

# 铜 2014 年 3 月月报

中融汇信期货投资咨询部

研究员： 吴天民  
期货从业资格号： F0305756  
期货投资咨询资格号： Z0001473  
电 话： 021-51750747

## 目录

摘要 .....	2
行情回顾 .....	3
影响因素分析 .....	4
操作建议 .....	8
免责声明 .....	9

---

## 摘要

---

当其他品种都经历了一轮显著下跌之后，铜价的高高再上又再度受到了空头的狙击。一个细节是铜价的破位是在中国市场的引导下发生的，3月第一个周五沪铜夜盘交易中，沪伦比值几乎是快速向下毫无反弹。尽管 LME 铜价的跌幅从图表上看相当突兀，但实际的跌幅，沪铜远大于伦铜，套利交易带动了伦铜的下跌。

一方面前期大量的产量加上进口造成了在 3 月价格大幅下跌过程中，中国市场仍有足够的库存来消化，使得供需相对平衡，不足以出现快速的供应短缺。另一方面，比值的大幅下跌必然会影响之后几个月的市场供应，如果中国市场的需求在将来保持稳定，或者说旺季来临之时市场采购兴趣会有所增加的话，中国市场的供应紧张将会逐渐体现出现，这又会反过来刺激国内价格的稳定或者相对走强，直至比值关系恢复到进口兴趣能够逐渐增强。

市场最有可能的未来发展是与两年多屡次出现的状况类似的，那就是初期市场空头回补将推动价格反弹，而随着市场信心的逐渐恢复，多头增仓推动价格进一步走高的情形亦有可能出现。这样的假设之下，价格上半年，乃至年度的低点很有可能已经出现，接下来两三个月时间中，铜价将逐渐震荡向上探索高点。

## 行情回顾

如果把时间周期放长，2014年3月份铜市场的波幅也许并不算巨大，最大接近10%、临近月末时修复至5%左右的跌幅，在两三年之前，或许只是铜价一周时间内可能出现的波动。但在近期，这样的下跌足以引发市场的种种猜测，尤其是在3月第二周末开始的下跌初期之时。在此之前的3月初期，铜市刚刚经历了两周多时间的阴跌，价格也刚触及之前几个月的震荡低点，当多头投资者刚刚在憧憬价格是否会如之前几个月一样再度进入缓慢而震荡的上行走势之时，突然的大幅破位向下走势多少引发了市场一定程度上的恐慌。

仅仅关注于铜市场的投资者可能会觉得意外，但如果只把铜作为中国商品市场中的一个品种的话，出现这样的下跌几乎是无可避免的，无非是时间问题。在此之前，国内商品领头品种橡胶自2013年12月中旬以来，最大下跌幅度已超过30%。黑色、能源、部分化工类等与中需求密切相关的品种也都已经跌至多年以来的新低。就算是基本金属市场本身，过剩品种中的镍、铝等品种也已经都跌破了近两年震荡的低点下方。

作出相关品种走势的描述是为了说明一个市场，特别是中国主流的看法，那就是在中国经济走势逐渐趋弱、过剩状态短期无法改变的大背景下，一切与中国需求密切相关的工业品种都是属于“熊市不言底”的状态之中。当其他品种都经历了一轮显著下跌之后，铜价的高高再上又再度受到了空头的狙击。一个细节是铜价的破位是在中国市场的引导下发生的，3月第一个周五沪铜夜盘交易中，沪伦比值几乎是快速向下毫无反弹。尽管LME铜价的跌幅从图表上看相当突兀，但实际的跌幅，沪铜远大于伦铜，套利交易带动了伦铜的下跌。

价格下跌的原因已经显而易见，价格大跌后市场的反应则意味着未来可能的走向。本轮价格下跌过程中市场焦点直指铜融资交易，如果按照价格崩溃预期来说，融资铜一旦出现市值大幅缩水，必然导致更多的库存被迫卖出换取现金，并导致价格进一步下跌，形成恶性循环，铜价跌至任何低点都不足为奇。因此3月LME市场的交割就成为观察此种状况是否会发生的第一个重要节点。对于中国市场的保税库存来说，将铜运至韩国仓库交割是最为便捷的。但这样的情形并未发生，经历了两三周之后，尽管之前LME库存持续下跌的势头已经被逆转，但大规模集中入库的情况始终没有出现，这多少说明了融资铜在此轮下跌过程中并未出现被迫卖出的情况，这一点与一年之前铜价大幅下跌时也相当相象。而之后的价格波动虽然远不及一年之前，2013年4月份时那般剧烈（剧烈反弹后又剧烈回至低点），但多少也和空头的交易节奏保持一致：空头剧烈回补则价格大幅反弹，空头温和回补则价格震荡上行，截止到3月末，铜价已经反弹至了整体跌幅的50%

位之上。而一度被大幅扭曲的国内铜比值，也在反弹过程中出现了显著的回升。尽管到3月末时，进口亏损依然超过2500元/吨。

图 1：LME 铜价周线图



## 影响因素分析

### 一、 基本面分析

从年度角度上说，全球铜供需自2010年以来的三年时间里，始终处于相对平衡状态，小规模过剩或者小规模短缺状态交替出现，可以说，既没有出现几年以来机构反复预测的百万吨以上过剩，也并未如LME库存表现得那样出现大幅的短缺。ICSG在2014年3月20公

布的月度供需报告显示，如果考虑到中国保税仓库的变化，2013年铜市场出现了45.2万吨左右的供应短缺，这已经是几年来最大的供应短缺了。而如果不考虑该项库存的变化，则2011年至2013年三年间，全球铜连续三年出现了不足30万吨的小幅短缺。这也从某种程度上，解释了在中国经济逐渐趋弱的过程中，铜价为何一枝独秀式的维持于相对的高位。供应端的不足导致了在需求增长下降的情况下，保证了铜市供需平衡状态的稳定。

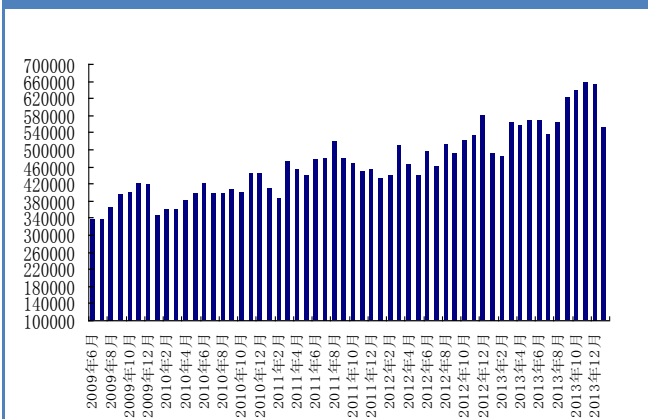
在供需平衡状态相对稳定且温和的大前提之下，从供需角度上说，影响价格最重要的因素就转向了中国这一占全球需求40%以上的最重要消费国家。中国市场的阶段性供应过剩将意味着价格承受压力，反之则意味着价格可能会出现恢复性上涨。

对于中国市场来说，自身精炼产量加上进口精炼铜构成了市场的主要供应。而自身精炼产量除了自产铜矿这一占比有限的因素之外，最重要的决定因素来自于进口铜精矿的数量。从图2-图4的一系列图表来看，我们可以大致判断出目前阶段中国市场的供应情况，以及对未来几个月的供应做出一定程度上的预测。

自2013年9月中国精炼铜产量创下62万吨的历史新高以来，国内精炼铜产量始终处于连续稳步放大趋势之中，而进口精炼铜数量也在同期出现了稳步的增长，到2014年1月，进口量接近历史新高，这两项数据的叠加构成了几个月内的国内市场供应过剩，在3月价格跳水之前，实际上国内铜价相对进口成本的贴水已经创下了几个月的新低，主力合约相对进口成本的价格贴水从13年底前后的不足1000元已经扩大至当时的1500元以上。而价格的暴跌更是加剧了贴水状态，市场价格最低时，恰逢人民币快速贬值，国内铜价相对进口成本的贴水一度超过3500元/吨。这样的状态不仅将影响正常精炼铜进口贸易，甚至是融资进口也会受到莫大的影响。按照信用证最长融资期限为180来测算，每进口一笔铜产生的亏损高达10%以上，不考虑融资成本，光是进口亏损的年率就超过20%，显然这样的成本是大量融资交易都无法承受的。这势必会造成3月之后，进口铜数量大幅减少。不仅于此，精炼铜厂商同样也无法承受加工亏损，精矿进口扣除加工费用后，每吨亏损也一度接近2000元/吨。冶炼厂的选择或者是增加来料加工手册，将加工完成的精炼铜转出口，或者是减少精矿采购，降低产量来减少亏损。

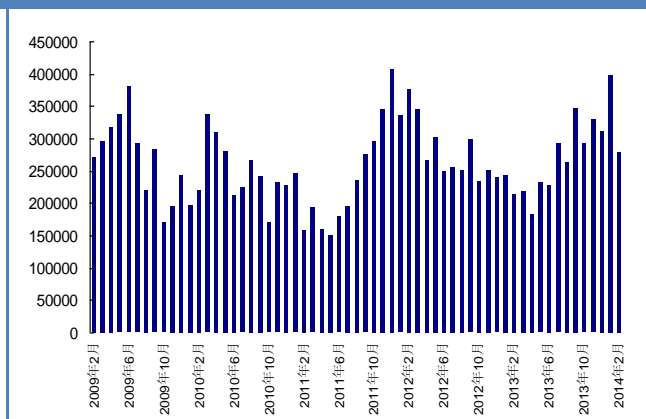
结论就此得出，一方面前期大量的产量加上进口造成了在3月价格大幅下跌过程中，中国市场仍有足够的库存来消化，使得供需相对平衡，不足以出现快速的供应短缺。另一方面，比值的大幅下跌必然会影响到之后几个月的市场供应，如果中国市场的需求在将来保持稳定，或者说旺季来临之时市场采购兴趣会有所增加的话，中国市场的供应紧张将会逐渐体现出现，这又会反过来刺激国内价格的稳定或者相对走强，直至比值关系恢复到进口兴趣能够逐渐增强。

图 2：中国月度精铜产量



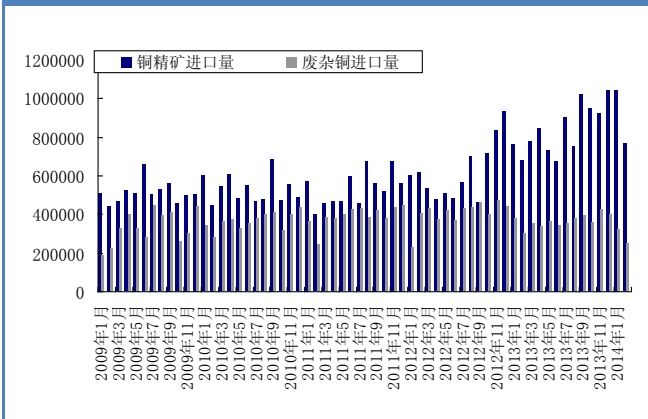
数据来源：国家统计局

图 3：中国月度精铜进口量



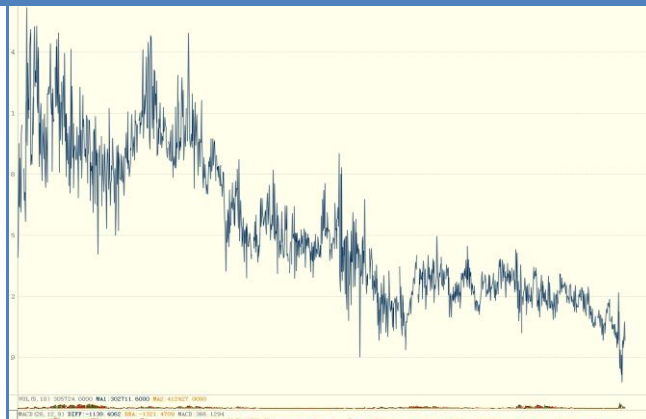
数据来源：中国海关

图 4：中国月度铜精矿、废铜进口量



数据来源：中国海关

图 5：沪铜主力/LME 三月铜比值



数据来源：博易

## 二、宏观经济

宏观方面，当前市场的焦点无外乎两方面，一是美联储在逐渐退出 QE 刺激后的加息时间点，之前市场的普遍预期是 2015 年下半年乃至年底，但在 3 月联储议息会议之后，新任联储主席耶伦给出了 2015 年春季的预期，这多少令市场有些意外。但与 2013 年 4、5 月间，联储退出 QE 并将很快加息的预期引发市场剧烈震荡的时常状态相比较，目前市场心态始终是较为稳定的。从历史经验看，如果联储加息时间早于市场预期，到真正开始加息之前，市场关注的焦点很有可能转向另一方面，那就是美国经济的恢复已经足够强劲至可以承受低利率环境的改变，初期的紧张情绪之后，对于未来经济成长乃至商品需求增长的信心会逐渐增强，对商品价格来说，届时反而会形成中性利多的影响。

当然对于铜价而言，更重要的影响因素来自于另一方面，那就是中国经济的硬着陆风险。作为大部分基础商品最大的消费国家，中国经济的未来走向对商品价格的影响远大于其他经济体。在经历 2013 年三极度的一轮弱复苏之后，各项指标都表明从 2013 年四季度中后

期开始，中国经济又走向了弱势。在连续走弱三个月以上之后，进入3月中下旬以后，市场的焦点又有所变化，从之前的担忧逐渐加重，转向了对政府出台温和刺激政策的憧憬之中。如果说调结构与保证7.5%左右的GDP增长依旧是目前中国经济主题的话，2014年一季度经济增长极有可能接近政府能够容忍的下限将意味着未来出台一定程度的刺激政策是完全可以预期的。因此从阶段性上说，宏观方面未来面临的风险并不算大，反倒是刺激政策出台后市场的具体表现值得关注，持续时间与对经济的刺激作用能有多大，才是未来的关键。

### 三、市场分析

在长达两年多的铜价相对窄幅震荡过程中，一方面宏观背景相对稳定，虽然区域性的风险不断，但经济始终没有发生大规模的快速回落保证了需求方面的相对稳定；另一方面铜市自身的供需也相对均衡，因此投机者对未来的预期所导致的多头与空头进出成为了价格阶段性波动的最重要影响因素。与之前几年形成鲜明对比的是，在这两年多时间里，大部分时候投机者持有空头，并且从CFTC公布的COMEX铜市基金持仓数据上看，基金投资者无论是总空头数量还是净空头数量都在不断的创造或接近历史极限。（图6）

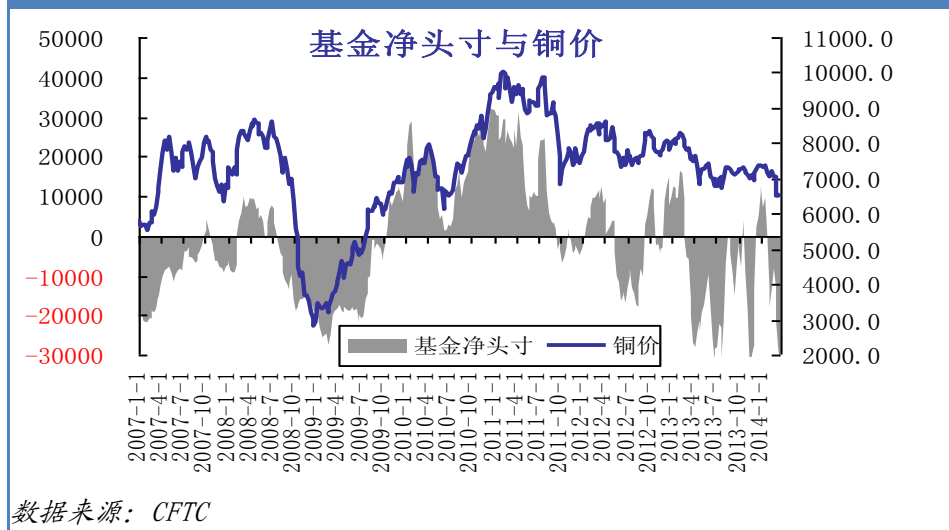
本论价格下跌时投机者在其中的作用同样显著，自2013年初基金净多头头寸接近近几年高点之后，一路的多头平仓再加上3月之后的空头猛烈增仓造就了价格近几个月以来的最大跌幅。铜价也在此背景下创下了几年的新低。而关键的问题也正在于此，从近几年的情况看，在宏观经济，特别是中国经济发生系统性风险可能性很小的假设之下，这样的投机者看空高峰往往意味着未来价格的反转。未来空头回补乃至多头增仓的动作，将形成一轮较为完整的上行走势。

关键是这样的预期是否能从其他方面获得验证，在我们之前的论述中，有几个结论相对重要：一、宏观方面，中国经济在连续走软后得到政府放松政策的支持可能较大，而从季节性上来说，接下来中国市场将迎来一年之中消费最为旺盛的季节，在消费方面库存水平始终较低背景下，消费者心态稳定之后的现货入场买入将对国内相对偏弱的价格形成支撑；二、供应方面，随着价格大幅贴水的状态持续，未来国内市场供应过剩的局面将发生较大的改变，这一点从上海期货交易所铜库存的持续下降以及近期合约进入稳定升水状态上可以得到部分体现，未来紧张状态极有可能持续两到三个月。可以说，只要融资库存尚能维持于正常水平、不出现快速清库，未来供应弹性并不算足，很有可能的状态是价格的上行刺激更多的进口于冶炼供应投入。

因此市场最有可能的未来发展是与两年多屡次出现的状况类似的，那就是初期市场空头回补将推动价格反弹，而随着市场信心的逐渐恢复，多头增仓推动价格进一步走高的情形亦有可能出现。这样的

假设之下，价格上半年，乃至年度的低点很有可能已经出现，接下来两三个月时间中，铜价将逐渐震荡向上探索高点。

图 6: COMEX 基金净头寸与铜价



#### 四、价格预测

在前述假设之下，按照 CFTC 持仓变化与价格之间的关系，铜价未来的高点将达到 7000-7500 美元一线（7000 美元一线是空头回补至多空均衡状态的价格目标；而 7500 美元则是投机者再度重演从极度看空到极度看多的完整预期波动。对于国内价格来说，我们认为前期 6.9 左右的比值已经是近期比值低端极限，按照过去历史均值，主力合约比值极有可能恢复至 7.2 左右一线。则国内铜价未来上面目标位将是 50500-54000 元一线。

## 操作建议

操作上讲，套利交易者可以择机介入买国内抛伦敦的反套交易。按照近几年价格低点对应比值低点，价格高点对应比值高点的特性，反套交易每一组合预期利润将超过 1000 元/吨。对于投机者而言，买入的持仓与价格水平取决于下方止损水平，如果以创新低为操作止损，则买入的最好价格应该位于国内主力合约 45000 附近或以下。如果未来震荡过程中再度出现该价格，可以考虑以新低为止损中期买入。



---

## 免责声明

---

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。