



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

此有故彼有，此生故彼生 ——有色金属篇

分析师：李 野 (F0285557 , Z0002369)
王云飞 (F3046858 , Z0014043)

2019.12.16

品种：铜

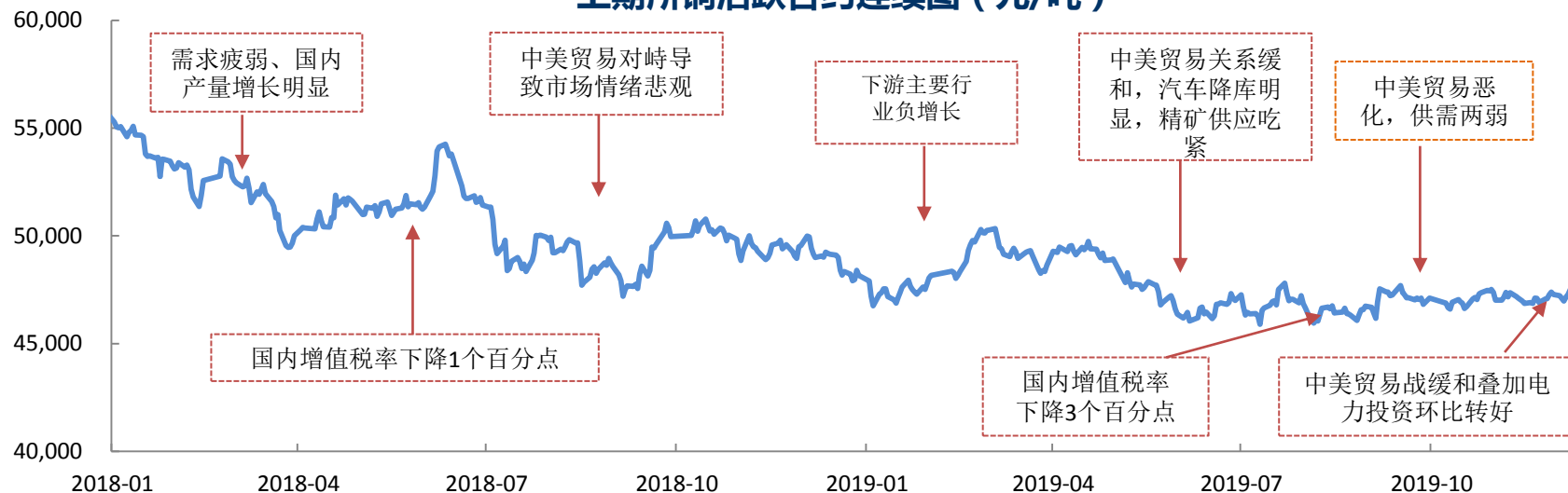
供求轻微缺口，把握阶段性行情

——2020年铜投资策略展望

- **主要驱动因素：**中美贸易达成第一阶段协议，但后续谈判进展在明年仍存在较大不确定性；明年铜精矿供应较为紧张，如果全球矿山出现中断事件可能导致供应紧张；下游需求状况很多程度上取决于国内电力投资能否持续转好。
- **供求角度：**随着宏观经济增速放缓，铜需求增速亦逐步放缓；由于矿供应增长有限，预期供应维持轻微正增长；预计供求出现轻微缺口。
- **预计价格主要运行区间：**LME铜5500-6700美元，上期所铜43000-53000元。

国内铜价走势回顾

上期所铜活跃合约连续图（元/吨）

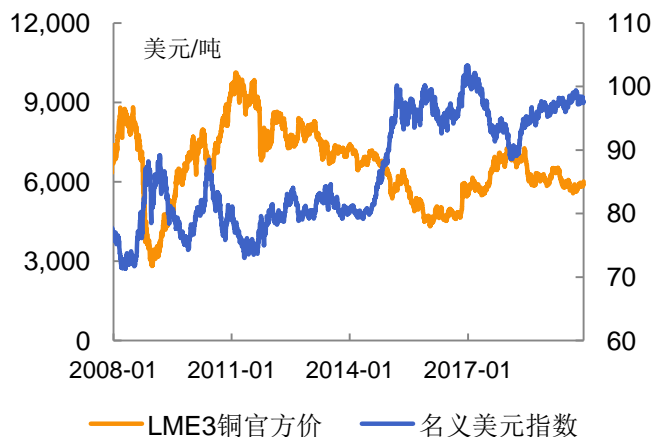


- **铜价走势总结：**年初中美贸易谈判进展顺利，叠加旺季需求预期，铜价自底部反弹并越过5万整数关口。进入3月份，旺季需求明显低于预期，导致铜价回落。3月底受增值税下调的利好鼓舞，铜价小幅走高。五一假期后中美贸易谈判再次出现危机，双方再次相互提高关税至25%，促使铜价创下两年来新低。6月份G20峰会两国领导人决定重启谈判。12月份，中美双方达成第一阶段协议，叠加电力投资由负增长转为正增长，以及全球库存下降，铜市重燃乐观情绪，出现阶段性走高。

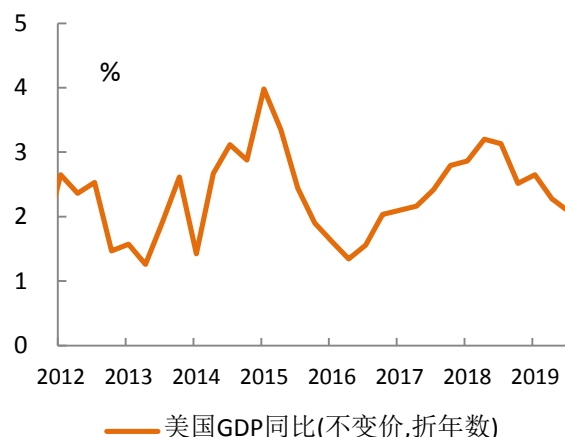
美元维持稳定，对铜价影响弱化

- 今年美联储3次降息，但并未令美元明显走弱，美元基本在98附近整理，对铜价影响亦有限。
- 美国GDP增速逐步放缓，由去年二季度最高的3.2%降至今年三季度的2.08%。
- 美国就业仍然良好，失业率仅为3.5%，最新的新增非农就业人数达到了26.6万人。明年美元再次降息的可能性不大。

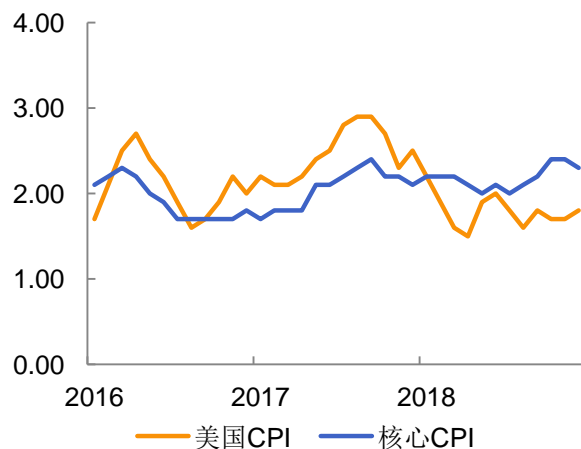
美元指数与铜价（美元/吨）



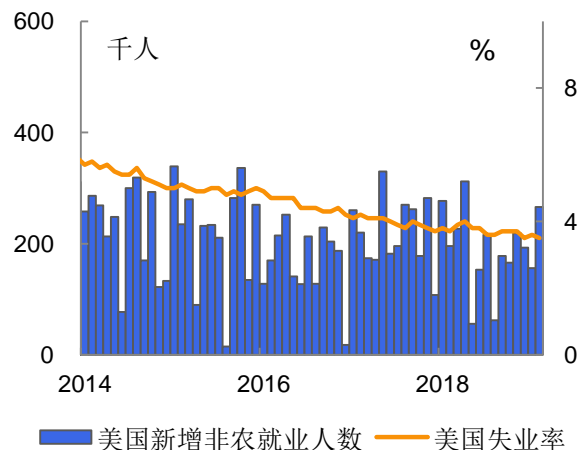
美国GDP（%）



美国CPI（%）



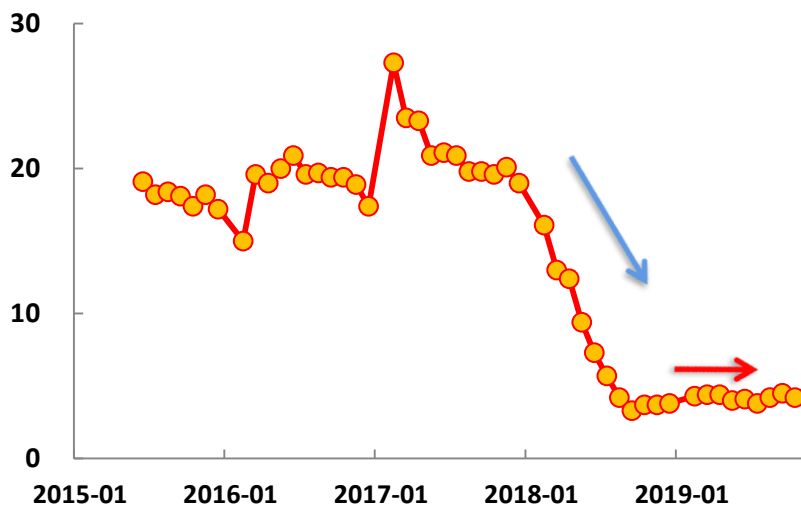
美国非农就业人数与失业率



中国基建投资趋稳，人民币汇率稳定在七整数附近

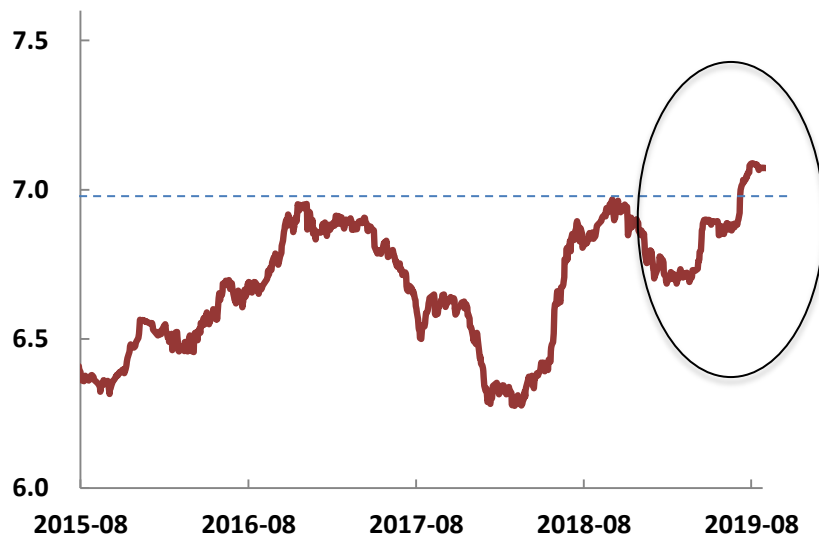
- 前期国内基建投资增速明显下降，目前基本维持在4%左右，已连续12个月维持稳定。也使得市场预期得到稳定。
- 中国GDP增速可能性进一步放缓。市场预期明年经济增长目标为6%。
- 2019年因中美贸易升级，人民币汇率破7.0整数关口。
- 明年人民币汇率仍主要受中美贸易谈判进程影响，波动率可能加大。

中国基建投资累计同比（不含电力%）



—●— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力):...

人民币兑美元汇率（¥/\$）



— 人民币兑美元汇率

未来两年铜矿山新增统计

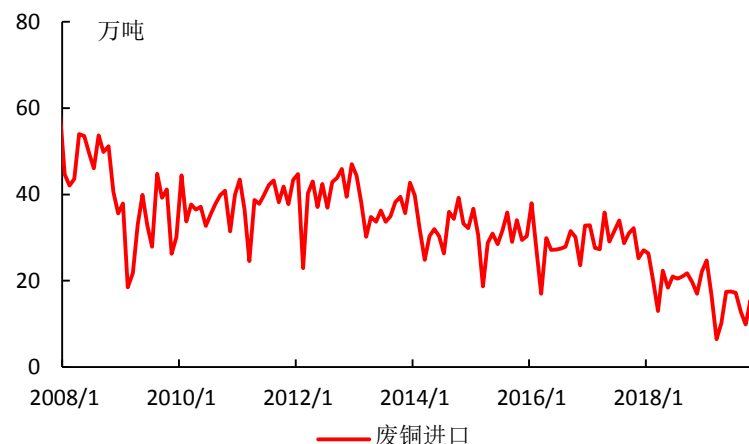
项目 (千吨)	国家	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021	项目 (千吨)	国家	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021
Woodlawn	Australia		3	6	9	Florence (Phase 1)	US		0	0	5
Carrapateena	Australia	\$0.62	0	16.25	20	Lone Star	US		0	10	80
Olympic Dam Expansion	Australia		0	0	30	Highland Valley Exp	US		0	20	25
Parys Mountain Project	Australia		0	1.75	3.5	Pumpkin Hollow	US	\$1.60	0	27	27
Nova Project	Australia			11.8	11.8	Acht Ikht	Mongolia		10	10	10
Deflector Project	Australia		2.5	3.5	5	Jabal Sayid	Saudi Arabia	\$1.60	52.5	52.5	52.5
Capricorn Copper (RRP)	Australia		27	30	30	Grasberg Block Cave	Indonesia		285	353	635
Thalanga Zinc Project	Australia		3.6	3.6	3.6	Gunnison	US		8	11	11
Australia			47.9	72.9	112.9	North America			8	68	148
Candelaria	Chile		150	170	180	Aktogay I	Kazakhstan	\$1.20	135	135	130
Chuquicamata Underground	Chile		52	105	157	Oyu Tolgoi Expansion	Mongolia	\$1.82	156	149	155
Salvador Inca		\$2.00	0	0	15	Tsagaan Suvarga	Mongolia		0	15	55
Spence Growth Operation	Chile		0	30	120	BKM Deposit	Indonesia	\$1.28	0	0	5
Quebrada Blanca Phase II	Chile		0	0	75	Pulang etc 11	China		392	473	479
Cauquenes Exp (Phase II)	Chile		11	11	11	Darehzar	Iran		0	0	6
Encuentro Oxides	Chile	\$1.75	43	43	43	Dar Alou	Iran		0	4	27
Los Pelambres Exp- Phase I	Chile	\$1.05	0	0	20	Chah Firozeh & Ijue	Iran		0	0	17
Esperanza Sur Pit	Chile		0	0	7	Various projects	Iran		0	5	20
El Espino	Chile		0	16	27	opler Sulfide Expansion	Turkey		1	1	1
Puquios	Chile		0	0	5	Asia			1032	1198	1593
Diego de Almagro	Chile		18	24	33	Kolwezi	DRC	\$0.85	65	70	70
Blancos	Chile		0	10	19	Khoemacau	Botswana	\$1.10	0	0	15
Monteverde	Chile		0	0	40	Kalongwe	DRC	\$0.85	0	0	10
Chile			222	304	580	Lubambe	Zambia	\$2.00	40	45	45
Toromocho Expansion	Peru	\$1.65	0	30	70	Sentinel	Zambia	\$1.25	235	235	245
Quellaveco	Peru	\$1.05	0	0	0	Mokambo	Zambia		0	5	10
Toquepala Expansion	Peru	\$0.90	50	91	91	Ichimpe	Zambia		0	0	10
Mina Justa	Peru		0	0	50	Kipoi etc 8	DRC	\$1.04	327	396	543.5
Peru			50	121	211	Africa			579	658	831
Pilares	Mexico	\$1.60	0	0	15	Ilovica-Shtuka Project	Macedonia		0	4	8
Mirador	Ecuador		25	50	75	Kazandol Project	Macedonia		2	4	4
Antas Stage I	Brazil	\$1.20	15	15	15	Bystrinsky	Russia		60	66	66
El Pilar	Mexico		0	0	0	Udokan	Russia		0	25	50
Cobre Panama	Panama	\$1.20	150	270	320	Tominskoye	Russia		0	0	25
Central & South America			190	335	410	Europe			62	99	153
Northmet (Phase 1 & 2)	US		0	0	20				2,191	2,856	4,039
						年度增量 (千吨)			285	665	1183

废铜供应维持稳定

2019年7批次铜“废六类”进口批文量

2019年废铜批文量（吨）			
	实物量	铜含量	金属量
2019年第一批文量（9）	240,429	78%	187,535
2019年第二批文量（10）	124,450	78%	97,071
2019年第三批文量（11）	87,680	78%	68,390
2019年第四批文量（12）	31,658	78%	24,693
2019年第五批文量（13）	57,365	78%	44,745
2019年第六批文量（14）	11,110	78%	8,666
2019年第七批文量（15）	7,970	78%	6,217
合计	560,662		437,316

中国废铜进口量(万吨)



精铜与废铜差价（元/吨）



- 今年完全禁止废七类进口后，废六类进口执行批文许可制，截止目前七批“废六类”进口批文的铜含量为43.7万吨，并未因限制而明显减少。
- 随着废铜供应稳定，精铜与废铜差价也保持稳定。

明年国内新增冶炼产能有望放缓

- 今年国内计划新增冶炼产能80万吨，使得今年铜产量明显增长。据SMM统计，明年国内预期新增冶炼产能仅30万吨，预期新增精炼产能45万吨。
- 明年年度精矿加工费仅为62美元/6.2美分，远低于去年同期的92美元/9.2美分。

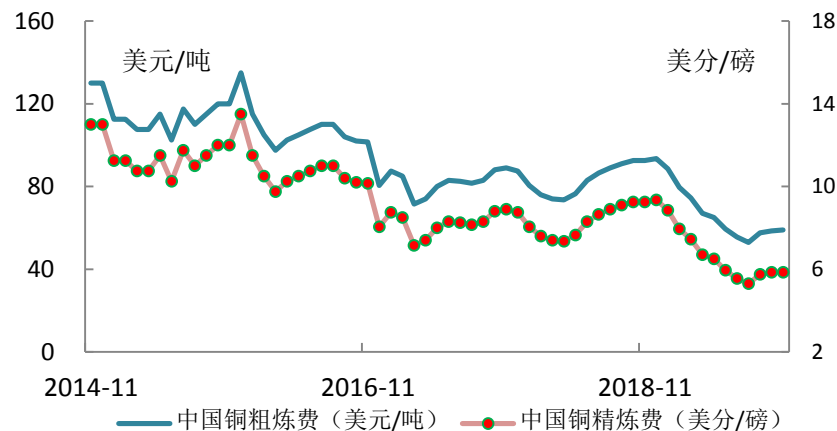
中国新增铜冶炼产能（万吨）

企业名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	原料	投产时间
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年5月
广西南国铜业	30	30	铜精矿	2019年4月
山东恒邦	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金	10	15	铜精矿	2019年9月
合计	65	80		
兰溪自立环保	0	10	铜精矿	2020年6月
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2020年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年8月
合计	30	45		
紫金铜业	8	8	铜精矿	2021
中条山	18	18	铜精矿	2021
五矿铜业（湖南）	20	20	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
烟台国润铜业	18	18	铜精矿	2021
合计	104	104		

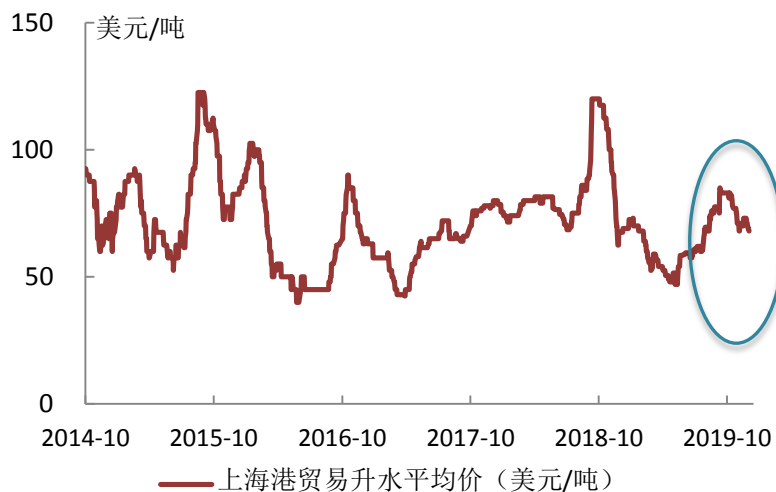
长单精矿加工费明显缩窄

- 2020年铜精矿加工费（TC）为62美元/吨，较2019年的92美元/吨明显缩窄，精矿供应表现紧张。
- 1-10月精炼铜产量同比增加8.1%。
- 精矿的紧张导致冶炼企业检修增加，由于明年新增产能减少，预计明年产量增速可能放缓。

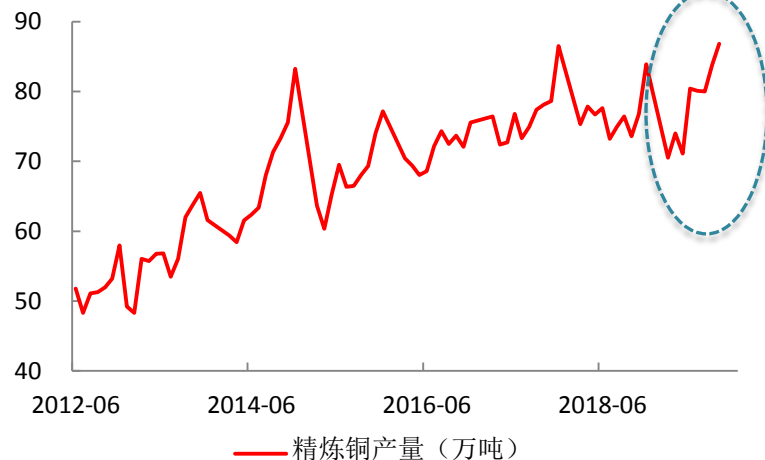
中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



上海贸易升水（美元/吨）

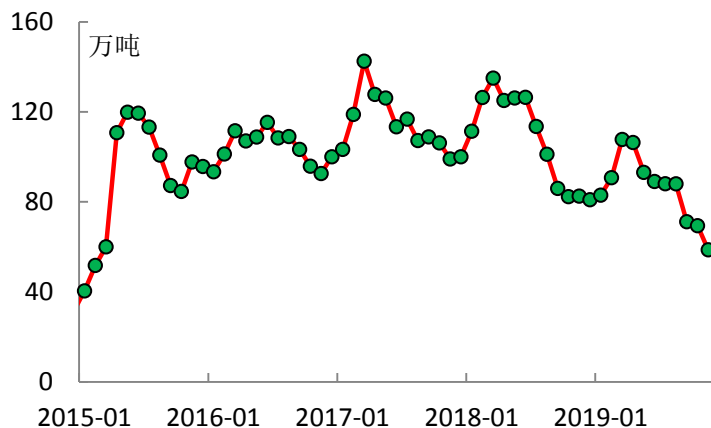


中国精炼铜产量（万吨）



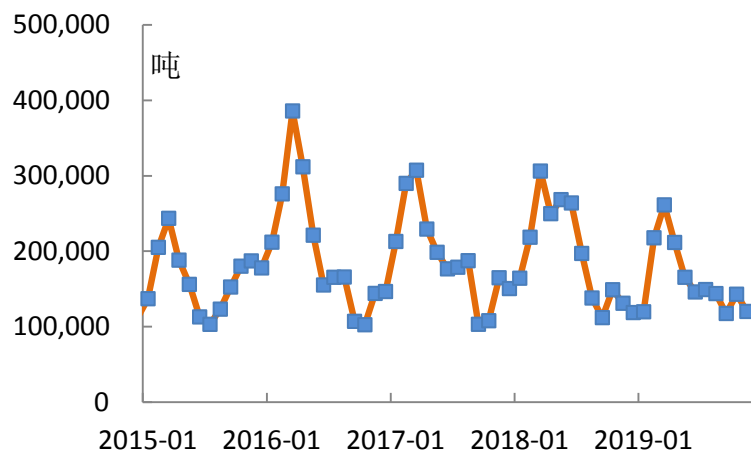
全球库存持续下降

全球主要库存合计（万吨）

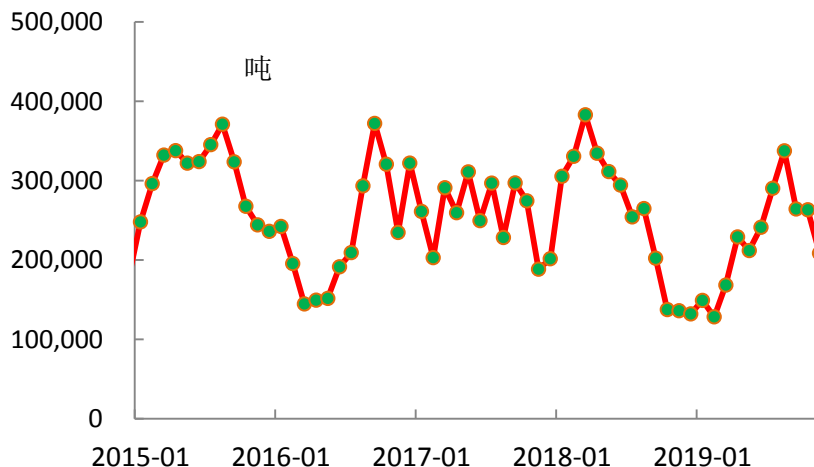


- 全球主要交易所加上海保税库库存为58.7万吨，较年初已明显下降。
- 上期所库存目前为12万吨。
- 上海保税库库存由3月份60万吨降至目前的22.2万吨。
- LME库存增加至20.8万吨。

上期所库存（吨）



伦铜库存（吨）



国内供应与需求比较

- 今年前10个月表观需求量与去年同期相比轻微增长，主要表现为进口下降、国内产量增加，尤其是保税库库存下降明显。
- 随着国内电力投资环比恢复，国内铜需求转暖，尤其是电网投资月度由负增长转为增长，并有可能延续至明年年初。

1-10月份国内表观需求量（供应）

单位：万吨		2019年1-10月份	2018年1-10月份	同比
未锻造铜 进出口	进口	398.3	442.0	
	出口	62.5	64.2	
	净进口	335.8	377.8	-11.1%
产量		783.1	750.6	8.1%
上海保税 库	期初	48.3	44.4	
	期末	22.2	43.4	
	变化	-26.1	-1.0	2590.7%
上期所库 存	期初	12.0	16.4	
	期末	12.0	13.1	
	变化	0.0	-3.3	-101.4%
1-10月份表观需求量		1145.0	1132.7	1.1%

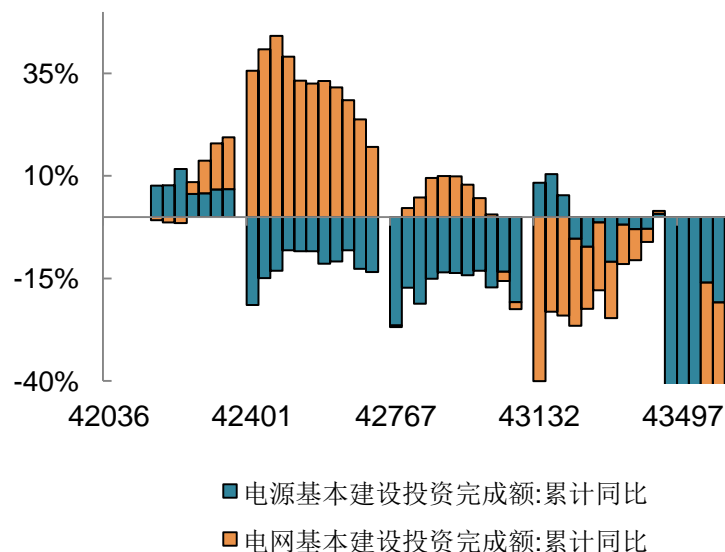
1-10月份国内需求状况（由下至上）

	国内需求 占比		占比	增速	对国内总 需求贡献
电力	46.0%	电源投资	34%	7.6%	-2.0%
		电网投资	66%	-10.5%	
家电	14.6%	空调产量		5.5%	0.8%
交通运输	11.0%	汽车产量		-10.2%	-1.1%
建筑	9.4%	竣工面积		-5.5%	-0.5%
电子设备	7.5%	计算机等估计		8.0%	0.6%
其它	11.5%	估计		6.0%	0.7%
1-10月份合计	100.0%				-1.5%
1-9月份合计	100.0%				-2.8%
1-8月份合计	100.0%				-4.4%

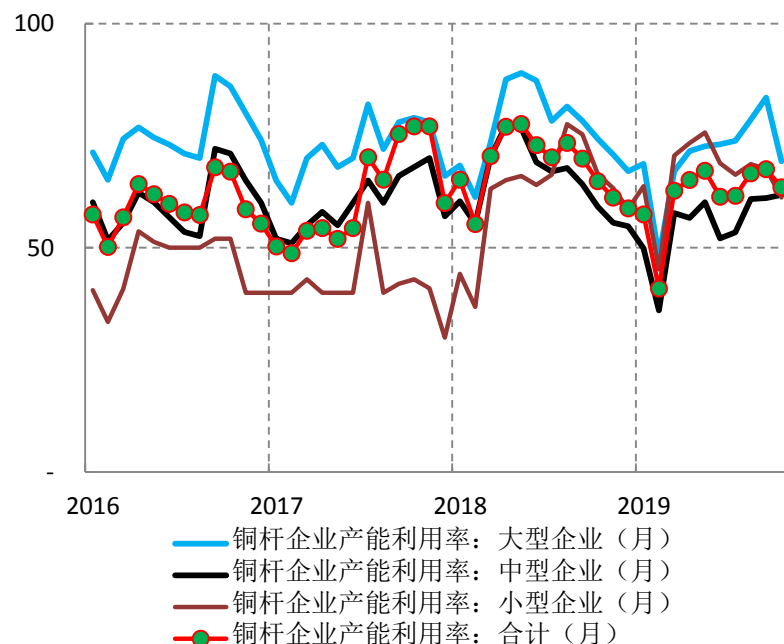
预期国内电力投资轻微改善（需求占比46%）

- 今年前10个月电源投资累计同比增加7.6%，电网投资累计同比下降10.5%。电网投资增速远低于市场预期，临近年底电网投资逐步回升，9、10月份同比出现正增长。
- 由于2019年前8个月与电网投资明显下滑，明年可能由于基数较低而出现轻微正增长。
- 有调研显示近期风电及海缆需求增长明显，并有望延续至明年年初。

电源基本建设投资完成额同比（%）



铜杆企业开工率（%）



资料来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

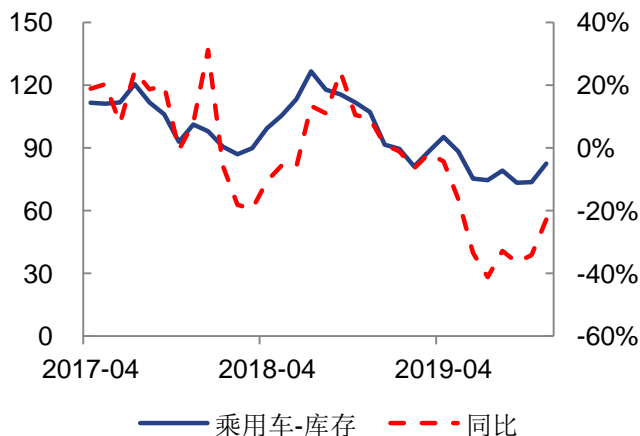
预计国内汽车产销可能回升（需求占比11%）

- 国内汽车1-11月份产销量累计同比下降8.98%和8.99%，下降势头明显趋缓。
- 11月份产量同比出现正增长。
- 在库存降至历史低位后，随产量增加库存轻微增加。但由销量来看，库存持续增加的可能性不大。
- 新能源汽车增幅明显放缓。
- 但与发达国家相比，中国汽车未来消费仍有空间。

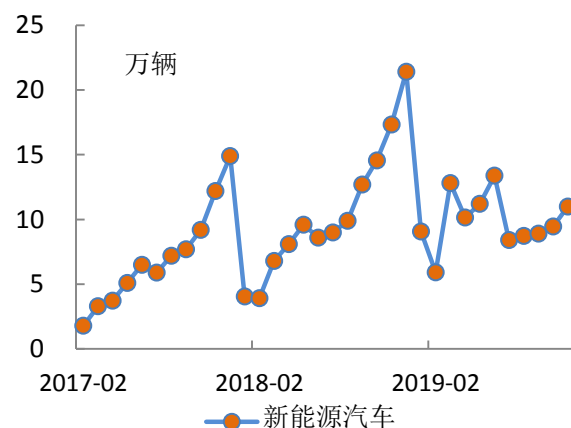
日本、德国、中国汽车保有量比较

年度	汽车保有量（万辆）			人口（万人）			千人汽车保有量		
	日本	德国	中国	日本	德国	中国（城镇）	日本	德国	中国
2018			32,700		8,285	83,137			393
2017		5,009	31,000		8,252	81,347			381
2016		4,929	29,000		8,218	79,298			366
2015	7,740	4,835	27,900	12,709	8,120	77,116	609	595	362

中国乘用车库存（万辆，%）



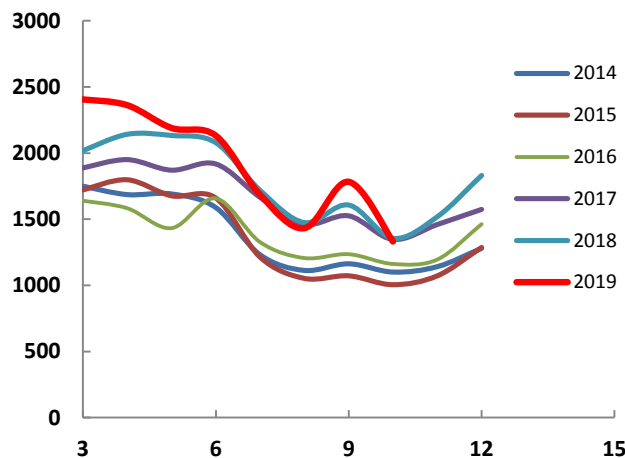
新能源汽车产量（万辆）



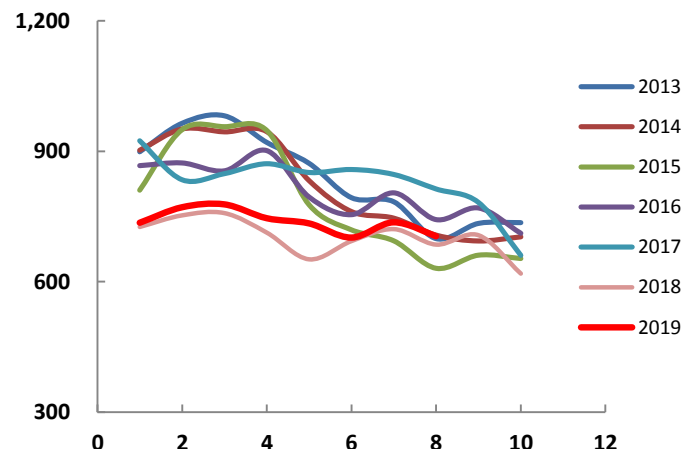
预计空调产量增速放缓（需求占比14.6%）

- 空调3-10月份产量同比增加5.5%，好于预期，但产量环比降幅明显。库存偏高于往年同期，可能限制明年上半年产量。

中国空调产量（万台）

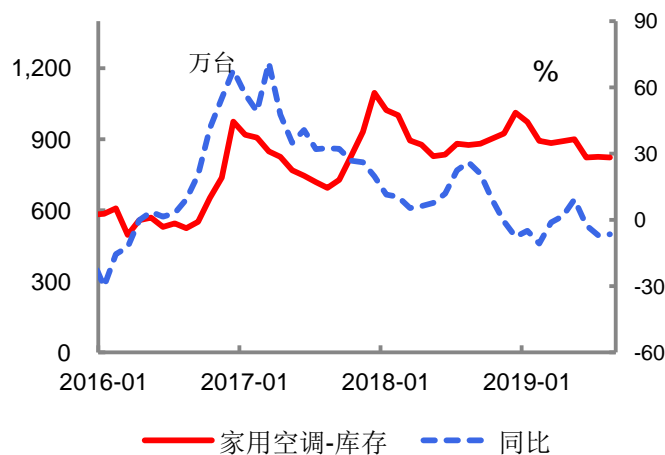


中国冰箱产量（万台）

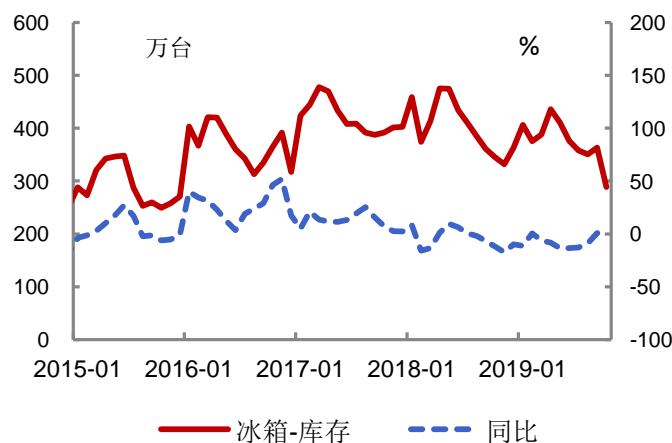


- 冰箱3-10月份产量同比增加3.6%，在库存持续走低的情况下，产量好于去年。

中国空调库存（万台）



中国冰箱库存（万台）

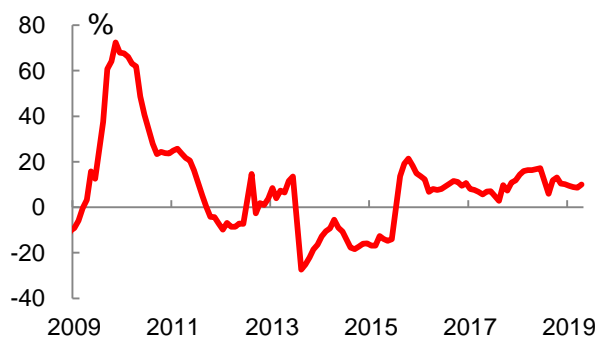


- 随着中美达成第一阶段贸易协议，有助于稳定中国家电出口的外部环境，也有利于稳定家电产量。

预期地产稳定增长（需求占比9.4%） 电子通信稳定（需求占比7.5%）

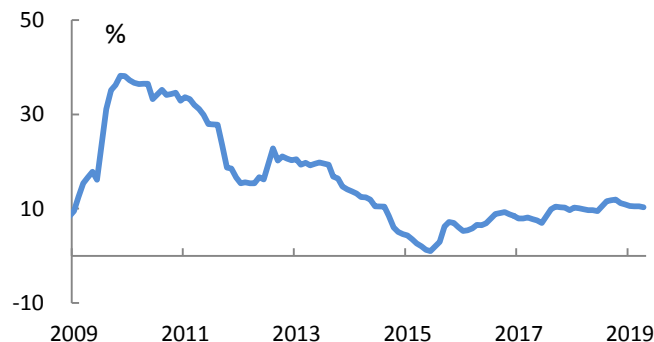
- 今年前10个月份新开工面积同比增长10%，维持稳定增长；投资增速10.3%，略好于去年同期；施工面积累计同比增加8.98%，增速加快；竣工面积累计同比下降5.5%，回升明显。地产总体表现良好。

房屋新开工面积同比（%）



— 房屋新开工面积累计值累计同比

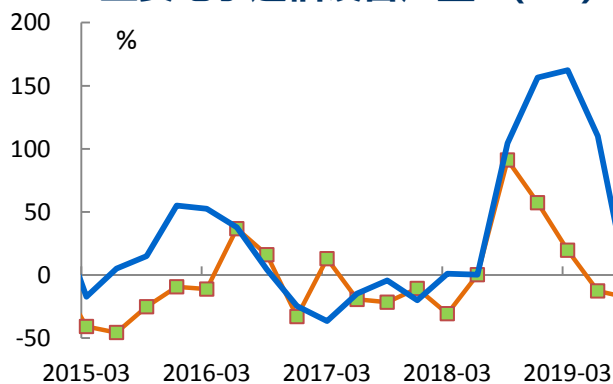
房地产投资累计同比（%）



— 房地产开发投资完成额:累计同比

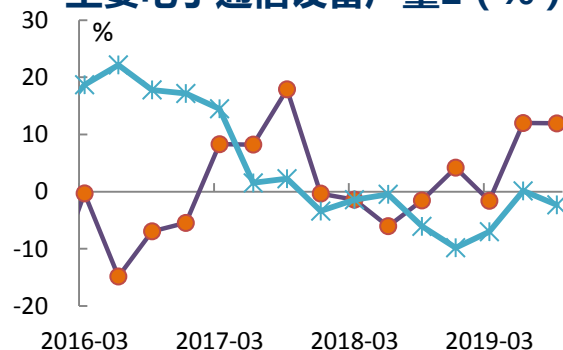
- 市场对明年通讯行业寄予厚望，明年有望成为5G相关产品高速增长年份，预期基站和手机产量将会大幅增加，将有助于铜需求。

主要电子通信设备产量1（%）













— 产量:程控交换机:当月同比:季
— 产量:移动通信基站设备:当月同比:季

主要电子通信设备产量2（%）



— 产量:微型电子计算机:当月同比:季
— 产量:手机:当月同比:季

下游需求预期小结

	2019年		2020年	
电力行业	负增长		平稳	
汽车行业	负增长		轻微增长	
家电行业	稳定增长		轻微增长	
地产行业	稳定增长		轻微增长	
通讯行业	稳定增长		稳定增长	



预计明年国内精炼铜下游需求轻微正增长。家电、地产行业有望延续正增长，但增速可能放缓，电力行业有望平稳，汽车行业有望由负增长转为轻微正增长。

2020年供求轻微缺口

全球精铜供求平衡表

名称（单位：千吨，%）	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年F	2020年F
全球矿山产量	19,149	20,402	20,082	20,575	20,148	20,556
全球矿山产能	22,367	23,481	23,993	24,077	24,740	25,240
矿山产能利用率 %	85.6%	86.9%	83.7%	85.5%	81.4%	81.4%
原生精炼铜产量	18,892	19,490	19,485	20,055	19,969	20,269
再生精炼铜产量	3,945	3,866	4,053	4,043	4,112	4,160
全球精炼铜产量(原生+再生)	23,295	23,357	23,538	24,098	24,081	24,429
全球精炼铜产能	26,542	26,913	27,435	27,770	28,270	28,320
全球冶炼铜产能	20,366	21,186	22,026	22,416	22,776	23,076
精炼铜产能利用率 %	86.0%	86.8%	85.8%	86.8%	85.2%	86.3%
全球精炼铜消费量	22,893	23,505	23,280	23,723	24,353	24,523
精铜过剩/缺口	402	-149	258	375	-272	-94

- 2020年铜仍可能出现轻微缺口，大约9.4万吨。
- 矿山供应计算包括预计新增产量66.5万吨，扣减预计缩减产量和关闭产量25.7万吨；精铜产量增幅预计1.5%，需求增幅预计0.7%。

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 2020年供求总体轻微缺口，铜价总体延续区间震荡可能性较大，容易受到短期阶段性因素影响。
2. 精矿总体维持紧张状态，关注矿山中断等事件对供应的影响。
3. 冶炼产量延续增长，因新增产能总量低于2019年，产量增速可能放缓。
4. 预计明年国内精炼铜下游需求轻微正增长。家电、地产行业有望延续正增长，但空调产量增速可能放缓，电力行业有望平稳，汽车行业有望由负增长转为轻微正增长。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
中美贸易谈判
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新建产能进展

■ 需求关注：

国内电网投资
国内房地产施工面积
家电库存
乘用车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2020年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 逢高做空，入场区间52000-52500，目标区间48500-49000。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。

品种：锌

维持总体过剩预期，关注下游阶段性补库

——2020年锌投资策略展望

- **主要驱动因素：**历史高位的精矿加工费；冶炼开工率维持高位；冶炼产量同比增长明显。下游库存较低，存在集中补库的可能。
- **供求角度：**维持总体过剩预期，在精矿加工费维持高位的情况下，冶炼产量同比增长明显；需求端可能出现轻微正增长，汽车产量存在企稳迹象，但恢复力度需要观察，基建投资增速稳定，家电产量稳定，总体上供应增速大于需求增速。但由于下游库存较低，存在阶段性集中补库的可能，因而锌价可能出现阶段性上涨。
- **预计价格主要运行区间：**LME锌1900-2600美元，上期所锌16000-22000元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）



- 年初由于库存降至历史低位，锌价在挤仓的力量下走高。春节过后株冶和汉中锌业复产推迟，使得锌价再次走高至2.3万上方。二季度自今，因需求低迷，叠加复产产能增加，以及中美贸易对峙加剧，另外随着株冶新产能投产和汉中锌业的产量恢复，供应逐步增加，8、9月份月度同比增加超过20%，迫使锌价持续走低，并创下3年以来的低点。目前锌精矿加工费仍为6500元/吨，冶炼利润丰厚，冶炼开工率维持高位，预计供应持续增长。

未来新增矿山项目

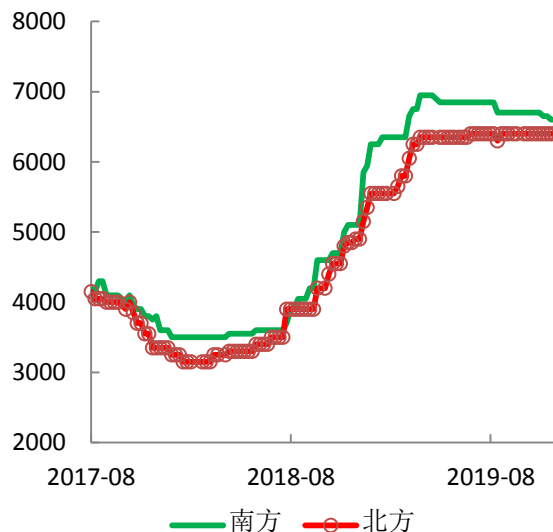
2019-2021年新增矿山品位、产能、C1成本（干吨）

矿山项目	所属企业	国家	品位	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021
Caribou	Trevali Mining Corp.	Canada	5.5%	\$0.86	42	42	42
Myra Falls	Nyrstar	Canada			15	30	30
Middle Tennessee	Nyrstar	Canada			45	50	50
Prairie Creek Project	Canadian Zinc Corporation	Canada	8.6%		-	10	20
Empire State Mine	Titan Mining	USA	9.2%	\$0.69	18	24	36
North America					120	156	178
Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	Mexico			12	24	36
Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	Cuba			50	100	100
Central & South America					62	124	136
Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	Australia	13.4%	\$0.73	170	170	170
Lady Loretta (Part of Mount Isa)	Glencore	Australia	13.0%		100	130	160
Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	Australia	3.6%	\$0.14	8	32	32
Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	Australia	11.9%	\$0.52	50	50	50
Century Project	New Century	Australia			73	264	264
Woodlawn	Heron Resources	Australia	6.0%		30	40	40
Australia					331	556	556
Dairi	China Nonferrous	Indonesia	11.5%		0	0	60
Rampura Agucha	Hindustan Zinc	India	15.9%		100	200	200
Asia					100	200	260
Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	South Africa	6.2%	\$0.50	250	250	250
Bisha Expansion	Nevsun Res.Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	Eritrea	5.7%		100	100	100
Asmara Project	Sichuan Road & Bridge(60%), ENAMCO (40%)	Eritrea			-	-	60
Africa					350	350	410
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	Kazakhstan	4.0%		0	50	120
Zhairem	Glencore	Kazakhstan			-	50	120
Citronen	Ironbark Zinc Ltd.	Greenland	5.2%	\$0.52	0	0	50
Zinkgruvan Expansion	Lundin Mining	Sweden	8.2%		8	8	8
Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	Portugal	7.1%	\$0.29	0	70	70
Europe					8	128	248
Mehdiabad Expansion	Rostek. Corp. & Iranian Bank	Iran	3.0%		0	0	200
Middle East					0	0	200
年度新增矿产能					439	543	474

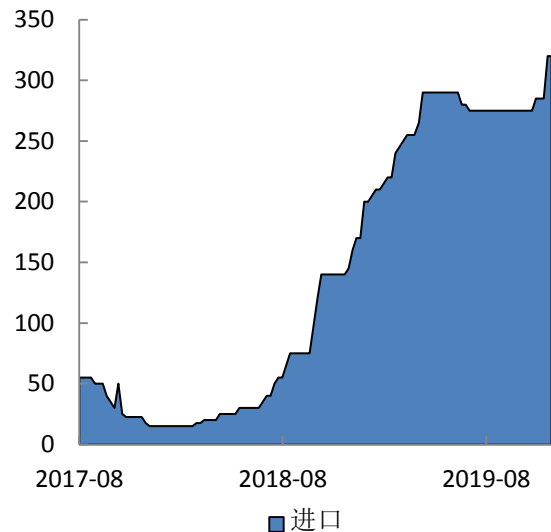
锌矿加工费轻微回落

- 目前进口矿加工费为320美元；国产矿为6400-6600元，由于国内锌价远低于进口成本，迫使进口精矿降价销售，导致进口矿加工费提高，同时轻微推升国产矿价格。
- 虽然原关闭冶炼产能复产（如湖南轩华、三立、太丰，株冶和汉中等），并导致国内产量增长迅猛，但未转变矿产量供应大于求的局面。
- 精矿进口维持在正常的20-30万吨范围之内。

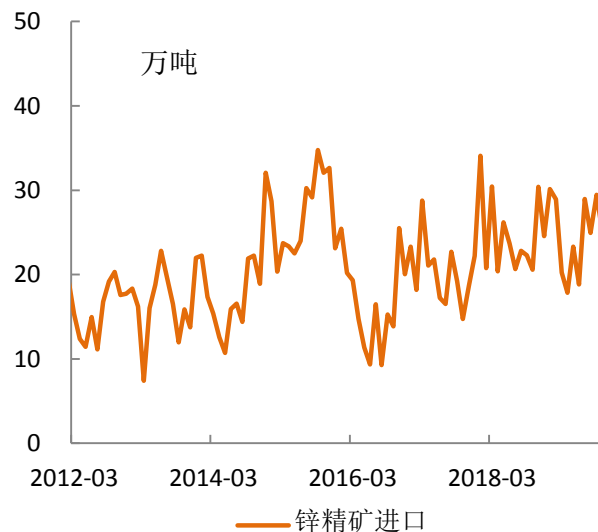
国产锌精矿加工费（元/吨）



进口锌精矿加工费（美元/吨）



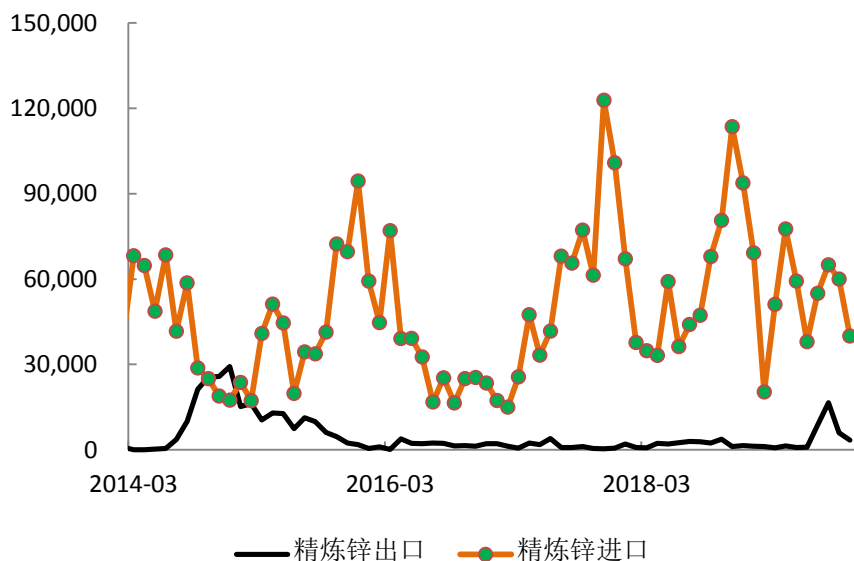
中国锌精矿进口（万吨）



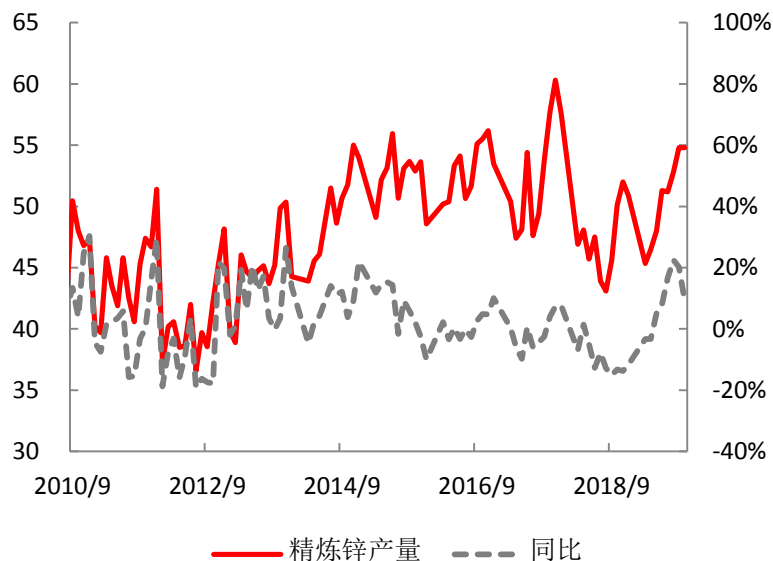
国内锌产量有望延续增加

- 10月锌产量54.8万吨，同比增加8.3%，1-10月产量512.3万吨，同比增长9.4%。
- 随着原关闭产能复产和冶炼瓶颈问题消除，国内产量增长明显，在高加工费的背景下，冶炼企业将维持高开工率，产量有望持续增加。
- 1-10月份精炼锌进口同比增加5.5%，由于近期国内价格远离进口成本，进口数量大幅下降，10月份仅有4万吨。

中国锌进出口（吨）



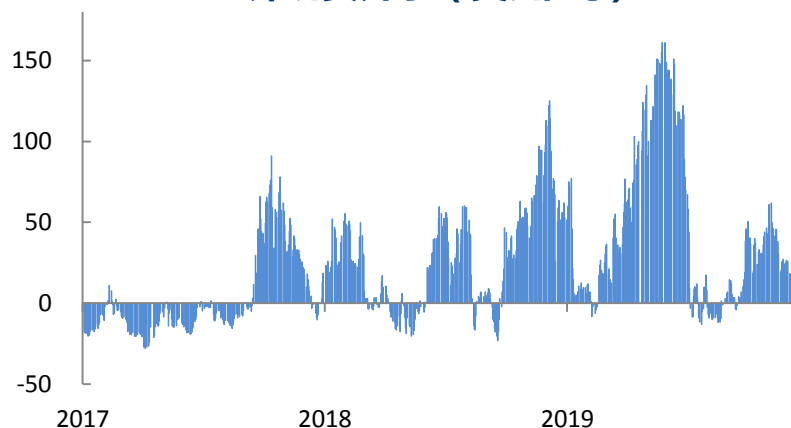
中国精锌产量（万吨，%）



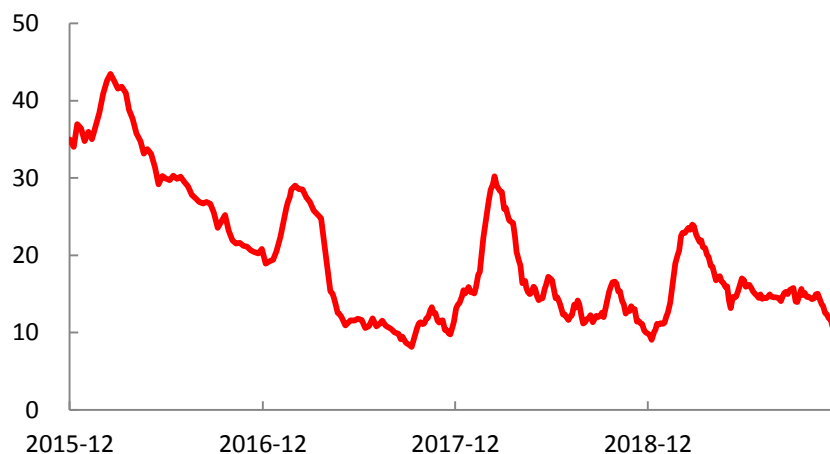
全球低库存为锌价阶段性上涨埋下伏笔

- 近期随着LME挤仓行情结束，由现货升水转为现货平水。但LME库存仍处于低位，仅为5.7万吨。
- 虽然近期国内产量增长明显，但进口明显下降，国内社会库存持续走低，仅为10.7万吨。上期所库存降至3.7万吨。
- 全球低库存给价格阶段性上涨埋下伏笔。

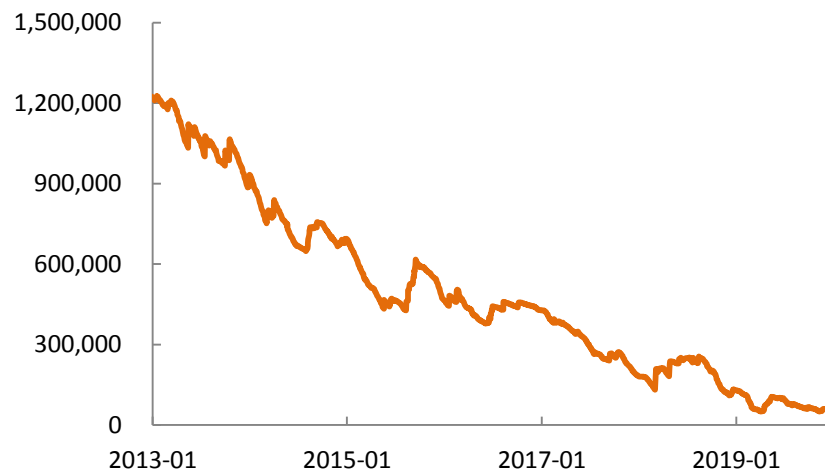
LME锌现货升水（美元/吨）



国内社会库存（吨）



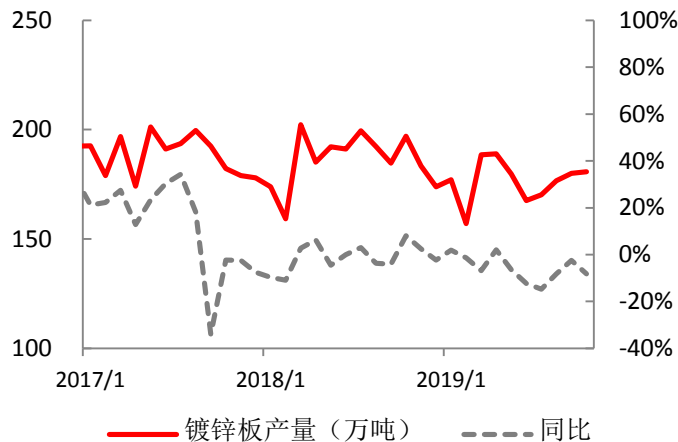
LME锌库存（吨）



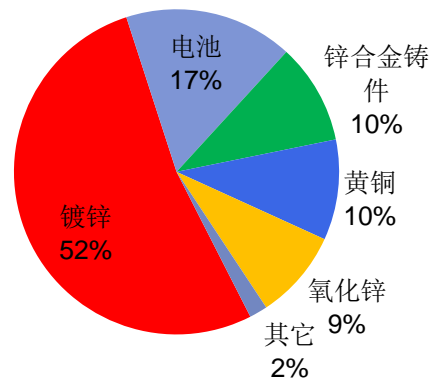
镀锌板产量和库存下降明显

- 1-10月份镀锌板产量同比下降5.9%，延续下降势头。
- 镀锌板出口增长明显，1-10月份同比增加4.7%，增速明显回落。
- 镀锌板库存持续下降，已降至5年低点。10月份环比轻微回升。
- 乘用车产销两弱降低了镀锌板需求，目前乘用车库存降至历史低位，存在补库的可能。
- 如果下游集中补库可能使得锌价出现阶段性行情。

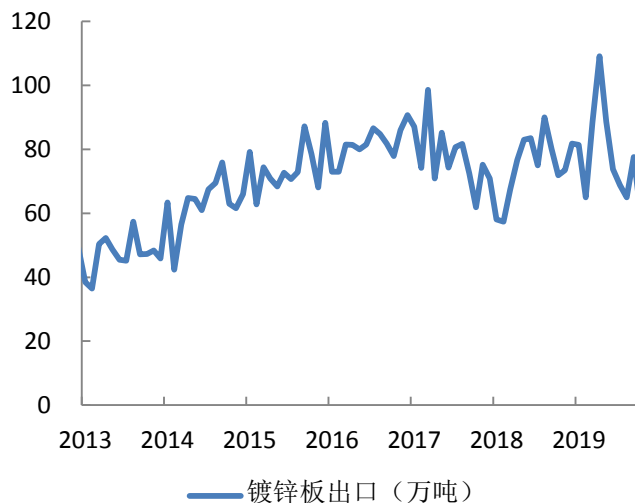
中国镀锌板--产量 (万吨)



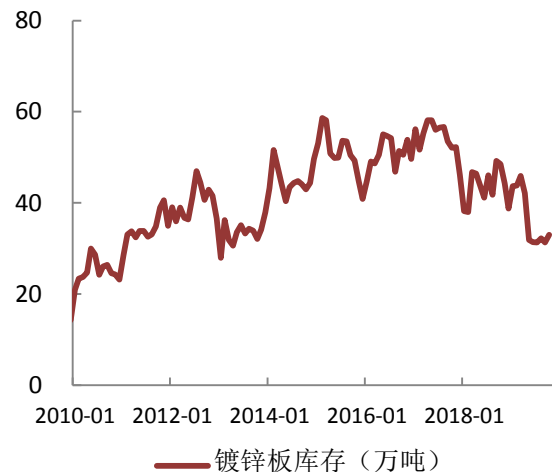
中国锌下游--需求占比



镀锌板出口 (万吨)



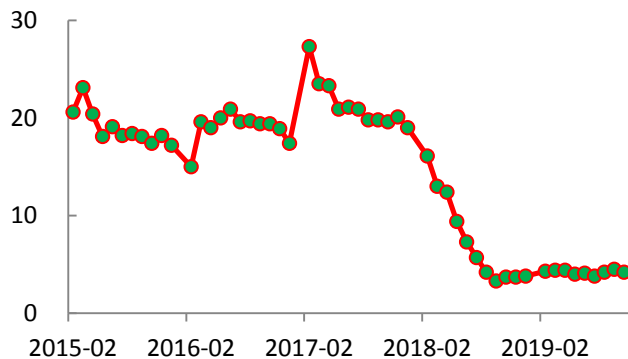
中国镀锌板—库存 (万吨)



镀锌产品需求有望稳定

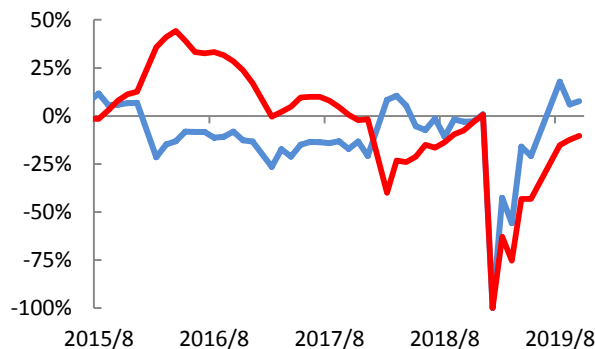
- 今年基建投资增速维持在4%左右，未来维持低增速的可能性较大，预期对锌需求拉动有限。
- 随着汽车产销负增长减缓，以及库存降至历史低位，汽车产销有望企稳，并结束拖累锌需求的局面。11月份汽车产量出现增长，但能否持续值得关注。
- 家电产量总体稳定。空调产量同比维持正增长，但库存较高；冰箱库存下降明显，存在补库的需要。

中国基建投资（不含电力）同比（%）



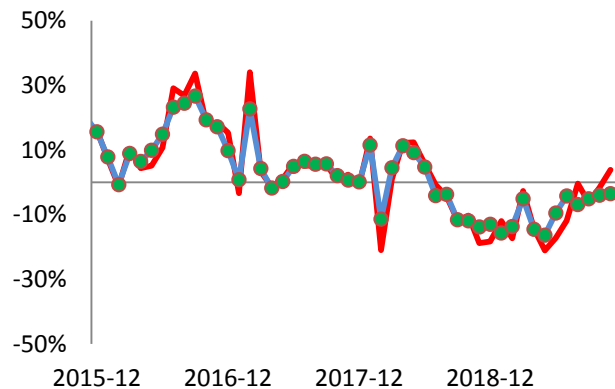
—●— 基础设施建设投资(不含电力):累计同比

中国电力投资同比（%）



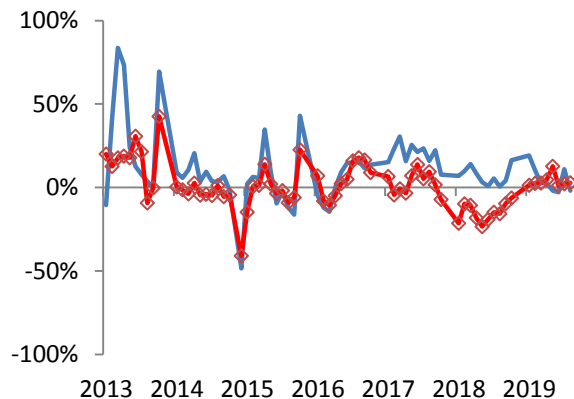
— 电源基本建设投资完成额:累计同比
— 电网基本建设投资完成额:累计同比

中国汽车产销量同比（%）



— 产量同比 —●— 销量同比

中国空调冰箱产量同比（%）



— 空调产量同比 —◇— 冰箱产量同比

维持总体过剩的预期

- 在精矿加工费历史处于高位的情况下，冶炼开工率维持高位，供应预期持续增加。
- 需求有望维持稳定，因中国基建增速趋稳、汽车下滑势头改善、家电维持稳定，加之镀层厚度降低和铝替代边际递减。
- 由于供应增长较需求增长更加显著，维持过剩的预期。

全球精炼锌供求平衡表

单位：千吨	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年F	2020年F
全球锌矿供应	13,606	13,700	13,202	13,378	13,101	13,390	13,800
全球精锌产量	13,441	13,853	13,646	13,506	13,398	13,856	14,060
北美	1,149	1,182	1,138	1,057	1,148	1,159	
欧洲	2,448	2,477	2,416	2,426	2,531	2,443	
亚洲	8,545	8,955	8,853	8,890	8,566	8,832	
中国	5,807	6,116	6,196	6,034	5,726	6,055	
大洋洲	488	489	470	470	499	467	
非洲	119	72	87	84	67	81	
全球精锌需求	13,735	13,709	13,753	13,956	13,605	13,750	13,887
北美	1,304	1,270	1,164	1,179	1,220	1,218	
亚洲	8,978	8,947	9,132	9,398	8,990	9,164	
中国	6,401	6,447	6,566	6,780	6,396	6,557	
大洋洲	181	161	162	153	156	151	
非洲	109	135	112	111	97	103	
过剩/-缺口	-294	144	-107	-450	-207	106	173
LME库存	692	464	428	184	129	57	

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 预计精矿供应持续增长，锌精矿净增长预期为41万吨。
2. 在精矿加工费维持高位的情况下，冶炼生产将维持高位，预期供应充裕。
3. 下半年基建有望延续低幅增长，家电产量维持正增长，汽车产量有望减缓下滑势头，需求有望总体维持稳定，预期需求增速1%。
4. 因预期供应增长较需求增长更加显著，维持过剩的预期。
5. 由于中下游库存较低，存在阶段性集中补库的可能，因而锌价可能出现阶段性上涨。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
中美贸易谈判
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌、锌矿进口
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2020年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 2005合约择机做多，建仓区间17000-17500。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。