

有色金属七月保持坚挺

光大期货研究所

有色金属部

徐迈里（铜）

执业资格号：F0292919

投资咨询资格号：Z0000609

电话：021-22169060-239

E-mail: xuml@ebfcn.com.cn

投资咨询部

李琦（铅锌）

执业资格号：F0250548

投资咨询资格号：Z0002267

电话：021-22169060-355

E-mail: liqi@ebfcn.com.cn

报告日期：2014年6月28日

要点

- 报关进口减少是国内供应紧张的最主要原因，这一现象的改善将依赖于内外盘比价。只有当期货二月比价上涨至7.25以上时，进口铜报关才会明显增加。如果进口铜维持低迷，国内现货紧张局面依然难改，七月期货挤仓仍将继续，铜价或将保持坚挺。
- 铅冶炼开工率持续低位，供应负增长。蓄电池产出保持增速，考虑到中国精铅产出的进一步下滑，和下半年需求有望好转，我们预计铅价中长期将走强，短期受需求疲弱压制，料将延续区间震荡。锌市方面全球精炼锌供应短缺有放大的趋势，国内目前虽供需两淡，但随着经济的稳步复苏，在保增长政策支持下，固定资产投资料将恢复增速，锌需求预计好转。而由于锌矿的限制，预计供需缺口进一步放大。加之技术面呈现出多头格局及资金推动作用，锌价仍将震荡走高。

期市有风险

入市需谨慎

供应紧张难解，铜价保持坚挺

一、铜价强势运行

上周（6.23—6.27）铜价强势运行，伦铜上涨 114 美元，主要在 6810—6984 美元区间波动；沪铜主力合约上涨 760 元，主要在 48670—49720 元区间波动。青岛事件短期影响消散后，期铜空头回补、新多买盘入场，推动铜价大幅上涨。

图表 1: LME 铜价走势



图表 2: SHFE 铜价走势



资料来源：文华财经

二、报关进口减少至国内供应紧张

二季度，国内铜市一直供应紧张，现货升水居高不下。但是从产量数据和进口数据来看，均未出现明显下滑，需求亦未有大幅增长。铜去哪儿了成为市场热议话题。经过研究后，我们认为保税区铜报关进口大幅减少是国内供应紧张的主要原因所在。一般市场认为，表观消费量=产量+净进口量，这样计算下来今年 1-5 月我国精炼铜表观消费量为 439.1 万吨，同比大幅增长 22.1%。但是，该表观消费量包括保税区的铜供应，然而保税区铜并不能畅通的流向现货市场，因此导致现货市场紧张。为了验证这一点，我们计算表观消费量 2=产量+净进口量-保税区库存增量-国储收储-SHFE 库存增量（国储收储发生在保税区）。可以看出，表观消费量 2 为 397.4 万吨，仅同比增长 3.2%。如此低的供应增长显然不能满足国内的需求，加之国内一些贸易商囤积库存的行为，进一步加剧了国内现货市场的供应紧张局面。

(万吨)	产量	进口量	出口量	保税区库存变化	国储收储	SHFE 库存变化	表观消费量 1	表观消费量 2
2014 年 1-5 月	287.0	162.6	10.5	25.0	20.0	-3.4	439.1	397.4
2013 年 1-5 月	267.2	109.2	16.9	-23.0		-2.7	359.5	385.2
同比增长							22.1%	3.2%

进一步分析，可以看出 1-5 月我国净进口量 152 万吨，但是保税区库存增长了约 45 万吨（包括国储收储的 20 万吨），也就是说实际上报关进口的铜大量减少。这一现象又是什么原因导致的呢？我们认为主要因素有二：一是二季度银行收紧信用证发放，并停止不相关企业的融资铜行为。我们知道，融资铜占据了我国铜进口的大部分，融资铜的收缩对于铜进口形成明显打压；二是比价偏低，二季度内外盘比价一直偏低，甚至出现冶炼厂大幅出口的情形。虽然 6 月份比价明显反弹，但是融资铜退潮后，实体企业难以承受铜进口 1000 以上的亏损，因此即便是比价反弹，企业仍然无法大量进口。

三、供求关系是铜市主要矛盾

可以看出报关进口减少是国内供应紧张的主要问题所在，也是现货持续高升水的主要原因，更是铜价一路走强的根本原因。那么后期这一因素是否会发生变化呢？对此，我们认为：

首先，只有当期货二月比价进一步上升至 7.25 以上时，国内企业才能放大进口量。虽然现货比价亏损较小，但是由于期货比价不合适，进口铜保值将面临亏损，不利于企业进口。当比价进一步上升后，进口行为增加，才能够缓解国内的供应紧张局面；

其次，需求明显下滑。上半年我国房地产市场较为低迷，这将逐步传导至铜消费市场，这将或多或少影响到第三季度的铜消费。影响程度尚难预估，但是仍不排除需求明显下滑的可能，这将从需求端改变国内供求紧张的格局；

最后，冶炼厂全力开工。如果国内月均产量能超过 60 万吨，这同样将缓解市场供应紧张的局面。

四、七月铜价仍将保持坚挺

综合本文分析，我们认为报关进口减少是国内供应紧张的最主要原因，这一现象的改善将依赖于内外盘比价。只有当期货二月比价上涨至 7.25 以上时，进口铜报关才会明显增加。如果进口铜仍然低迷，国内现货紧张局面依然难改，七月期货挤仓仍将继续，铜价仍将保持坚挺。

分析师：徐迈里，工科硕士，现任光大期货研究所有色金属部研究总监。
从事铜期货研究五年，上海金属网“期货专家团队”成员，在公开报刊杂志上发表专业文章数十篇，多次参与“东方财经”“IPTV”等电视现场访谈。
执业资格号：F0292919 投资咨询资格号：Z0000609
联系电话：021-22169060-239 E-mail: xuml@ebfcn.com.cn

铅延续横盘 锌仍有上行空间

一、锌价走弱，铅价横盘

本周锌价大幅升高后迅速回落。LME 铅周高价 2192 美元/吨，周低价 2130.75 美元/吨，收 2159.25 美元/吨，周涨 1.18%。LME 锌本周周高价 2198 美元/吨，周低价 2163 美元/吨，收 2186.75 美元/吨，全周涨 0.49%。LME 铅库存减少 125 吨至 193400 吨，锌库存减少 1.72 吨至 669000 吨。铅锌价差-27 美元/吨。

沪铅主力合约本周周高价 14180 元/吨，周低价 14070 元/吨，收 14105 元/吨，全周跌 0.04%。沪锌主力本周周高价 15815 元/吨，周低价 15755 元/吨，收 15760 元/吨，跌 0.03%。沪铅库存增加 371 吨至 67405 吨，沪锌库存减少 2201 吨至 209840 吨。国内现货锌铅价差 1675 元/吨，较上周进一步扩大。本周铜、螺纹等商品走高，沪锌价走势随之趋弱。

二、需求清淡、资金紧缺

现铅市场周内再次见证了月末的供需失衡，成交价逐级下跌。上海地区驰宏、南方、成源、铜冠等品牌铅均有出货，市场供应较充裕，成交价至周四已跌至 13900 元/吨之下；河南济源、安阳、灵宝三大地区出货量均有所增加，万洋、豫光均价较难成交，成交价集中于 13800-13880 元/吨。下周料现铅市场活跃度将有所回暖，价格集中于 13800-13950 元/吨。造成本周现铅成交疲软的最大原因即为资金缺乏，下周银行放贷的流出将有效提振采购，支撑现货价格。冶炼厂在资金压力解除且价格短暂回调之时，料惜售情绪较浓，市场或将以贸易商套盘货源为主。现锌市场，0#锌对沪期锌主力 1409 合约从上周五的贴水 120 元/吨-贴水 100 元/吨扩大至至本周贴水 150 元/吨附近。虽然受炼厂检修影响，部分 0#品牌货源依旧偏紧，上海可流通交割品牌有限，加上自上周下半周到本周四，进口锌趋于减少，不过在周五迫于年中资金压力，大量进口锌蜂拥流入国内市场，同时年中、月末资金问题趋于显著，有拖累贸易市场活跃度，下游在临近终端需求淡季，多看空后市，观望情绪依然，整体成交依旧不佳。（本部分资料来源：SMM）

三、多因素将继续推动锌价

全球锌矿自去年二季度以来步入负增长，相对于 2012 年矿对精锌过剩明显的状况，去年以来矿对精锌剩余明显缩减，而去年下半年开始，矿相对于精炼锌出现紧缺，特别是在 1、2 月份期间。近两个月恢复小幅剩余，但是矿偏紧的状况将进一步延续。国内方面，国内锌矿产出连续 4 个月负增长。不过，目前进口锌矿加工费处于 135 美元/吨，是近 5 年来高位，国产矿加工费在 5150 元/吨之上，加工费重心自 2011 年缓慢上抬，4 月加工费比今年 1 月提高了 200 元/吨，加工费反映矿供应相对宽松。但随着锌矿减产，供应预期收紧。

精锌方面，ILZSG 最新数据显示，今年 1-4 月全球精炼锌供应短缺 10.2 万吨，自去年 10 年

全球精锌出现短缺以来，短缺数量在不断扩大。我国精锌产量自二季度转为负增长，5月产量同比增加0.01%，但1-5月累计同比减少0.17%。精锌产出增速高于锌矿产出增速。

总体而言，全球锌矿存在短缺预期，而全球精炼锌供应短缺已较为明确，并且缺口在进一步放大，加之后市矿山关闭的预期，如果没有较为显著的新开矿山或者扩建矿山的计划，那么短缺趋势将日益明显。供应方面有两点潜在利空隐忧需关注：全球后续的新开矿情况和隐性库存。

需求方面，经济增长在5月出现了企稳迹象，主要表现在工业增加值和基建投资增速。5月工业增加值同比增速从上月的8.7%增加0.1个百分点至8.8%，此外，铁路货运量和发电量增速也出现上行。基建投资增速在5月明显加快，1-5月，基建投资增速23%，较上月提高2.2个百分点。总体看，1-5月固定资产投资较上月小幅回落0.1个百分点至17.2%，连续8个月下滑，除基建增长明显，其他主要分项指标依然回落，制造业投资放缓至14.2%，房地产投资同比增速回落至14.7%，较上月的16.4%回落1.7个百分点。前5月全国房地产开发投资同比增长14.7%，增速比1-4月份回落1.7个百分点，商品房销售面积同比下降7.8%，降幅比1-4月份扩大0.9个百分点，商品房销售额下降8.5%，降幅比1-4月份扩大0.7个百分点。房地产投资增速不断下行，预计未来还有下行空间。虽然基建有所回升，但依然难抵房地产大幅下行的压力，令固定资产投资增速仍出现下滑。下半年，在微刺激和定向降准的进一步推动下，实体经济或有所好转，但是房地产行业风险仍存在较大的不确定性，房地产风险的释放将会对实体经济产生负面冲击，这将不利于锌需求。

上半年汽车行业落入低增长。同比增速从去年的20%上方落入10%之下，4月产出增速较3月环比下滑，5月有所恢复，5月汽车产量同比增加12.08%，累计同比增加10.79%。之后的7、8月份是传统淡季，汽车产量增速预计将低位徘徊。不过下半年年金九银十汽车或有望季节性转强，或至少能够保持温和增加。家电方面，彩电和空调消费表现较佳，而冰箱和洗衣机则明显需求疲弱。

总体而言，全球锌需求在逐渐好转，中国上半年锌终端需求略显疲弱，主要因固定资产投资增速的下滑。不过我们看到5月数据中基建投资出现增长，工业增加值和用电量等数据皆出现上行，加之国内政策及货币层面的支持，下半年国内需求有望企稳。而美欧需求的进一步向好也较为明确。

市场对锌的基本面预期好转。从心理层面看，由于锌在四个有色金属品种中基本面相对较佳，锌成为投机资金有色金属对冲操作的首选做多品种，所以，虽然我们看到国内需求现状依然疲弱，但是相对较强的基本面使得锌对资金的吸引力增强。这也是投机资金在6月份以来转向锌的重要原因。而本周随着铜及螺纹钢等商品的走强，锌价涨势明显趋弱，可见资金因素占有重要的作用。

四、下游需求疲弱压制铅价

5月份我国铅矿产量同比下滑8.65%，1-5月累计同比下滑9.78%，铅矿产出连续四个月萎缩，而且在去年基数较低的情况下增速仍出现大幅下降。铅价低迷，且副产品价格下跌是导致国内铅

矿产量持续萎缩的主要因素。中国铅矿产出的大幅缩减拖累了全球产出增速。精炼铅方面，ILZSG 数据显示，全球精铅产量增长主要来自于欧洲和除中国外亚洲地区。5 月我国精铅产量 37.32 万吨，同比减少 8.04%，1-5 月累计同比减少 6.26%，产量缩减趋势非常明显。据了解，目前铅冶炼企业铅现货库存较低。原生铅企业开工也持续下降，原料紧缺和资金紧缺是限制开工的重要因素。

5 月我国铅酸蓄电池产量同比增加 9.77%，累计同比增加 7.47%，增速为两年新低。1-5 月铅蓄电池产出 8582 万千伏安，大约用铅 175 万吨，按蓄电池需求占精铅需求 80% 计，1-5 月国内铅消费预计 219 万吨左右。出口方面，4 月出口 1151.2 万只，1-4 月累计出口 3380.9 万只，同比分别增长 33.4% 和 28.5%，出口增长反映亚洲其他国家及美欧蓄电池需求维持增速。目前，蓄电池企业仍然在通过降价销售以达到跑货的目的。电动自行车电池由于频繁价格战，近年来价格已接近盈亏平衡点，中小电动自行车蓄电池企业生存难。

5 月汽车产量同比增加 12.08%，累计同比增加 10.79%，7、8 月份是传统淡季，汽车产量增速恐仍将下滑，而 9 月后或有所好转。电动自行车也出现增速放缓迹象。新增电动自行车市场已呈现出饱和的特征，保有量是支持电动自行车行业铅消费的主要力量。5 月份国内共生产移动通信基站设备 2688.9 万信道，同比大幅增加 153.1%，1-4 月累计同比增加 179.8%，增速创 2009 年 9 月以来新高。4G 网络建设步伐将进一步加快，预计下半年储能电池铅消费将继续保持持续增长。但是储能类电池占比并不大，因此需求总体表现目前依然较弱。价格上行仍较难。

五、铅延续横盘锌仍有上行空间

综上，我们认为，国内资金紧张，附属产品价格低位，铅矿供应收紧等因素将令铅冶炼开工率持续低位，供应下滑仍将持续。需求方面蓄电池产出保持增速，下半年需求料将有所改善，考虑到中国精铅产出的进一步下滑，和下半年需求有望好转，我们预计铅价中长期将走强，短期受需求疲弱压制，料将延续区间震荡。

全球精炼锌供需走强，供应短缺有放大的趋势，国内目前虽供需两淡，但随着经济的稳步复苏，在保增长政策支持下，固定资产投资料将恢复增速，锌需求预计好转。而由于锌矿的限制，预计全球需求增速将继续大于供应增速，供需缺口进一步放大。加之技术面呈现出多头格局，以及资金追逐的推动，我们预计锌价仍将震荡走高。

分析师：李琦，上海外国语大学经济学硕士。中国金属通报 2012 年十佳有色金属分析师。高级口译执业资格，翻译外行报告百余篇，撰写英文行情分析报告。编写《证券投资理论与实务》教材并已再版。

执业资格证号：F0250548

电话：021-22169060-355

投资咨询资格号：Z0002267

E-mail:liqi@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们已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操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司总部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼
邮编：200040
电话：021-22169060 传真：021-22169061

机构渠道部

地址：上海市浦东新区福山路 458 号同盛大厦 3 楼
邮编：200122
电话：021-20231712 传真：021-20231732

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心
A 座大连期货大厦 2002、2003、2410 号房间
邮编：116023
电话：0411-84806837 传真：0411-84806843

福州营业部

地址：福州市鼓楼区东大路 92 号华源大厦 15 层 1503 室
邮编：350003
电话：0591-87875103 传真：0591-87875119

宁波营业部

地址：浙江省宁波市海曙区华楼巷 19 号 3-11 室
邮编：315010
电话：0574-87269819 传真：0574-87367237

北京营业部

地址：北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼三层
邮编：100045
电话：010-68084002 传真：010-68084131

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 1208 室
邮编：450008
电话：0371-65612257 传真：0371-65612515

上海肇嘉浜路营业部

地址：上海徐汇区肇嘉浜路 680 号金钟大厦 811 室
邮编：200031
电话：021-64155171, 64155173 传真：021-64736784

青岛营业部

地址：山东省青岛市市南区香港西路 67 号 12 层 JKLM 室
邮编：266071
电话：0532-86129091 传真：0532-86129089

天津营业部

地址：天津市河西区解放南路 376 号富裕大厦 2 号楼 17 层 A 室
邮编：300202
电话：022-58780708 传真：022-58780708

长沙营业部

地址：长沙市开福区芙蓉中路三段 142 号光大大厦 1210、1211、1213
邮编：410011
电话：0731-82906096 传真：0731-82906097

长春营业部

地址：吉林省长春市解放大路 2677 号光大大厦 15 层
邮编：130061
电话：0431-88405567 传真：0431-88405587

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 689 号 1808、1809、1810、1411 房
邮编：510635
电话：020-38731485 传真：020-38731323

重庆营业部

地址：重庆市渝中区解放碑民族路 168 号光大银行大厦 3F
邮编：400010
电话：023-86618100 传真：023-86618133

南京营业部

地址：南京市玄武区中央路 288 号 5 楼 501 室
邮编：210008
电话：025-83122055 传真：025-83122059

深圳营业部

地址：深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 2701、2702
邮编：518026
电话：0755-82767979 传真：0755-82767970

上海新闻路营业部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼
邮编：200040
电话：021-22169060 传真：021-22169061

南宁营业部

地址：广西壮族自治区南宁市民生路 131 号绿都商厦 31 层
邮编：530012
电话：0771-2862803 传真：0771-2862803

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道北京大厦 20F、G、H
邮编：570000
电话：0898-68538658 传真：0898-68507358

武汉营业部

地址：湖北省武汉市张之洞路 224 号紫阳大厦 10 层
邮编：430060
电话：027-88312095 传真：027-88312078

杭州营业部

地址：杭州市江干区富春路 308 号华成国际发展大厦 11 层
邮编：310020
电话：0571-89910727 传真：0571-89910733

世纪大道营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道 1501 号 1301、1309 室
邮编：200122
电话：021-50192126 传真：021-50192155

成都营业部

地址：成都市武侯区领事馆路 7 号保利中心南塔 905 室
邮编：610000
电话：028-86032288 传真：86032668