

18<sup>th</sup> Jan. 2015

[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

### 宏观视角

本周宏观方面瑞士央行上演黑天鹅事件，取消对欧元汇率下限同时调整利率区间，欧版 QE 仍在讨论期，美国数据喜忧参半，美联储加息仍未有定论。中国方面 CPI 与 PPI 下滑，下周股市面临资金释放。短期避险属性使得贵金属面临反弹。对基本金属而言，宏观方向仍然偏空。

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。商品面贱金属出现分化，铜基本面较差，长期维持看空观点，铝价受原油影响成本下移，但上游原料端问题或对其后期存在支撑。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。短期避险属性使得贵金属小幅反弹，沪金新单建议观望。近期现货银价与期货价差缩小。沪银方面存在买 AG (t+d) 抛 1506 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 上升，上期所库存本周上升，外贸到岸溢价持稳回升，国内升水下降。单边维持看空策略，Lme0-3 目前升，国内维持 back 结构，正套持有。
- **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，lme 铝升贴水开始走强，现货支撑力度有限，外围铝表现较弱，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，现货维持升水。可考虑铝配置为多头头寸，买 lme 铝空铜持有。
- **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。Lme 库存小幅下降，后期外围锌压力较强，国内方面现货挺价力度较强，比值走高。

## 一、宏观事件分析

本周宏观方面瑞士央行上演黑天鹅事件，取消对欧元汇率下限同时调整利率区间，欧版QE仍在讨论期，美国数据喜忧参半，美联储加息仍未有定论。中国方面CPI与PPI下滑，下周股市面临资金释放。短期避险属性使得贵金属面临反弹。对基本金属而言，宏观方向仍然偏空。

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。商品面贱金属出现分化，铜基本面较差，长期维持看空观点，铝价受原油影响成本下移，但上游原料端问题或对其后期存在支撑。锌短期较弱，中长期维持强势。

## 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，黄金反弹空间有限，建议单边逢高抛空。

图表 1：美元、道琼斯指数、原油指数与黄金价格走势



数据来源：文华财经，恒泰期货研究所

图 3 表明相对强弱通过 comex 库存可以看出，白银库存上升而黄金库存下降，金银比价反弹。贱金属方面，主力合约铜走势弱于铝，锌。

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



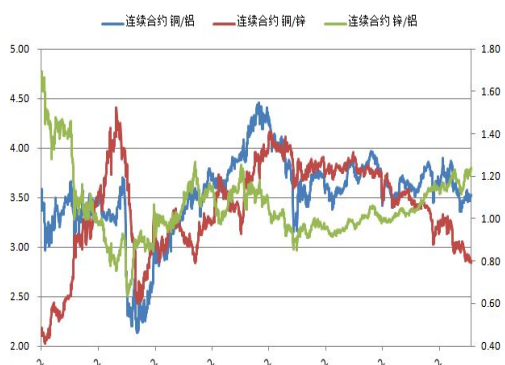
资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

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

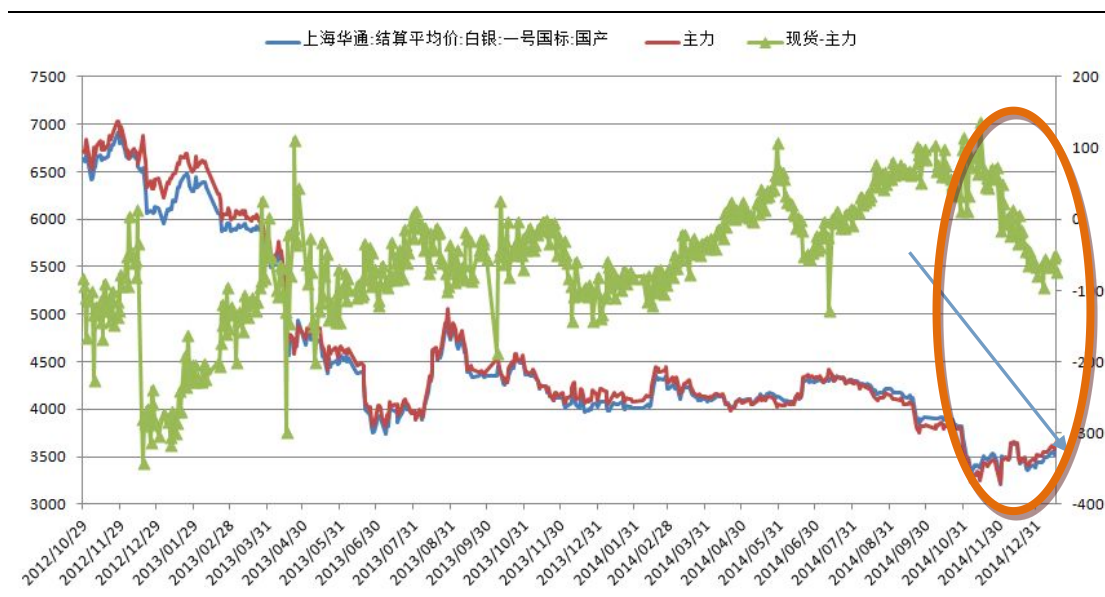
#### 1. 贵金属策略分析

单边: 宏观利空, 长期贵金属仍在下降通道中, 避险属性上升贵金属面临短期反弹。

套利: 买 AG (T+D) 抛 AG1506

近期白银商品属性回暖, comex 库存下降, shfe 白银库存上升。白银单边仍有向下趋势, 根据 comex 黄金/白银库存变化 (图 3) 可知近期强弱转变, 因此买金抛银策略可以逐步离场。短期白银现货与期货价差缩小。

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

图表 7：买 AG(T+D) 抛 AG1506，空付多递延费



数据来源：文华财经，恒泰期货研究所

## 2. 贱金属策略分析

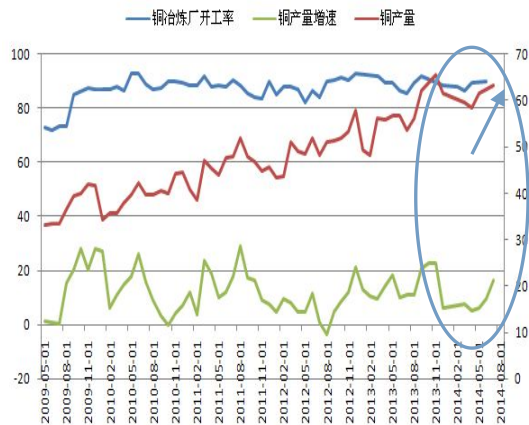
**铜：** 单边：长期仍维持看空，短期库存上升价格反弹无力

**套利：** 短期存在正套机会

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

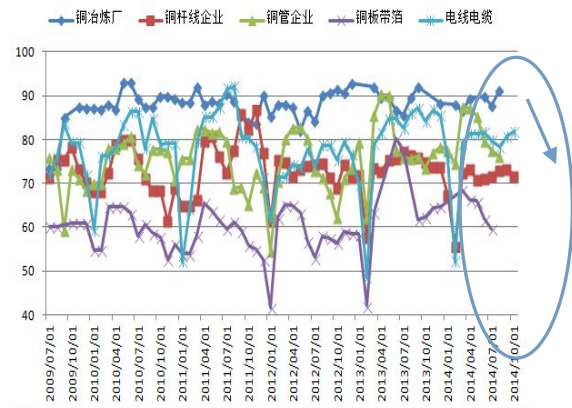
目前恢复生产，月产量上升。需求方面，三大需求地区美国需求变动小幅好转，中国下游临近春节，开工率不高。

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

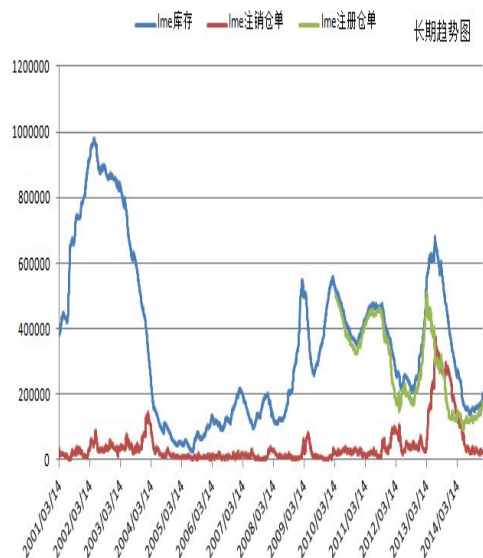
图表 8：下游开工率



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

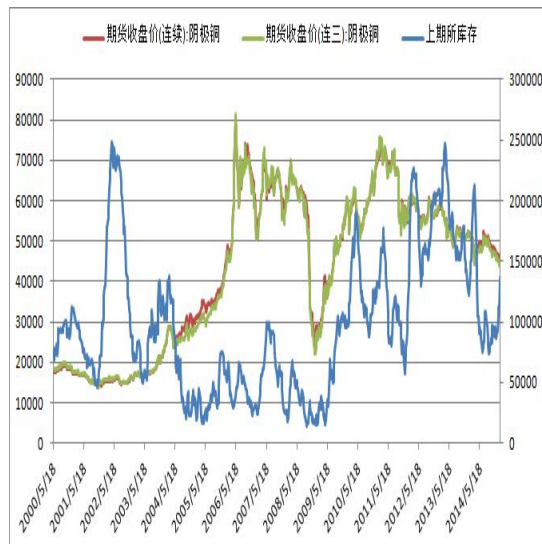
目前显性库存仍维持较低位置，lme 库存上周上升，从区域考虑亚洲区显性库存堆积最为明显，美洲库存下降，comex 库存下降。国内方面，期货库存回落，另一方面，国内贸易商升水转为贴水，上期所库存上升明显，商品属性本周偏弱。

图表 9：LME 注销仓单与 LME 库存



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

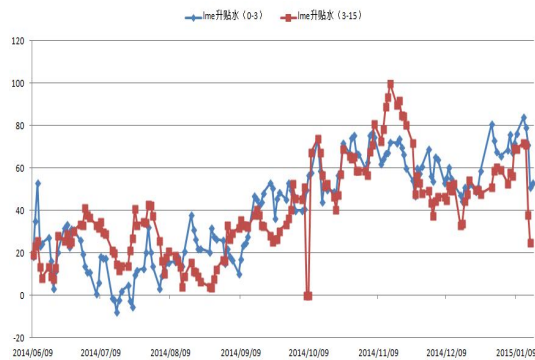
图表 10：上期所库存与价格



资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

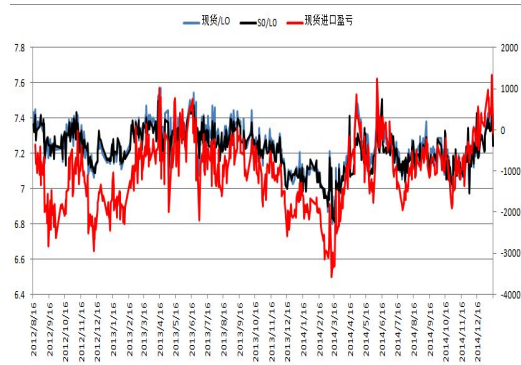
跨市场套利：目前国外 lme0-3 升水有走强迹象，国内维持 back 结构。现货挺价力度较弱。比价上升，进口货源上升。

图表 11: lme 升贴水



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 12: 现货-主力



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

**铝: 单边: 金融属性利空, 现货回升, 短期商品属性支撑铝价**  
**套利: 伦铝强沪铝弱。**

本周金融属性利空金属, 而商品属性方面铝表现较为疲弱, 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。

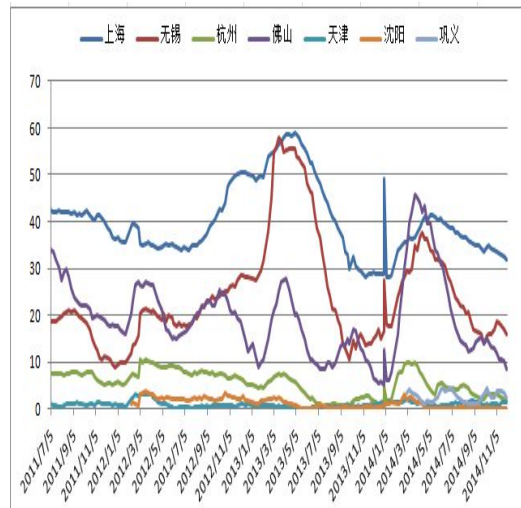
图表 13: 氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

国外铝价逐渐转强, 现货贴水逐渐上升。

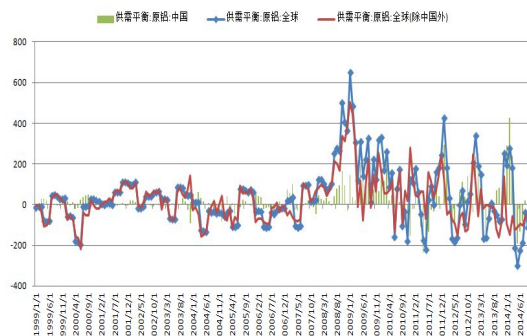
图表 14: 社会库存



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 15: 供需平衡值 (中国与中国以外地区)

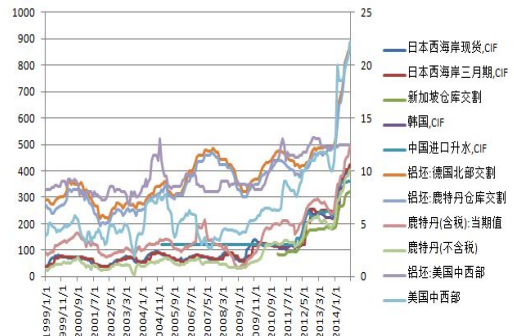
图表 16: cif 溢价



资料来源：大智慧，恒泰期货研究所

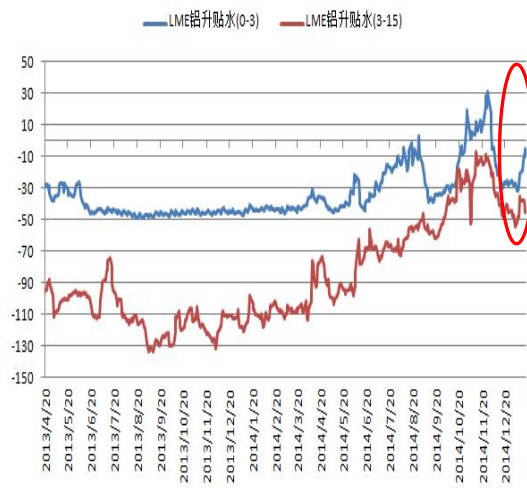
跨市场套利：目前国外 lme0-3 维持贴水，但本周前期回落较快，而国内升水小幅回升。

图表 17：lme0-3 与 lme3-15 升贴水



资料来源：大智慧，恒泰期货研究所

图表 18：沪伦比值 - 走高

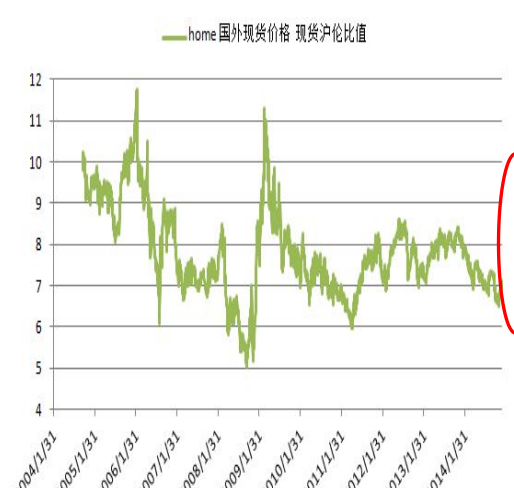


资料来源：Wind，恒泰期货研究所

图表 19：现货-期货价差

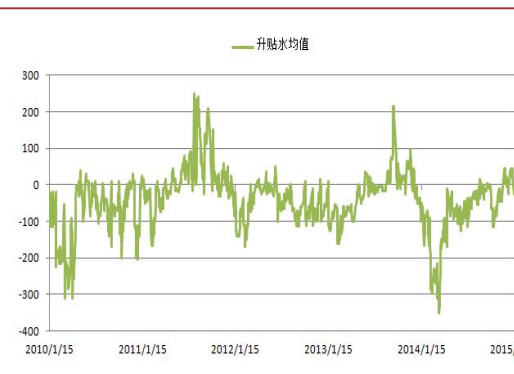


资料来源：Wind，恒泰期货研究所



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

图表 20：升贴水国内-上升



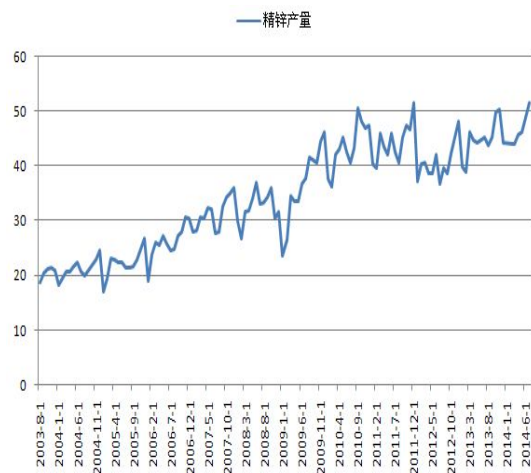
资料来源：Wind，恒泰期货研究所

锌： 单边：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

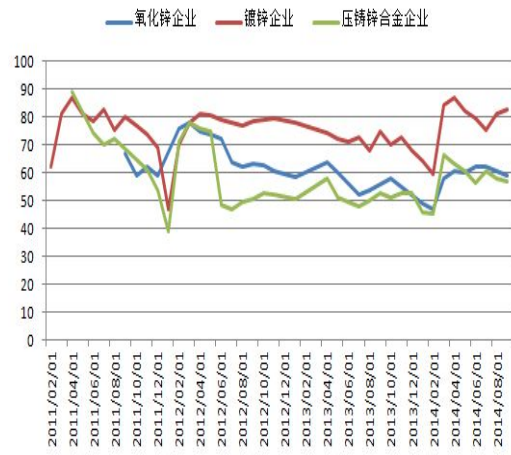
套利：伦锌弱沪锌强，反套继续持有

本周金融属性利多金属，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，短期可以 15500 附近多单买入

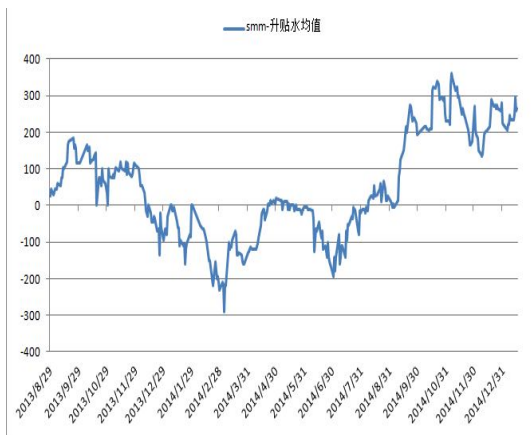
图表 21：精锌产量



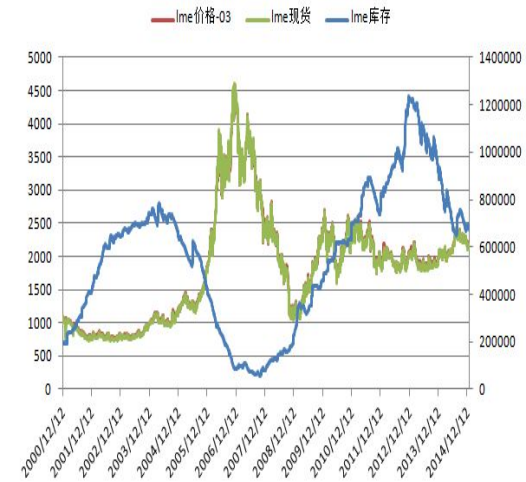
图表 22：精锌下游开工率



图表 22：贸易升贴水



图表 23：lme 库存

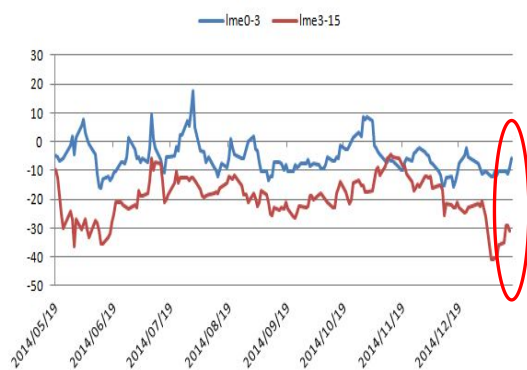


资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

资料来源：Wind, 恒泰期货研究所

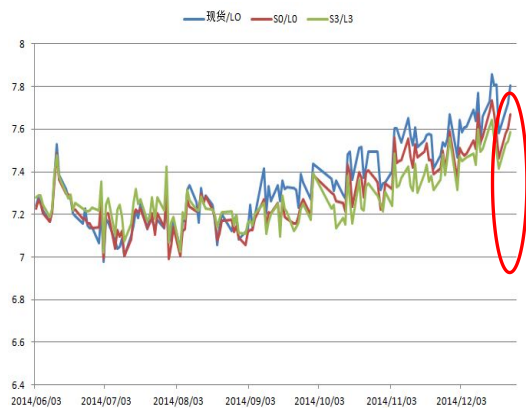
跨市场套利：前期国内短期挺价使得价格相对抗跌，后期国外供应快速上升，反套部分离场。

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！