

## 宏观视角

通缩问题笼罩在欧洲区，原油价格暴跌引发商品市场恐慌。欧元区虽然短期受 PMI 数据利好提振，但就实质而言处在非常危险的位置，PMI 好转来自德国支撑，但欧元区 10 月综合产出物价指数初值从 9 月的 48.5 降至 47.1，通缩问题摆在市场面前。美国方面，市场整体经济数据向好，就业数据持续向好，美联储会议，结束 QE 但加息时间不明，日本央行放水再次实行 QQE 政策，加大购债规模同时允许养老经增持股票，美股、日股由于不同原因推升，风险资产收益率上升使得贵金属本周大幅下跌，同时我们认为美元强势使得贵金属长期面临下跌趋势，下周引来欧央行会议，风险系数上升。

货币政策格局的转变使得美国、日本风险资产收益上升，相对而言贵金属处于下行周期，维持看空观点。关注下周欧央行会议，短期对贵金属带来波动。金融属性短期聚焦在欧洲通缩引发的原油下跌，对贱金属（铜、铝、锌）较为利空。商品面贱金属出现分化，铜基本面较差，而铝后期维持较强观点，锌短期较弱，中长期维持强势。

## 金属观点

- **贵金属：**金融属性主导，长期维持看空观点。沪金新单建议观望，反弹至 240 考虑做空机会。沪银 Ag1412 上方 3700 压力较强，近期现货银价与期货价差快速拉大，可考虑期现套利。
- **铜：**金融属性短期利空，商品属性受上游铜矿恢复供应，下游加工企业需求不旺影响偏空，短期显性库存 lme 与 comex 堆积明显，上期所库存本周小幅上升，外贸到岸溢价逐步回落，后期需求支撑下降，国内升水下降。单边维持看空策略，但受制于低库存下方空间有限。前期空单持有，止损 48000。新单观望。Lme0-3 目前 contango 结构回落，国内维持 congango 结构，反套买沪铜抛伦铜可继续持有。
- **铝：**金融属性短期利空，商品属性国外供需格局逐步回归均衡，国外库存下降较明显，且 lme 贴水缩小逐步接近 0 轴，外围铝较强，国内方面近期社会库存与期货库存下降，华南库存连续下降，华东库存小幅下降，短期支撑铝价，但现货价格较低，现货维持贴水。国内涨幅有限，单边可在远月做多，由于近期国外较强，建议反套减持。
- **锌：**金融属性短期利空，商品属性国外短期供需均衡，预计 2015 年由于 Centruy 锌矿老化停产，但该矿预期再开采一季度，同时南方与非洲雨季后囤货出库，锌供应后期上升。后期外围锌压力较强，国内方面进口与国产锌上升，需求没有明显好转，现货挺价在价格反弹后下降，预计短期迎来下跌可能性较高。锌更多维持区间震荡观点。

请务必阅读正文之后的免责声明

31<sup>th</sup> Oct. 2014

[www.cnhtqh.com.cn](http://www.cnhtqh.com.cn)

金属研究团队

分析师：李婕

邮箱：[lijie@cnhtqh.com.cn](mailto:lijie@cnhtqh.com.cn)

电话：+86-21-60212733

## 一、宏观事件分析

宏观事件主要集中在各国央行货币政策层面，以及市场预期与政策落实情况的博弈。

欧洲负利率缓慢发挥作用，与市场预期存在较大差异。市场期待资产证券化面临欧元区内部的意见不统一，同时主要支柱德国经济数据较差也进一步打击市场信心，需求不振使得贱金属承压。短期欧元区 PMI 利多，但其中综合产出物价指数回落，通缩担忧仍在。关注本周欧央行会议。

面对美国经济数据走强，特别是就业数据走强，美联储面临加息压力，经济数据利好，加息仅仅是时间问题，贵金属下跌趋势不变。美联储会议推出 QE，虽然没有明确加息时间，但美联储议息会议中已表明美国就业良好，美元指数上升周期开启。

中国方面，央行通过定向宽松希望给中小企业注资，但银行更多希望购买避险产品，银行与企业之间资金转移存在问题，资金链制约实体经济发展，调结构过程漫长，经济阵痛难免，实体需求薄弱影响贱金属整体走势。本周周六官方 PMI 不及预期和前值，事件或对下周工业品压力较大。

## 二、本周资产表现

伴随着美国经济复苏，美元走强，作为风险资产美国股市上升，而避险资产债券在美国目前低利率的情况下表现良好，原油价格水平是通货膨胀诱因，引发各资产价格变动。原油价格下降，短期面临通缩问题，避险因素与通胀因素下降使得黄金价格整体下移。短期来看，驱动因素不变，黄金反弹可能较小。

图表 1：美元、道琼斯指数、原油指数与黄金价格走势图



数据来源：文华财经，恒泰期货研究所

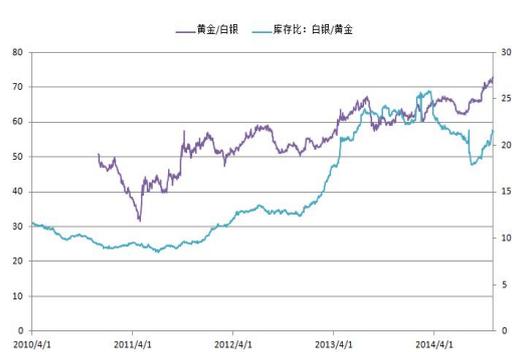
图 3 表明本周金属走势强弱，贵金属白银价格弱于黄金价格，相对强弱通过 comex 库存可以看出，白银库存上升而黄金库存下降，金银比价仍有走高的可能。但库存比值上升放缓，我们认为金银比价或逐步进入拐点。贱金属方面，主力合约锌走势强于铝，铜。

图表 2: comex 金银比价:



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 3: 黄金白银商品属性相对强弱



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 4: 铜/铝、铜/锌, 锌/铝比价图 (主力)



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 5: 铜/铝、铜/锌, 锌/铝比价图 (近月)



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

### 三、 金属价格走势分析

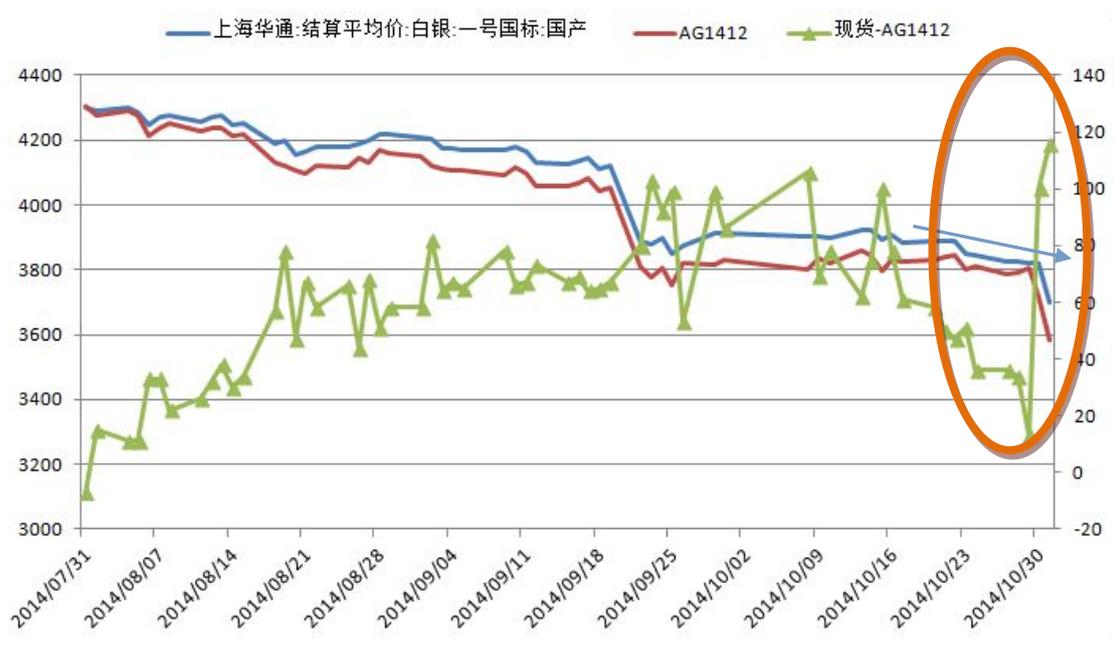
#### 1. 贵金属策略分析

单边: 宏观利空, 短期贵金属仍在下降通道中。

套利: 期货快速下地, 白银期现价差拉大。

近期白银商品属性较弱, comex 库存上升, shfe 白银库存上升, 白银近期承压, 买进抛远逐步离场。白银单边仍有向下趋势, 根据 comex 黄金/白银库存变化 (图 3) 可知近期白银较弱, 黄金偏强。因此买金抛银策略可以持有。短期白银现货与期货价差扩大, 可考虑期现套利, 卖出现货白银。

图表 6: 白银现货-期货价差图



数据来源: 文华财经, 恒泰期货研究所

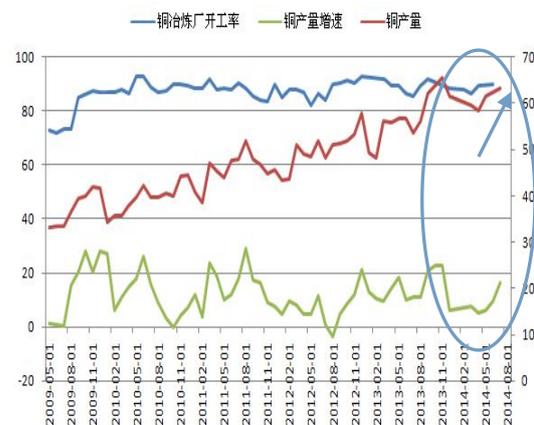
## 2. 贱金属策略分析

**铜: 单边: 金融与商品属性双利空, 仍有下跌空间, 但受制于低库存空间不大。**

**套利: 反套存在机会, 但空间有限。**

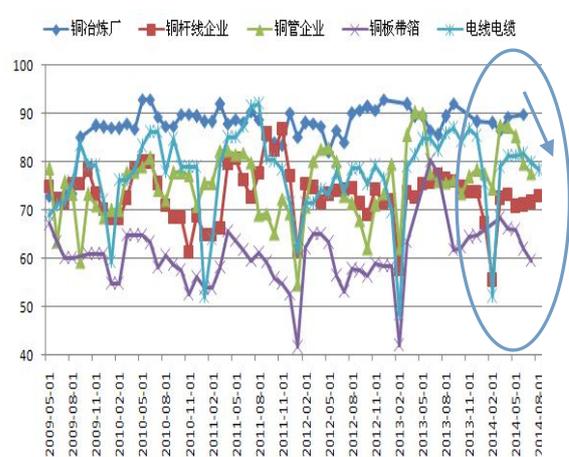
本周金融属性利空金属, 而商品属性方面铜表现最弱, 铜精矿市场 TC/RC 高企, 铜精矿较为充裕同时自由港铜精矿正常出口, 后期供应量上升。精铜产量料后期上涨, 中国冶炼厂目前恢复生产, 月产量上升。需求方面, 三大需求地区欧美需求变动小幅好转, 中国下游受资金和实体经济疲弱限制, 需求后期或不会上升, 第三季度需求旺季已呈现旺季不旺态势。短期受两大矿山罢工影响, 本周反弹但基本面压制反弹空间有限。

图表 7: 精铜月产量与冶炼厂开工率



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

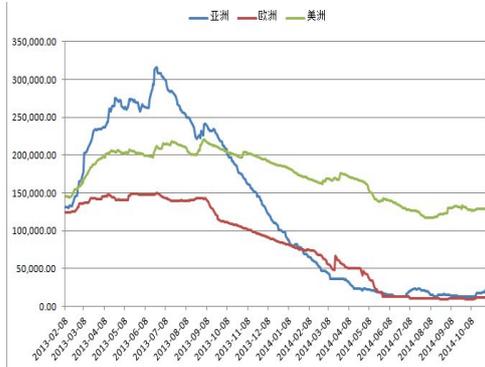
图表 8: 下游开工率



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

目前显性库存逐渐出现堆积现象，lme 库存上周上升，从区域考虑美洲区、欧洲区显性库存堆积最为明显。国内方面，一方面期货库存上升，另一方面，国内贸易商挺价意愿下降，换月后升水延续下滑。短期价格上涨空间有限，大概率下跌。

图表 9：LME 注销仓单与 LME 库存



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

图表 10：上期所库存与价格



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

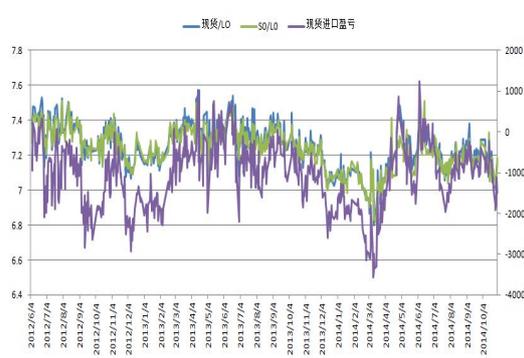
跨市场套利：外盘目前堆积现象较国内明显，后期预计外盘下降更快，反套有一定空间。目前国外 lme0-3 维持升水，lme3-15 升水快速回落。国内维持 contango 结构。

图表 11：lme 升贴水



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

图表 12：沪伦比值图



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

铝：单边：金融属性利空，商品属性支撑沪铝区间振荡，短期存在短多机会。

套利：伦铝强沪铝弱，不利于反套。

本周金融属性利空金属，而商品属性方面铝表现较为抗跌，国外铝供需平衡值表现为短缺，减产力度使得流通铝在中国以外市场较少，短期 lme 库存下降明显，国外铝价受到较强支撑。shfe 库存连续下降，社会库存方面华南库存下降，短期存在较强支撑。因此我们认为单边铝价维持振荡，短多有机会，但国内铝价空间不大。

图表 13: 氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

国外铝价弱势, 现货维持贴水, 因此单边区间不明显。

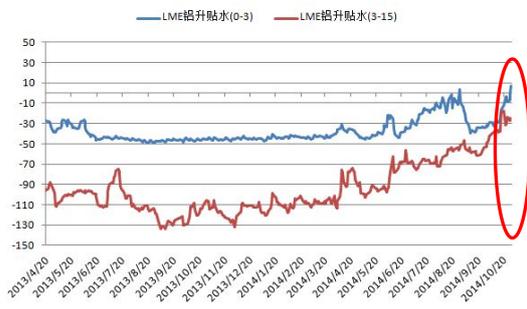
图表 15: 供需平衡值 (中国与国外地区)



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

跨市场套利: 目前国外 lme0-3 维持贴水, 但近期贴水区间缩小, 逐步移向升水区间, 国外现货铝价, 国内维持 back 结构, 对建仓不利。

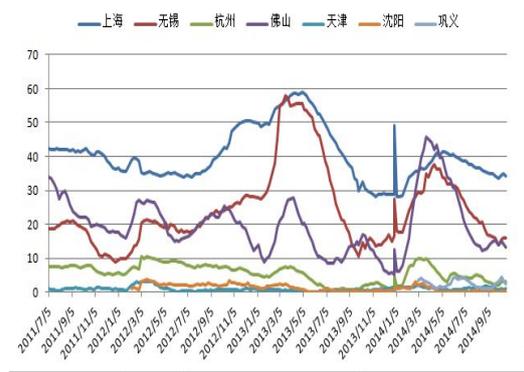
图表 17: lme0-3 与 lme3-15 升贴水



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 19: 现货-期货价差

图表 14: 社会库存



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 16: lme 库存



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 18: 沪伦比值



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 20: 升贴水国内



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

**锌：单边：金融属性利空，中长期供应不足支撑价格，短期供应充裕，需求较弱，价格振荡偏弱。**

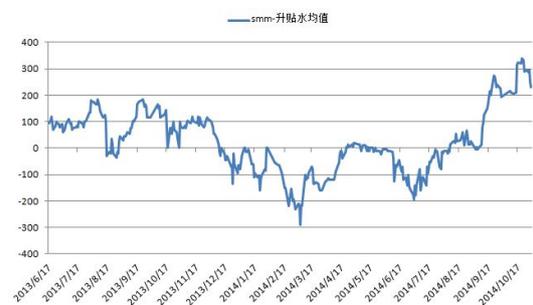
**套利：伦锌弱沪锌强，反套继续持有**

本周金融属性利空金属，而商品属性方面新冶炼厂开工率维持高开工率，中长期供给增速放缓，但由于世纪锌矿仍要运行一季度，同时由于雨季停止，南方和非洲囤货出库，第四季度供应上升，国内方面进口和国产仍维持较高位置，同时冶炼厂复产，供给上升。需求方面，下游镀锌板受房地产市场弱势影响，需求一般。锌合金企业逢低备货积极性高，市场成交情况较上周略有改善。贸易商挺价力度下降，预计锌价近期延续弱势，维持区间震荡，16000-16200 支撑较强，上方 17000 压力较强。

图表 21：精锌产量



图表 22：贸易升贴水

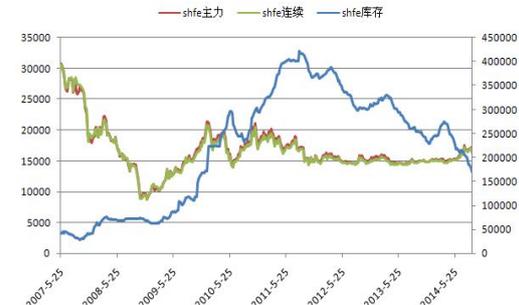


资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 22：精锌下游开工率



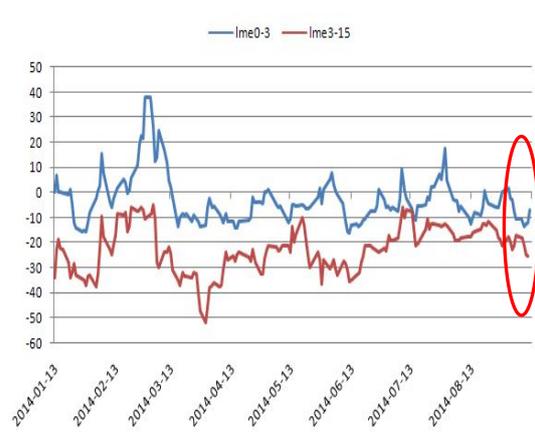
图表 23：锌国内库存



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

**跨市场套利：前期国内短期挺价使得价格相对抗跌，后期国外供应快速上升，反套可继续持有。**

图表 24: lme0-3 与 lme3-15 升贴水



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 25: 沪伦比值



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 26: CRB 周 K 线图



## 免责声明

本报告由恒泰期货研究所编制。

本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券、期货或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关本公司及关联机构的信息外，恒泰期货没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的期货、市场及发展提供完整的陈述或总结。恒泰期货不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与恒泰期货其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于恒泰期货研发中心管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关期货的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。恒泰期货没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别期货或衍生品的估值，亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交，任何价格并不必然反映公司内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设，基于公司或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

未经恒泰期货事先书面许可，恒泰明确禁止全部或部分地再分发本报告。恒泰对第三方的该等行为不承担任何责任。期货有风险，投资需谨慎！