

共创共享 成就梦想



金瑞期货金属投资策略及保值建议

金瑞期货研究所：周维刚



本期观点：海外供给收缩与经济类“滞胀”

1. “滞胀”风险萦绕，由欧洲天然气短缺引发的本轮全球能源电力危机再次冲击供给侧，能源化工、金属等工业品价格快速拉升。全球性生产或将同时面临供应链瓶颈、劳动力短缺、能源供应弹性下降等多重约束，这将增加企业协同生产难度，加大成本进而推动通胀上行。高企的商品价格会逐步反噬消费需求，需求萎缩经济复苏动能进一步放缓，同时四季度还面临刺激退坡和疫情波动冲击。因此当前宏观上通胀上行和经济增速放缓的类“滞胀”风险加剧。
2. 能源危机拉长供需缺口收敛时间周期，虽然疫情的边际影响减弱，全球原料供应链逐步恢复，但新一轮的能源电力危机再次冲击供给侧，政府保民生，企业被迫减停产等加剧市场供需矛盾。当前供给侧正面临因极端天气引发的能源短缺、疫情导致的供应链瓶颈以及全球低碳经济的短中长三重冲击，持续的供给冲击将形成新的市场均衡路径，而商品间价格关系也面临重构。
3. 全球通胀将长时间处于较高水平。新一轮供给冲击拉涨工业品价格，PPI不断创新高，而随着疫情的控制经济活动逐步恢复，需求回归必将推升CPI，中短期内通胀难言走低。通胀上行将加速货币政策收紧进程，美联储四季度Taper概率提升。中国四季度有望扭转三季度供需双弱局面，欧洲经济复苏将延续外需的持续性。
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，而美国绝对经济实力决定着美元的阶段性走强，欧洲经济的复苏必将推动欧元英镑的反弹。美债的配置地位和美国债务周期决定美十年期国债【1.2%，1.8%】低利率波动周期。
5. 综述，类“滞胀”风险引发经济增速乏力和货币政策收紧加速的担忧，而由供给侧的多重冲击引发商品价格波动仍将持续，新的市场均衡形成前商品价格将进一步分化。四季度全球将面临高通胀、经济增速放缓、货币政策转向、能源电力紧张以及疫情的波动冲击。



江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

“再通胀”与类“滞胀”

一季度海外能源商品价格大幅度的上涨，市场风险偏好提升，资产价格呈现“再通胀”（reflation）交易的特征，即美债收益率上升，以周期股为代表的股市大涨。主要原因在于，彼时市场对经济复苏的信心十足，各大经济体开启印钱模式，拜登的百日新政以及疫苗的推进，需求侧的快速复苏与供给侧的缓慢恢复矛盾下商品价格快速上涨。

相比之下，本轮价格上涨市场风险偏好明显减弱，资产价格表现出类“滞胀”交易的特征，即美债收益率上升，股市回调，成长与周期股双杀。这是因为，当前经济增速乏力，货币政策面临退坡，通胀持续高企，供应链恢复缓慢，全球性能源短缺引发部分经济部门生产停滞，美国债务上限以及中国地产风险等市场忧虑因素。短期新一轮能源电力紧缺危机冲击供给侧，加剧全球的供需缺口矛盾，商品价格出现恐慌性上涨。展望后市，供给侧冲击将加大通胀压力，加速美联储货币政策退出时间表，而货币政策的转变又从金融端影响商品定价。多重因子作用下，商品价格波动加剧，商品间价格分化严重。有色金属里面，我们继续看好供给侧产能限制较大的铝和锌以及需求支撑较强的镍的价格表现。

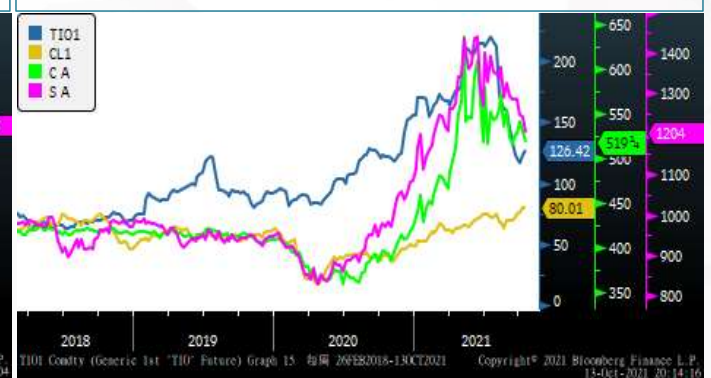
贱金属价格



贵金属价格



资源类和农产品价格



数据来源: Bloomberg, 金瑞期货

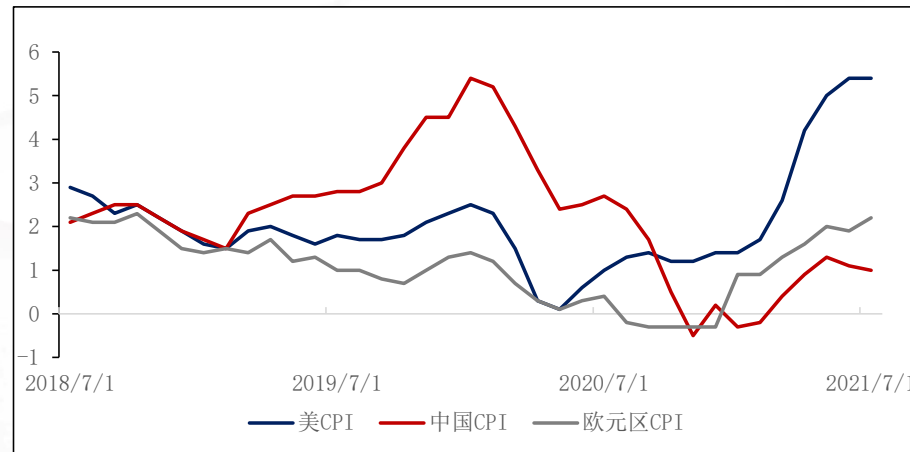
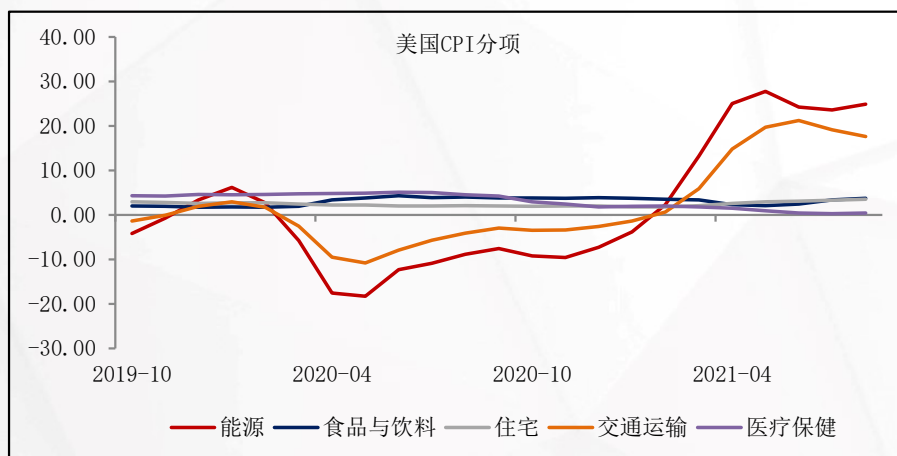
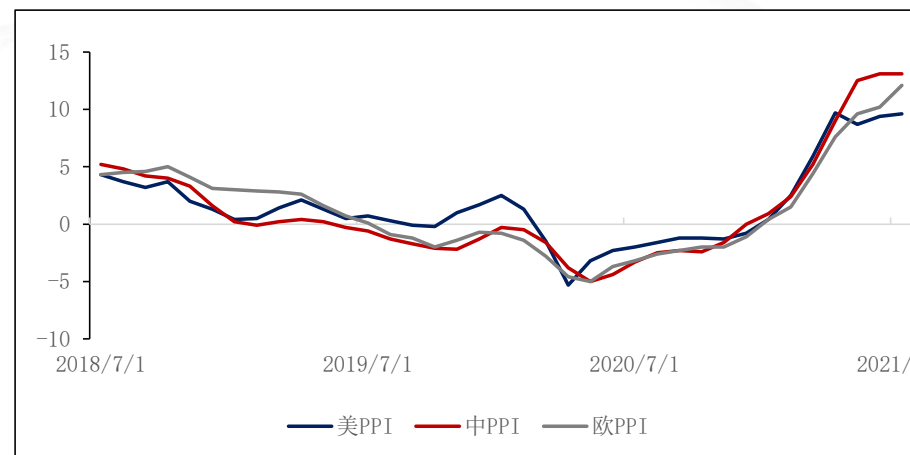
责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

持续高通胀引发货币政策加速转向的风险

- 工业品价格的持续上涨，引发PPI价格持续走强，新一轮欧洲能源电力危机，拉长了通胀持续走高时间周期。
- 美国CPI分项指标表明，能源和交通运输成本成为CPI走高的主要贡献，能源价格走向成为通胀能否回落的关键。
- 高通胀引发市场对美联储加快货币收缩时间表担忧，联储11月份宣布Taper概率陡增，同时缩窄周期缩短以及加息时间节点提前的预期增强。



数据来源: Bloomberg、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越

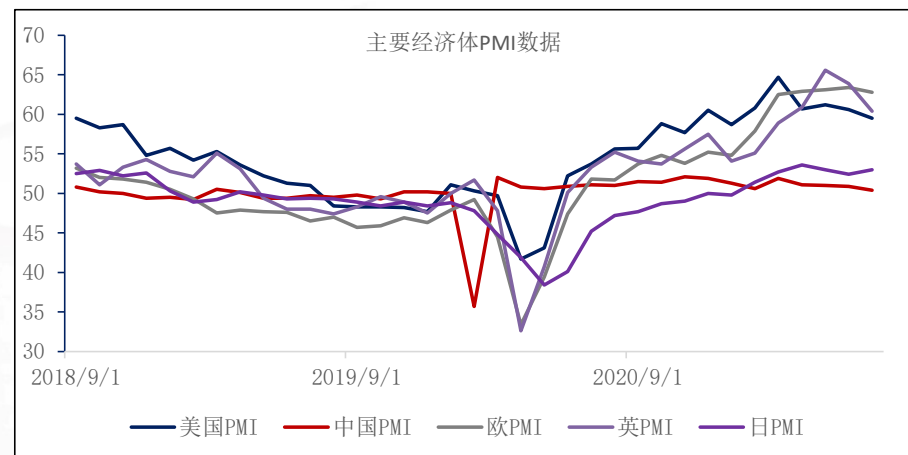
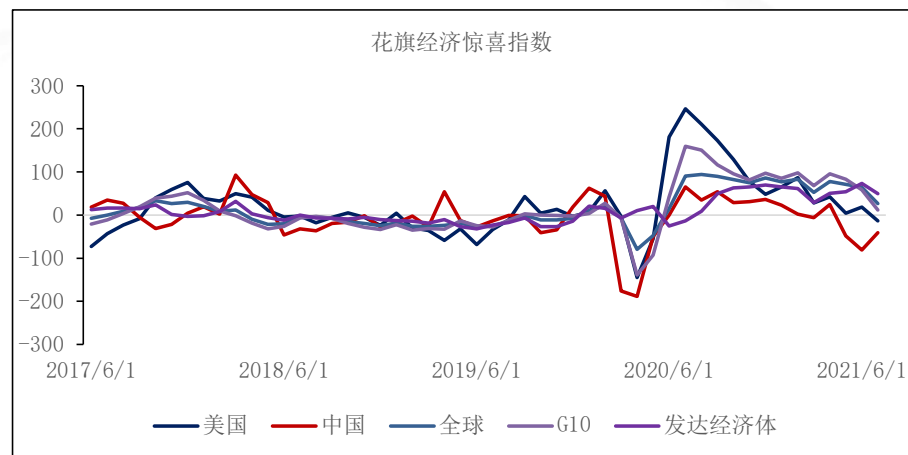
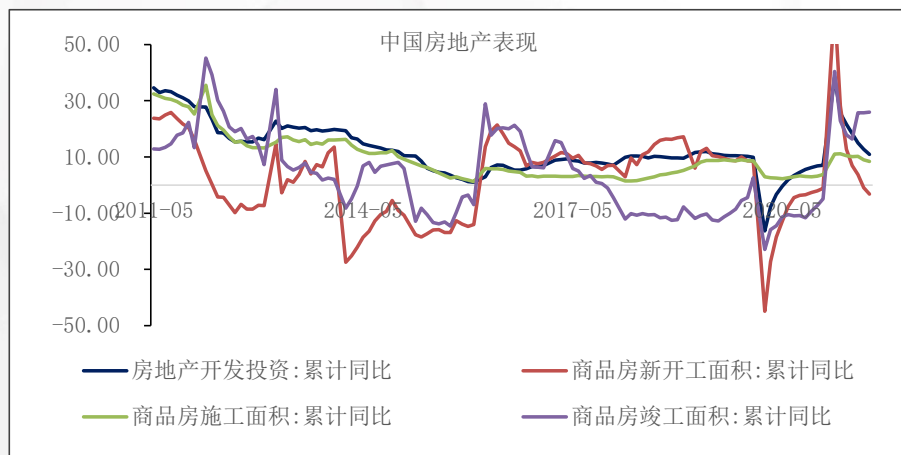


江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

全球经济面临增速下滑风险

- 主要经济体经济惊喜指数和PMI指数触顶下滑，四季度全球面临财政货币刺激政策退坡；疫苗对疫情的作用有待时间验证；美国拜登基建计划以及债务上限问题有待解决；中国稳经济政策目前喊口号效应大于实际行动，房地产严格控制方面短期难放松。全球经济上涨动力不足，而能源电力危机严重的干扰工业生产与生活，经济下滑风险增加。
- 中美贸易缓和预期给市场一定的信心支持，海外疫情较三季度有所缓和，经济复苏以及境外产能恢复进度偏慢保障外需的持续性。



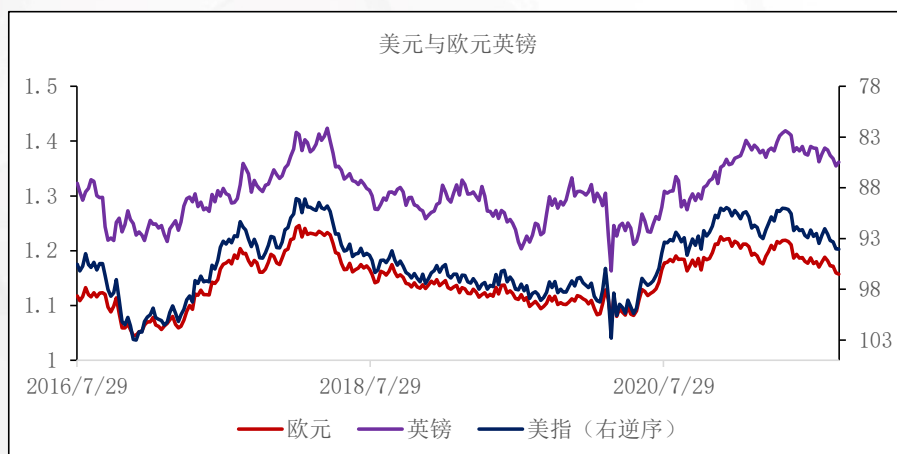
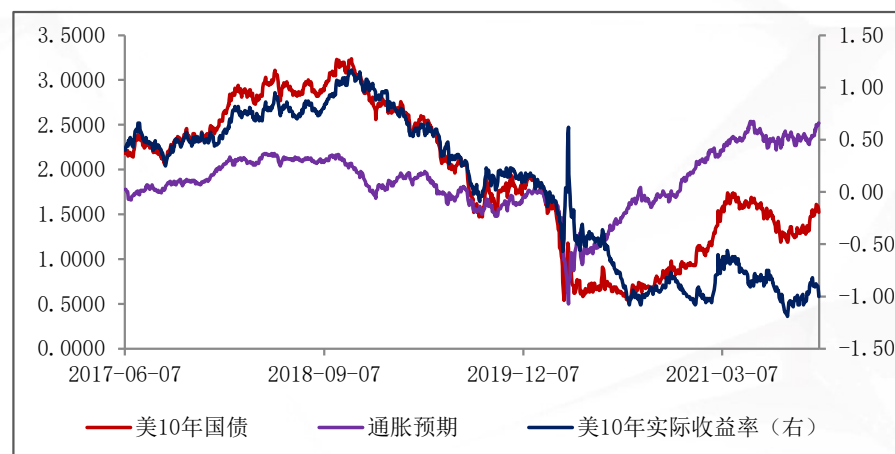
数据来源: Bloomberg、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

美债和美元短期反弹



- 美国债务周期决定着国债低利率环境，基建计划落地仍需债券市场支撑，国债收益率有回升的预期。
- 美元信用扩张周期决定弱美元周期，但当前美国经济相对欧洲和英国等恢复更为健康，美元的比价优势地位决定短期阶段性走强。
- 因此美债和美元长周期低位运行，但中短期走反弹逻辑，美元波动区间【89, 95】，而美债波动中枢【1.2%，1.8%】。

数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

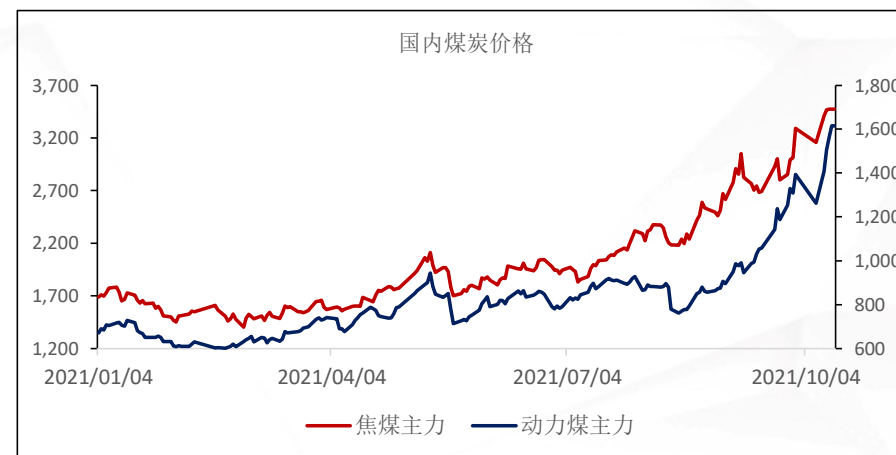
责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

能源电力危机冲击供给侧

- 境内外能源价格年内快速上涨，抬高了企业的生产成本，压缩企业利润，打压生产和消费积极性。
- 电力资源紧张问题愈发严重，致使多国政府和企业进行产能限制，拉闸限电、政府保民生、企业主动减停产事件累见不鲜。
- 能源短期和低碳经济优先冲击高电耗和高能耗商品，综合境内外企业减停产情况，有色中铝、锌、镍本轮受供给侧影响较大。



数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越



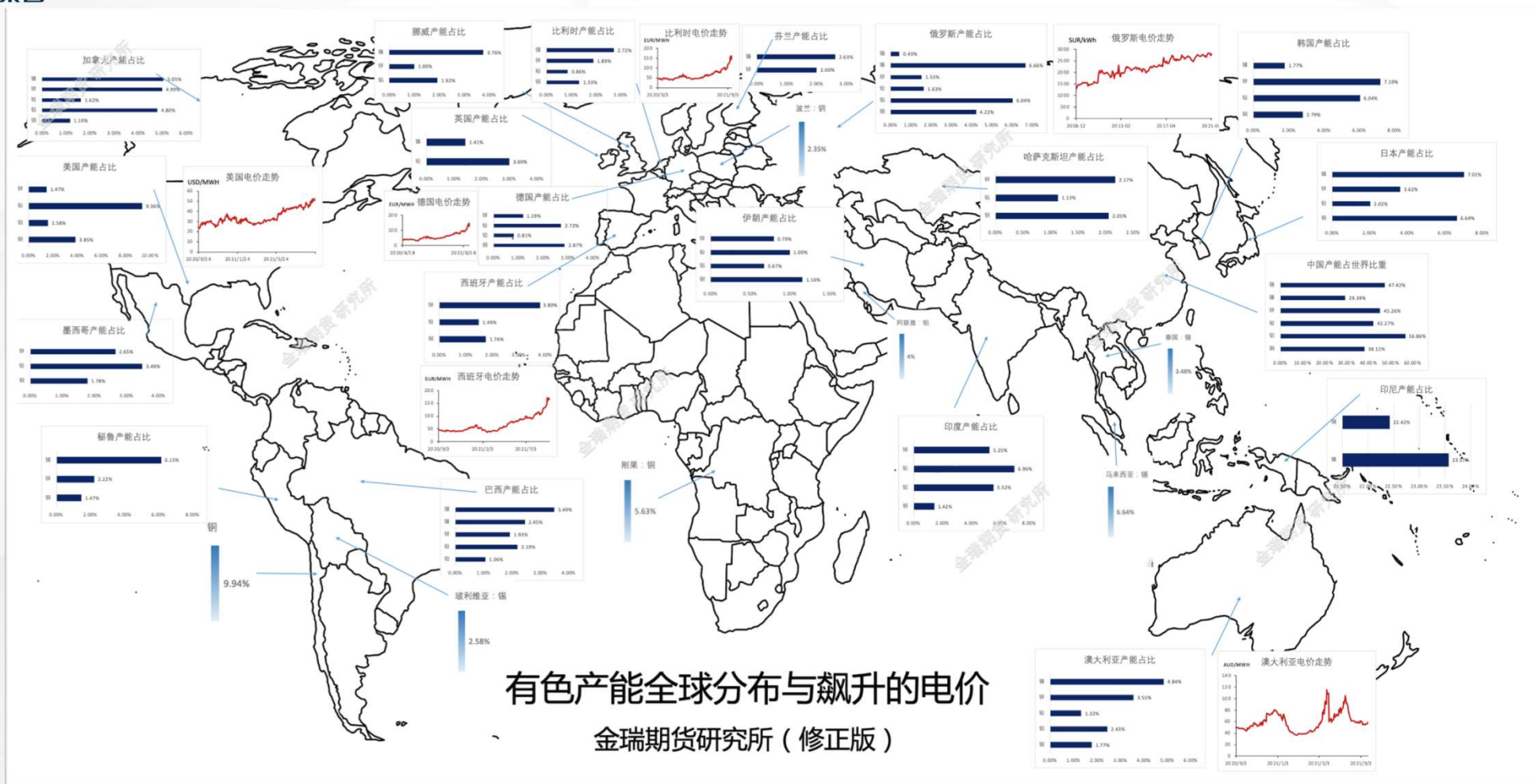
本期热点：缺电限产影响仍在发酵中

- ❑ 国内金属三季度以来生产受能耗双限政策影响，以铝和钢铁为代表的工业金属产能大幅损失，预计四季度仍将持续。而高电价海外供给影响才刚开始，生产商Aldel和Nyrstar以及嘉能可表示受电价高企，公司可能分别削减电解铝和铅、锌生产；镍铁生产商Newco Ferronikeli亦表示，受欧洲市场电价持续上涨将被迫暂停生产。此外，印度矿业联合会（FIMI）亦称鉴于煤炭供应趋紧，大多数铝厂自备电厂煤炭库存已达到最低水平，印度电解铝厂减停产风险增加。
- ❑ 能源电力紧缺的后续思考：
 - 随着冬季的来临，居民用气用电量增加对工业用电是一种挤出效应，企业减停产现象持续恶化的概率提升。
 - 政府的优先保民生政策将会强制高能耗行业减停产。
 - 煤炭、天然气的短期问题是供给不足和物流效率低下的结构性问题预计短期难解决，电力问题是低碳革命和长期投资不足的映射。
 - 新一轮供给侧产能限制，将加速商品库存去化速度，部分产业供需缺口再次走阔；产业低库存和物流调节有限的前提下商品供需结构性矛盾突出，商品间分化加剧。
 - 关注OPEC的增产计划能否部分的缓解能源危机问题。



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

全球有色产能分布及主要国家电价图

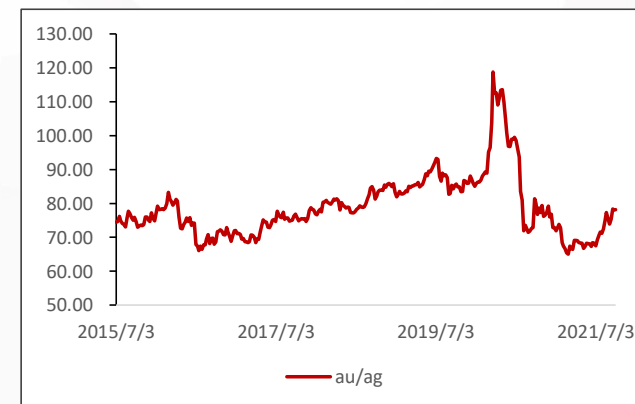
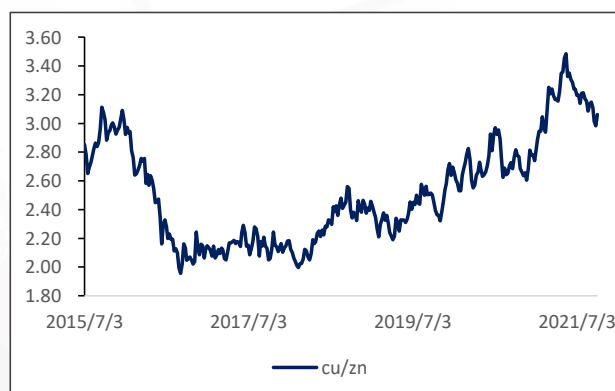
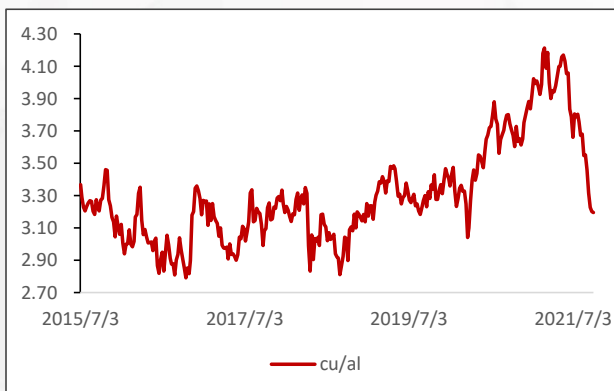
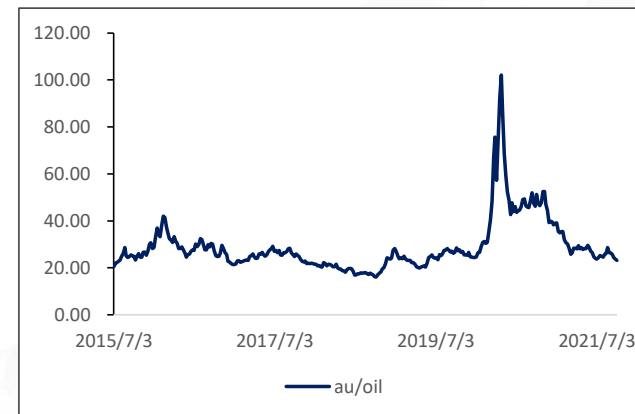
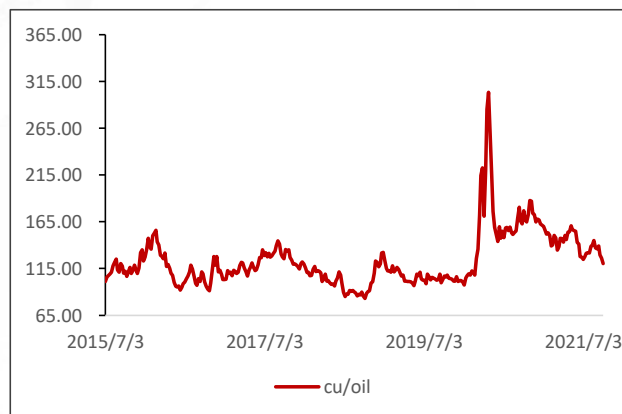
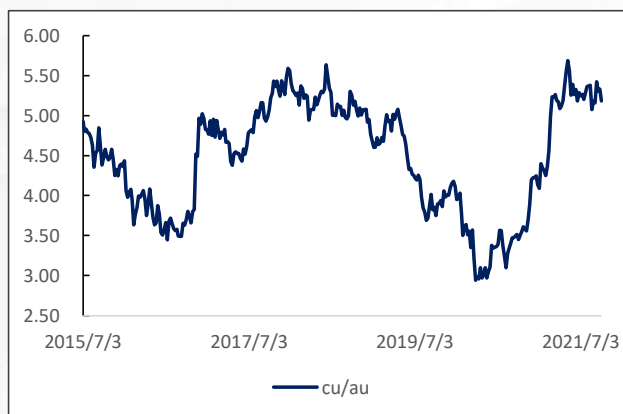


数据来源：金瑞期货研究所整理

责任 专注 超越

商品间价格表现——分化

受新一轮供给侧冲击，单吨能耗较高的铝、锌、镍等金属受限产影响较大，能源价格的持续上涨在成本端支撑价格走强。预计后期随着海外能源电力问题的发酵，将加剧商品供需矛盾和品种间的价格分化。



数据来源: Bloomberg 金瑞期货



江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

基本金属价格、库存与升贴水

低库存、Back结构、供给受损、物流调节不畅、成本逐级抬升是当前基本金属共有特征，但基于能耗和碳排放差别，金属的供需前景各异，高能耗商品短期供给受限严重，而绿色商品长周期受益于需求端，新的商品供需均衡关系需要长周期的调节才能实现。



数据来源: Bloomberg 金瑞期货

责任 专注 超越



江铜集团

金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属交易策略铝—内外减产形成价格共振

- 国内能耗双控、采暖季限产、氧化铝及辅料价格推升冶炼成本等利多因子持续发酵，据安泰科统计1-9月国内减产产能273万吨，新投即复产117万吨，合计净减产156万吨。
- 境外电力紧张同样面临减产压力，其中荷兰AldeI铝厂10月11日已经减产，印度电厂煤炭低库存月底有减产风险，随着能源电力问题发酵，预计更多企业加入减停产队伍。
- 海外电铝成本快速攀升，库存去化，产业减产背景下必将加大国内铝材的出口需求。

策略：多头继续持有



数据来源：安泰科、金瑞期货

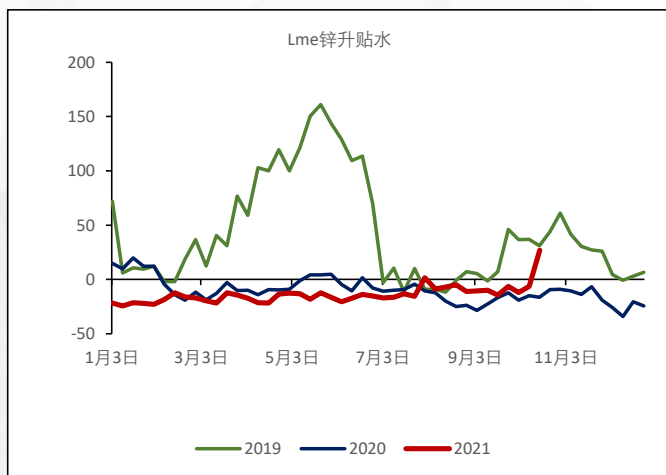
主要国建铝产量及占比			
国家		2020年产量/万吨	产量占比
China	中国	3695	57%
Russia	俄罗斯	392	6%
India	印度	359	6%
Canada	加拿大	312	5%
United Arab Emirates	阿联酋	247	4%
Australia	澳大利亚	158	2%
Bahrain	巴林	155	2%
Norway	挪威	125	2%
United States	美国	103	2%
Saudi Arabia	沙特	78	1%
Iceland	冰岛	77	1%
Malaysia	马来西亚	77	1%
South Africa	南非	72	1%
Brazil	巴西	69	1%
Qatar	卡塔尔	63	1%
Mozambique	莫桑比克	57	1%
Germany	德国	53	1%
Iran	伊朗	44	1%
Oman	阿曼	40	1%
France	法国	39	1%
New Zealand	新西兰	33	1%

责任 专注 超越

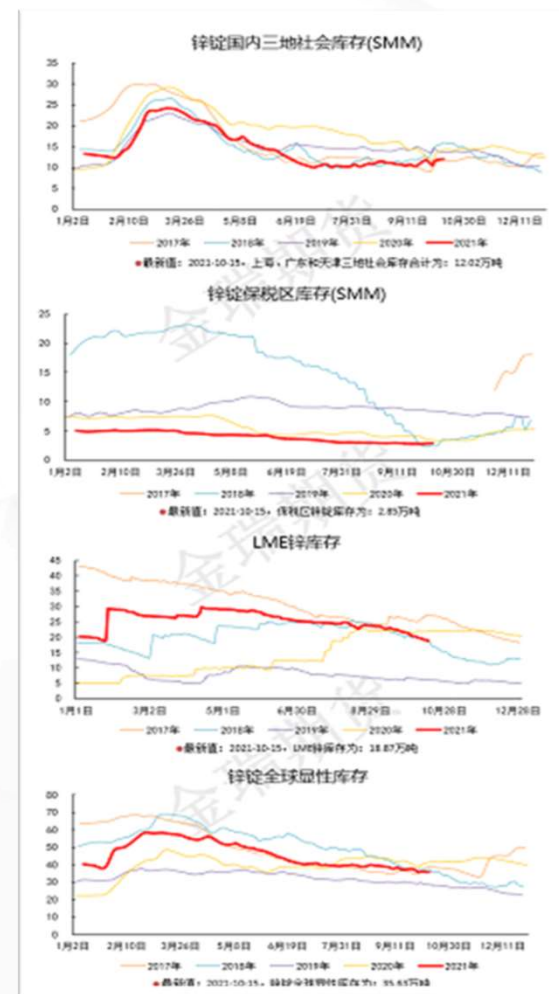
金属交易策略锌——海外大幅减产开启暴涨模式

- 国储抛储部分的抵消了国内能耗双控和电力限制对锌产出的影响，虽节后云南广西部分企业限电结束，但北方采暖季以及四季度能耗控制预计仍在供给端干扰锌锭有效供给。
- 欧洲电力紧张与能源成本上升问题引发企业减产，新星公司西欧冶炼厂减产50%，嘉能可西欧公司因电力问题同样扰动产量，西欧共涉及全球16%的锌冶炼产能，产能损失造成全球供给锐减。
- 亚洲印度同样面临电力紧张问题，全球低库存状态下，预计锌锭将加速去库。

策略：多头继续持有



主要国家锌产量占比			
国家		2020年产量/万吨	产量占比
China	中国	621.5	45.26%
South Korea	韩国	98.8	7.19%
India	印度	72.1	5.25%
Canada	加拿大	68.54	4.99%
Spain	西班牙	52.2	3.80%
Japan	日本	49.7	3.62%
Australia	澳大利亚	48.8	3.55%
Mexico	墨西哥	36.39	2.65%
Peru	秘鲁	30.5	2.22%
Kazakhstan	哈萨克斯坦	29.8	2.17%
Finland	芬兰	29.7	2.16%
Netherlands	挪威	28.5	2.08%



数据来源：安泰科、同花顺、金瑞期货

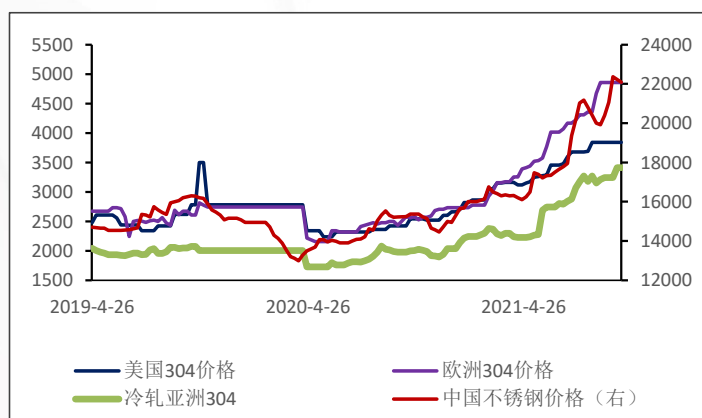
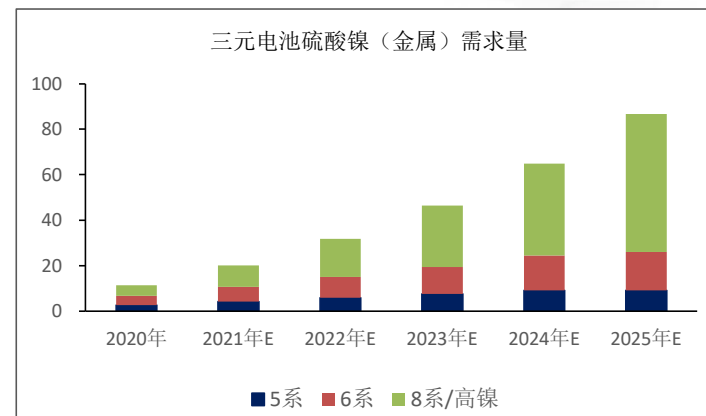
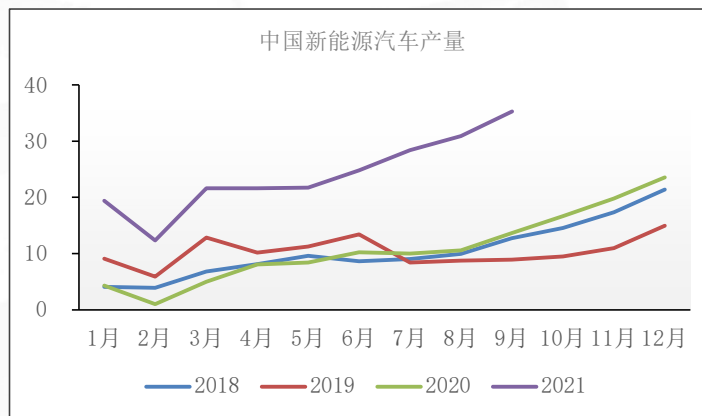


金瑞期货®
JINRUI FUTURES

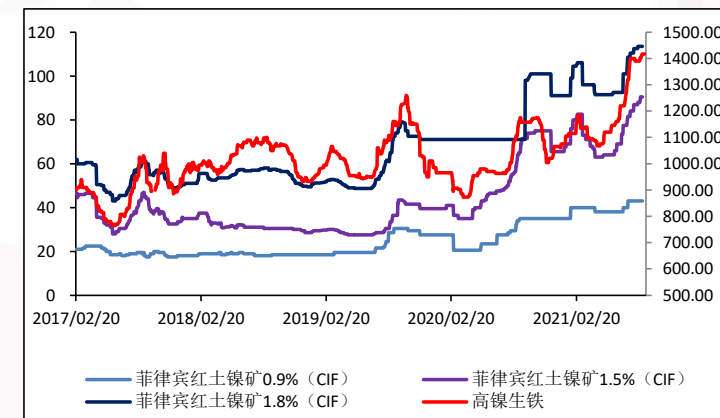
金属交易策略镍—需求持续增加

- 全球新能源汽车产销旺盛，国内电动车产量持续超预期，年度产量有望超310万辆。月度渗透率超20%。
- 硫酸镍产能持续投放，月度产量年底有望达3万吨左右，镍豆经济性使得自溶需求超万吨，新能源将继续加大镍金属需求。
- 国内镍铁产能受限，欧洲部分镍铁产减停产，镍铁资源紧张局势难缓解。而矿及辅料成本高企在成本端支撑镍铁价格。
- 国内不锈钢产能大幅损失，加剧全球供需缺口，价格将继续走强。

策略：多头配置，跨期正套



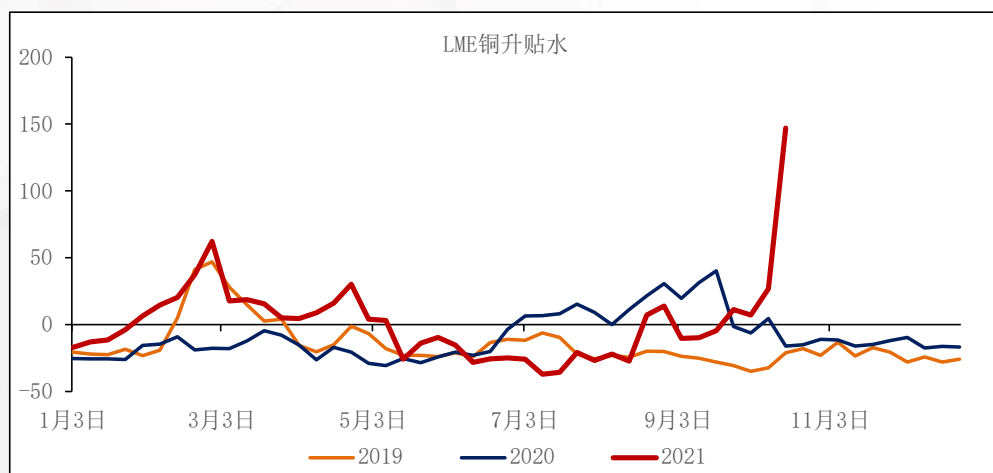
数据来源：钢联、同花顺、金瑞期货



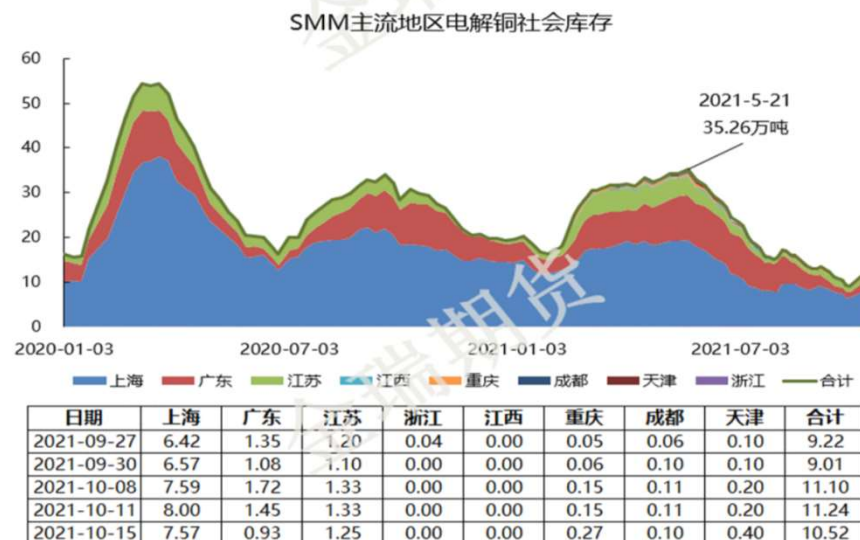
责任 专注 超越

金属交易策略铜—低库存引发逼仓风险

- 沪市和LME的低库存引发期货逼仓风险，LME近月多头持仓以及仓单集中度较高，现货逼仓现象明显。而国内极低仓单库存对应各高持仓的近月合约，国内逼仓风险陡增。
- 海外能源电力风险引发冶炼厂减产风险，整体基本金属景气度提升。但宏观层面的经济下滑风险和美联储货币政策转向风险在宏观上压制铜价
- 策略推荐：跨期正套



数据来源: Bloomberg、同花顺、金瑞期货

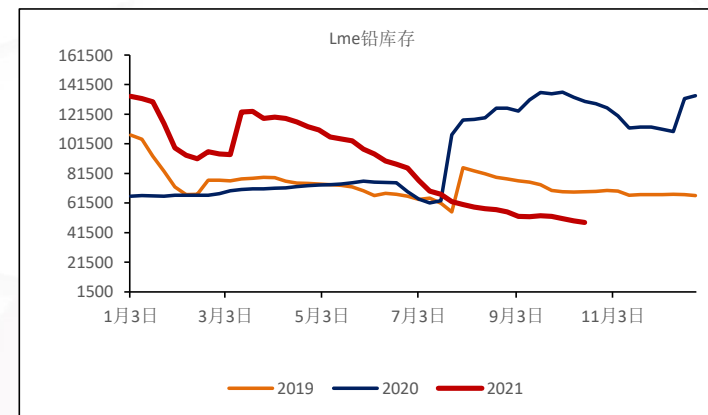
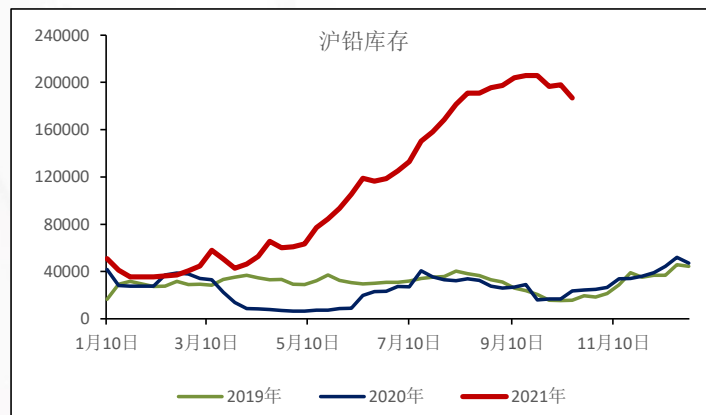
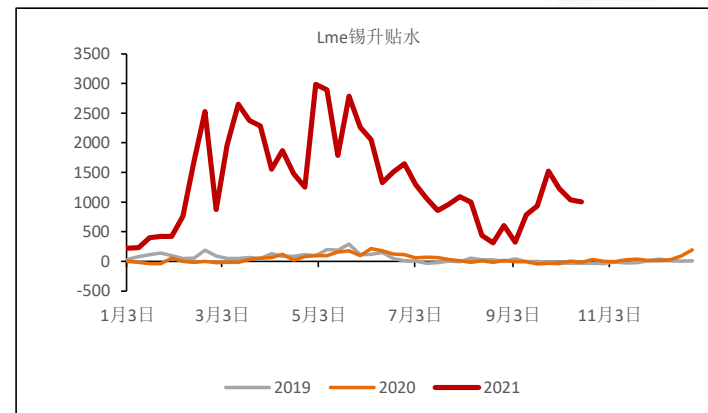
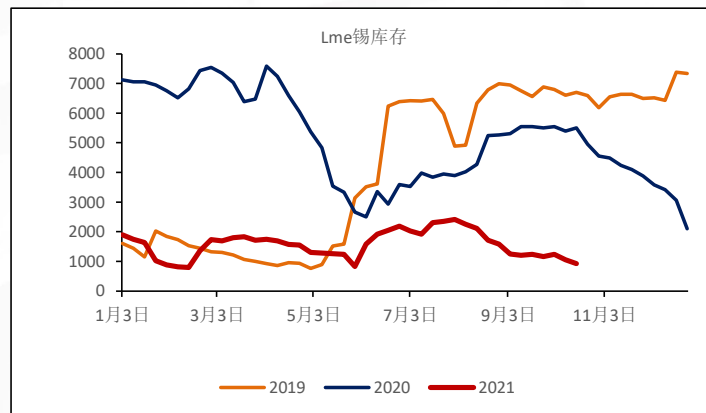


锡:

供给侧产能释放进度偏慢和极低的社会库存是价格持续走强的最大支撑。虽然历史高价刺激新增产能投产，国内及马来西亚有增加计划，但是短期供给缺口矛盾难以调和，预计价格仍将维持偏强走势，月差高Back将持续。

铅:

沪市持续累库和海外的不断去库形成鲜明对比，而供应链瓶颈问题使得国内输出海外市场的速度和量级有限，虽出口利润持续打开，但物流的调节力度不及预期。预计后续国内将增加海外的出口数量，内外比值将修复，因此反套可择机介入。

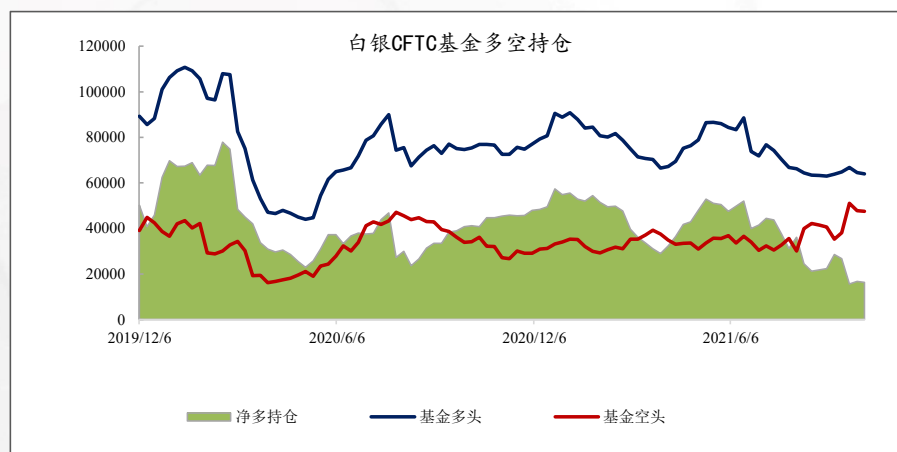
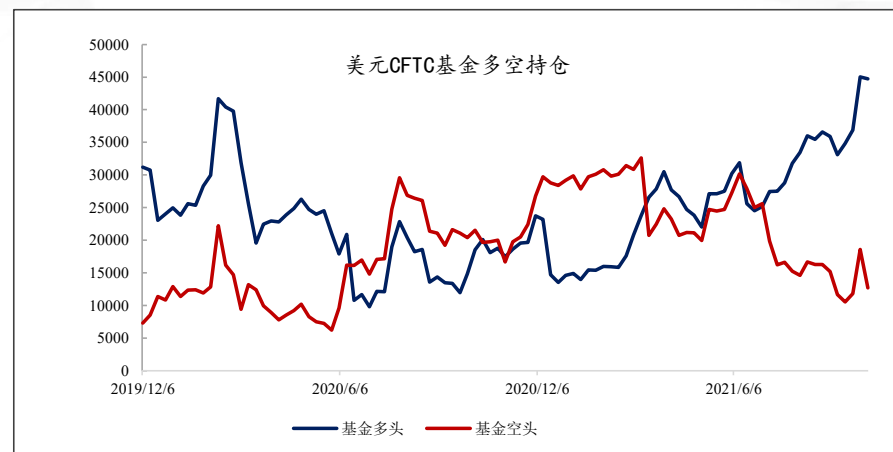
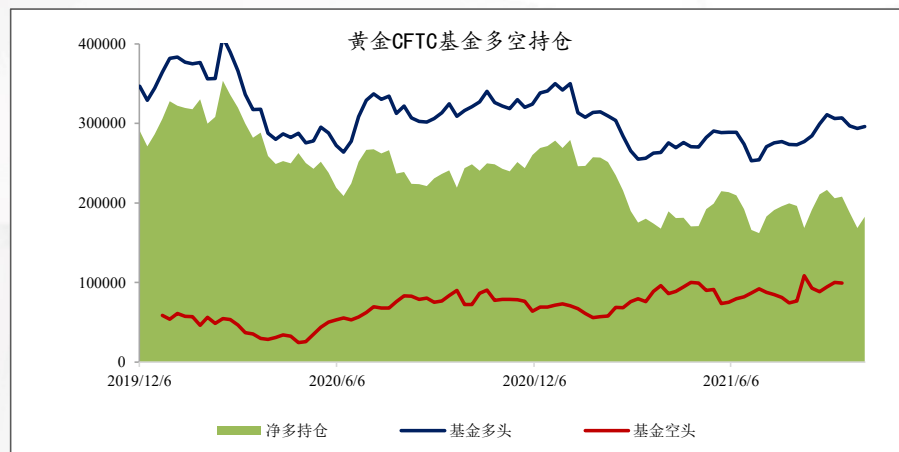


数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

贵金属静待美联储行动



数据来源: Bloomberg 、同花顺、金瑞期货

责任 专注 超越



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
2021/10/15	73820	◆	/
2021/9/30	67950	◆	择机卖2111@67000看跌期权
2021/9/24	69250	◆	择机卖2111@67000看跌期权
2021/9/17	69270	◆	/
2021/9/10	70080	◆	/
2021/9/3	69090	◆	卖2110@67000看跌期权
2021/8/27	69130	◆	/
2021/8/20	67200	◆◆	适当备货
2021/8/13	69970	◆	卖2110@67000看跌期权
2021/8/6	70330	◆	择机卖2110@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
2021/10/15	73820	◆	/
2021/9/30	67950	◆	/
2021/9/24	69250	◆	择机卖2111@71000看涨期权
2021/9/17	69270	◆	择机卖2111@71000看涨期权
2021/9/10	70080	◆	择机卖2111@71000看涨期权
2021/9/3	69090	◆	择机卖2110@70000看涨期权
2021/8/27	69130	◆	择机卖2110@70000看涨期权
2021/8/20	67200	◆	择机卖2110@70000看涨期权
2021/8/13	69970	◆	/
2021/8/6	70330	◆	/

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
2021/10/15	B结构扩大	警惕近月逼仓风险
2021/9/30	B结构扩大	保值头寸择机移仓
2021/9/24	维持B结构	保值头寸择机移仓
2021/9/17	维持B结构	保值头寸择机移仓
2021/9/10	维持B结构	保值头寸择机移仓
2021/9/3	沪市B收窄	保值头寸择机移仓
2021/8/27	沪市B收窄	保值头寸择机移仓
2021/8/20	沪市B收窄	保值头寸择机移仓
2021/8/13	沪市C收窄	多头移仓
2021/8/6	C结构收窄	多头移仓

铜跨市头寸管理

日期	进口盈亏预测	策略建议
2021/10/15	进口亏损收窄	择机反套
2021/9/30	维持现货进口盈利	等待反套机会
2021/9/24	维持现货进口盈利	等待反套机会
2021/9/17	维持现货进口盈利	择机反套
2021/9/10	进口亏损区间波动	跨市区间操作
2021/9/3	进口亏损扩大	择机反套
2021/8/27	期货进口亏损扩大	正套择机平仓
2021/8/20	现货进口盈利收窄	择机正套
2021/8/13	进口亏损扩大	正套择机平仓
2021/8/6	进口亏损扩大	正套持有，等待平仓机会

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，以季度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
2021/10/15	15365	◆	/
2021/9/30	14350	◆◆	14000附近阶段性保值
2021/9/24	14355	◆	/
2021/9/17	14665	◆	/
2021/9/10	15070	◆	/
2021/9/3	15035	◆	14800以下积极保值
2021/8/27	15350	◆	/
2021/8/20	15115	◆◆	/
2021/8/13	15410	◆◆	/
2021/8/6	15785	◆	按订单买入保值

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
2021/10/15	15365	◆◆	15500以上积极保值
2021/9/30	14350	◆	/
2021/9/24	14355	◆	/
2021/9/17	14665	◆	15200以上积极保值
2021/9/10	15070	◆	15500以上积极保值
2021/9/3	15035	◆	/
2021/8/27	15350	◆	/
2021/8/20	15115	◆	/
2021/8/13	15410	◆	/
2021/8/6	15785	◆	/

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
2021/10/15	维持C结构	空头择机移仓
2021/9/30	C结构收窄	空头择机移仓
2021/9/24	C结构收窄	空头择机移仓
2021/9/17	维持小幅C结构	空头择机移仓
2021/9/10	维持小幅C结构	空头择机移仓
2021/9/3	C结构收窄	空头择机移仓
2021/8/27	C结构收窄	正常保值
2021/8/20	维持C结构	正常保值
2021/8/13	维持C结构	空头放远月
2021/8/6	维持C结构	空头择机移仓

铅跨市头寸管理

日期	进口盈亏预测	策略建议
2021/10/15	进口亏损持续	/
2021/9/30	进口亏损收窄	/
2021/9/24	进口亏损较大	/
2021/9/17	进口亏损收窄	跨市反套
2021/9/10	进口亏损收窄	跨市反套
2021/9/3	进口亏损较大	跨市反套注意出口受阻比价回归延迟风险
2021/8/27	进口亏损较大	跨市反套注意出口受阻比价回归延迟风险
2021/8/20	进口亏损较大	跨市反套注意出口受阻比价回归延迟风险
2021/8/13	进口亏损较大	远月跨市反套
2021/8/6	进口亏损较大	现货出口发生后布局反套

责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

企业风险管理—锌

锌矿企业（季度）保值评级

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空强烈程度，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
2021/10/15	25720	◆	25000以上积极保值
2021/9/30	22370	◆	23000以上积极保值

锌冶炼企业保值评级（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
2021/10/15	25720	◆	/
2021/9/30	22370	◆	择机卖2111@23000看涨期权

锌跨期头寸管理

“C”表示contango，“B”表示backwardation。

日期	价差走势预测	策略建议
2021/10/15	维持小幅B结构	空头移仓远月
2021/9/30	B结构扩大	空头移仓远月

锌跨市头寸管理

日期	进口盈亏预测	策略建议
2021/10/15	进口亏损扩大	/
2021/9/30	进口亏损扩大	择机反套

责任 专注 超越



金瑞期货®
JINRUI FUTURES

金属策略建议：海外供给收缩与类“滞胀”交易

观点：“滞胀”风险引发经济增速乏力和货币政策收紧加速的担忧，而由供给侧的多重冲击引发商品价格波动仍将持续，新的市场均衡形成前商品价格将进一步分化。四季度全球将面临高通胀、经济增速放缓、货币政策转向、能源电力紧张以及疫情的波动冲击。品种表现上受新一轮海外供给收缩影响较大的锌和铝将继续走强；镍的价格表现主要体现在需求侧新能源的超预期表现；锡的低库存和供给增量有限仍是价格强势的重要支撑；铜和贵金属虽然同样受益于行业景气以及通胀，但货币政策的转向将在金融端制约价格；铅海外的减产预期短期内提振价格走强，但不改长期空配的逻辑主线。

本期策略：

- ▣ 趋势交易：供给侧收缩预期下支持有色整体多配地位，铝和锌多配，镍和锡多头持有，铅等待价格走高后的空头对冲机会，品种间铝锌>锡镍>铜>铅，贵金属需待美联储政策导向。
- ▣ 对冲交易：持有多铝/锌抛铅交易
- ▣ 跨市交易：铜/镍跨套利围绕现货进口窗口打开区间操作，铅锌跨市反套可择机适当介入。
- ▣ 跨期交易：铜/镍/锌跨期正套

风险：美联储货币政策超预期、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：持有有色多头头寸，择机加仓铝和镍，沪铜跨期正套（11-01）

责任 专注 超越

专业服务

每天进步



感谢聆听