

铜 2014 年 5 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

现货与期货之间相对割裂的表现就此形成，而在现货市场或者因为消费逐渐趋淡、或者因为供应进一步增加而导致出现供应过剩之前，这样的割裂表现并不会在宏观看法逆转之前发生质的改变。现货高升水的状态很有可能在5月继续持续下去。当然，对于买内抛外的反套与低点时买入的头寸持有者而言，这样的升水状态下，无论是到期选择移仓，还是持有到临近交割，都是有利的。

得出的结论实际上是比较矛盾的：一方面，如果将当前市场的现货高升水归咎于前期国内相对价格过高而消费又处于旺季的话，这样的情况目前多少有了一些改善，未来随着消费进入降温的夏季，市场高升水状态将逐渐趋缓。而另一方面，随着人民币在一个多月时间里的快速贬值，当前进口铜的盈亏平衡比值已经高达7.4以上，沪铜远期合约比值仅维持于7.0-7.1这一相对的低位区间波动，远期进口亏损依然保持在2000元上的情况下，无论是冶炼商还是贸易商，增加市场供应的动力都不会太足，这又有可能造成未来市场现货供应始终偏紧，期现两个市场继续割裂。

在我们上个月的月报中，我们将4月份铜价的反弹目标预测在了LME铜价7000美元以上，沪铜价格50000以上。目前来看，也只是国内现货价格勉强达到了当时预测的范围之内。由于市场并没有发生太大的其他方面变化，价差结构又有利于多头开展行情，我们仍将当前市场反弹的目标位下限设置在当时预测的下限左右。只是7500对应54000的上限，恐怕需要下修，并且在时间节点上，我们的反弹预测将更为严格，那就是5月中旬的交割日前后。届时即使价格反弹不到我们的预测区间，建议的交易策略也需要进行修改。

行情回顾

对于国际市场而言，4月份铜价走势相当稳定，价格波动的区间最大不过200多美元的情形又使得铜市投资效率开始恢复到与之前几个月类似的低下状态之中了。但价格的波幅收窄并不意味着市场的平静，中国铜市场在相对平稳的价格波动中，出现了期现货价格相对分离的表现，多少说明了在一年中消费最为旺盛的月份里，市场的一些矛盾重心。

中国市场的期现价格差异波动是从4月合约接近交割日前开始的，4月11日开始，即将面临交割的铜1404合约价格开始突破向上，并很快脱离了前期47500附近的震荡高点。在最后交易日前的三四个交易日时间里，1404合约一度连破48000，49000两个整数关口，最终以48500这一相对1405合约升水超过千元的巨大价差摘牌。交割日后现货升水逐渐走平的惯例并未在接下去的日子发生，仅仅经历一个交易日的低开高走之后，1405合约很快接过了升水走高的接力棒，相对下一个1406合约的价格升水很快从3、4百元走高至800元之上，同步的是现货升水也在一路走高，最为极端的情况发生在了一周多之后，4月28日，上海地区现货铜价一度报高至50500元上方，相对1405合约升水超过1500元，相对沪铜1407合约升水则超过2500元。按照当时市场情况测算，进口已经略有赢利。当然，这样的畸高升水状态并未在之后延续，现货价格很快就回落至50000元下方，现货升水也在之后的两个交易日回落至千元之内。

对于出现看上去极度紧缺的市场氛围的形成原因，市场众说纷纭。我们的看法是，其中最主要的原因还是在于3月份时价格的暴跌，绝对价格的下跌影响还可能相对有限，更重要的原因在于沪伦比值的大幅下挫，在当时现货一度平水的情况下，进口铜亏损峰值一度超过4000元/吨，市场传言纷纷的融资铜问题并未出现，出现的却是冶炼企业进口精矿加工巨亏后选择再出口。这反映出的是市场对进口亏损的忍受度已经达到了极限，超过8%的进口亏损状态下，即使是为获得利息差而进行的进口贸易式融资也无法继续运转。这样的状态持续一段时间后，最终造成了国内现货市场可供应的现货剧烈减少。而在5月小长假之前刚性需求买盘的备货买入推动下，畸高的现货升水就形成了。

与相对繁荣年份时市场出现现货升水后，远期价格就很快跟上不同的是，即使是在现货最为紧缺的时间段里，无论是国内还是国际市场的远期期货价格都表现得相对平稳。与去年4、5月间价格暴跌后很快出现剧烈震荡的走势不同的是，迄今为止期货主力合约价格的反弹都显得速度很慢，长达一个多月的时间里，沪铜主力合约最大反弹幅度不过4000多元，考虑到价格主要的交易区间，反弹幅度则更小。LME铜价的反弹幅度则更小，最大不过400多美元。这说明了几年以

来价格不断走低过程中的惯例：投机者总是对远期价格看空，这形成了“卖预期，买现实”的投机交易特征。对于当前市场而言，这样的现货升水说明，尽管旺季时价格升水高企，但投机者出于对宏观方面的看淡，并不会集中回补之前建立的空头，同样的看淡情绪也影响着消费买盘，即买即用的模式之下，高价买入现货只是为了维持正常生产，消费者也并不会因为远期价格低而选择在远期合约买入保值。

现货与期货之间相对割裂的表现就此形成，而在现货市场或者因为消费逐渐趋淡、或者因为供应进一步增加而导致出现供应过剩之前，这样的割裂表现并不会在宏观看法逆转之前发生质的改变。现货高升水的状态很有可能在5月继续持续下去。当然，对于买内抛外的反套与低点时买入的头寸持有者而言，这样的升水状态下，无论是到期选择移仓，还是持有到临近交割，都是有利的。

图 1： LME 铜价周线图



影响因素分析

一、 基本面分析

在年度供需将继续维持整体平衡（小幅短缺或小幅过剩）的大框架下，中国市场自 4 月中开始延续至今的现货高升水所体现出的实际上并不是供需方面出现了根本上的失衡，而是价差结构不合理导致的国内市场阶段性现货紧缺。这样的紧缺在消费相对旺盛的 5 月上半月

或将维持。而之后随着传统意义上的夏季消费淡季逐渐来临，再加上现货价格高企导致的进口兴趣增加，当前局面或将被逐渐逆转。

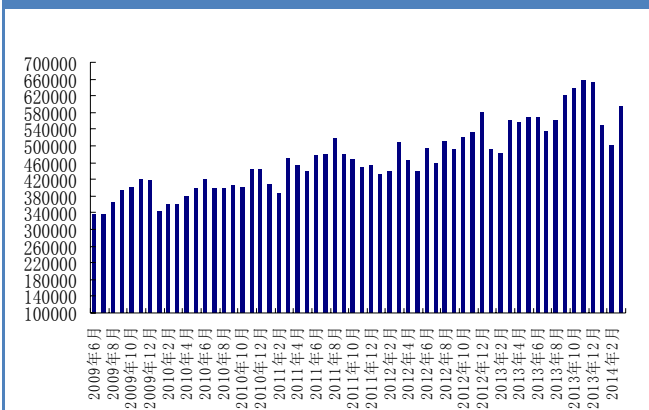
从4月中下旬公布的进口数据上看，3月份无论是精矿、废杂等原料的，还是精炼铜的进口，都环比出现了正常的增长，这多少表明尽管市场价差相当恶劣，但正常的进口却并没有受到太大的影响，只是这样的进口到底有多少能够供应市场，到目前为止还没有具体的数据来验证。从事后的角度上说，合理的推断在于至少有相当一部分精炼铜的进口数据，可能又是存放在保税仓库中，而并没有直接供应至国内市场。

当前中国市场供需预测的难点在于在目前相对畸形的价差结构下，供应方会采取怎样的应对措施。对于国内产量的主要贡献者，冶炼企业来说，加快生产并尽快将成品供应市场是最经济的选择。但即使是按照最短的20天左右，价差的损失也将接近千元上下。同样的选择摆在贸易商面前，快速从国际市场点价完成进口、迅速在现货市场卖出同样有机会获利。但相对冶炼企业的原料可得程度较高来说，贸易企业要获得直接的现货并不容易，LME市场的排队出库仍在持续，注销仓单依然占总库存量超过40%。保税仓库拥有大量“闲置”库存，但库存的持有者除了被质押方的银行之外，剩余的贸易商仍热衷于在没有风险敞口的情况下赚取转口融资方的贸易升水价差。只要转口贸易的形式不被禁止、国内外市场的利差依然存在，这样的模式实际上并不会因为铜价的高低而发生多大的改变。

两厢综合之后，得出的结论实际上是比较矛盾的：一方面，如果将当前市场的现货高升水归咎于前期国内相对价格过高而消费又处于旺季的话，这样的情况目前多少有了一些改善，未来随着消费进入降温的夏季，市场高升水状态将逐渐趋缓。而另一方面，随着人民币在一个多月时间里的快速贬值，当前进口铜的盈亏平衡比值已经高达7.4以上，沪铜远期合约比值仅维持于7.0-7.1这一相对的低位区间波动，远期进口亏损依然保持在2000元上的情况下，无论是冶炼商还是贸易商，增加市场供应的动力都不会太足，这又有可能造成未来市场现货供应始终偏紧，期现两个市场继续割裂。

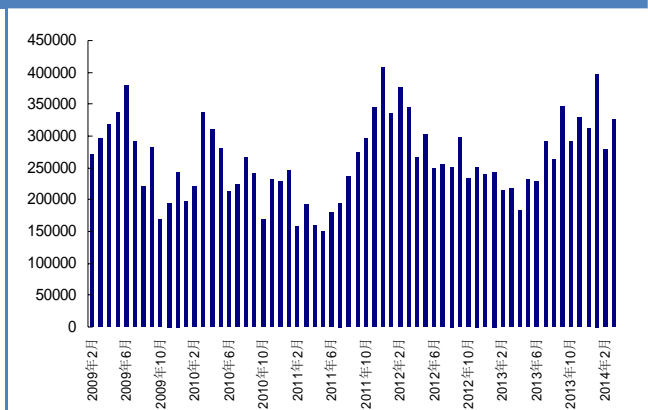
一个皆大欢喜的结果是在旺季结束之前，沪铜远期比值进一步修复至7.2以上，而现货升水逐渐走平。这样对于场外投机者来说，宏观的走向预期依然可以在铜市场的交易中得以充分实现。而在目前的市场情况下，观察与等待恐怕是最好的选择。

图 2：中国月度精铜产量



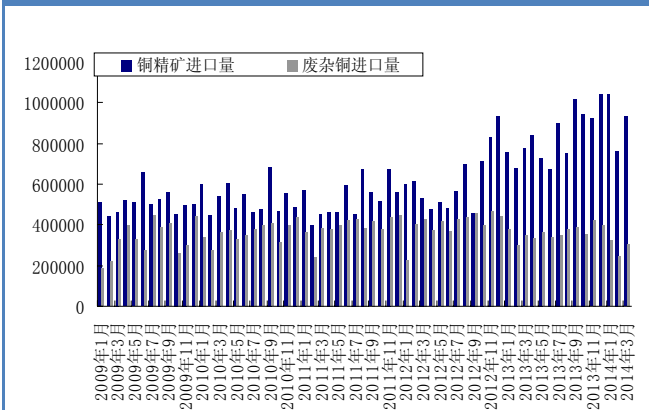
数据来源：国家统计局

图 3：中国月度精铜进口量



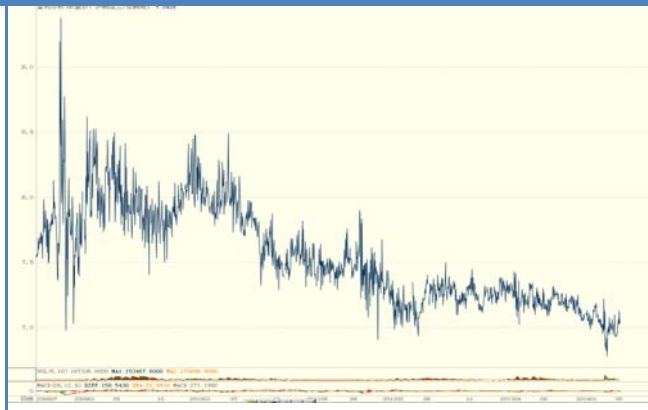
数据来源：中国海关

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

作为焦点的中国市场，目前宏观方面关注的焦点已不再是经济有多差，而是政府对经济下行的容忍程度。对于乐观的投资者来说，4月份是一个燃起希望与希望逐渐落空的一个月。随着一季度走弱数据的逐渐公布，3月末开始市场对政府出台刺激政策的预期一度相当强烈，甚至有投行已经给出了二季度降准的“路线图”，但4月中旬以后，随着政府政策的逐渐落地，市场的失望心态开始逐渐体现，微刺激的大背景下，中国经济在2014年二季度出现“V”型反转的可能性已经越来越低，与之对应的是，大部分工业品价格自4月中旬之后，都开始了新一轮的下探，只是铜价走势有所不同。

我们看法是，针对第一季度经济走软的政府微刺激已经到了尾声。政府表态也说明了对于经济下行的容忍度正在提高。但如果把股指与大部分工业品价格作为经济，特别是制造业的先行指标的话，到了5月下旬以后，市场也好，政府也好，关注的焦点将逐渐转向另一个问题，那就是二季度已经过半的情况下，经济就此持稳的可能性正在降低，在GDP连续两个季度走低并接近7.0的下限的预期之下，政

府是否会出台更有力度的刺激政策，将是对冲经济下行风险的关键所在。整体而言，我们更愿意相信政府保就业与保下限的决心。

国际市场方面，与 2013 年同期市场突然间感觉到联储即将开始加息并导致风险资产一度大幅下挫的环境不同的是，当前市场的普遍看法较为稳定，最近的一个观察点在于 4 月最后一个周五美国公布了远强于预期的非农就业人数，风险资产并未在焦点数据公布后出现往常那样的大幅下跌，而市场观察联储未来加息时间节点的焦点，则很快转向了未来美国公布的通胀数据。这多少表明，在有序退出 QE 与未来加息之间，政策制定者给出的是较为明确且被市场广泛接受的门槛，这个门槛需要时间与经济数据方面的全面支撑。

因此从整体宏观方面看，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 5 月上半月一些领先指标仍维持低迷的话，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 上反映投机者在铜市场净头寸持有状态与价格波动对比上看，至少在长达 2 年多的时间里，“卖预期，买现实”的交易特征在国际市场上同样相当流行，净空头的下限在被反复触及，而上方净多头寸的极限则不断下移，伴随着的是铜价的不断走低。但从基金头寸的波动细节上看，可以发现，无论是净多头的相对高点还是净空头的相对高点，一旦开始脱离，市场的价格波动往往会呈现趋势性。最为极端的是，净空头寸开始回补，价格一路反弹至净多头寸的相对极限结束。

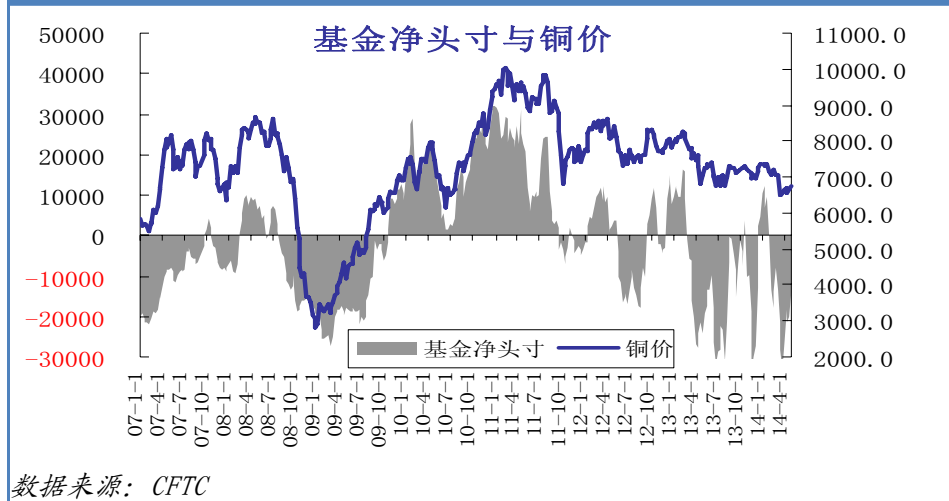
从传统意义上的季节性上来说，今年铜价的季节性波动依然在持续，这与其他工业品是有着显著区别的。消费旺季来临之前的 2014 年 1 月初，铜市场一度出现了 10 个月以来罕见的相对净多状态，而之后，则是价格相对顺畅下跌过程中的多转空过程，直至三月中旬达到了净空头的极限。这个极限数据一年多以来反复触及，可以说，在宏观基本面不出现大级别变化的情况下，价格的低点往往与这样的空头极限同时出现。

之后市场则进入了延续至今的空头回补走势之中，但与之前几年波动特点不同的是，到目前为止的空头回补过程已经经历了一个半月以上，而回补的幅度也相对温和，从 LME 铜价上看，除了价格暴跌后的快速反弹走势之外，大部分时间里铜价都维持的是窄幅震荡的走势，价格的反弹只是重心慢慢上移的过程。加速上行的走势从未出现。

当然了，在当前的价差结构下，缓步上行的节奏是对多头有利的，

随着时间推移，哪怕只要重心维持于当前水平，多头也能够从价差中获得足够的利润。量变到质变可能只是时间问题。而容易发生质变的时间点，往往是在每个月中旬的交割日前后。

图 6: COMEX 基金净头寸与铜价



四、价格预测

在我们上个月的月报中，我们将 4 月份铜价的反弹目标预测在了 LME 铜价 7000 美元以上，沪铜价格 50000 以上。目前来看，也只是国内现货价格勉强达到了当时预测的范围之内。由于市场并没有发生太大的其他方面变化，价差结构又有利于多头开展行情，我们仍将当前市场反弹的目标位下限设置在当时预测的下限左右。只是 7500 对应 54000 的上限，恐怕需要下修，并且在时间节点上，我们的反弹预测将更为严格，那就是 5 月中旬的交割日前后。届时即使价格反弹不到我们的预测区间，建议的交易策略也需要进行修改。

操作建议

目前阶段，前期头寸持有与场外投资者观望是我们在操作方面的建议。随着市场的变化，前期我们建议的买国内抛伦敦的反套头寸与中期多头头寸都已经出现了一定幅度的赢利。这部分头寸的持有终点，我们设置了两个条件，一个是价格反弹目标位达到；另一个则是时间上的 5 月中旬。如果价格反弹目标达到，在宏观方面没有发生大的改变的情况下，5 月中下旬之后，我们建议投资者寻求买外抛内的正套交易机会与中期空头机会。

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。