

# 铜 2014 年 6 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 .....   | 8 |

## 摘要

总体而言，目前铜市场依然处于一个与过去几年完全不同的市场状态之中，如果参考其他工业品价格，铜价维持于目前水平显然是偏高的（即使是远期已经贴水的价格）。但从铜市本身而言，库存的下降与现货的紧张又显示市场处于传统意义上的牛市阶段。具体到价格走势而言，特点就变成了过去两个月几乎一直在重复的走法：在预期起主要作用的每月第一周与第四周，价格总是容易调整或下跌。而到了月度交割日前后的第二周与第三周，价格又往往挣扎着震荡创下阶段性反弹新高。在库存与升水变化之前，市场的这种波动逻辑可能短期内还很难真正改变。

国内远期价格对 LME 三个月期铜的比值在经历了三月份的快速探低后，4、5 月间基本保持在反弹后的区间内，而这样的比值意味着远期点价依然面临 2000 元以上的进口亏损。因此价差结构变化之前，买国内抛伦敦的反套交易持有着依然处于相对有利的市场状态之下。

我们依然重复上个月月报中关于宏观方面的观点，只是对于中国市场的政策变化预期推后，那就是从整体宏观方面看，发达经济体出现导致市场剧烈波动的因素在未来一段时间出现的概率不高，焦点问题依然在于中国经济的走向。如果 7 月份开始公布的 2014 年上半年数据偏弱，连续两个季度经济走弱的可能或刺激政府出台更大规模的稳增长措施。而这样的刺激政策，对铜市而言，很有可能会导致空头更大规模回补推动价格反弹。

如果我们的价格预期目标是最终 CFTC 持仓多空平衡，则 LME 铜价的高点应该在 7050 美元附近，沪铜主力合约价格则应该接近 50000 元整数关口。这是我们对 6 月中旬时铜价反弹高点的预测。而 6 月铜价的低点，在市场结构不发生变化的大前提下，则应该位于 LME6600 美元、沪铜主力 47000 元左右。

## 行情回顾

从市场的波动节奏上来说，5月份铜价的走势几乎是4月份的翻版：月初价格在相对低位震荡，月中临近交割时在空头回补买盘推动下价格创下反弹新高，而空头回补结束之后，价格很快回落，但在回落过程中，遭遇逢低买盘介入稳定价格。临近月末时价格再度震荡上行并探至前期高点附近，之后跟进买盘不足导致价格再度震荡回落。并维持于相对高位区间。

从最大波动幅度上来说，5月铜价的振幅也是与4月份接近的。LME市场最大不过300美元左右的上下波幅使得全月大部分时间里价格的波动都是以震荡形式完成的。但在价格波幅收小的背景下，市场却始终暗流涌动：如果以投机空头的整体逻辑而言，中国市场需求前景依然疲弱再加上进入夏季后全球消费淡季的出现，现货与近期合约相对远期的显著升水应该在5月合约交割完成后就逐渐收窄乃至消失，铜价反弹完成后重新进入下跌周期。但事实却恰恰相反，5月合约交割完成以后，中国市场的现货合约相对三个月期合约升水始终维持于1800元以上，最高时还一度超过2200元。而LME市场的现货升水也一度达到了超过100美元。库存下降、现货升水这两项传统意义上认为的现货供应紧张的指标始终位于几年以来的最高水平。这多少说明到目前为止，无论是需求下降预期也好，供应增加预期也好，都没有在铜市场上体现出来。这也造就了在价格出现调整后，逢低买盘往往会积极入市稳定价格，而到了临近交割的时间段，空头回补动能推动价格走高的习惯性表现仍有可能持续。

自从今年的4月初中国市场现货升水结构形成以来，这样的状态已经持续了两个月以上的的时间，我们之前反复提及的市场困境到目前为止依然没有任何改变迹象：从现货价格来说，进口铜已经能够或接近盈亏平衡点，但由于远期大幅贴水结构的存在，使得贸易商仍然无法实现在赢利或微亏的情况下启动更大规模的进口。这样的状态又反过来制约着未来价差的走顺。

作为市场上唯一有力量将这样的畸形市场结构调顺的实货消费方，资金的紧张与对未来价格走弱的预期又使他们宁可接受即买即用的高过远期超过2000元的现货，也不愿意锁定远期的价格，使这样的市场状态短期内仍然无法出现有进一步变化的迹象。

总体而言，目前铜市场依然处于一个与过去几年完全不同的市场状态之中，如果参考其他工业品价格，铜价维持于目前水平显然是偏高的（即使是远期已经贴水的价格）。但从铜市本身而言，库存的下降与现货的紧张又显示市场处于传统意义上的牛市阶段。具体到价格

走势而言，特点就变成了过去两个月几乎一直在重复的走法：在预期起主要作用的每月第一周与第四周，价格总是容易调整或下跌。而到了月度交割日前后的第二周与第三周，价格又往往挣扎着震荡创下阶段性反弹新高。在库存与升水变化之前，市场的这种波动逻辑可能短期内还很难真正改变。

图 1： LME 铜价周线图



## 影响因素分析

### 一、 基本面分析

在 ICSG（国际铜研究小组）5 月末公布的月度报告中，该机构认为 2014 年前两个月，全球市场出现了小幅度的短缺，季节性调整后短缺数量为 13.8 万吨，而如果考虑到中国保税仓库的库存变化，前两个月的短缺量则为 4 万多吨。

这一点与广大机构预测的今年铜市将出现小幅的过剩或短缺的广泛预期基本保持一致。整体而言，在经济增长方面不出现显著超预期的大背景下，铜市整体的供需依然是相对平衡的。出现 4 月份以来的表面上的供应短缺，更大的原因还是市场价格结构的失衡造成的结构性原因。

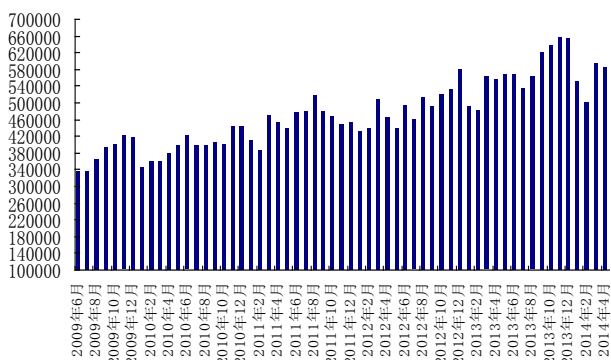
在产量与消费都相对平衡的背景下，市场阶段性的供需焦点主要是库存的变动。而在交易所库存已经处于 08 年以来最低水平的当前，库存的主要变数还是在于中国的保税仓库的库存是否会大规模的供应市场。但到目前为止，出现变化的可能性依然是比较小的，在中国

依然需要大量进口铜、国际市场与中国市场利差依然存在、银行方面也很难或缺乏足够动力对真正需要进口与融资贸易进行划分届定的情况下，保税仓库库存水平持续高位、难以大量供应中国市场的可能性依然是最大的。

从5月末公布的截止4月份的中国市场铜产量、进口、原料进口等各项数据上来看，短期内中国市场的阶段性供应紧张依然难以实质性改变：4月精炼铜产量还出现了环比小幅的下降，进口量与虽环比小幅增长，但只是与去年相对高位相当（并且进口量中还包括了进入保税仓库的部分铜）。而从原料的角度上看，铜精矿与废铜方面的进口依然维持着不温不火的节奏，显示未来国内产量增长方面幅度有限。（图2-4）。

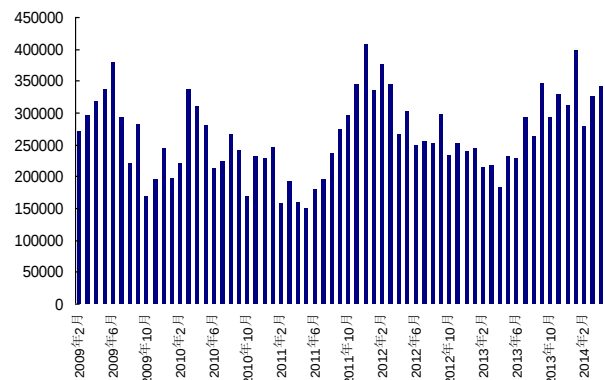
国内远期价格对LME三个月期铜的比值在经历了三月份的快速探低后，4、5月间基本保持在反弹后的区间内，而这样的比值意味着远期点价依然面临2000元以上的进口亏损。因此价差结构变化之前，买国内抛伦敦的反套交易持有着依然处于相对有利的市场状态之下。

图 2：中国月度精铜产量



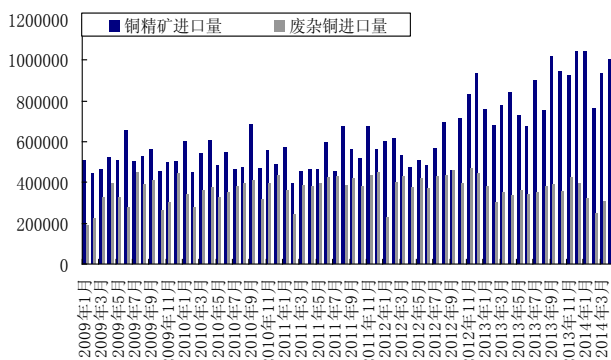
数据来源：国家统计局

图 3：中国月度精铜进口量



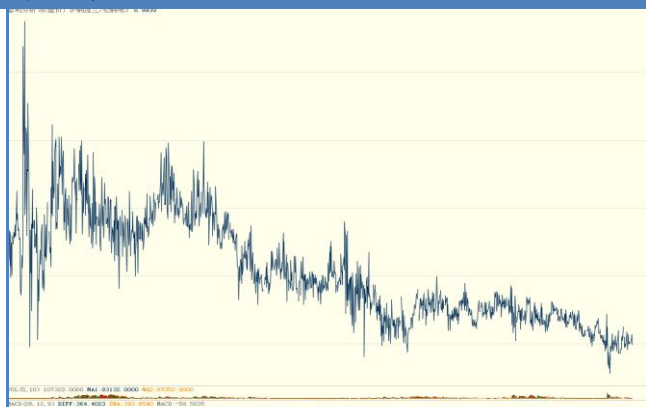
数据来源：中国海关

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

进入4月之后，中国市场的宏观方面关注焦点逐渐从持续走弱的经济转向了政策的变化。降准一度成为市场关注与猜测的最重要政策转向信号。但进入5月之后，这样的关注焦点随着政策的逐渐落地以及政府的反复释放不会采取放水式宽松的信号，已经逐渐转淡。再加上5月陆续公布的汇丰以及官方PMI数据逐渐转强，显示政府之前采取的微刺激政策多少起到了防止经济进一步下滑的作用，因此在进入夏季之后，短期内政府出台强力刺激政策的可能性已经极低。

因此我们上个月时预期的政策进一步宽松的时间节点可能要进一步后推，从目前已经公布的数据来看，5月份开始制造业已经有趋稳的信号，但需要关注的是未来的持续性，从整体2014年上半年来看，中国经济的下行风险依然是需要关注的。因此政府的关注时间点很有可能将转向7月份，如果各项数据表明5月份的走稳仅仅是昙花一现（从到目前为止的大宗商品价格表现来看，这样的概率还是相对较大的），进入2014年下半年之后。进一步的宽松政策仍然有望出台，并有可能刺激短期商品价格的波动。

国际市场方面，5月份并未发生太大的影响市场中期预期的政策变化，美联储的QE退出正在按部就班的执行，而未来加息的时间节点也基本落在了2015年下半年前后。这样的整体预期已经被商品市场参与者广泛接受，在经济数据方面出现显著超预期变化之前，市场心态相对平稳。

我们依然重复上个月月报中关于宏观方面的观点，只是对于中国市场的政策变化预期推后，那就是从整体宏观方面看，发达经济体出现导致市场剧烈波动的因素在未来一段时间出现的概率不高，焦点问题依然在于中国经济的走向。如果7月份开始公布的2014年上半年数据偏弱，连续两个季度经济走弱的可能或刺激政府出台更大规模的稳增长措施。而这样的刺激政策，对铜市而言，很有可能会导致空头更大规模回补推动价格反弹。

## 三、市场分析

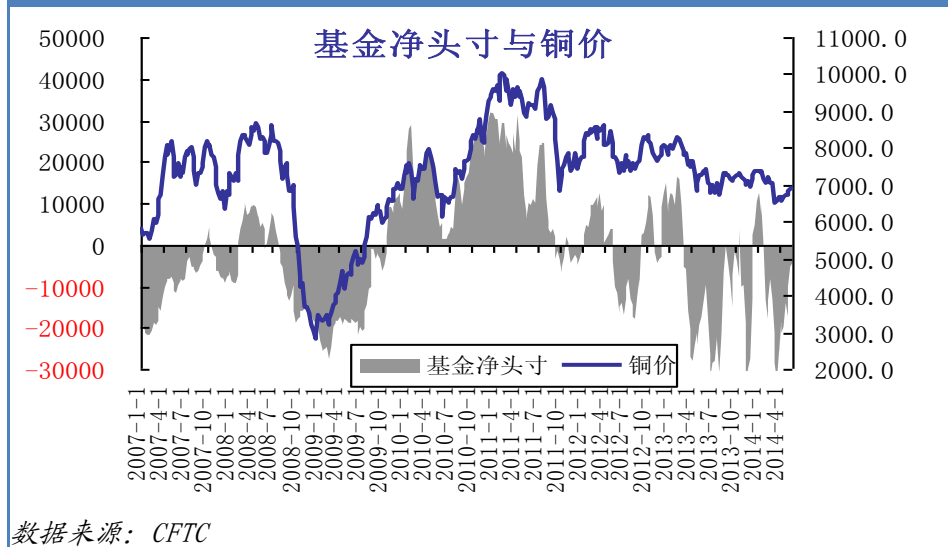
从图6的CFTC持仓数据上看，5月份投机者在铜市的主要动作仍然是空头回补，但与之前几年时空头回补节奏不同的是，到目前为止，投机者空头回补的动作都显得非常慢，截止到5月末，整体空头回补时间已经过去两个半月以上，但回补的幅度，完全不及过去几年反复出现的，几周内就从相对的净空极限回到多空平衡状态。

这样的变化一方面是由于在过去的两个多月时间里，无论是国际市场还是中国市场，都没有出现过超预期的政策转向，因此投机空头集中回补的动力偏小；另一方面在于价差结构的变化，随着市场全面

转向升水结构，投机多头方面也没有必要在价格走稳后快速推高价格逼迫技术性空头回补从而全身而退。温水煮青蛙的模式也使得空头投机者持有的时间段在拉长。

当然，从投机者交易行为的整体趋势性而言，空头回补至多空平衡的状态依然是在未来一段时间里可以预期的。只是如果考虑到市场目前的价差结构，数据上的多空平衡状态往往最有可能出现在每月的第二、第三周，到期空头受挤压力最大的时间段里。

图 6：COMEX 基金净头寸与铜价



#### 四、价格预测

LME 价格接近 7000 美元，沪铜主力合约 49000 元以上成为了 5 月市场的高点。这样的高点对应的是空头回补仍不彻底的市场结构。而如果我们价格预期目标是最终 CFTC 持仓多空平衡，则 LME 铜价的高点应该在 7050 美元附近，沪铜主力合约价格则应该接近 50000 元整数关口。这是我们对 6 月中旬时铜价反弹高点的预测。而 6 月铜价的低点，在市场结构不发生变化的大前提下，则应该位于 LME6600 美元、沪铜主力 47000 元左右。

---

## 操作建议

---

6月第一周开始到第二周的周中，操作方面的建议是逢低买回5月高点前后已经平仓的中期多头。由于目前整体价格波幅狭窄，多头的止损幅度应该设立在沪铜主力700-1000元左右。如果市场按照预期开始上行，则多头的平仓时间应该在6月的第三周周末前后。

套利方面，由于LME市场与沪铜升水幅度依然差异巨大（沪铜升水幅度远大于伦铜），因此前期买内抛外的反套头寸仍然可以继续持有，直至市场价差结构出现逆转，或内外比值接近进口成本时，再考虑平仓退出。

---

## 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。