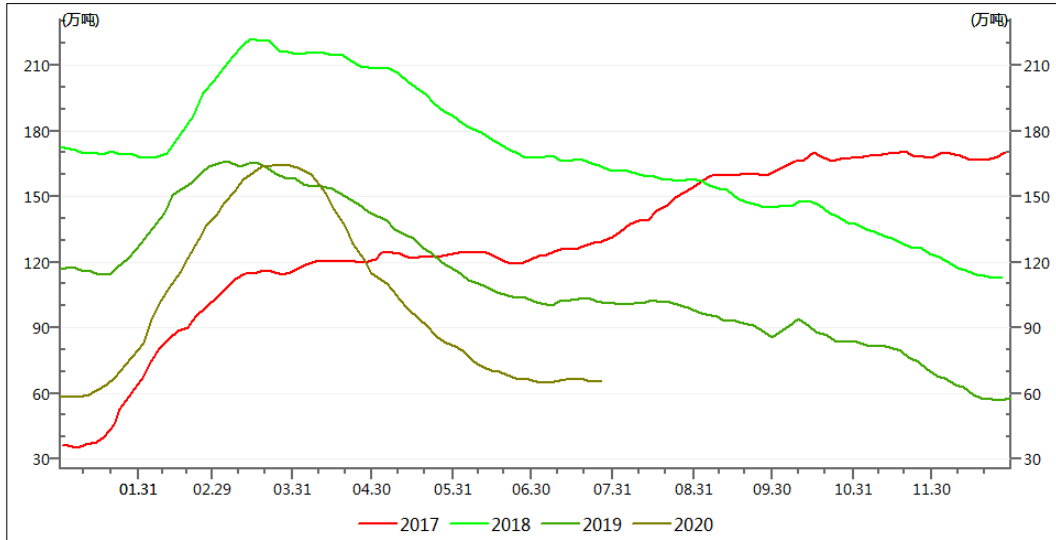


## 一、铝锌基本面情况

### ➤ 沪铝一价差迅速缩小，铝价短期难说见顶

目前市场正处于传统消费淡季，从铝棒加工费及贸易商反映消费情况来看，下游消费相较二季度转弱，最近一个月，沪铝近月价差从高位超 400 元迅速回落至 130 元。广东地区 90 铝棒加工费跌至 300 元/吨，新疆地区加工费降为负值，某市场大户 08 合约持仓变为净空头，铝价表现高位快速回落。但从铝锭社会库存表现淡季不淡，累库不及市场预期，70 万吨社会库存总量处于近几年相对较低水平。国家政策托底经济，货币流通量充足，随着三季度金九银十的来临，市场存在进一步的去库预期，铝价短期难说见顶，不宜盲目追空，在消费旺季预期及仓单库存较低的情况下，跨期正套可进一步关注。

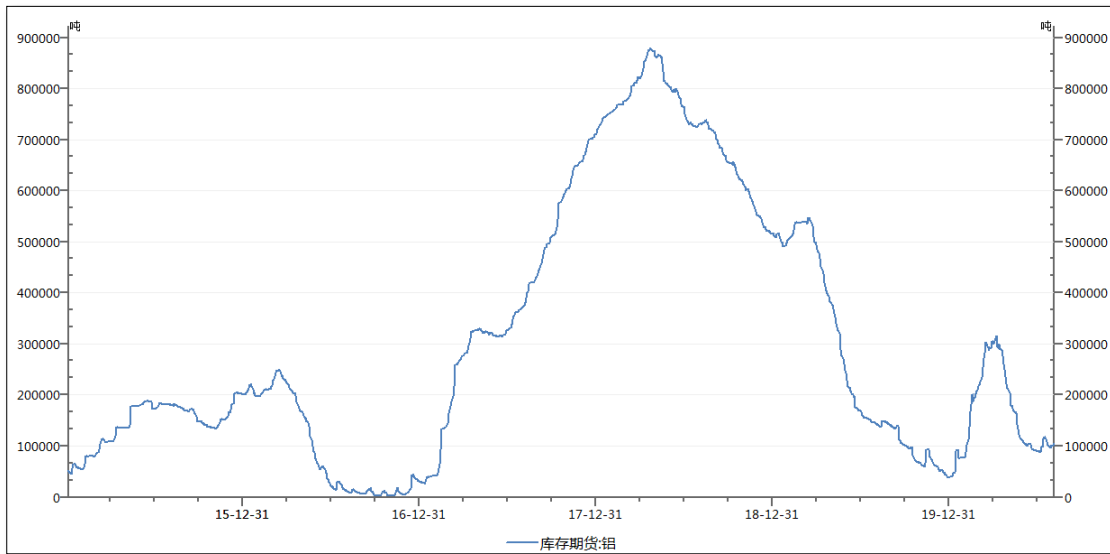
图：铝锭社会库存季节性图表



数据来源：wind，一德有色

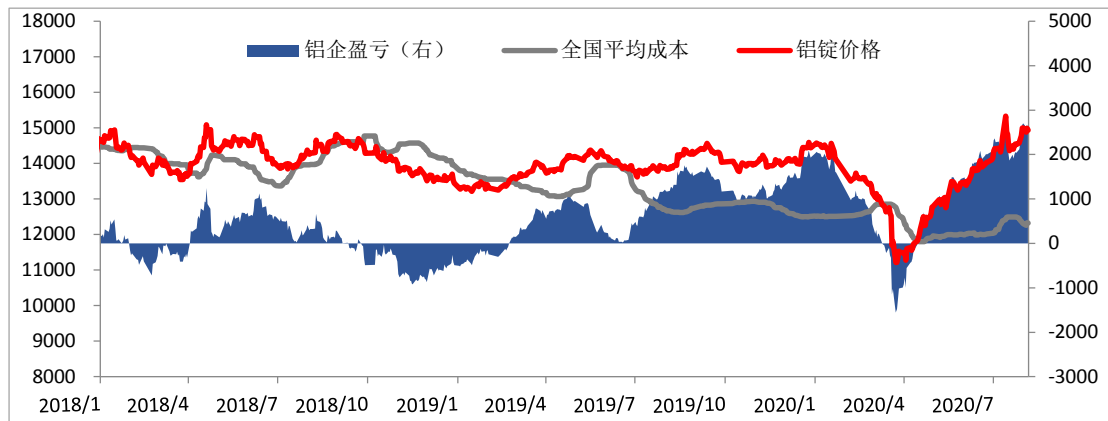
2018 年年底开始，河南地区进行大规模的产能置换，大量可交割品牌流失，置换产能 2020 年逐步投产，但需稳定生产 1 年后才可提交申请注册品牌，因此短时间，市场可交割铝锭几无增量，且市场 back 结构造成卖交割欲望不强。近日铝锭仓单库存维持在 10 万吨左右，处于近五年较低水平，存在挤仓风险。若社会库存不出现明显累积情况，料 2020 年将维持近月升水结构。

图：铝锭仓单库存



数据来源：wind，一德有色

持续大量的进口以及新增产能的投放，尚未对市场造成实质性的影响。电解铝行业平均盈利超 2700 元/吨，是 2017 年 8 月以后的峰值，高利润下刺激国内电解铝新增产能的投放积极性，但迫于电力供应及人工问题，目前产量释放速度较慢，电解铝供给端虽维持稳定增量，但增幅有限。



数据来源：wind，一德有色

7 月份原铝进口量或再创新高，1-7 月份原铝表观消费增速 2.3%，近两月表观消费增速 6%以上，纵观铝传统消费板块累计仍处于负增长态势，1-5 月废铝进口同比减少 30 万吨，原铝替代效用不足以弥补实际消费的缺口，因此不排除铝锭库存隐性化的可能。

(万吨)	期初库存	本期产量	本期净进口量	本期供给量	本期消费量	本期供需平衡	期末库存
2019-01	128.6	296.9	1.93	298.83	289.63	9.2	137.8
2019-02	137.8	268.3		268.3	231.7	36.6	174.4
2019-03	174.4	298.1	-1.93	296.17	303.77	-7.6	166.8
2019-04	166.8	289	-1.92	287.08	306.88	-19.8	147
2019-05	147	304.1	-0.07	304.03	329.83	-25.8	121.2
2019-06	121.2	293.3	0.29	293.59	310.69	-17.1	104.1
2019-07	104.1	306.5		306.5	306.6	-0.1	104
2019-08	104	300.5	0.62	301.12	303.52	-2.4	101.6
2019-09	101.6	289.2	0.52	289.72	301.92	-12.2	89.4
2019-10	89.4	299.5	-0.07	299.43	301.83	-2.4	87
2019-11	87	293.5	-1.08	292.42	303.92	-11.5	75.5
2019-12	75.5	303.6	-1	302.6	318.7	-16.1	59.4
2020-01	59.4	307.3	0	307.3	297.7	9.6	69
2020-02	69	286.7	-1	285.7	216.2	69.5	138.5
2020-03	138.5	303.6	0	303.6	275.7	27.9	166.4
2020-04	166.4	295.8	0.5	296.3	342.3	-46	120.4
2020-05	120.4	307.1	1.83	308.93	340.03	-31.1	89.3
2020-06	89.3	300.4	12.3	312.7	330.2	-17.5	71.8

数据来源：SMM，一德有色

### ➤ 沪锌由流动性宽松引发牛市行情，锌价走势“顺势而为”

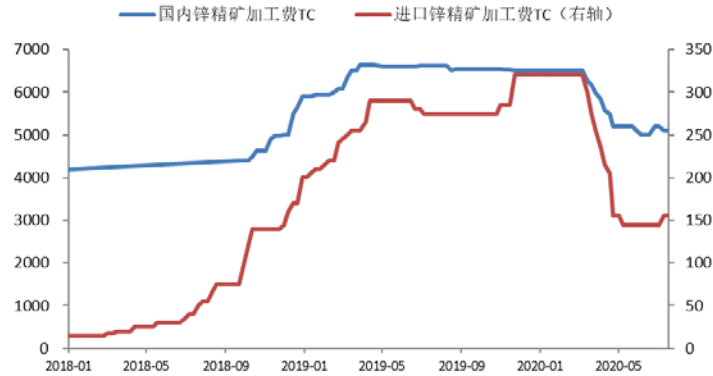
本周内外锌价继续保持十分强势的格局，沪锌已然直逼 20000 元/吨重要关口，伦锌也有了要达到 2500 美元/吨的劲头。除了自身基本面在有色金属中属于相对利好的局面外，资金推动和宏观层面全球流动性宽松也是助推今年下半年锌价强势必不可少的因素。下周锌铝期权即将上市，本文将简单介绍一下近期有关锌行情的一些看法。

前期受疫情影响的海外矿山在 3 季度逐步复产，从近期加工费有小幅的触底回升迹象可以看出前期矿端的极度短缺已经出现了改善，但全年矿端的实际供需基本仅能达到一个紧平衡的状态，后期加工费的上涨幅度预计较小。当前国内对于进口矿原料的需求依旧较大，对于大部分没有自有矿的炼厂来说原料供应还是处在一个相对紧张的状态，在保障下半年国

内冶炼厂生产目标的达成下，矿工与冶炼厂之间的博弈仍在继续。



数据来源：wind、一德有色



数据来源：wind、一德有色

由于国内疫情基本得到控制，加之全球货币宽松的刺激政策不断加码，由此带动国内下游消费端整体比较理想。尽管当前是传统消费淡季，但在基建利好政策的刺激下，北方地区以镀锌结构件为代表的镀锌企业订单持续保持着较高的需求。近期天津地区升水持续上涨，一方面由于近期天津地区主流品牌的锌锭因冶炼厂检修导致实际产量减少，加之前期主流进口的哈锌因疫情影响的到货量持续减少，由此导致天津地区整体入库量较低。尽管当前锌价高位叠加高升水，但华北地区下游的刚需采购依旧对锌消费提供支撑。另外据了解压铸锌合金消费也逐步开始摆脱低迷状态，在海外经济逐步复苏的带动下，合金出口订单有所增加。另外今年汽车销量整体较为理想，轮胎版块订单好转带动氧化锌消费向好。

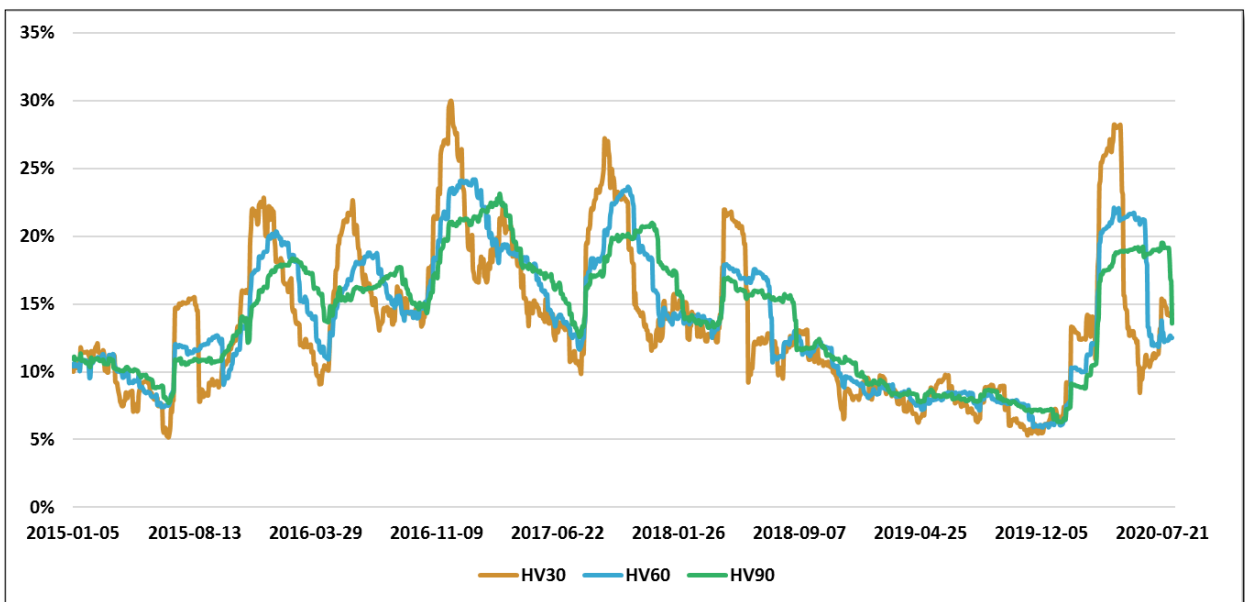
另外尽管近期 LME 市场一直处于 contango 的结构，但我们发现 LME 市场接连出现交仓行为，这一方面或许可以反映出受疫情影响海外消费疲弱，海外锌锭出现了明显的供过于求的状态，前期大量的隐性库存被显性化，但这并不影响伦锌的接连强势，因此我们判断海外锌价的强势更多是受货币流动性因素的影响，而交仓行为也在强势锌价的推动下变得有利可图。同时海外锌锭的过剩局面可能会刺激后期进口锌流入国内。

综上所述，在基本面相对利好和政策刺激的双重推动下，锌价在中短期或一直保持在一个相对强势的氛围里。在当下全球流动性宽松引发的偏牛市行情中，锌价的强势一定程度上也是一种“顺势而为”。从长期来看，海外矿端恢复供应是大家较为一致的预期，但其进展仍存不确定性，因此远期供应的大规模恢复在中短期来看对锌价的压制效应仍不太明显。未来需要重点关注海外矿山出现大面积复产的动向及加工费变化情况，同时在库存未出现明显累积之前锌价或延续高位震荡格局。风险上也需警惕黑天鹅事件或冬季疫情再次爆发所带来的市场恐慌情绪对价格的扰动。

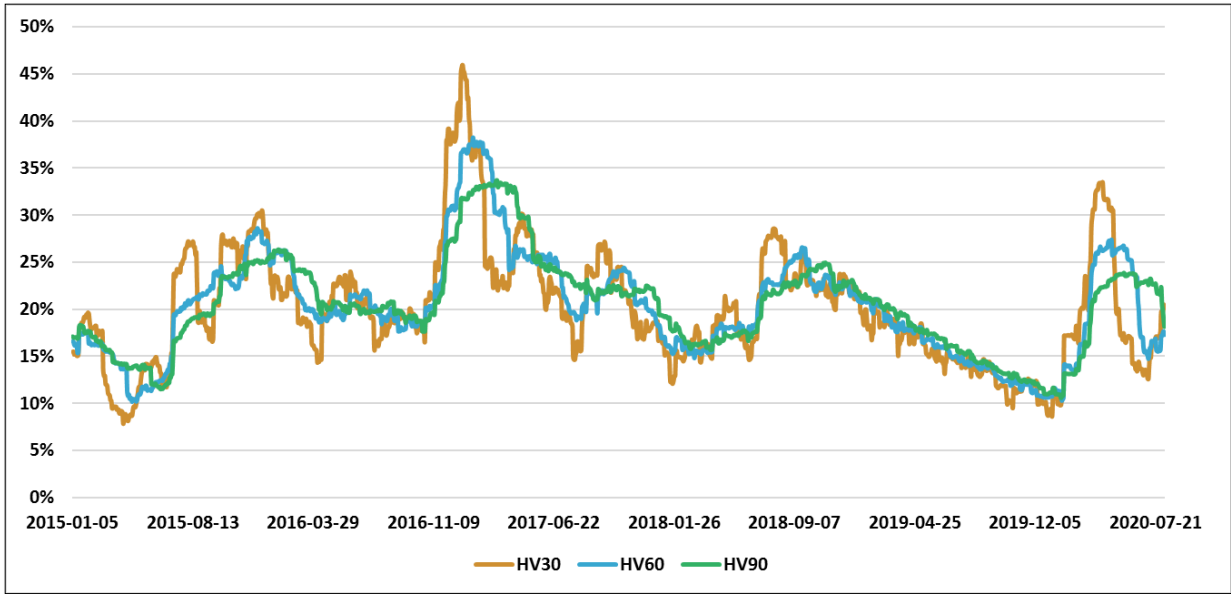
## 二、铝锌波动率情况

波动率是期权价格的重要影响因素，从期权定价的角度来看，波动率越高，则期权价格越大。我们统计了 2015 年以来沪铝及沪锌两品种的波动率信息。

图：沪铝指数历史波动率走势：

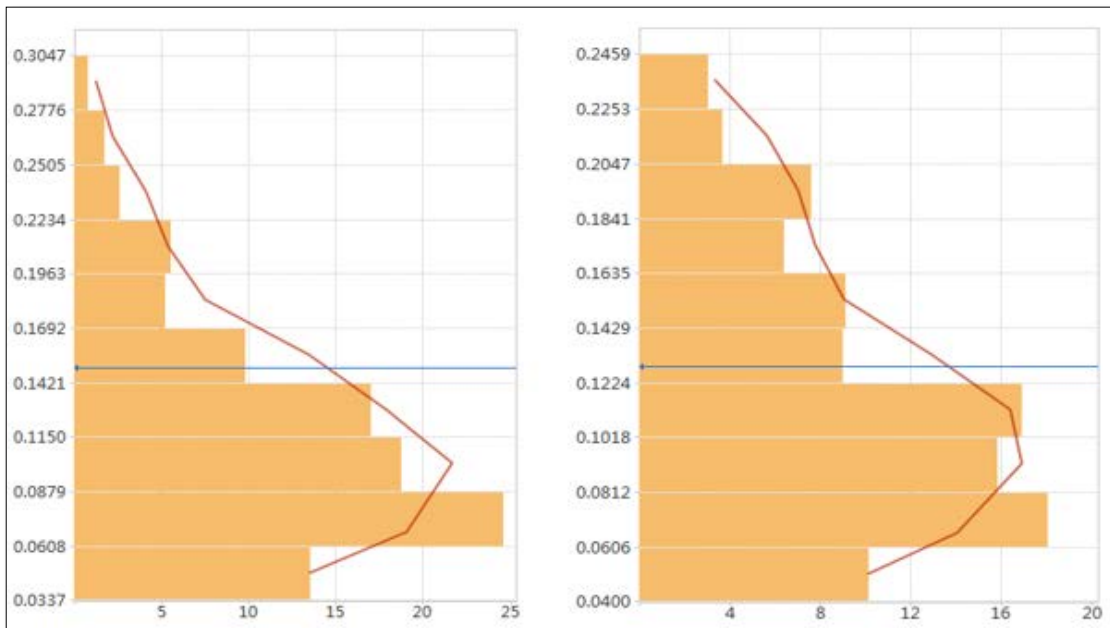


图：沪锌指数历史波动率走势：

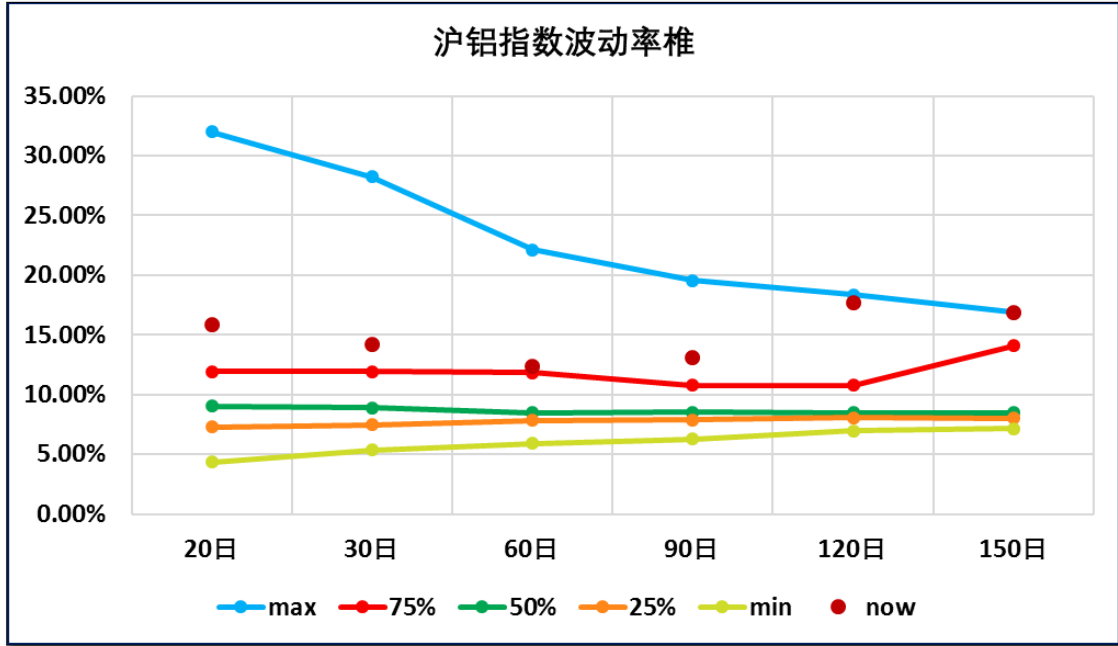


此外，我们统计了沪铝及沪锌自 2015 年以来的波动率分布情况及基于近 500 个交易日数据的波动率锥情况。对于沪铝波动率而言，2015 年以来其 30 日历史波动率均值为 13.76%，60 日历史波动率均值为 14.01%，90 日历史波动率均值为 14.14%。基于近 500 个交易日数据的波动率锥来看，20 日、30 日、60 日、90 日历史波动率均处于 75%分位数附近，处于近两年波动率高位。

图：沪铝指数历史波动率（HV30，HV60）分布



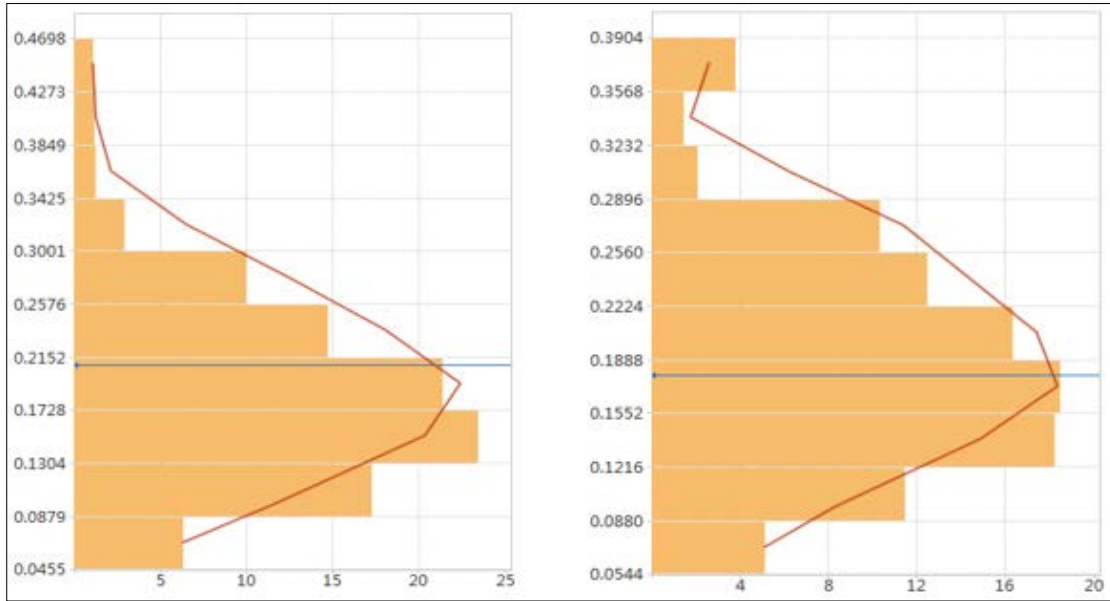
图：沪铝指数波动率锥



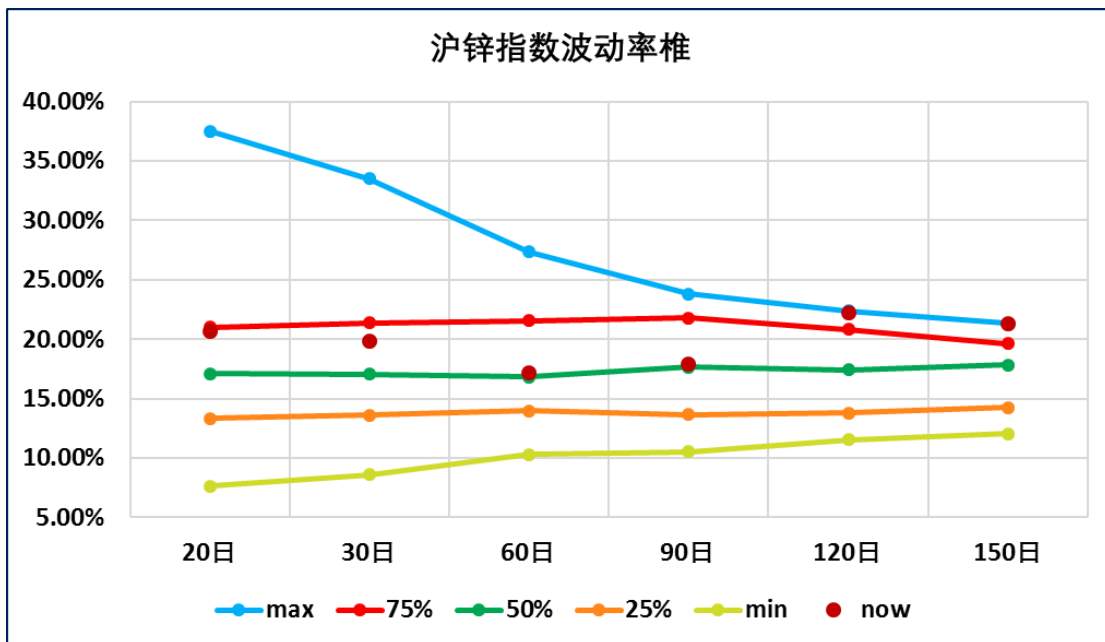
沪铝	20 日	30 日	60 日	90 日	120 日	150 日
max	31.99%	28.25%	22.13%	19.54%	18.34%	16.89%
75%	11.91%	11.91%	11.85%	10.78%	10.76%	14.08%
50%	9.04%	8.91%	8.50%	8.53%	8.46%	8.48%
25%	7.27%	7.47%	7.85%	7.88%	8.05%	8.01%
min	4.34%	5.33%	5.93%	6.27%	6.94%	7.13%
now	15.81%	14.18%	12.33%	13.12%	17.73%	16.87%

对于沪铝波动率而言，2015 年以来其 30 日历史波动率均值为 21.17%，60 日历史波动率均值为 18.15%，90 日历史波动率均值为 20.65%。基于近 500 个交易日数据的波动率锥来看，20 日、30 日历史波动率均处于 75%分位数附近，60 日及 90 日历史波动率处于近两年历史均值水平。

图：沪铝指数历史波动率（HV30，HV60）分布



图：沪锌指数波动率锥



沪锌	20日	30日	60日	90日	120日	150日
max	37.52%	33.49%	27.35%	23.83%	22.40%	21.33%
75%	21.00%	21.35%	21.55%	21.80%	20.81%	19.62%
50%	17.10%	17.07%	16.85%	17.63%	17.41%	17.85%
25%	13.32%	13.63%	13.99%	13.65%	13.81%	14.24%
min	7.64%	8.60%	10.28%	10.55%	11.53%	12.03%
now	20.65%	19.87%	17.17%	17.95%	22.22%	21.31%

### 三、策略建议



沪铝方面，着眼当下，金九银十的消费旺季尚未证伪，铝锭社会库存及仓单量处于低位，铝价当下的回调难说拐点已见。长期来看，进口量以及国内新增产能的释放，供给压力将会逐步体现，国内消费持续性有待观察，出口市场或持续恶化。铝价短期或维持高位宽幅震荡格局，结合波动率情况，投资者可考虑进行卖出跨市操作。

沪锌方面，在基本面相对利好和政策刺激的双重推动下，锌价在中短期或一直保持在一个相对强势的氛围里，从长期来看，海外矿端恢复供应是大家较为一致的预期，但其进展仍存不确定性，对中短期的压制效应不明显。因此短期可结合锌价和波动率的情况入场买进看涨期权。