
2.3 进口窗口持续关闭，全球显性库存累库明显

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，月内的库存累计去化不及预期，拖累内外盘铜价上行，同时由于进口窗口长期关闭，保税区铜库存出现小幅回落，当前铜库存处于季节性高位，后续去库进程或将给予铜价一定指引，总体看来，铜库存仍处于同期低位。

2.4 总结

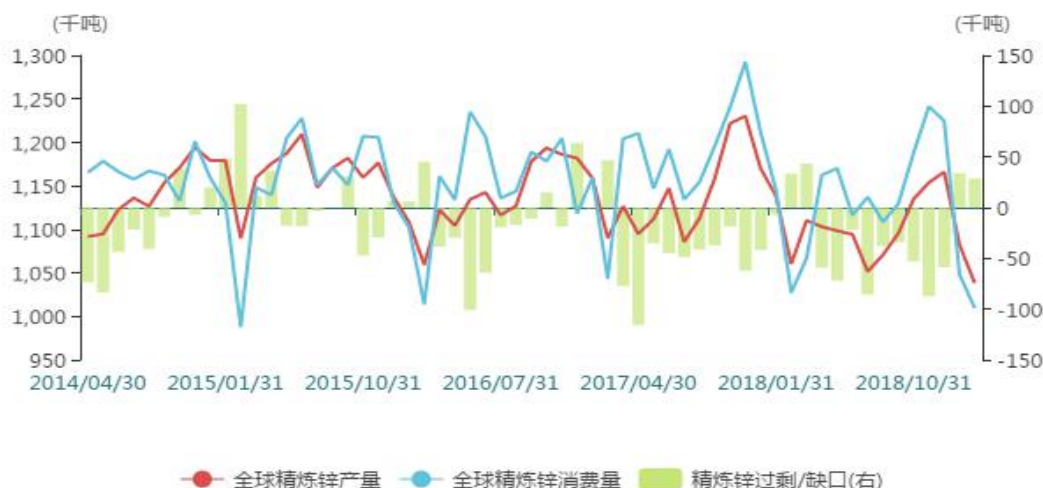
中线逻辑：至 2019 年年中，国内精炼铜供需紧平衡状态或将持续得到改善，国内产能的集中释放将促使国内精铜供应压力缓解；但预计基建发力，矿端及再生端供应的缩减将致使供需矛盾再次激化，下半年供应的短缺将引起铜价转势。后续重点关注供应端产能实质释放情况以及需求端基建投资改善情况。

短线逻辑：短期内，沪铜基本面因素多空交织，但预计未来的密集冶炼产能干扰以及消费旺季的到来，将对铜价构成向上驱动，操作思路应该以逢低布多为主，宏观数据或重大事件公布前应酌情减仓。

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，2 月全球锌市供应过剩 2.9 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，全球精炼锌市场转为过剩。海外矿山复产明显，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，国内炼厂传来冶炼恢复消息，对盘面将形成拖累。

图 3-2：精炼锌加工费价格走势图

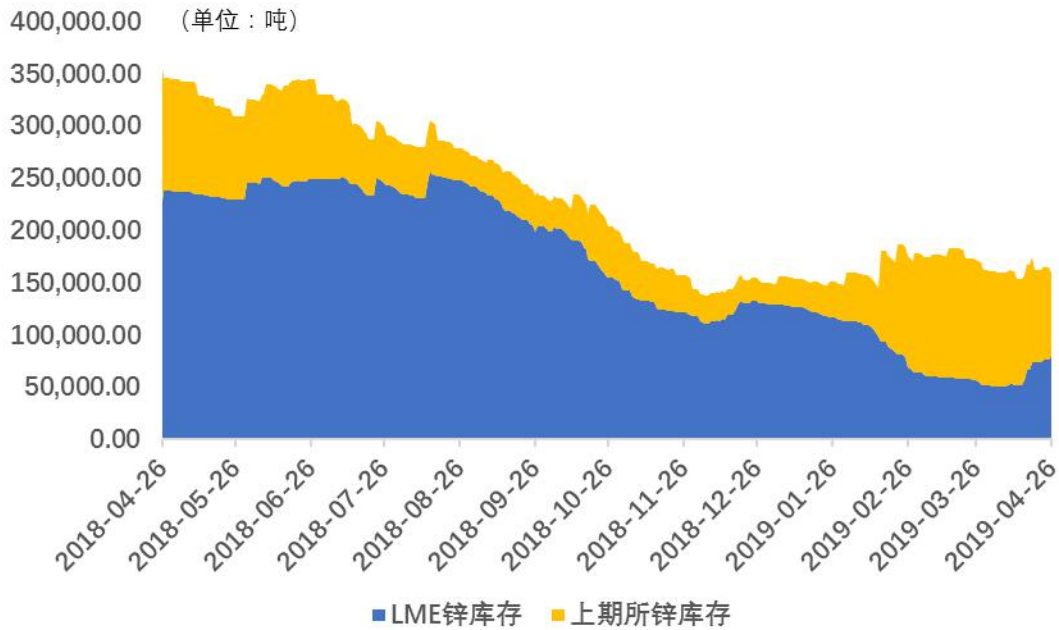


数据来源：Wind，神华研究院

从国内精炼锌加工环节来看，锌进口加工费维持在 290 美元/吨。反观国内，12 月各地区加工费均上调至 6200 元/吨以上，冶炼厂利润在 3200 元/吨以上，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，暂时难言短期炼厂产能已完全修复，锌价近月表现或稍强，但整体预期仍以下行看待。

3.2 伦锌大幅交仓，锌价同步下跌

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，伦敦库存大幅交仓，停止跌势，同时伦锌行情拐点凸显，沪锌则跟随伦锌同步回落，而结合不断去化的国内锌金属社会库存，预计后期锌价或将重回内强格局，进口窗口有望打开。

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：极端低库存下的交易逻辑已被打破，伦锌库存大幅交仓导致锌价快速跳水，后续可继续跟踪库存及加工费指标，操作思路以逢反弹加空为主。

四、后市展望及策略

铜：上半年铜金属基本面多空交织，一方面产能投放增加一定市场供应，加工费下调，另一方面，宏观利好、消费旺季叠加冶炼干扰预期，铜价多数时间呈现震荡态势，大幅的盘面波动或来自与宏观的强势政策指引；操作策略上，中线逢低布多为主，逢重大事件及关键宏观事件公布日前，酌情减仓，规避风险。

锌：国际锌库存出现大幅累增，打破前期上涨逻辑，而国内锌社会库存去化明显，随着国内消费旺季到来，短期内锌价内外盘结构或将产生改变，中长期来看，期锌仍保持偏空预期，短期锌价或将继续震荡下行，操作思路以逢反弹布局空单为主。

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。

