

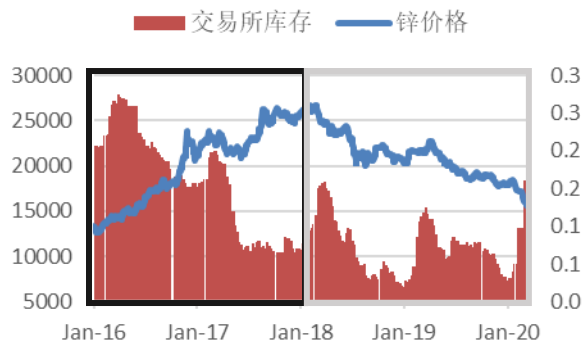
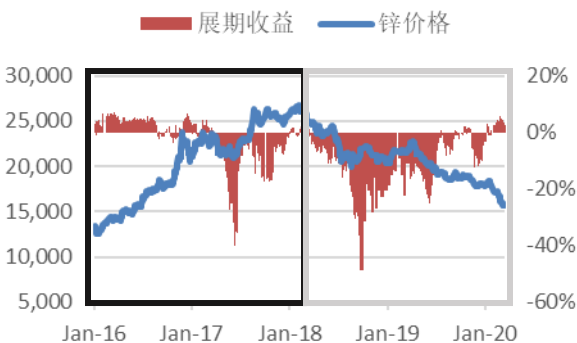
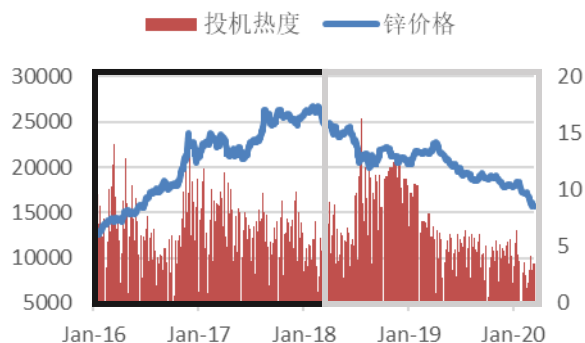
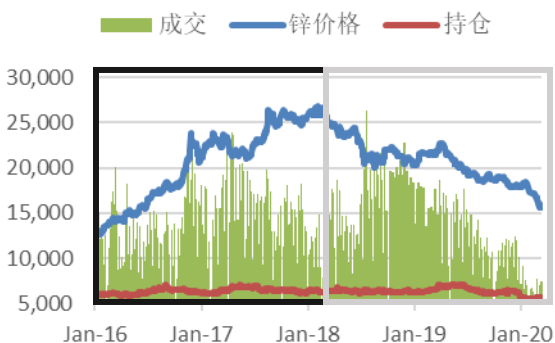
锌走势复盘

--杜少伦

2020-03-17

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对交易中最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

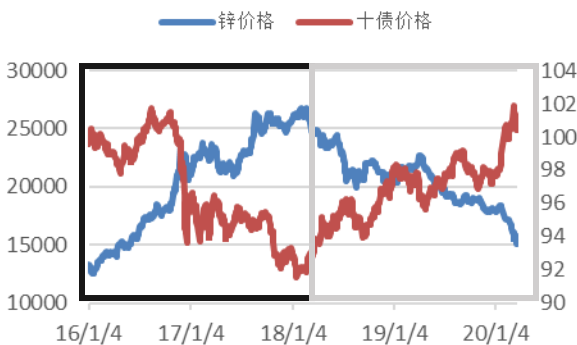
锌作为第三大有色金属产量和消费量仅次于铜，在工业中的主要用途是电镀，锌合金和电池。从他的基本性质来看工业用途范围和力度都不如铜和铝，对通胀的反应灵敏度肯定有所打折，但是正是因为他的用途比较集中和特别，受到行业突发事件的冲击影响就会大很多。更有利于捕捉小概率事件引起的短暂供需失衡的行情。下面从交易的角度复盘锌的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：锌盘面交易价格，交易量和持仓量，锌盘面远期价格和近期价格的对比，锌交易所库存情况，锌对比铜走势强弱，锌和锌对应产业链股票指数，同时考虑铜和十年期国债的对比走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



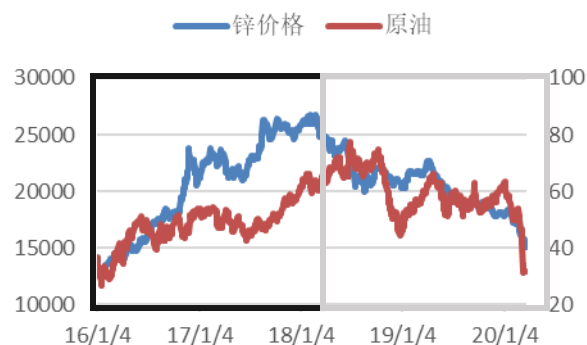
锌从 2016 至今走出了完整的一轮牛熊，并且走势相对缓和，上涨过程缓慢而坚定，下跌过程同样小碎步下降。这里我只把他分成两个明显的区间作类比讨论和分析。深色部分是上升区间，浅色部分是下降区间。2016 年初接着商品大反弹的春风，铝也完成筑底开始反弹，但是得盘面表现为远期升水，投机热度突然上升，但是交易所仓单同样在历史高位，甚至是历史最高。巨额仓单压

迫下投机者并不是很敢大量做多，这也就是导致了为什么铝在反弹的时候斜率相对于其他的品种十分平缓。在锌处在历史底部的时候大部分情况下会给出一个良好的远期升水结构证明市场已经不在看空远期价格了，当价格继续下跌往往伴随着远期的升水拉大，说明市场近期的下跌不再被远期认可，远期的坚定代表了市场对未来的预期，近期的衰弱代表了市场对近期供需不佳的担忧，这就是为什么真正的底部到来时候往往市场伴随不断拉大的远期升水结构。但是铝在市场明显底部的时候不同于其他品种的表现上出现了巨量的交易所仓单，说明当时市场上的贸易商还在不停的抛售库存，对未来价格并没有十分看好。铝的价格在上涨过程中经历着贸易商越来越重的抛压，压平了上涨曲线的斜率，导致上涨变得平缓慢速。再看铝在 17 年中旬时候出现的一次上涨中继区间，那个平台处，铝的远期架构明显开始崩塌，从稳定的升水结构变成了平水结构，甚至开始坍塌成倒挂结构。可以看到铝在市场价格曲线坍塌的时候预示着这一波上涨行情终结，同时开始了明显的震荡同一时期库存开始大幅减少，投机热度再次上行。这里的中继区间出现了明显倒挂的市场结构之后投机者开始入场关注，同时伴随贸易商注销大量仓单给出了做多的东风，投机热情高涨并完成了最后的一轮拉升。这最后一轮拉升是完全符合投机者做多结构的操作，远期倒挂库存下降，同时成交量维持高位。再看第二阶段白色框线，铝的价格开始缓慢下行。在顶部时候在此后出现了明显的平水行情，倒挂拉升行情最终在顶部被远期上涨近期滞涨拉成了平水，这个时候交易所仓单再次涌现，做空开始。这次做空的原始动力主要来自贸易商，因为盘面表现十分平静，投机热度很低，同时远期贴水不断拉大，随着库存仓单的增加，预期弱势不断地被市场定价。同样的在下跌过程中遇到过一次瓶颈期，18 年后半段开始出现了一个明显的平台，主要原因是当时的远期基差被过分拉大，市场投机者开始蠢蠢欲动。在平台形成时候出现了明显的放量行情，投机热情暴增，再加上当时已经消化完成的库存，重现了当时行情启动时候的低库存+远期倒挂+投机热情加重的多头启动行情模式。但是这波多头行情并没有形成气候，随着行情上行贴水快速收敛，同时仓单开始暴增，贸易商态度明确给盘子施压，上涨行情宣告失败。随后又是将近一年的小碎步下跌行情，这种行情主要受到库存左右，表现为投机热情低，远期收缩严重，同时和库存增减的相关性显著提高。目前的盘面再次回到了积累仓单，远期升水，同时投机热情低的环境，要想打破现在的弱势行情，需要投机热情的明显释放，但是远期结构并不一定会被拉成倒挂。

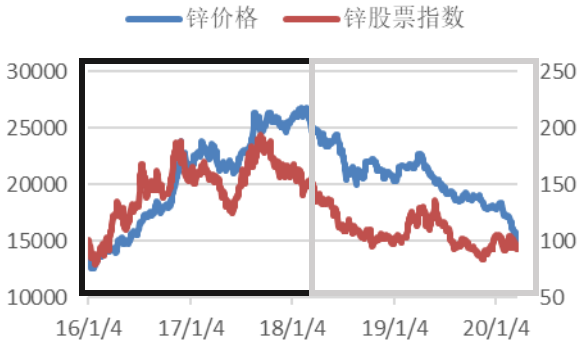
下面看看锌价格对宏观变量的反应关系，锌对十债价格，锌对原油，锌对人民币，锌对美元价格走势：



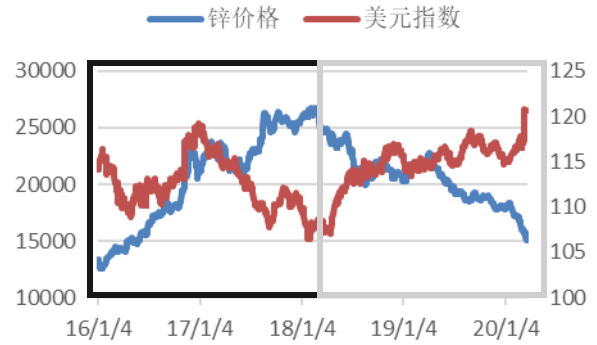
图五、锌和十债价格



图六、锌和原油价格



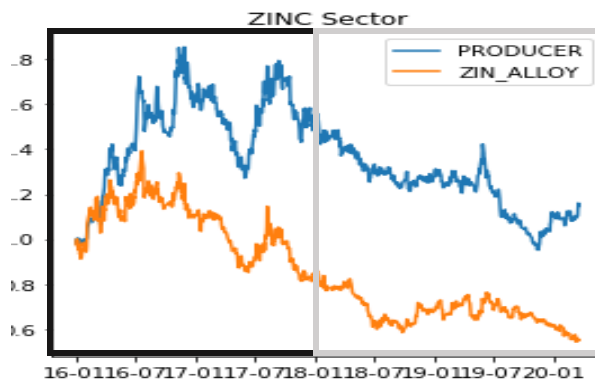
图七、锌和锌股票指数



图八、锌和美元指数

我们同样从锌的上升走势和震荡下降走势来观察对应的宏观变量的反应。从十债价格反映的通胀情绪来看，十债进入空头代表通胀预期上行，同时市场情绪便乐观，这一时期锌的价格稳步向上，但是这主要还是伴随着有色金属集体大幅反弹的行情。同时十债开始筑底完成上升走势之后，通胀预期开始消退，对应的锌的价格也完成筑顶之后开始震荡下行。锌价格对原油的反应不是很强烈，联动性不强。总的来看锌稍微较早于原油形成头部，同时原油的下跌过程很曲折，不停地宽幅震荡，但是锌是平稳下跌的。人民币对锌的价格不敏感，可以说没有明显的联动关系，人民币贬值趋势可以配合着锌的上行也可以下行，不太可以依靠人民币价格来决定锌的走势。锌作为有色金属之一，受到有色金属大环境影响同时有色金属大环境受到美元影响。美元上涨时候往往有色金属整体会弱势，反过来美元下行时候有色金属会比较强势。美元指数同时受到很多别的变量影响并不一定会直接反映在锌价格当中。总的看来美元指数和锌价格呈现负相关，美元的筑底和锌的筑顶基本同时发生。再看锌和锌对应股票走势，股票指数主要来自专门经营锌的生产商的加权平均价格，如果下游需求旺盛，锌的股票生产商会被重新定价，所以我们看到往往锌生产商的股票价格会稍微领先于锌的价格运行。两者的相关性非常强，同时锌的商品价格会稍微滞后于锌的行业股票指数。

补充观察锌的生产商上下游指数情况如下：



图九、锌上下游股票指数

从上图可以看到，锌的这一次走弱是从锌合金开始的，锌主要用途是在电镀或者锌合金做成不锈钢，作为锌的下游企业，锌合金指数在17年初就开始明显走弱了，走弱的时间领先于锌的生产

商。从这里我们看到行情的演化过程大概是：锌的需求端从 17 年初开始疲软，当时锌总体上还是处在去库存周期，从 16 年以来交易所仓单大幅减少，大量的生产商已经停产退出市场导致供给端收缩，库存持续下降，同一时期的需求端也开始收缩形成了供需双弱的格局。但是库存下降情况更明显一点所以导致了短期的供给端收缩速度大于需求端，锌价格开始上行。在 17 年中期时候出现了投机者进场炒作行情，当时锌的远期明显倒挂，近期缺货同时交易所仓单极低，投机情绪短期内剧烈释放拉出了锌价格的高潮。见顶之后，还是受到需求端疲弱的影响，开始重新寻找均衡价格，但是这时候市场反应过来发现需求端下降已经远远超出了投机者的定价，锌价格开始进入长期熊市。在这个顶部也有明显的见顶信号产生，18 年二月份左右锌价格曲线明显倒挂，但是交易所仓单开始暴涨，同时伴随投机热情消减，贸易商开始从新左右行情运行。锌在 18 年末期出现过一次投机者进场做多行情，当时同样是极低的交易所仓单伴随远期大幅倒挂，投机者认为缺货行情重新上演，但是不同之处在于，这个事情的锌股票行业指数已经明显进入空头，不论是锌的生产商还是消费商都已经明确看空，整个产业链疲态尽显。最终锌的这次拉升在交易所仓单突然暴增一场之后不了了之。