

| 本期摘要

接着上一期在捋顺机制之后，整个游戏链条的合力发展到现在，问题慢慢显露出来，我们必须关注时间错位后内外矿的供应是否发生了变化，存量的博弈中到底谁会先当叛徒，在锌矿的游戏中弄清起到重要作用的各种变量才是了解整个游戏逻辑的关键。

| 音频梗概

00:15

挤压需求为游戏链条买单

那这里边第一个变量实际上我们说如果是相应地加速地话，我们看这种合力在去年形成地比较好，就是所有的参与者，大家是一个共振。而且所有的利益基本上是存留在一起，当然了，目标谁买单呢，就是挤压锌锭的最终终端需求，而且呢在金融市场上主要是挤压这些贸易商来做空的头寸，实际上就出现了软性的挤仓的行为，所以说呢我国空头就越来越被挤爆，越来越被挤爆，内部的需求者来进行买单，整个游戏链条中间，大家是一个合力。那这个合力发展到今年呢，我觉得实际上是问题开始逐步地显露出来。

01:17

一个关键问题：时间差

第一呢，我们看一个时间差的问题。矿山关闭导致锌精矿供应短缺的故事呢，在这个时间差内，到现在为止，由于存量的原因没有演变成精炼锌的抢购，也就换句话说，锌锭的精炼短缺的情况从预期到现实的落地增强没有发生。我们看境外一直处于contango的情况，所以你就发现一个问题，精炼锌往内盘在流的情况下，外边的水补充内部的库存，一直就没有出现短缺，就相当于两个池子，到最后我们要综合起来看。

02:14

存量的博弈，看谁先叛变

而国内虽然说这种预期导致锌锭的升水，在去年一直是很好的利润的来源，但是你发现第一，国

内的投机性在下去，大量的空头实际上已经被挤仓挤死了，那这个市场上现在变成了一个存量博弈的游戏，而内部的需求在今年呢已经开始转淡了，这个气氛其实已经开始发生变化了。

比如说这两天锌锭已经慢慢开始往下滑的时候，我们看各大投行都已经开始说了，什么原因呢，现在的大家对于镀锌板的需求在看淡，这个时候第一风口在变，风口一变呢，市场上所有的参与者，原来的共同利益实际上正在被打破，那么这里时间上就要看谁先叛变的问题了，整个游戏里面谁先来充当空头。这个过程实际上跟去年的市场参与者结构正在发生内置型的变化。

03:40

经历过错位后，内矿供给回升

第二呢，我们看国内的精矿，去年出现了一个时间错位之后的问题，实际上去年四季度之后价格达到一个非常合理的水平以后，那个时候大概每吨价格在2500以上的时候，其实2500到3500这样的一个加速，我认为更多的是最后挤压离场的一个变量，但是它也成为市场这个的一个反馈，市场本身是一个反馈的逻辑线。

国内的矿山在经历过时间的错位以后呢，对于精矿的供应实际上是增加的，可以看到国内的这个

增加不是完全反映到库存上，而是反映到实货精炼锌的升水。也就是你看冶炼厂的问题，发现中国的实货精炼锌的升水到现在为止，已经下滑到15%，已经到达每吨110美金左右。这个过程中实际上要告诉你的是，供给是比较充分的，可以说是你的加工费用，上游的国内的矿的供给都是比较充裕的，内矿在去年统计出来的时候，去年矿的供应大概增加理20%。

跟矿商聊之后，发现大部分是增加到四季度，也就是那个时间错位的问题，价格恢复过来时间错位完成以后，从外矿的收紧，到内矿的产出，实际上四季度的时间差已经逐步消失了。如果预估的话，2017年国内新启动的矿山和大规模的锌矿呢，产能上面预估会有24、5万吨的增量，实际上是内矿矿山的角色在发生着变化。

06:35

风口在变！外矿短缺情况也在逐步缓解

那么精炼企业也在发生变化，精炼企业也感知到了原材料的短缺没有成功地向下游挤压，那这个时候就会发生明显的倒戈，是否还出现倒戈，我们还不清楚。

而现在我们外边的精矿短缺的情况也有可能会缓解。现在美国中部的田纳西州的几个矿，印度的

矿，秘鲁的矿都在恢复，虽然说嘉能可这个问题成为很多博弈的重点，什么时候能复产，到现在为止嘉能可没有再声明，大家认为嘉能可不再增产，全球的锌矿的供给可能不会得到特别明显的缓解，但是我认为风口在变，至少看嘉能可的财报，去年嘉能可锌的产量虽然减少了35万吨，但是四季度的产出增多了8%，虽然不是大规模恢复，也增加了8%，而其他的精矿产量在逐步弥补嘉能可的缺口，如果我们说再算上内矿的产能增加，实际上精矿短缺的情况整体在今年风口和去年是完全的不一样。

08:20

精炼企业头寸变化，留存投机性资金影响市场

在这个过程中精炼企业的变量也会出来，去年部分的精炼企业也参与了囤积现货，至于他们有没有同时做多内空外这样一个套利加保值的行爲，我们不得而知，但是我觉得精炼企业的胆汁在发生变化，那么他们参与囤积的锌锭的供给也在慢慢地发生头寸的变化，甚至不排除有可能，他们会在内部的地盘上逐步地转为一个保值和空头。

那现在投机性资金中就剩下了具有贸易背景的资金，另外是纯投机的商品私募基金，包括个人的

投机者，当然了，在所有基本金属中间，大家很多都是把锌作为跨市场、跨品种套利的多头，但是市场的结构从现在来看正在慢慢发生变化。

10:00

抓住几个变量弄清整个游戏的逻辑

现在大家讲这种需求的故事，其实是都在挤压现货的升水，而新的现货升水都是在慢慢地下降的过程中，游戏已经进入到关键的翻盘点了，有可能去年讲的最好的锌的故事在今年的六月份在慢慢发生变化。锌在上游的时间窗口挤到2500美金到3500美金，停留的时间比较长了，去年四季度到今年一季度，二季度，三个季度。今年二季度末可以感觉到锌价往上的动力是非常的有限。

当然市场里面还有一些最后的头寸，实际上就是市场参与者在变，矿山在变，精炼在变，海外矿山在变，那这里面唯一剩下的就是一部分贸易巨头在挤压，如果市场下游的需求不买单，原来的合力又转变成了反向的力，一旦剩下来的一部分投机性资金也开始发生翻盘，那么这个友谊的小船可能说翻就翻，所以大家可以密切地留意这几个变量。

今天和大家分享的就是背后的逻辑，就是告诉大家金融的游戏我们应该按照这样的逻辑线去划

分，去参考对应的数据即可。

-end-

