

共创共享 成就梦想



金瑞期货8月金属策略报告

金瑞期货研究所：周维刚

期货从业号：F3083421

投资咨询证号：Z008342

电话：0755-83526480

邮箱：zhouweigang@jrqh.com.cn



江铜集团 JINRUI FUTURES

金瑞期货®

本期观点

1. **宏观不确定性增加**，首先疫情反复以及后期演绎是下半年的最大不确定性；其次美国经济数据波动会造成信用收紧预期频繁切换；再次国际政治变化如中美关系、美伊关系以及中俄与西方国家间关系影响风险偏好。我们认为随着拜登基建计划的落地预计欧洲复兴基金为时不远，同时美联储讨论缩表的时间点大概率上在年底或者明年1季度利息会议上，开始缩减资产购买计划预期到明年中。国内下半年稳经济宏观环比改善，投资和基建环比好转，出口韧性强。
2. **供需缺口有所收敛，供需错配矛盾短期难根除**。一方面疫情对经济边际影响减弱，全球供应链逐渐恢复，另一方面需求增速放缓，供需剪刀差收敛。疫情的反复和不确定性造成供需错配矛盾有缓和但难根除，原料生产国与消费国家，中间环节国家与终端需求国家、以及物流资源紧张问题都制约供需均衡配置。国储抛储一定程度上缓和了国内因供给限制和需求引导政策引发供需错配矛盾。
3. **通胀高点已不远**，三季度通胀冲高后略有回落，大概率上保持高位波动到年底。低基数效应和信用边际收紧预期制约通胀继续走高，需求韧性和流动性泛滥支撑市场价格，延缓通胀回落速度。
4. **美元指数预计维持【89, 95】区间震荡**，美国债务扩张周期决定着美元的周期弱势，但美国绝对实力仍明显领先欧日国家，特别是下半年欧洲大陆面临换届选举问题，因此欧美货币表现上美元仍强于欧英日货币。美债的配置地位和美国债务周期决定美十年期债【1.2%，1.8%】低利率波动周期。
5. “双碳”经济和全球清洁能源计划催生 “绿色商品” 红利，新的供需矛盾将长期利好相关领域和商品（如新能源）
6. 综述，虽然宏观不确定性引发需求持续性忧虑，供需缺口环比改善影响做多动能，但短期全球经济复苏逻辑不变，宏观宽松环境持续，主要经济体需求韧性强，供给扰动依然存在。因此商品价格面临做多动能不足和向下有需求支撑新局面，在季节性消费淡价格以震荡修复为主，疫情演绎和宏观走向决定着后期方向。强弱判断上，有色金属整体表现为外强内弱，品种间锡铝>镍铜>锌>铅>贵金属。

责任 专注 超越

7月份在需求边际减弱和供给干扰的扰动下金属价格整体震荡偏强，其中国内的局部限电部分的对冲了抛储对现货市场的冲击，洪灾、台风等自然灾害除影响灾区供需外，对物流的影响放大部分商品供需矛盾。比较突出是铝锭物流受限库存快速去化。而境外供需矛盾突出的商品在逼仓行情下带动国内价格上涨，如内外库存分化较为严重的铅以及持续高Back的锡。镍价上冲前高主要在于不锈钢的边际带动以及疫情对原料主产国供给的忧虑。

展望8月疫情的演绎以及季节性淡季对需求的忧虑大于供给的扰动，金属的价格表现未能延续7月下旬的上涨态势，上游资源企业的超额利润挤压下游加工和消费终端利益，产业抵触式消费心里压制价格快速上行。我们认为在7.30政治局为下半年经济定调以及拜登基建计划落地预期下，整体需求韧性强，疫情对经济边际扰动效应递减，且当前供需错配矛盾很难快速修复，因此价格演绎上目前未见到价格转势信号，基本金属价格季节性淡季以震荡修复为主，后期价格方向需待宏观及疫情演变结果。



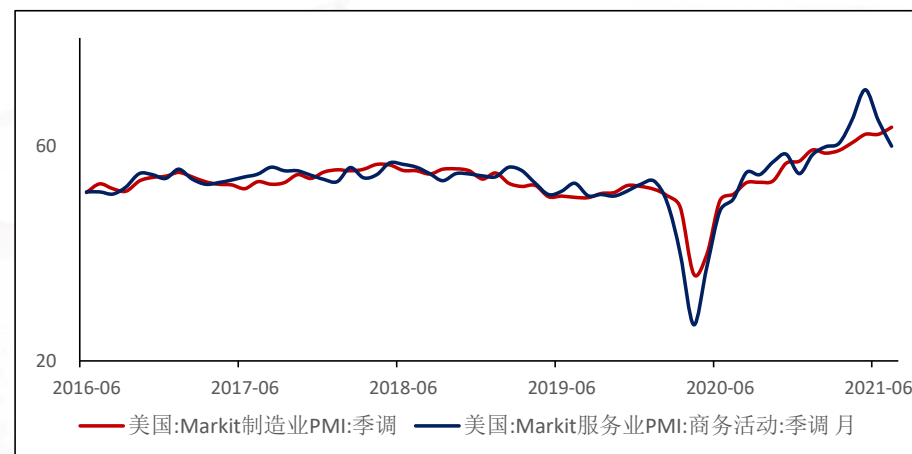
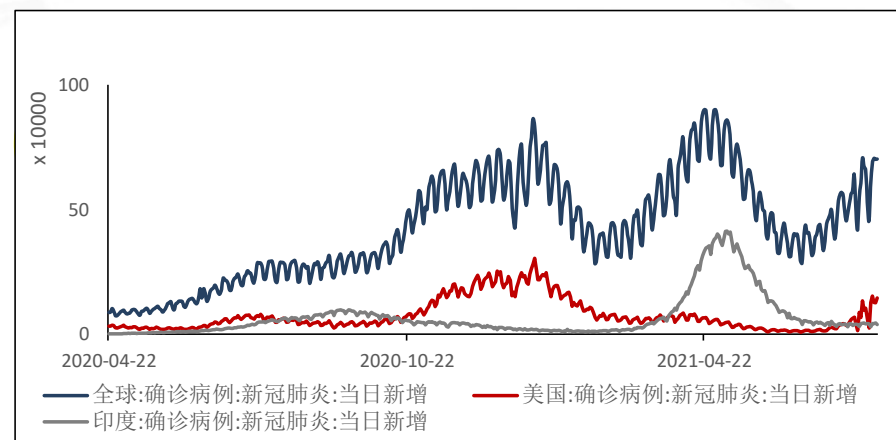
数据来源: Bloomberg, 金瑞期货



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

疫情演绎复杂多变

- 疫情影响扩散：国内7月下旬以来的第四轮疫情冲击呈现“多点发生，局部爆发”特征；东南亚疫情依然严重；美国每日新增确诊病例7月底以来重回10万例以上，新增病例之中，德尔塔变种病毒病例占比超过90%。
- 疫情演绎加大宏观不确定性
 - ✓ 疫情不确定性左右美联储货币政策退出时间节点，即使当前美国通胀高企，就业环境改善前提下，由于疫情的不确定性会延长货币政策转向时间节点。
 - ✓ 疫情打击零售和服务业的恢复速度，本轮疫情冲击最大的零售及服务业远未恢复至疫情前水平。
 - ✓ 疫情对生产力和生产关系的破坏需要相当长时间修复期，全球供应链的撕裂加大供需缺口和供需错配矛盾。
 - ✓ 外需的不确定性加大国内出口忧虑



数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

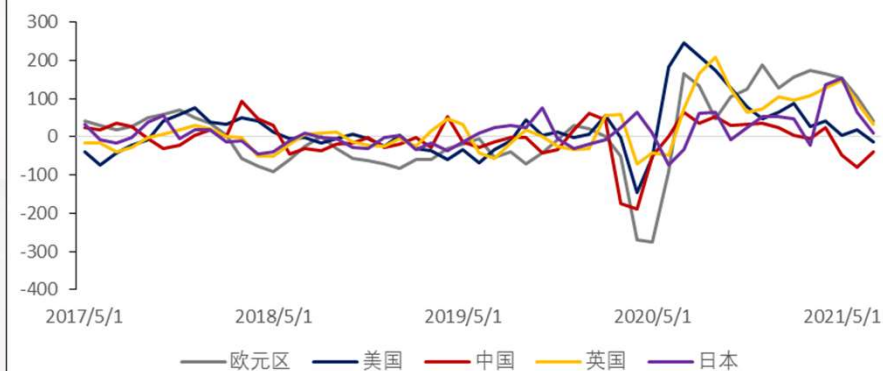
责任 专注 超越



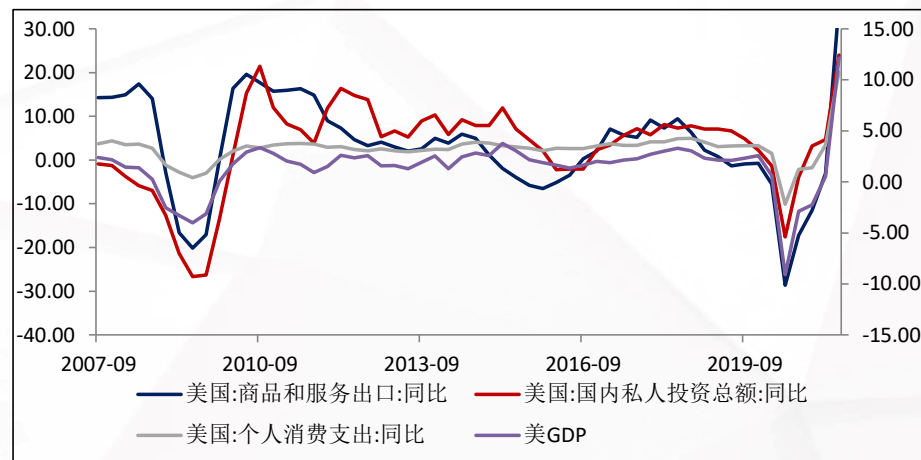
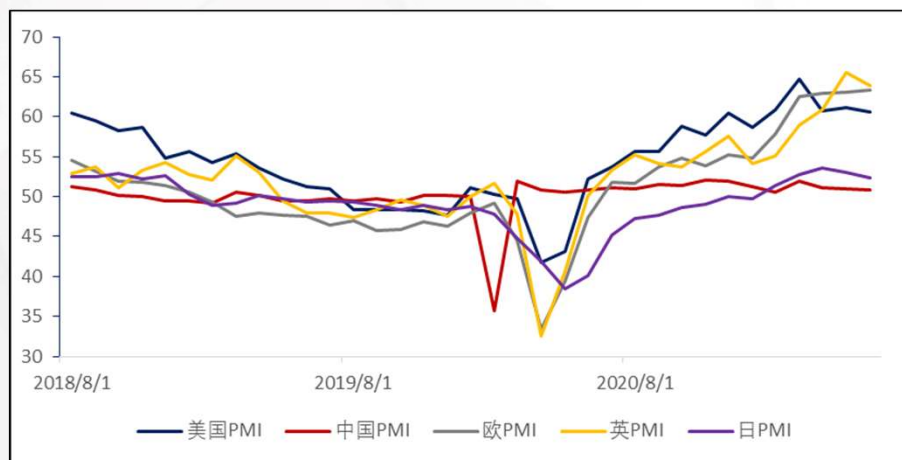
金瑞期货®
JINRUI FUTURES

全球经济韧性保障有效市场需求

主要国家经济惊喜指数



- 我国7.30政治局会议释放政策基调，面对疫情和外部环境多变造成不稳定因素，下半年以稳经济为主，意在加强逆周期调节因子，宏观上财政和货币端环比改善，投资和基建支出转好。
- 拜登政府1万亿美元基础设施法案获参议院通过，基建计划落地为时不远；欧洲复兴基金有望年内推出。财政端的发力有承接经济复苏的动能。
- 下半年外需边际增量主要在欧洲以及“一带一路”国家。



数据来源: Bloomberg、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越



联储货币政策转向概率提升，等待关键时间节点

- 政策收紧压力加大，考虑到美联储将持续面临通胀压力，就业有望进入加速修复趋势，围绕政策收紧的预期跟随经济数据扰动较大，但疫情的不确定性和全球经济复苏不稳定加大联储政策快速转向的难度。
- 经过联储预期管理，市场反应钝化。6月以来联储持续进行政策收紧的预期管理，市场已经逐渐形成政策收紧预期，预计对预期变化有所钝化，等待关键节点释放明确信号。
- 关键时间节点的判断如下：
 - ✓ 8-9月：重要信号释放
关键时点：8月26日-28日的Jackson Hole央行年会，9月22日的季月美联储议息会议（公布点阵图）
 - ✓ Q4或明年初：公布缩减购债细节及加息时间表
 - ✓ 2021年下半年：开始逐步退出QE
 - ✓ 2023年：逐步加息

表：7月议息会议关键表述

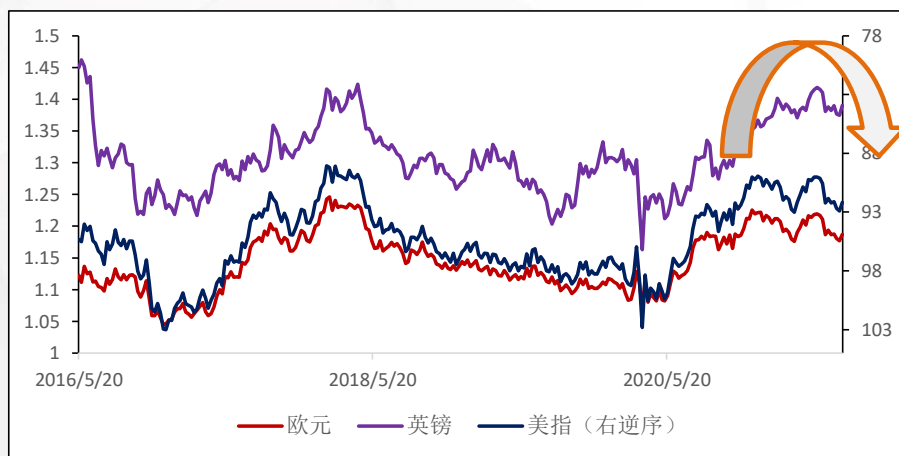
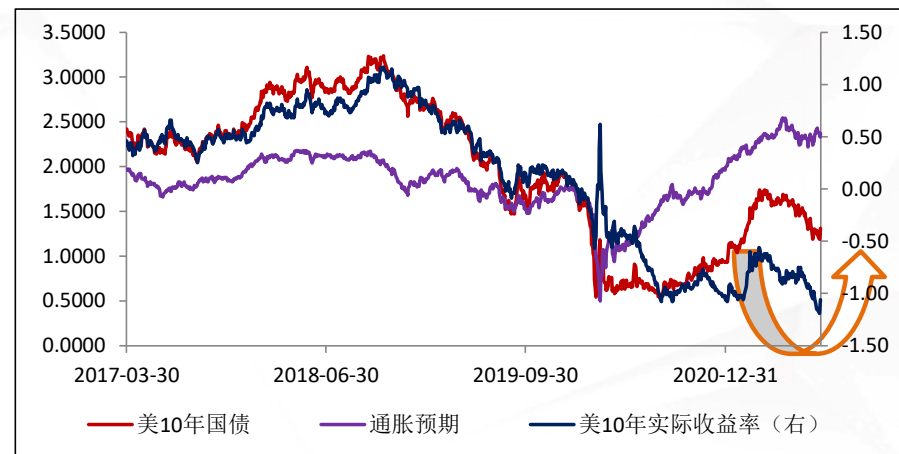
关键点	内容
政策不急于收紧	维持联邦基金利率0%-0.25%的目标区间不变；资产购买规模维持每月购买800亿美元国债和400亿美元MBS速度。
政策评估上向收紧倾斜（做好准备）	“持续购买直至就业和通胀目标取得实质性好转” ↓ “两大目标已经取得进展，未来委员会将持续评估进展情况”
凸显政策谨慎性	鲍威尔会后讲话偏鸽，与议息会议纪要不符，淡化通胀的影响，强调当前货币政策的适宜性。

数据来源：金瑞期货整理



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

商品价格面临美债和美元的反弹风险



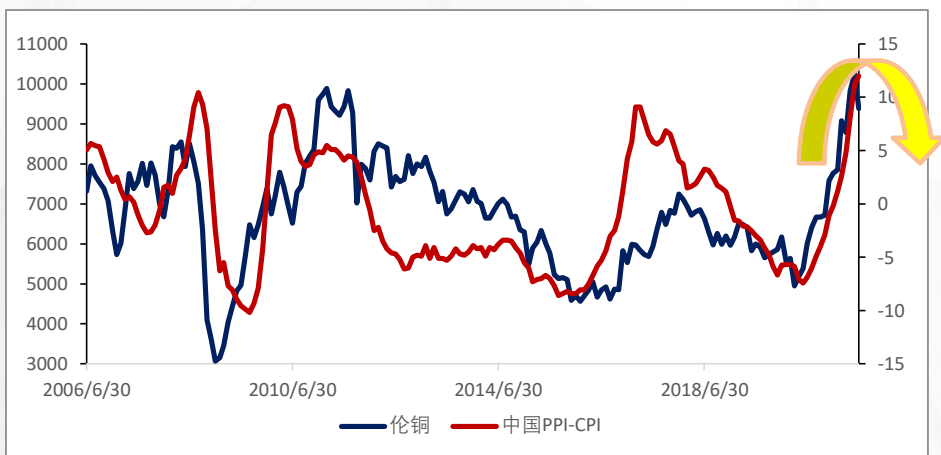
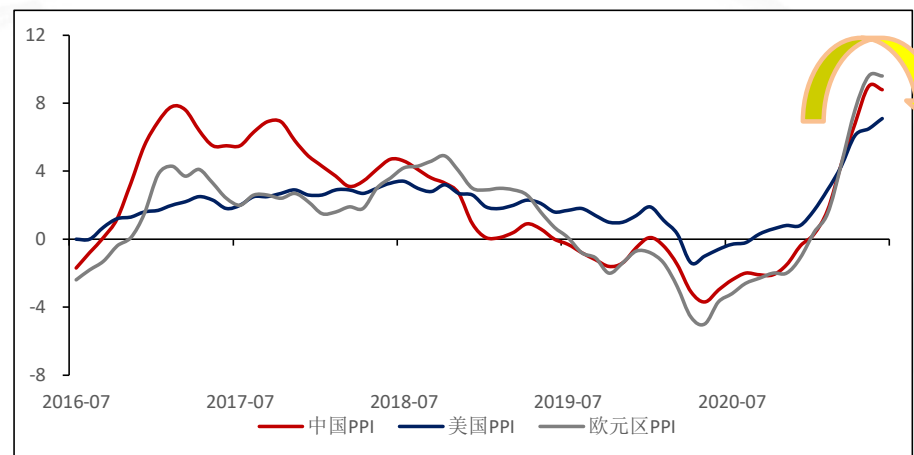
- 美国债务周期决定着国债低利率环境，基建计划落地后政府发债需求提升，国债收益率有回升的预期。
- 联储扩表周期美元偏弱运行，但美国经济相对欧洲和英国更为健康，美元的比价优势地位决定其震荡回升的趋势。
- 因此美债和美元长周期地位运行，但中短期走低位反弹逻辑，美元波动区间【88, 95】，而美债波动中枢【1.2%，1.8%】。

数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越

商品价格再次冲高压力大

- 政策压制，商品价格冲高压制下游产业利润和居民消费积极性，主管部门多次表态高价格对经济健康复苏的担忧，我国更是进行供给侧梳理和需求侧引导政策来缓解价格过快上涨压力。
- 无论从基数效应还是信用收紧预期层面，通胀大概率上已处于顶部区间附近。
- PPI和CPI剪刀差处于近20年极值附近。对比铜与ppi-cpi剪刀差拟合度，剪刀差收敛时铜价承压。

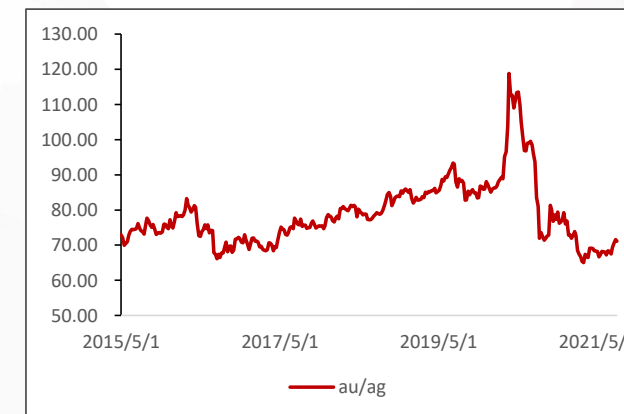
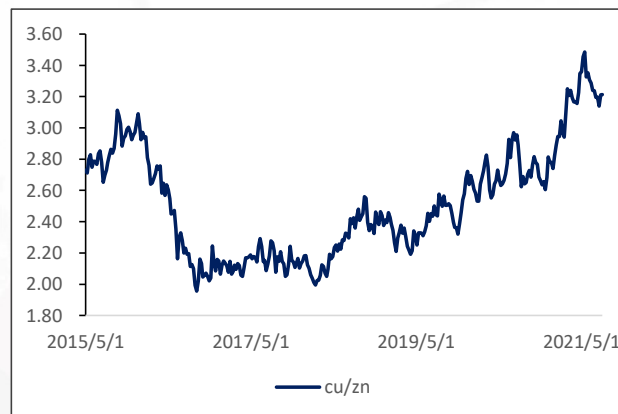
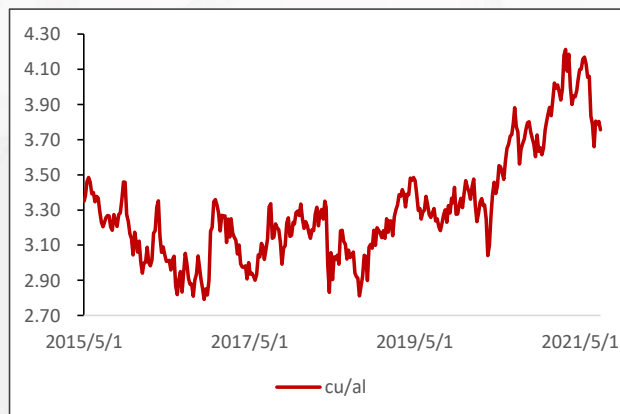
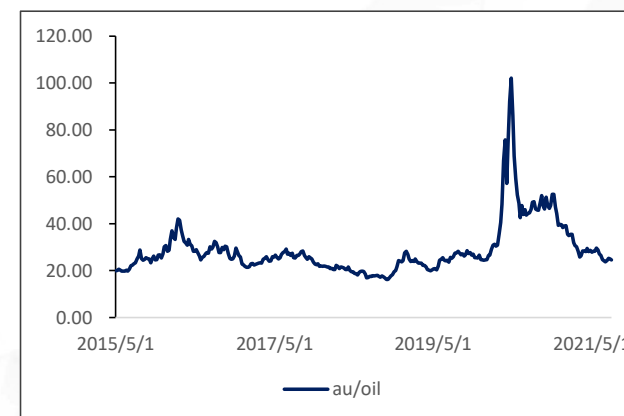
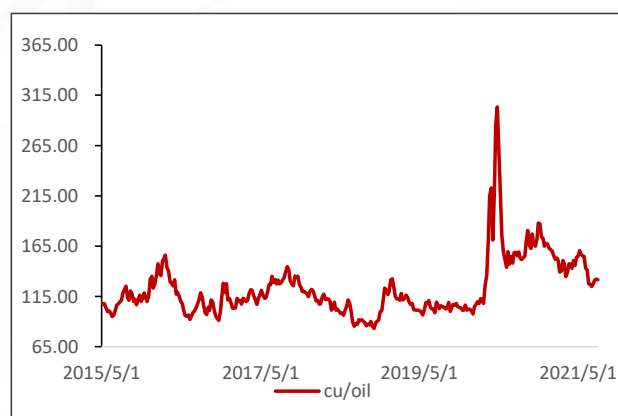
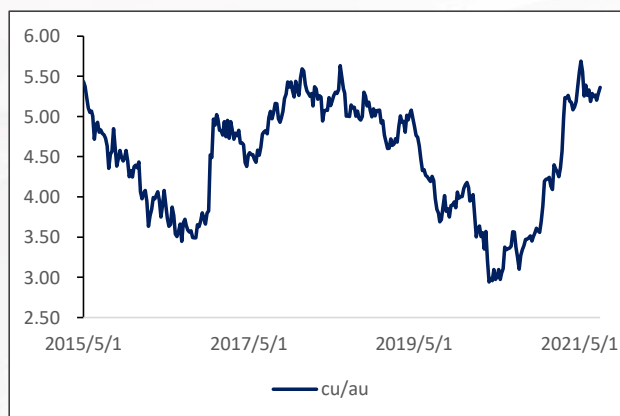


数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

观点总结:

- 疫情的不确定性引发需求担忧，信用收缩预期打压做多动能，政府压制和产业抵触式消费施压现货价格，商品整体创新高概率减小。而需求韧性强、下半年财政端发力、供需矛盾短期难缓和等又使得价格回落幅度有限。因此中短期内价格仍处于区间震荡中，关注季节性淡季价格修复后波段多头机会。
- 价格演绎不确定性事件
 - ✓ 疫情演绎，主要经济体四季度会否规模性爆发，疫情对需求、供给的边际影响。
 - ✓ 美联储的8月、9月的关键节点表态，以及疫情对联储政策的拖累。
 - ✓ 我国的供给限制与需求引导政策走向（产能、电力、能耗调节与控制）。
 - ✓ 欧美集团与中国和俄伊政治走向

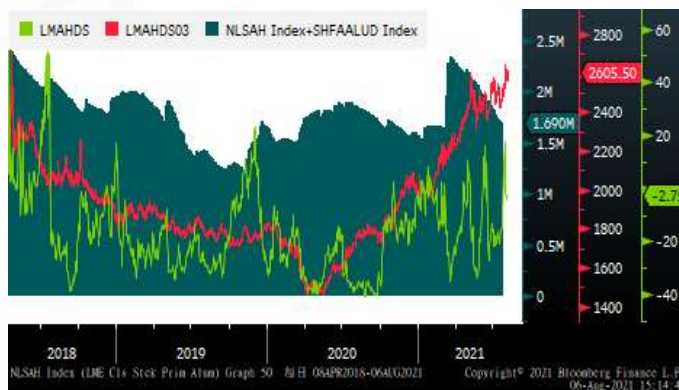
商品间比价关系看目前铜相对其它商品偏强（相对其它基本金属涨幅更明显），贵金属与原油比价处于相对均衡位置，金银比有所反弹但仍处于下跌通道中。



数据来源: Bloomberg 金瑞期货

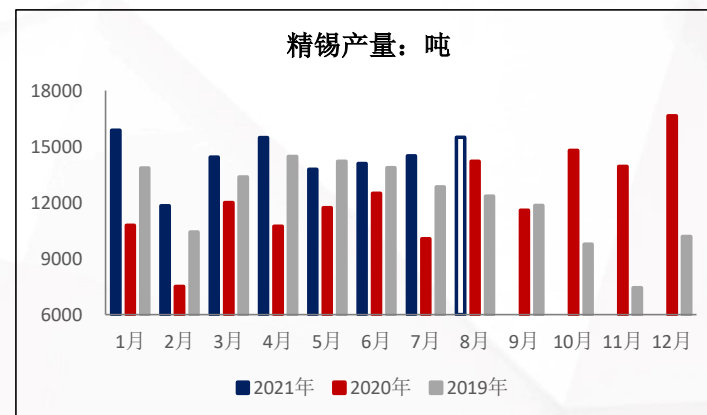
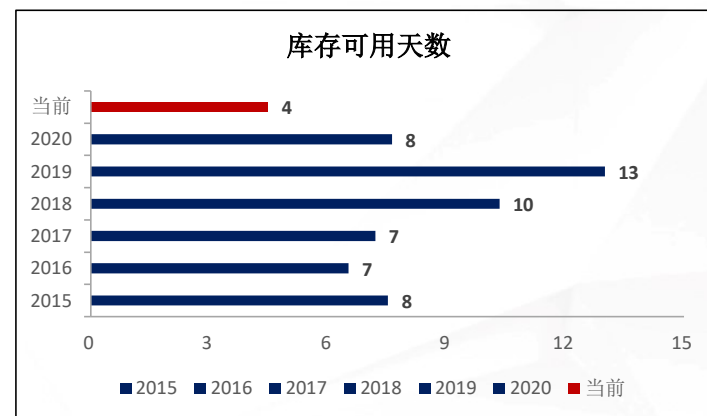
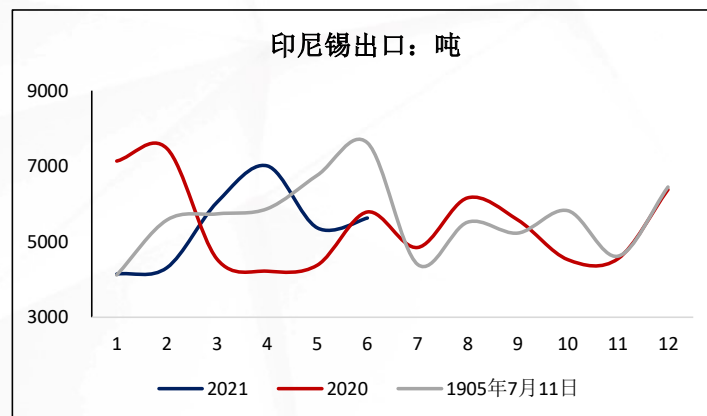
LME基本金属价格、库存与升贴水

库存表现上铝、锌、铅、镍持续去库，铜和锡相对稳定，其中铅和锡库存绝对水平较低，但锌两市显性库存仍处于累库趋势中。伦铅低库存下逼空升贴水飙升，锡持续高Back。



数据来源: Bloomberg 金瑞期货

- 全球极低库存结构（当期显性库存可用天数仅4天），伦锡持续高Back逼空结构。
- 供给端矿端供给恢复较慢，印尼锭出口量偏低，制约市场有限供给回升。
- 需求端随着经济恢复，电子、光伏、高端科技领域的应用增加市场有效需求。
- 后市看供需缺口难收敛，需求旺盛而供给有限将持续，价格上易涨难跌，逢低多配逻辑逻辑

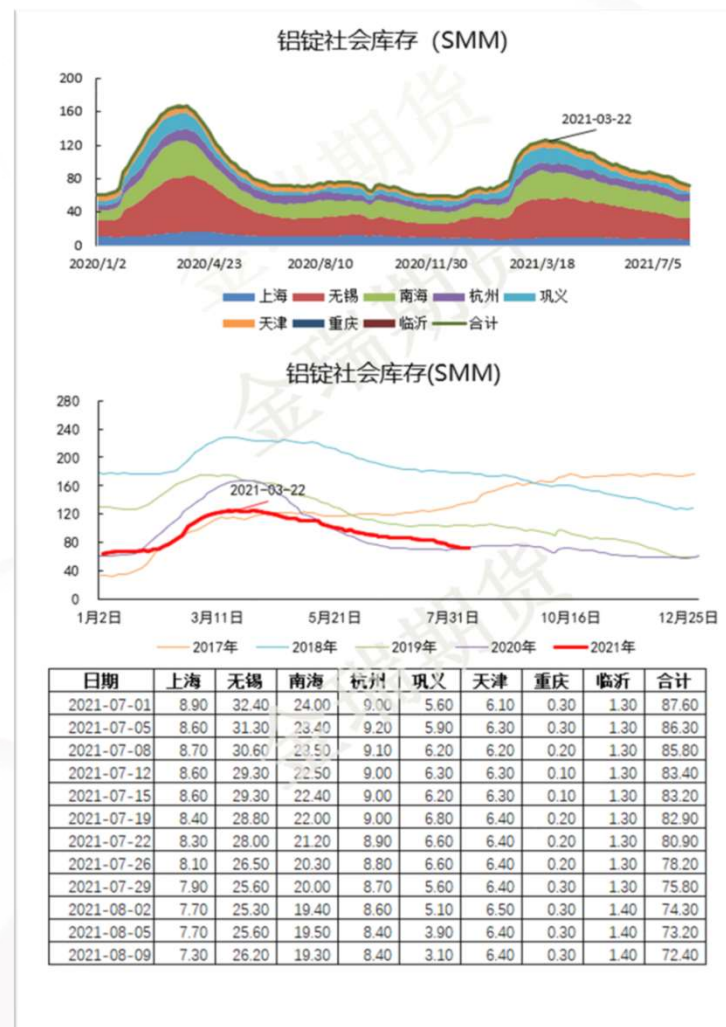


数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

- 电力缺口拉大，限电和能耗控制成为今年供给侧主要控制手段，虽利润高企但复产产能及新增产能增量输出低于市场预期。
- 产业需求旺盛，虽有国储抛储但现货可流通货源有限，国内淡季去库概率提升。
- 境外消费向好，铝材出口回升，海外库存持续去化，CIF高企；铝锭进口保持较高水平
- 策略推荐：逢低多头配置品种，跨市反套逻辑

企业	总产能	现运行产能	已减产能	减产时间
内蒙古创源	80	70	10	2021年2月
内蒙古锦联	125	96	4	2021年2月
东方希望包头稀土	85	75.8	7.2	2021年3月
包头铝业	55	53	2	2021年3月
鄂尔多斯市蒙泰	50	42	8	2021年3月
内蒙古霍煤鸿骏铝电	86	82	4	2021年3月
包头市新恒丰能源	50	46.5	3.5	2021年5月
云南铝业	308	210	68.5	2021年5月
云南神火铝业	75	62	13	2021年5月
云南宏泰新型材料	32	19	13	2021年5月
云南其亚铝业	13	9	4	2021年5月
河南永登铝业	4.6	4.6	4.6	2021年7月
河南焦作万方铝业	42	37	37	2021年7月
合计	1005.6	806.9	178.8	

数据来源：百川、同花顺、金瑞期货





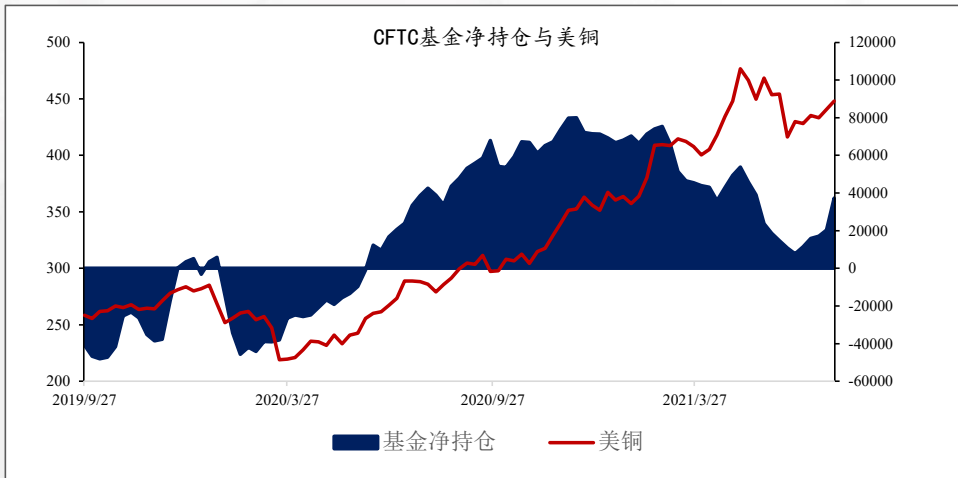
江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

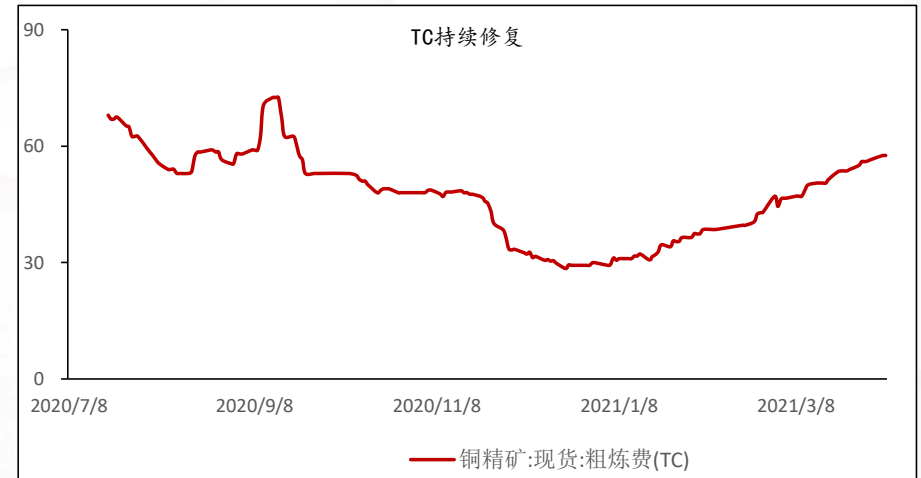
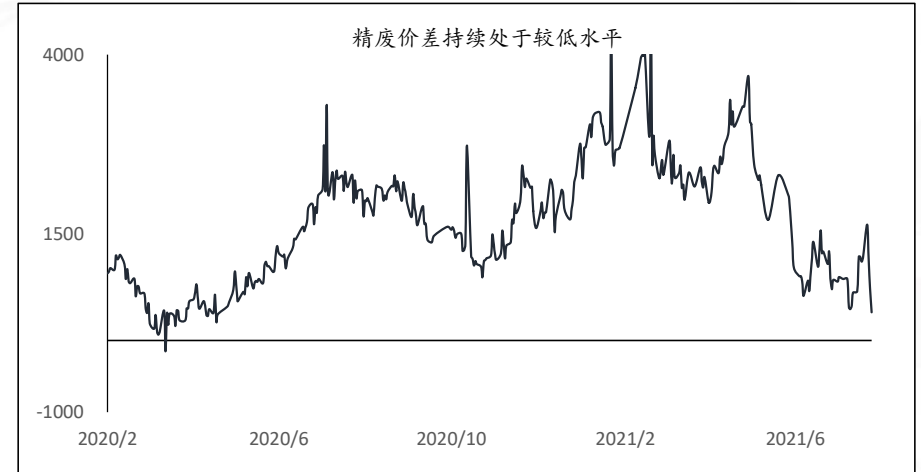
金属交易策略—铜

- 宏观端受信用收缩和疫情不确定性影响，国内政策和抛储压制价格上行空间，TC回升矿紧缺矛盾有所缓解。
- 国内下半年稳经济政策以及欧美财政端发力支撑需求结构，“碳中和”背景下“绿色商品”红利释放。
- 国内限电和检修影响产出，8月有望淡季去库；精废价差持续走低，海外基金净多增仓都成为价格重要支撑。

策略推荐：回调企稳后布局多头头寸，关注69000元/吨支撑有效性，66000元/吨以下可布局多头，卖出远月66000元/吨下方看跌期权。



数据来源：Bloomberg、同花顺、金瑞期货



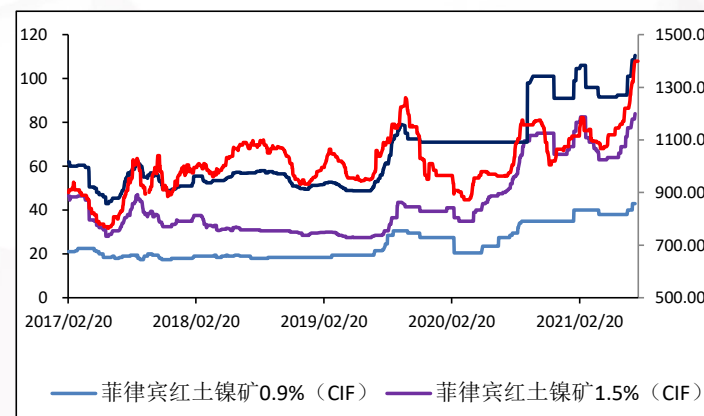
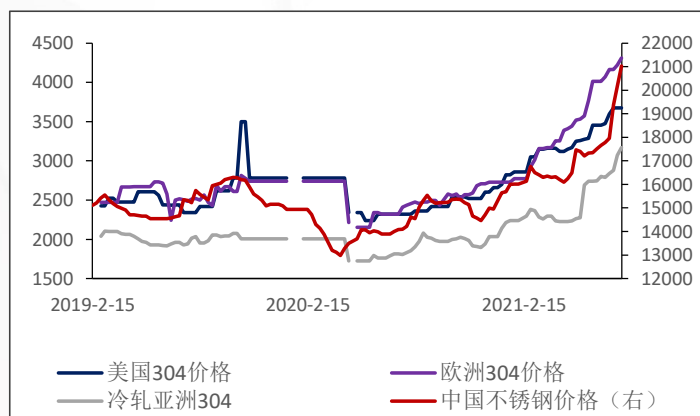
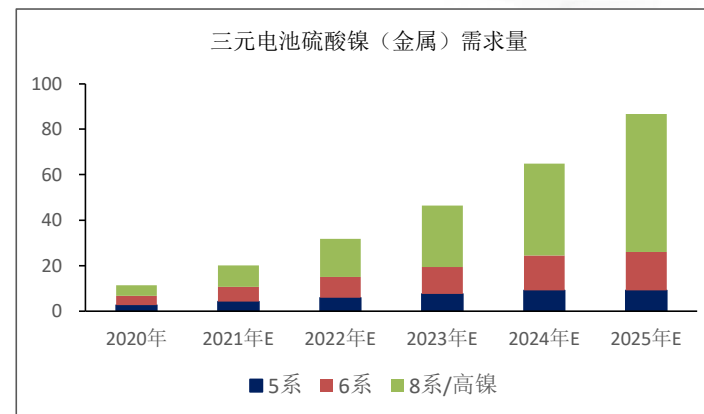
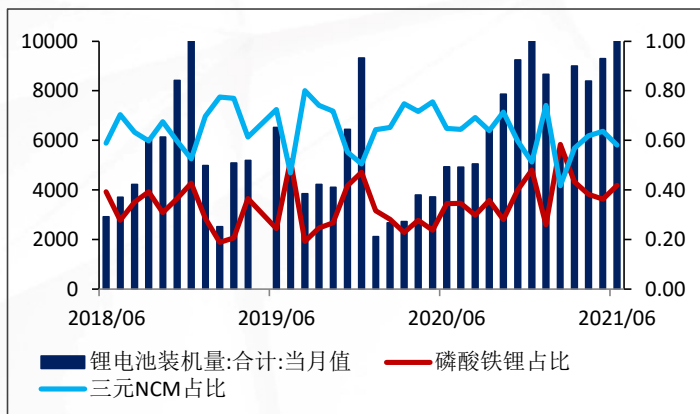
责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属交易策略—镍

- 新能源汽车产销旺盛，三元材料需求暴增，预计2021年三元正极材料产量达35万吨，同比增六成以上，其中6月高镍占比提升至40%左右。
- 不锈钢产销两旺，成本价格抬升，海外带动国内价格上涨，限电加剧供需矛盾
- 镍铁产能投放和四季度镍铁-高冰镍-硫酸镍转产量计划制约价格上方空间
- 价格创新高难度大，短期下跌产业支撑强，季节性淡季价格回调企稳可适当布局多头。



数据来源: 钢联、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越



江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属交易策略—铅锌

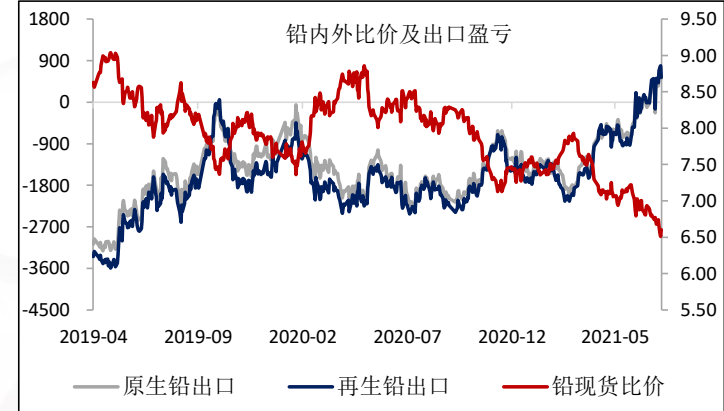
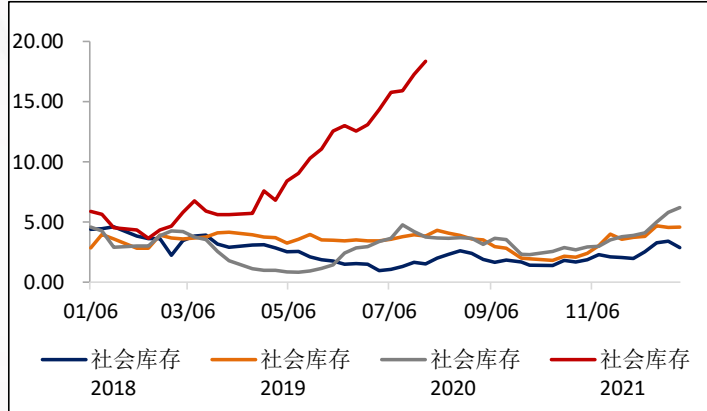
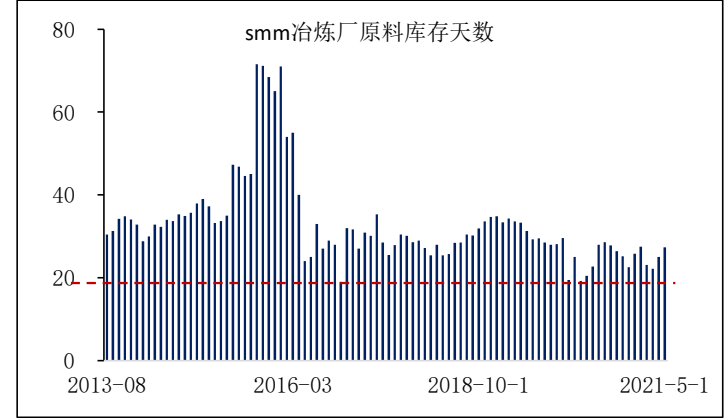
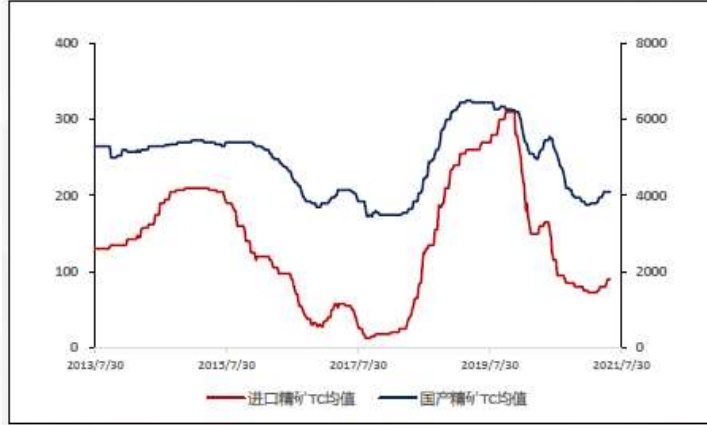
锌:

TC略有反弹，冶炼厂原料库存回升到27天左右；供给端原料增产不及预期，冶炼端受限电和能耗控制影响锭产出，国储抛储部分对冲了限电对产出的影响。供需层面，整体供给恢复和需求稳中有增，供需矛盾不突出，海外价格走向是主要驱动。

铅:

增产是确定性事件，内外库存矛盾需通过出口市场来解决。

需求端旺季不旺，国内高C结构利于交仓和库存抬升。



数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

策略推荐: 铅区间上沿维持空配, 铅跨市反套; 锌逢高点可适当空配

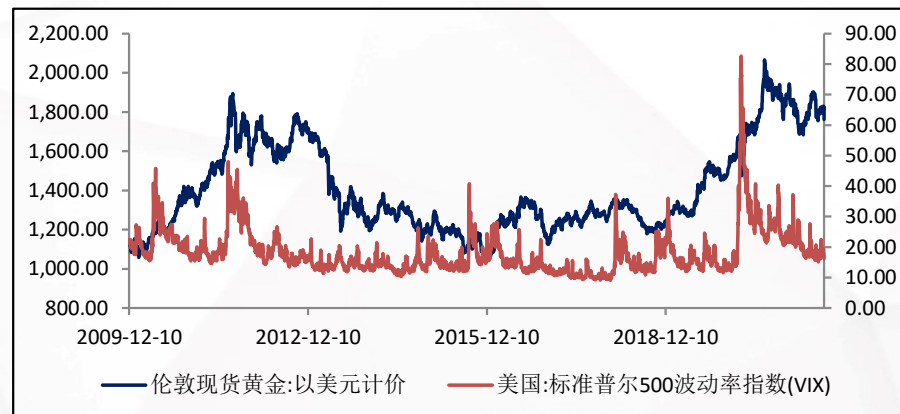
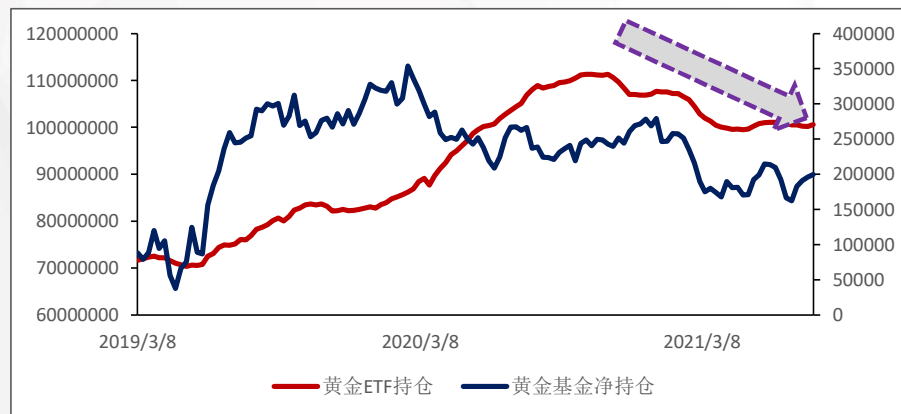
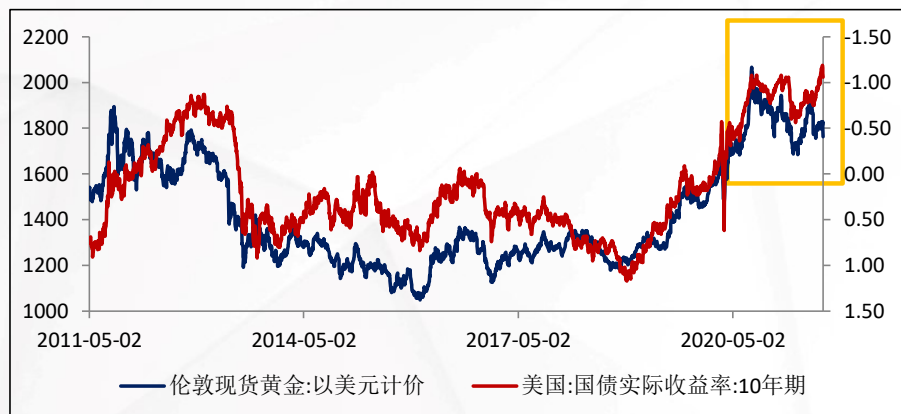
责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

贵金属面临美债和美元上行压力

- 基金减持白银多头头寸，黄金持仓略有增加，白银ETF持仓相对稳定。
- 美元基金空头减仓多头加仓，美元短期持续反弹施压贵金属；美债快速下探后有反弹的预期。

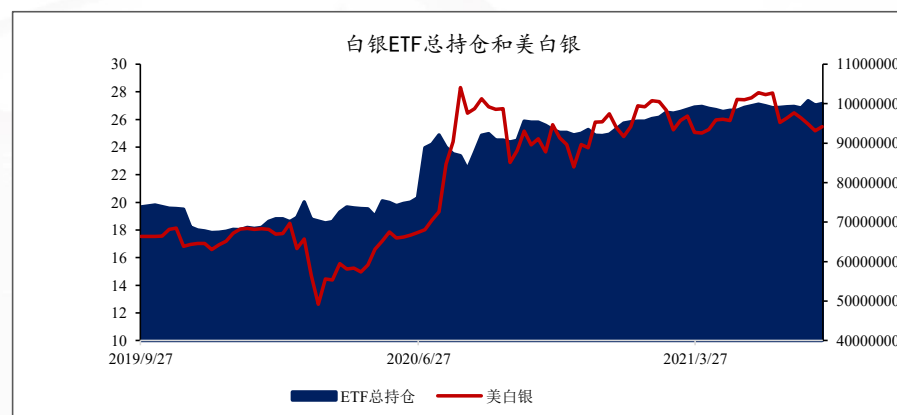
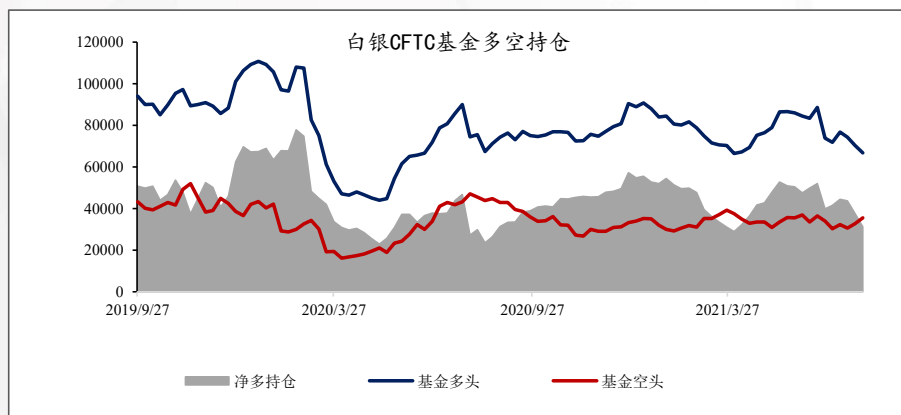
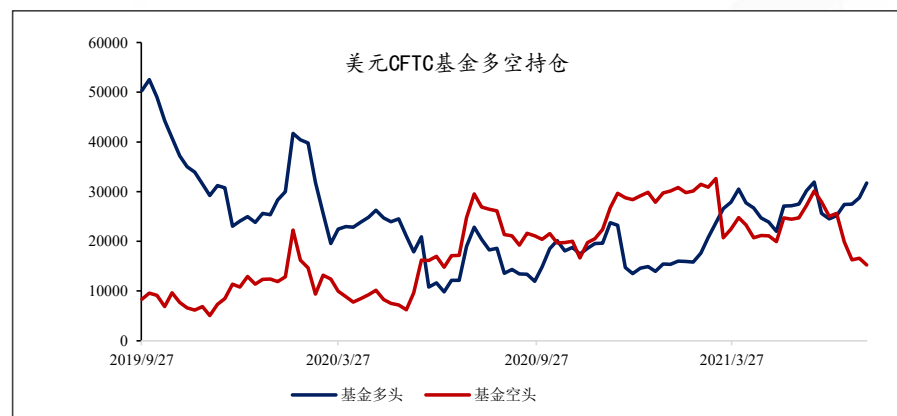
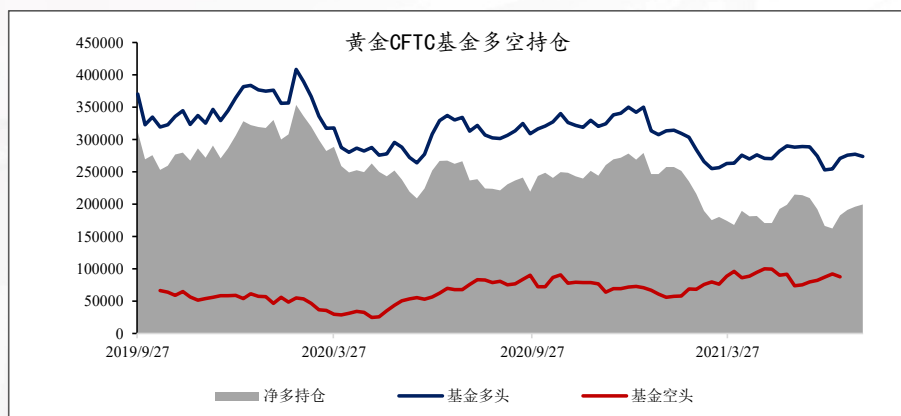


数据来源: Bloomberg、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越

贵金属面临美债和美元上行压力

策略上：贵金属短期面临美元和美债反弹压力而走弱，但疫情的波动、新兴市场央行的买盘、相对比较优势的配置地位决定着下跌空间有限，白银光伏工业需求以及ETF买盘平台支持较强，联储货币政策未收紧前仍以高位震荡为主。

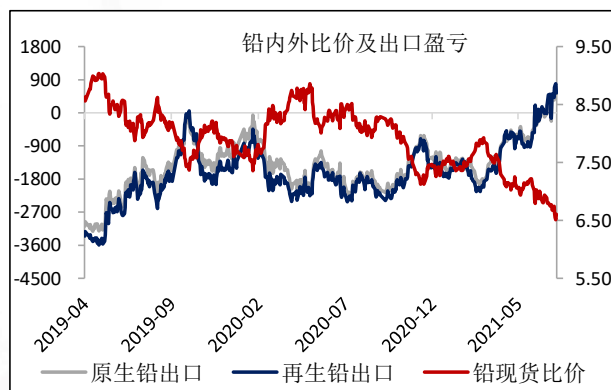
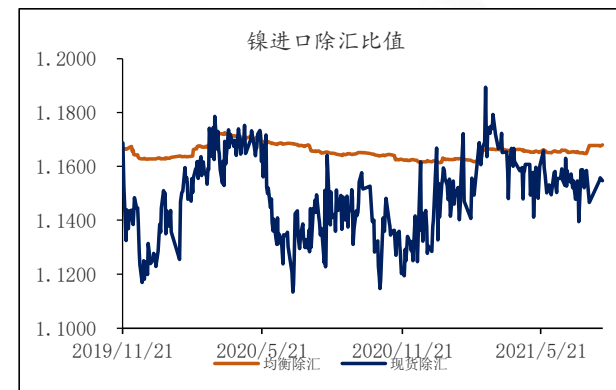


数据来源：Bloomberg、同花顺、金瑞期货



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属跨市比值



数据来源: Bloomberg 、金瑞期货

策略推荐: 铜镍铝围绕现货进口盈亏平衡点跨市套利区间操作, 铅跨市反套。

责任 专注 超越



江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

企业风险管理—铜

铜终端企业远期订单（3个月及以上）保值评级

以每周五主力合约收盘价作买入保值评级，◆◆◆代表最强，◆代表最弱，以中期框架下评价后市看涨强烈程度，为企业调整保值比例提供参考，实际保值价格及比例由企业自行决定。

日期	对标价格	买入保值评价指数	保值建议
2021/8/6	70330	◆	择机卖2110@67000看跌期权
2021/7/30	71820	◆	/
2021/7/23	69670	◆	择机卖2109@66000看跌期权
2021/7/16	69340	◆	择机卖2109@66000看跌期权
2021/7/9	68920	◆	择机卖2108@65000看跌期权
2021/7/2	68260	◆	择机卖2108@65000看跌期权
2021/6/25	68560	◆	择机卖2108@65000看跌期权
2021/6/18	67260	◆	65000以下加大买入保值比例，卖2108@64000看跌期权
2021/6/11	71770	◆	/
2021/6/4	70910	◆	卖2107@67000看跌期权

铜加工企业常备库存保值评级（年度）

以每周五主力合约收盘价作卖出保值评级，◆◆◆代表最强，◆代表最弱，以年度框架下评价后市看跌强烈程度，为企业调整保值比例提供参考，实际保值价格及比例由企业自行决定。

日期	对标价格	卖出保值评价指数	期权策略
2021/8/6	70330	◆	/
2021/7/30	71820	◆	/
2021/7/23	69670	◆	/
2021/7/16	69340	◆	/
2021/7/9	68920	◆	/
2021/7/2	68260	◆	择机卖2108@75000看涨期权
2021/6/25	68560	◆	择机卖2108@75000看涨期权
2021/6/18	67260	◆	/
2021/6/11	71770	◆	/
2021/6/4	70910	◆	/

铜跨期头寸管理

“C”表示contango，“B”表示backwardation。

日期	价差走势预测	策略建议
2021/8/6	C结构收窄	多头移仓
2021/7/30	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/7/23	C结构扩大	空头正常保值多头放至远月
2021/7/16	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/7/9	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/7/2	C结构扩大	空头放远月多头正常保值
2021/6/25	C结构扩大	空头放远月多头正常保值
2021/6/18	C结构收窄	空头放远月多头移仓
2021/6/11	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/6/4	维持C结构	空头放远月多头正常保值

铜跨市头寸管理

日期	进口盈亏预测	策略建议
2021/8/6	进口亏损扩大	正套持有，等待平仓机会
2021/7/30	现货亏损收窄或出现盈利	择机正套
2021/7/23	进口亏损扩大	正套择机平仓，等待反套机会
2021/7/16	进口亏损缩窄	择机正套
2021/7/9	进口亏损扩大	反套择机平仓
2021/7/2	进口亏损缩窄	反套择机平仓
2021/6/25	进口亏损扩大	反套择机建仓
2021/6/18	进口亏损宽幅波动	波动操作
2021/6/11	进口亏损扩大	正套择机平仓
2021/6/4	进口亏损缩窄	等待正套机会

责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

企业风险管理—铅

铅蓄电池企业远期订单（季度）保值评级

以每周五主力合约收盘价作买入保值评级，◆◆◆代表最强，◆代表最弱，以中期框架下评价后市看涨强烈程度，为企业调整保值比例提供参考，实际保值价格及比例由企业自行决定。

日期	对标价格	买入保值评价指数	保值建议
2021/8/6	15785	◆	按订单买入保值
2021/7/30	15860	◆	/
2021/7/23	16345	◆	/
2021/7/16	15895	◆	/
2021/7/9	15725	◆	/
2021/7/2	15730	◆	/
2021/6/25	15580	◆	/
2021/6/18	15055	◆◆	15000以下加大买入保值比例
2021/6/11	15465	◆	/
2021/6/4	15035	◆	/

铅冶炼企业保值评级（季度）

以每周五主力合约收盘价作卖出保值评级，◆◆◆代表最强，◆代表最弱，以季度框架下评价后市看跌强烈程度，为企业调整保值比例提供参考，实际保值价格及比例由企业自行决定。

日期	对标价格	卖出保值评价指数	保值建议
2021/8/6	15785	◆	/
2021/7/30	15860	◆	/
2021/7/23	16345	◆◆	积极保值
2021/7/16	15895	◆◆	积极保值
2021/7/9	15725	◆◆	积极保值
2021/7/2	15730	◆◆	积极保值
2021/6/25	15580	◆◆	积极保值
2021/6/18	15055	◆	增加原料储备
2021/6/11	15465	◆◆	/
2021/6/4	15035	◆	/

铅跨期头寸管理

“C”表示contango, “B”表示backwardation.

日期	价差走势预测	策略建议
2021/8/6	维持C结构	空头择机移仓
2021/7/30	维持C结构	空头放远月
2021/7/23	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/7/16	C结构扩大	空头放远月逐月移仓
2021/7/9	C结构扩大	空头放远月多头正常保值
2021/7/2	C结构扩大	空头放远月多头正常保值
2021/6/25	C结构扩大	空头放远月多头正常保值
2021/6/18	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/6/11	维持C结构	空头放远月多头正常保值
2021/6/4	维持C结构	空头放远月多头正常保值

铅跨市头寸管理

日期	进口盈亏预测	策略建议
2021/8/6	进口亏损较大	现货出口发生后布局反套
2021/7/30	进口亏损较大	反套止损
2021/7/23	进口亏损较大	现货出口发生后布局反套
2021/7/16	进口亏损较大	反套操作
2021/7/9	进口亏损较大	反套操作
2021/7/2	进口亏损较大	反套操作
2021/6/25	进口亏损较大	反套操作
2021/6/18	进口亏损较大	反套操作
2021/6/11	进口亏损较大	反套操作
2021/6/4	进口亏损扩大	择机反套

责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属8月策略建议：观察、等待、坚守

观点：宏观不确定性加大，一方面全球经济复苏和“碳中和”背景大趋势逻辑不变；另一方面疫情演绎以及信用收缩预期引发需求担忧，经济面临增速换挡节点；再者高企的价格很大程度上已反应了市场预期；同时价格将面临美元反弹、政府干预、产业链抵抗式消费方面压力。因此我们认为商品价格刷新新高后会进入调整修复期，宏观未明朗前难有趋势性机会，价格高位震荡为主。

本期策略：

- 趋势交易：震荡行情区间操作为主，锡和铝基本面支持多配，铜镍回调企稳后可适当买入，铅仍维持逢高空配原则，锌空配最大不确定性在于国内供给端限制问题，品种间锡铝>铜镍>锌>铅，白银关注5000元/千克位置支撑位。
- 对冲交易：持有多铝抛铅头寸
- 跨市交易：铜跨市区间操作【-300，-800】、铝镍现货窗口打开后正套，铅跨市反套

风险：需求不及预期、疫情扩散、大国政治风险及地缘政治

交易推荐：铜跨市市区间操作【-300，-800】，铅跨市反套，或价格回调择机卖出看跌期权。

责任 专注 超越

专业服务

每天进步



感谢聆听

