

有色周度策略报告：宏观变幻莫测，铜锌上下求索

摘要：

铜：上周沪铜破位下探，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，中期精铜供应或趋于宽松，铜价存一定下行压力但空间有限，中期偏空参与，45000 附近减仓止盈。

锌：上周沪锌先抑后扬，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 19500-21500 宽幅震荡格局为主，中线仍保持偏空参与。

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

上周沪铜低开低走，周中破位，主力合约 1903 周末收至 47,140，较前周末下跌 1,170 元/吨，周度振幅 4.02%，累计跌幅 2.08%，持仓增仓 5.7 万手至 20.13 万手。现货方面，SMM1#电解铜均价较前周下跌至 46,820 元/吨，现货对期货升水返升至 125 元/吨左右，市场询价意愿较强，升水铜更受贸易商青睐，但盘面下跌致使下游多以观望为主，同时升水大幅回升；外盘方面，伦铜电三上周持续下探，尾盘反弹，收 5,936，较上周末上涨 25。受中美制造业 PMI 数据公布，双双下滑影响，股市跳水，商品普遍走弱，悲观情绪持续发酵造成全球商品应声下跌，但上周五中国央行宣布全面降准，流动性预期的改善驱使沪铜率先反弹，而后伦铜跟涨。基本上至年中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



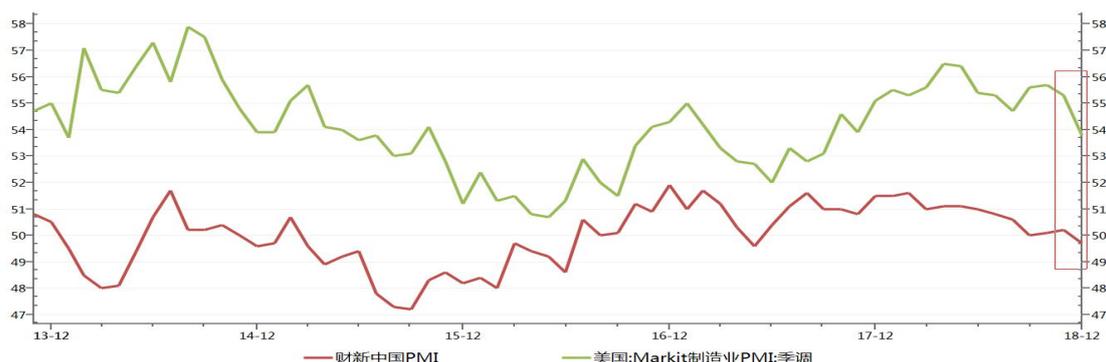
数据来源：Wind，神华研究院

上周沪锌整体先抑后扬，主力合约 1903 收 20,200，较前周末下跌 375 元/吨，周度振幅 4.01%，跌幅累计 0.98%，持仓增加 1.53 万手至 15.80 万手。现货

方面，上周 SMM0# 锌锭均价较前周末下跌至 21,370 元/吨，现货对期货升水上升至 520 元/吨左右，市场交易情绪有所修复，但流动性仍然偏紧，周内升水小幅下调，下游买盘有限；外盘方面，伦锌电 3 上周同沪锌，先抑后扬，收 2,448，最低下探至 2,356.5，上周伦锌逻辑主要受宏观冲击影响，全球经济基本面及资金面影响明显，但根据供需基本面状态，中期仍保持偏弱震荡运行预期。

二、宏观

图 2-1：中美 PMI 走势对比



数据来源：Wind，神华研究院

图 2-2：美国消费能力走势



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年 1 月最新公布数据，美国制造业 PMI 大幅回落至 53.8，中国财新 PMI 跌破 50 荣枯线，反映出全球经济发展整体趋于下滑。事实上，美国 PMI 的下滑也是意料之中，过去的十年内，当美国的 PMI 指数在 56 区间以上属于极端区间，后续均会有所回调。而当前美国经济基本面数据也有多项指标均处于异常状态，美国的失业率在 2018 年 11 月低到了 3.7%，达到了 50 年以来的新低，同时消费者信心指数也回升到 08 年金融危机前的繁荣水平以上。

但正所谓“事出无常必有妖”，美国的基本面数据表现非常亮眼，甚至有点过于亮眼。特朗普政府的上台至今饱受争议，其中最关键的节点在于赢得了中下阶层的支持，而历史上民粹主义的抬头往往离不开贫富差距造成的社会分化背景，那么如果基于这样的社会现实，经历了 10 年，消费者信心指数重回 08 年金融危机前水平，失业率达到了战争时期才可能出现的 3.7% 的极值（历史上出现

连续低于 4% 的时间只有二战、越战及朝鲜战争时期），是否预示着当期的繁荣状态可能又是另一次虚假繁荣时期？2019 年初公布的 12 月数据则再一次给予我们警醒，今年预计来自宏观对金属的拖累仍将延续。

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

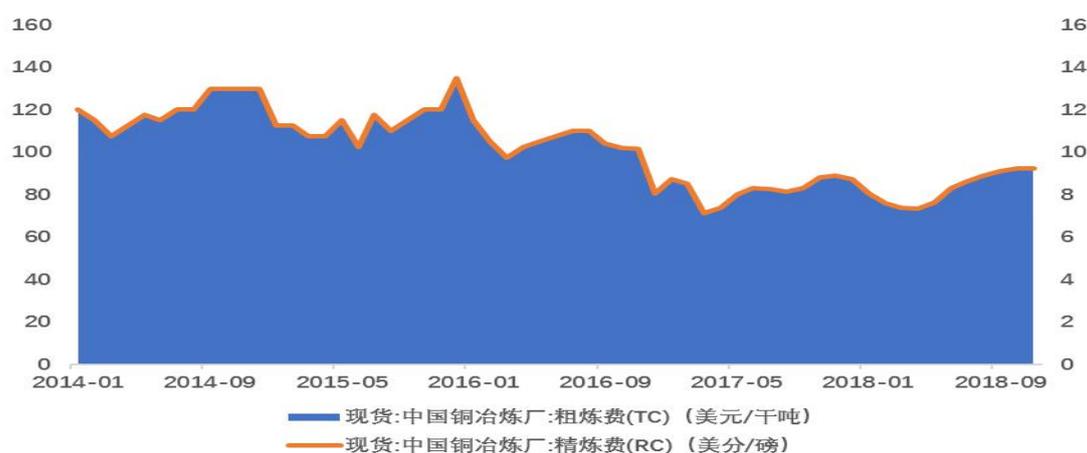
图 3-1：国内精炼铜产量情况



数据来源：Wind，神华研究院

2019 年 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，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 11 月，铜材月度产量为 156.3 万吨，较上个月增加 17.5 万吨，同比增长 9.4%，过去五年内处于相对低位。

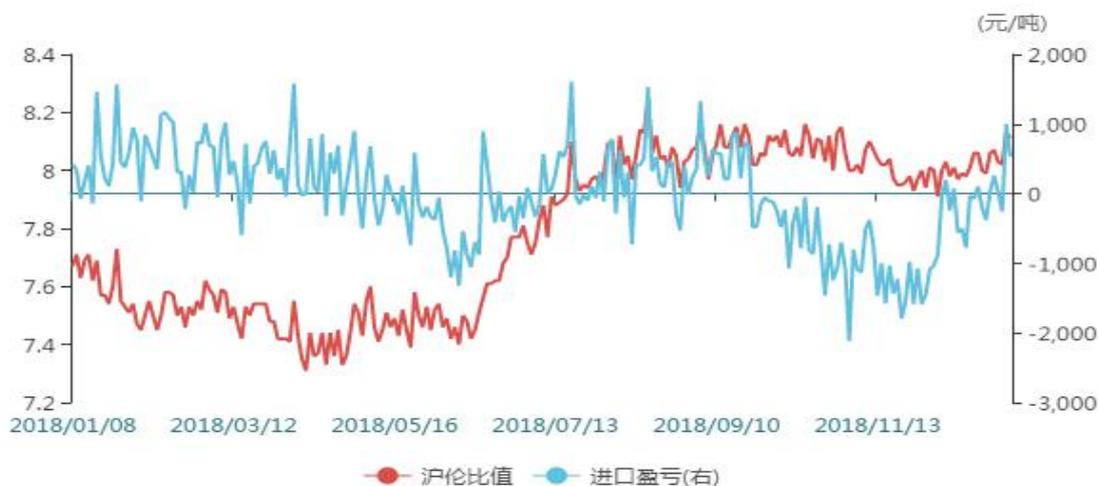
而终端消费行业，由于第四季度国内基建投资已呈现明显回升，受国家政策提振，2019 年电力板块或成为需求拉动亮点，汽车产销速度明显下滑，家电消费有所回升，但仍处于年内地位，房地产投资好转但销售及竣工不佳。

2019 年开工第一周，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。

总体 2019 年精铜需求或重点关注基建板块表现。

3.3 年末进口利润有所修复，国内精铜现货仍相对偏紧

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，沪铜与伦铜转为内强外弱，叠加美元指数回落，进口窗口打开，促进部分国际库存流入国内，但全球低库存的状态仍将延续。

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。至 2019 年年中，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，预计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。

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，10 月全球锌市供应缺口收窄至 4.3 万吨，今年 1-10 月全球锌市供应短缺 30.1 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，锌进口加工费上涨至 200 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，这是由于产能的不完全释放所致。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 2019 年下半年后才会逐步得到验证。

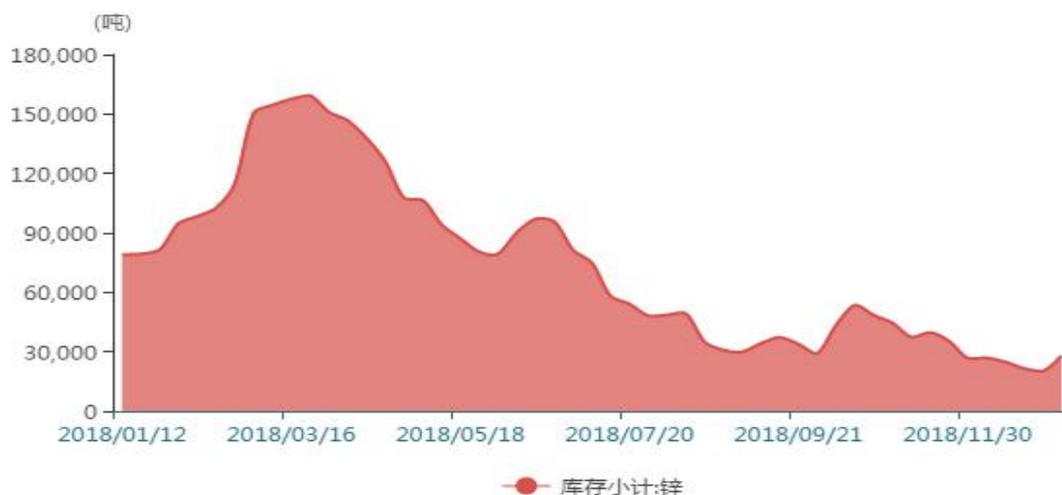
4.2 全球库存历史低位，或对锌价形成支撑

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回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2019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：第一季度预计国内炼厂新增产能逐渐释放，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；操作策略上短期偏空参与，45000附近逐步减仓。

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 19500-21500 波段操作思维为主，反弹后逢高做空，中期目标价位 17000。

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

