

## | 本期摘要

嘉能可财务恶化，锌价跳水，市场的预期是精矿的短缺导致锌锭的短缺，而在这之前我们需要先理清整个基本金属市场上所有参与者的角色，内外比价形成一个连通器，海内外贸易巨头介入到锌矿的囤积战中，存量库存的关键因素影响整个市场结构，投机性资金也看好时机延续之前的节奏，到底是预期导致了现实，还是现实验证了预期？我们要用一个正确的逻辑去捋顺其中的机制.....

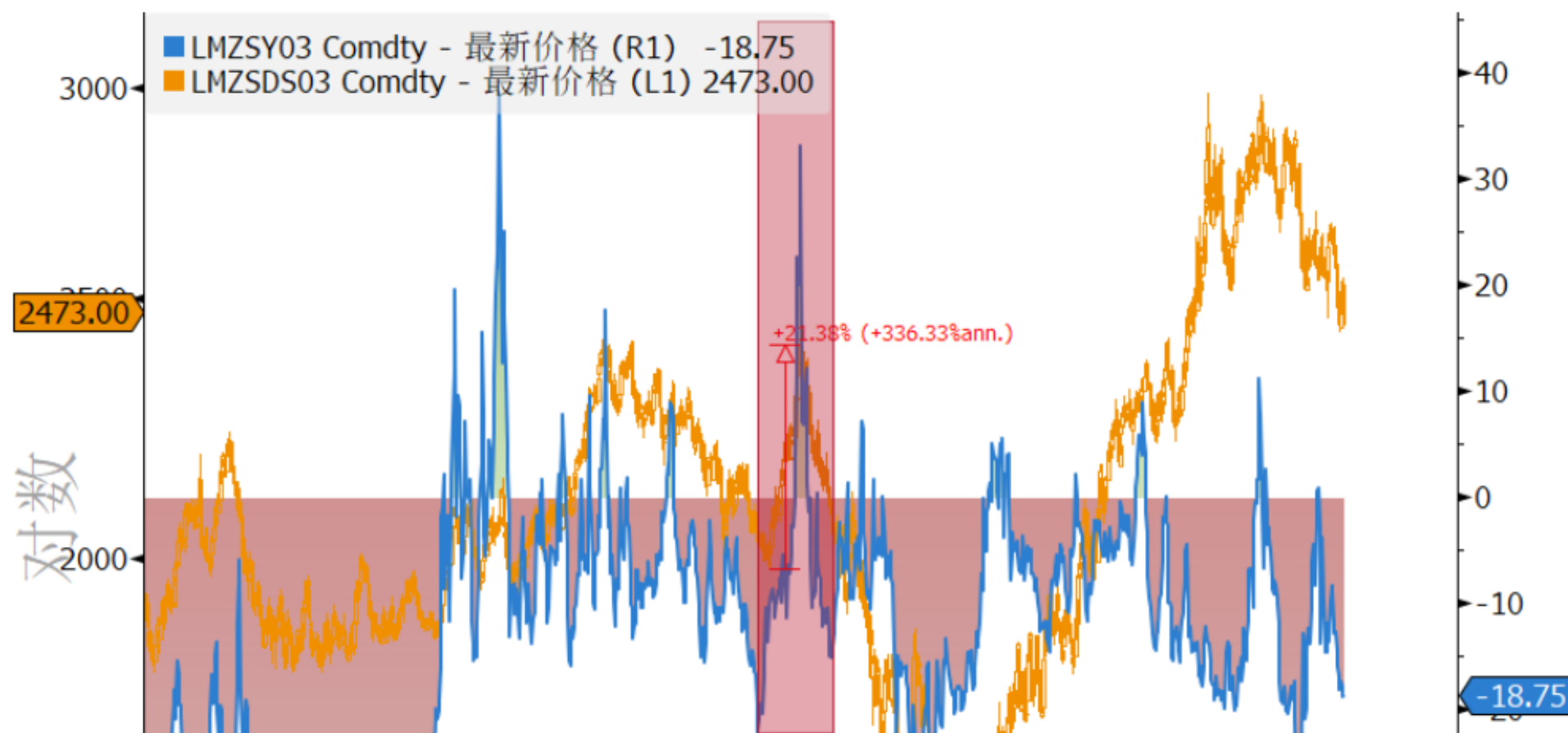
## | 音频梗概

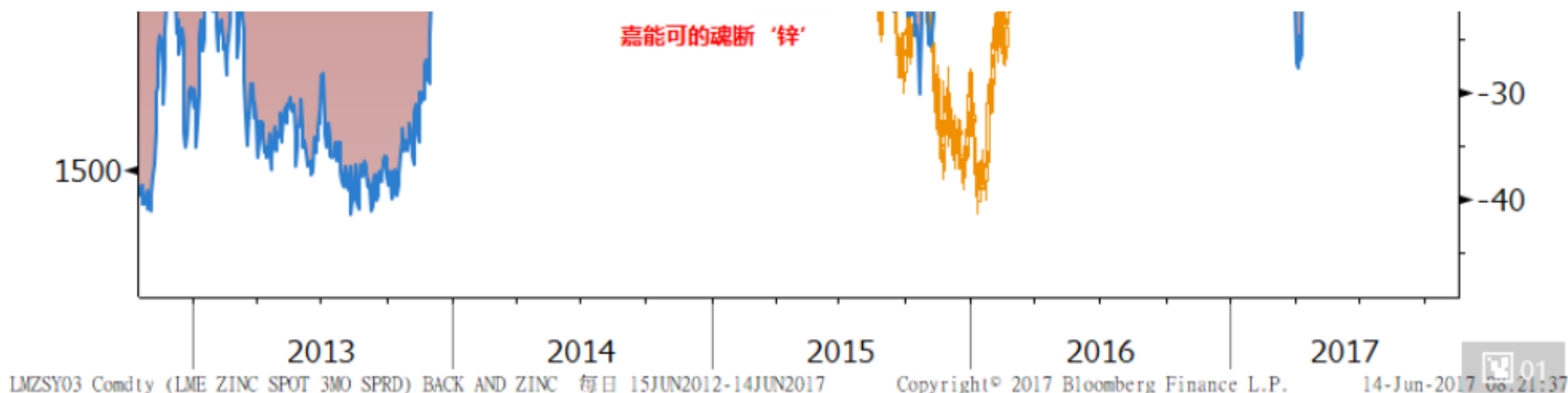
00:15

这是一个精矿到锌锭的故事

那么今天想聊一聊关于基本金属中的锌。因为从2016年开始出于锌精矿的减产，当时主要是嘉能可的财务报表逐步恶化，大量囤积锌，遭到抛售，锌价出现大幅度下跌之后，然后嘉能可关闭了大量的锌精矿的供应；加上中国存着这个供给侧改革、一些政策性的因素和投机性的因素，在2016年可以说基本金属中间表现最好的也就是锌了，涨幅基本上达到了6、70%。

那这个过程中呢，其实最主要的就是当时讲的故事吧，也就是第一阶段。我们说很多商品的第一阶段主要讲的就是锌精矿的短缺，就是讲上游矿产的短缺。那实际上这里边呢，我们说上海期货交易所交易的锌锭和LME交易的锌锭呢，其实更多的是一个精矿冶炼加工以后的产品，那么市场呢快速地把这个上游原材料供给短缺的这个情况就反映到了市场中间去。



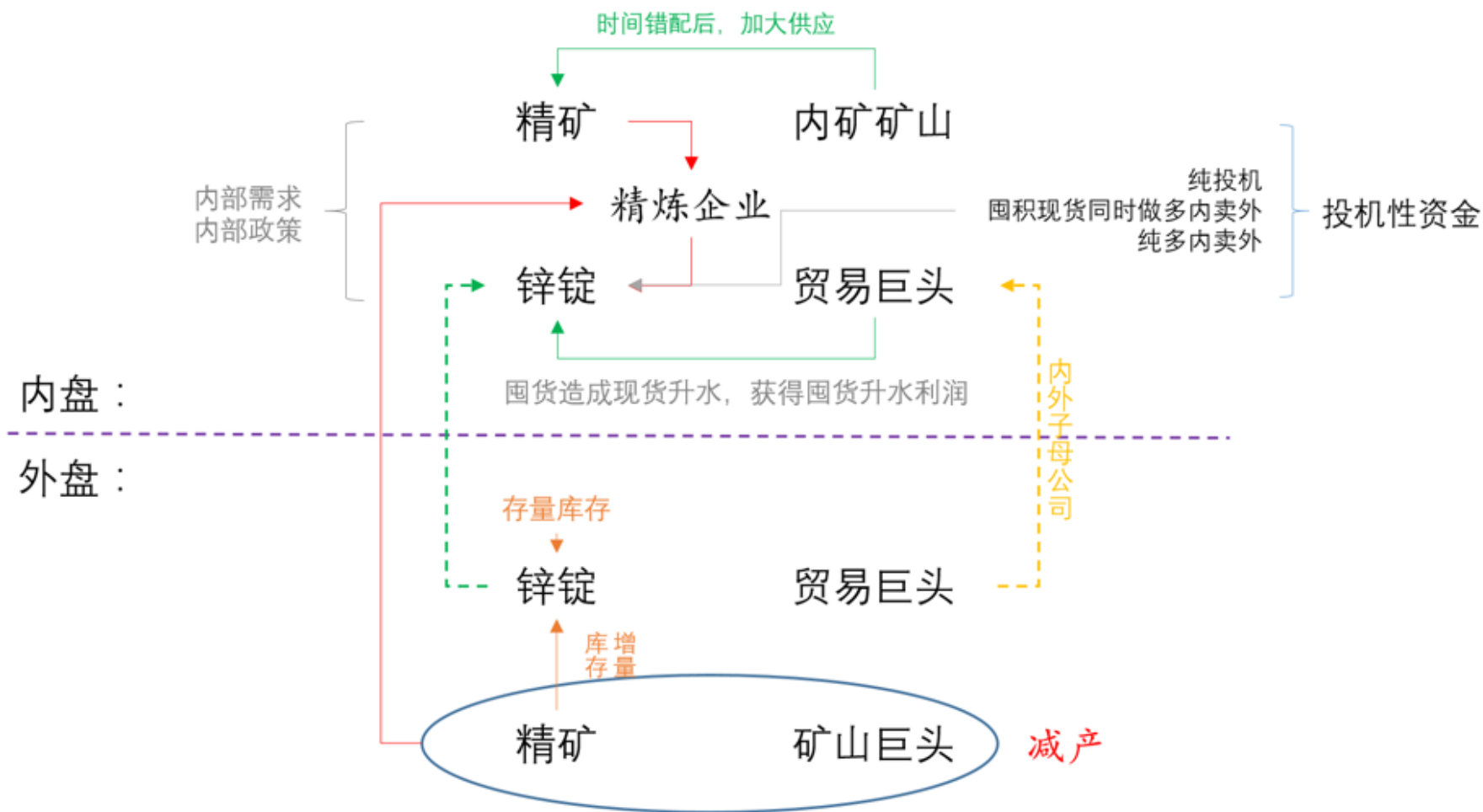


01:40

### 搞清几个市场参与者

这里边呢我觉得很重要的需要大家去了解的就是这个基本金属的几个市场参与者。那这里边呢我自己做了一个交易记录中间我给了一个手绘的图，那基本上LME的市场呢，应该说是基本金属市场是比较成熟的，有个内外之分，这中间呢以保税和离境出口的形式来存在，内外有一个合理的比价，如果说有一个进口比价或者说出口比价，比较合适的时候可以进口或出口。那这实际上就相当于是一个连通器，之前在讲铜的搬家的故事里边，我也讲到过，其实进出口内外的比价是一个很好的流通器。

那然后呢我们看到参与者是比较简单了，精矿里头主要是矿山巨头，而有外矿主要是看海外的这些矿山巨头，内矿主要是我们国内的内矿矿山，那么中国的精矿肯定是不够的，所以说在正常的情况下，我们的冶炼企业会从海外大量地进口海外的锌精矿进行加工，那么锌锭这个环节呢是精矿通过精炼加工成锌锭。



03:07

### 贸易巨头：介入囤积

那这里边呢锌锭的参与者呢除了终端的需求用以外呢，还有很大的一块是贸易商，所以我给了内外都有一个贸易巨头的问题。而这个内外的贸易巨头呢，现在普遍呢除了我们国内自己的贸易商以外呢，实际上海外的贸易巨头在国内也有这个所谓的内外子母公司可以做一个搭配和匹配，所以说你去了解这些外资背景的贸易公司的行为呢，其实他们的行为呢也在影响着市场的结构。

03:47

### 为什么没有出现“库存下降、现货升水”

还有一点就是库存的问题，我建议的是从来不去看交易所的库存而更多的是一个影响因素。这年头实际上随着这个商品金融化以后，贸易商的大规模介入、囤积的大规模介入以后，原本的库存



其实已经是不反映真实的供应和需求，所以说精矿呢，更多的是一个库存的增量，那这里边还有一个就是库存的存量问题。所以在去年的下半年的时候我一直问的一个问题就是，如果精矿的短缺大家都在赌它往锌锭短缺的话，那我们一定会看到锌锭的升贴水的变化。但是呢比如说我们在境外LME，它的库存呢一直在下降，现在大概是32万吨左右，这是我们看到的期末库存。

但是你会发现，在整整2016年的大部分时间里，LME的锌锭一直是处于contango的情况，到现在为止大概是18块左右，实际上在锌价很高的情况下，接近3000美金的时候，这个contango拉到过20多，所以说这里就存在着一个大的问题，就是我们看市场并没有出现正常的情况，就是库存下降，然后现货大规模地升水，这里边根本的因素就是我说的存量库存的影响，我们说市场是在做预期，一直在的预期就是金矿到锌锭的短缺。

05:45

投机性资金策略：囤积现货、做多国内

实际上呢还有投机性资金的参与，当然投机性资金我们很难分清它的主体，可能是纯投机性的资金，可能是一些比如商品性的私募基金，还有就是一些带有贸易背景的这种公司，其实它本身也

是从事的这种 相对于的投机性资金的行为。那我们可以大概地划分为纯投机，还有一部分其实是想影响这个市场，更多地是做一些囤积现货同时做多国内，因为这跟去年的节奏是一样的，海外金矿的减产更多地会影响到国内的情况。

而国内因为锌价一直在跌，我们的内矿精矿的供应有一个时间差，所以说这个时间差内应该说我们看到的情况就是外矿减了，内矿的供给跟不上。所以说我们国内的精矿短缺在去年四季度之前应该说是非常非常严重的。那这个过程中其实就给了很多投机性资金的一个很好的逻辑，锌价大规模上涨反弹的基本逻辑是非常成熟的。

07:13

### 所有参与者的共振

而这个市场上所有的参与者来说，都形成了一个共振。这个时候就很简单了，因为你精矿供应不上来，精炼企业也会加入到囤积精矿的过程，会加剧精矿的错配，导致精矿的升水会加大，会传导到市场上，引发市场的情绪，加上去年大家对需求的预期在去年整个过程中呢，这个故事还是比较好的，政策也比较倾向，供给侧改革政策，整个商品的大繁荣，过度性投机，去年实际上都是如火如荼地展开。应该说整个的市场环境是非常的好。

精炼企业也加入到精矿的囤积中，而锌锭的产出这一块，实际上我们看到投机性资金也会做同样的事，囤积锌锭，因为大家都在预期精矿的短缺会传导到锌锭当中去，那自然而然这种预期转变成行为，行为又反过来影响市场的预期，到最后已经傻傻分不清楚到底是因为囤积导致预期变成现实，还是因为现实本身导致了囤积，其实两者之间更多的就是一个相互的过程了。

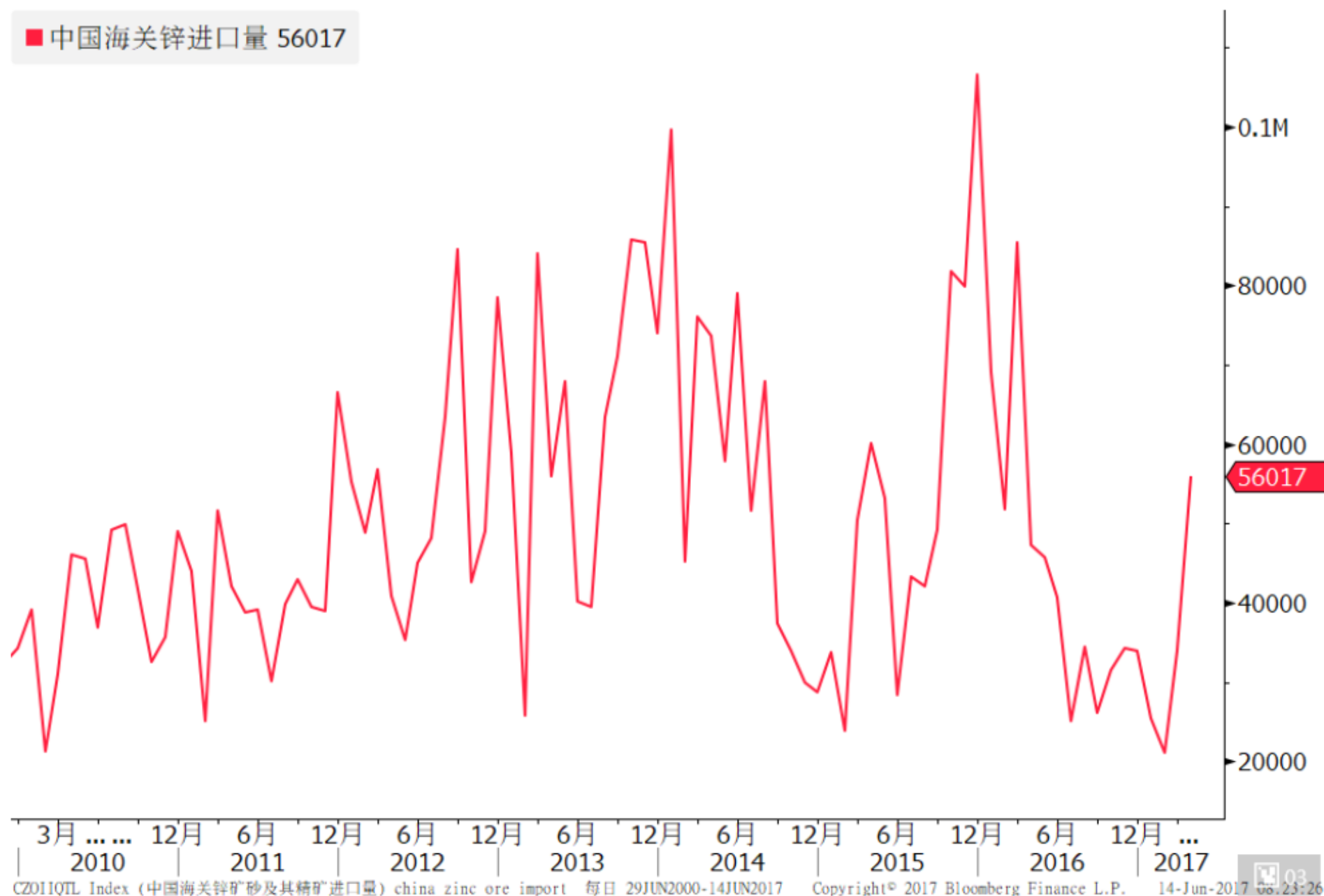
08:48

### “做多国内、做空国外”的逻辑

这个过程中大量地囤积现货就挤仓国内了，导致国内的现货的升水就 一方面呢，囤积的现货升水的利润，同时小部分的投机可以做多国内，然后卖出国外，因为整个逻辑链条影响的重心是在内矿上。而这个海外LME市场也会出现同样的一个情况就是，做多国内抛空境外，在境外可能就面临着境外多头可以挤仓，LME市场上会有对手盘。境外的锌锭因为升水的原因，会传导到国内，就进口原液来补贴，因为国内的贵，是因为国内升水，那境外贴水，境外的锌锭逐步往这边来，就会发现境外的库存也在下降，那么境外的多头也有了相应的这种套利的头寸来做一个对手盘。



■ 中国海关锌进口量 56017



这个时候会发现形成了一个反馈，国内涨拉动升水，拉动囤积现货，做多国内，抛空国外，而头寸又形成了境外的对手盘，境外的锌锭也在国内拉，库存也在下降，但是由于境外存量库存的原

因，使得境外库存依然处于一个贴水的状态，这两个一升一贴又引导驱动了锌锭的回流，进口。所以说你会发现所有的游戏其实是高度地吻合在了一起。

下期：锌的友谊小船（下）

-end-

