

铜 2014 年下半年报

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

中国铜市场的参与者，即使是消费性的参与者，从整体来看，在采购与销售的过程中，也是带有极大的投机性的：在价格看好时争先恐后买入，在价格看淡时维持极低库存运作。或许是市场的剧烈竞争导致了传统意义上的套期保值最终保住的结果只能是亏损，导致了即使是消费型的市场参与者，也只能选择参与到对未来价格预测的队伍中去。而从长期来说，05-06年期间价格一路上行，消费者为满足消费，被迫回补空头并一路追高的悲剧或许在将来的某个时间段，仍然会重演。另外一方面也说明实体企业的资金成本仍处于高位，如果按照三个月4%左右的折价来测算，消费者宁可选择持有现金也不愿意将资金沉淀在远期采购上多少说明了资金成本的高企。

下半年中国铜消费将保持合理增长，在价差结构无法发生逆转的情况下，现货供应的紧张将持续，融资库存很难成为市场额外的供应，反存上升的风险量变最终将成就质变，四季度消费旺季来临时，国内铜比值有大幅上升的可能，这或将带动整体价格上行。

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。从2014年二季度开始中国经济出现了启稳的迹象，但持续性以及未来经济反弹的力度依然相当不确定。相对确定的是政府对于经济可能下滑的坚决反向调整态度。而对于铜市场而言，宏观方面的影响则是跌了之后再反弹还是强势调整后继续上行，这需要未来进一步跟踪观察。

从年度的角度上说，3月中旬铜价创下了6321美元一线的低点成为年度低点的可能性非常大。而上方的高点，如果按照前述的第一种方式来进行假设，则位于7500美元左右。当然，从价格波动节奏上来说，夏季消费淡季之时，铜价出现大幅波动去触及年度高点的可能性并不大，最有可能的情况是三季度末四季度初的这一段时间里，铜价因为供应紧张而获得更多的消费买入动能，并创下下半年的高点。

上半年行情回顾

2014年上半年铜价波动节奏基本与2013年类似，只是时间上的对应并不明显。从LME铜价来看，2014年第一个交易日的最高7460美元成为了从去年6月之后以来一年多时间里的高点。之后铜价在2014年一季度的三个月中基本延续了跌势：从前两个月重心慢慢下移的震荡下行，到3月份的快速下跌。价格于3月中旬创下了6321美元左右的近四年新低。价格下跌过程中，中国市场现货铜价跌幅甚至一度大于远期期货合约，显示2013年四季度开始大量进口在价格大跌过程中一度集中抛售。

三月中下旬铜价创下迄今为止的年度低点之后，近4个月时间的交易过程中，震荡反弹成为市场主题。从LME铜价来看，如果说2月中旬的7200美元一线是今年上半年市场反弹乏力后的起跌点的话，仅仅一个月不到的时间，铜价就出现了超过10%的下跌，而之后，花费了近4个月时间，价格才又重新回到了2月中旬时的起跌点。这多少表明了几年以来的整体不乐观市场情绪在延续：发现价格的投机者往往选择逢高做空。过去牛市中“买预期，卖现实”的交易逻辑，在今年上半年，依然延续了“卖预期，买现实”的反向特征。

对于中国市场来说，上半年市场最大的变化来自于价差结构。4月第一个交易日开始，沪铜市场全面进入了近高远低的现货升水状态，期间最大的现货对三个月期合约升水一度接近3000元。5月至今大部分时间现货对三个月期升水维持于2000元以上。市场的“卖预期、买现实”的普遍交易模式似乎在中国市场体现得更为彻底。在投机者依然整体看空做空市场的大背景下，下游消费买盘或许是逆转这种价差结构的唯一有力阵营，但事实的情况却是，消费买盘宁可选择在现货市场买入高于预期2000元以上的铜，也不愿意通过期货市场建立一部分库存来满足消费。

这至少说明了两点：一是中国铜市场的参与者，即使是消费性的参与者，从整体来看，在采购与销售的过程中，也是带有极大的投机性的：在价格看好时争先恐后买入，在价格看淡时维持极低库存运作。或许是市场的剧烈竞争导致了传统意义上的套期保值最终保住的结果只能是亏损，导致了即使是消费型的市场参与者，也只能选择参与到对未来价格预测的队伍中去。而从长期来说，05-06年期间价格一路上行，消费者为满足消费，被迫回补空头并一路追高的悲剧或许在将来的某个时间段，仍然会重演。另外一方面也说明实体企业的资金成本仍处于高位，如果按照三个月4%左右的折价来测算，消费者宁可选择持有现金也不愿意将资金沉淀在远期采购上多少说明了资金成本的高企。

图 1: LME 铜价周线图



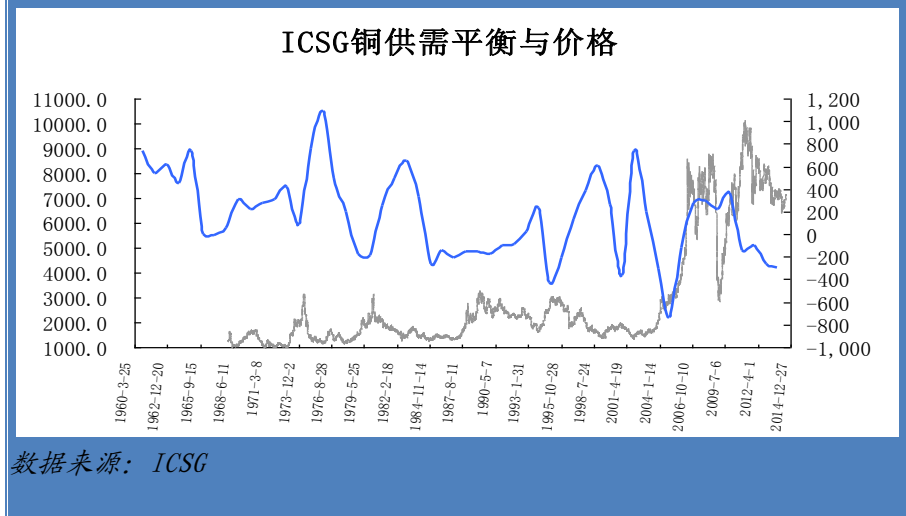
影响因素分析

一、 基本面分析

从全年的角度上看, 2014 年铜市场的整体供需状况与之前 3 年并无太大的分别: 如果不考虑中国融资库存, 则全年将出现小幅短缺, 如果将融资库存考虑在内, 则全年将出现小幅过剩。供需方面的小幅短缺或者小幅过剩, 成为了三年多以来铜市场屡次在某个时间节点上快速暴跌, 又屡次能够大部分收复跌幅的最重要原因。在其他大宗商品价格跌跌不休, 屡创几年以来新低的大背景下, 这样的相对强势显得多少有些格格不入。而如果从长期的角度来看, 这样的价格相对强势无疑是受到基本面支撑的: 历史上屡次价格冲高往往伴随着之后年份的大幅供应过剩, 价格也就很快再度回落至过去的稳定区间。而在 2003 年之后的近 10 年中, 除了 2008 年金融危机导致的相对大量过剩之外, 其他年份铜市场始终保持着小幅度的短缺或者过剩。从供应的角度上来看, 供应方对经济波动的充分预期导致了在全球经济相对低迷的年份里, 供应的增长也往往放缓, 市场始终没有出现因需求下降导致的大幅供应过剩, 价格也就顺理成章的维持在了历史高位水平之上。

当然, 价格崩塌的风险并非就此不复存在。2008 年的教训距离今天并不算遥远。只是在供需保持相对平衡的大背景下, 铜价崩溃的前提条件变成了经济的快速衰退。一旦所谓的“雷曼时刻”在全球任何主要的经济体重演, 空铜必然是广大投资者投资选项中的一条。毕竟下方的空间相对其他商品, 相当诱人。

图 2: 铜长期年度供需平衡与价格



在不考虑全球经济 2014 年下半年承受任何系统性崩溃风险的基础上。今年下半年全球供需的焦点依然是中国市场。

对于中国市场的供需，有一个对比需要提出。那就是在 3 月份铜价因“超日债”事件开始暴跌时，伴随的是现货市场的阶段性恐慌，现货价格一度相对远期贴水扩大。而当 5 月末 6 月初市场发生青岛港骗贷事件时，尽管价格同样出现了调整，但现货价格的相对坚挺却保证了价格跌幅并未进一步扩大。

同样的两个易引发市场恐慌的事件，最终对价格的影响结果却完全不同。实际上是可以从数据上找到部分解释理由的：2014 年 1-6 月（6 月数据为预估值），中国市场精炼铜进口量同比增长超过 40%（图 4），进口量的增长主要体现在了 1-3 月份，也就是说，当 3 月份价格开始下跌时，市场是存在有足够的库存来引发恐慌的。而随着 4 月之后精炼铜进口量的逐渐下降，再加上之前恐慌性抛售的消化，紧张情绪已经无法令现货市场再出现类似级别的抛售了。

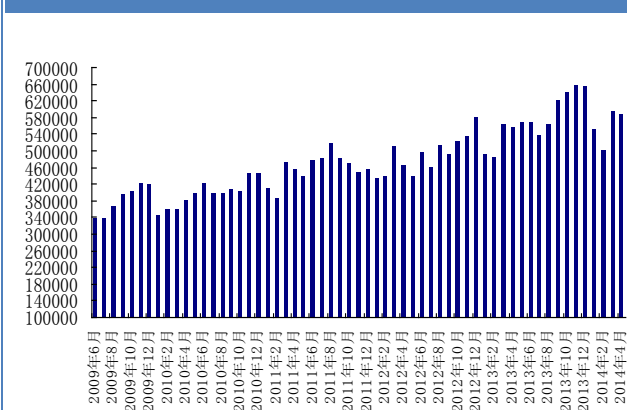
在此基础上，下半年中国铜市场很有可能将面临“供应从何而来？”的问题。1-5 月份的精矿、废铜进口与月度产量，同比增长率皆为 7% 左右，保持着与国内 GDP 增长同步的节奏（从历史统计看，铜实际消费增长率往往高于当年 GDP 增长）。额外的供应只是来自精铜的直接进口（如果考虑保税库存的增长，实际完税进口的铜数量可能要低于数据统计）。而在精练铜进口量未来很有可能环比下降的情况下，国内市场的供应或只能来自于自身产量。问题又在于原料进口（精矿+废铜）在 4 月以后同样出现了环比的下降，意味着产量增长将受限。如果消费保持着与 GDP 相当的 7.5% 左右的增长，下半年中国市场的供应或将进一步短缺。

市场机制意味着有短缺必然会加大进口，但在远期合约相对外盘

比值依然处于几年低位的情况下，无论是作为原料进口主力的冶炼商还是精炼铜进口主力的贸易商，都缺乏足够的盈利动力来加大进口。这又会导致现货价格相对远期的继续坚挺。目前看来，这样的市场结构很难发生质的改变，除非消费者大规模进入市场将近远合约价差拉平。

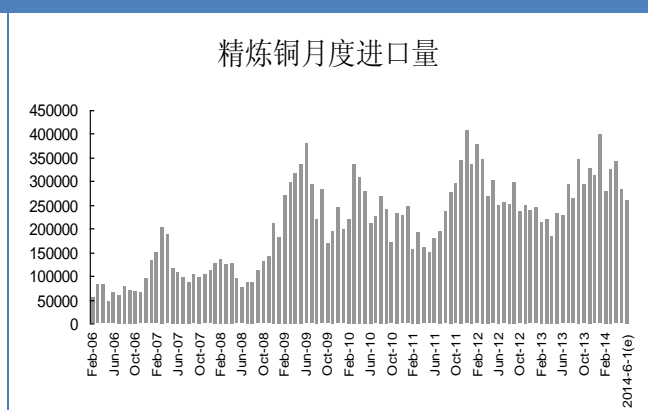
除此之外，市场唯一的额外供应将来自于保税仓库的融资库存。但这一部分库存最终成为市场现货供应的可能性相当低，国内外利差的存在以及银行方面对贸易融资的乐衷至少在今年的下半年将无法逆转。这意味着融资库存的整体规模只有上升的风险而非下降。

图 3: 中国月度精铜产量



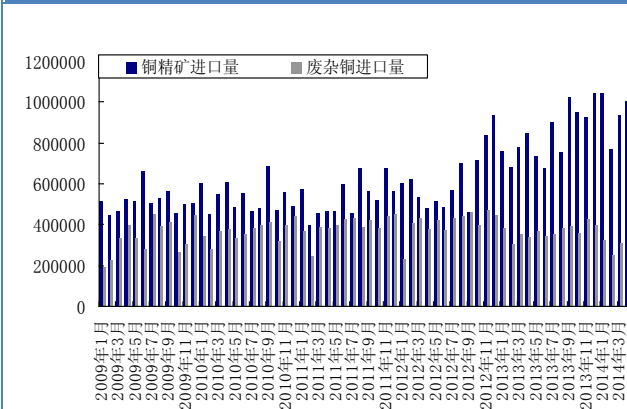
数据来源: 国家统计局

图 4: 中国月度精铜进口量



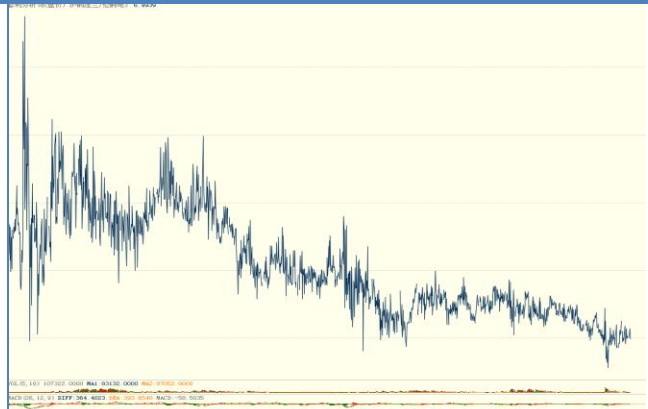
数据来源: 中国海关

图 5: 中国月度铜精矿、废铜进口量



数据来源: 中国海关

图 6: 沪铜主力/LME 三月铜比值



数据来源: 博易

结论有以下三点:

- 1、下半年中国铜消费将保持合理增长，在价差结构无法发生逆转的情况下，现货供应的紧张将持续；
- 2、融资库存很难成为市场额外的供应，反存上升的风险；

3、量变最终将成就质变，四季度消费旺季来临时，国内铜比值有大幅上升的可能，这或将带动整体价格上行。

二、宏观经济

7月16日中国公布了上半年的宏观经济数据，市场最为关注的上半年GDP增长最终公布值为7.4%。这是一个相对中性的数据，2014年二季度中国经济增长开始脱离之前的低迷表明政府微刺激政策开始起作用。但市场担忧的是6月份信贷数据以及基础设施建设数量的快速上行，增加流动性与加大基础设施建设投入力度依然是政府阶段性提振经济的主要手段。未来增长潜力依然受到怀疑。

目前市场普遍的看法是中国经济至少在四季度之前将保持相对的强势，流动性方面也不会出现类似去年的恐慌。但整体而言，相对低增速的状态下，仍然需要关注出现局部风险事件的可能。这对于铜市场而言，可能仍会成为阶段性抛售的最大理由。

国际市场方面，美联储何时开始加息依然是市场关注的主要焦点。之前几次联储会议纪要将加息预期推后至了至少2015年下半年之后，但近期公布的强经济数据再加上联储主席的表态，又令市场开始担忧上半年加息的可能。

我们依然重复之前月报中关于宏观方面的观点，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。从2014年二季度开始中国经济出现了启稳的迹象，但持续性以及未来经济反弹的力度依然相当不确定。相对确定的是政府对于经济可能下滑的坚决反向调整态度。而对于铜市场而言，宏观方面的影响则是跌了之后再反弹还是强势调整后继续上行，这需要未来进一步跟踪观察。

三、市场分析

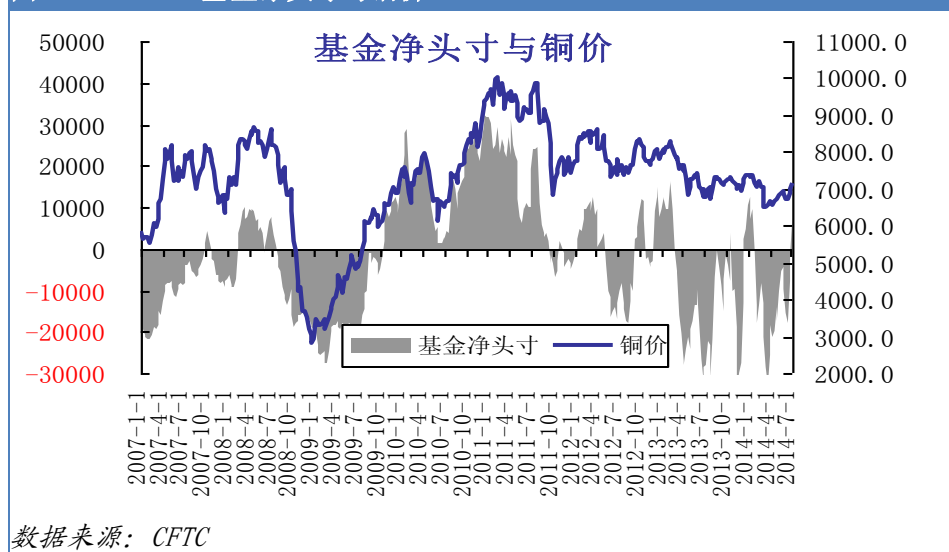
从图6的CFTC持仓数据上看，6月份投资者的交易行为基本符合我们之前的预期，那就是基本上将一季度建立的空头头寸回补结束。在6月的最后一周，我们看到了基金多空持仓处于平衡状态。铜价也回到了7000美元整数关口附近。这已是我们前期预期价格反弹的终点。

进入7月之后市场持续的走强则多少与我们之前的预期不符。从CFTC持仓数据看，7月第一周开始，投机者大举建立多头头寸，到7月第二周的周二，总多头头寸一度逼近今年1月初的高点。与此同时，投机空头也在同步建仓，这使得基金净多头头寸显得相对温和。而铜价也在多头推动下再度触及7200美元以上。

投机多头方面的增仓出现在下半年的第一周交易中可以从指数型投资者的仓位调整中作出部分解释：相对其他商品的同比走强，铜价的同比下跌令指数型基金在半年度持仓被动调整中卖出部分强势品种而买入部分弱势品种。这使得短期内铜市场多头增仓相当集中，也推升了价格的上行。但CTA为主的投机者却仍在价格上行过程中同步抛售。价格短期走强后也就很快陷入了相对高位的震荡。

因此下一阶段的投机者增仓方向依然是较为模糊的：如果未来看好且投机者开始介入多头，则意味着7000美元一线将成为下半年铜价上行的起点；如果未来投机者依然看淡市场并开始抛售，则7200美元一线或将成为较难逾越的高点。我们看法更倾向于前者。

图 7：COMEX 基金净头寸与铜价



四、价格预测

从年度的角度上说，3月中旬铜价创下了6321美元一线的低点成为年度低点的可能性非常大。而上方的高点，如果按照前述的第一种方式来进行假设，则位于7500美元左右。当然，从价格波动节奏上来说，夏季消费淡季之时，铜价出现大幅波动去触及年度高点的可能性并不大，最有可能的情况是三季度末四季度初的这段时间里，铜价因为供应紧张而获得更多的消费买入动能，并创下下半年的高点。

操作建议

淡季震荡过程中逢低买入是我们对下半年铜市场交易的主要操作建议。买入的关键点位首先位于7000美元附近。若该点位最终被向

下突破，则一个买入价格应该设置于 6500 美元一线。这样的策略设置是考虑到了投机者交易中的两种可能。投机者改变之前空头策略的情况下，则 7000 美元一线将成为上涨的起点。否则，只有等待空头抛售充分完成，逢低介入才将成为较好的选择。

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。