

有色金属期货市场结构各异，透露什么信息？

微信发文

2021年11月11日

张秀峰

有色研究员

投资咨询编号：Z0011152

从业资格号：F0289189

联系电话：0571-28132619

邮箱：

zhangxiufeng@cindasc.com

楼家豪

有色研究员

从业资格号：F3080463

联系电话：0571-28132516

邮箱：

loujiahao@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天

人大厦19、20楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

本文提要：

近期有色金属各品种之间价格结构差异较大，本文尝试解释其价格结构形成的原因，以及做出相对定性的预测。

通过我们的观察，发现铜和锡的 LME 基差偏高，呈现深度 Back 结构，同时铜和锡的库存位置偏低，那么反映出来的就是当前市场上铜和锡的现货还是偏紧的，而由于美联储降准降息的预期打压了远月合约的价格，使得其呈现近高远低的结构，对于短期期价能够起到一定的支撑作用。

铝的社会库存当前出现了小幅去库趋势，而近高远低的结构蚕食了做空的价值，使得其下跌不再流畅。镍的国内外基差皆较为坚挺，库存位置也都较低，从基差和库存的角度看来，短期还是建议以偏多思路对待。铅的 LME 基差 back 结构呈现出稳定收敛的趋势，国内外库存虽然保持去库，但是国内库存依然在极高位置，从库存和基差的角度来看依然偏空。相对来说，锌的内外盘表现出的信号相反，预计其转入震荡，关注价值较低。

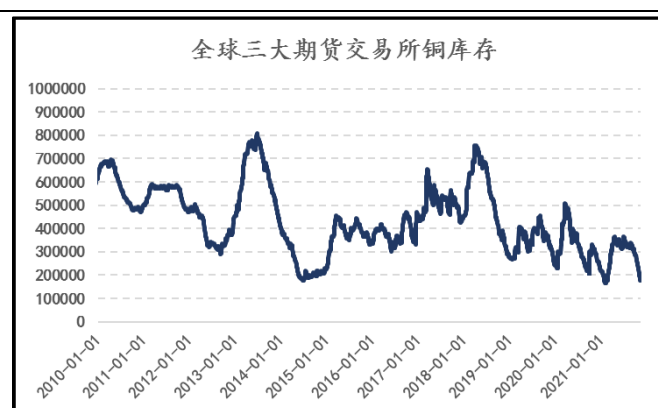
当前从 LME0-3 基差来看，有色板块中的品种除了铝，现货对期货都呈现升水结构，且从十年的周期来看，基差都已经处于较高的区间。一方面这反应出当前现货比较紧缺，但另一方面可能也反映出对于未来的预期是远不及当前的。

有色板块当中，当前基差最大的两个品种分别为铜和锡。先来看铜，此前 LME 铜经历了一轮逼仓，当时美联储货币政策回归正常化已经逐渐被市场接受，随着美联储公布会议纪要，美元指数出现阶段性回落，而铜作为大宗商品中金融属性较强的品种，宏观环境是支持其上涨的；而当时国内铜库存低位，沪铜 11 月合约虚实盘比较高，不会拖海外逼仓的后腿；最重要的是，当时 LME 的库存持续下降，至 10 月中旬已经不到 20 万吨，达到历时同期较低位置。因此伦铜 0-3 现货升水自 10 月初开始连续飙升，至 10 月 18 日，该升水达到 1103.5 美元/吨，处于历史最高水平。之后 LME 推出管理新规，LME0-3 基差迅速回落，但是放在 10 年的周期来看，当前 172.5 美元/吨的 LME 基差仍处于高位区间。从短期影响来看，基差在逼仓结束之后快速回落，LME 期价也同步回落。但是基差并未离开高位区间，体现现货强势，这将有利于铜期货价格持续坚挺，使得铜价维持多头格局。结合盘面来看，铜价回撤之后，至 11 月 3 号，基差开始回升，铜价也开始企稳。当前，铜的三大交易所库存还在持续去库，截至 11 月 10 日，库存仅剩 176603 吨，远远小于 10 月逼仓发生时的库存，而国内的铜基差也已经回到了正常区间。结合美联储 Taper 虽初步启动，但远不及市场预期那般猛烈，11 月接近交割时多头逼仓的风险还在逐步累积。届时，内外盘的联动效应可能也会拉高沪铜期价。

图 1：LME 铜（0-3）基差



图 2：三大交易所铜总库存（上期所+LME+COMEX）



资料来源：Wind，LME，信达期货研发中心

锡的 LME 基差自年初以来就处于历史高位，期间虽有过回落，但是总体来看基差水平一直处于极高位，而相应的今年期锡的价格也一直保持强势。此前由于市场情绪受到煤价下跌影响转冷，而锡加工费创下 4 年来新高，反应矿端供应改善，叠加马来西亚解除疫情移动控制大量复产，使得锡价回调，但是当时基差反而在上涨，意味着现货价格受到的影响不像期货那么大。而进入 11 月以来，相比前期来看基差有所回落，但是对比历史数据可以发现基差依然处于高位区间，与铜相似，也是反映出现货的紧缺，对于短期期价有支撑作用，仍应以多头思路对待。

图 3: LME 锡 (0-3) 基差

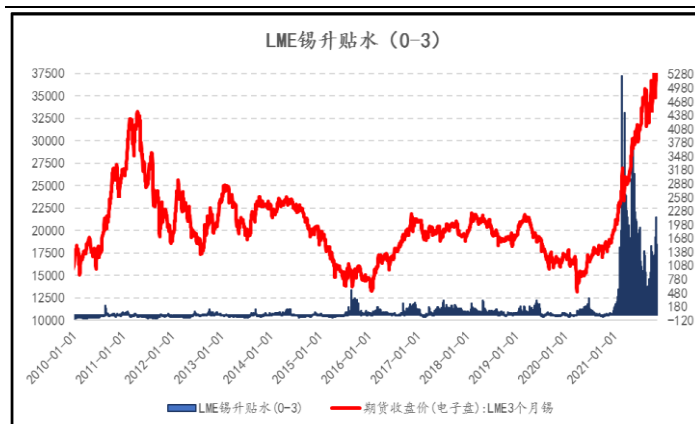
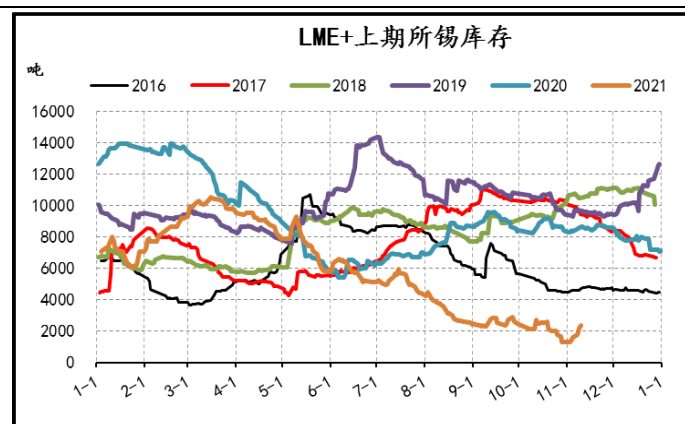


图 4: 上期所+LME 锡库存总数 (吨)



资料来源: Wind, LME, 信达期货研发中心

锌和铅相对来说, 升贴水的变化没有铜和锡那么剧烈, 但是与锡和铜相似的点在于仅如 11 月之后基差都开始收敛。其中收敛最稳定的是铅和锌, 从 10 月 28 日之后 LME 铅的基差稳定收敛, 从月初的 38.75 美元/吨收敛至 11 月 9 日的 19 美元/吨; 同时时间段 LME 锌的基差也从 68.75 美元/吨收敛至 26 美元/吨。单从基差上来看, 现货市场上的紧缺程度正在稳步缓解, 对于期铅价格的支撑也就在逐步的萎缩。而从库存上来看, LME 交易所库存从年初 3、4 月份开始就呈现一个较为稳定的去库过程, 但是当前来看铅的国内库存依然极高, 而锌的库存处于历史同期低位, 也是支持以上观点的。而相对来说, 镍的基差就较为坚挺, 基本还是能够维持在 100 美元/吨以上, 也是一个较高的位置, 而镍的国内库存当前处于历史同期低位, 与基差的坚挺相互呼应, 反应现货市场上的需求并不悲观。对于短期期镍的价格支撑会较强一些。

图 5: LME 铅 (0-3) 基差



图 6: LME 锌 (0-3) 基差

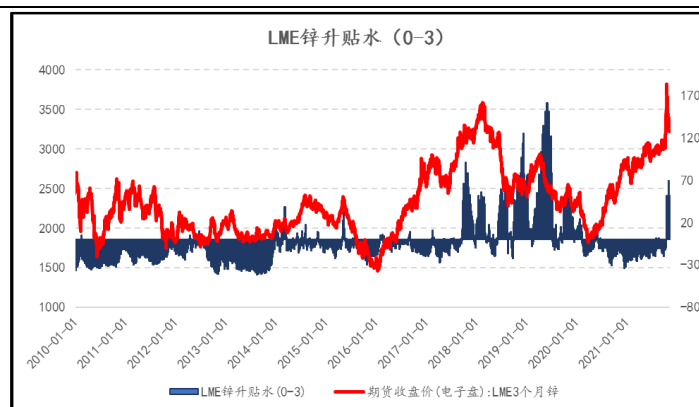


图 7：沪铅基差

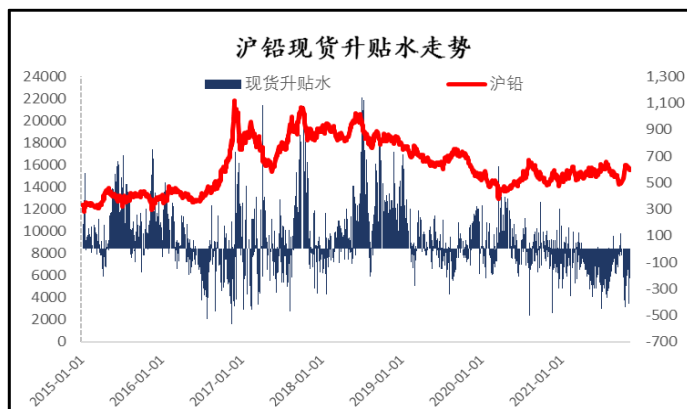


图 8：沪锌基差

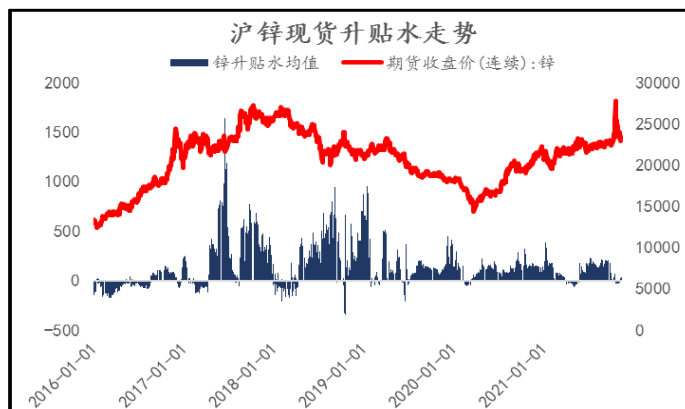


图 9：上期所铅库存

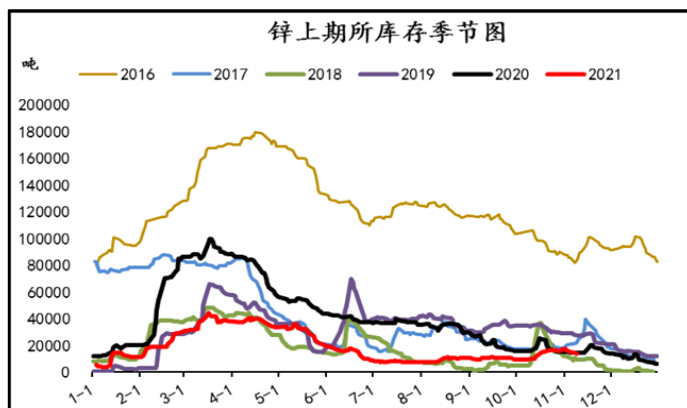


图 10：上期所锌库存

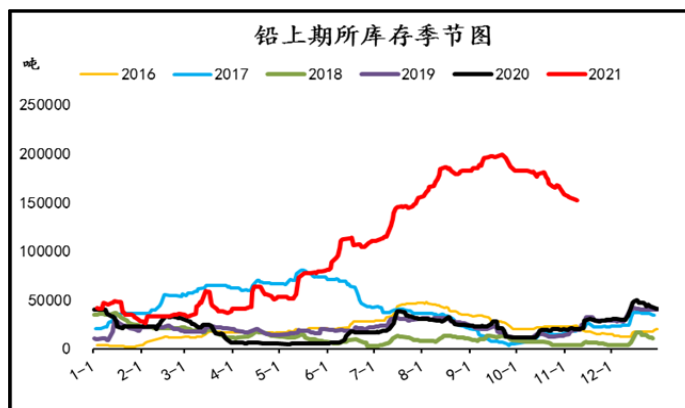


图 11：LME 镍（0-3）基差

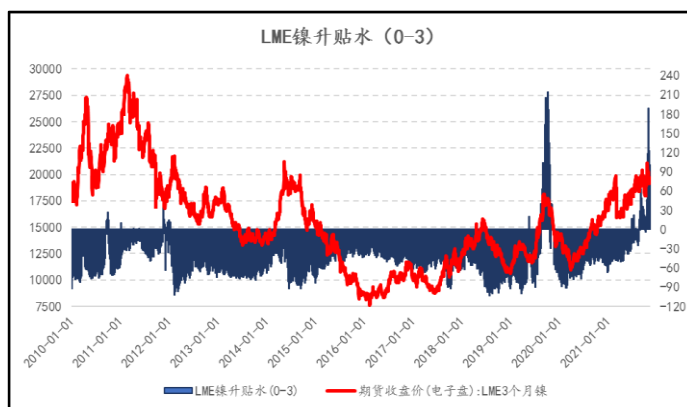
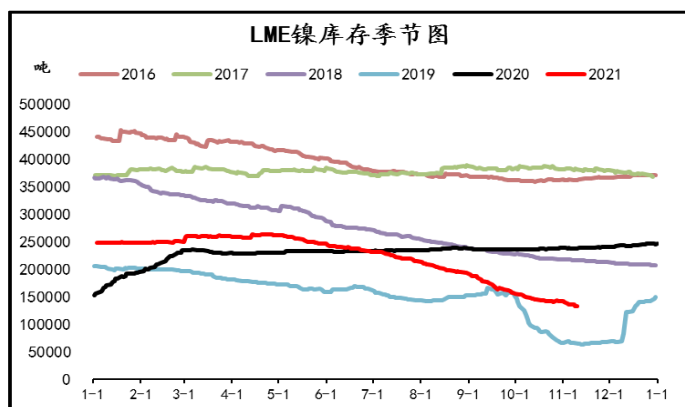


图 12：上期所镍库存



资料来源：Wind，LME，信达期货研发中心

整个有色板块当中，单就基差的角度来看，铝的表现是最弱的。10月13日以来，电解铝基差由

正转负，现货相对期货较为疲软，也正是从这时候开始，社会库存快速累库，现货需求疲软，铝价由此出现持续暴跌。在有色板块中，其他金属均处于现货升水的状态，单单电解铝仍处在现货贴水的态势，也意味着电解铝目前的走势相对较弱。目前社会库存出现了短暂的小幅去库现象，若现货贴水情况能得到修复且社会库存累库持续放缓，那么电解铝从库存+基差的维度传递出止跌企稳的信号。

图 13: LME 铝 (0-3) 基差

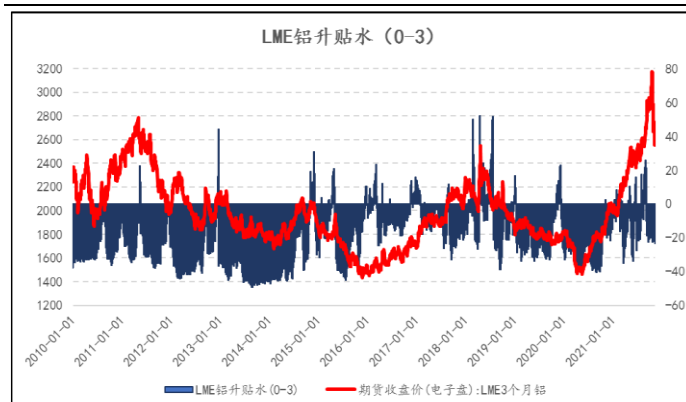
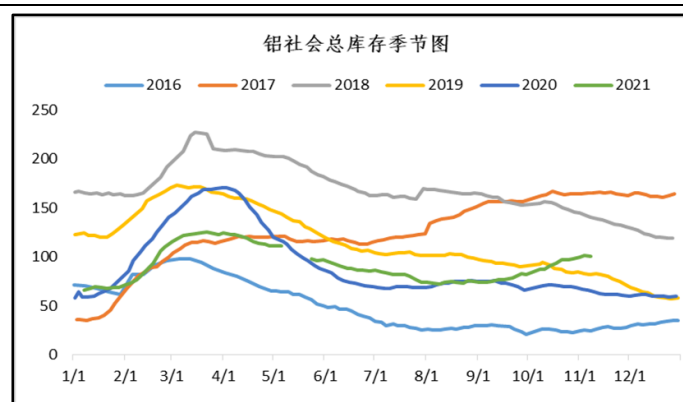


图 14: 上期所铝库存



资料来源: Wind, LME, 信达期货研发中心

综合来看，有色板块中外盘基差对于期价的支撑力度排序大致如下：锡 $\approx$ 铜 $>$ 镍 $>$ 锌 $\geq$ 铅 $>$ 铝

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司
北京营业部、上海营业部、广州营业部
哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部
乐清营业部、富阳营业部