

有色需求逐步回暖，关注具体扶持政策 ——有色金属篇

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

2020.3.30

主要内容

- 铜：国内需求有望企稳回升，关注境外疫情变化
- 锌：矿山面临低价考验，关注下游恢复
- 铝：铝价大幅下行，二季度震荡为主
- 镍&不锈钢：低位震荡，镍&不锈钢中期强弱分明

品种：铜

国内需求有望企稳回升，关注境外疫情变化

——2020年二季度铜投资策略展望

- **主要驱动因素：**境外疫情蔓延，各国推出对冲政策，中国疫情逐步好转，可能增加基建投资，新增产能有限，精矿供应相对紧张，关注全球矿山出现中断事件。
- **供求角度：**基建投资的增加，电力行业可能收益，空调降低库存的需要，地产行业有望维持稳定，汽车存在补库的需求。由于疫情影响将预期轻微缺口调整为轻微过剩。
- **预计价格主要运行区间：**LME铜3800-5200美元，上期所铜31000-42000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：**去年受到中美贸易谈判影响，铜价反复，1月中旬，中美双方签署第一阶段协议，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。但春节期间国内新冠疫情爆发后，国内严格的隔离和限制措施，导致供应和需求明显下降，库存增加。随着疫情转移到境外并快速蔓延，美国股市大幅下挫，美元走强，恐慌情绪蔓延，铜价出现连续快速的下跌，并创出3年多的低点。

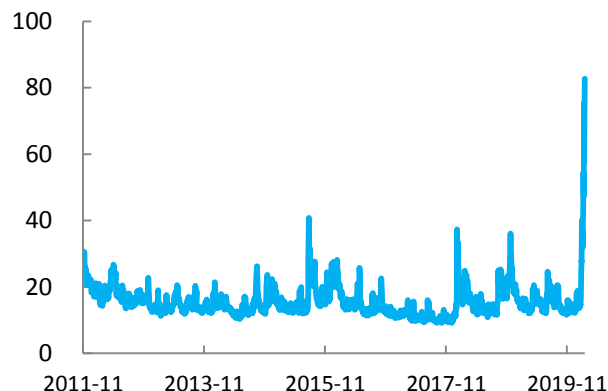
美联储连续降息，市场恐慌蔓延

■ 为对冲疫情影响，美联储2次降息和回购债券，但并未令美元明显走弱，恐慌情绪使得流动性紧张，美元突破一百整数关口，给铜价带来压力。

美元指数与铜价（美元/吨）

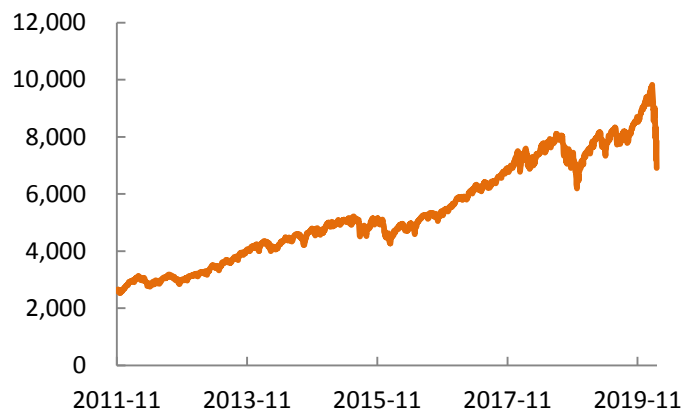


美国标准普尔500波动率指数(VIX)

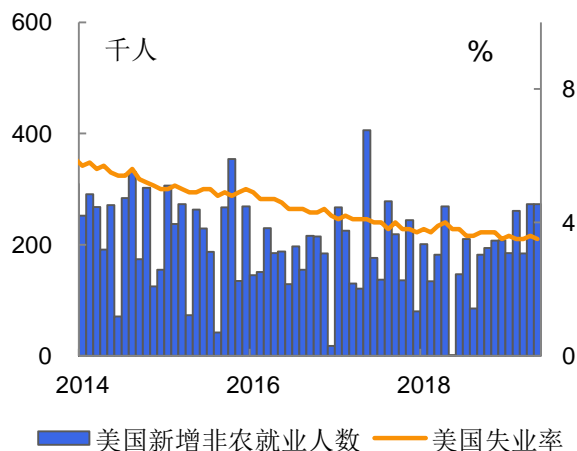


■ 目前美国和欧洲感染人数仍在增加，隔离和限制措施使得经济严重下滑。

美国纳斯达克综合指数 日



美国非农就业人数与失业率

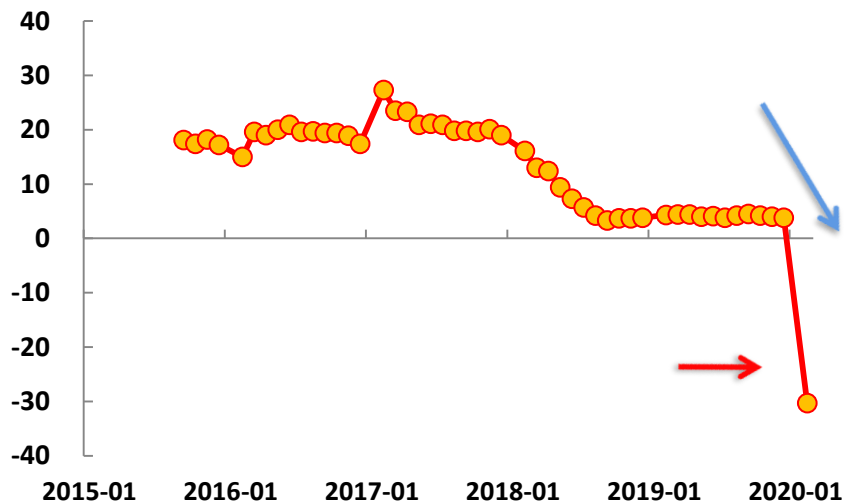


■ 恐慌指数VIX大幅攀升，最高达到80上方，与2008年金融危机时相当。

国内基建断崖下挫，人民币汇率突破七整数关口

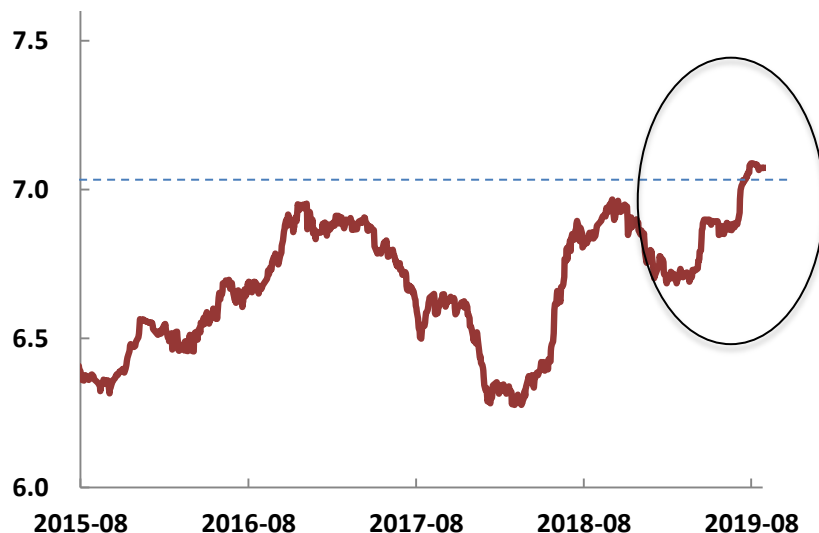
- 受疫情影响，国内基建投资增速断崖式下挫，1-2月份同比下降30%，正常在4%左右。
- 为对冲经济下滑，市场普遍预计未来基建投资将大幅提高。需要关注具体实施措施对铜需求的影响。
- 由于美元走强，人民币汇率走弱，并突破七整数关口。
- 美元很可能随未来流动性的缓解而出现回落，美联储释放的流动性需要时间传导，未来人民币走势很可能将由弱转强。

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（¥/\$）



资料来源：Wind,申万期货研究所

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

今年国内新增冶炼产能有望放缓

- 去年国内新增冶炼产能80万吨，使得铜产量明显增长。据SMM统计，今年国内预期新增冶炼产能仅30万吨，新增精炼产能45万吨。
- 今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。

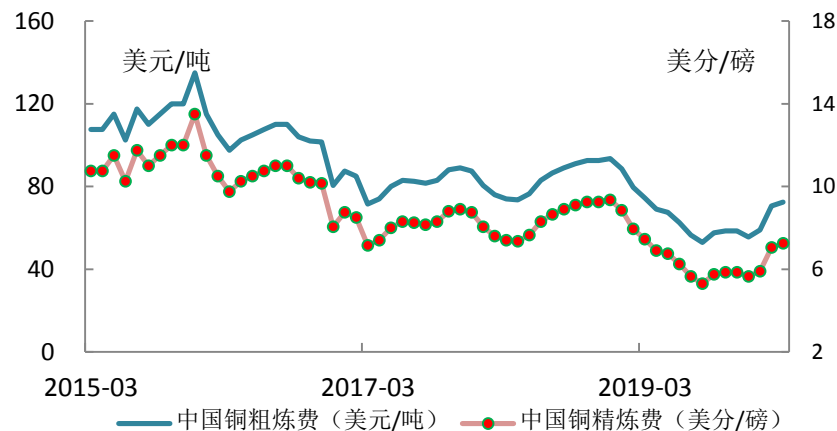
中国新增铜冶炼产能（万吨）

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		

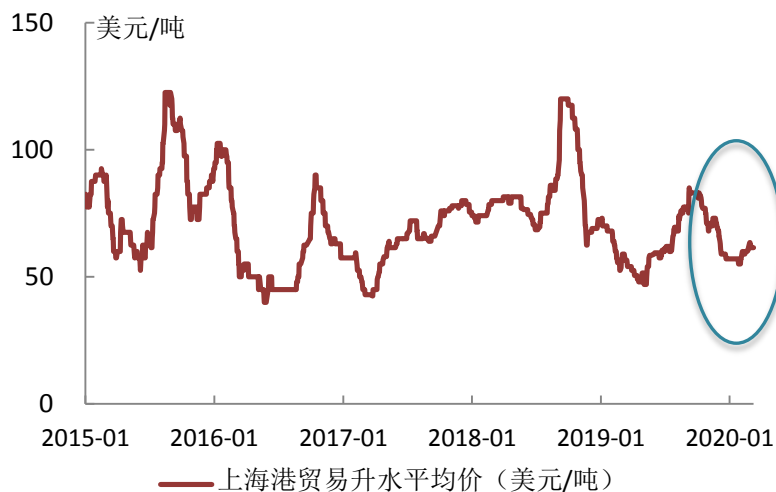
受疫情影响，精矿加工费上涨

- 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。
- 二月份由于疫情影响，广西南国和湖北大冶减产，使得铜精矿供应宽松，表现为加工费上涨，目前现货加工费为72.5美元/7.25美分磅。

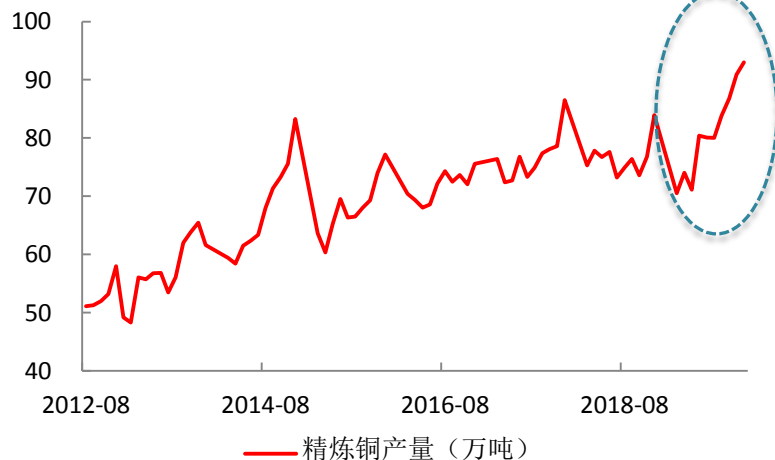
中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



上海贸易升水（美元/吨）



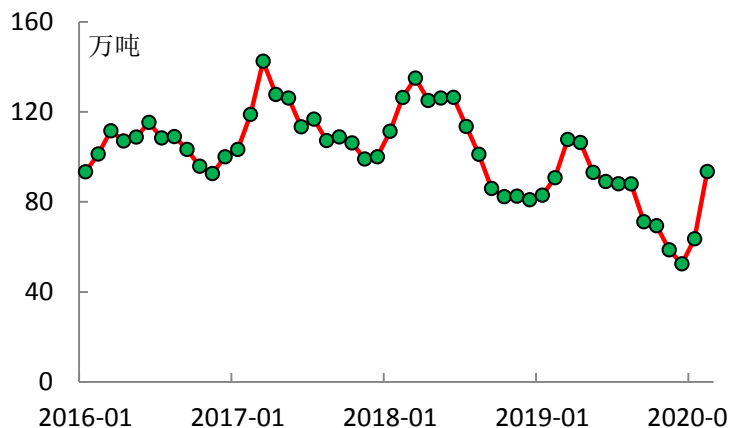
中国精炼铜产量（万吨）



资料来源：Bloomberg, Wind, 申万期货研究所

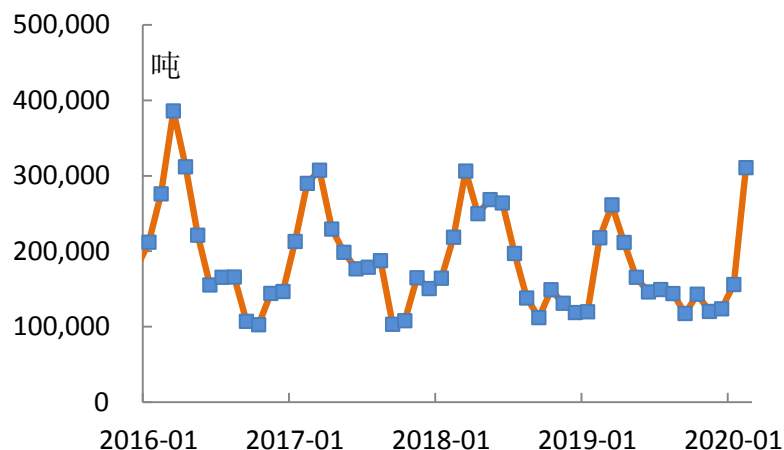
全球库存大幅攀升

全球主要库存合计（万吨）

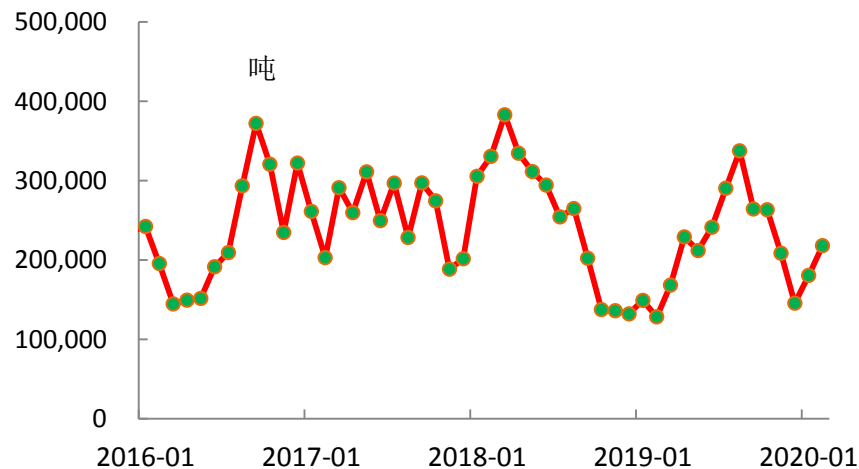


- 全球主要交易所加上海保税库库存为96.86万吨，较春节前明显增加。
- 上期所库存目前增加至37.7万吨。
- 上海保税库库存由22.2万吨，增加至38万吨。
- LME库存增加至21.8万吨。

上期所库存（吨）



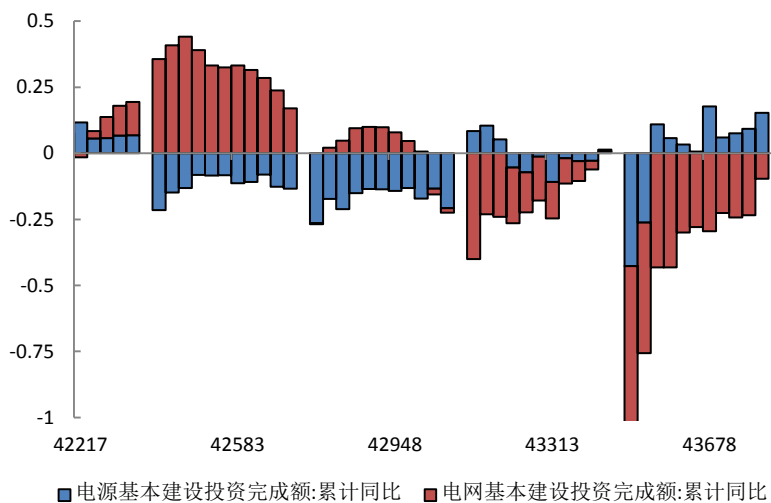
伦铜库存（吨）



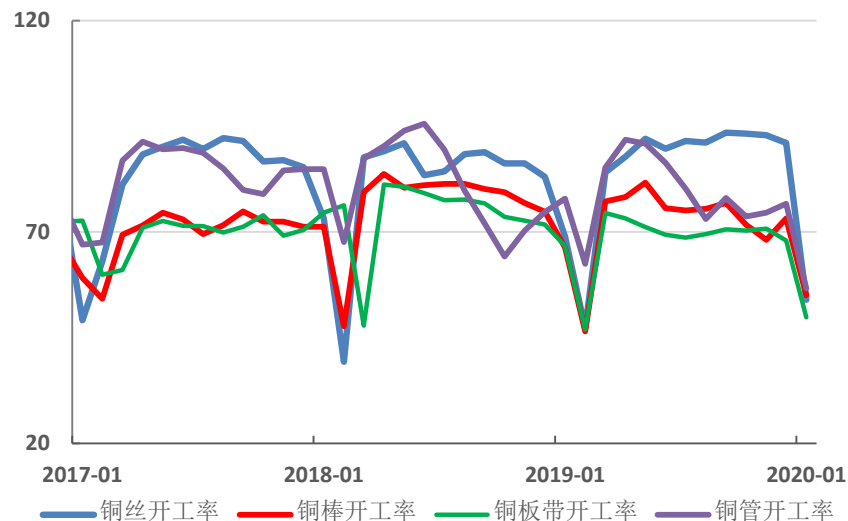
国内电力投资下降明显（需求占比46%）

- 受疫情影响，今年2月份电源投资累计同比下降10.9%，电网投资同比下降43.5%。据报道，国家电网计划今年总体投资增速将下降8.8%，但为对冲疫情给经济造成的影响，是否会改变原计划，值得关注。
- 受疫情影响，铜材企业开工率同比下降明显，铜杆已降至30%下方，创有数据以来的新低。

电源基本建设投资完成额同比（%）



铜材企业开工率（%）



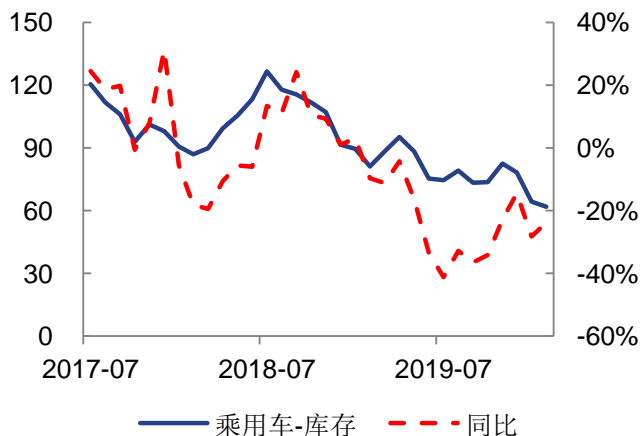
国内汽车产销明显下降（需求占比11%）

- 国内汽车2月份产销量累计同比下降80%和79%，仅为28万辆和31万辆。主要受疫情影响，并创下20年以来的最差数据。
- 乘用车库存持续下降，创下8年来的新低。
- 新能源汽车产量下降65%。
- 与发达国家相比，中国汽车未来消费仍有空间。
- 预计国内将出台具体的扶持政策，值得关注。

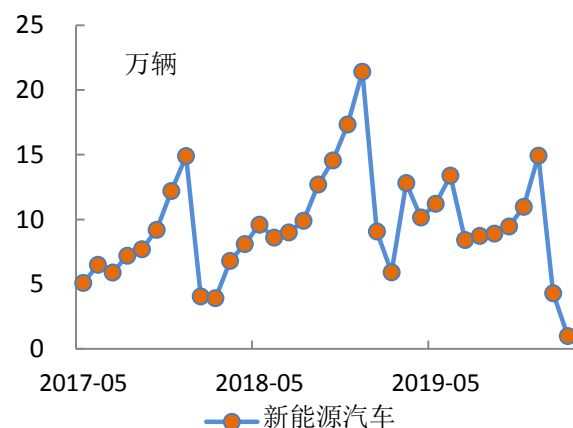
日本、德国、中国汽车保有量比较

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）



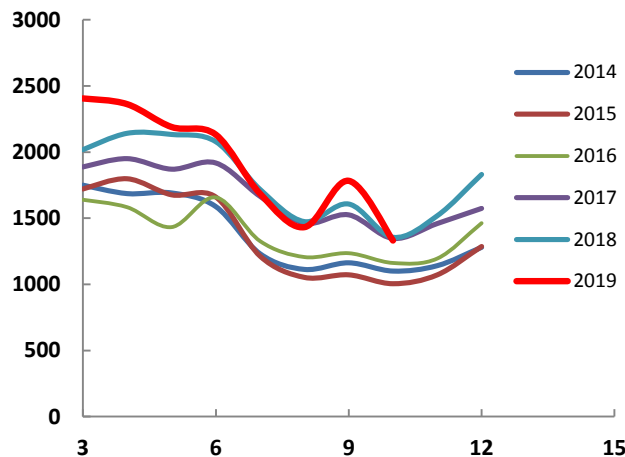
资料来源：Wind,申万期货研究所

空调产量库存轻微下降（需求占比14.6%）

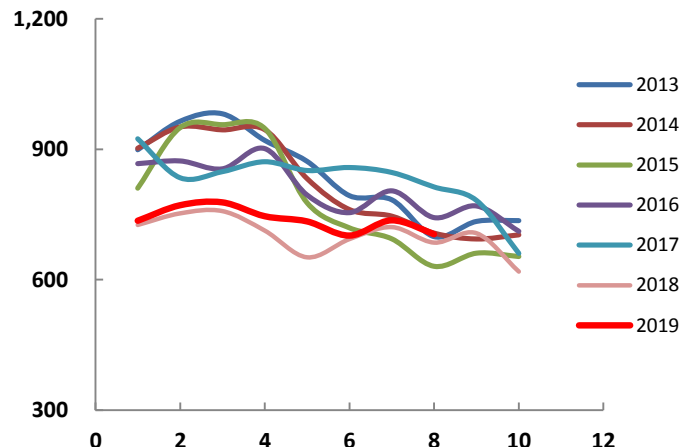
■ 国家统计局最新数据显示：1-2月冰箱产量为同比下降37.4%；空调产量同比下降40.2%；洗衣机产量同比下降20.2%；彩电产量同比下降26.6%。产量明显下降明显，主要是受到疫情影响。

■ 与铜最为相关的空调库存至高位轻微回落。但库存总体仍然较高，将可能限制今年产量。

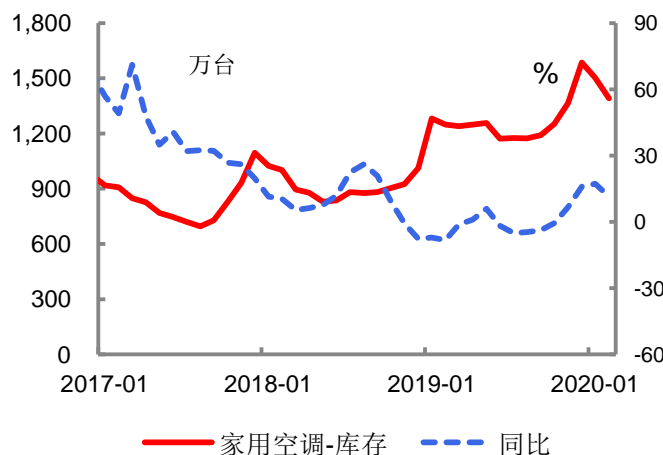
中国空调产量（万台）



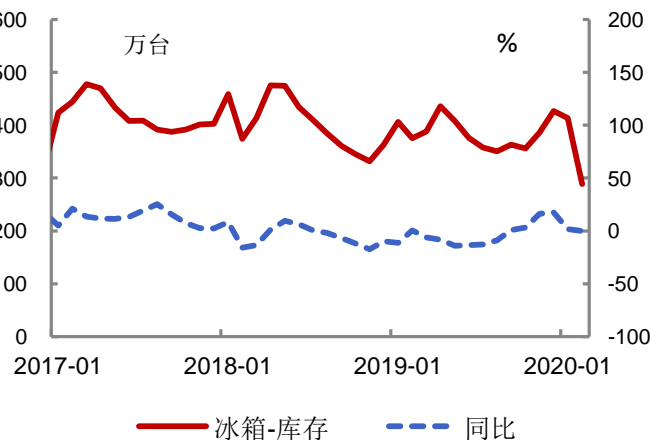
中国冰箱产量（万台）



中国空调库存（万台）



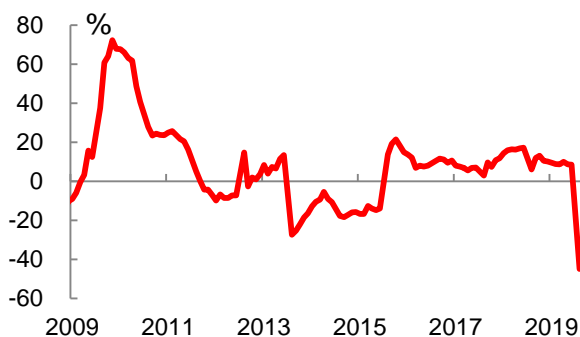
中国冰箱库存（万台）



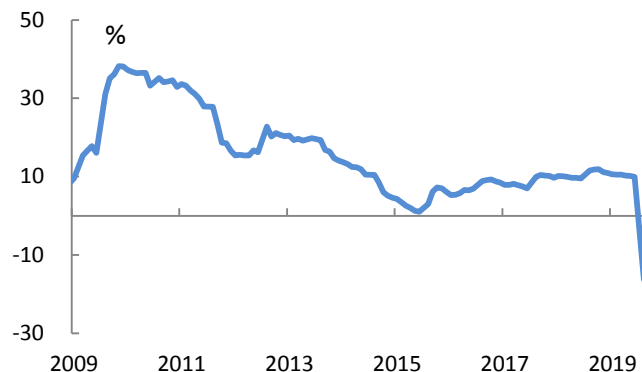
地产大幅下降（需求占比9.4%） 电子通信稳定（需求占比7.5%）

- 今2月份新开工面积同比下降45%，投资增速同比下降16.3%，施工面积累计同比增加2.86%，销售面积下滑23%；竣工面积累计同比下降23%，地产行业同样受疫情影响。

房屋新开工面积同比（%）



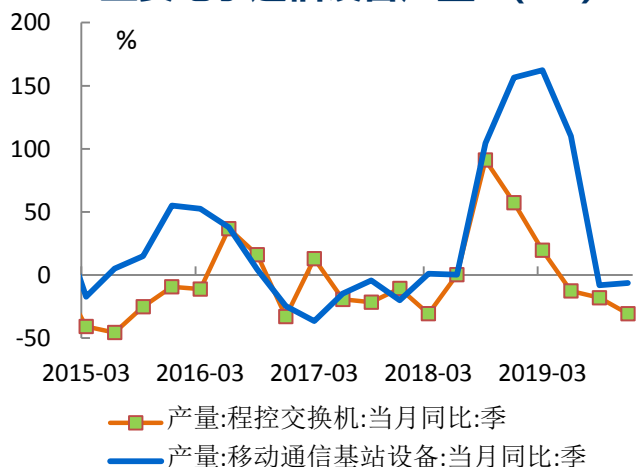
房地产投资累计同比（%）



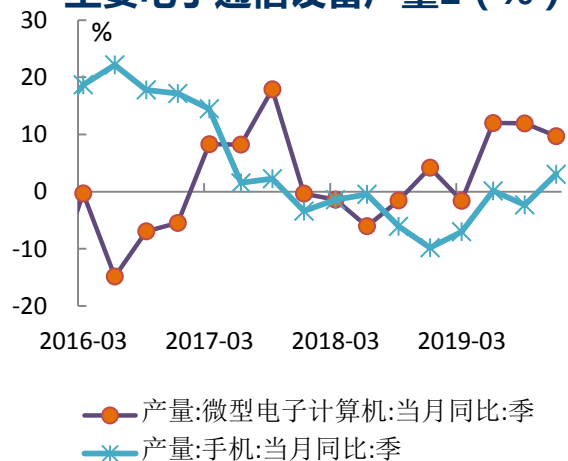
- 但未来随着国内疫情的稳定，各项数据将会明显恢复。

- 市场对今年通讯行业寄予厚望，今年有望成为5G相关产品高速增长的年份，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（%）



主要电子通信设备产量2（%）



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	➡	持平	➡
家电行业	稳定增长	➡	持平	➡
地产行业	稳定增长	➡	轻微增长	➡
通讯行业	稳定增长	➡	稳定增长	⬆



受疫情影响，国内铜下游需求1-2月份下降明显，预计随着疫情的逐渐好转，二季度将会明显恢复，但出口可能仍受到境外疫情蔓延的影响。需要关注各个行业的恢复力度和国外疫情的变化。

2020年供求轻微过剩

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	24,329
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	24,227
精铜过剩/缺口	402	-149	258	375	-272	102

- 由于全球疫情严重，铜下游需求可能下降，将轻微缺口预期转为轻微过剩。
- 但也需要关注未来全球的扶持政策对产业链的影响。

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 受疫情影响，将2020年供求预期由轻微缺口调整为轻微过剩，需要关注境外疫情的进展。
2. 精矿总体维持紧张状态，关注疫情对矿山产量的影响。
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. 为对冲疫情对经济的影响，全球已推出刺激政策，预计随着疫情得到有效控制和政策的传导，经济和信心可能重新恢复。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
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年二季度铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 逢高做空，入场区间40000-40100，目标区间34000-35000。

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

矿山面临低价考验，关注下游恢复

——2020年锌投资策略展望

- **主要驱动因素：**全球新冠疫情尤其是欧美疫情持续蔓延；处于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，因疫情出台的对冲扶持政策。
- **供求角度：**目前锌价接近高成本矿山成本；在精矿加工费维持高位的情况下，冶炼产量同比增长明显；需求因疫情而延迟，镀锌板库存高企；汽车产销大幅下降，库存处于低位，存在补库的可能性；为对冲疫情对经济影响，国家可能加大基建投资；家电产量稳定。疫情过后，需求后补加上国家增加基建投资，需求有望转好。
- **预计价格主要运行区间：**LME锌1600-2100美元，上期所锌13200-17500元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）



- 去年在冶炼瓶颈消除后，产量明显恢复，供大于求的预期使得锌价持续回落。同时叠加中美贸易对峙。目前锌精矿加工费仍为6000元/吨，冶炼利润丰厚，冶炼开工率维持高位。春节过后国内因疫情的限制措施，使得下游开工大幅下降，境外疫情的不不断蔓延，将会影响锌下游产品出口。目前锌价接近高成本矿山成本，如果矿山被迫减产，锌供求关系可能会被改变。

未来新增矿山项目

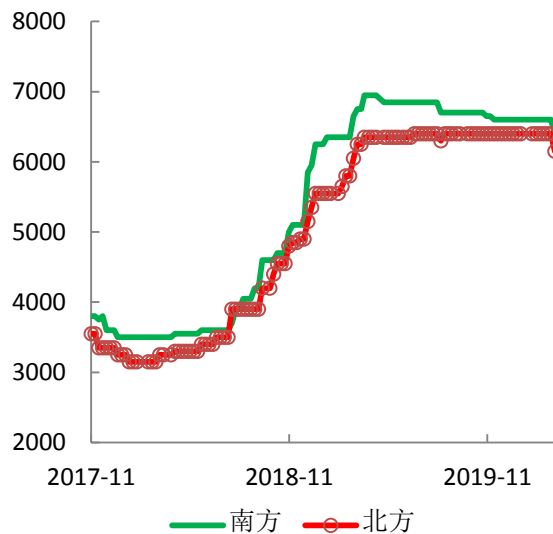
2019-2021年新增矿山品位、产能、C1成本（干吨）

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

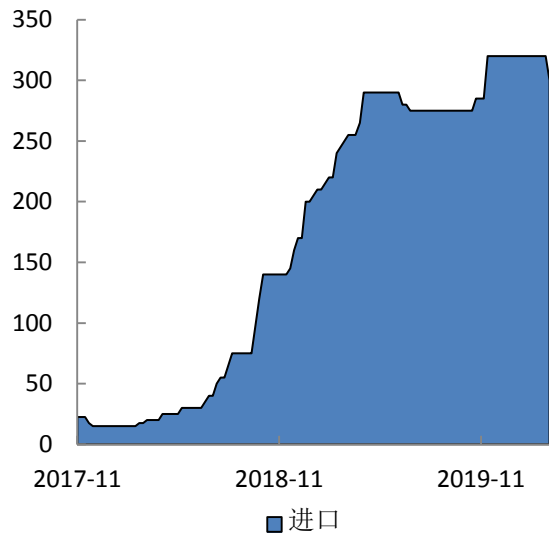
锌矿加工费轻微回落

- 目前进口矿加工费为300美元/吨；国产矿为6000元/吨。较前期轻微回落，但总体维持高位。
- 目前冶炼厂方面原料库存仍然充裕，三周原料库存。由于锌价下挫，高成本矿山出现亏损并惜售，使得加工费轻微下调。

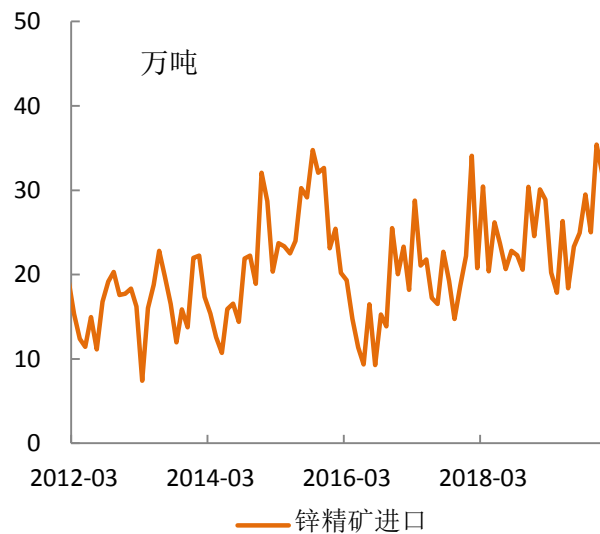
国产锌精矿加工费（元/吨）



进口锌精矿加工费（美元/吨）



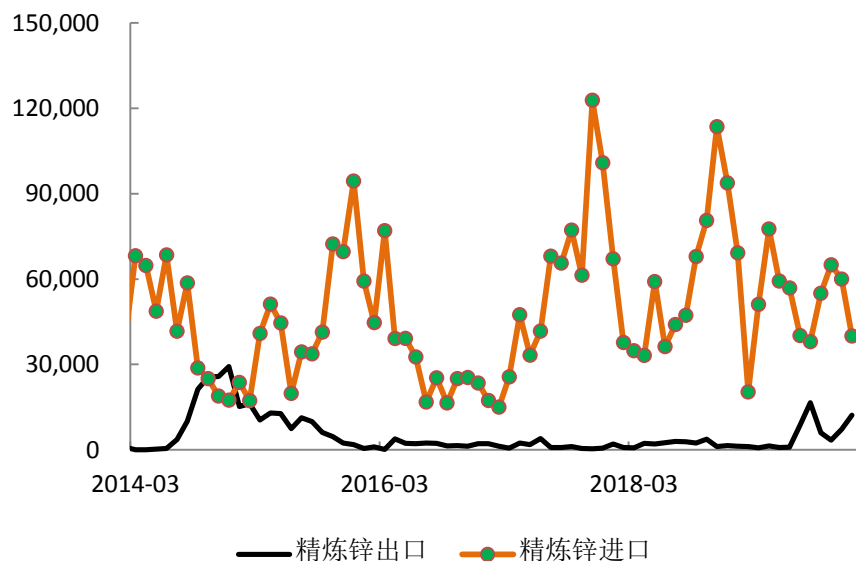
中国锌精矿进口（万吨）



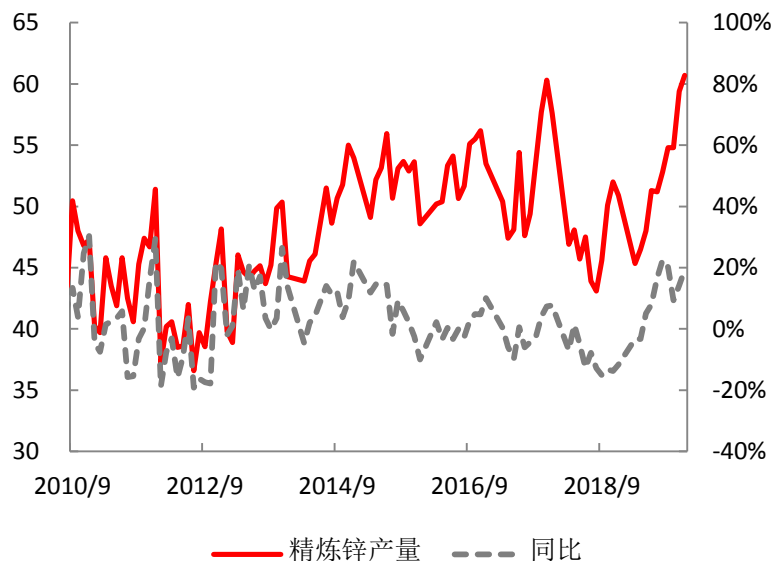
国内锌产量有望延续增加

- 国家统计局数据显示，1-2月份锌产量为104万吨，同比增加12.9%，增幅明显主要因去年基数较低，去年同期株冶关闭旧产能，新产能尚未达产。
- 虽然精矿加工费出现小幅下降，至6000元/吨，进口加工费300美元/吨，但总体维持高位，冶炼企业积极性仍然较高。
- 疫情对产量造成影响，原料运输和硫酸销售出现困难，但产量好于预期。

中国锌进出口（吨）



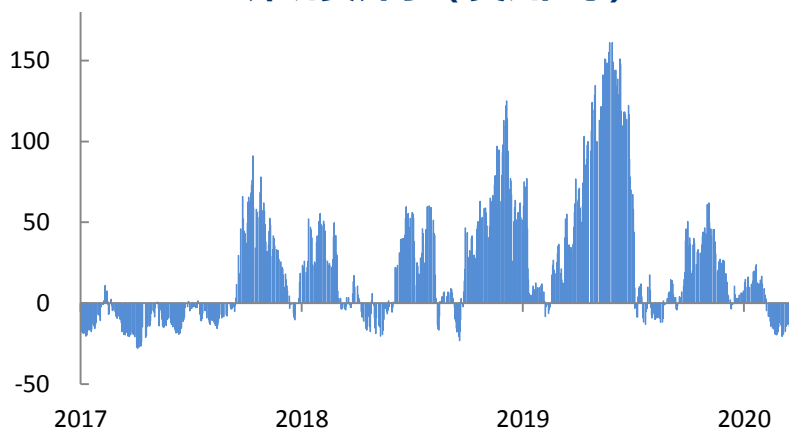
中国精锌产量（万吨，%）



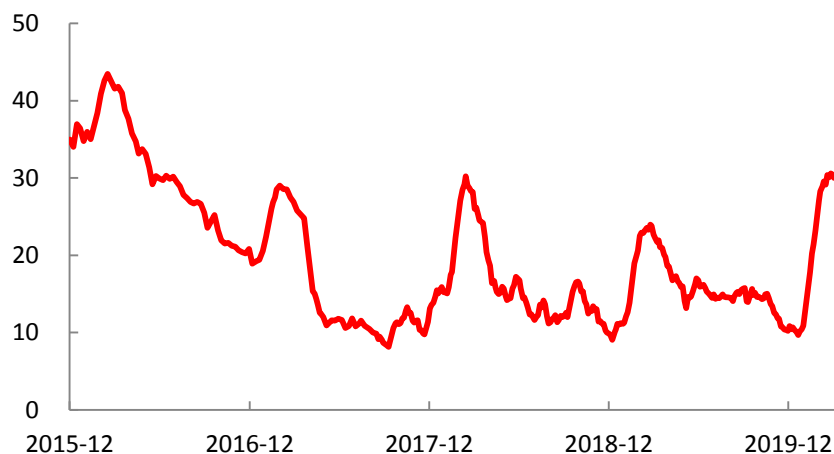
因疫情影响，国内库存大幅攀升

- 由于疫情影响，需求大幅下降，使得国内库存明显增加。
- 随着国内疫情缓解，需求的恢复，近期库存轻微下降。
- LME库存增加并不明显，现货出现贴水。
- 国内社会库存最高达到30.6万吨，为四年新高。

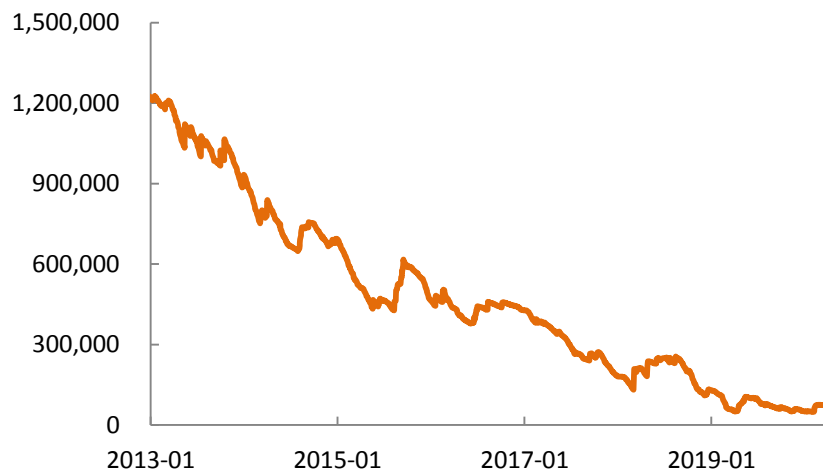
LME锌现货升水（美元/吨）



国内社会库存（吨）



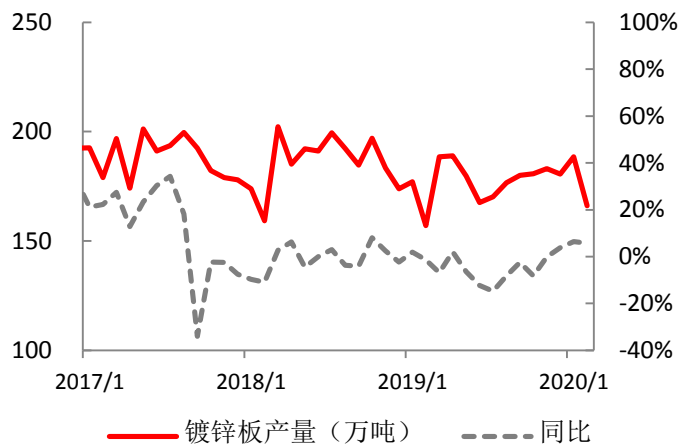
LME锌库存（吨）



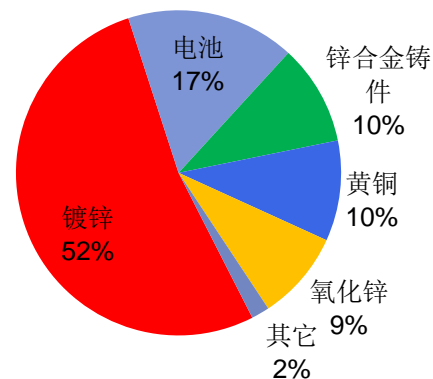
镀锌板产量稳定，库存明显攀升

- 1-2月份镀锌板产量同比增加6%，并未受疫情明显影响。
- 镀锌板库存大幅攀升至53万吨，接近历史高位的58万吨。
- 镀锌板库存的增加主要受下游需求大幅下挫影响。汽车产销和基建投资大幅下滑。
- 二季度，随着疫情的缓解，需求有望回暖。

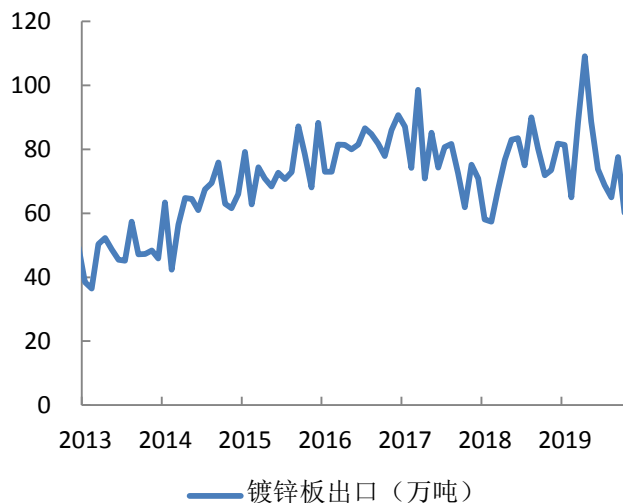
中国镀锌板--产量（万吨）



中国锌下游--需求占比



镀锌板出口（万吨）



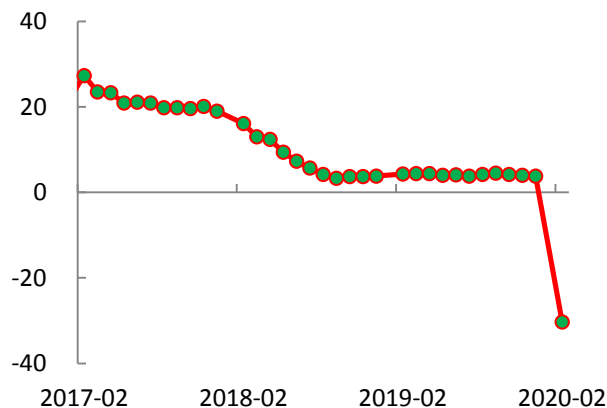
中国镀锌板—库存（万吨）



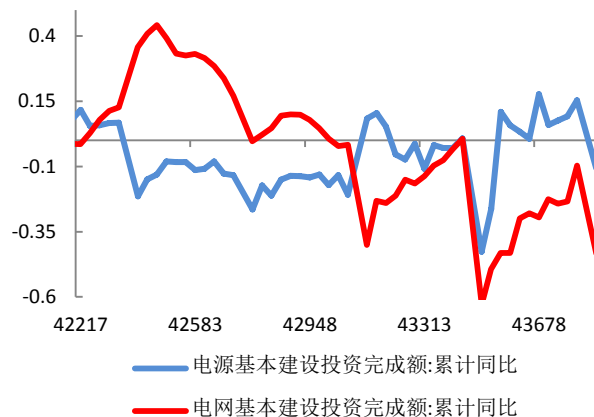
镀锌产品需求未来有望转好

- 因疫情影响，2月份基建投资增速大幅下降至负30%。
- 二季度随着疫情的缓解，汽车产销和基建投资有望好转。市场预期国家为对冲经济下滑和完成年度目标，基建投资增速有可能两位数增加。
- 家电产量明显下降，冰箱产量同比下降37%，洗衣机同比下降20%。
- 汽车产销同比下滑近80%。
- 未来随着疫情转好，需求有望恢复。

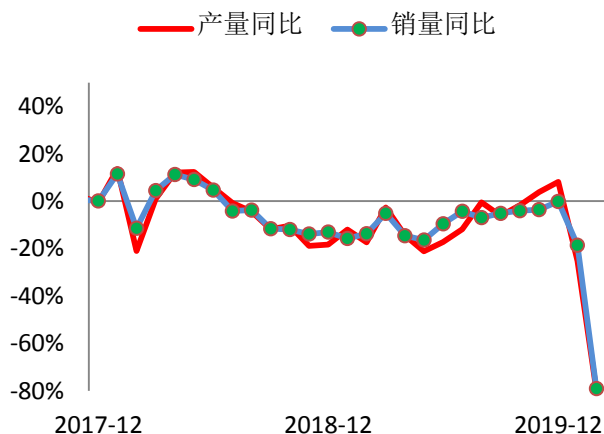
中国基建投资（不含电力）同比（%）



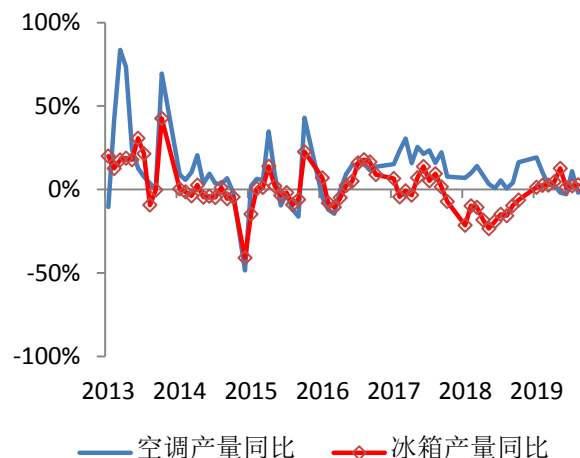
中国电力投资同比（%）



中国汽车产销量同比（%）



中国空调冰箱产量同比（%）



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。但目前锌价持续走低，已经低于高成本矿山成本。
- 为对冲疫情影响，市场预期国内可能加大基建投资，二季度需求有望回升，汽车、加大产量下滑也有望好转。
- 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. 目前锌价已跌至高成本矿山成本以下，考验矿山是否做出减产决定。
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. 由于疫情影响，2月份下游需求数据大幅下滑，表现为基建投资、汽车产销和家电产量明显下降。
4. 为对冲疫情影响，市场预期国内可能加大基建投资，二季度需求有望回升，汽车、加大产量下滑也有望好转。未来国内锌锭库存有望下降。

❖ 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
境外疫情进展

❖ 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年二季度锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 2006合约择机做多，建仓区间13500-14000。

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。

品种：铝

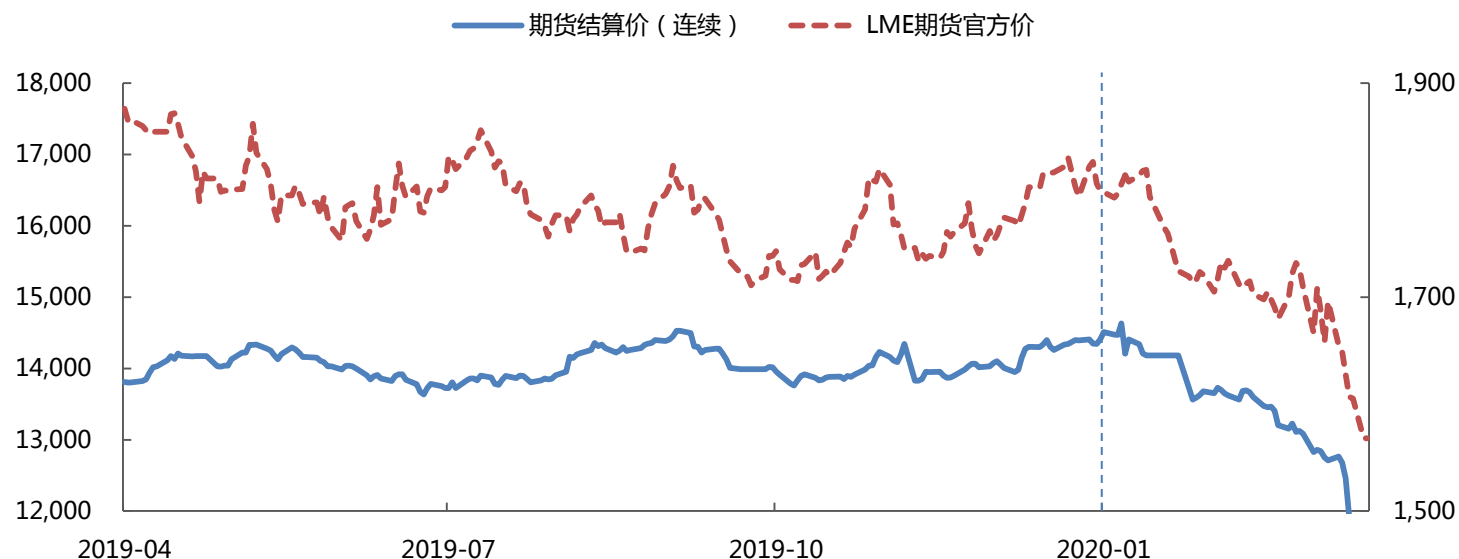
铝价大幅下行，二季度震荡为主

——2020二季度铝投资策略展望

- **主要驱动因素：**全球流动性趋紧，经济下行压力大，下游企业采购意愿低
- **供求角度：**今年前三季度国内电解铝受成本和政策因素影响，整体投产大幅不及预期，年内供应存在明显缺口。目前基本面方面，国内现货价格维持升水，境内外库存持续下降，主要的支撑和压力分别来自年内铝锭供应的缺口以及未来电解铝投产的预期。从目前情况看，电解铝产量今年投产将大幅不及年初预期，2019年全年产量或连续第二年出现收缩。
- **预计价格主要运行区间：**LME铝1400-1700美元，上期所铝10000-13000元。

2020年一季度铝行情回顾

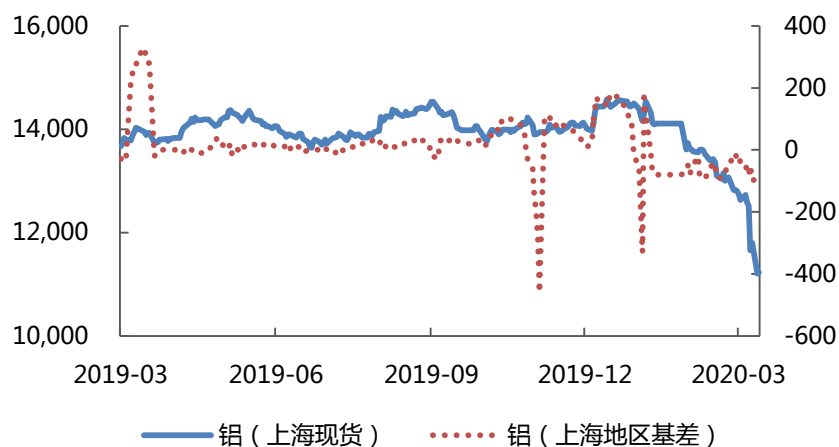
2020年一季度电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）



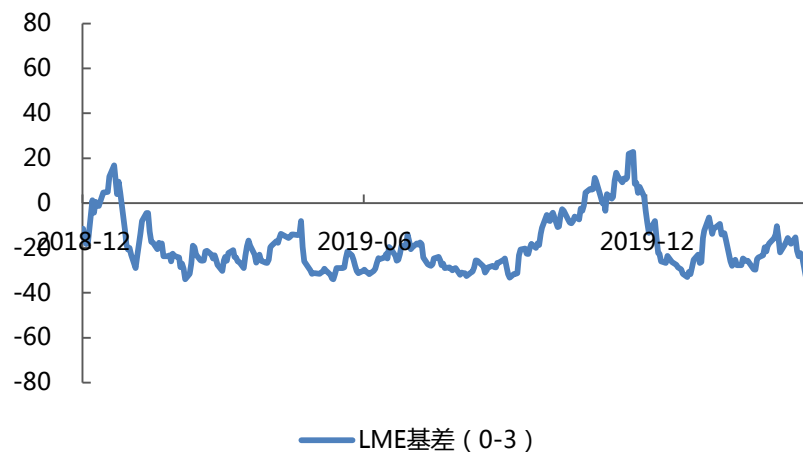
截至3月24日收盘，2020年一季度国内铝价整体呈现大幅下跌的态势，当季跌幅18.29%，主力2005合约勉强运行于11000元/吨上方。一季度价格的下跌主要受到新冠疫情影响：一方面春节过后国内复工推迟，库存攀升，二月复工后又迎来境外疫情的升级，市场情绪悲观背景下下游推迟采购，消费迟迟得不到恢复，价格面临较大压力。另一方面，境外疫情发酵后，资产价格下行引发抛售，整个市场流动性趋紧，导致金属价格被大幅抛售，进一步加剧了铝价的下跌。

低位运行，内外基差整体偏弱

现货价格&基差（元/吨）



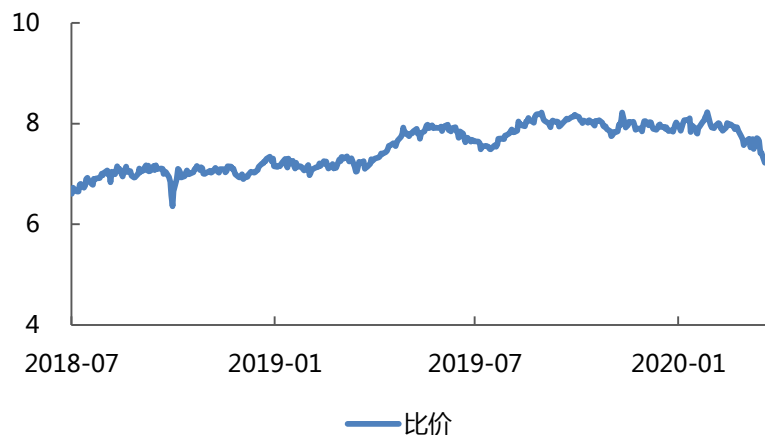
LME基差（美元/吨）



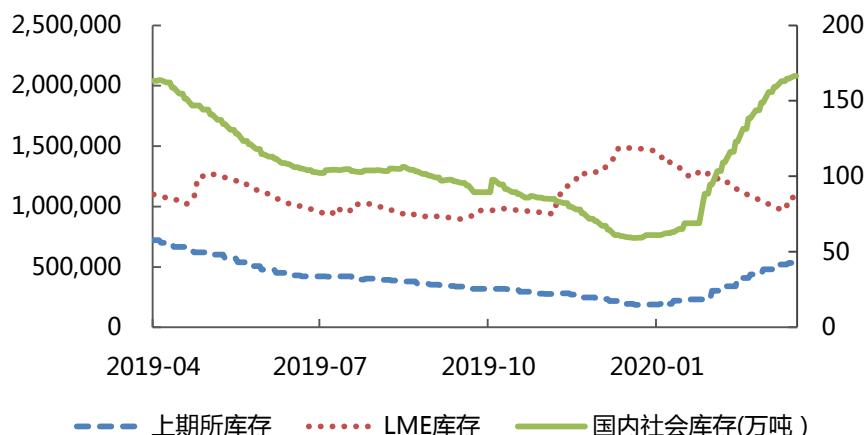
- 一季度，国内外现货基差维持低位，主要受到淡季和疫情影响，LME基差与国内现货价格波动保持较高一致。
- 二季度下游消费预计维持弱势，叠加国内库存偏高，预计现货仍将偏弱。但需要注意的是目前铝价格，冶炼厂可能会出现较大规模减产，此外目前终端消费尚可，需警惕下游短期补库导致基差抬升的问题。
- 境外方面目前疫情影响较大，预计铝锭基差二季度偏弱为主。

库存增加，比价回落

内外盘比价



国内铝库存 (吨, 万吨)

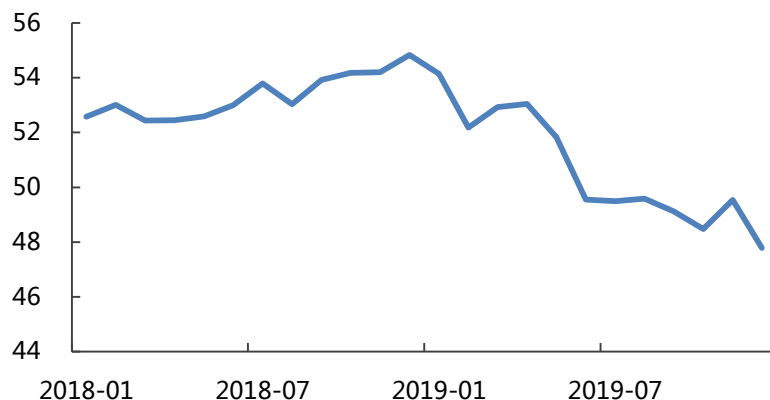


- 比价方面，一季度比价明显回落，主要受到国内新冠疫情暴发影响，未来随着可能的减产以及境外疫情升级，比价可能会出现触底反弹。
- 库存方面，受到国内疫情影响，上海期货交易所和国内铝社会库存在春节过后持续攀升，下游复工后采购意愿不强，导致库存累积。近期随着部分产能减产以及国内疫情的企稳，预库存增速有所放缓。LME方面一季度库存整体回落，预计未来保持平稳为主。

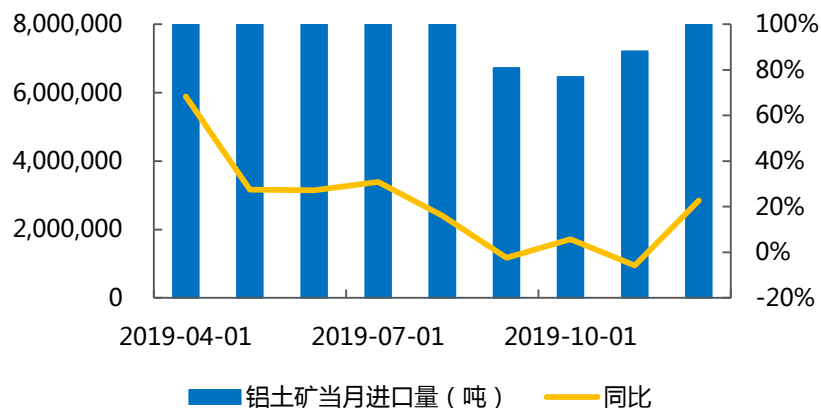
铝土矿供应充裕，价格预计偏弱

- 从目前更新的数据看，进口铝土矿价格已经连续维持较低位置一段时间；而国内铝土矿的价格整体还算平稳，近期受下游消费不佳影响有所回落。预计二季度进口铝土矿价格或维持偏弱运行。
- 进口数量上，数据显示去年铝土矿进口整体增长较大，12月进口量为888万吨，较2018年同期增长超过20%。由于国内矿石品位的下降和供应问题的影响，越来越多的氧化铝产能开始使用进口铝土矿，这一趋势在未来仍将延续，因此进口铝土矿长期预计增长。但是二季度考虑到目前疫情的影响，我们认为铝土矿的进口数量可能会保持平稳或略有下滑。

进口铝土矿价格（美元/吨）

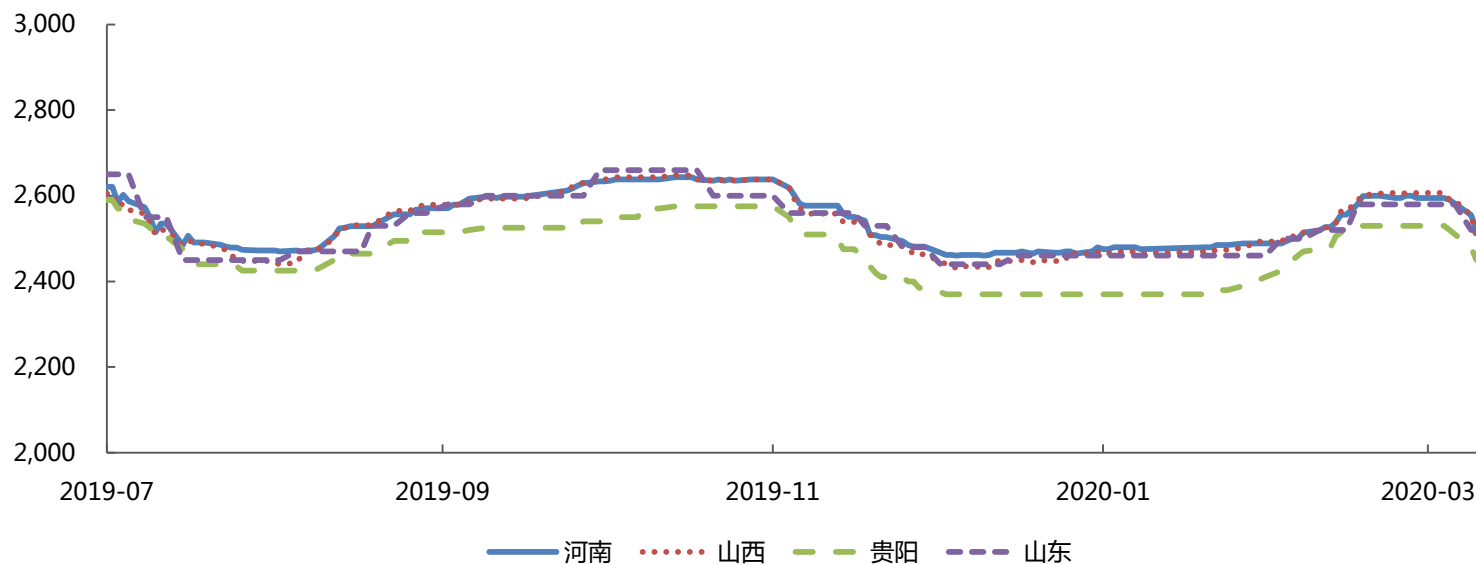


进口铝土矿（吨）



氧化铝被动下跌，未来跟随铝锭走势

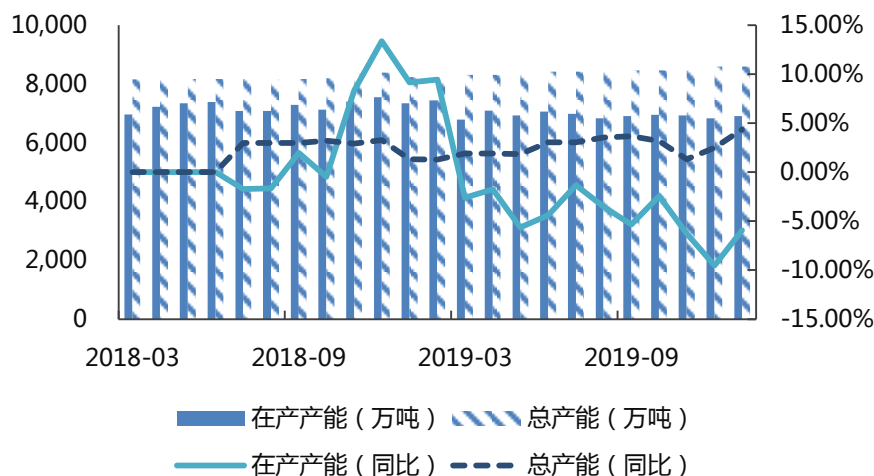
氧化铝价格走势（元/吨）



- 原料方面，国内氧化铝一季度先涨后跌，受疫情影响明显。国内疫情爆发后，北方铝土矿运输受到较大阻碍，山西地区部分氧化铝厂矿石库存告急，采取弹性生产；同期铝冶炼厂利润情况尚可，基本保持开工，因此氧化铝维持强势。铝价在三月下旬连续大幅下跌，价格一度低至11000元附近，导致行业大幅亏损，陆续发生省减产，氧化铝被迫降价。二季度氧化铝价格预计跟随铝价波动。

产能增长开工回落，氧化铝长期宽松

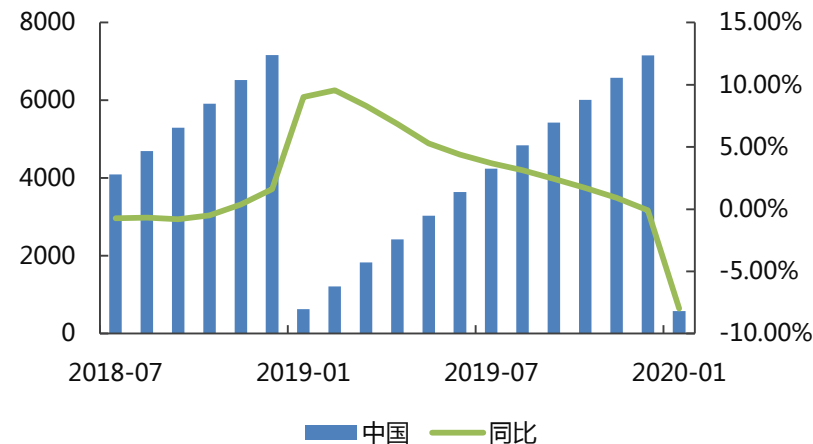
国内氧化铝产能（万吨，%）



- 数据显示，2020年1月国内氧化铝产量约581万吨，同比回落7.98%。
- 产量逐步减少主要受到疫情影响，原料供应紧张引发的弹性生产和减产。此外下游需求回落也间接影响氧化铝需求。

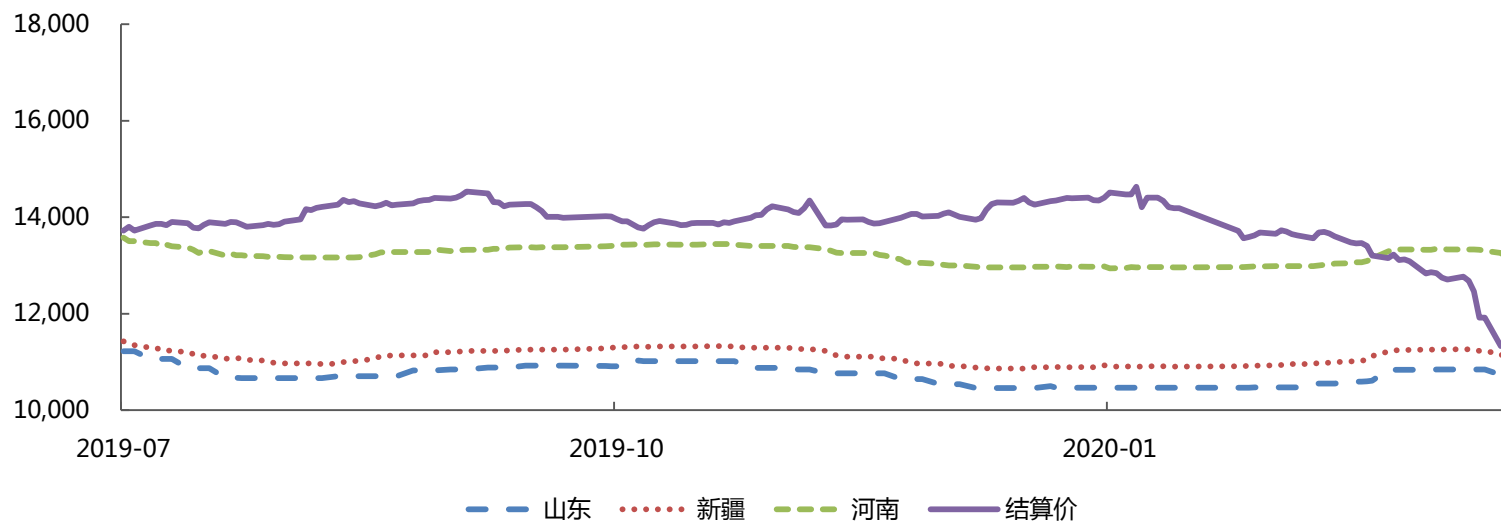
■ 产能方面，Wind数据显示截至2020年1月国内氧化铝产能同比较去年增长4.37%，呈现加速增长的态势。而在产产能受疫情影响下降5.92%，显示目前氧化铝产业存在的扩张与需求不匹配的矛盾，长期看氧化铝供应依旧宽松。

氧化铝产量（万吨，%）



价格坍塌，成本支撑将至

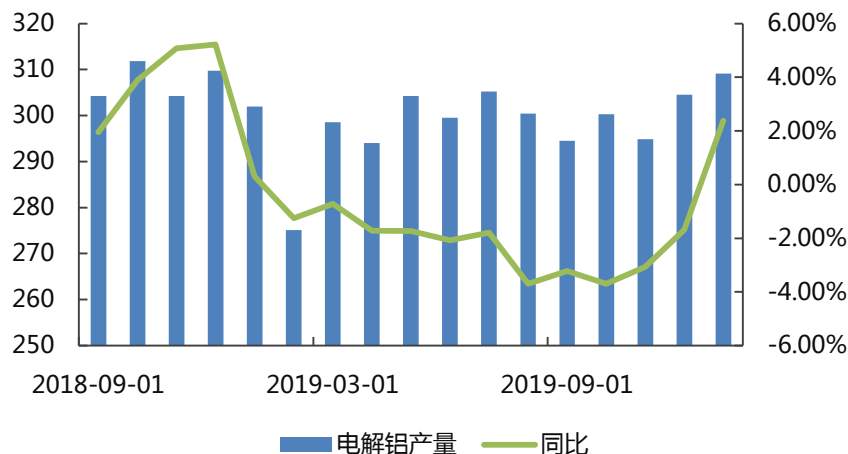
主产区电解铝C1成本曲线（元/吨）



- 2020年一季度，随着国内电电解铝价格的连续大幅下跌，国内电解铝企业经营状况急剧恶化。截至3月24日收盘，铝价已经开始冲击国内最有竞争力产能的现金成本。这一情况预计无法持续，如果短期价格不出现回升，未来可能的路径一是氧化铝、铝土矿价格下跌造成行情成本继续下降，另外则是行业大规模减产造成供应减少从而恢复市场平衡。无论最终如何，短期铝价都不太可能大幅反弹或者下跌，而且受外部环境影响较大。

产量、产能预期稳中有降

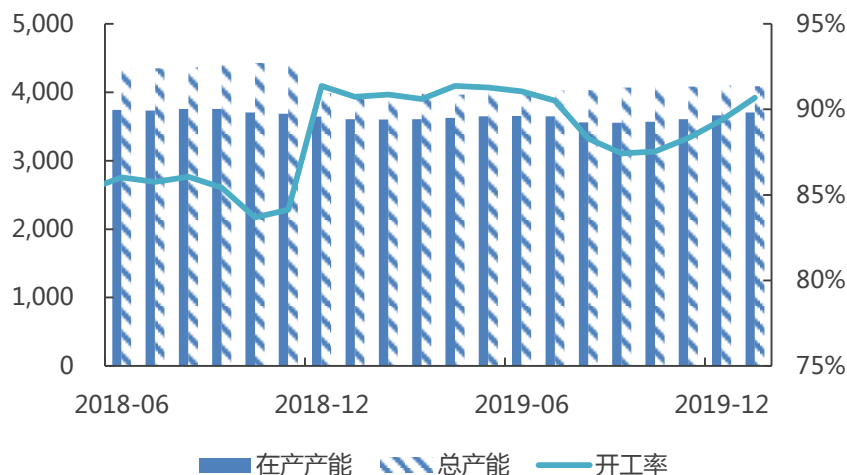
国内电解铝产量（万吨，%）



- 产能方面，通过Wind数据我们可以清楚的看到今年一月时国内的电解铝产能也在温和扩张，且随着铝价位于较好水平，行业开工率不断抬升。受疫情影响，短期电解铝已经由扩张转为出清，二季度预计开工和产能规模逐步回落。

■ 数据显示，今年一月由于铝价格运行于相对高位且部分产能如期投产，国内电解铝产量有所增加，一月产量约309万吨，同比去年增加2.38%。二三月由于春节和目前的减产，电解铝产量预计明显下降。

电解铝产能变化（万吨，%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

电解铝产能大概率回落

2020电解铝投产计划

地区	企业	产能
云南	云铝海鑫	30
	云铝溢鑫	10
	云南神火	30
	云南其亚	10
	华江铝业	10
四川	广元林丰	15
	广元中孚	10
广西	百矿集团	15
内蒙古	内蒙古白音华	5
	创源金属	20
	新恒丰能源	15
合计		170

- 铝价在疫情之前运行于较高区间，市场预期年内产能将持续增加。据安泰科数据显示，2020年全国计划投产电解铝170万吨，其中云南90万吨，四川25万吨，广西15万吨，内蒙古170万吨。
- 但受到疫情影响，除了一月投产的部分产能外，未来的新产能投产大概率推迟，如果价格持续目前水平，预计年内国内电解铝产能将出现回落态势。据我的有色网统计，截止3月25日，已有8家电解铝厂进行减产检修，涉及产能32.7万吨。
- 二季度我们认为电解铝可能出现小幅反弹，但整体大概率维持成本附近运行，产能规模预计小幅下降。

出口下滑，预计改善有限

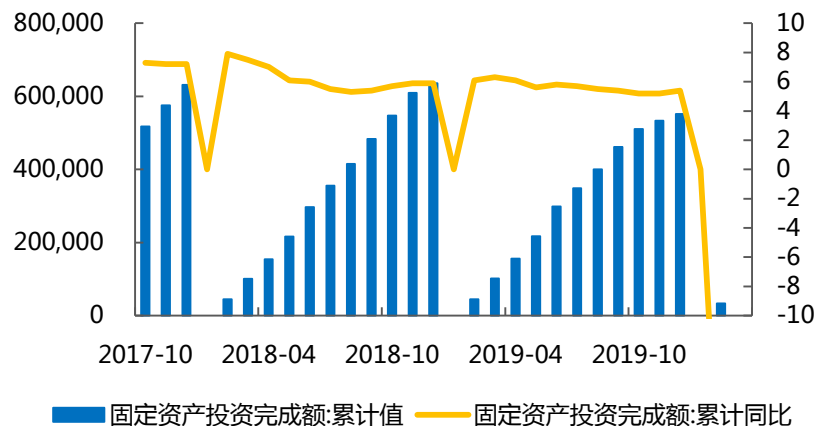
铝产品出口（吨，%）



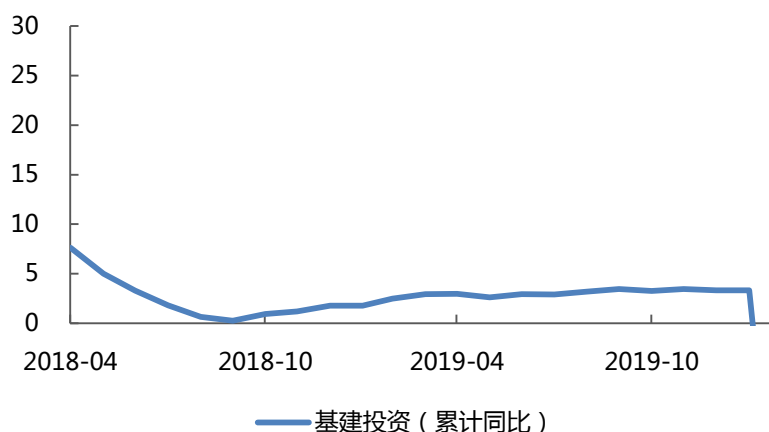
- 受新冠病毒疫情影响，今年2月国内铝及铝材出口量同比大幅下降25.64%，累计出口量为66.9万吨。未来预计随着境外疫情的升级，铝材出口将继续下滑。从去年的数据看，出口占国内铝消费的比例不到10%，但考虑到目前境外制造和建筑行业受疫情影响较大，铝材受到的冲击可能较其它商品更大，对中期的铝下游需求存在较大的不利影响。

投资大幅滑坡，中期难以乐观

固定资产投资完成额（亿元，%）



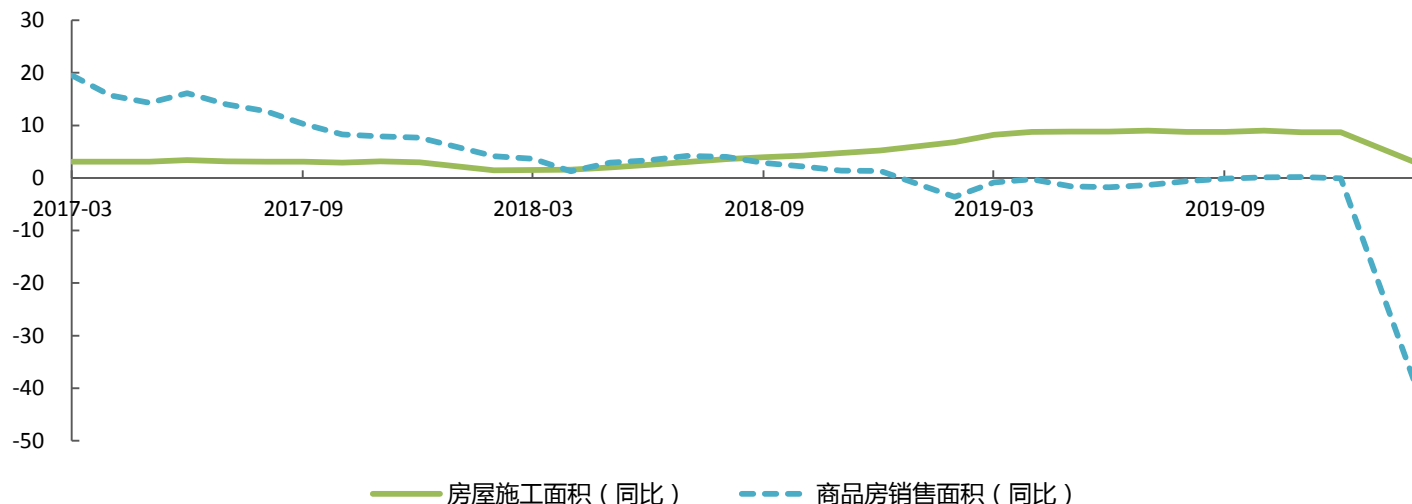
基建投资累计增速（%）



- 国家统计局数据显示，2020年1-2月我国固定资产投资完成额累计同比下跌24.5%，罕见的大幅回落。1-2月累计完成3.3万亿元，较去年同期减少约1.1万亿元。
- 基建方面，截至今年二月国内基建投资同样大幅下挫，较去年同期累计下跌26.86%，主要仍是疫情影响导致。
- 二季度随着下游企业的复工和国家为对冲经济下行对基建工程的加码，预计国内的基建投资将有明显改善；固定投资方面，考虑到目前境外疫情升级和消费中断，预计固定投资将持续低迷，难以出现明显回升。

主要下游消费：房地产数据下滑

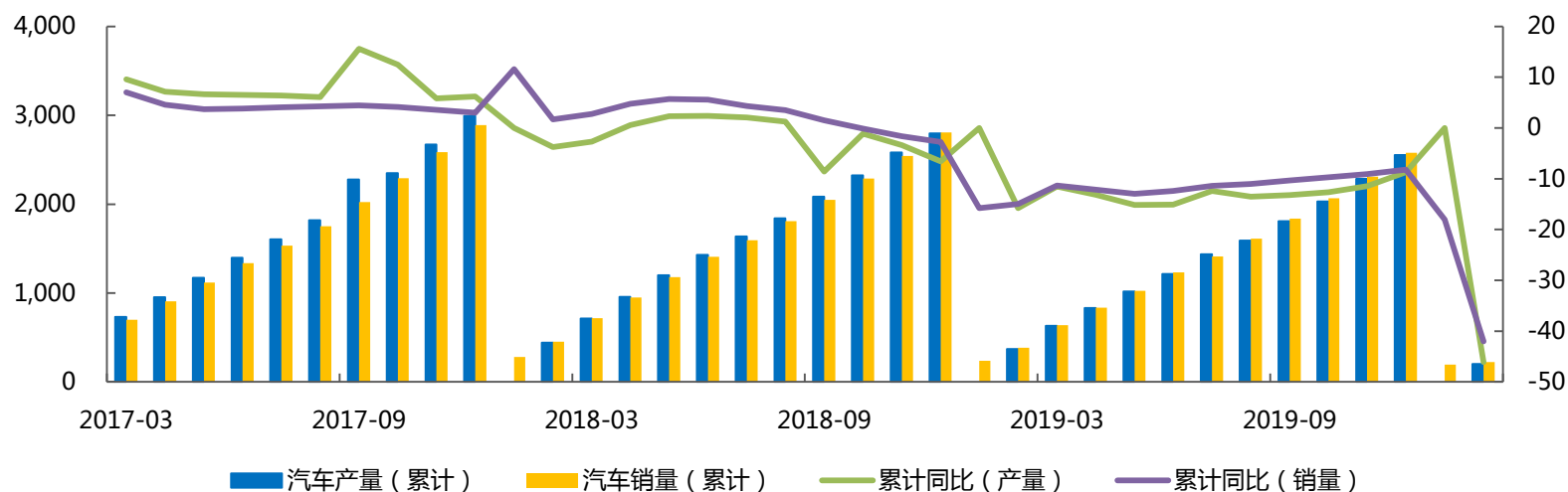
房地产施工&销售



- 下游方面，截至今年2月，国内房地产数据大幅滑坡。数据显示，2月国内房地产施工面积同比增速自去年12月的8.7%大幅下降至2.86%；国内商品房销售面积降幅扩大，自去年12月的-0.06%大幅下跌至-39.9%。
- 短期内我们预计国内的房地产市场难以出现大幅改善，主要是经济下滑造成的消费能力下降以及国家对房地产的调控，但预计整个下行趋势将会有所缓解，对于铝材的消费来说预计依然相对偏弱。

主要下游消费：汽车持续滑坡

中国汽车产销量（万辆，%）

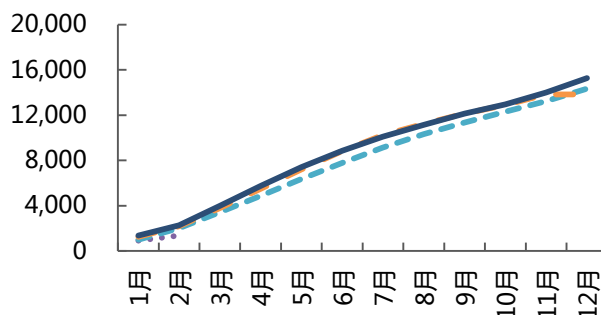


- 汽车生产方面，2020年1-2月国内汽车产销双双大幅滑坡，分别较去年同期下降46%和42%，仅200万辆和223万辆。受疫情影响，一方面下游消费乏力，境内外消费市场皆受到较大冲击。
- 二季度预计汽车市场仍难好转，境外目前疫情仍处于上升期，汽车产量大幅减少；经济的下行又从很大程度上影响消费的意愿，因此我们目前难以看到汽车市场改善的迹象。

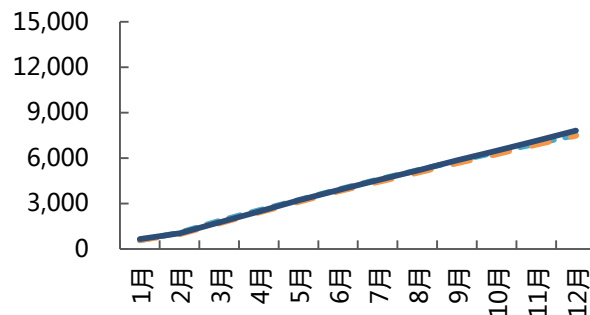
主要下游消费：家电产量下滑

- 一季度国内家电产量同样出现下滑，据产业在线数据显示：今年1-2月国内生产家用空调1352.8万台，同比去年同期下降40.26%，较一月降幅进一步扩大。

中国家用空调产量（万台）

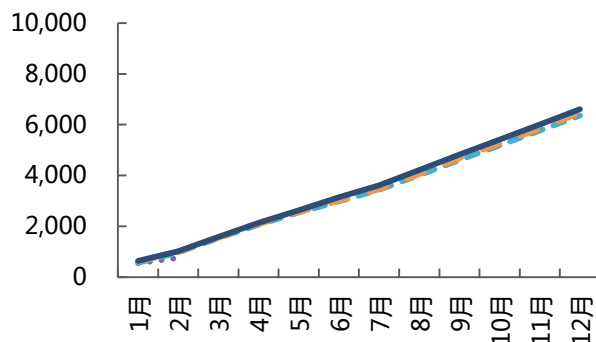


中国冰箱产量（万台）

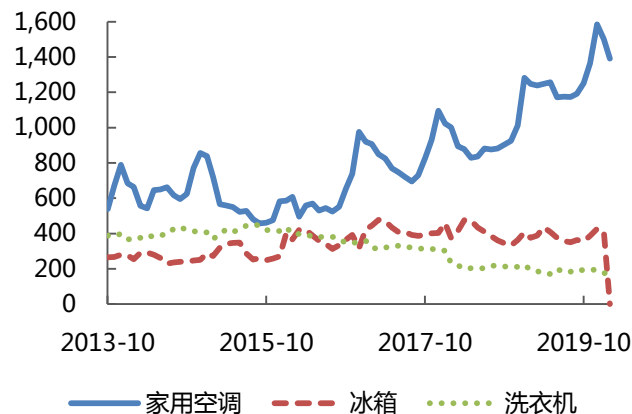


- 国内同期的冰箱和洗衣机产量同样下滑，降幅均超过20%，创近几年新低。

中国洗衣机产量（万台）



中国家电库存（万台）



- 库存方面，目前国内家电库存充足，空调库存较高，未来补库需求不强。
- 二季度预计在悲观预期下家电企业以存量销售为主，不会进行大规模补库。

2020年二季度铝行情展望

- 二季度国内铝价预计维持区间震荡，从目前金属价格整体的走势看，未来一个月内铝价可能会走出一个较为坚实的底部，包括氧化铝和铝土矿的价格也会逐步结束承压。但是从下游和境外疫情的情况看，目前铝价大幅反弹的可能性非常有限，大概率将会维持底部震荡的走势，并在产能出清一部分后逐步抬升。
- 操作上建议目前铝价区间对待，短期观望，如果价格跌至10000元/吨一线建议资金充裕的情况下可以战略配置铝锭库存，长期持有为主。

■ 宏观关注：

境外疫情变化
国内疫情控制情况

■ 供应关注：

电解铝减产情况
氧化铝和铝土矿价格变化

■ 需求关注：

基建投资
铝材出口情况
电动车消费
固定资产投资情况

■ 库存：

国内社会库存
上期所库存
LME库存

2020年二季度铝期货操作建议

对冲操作

❖ 卖近月买远月反套操作为主

套保操作

❖ 10000元/吨一线建立长期库存

品种：镍&不锈钢

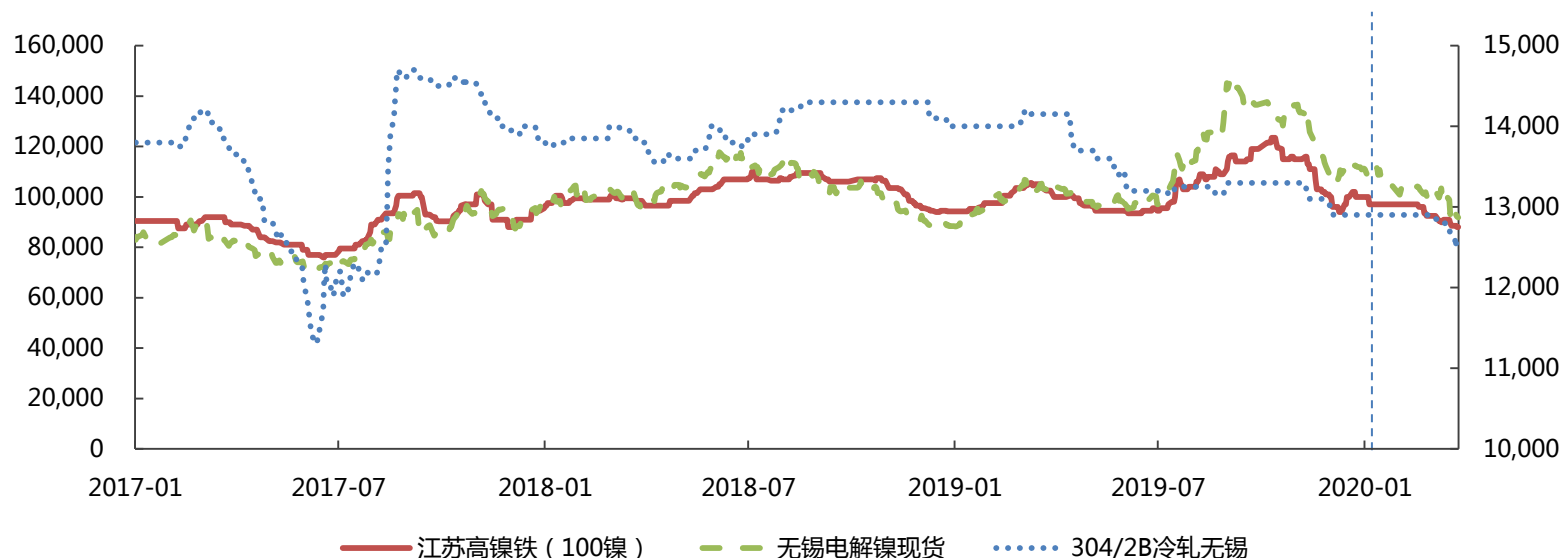
低位震荡，镍&不锈钢中期强弱分明

——2020年二季度镍&不锈钢投资策略展望

- **主要驱动因素：**疫情影响消费、镍成本支撑，镍金属库存压力
- **供求角度：**现阶段在疫情影响下，未来下游消费前景向下，镍—不锈钢产业链整体利润大概率下滑。从产业角度来看，目前不锈钢仍然呈现比较明显的过剩，无论是利润、价格还是库存都不乐观，年内产能或受到需求减弱影响首先出现出清，在此之前预计维持低价低利润的情况。对于上游的镍价来说，短期内仍有不锈钢厂让利来支撑其利润，而且今年供应本身因为印尼禁矿出现较大缩减，短期内价格的压力尚可，二季度预计仍以震荡行情为主。
- **预计价格主要运行区间：**LME镍10000-14000美元，上期所镍90000-120000元，上期所不锈钢10000-12000元/吨。

2020年一季度镍&不锈钢行情回顾

镍&不锈钢价格走势（元/吨）

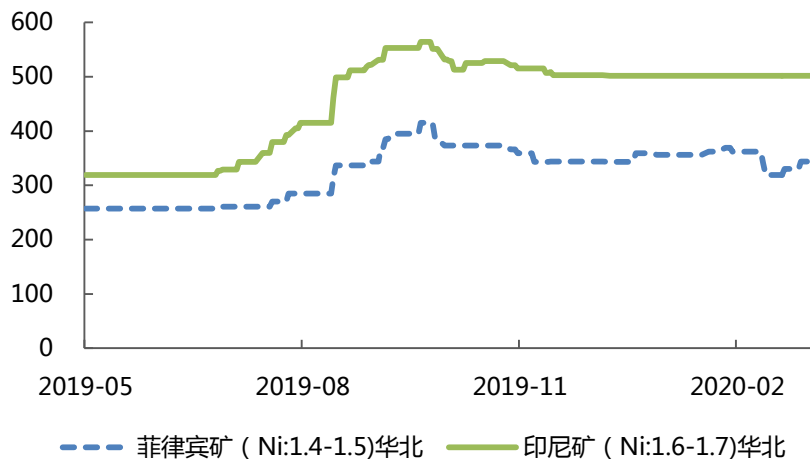


资料来源：Wind，申万期货研究所

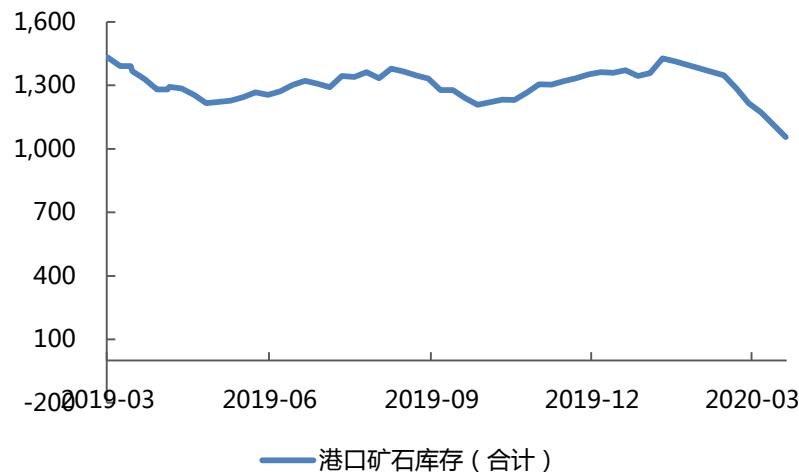
- 今年一季度受新冠疫情影响，镍-不锈钢产业商品普跌，镍和镍铁价格受今年矿石供应收缩和厂商挺价影响，整体跌幅稍好；不锈钢面临投产压力和消费受挫的双重打压，跌幅较多，整体偏弱。
- 二季度下游消费受疫情干扰预计仍难出现改善，而上游镍产品在原料供应收紧的背景下，开工明显受限，短期内镍金属价格预计维持相对偏强。下游不锈钢在双重挤压下，未来可能出现减产。

矿石供应紧张，关注后市库存

港口镍矿价格（元/吨）



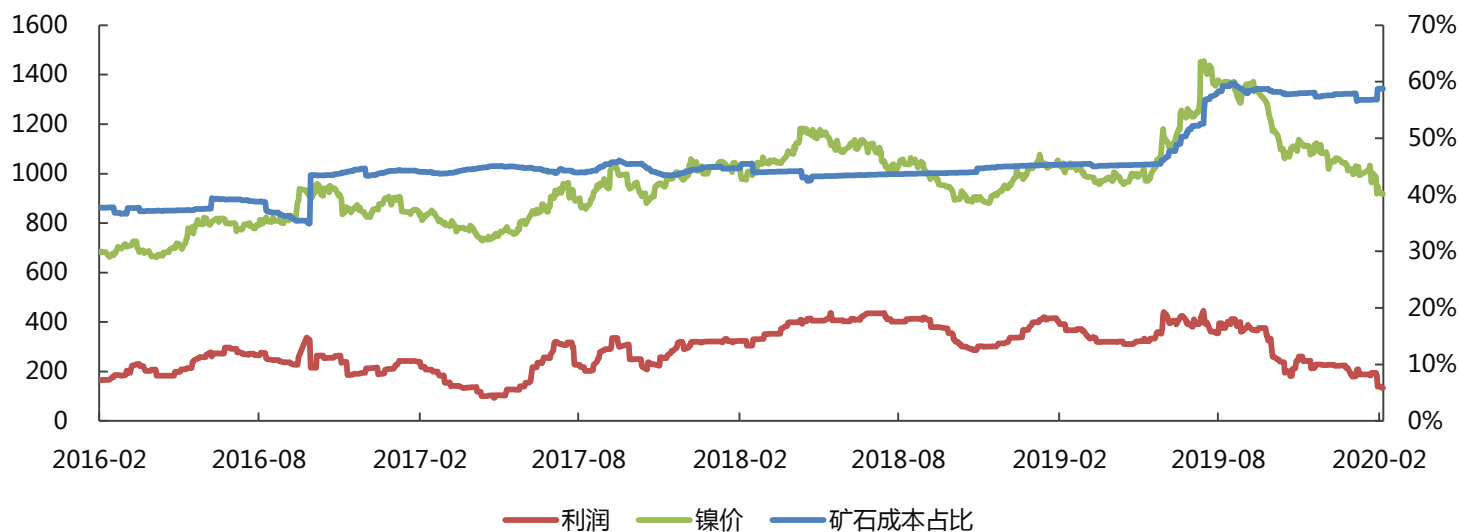
港口镍矿库存（万吨）



- 镍方面，矿石紧张是疫情爆发前市场对今年镍矿的一个共识，从目前菲律宾镍矿的价格以及国内港口库存的变化来看，尽管存在疫情的干扰，市场仍然不敢过分看空矿价。首先从价格上看菲律宾矿石的价格在短暂下行后已经企稳。另一方面，尽管受到国内疫情影响，国内10港口镍矿库存还是从年初最高时的超过1400万吨下降至目前的1056万吨左右，而去年同期的降幅仅200万吨左右。
- 二季度菲律宾将逐步进入传统的矿石发货旺季，国内港口矿石走势需持续关注，此外也需要注意疫情是否会对矿山生产产生影响。

镍铁利润下行，产能博弈加剧

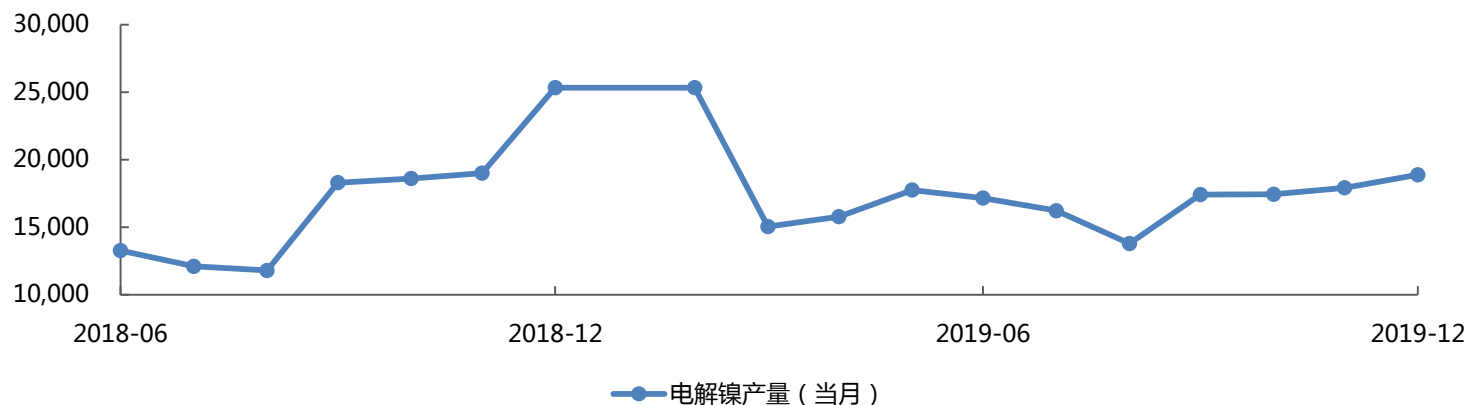
镍铁利润（元/镍）



- 矿石供应的收紧很明显的反应在镍铁的加工利润上，自去年8月印尼宣布2020年禁矿以来，国内镍铁的加工利润持续下滑。矿石占成本比例不断抬升，目前已经达到创纪录的60%左右。从图上我们可以较为明显的看出去年11月时镍铁的利润已经跌至一个相对偏低的水平，疫情以来进一步下滑。
- 从测算的结果看，目前镍铁行业的利润已经大幅回落，加上2月印尼政府公布的镍矿基准价较此前现货价格有所提升。在价格整体下行的背景下，镍铁行业的利润或将保持较低水平，矿石将成为熊市中镍金属价格的锚，主要博弈点在于今年国内镍铁产能的运行规模。

电解镍产量平稳运行为主

国内电解镍产量（吨）

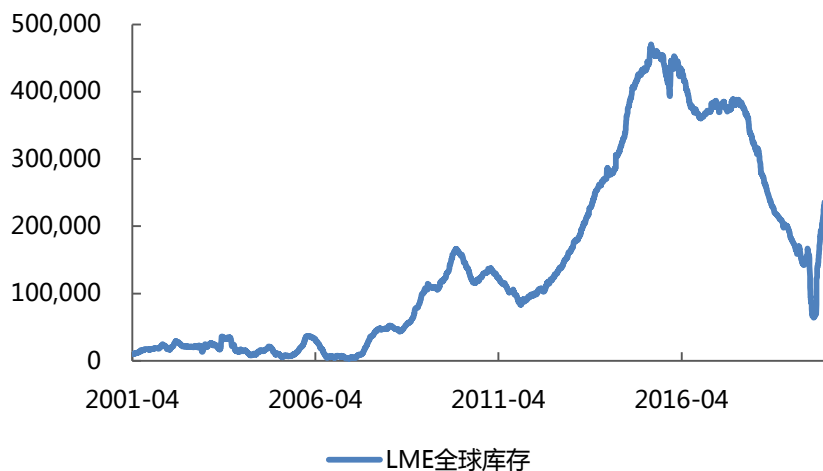


- 据国家统计局数据显示，2019年国内电解镍产量约19.6万吨，较2018年同期增长8.9%，2020年产量预计维持平稳。
- 此外随着电动车的发展和硫酸镍需求增长的预期出现，未来全球镍生产商预计将更多的重心投入到硫酸镍的生产上，电解镍的地位将越发尴尬。因加工下游产品的经济性不佳，电解镍价格走势未来将更多的取决于镍铁和硫酸镍供应增长情况，产量增速走低趋势目前仍看不到停止的迹象。
- 二季度受到疫情影响国内汽车销售预计维持萎缩，此外原油价格大幅下跌也在一定程度上加剧了人燃油车和电动车的竞争，预计短期硫酸镍的消费难有亮点。

镍板库存短期充裕

- 尽管目前来看矿石供应存在缺口，但LME和上期所的库存总体对市场还存在一定的支持，尤其目前下游消费弱势的情况下。截至3月26日，伦敦金属交易所和上海期货交易所的金属镍库存约26万吨，短期对供应仍有一定的支撑。但是也需要看着这部分库存主要集中在境外，需要比价配合才能进入国内，另一方面如果未来消费逐步回升，这一部分的库存绝对数量并不算十分充裕。

LME镍全球库存（吨）

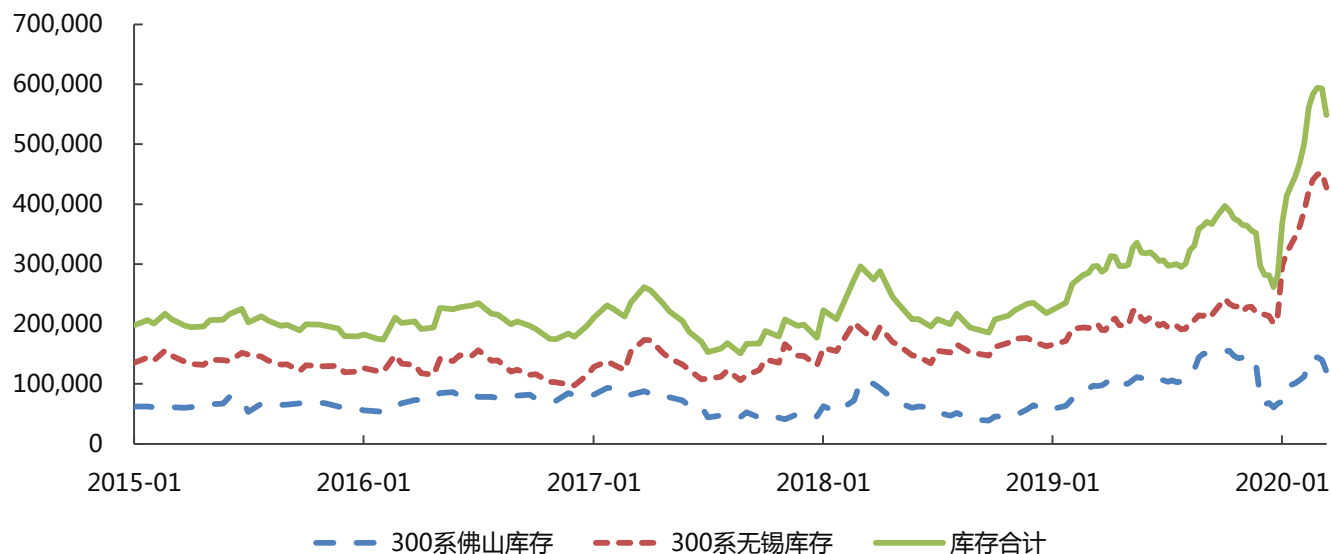


上海期货交易所库存（吨）



供大于求，不锈钢库存再创新高

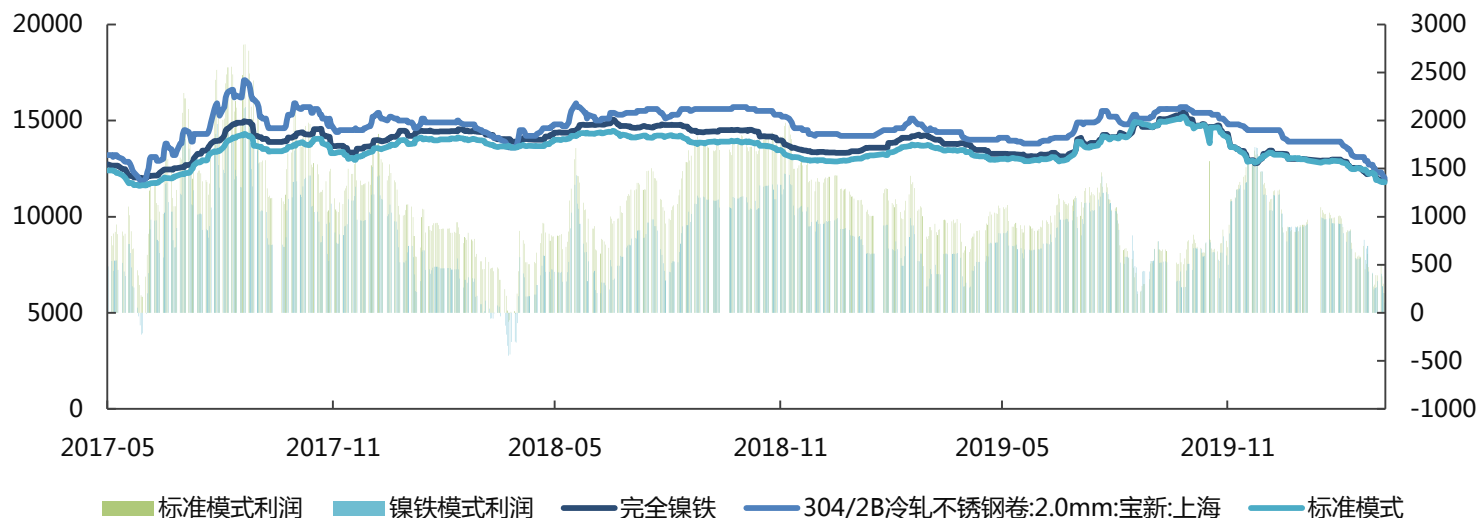
主要消费地不锈钢库存（吨）



- 库存方面，国内主要的不锈钢集散地在无锡和佛山，当地库存统计的主要是不锈钢板。数据显示，截至3月20日国内不锈钢库维持历史高位，其中无锡地区300系不锈钢板合计42.77万吨，具体包括冷轧板20.21万吨，热轧板22.56万吨；佛山方面，300系不锈钢板合计12.09万吨，其中冷轧6.7万吨，热轧5.4万吨。
- 受疫情影响不锈钢库存今年以来创历史新高，300系不锈钢板供大于求的态势较为明显，未来库存或继续提升。

不锈钢利润继续下滑，未来或首先减产

304/2B不锈钢冷轧板利润测算（元/吨）



- 年初市场曾经预计，今年境内外的不锈钢存在比较大的投产压力。此外，不锈钢冷轧的投产数量此前也在持续增加中。据公开数据显示，2019年国内冷轧预计新增产能606万吨，截至年底产能将达到2300万吨，基本与国内不锈钢产能规模相当。2020年国内冷轧产能预计再增430万吨，整个产能规模将达到2730万吨。
- 但目前受到疫情影响导致整个产业链的利润不断下滑，再叠加上游原料对利润的抢占，相比印尼政府在矿石上的掌控力以及镍铁巨头对原料的垄断，下游不锈钢企业在产业链上的溢价能力不足。这从目前不锈钢加工利润持续下滑中反映的非常明显。在整个经济受到新冠疫情影响下滑的背景下，未来必然有部分产能需要出清，我们预计在目前的上下游角力中，镍-不锈钢产业的产能出清将从不锈钢企业开始。因此在不锈钢企业减产前，我们预计镍-不锈钢价格的底部可能不会快速到来。

2020年二季度镍&不锈钢期货行情展望

- 二季度国内镍&不锈钢产业链受到经济下行压力影响，需求预计维持收缩态势，产业链整体承压不改。在印尼禁矿和镍铁集中度较高的背景下，300系不锈钢厂相对而言面临更大的成本压力。从目前镍的价格和成本情况看，预计其不会过度下跌，中期钢厂利润将继续承压。
- 操作上建议趋势方面，二季度镍价震荡为主，不锈钢价格震荡偏弱。
- 产业链套利方面现阶段观望为主或者继续卖不锈钢买镍为主，关注钢厂减产情况。

❖ 宏观关注：
境外疫情数据
中国财政政策

❖ 供应关注：
钢厂减产
镍铁进口
硫酸镍产能增长

❖ 需求关注：
国内不锈钢产量
电动车增速

❖ 库存：
LME库存
上期所库存变化

2020年二季度镍&不锈钢期货操作建议

波段操作

❖ 逢低买入镍期货合约（90000-110000元/吨）

对冲操作

❖ 买入镍期货卖出不锈钢期货

套保操作

❖ 不锈钢期货卖出为主，关注钢厂减产

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。