

恒泰期货有限公司

www.cnhtqh.com.cn

工业品研究

分析师：李婕

执业编号：F0296144

电话：021-60212733

邮箱：chenyanjie@htqh.cn

铜：短期挺价难掩长期疲弱 铜价第三季度做空正当时

摘要

- 长期看，铜矿上仍在成本线上减产有限，天气炒作不确定性较高，国内产量仍处于增加状态，国内进口盈利窗口出现，进口回归真实贸易，后期进口上升增加供应，7、8月存在贸易商挺价现象，但市场需求仍较往年弱，旺季为呈现明显特征，第三季度需求从目前宏观角度来说仍存在转折性不确定，微观需求疲弱制约铜价反弹高度。金融属性逐渐消退，但美元9月加息概率上升，外围压力另铜价上涨空间有限。长期仍维持做空观点，第三季度商品与金融双向或迎来最佳空点。
- 短期来看，外围金融属性不确定性影响尚有限，国内厂商与贸易商挺价，拉高升水，市场存在短期上涨动力，而从市场结构与持仓结构，我们建议短期以买国内抛国外，反套策略为佳。

操作策略

- 单边策略：建议长线等待，时机在8月附近
- 套利策略：短期反套策略持有。

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、行情回顾与未来预判断..... | 4 |
| 1.1、行情回顾..... | 4 |
| 1.2、未来预判..... | 4 |
| 1.3、投资机会..... | 4 |
| 二、商品属性：需求较弱，进口窗口打开制约铜价长期上涨..... | 6 |
| 2.1 原料过剩收窄，矿山事件遭炒作。..... | 6 |
| 2.2 贸易商持货观望挺价力度有限..... | 7 |
| 2.3 短期下游企业需求不旺市场整体偏弱..... | 9 |
| 三、金融属性：经济增速不一，货币政策转变利空金属..... | 10 |
| 四、市场心态：多空转换较为僵持..... | 12 |
| 4.1 技术分析..... | 12 |
| 4.2 机构动态..... | 13 |
| 五、未来走势：短期反弹，9月前后存在做空时机..... | 13 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1 : 沪铜指数走势及做空点 | 5 |
| 图表 2 : 沪伦比值入场点 | 5 |
| 图表 3 : 铜矿产量、产能与产能利用率 | 7 |
| 图表 4 : 国内冶炼厂开工率-小幅下降 | 7 |
| 图表 5 : 铜产业链进口量 | 7 |
| 图表 6 : 铜精矿进口季节性 | 7 |
| 图表 7 : 现货升贴水 | 8 |
| 图表 8 : 库存与铜价 | 8 |
| 图表 9 : lme 库存分区变化图 | 8 |
| 图表 10 : lme 库存与注销仓单 | 8 |
| 图表 11 : lme 升贴水 | 9 |
| 图表 12 : 国内期限价差 | 9 |
| 图表 13 : 进口盈亏比率 | 9 |
| 图表 14 : cif 溢价 | 9 |
| 图表 15 : 铜终端产量累计-均呈现下滑 | 10 |
| 图表 16 : 铜材累计季节性图 | 10 |
| 图表 17 : 美国房地产市场 | 11 |
| 图表 18 : 美国就业市场 | 11 |
| 图表 19 : 美国消费市场 | 11 |
| 图表 20 : 美国制造业市场 | 11 |
| 图表 21 : 中国 GDP 变化 | 12 |
| 图表 22 : 中国官方 PMI 数值与汇丰 PMI | 12 |
| 图表 23 : 沪铜指数周线图 | 12 |
| 图表 24 : CFTC 持仓结构 | 13 |

一、行情回顾与未来预判

1.1、行情回顾

第二季度中国经济数据疲弱，外围美国加息预期推后，金融属性利空稍减，铜矿过剩仍在但主要矿山因天气、罢工等事件过剩缺口稍减，市场炒作热情推升价格，传统金三银四旺季不旺，国内实体需求较弱，国外需求稍好，精铜市场内弱外强。由于国内货币宽松政策，与美国利差缩减，使得转口铜贸易下降，以融资为目的进口数量下滑。供过于求稍显，贸易商挺价动作力度有限，虽然进入六月厂商挺价，但需求不旺始终抑制铜价反弹。

1.2、未来预判

目前全球货币政策分化，美国加息预期仍在但时间推后或至9月第一次升息，欧洲经济逐步好转，中国经济改革，货币政策宽松，实体经济仍相对疲弱，需求不振使得铜价中枢下移，市场核心焦点集中在进口增量与需求好转。预计2015年下半年供应端增速上升，国外需求好于国内，贸易商有挺价动力，短期市场价格回升，反弹超过44000区间概率较小。长线9月金融与商品或将引来做空时机。目前单边走势受限制，市场结构适合买国内空国外，反套操作。

(具体理由见文章第二、三、四和五部分分析)

1.3、投资机会

单边：反弹至43500-44000区间可考虑做空，止损44300.

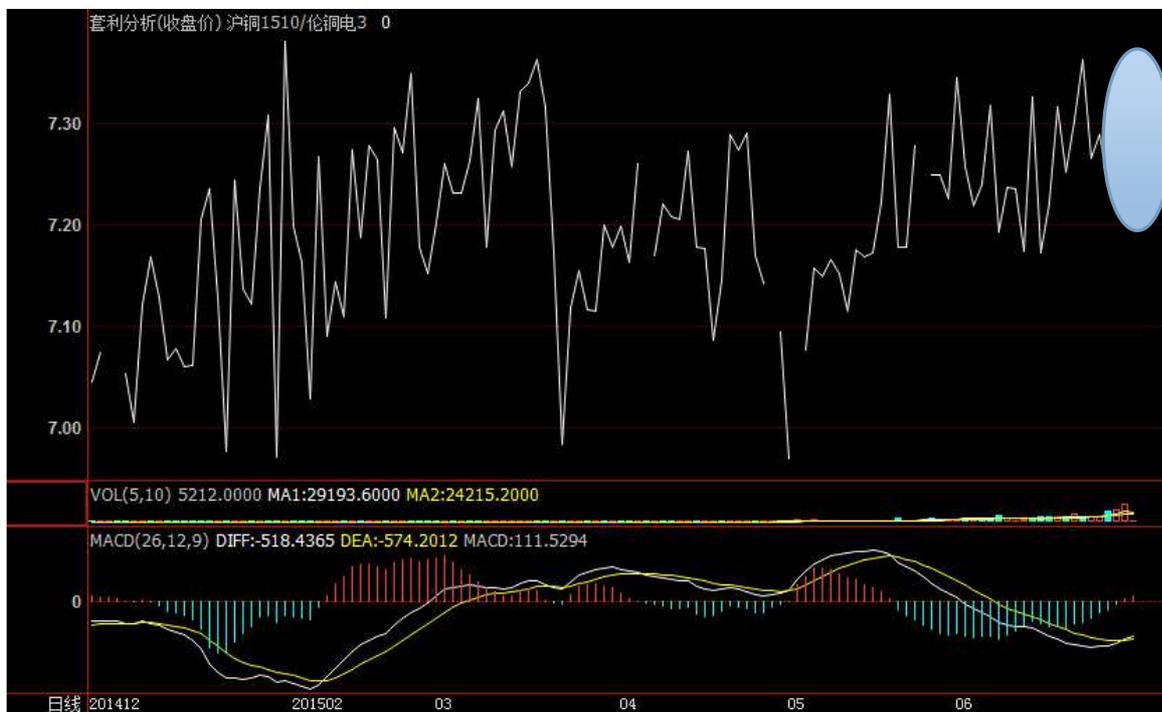
图表 1: 沪铜指数走势及做空点



数据来源: 文华财经 恒泰期货研究所

目前国内铜价 back 结构, 1me0-3 贴水, 适合移仓, 建议目前点位买国内抛国外。

图表 2: 沪伦比值入场点



数据来源: 文华财经 恒泰期货研究所

二、商品属性：需求较弱，进口窗口打开制约铜价长期上涨

观点：我们认为目前影响铜价主要因素是进口窗口打开后，进口铜增加以及整体宏观需求较弱，微观终端增速下降带来的需求不旺。一方面前期矛盾上游铜精矿供应过剩缺口减少，另一方面国产铜量上升，供给端矛盾不突出，后期变量来自进口精铜增加量。而需求端，国外需求转弱，现货呈现贴水，保值盘开始做空，国内实体订单平缓，恢复有限。终端受制于资金和经济转型阶段，目前贸易商有囤货，但挺价力度有限，因此预计反弹过后，供过于求矛盾将逐渐突出。

2.1 原料过剩收窄，矿山事件遭炒作。

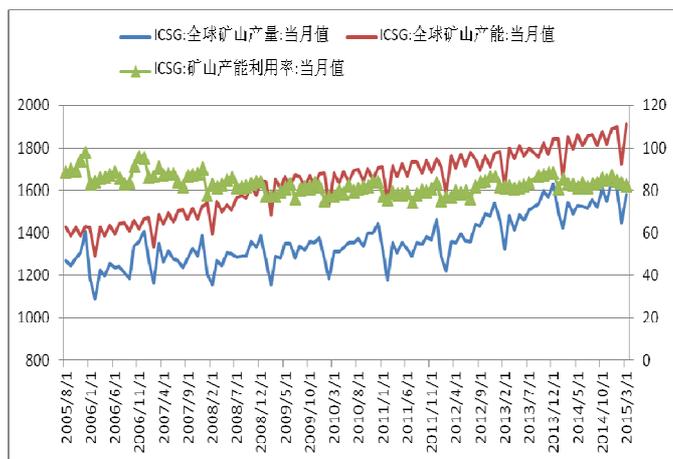
受 2012-2013 年铜价高位盘整推动，全球大型矿山陆续投产，产量实现快速增长。根据安泰科统计，继 2013 年全球多个大型铜矿项目建成投产后，2014 年仍有多个中小型铜矿项目投产，2015 年全球拟建投产项目 12 个，合计产能 57.3 万吨/年，2015 年全球铜精矿供应仍呈现小幅过剩。同时图 2 表明铜矿产量仍处在上升阶段，产能利用率维持高位。短期铜矿受罢工及天气问题影响，市场铜矿供应量有限，TC 仍低位运行，但国内冶炼厂仍长单供应，随着国内矿量上升，供给端仍表现较为充裕。

表 1 铜精矿供需平衡表

| 观 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----|------|------|------|------|------|------|
| 点 | 全年 | 全年 | 全年 | 全年 | 全年 | 全年 |
| 产量 | 1235 | 1235 | 1285 | 1372 | 1455 | 1535 |
| 需求 | 1244 | 1253 | 1305 | 1360 | 1430 | 1505 |
| 平衡为 | -9 | -18 | -20 | 12 | 25 | 30 |

数据来源：文华财经 恒泰期货研究所

图表 3: 铜矿产量、产能与产能利用率



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 4: 国内冶炼厂开工率-小幅下降

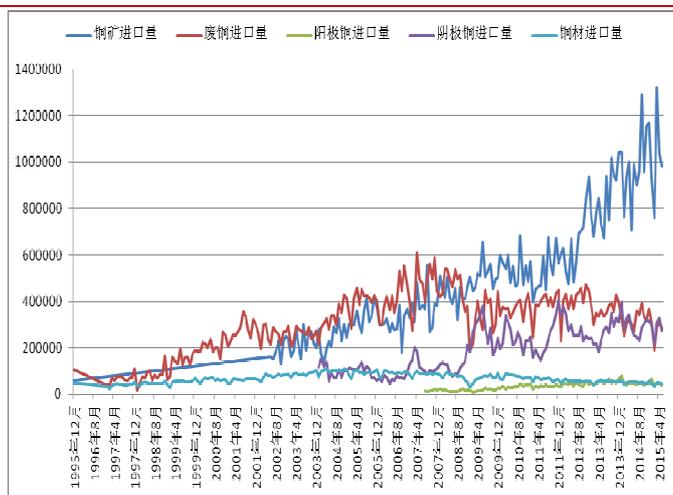
» 5月份国内冶炼厂开工率

| 产能 | 占比 | 开工率 | 环比 | 检修 |
|--------|--------|--------|---------|--------|
| 60万以上 | 20.00% | 93.33% | -6.67% | 金川、铜陵 |
| 20-60万 | 60.00% | 60.55% | -29.45% | 有 |
| 20万以下 | 40.00% | 23.07% | -71.93% | 部分小厂停产 |

数据来源: 我的有色网 恒泰期货研究所

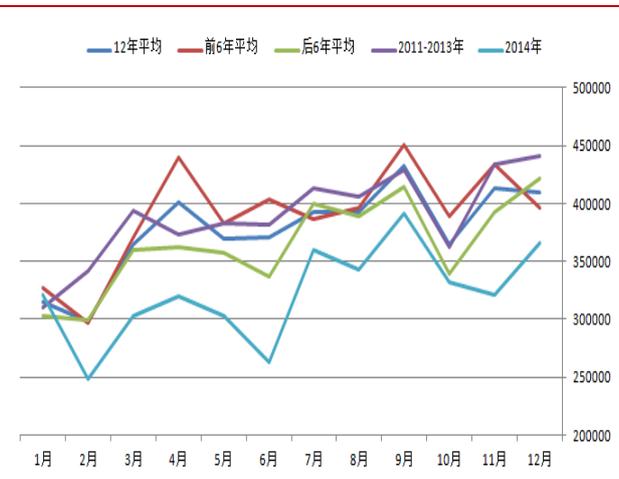
由图 5 表明 4-5 月铜精矿、精铜、废铜产量均有下降, 目前进口主要以铜精矿为主, 且供应量回撤, 但图 6 表明铜矿进口后期将呈现稳步上升, 增速持平。目前国内部分冶炼厂进行检修且较青睐长单, 供给端影响较小。

图表 5: 铜产业链进口量



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 6: 铜精矿进口季节性



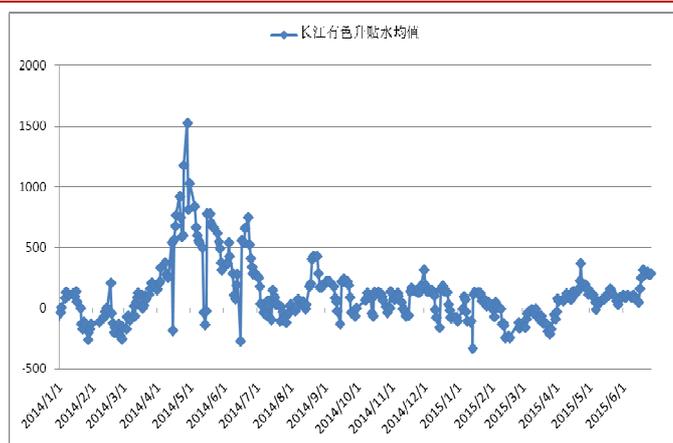
数据来源: WIND 恒泰期货研究所

2.2 贸易商持货观望挺价力度有限

安泰科数据显示, 2015 年 1-4 月全球铜市供应过剩 15.9 万吨, 显性库存前期连续回升, 近期小下降, 亚洲地区快速上升, 国内仓单下降, 受贸易商囤货挺价下游采购影响。美国地区库存回落,

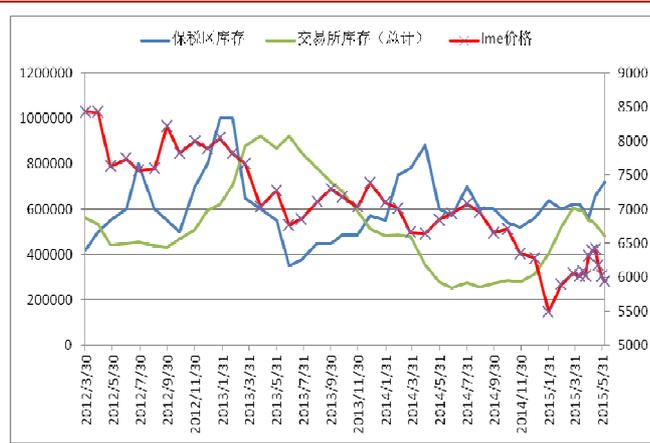
欧洲地区目前有所回撤，隐性库存中，保税区库存仍相对高位，利差收窄使得融资铜下降，进口盈利上升，保税区库存货逐步进入国内市场，后期铜市场供应仍较为充裕，短期厂商及贸易商挺价，市场货源较紧。

图表 7：现货升贴水



数据来源：WIND 恒泰期货研究所

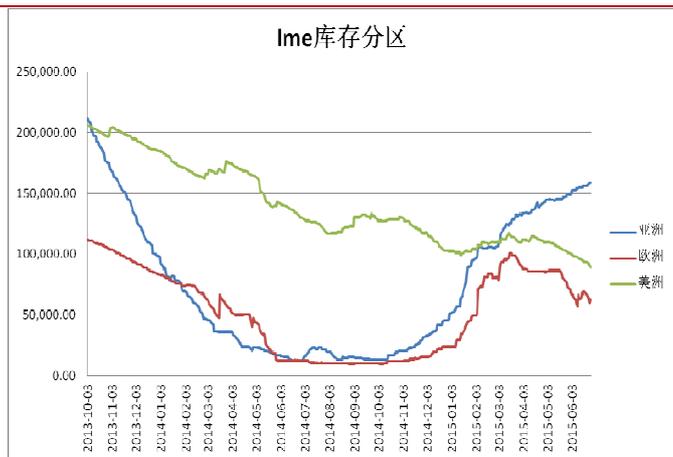
图表 8：库存与铜价



数据来源：wind 恒泰期货研究所

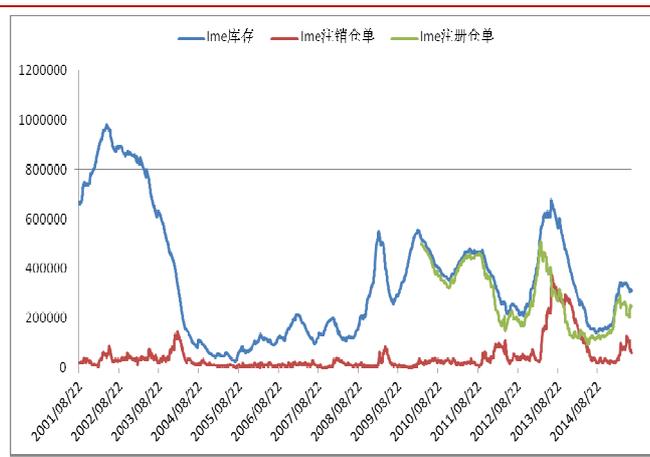
根据我们对库存的连续追踪发现，本轮库存上升大部分来自于亚洲，但近期来看，lme 库存经历连续回升后已逐步进入平稳期，美国方面显性库存回落，欧洲方面库存也有回落，而亚洲库存仍在上升通道中，目前注册仓单占比连续上升，总库存企稳，后期表外库存回流至表内将压制本轮铜价涨势。

图表 9：lme 库存分区变化图



数据来源：WIND 恒泰期货研究所

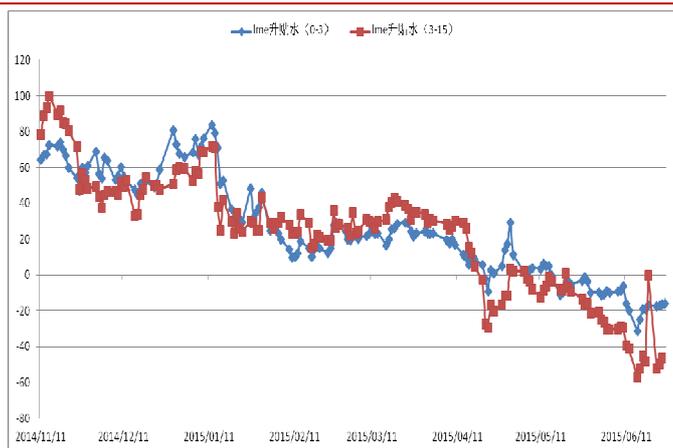
图表 10：lme 库存与注销仓单



数据来源：WIND 恒泰期货研究所

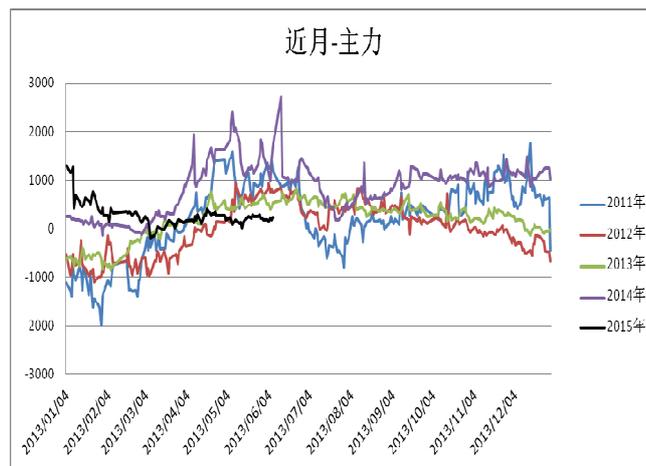
目前沪伦两市之间，外盘较弱，而国内相对较强，沪伦比值从当前角度来说处于相对高位，但就目前国内挺价状态来看，后期反套机会较大，同时 1me0-3 贴水-15.75，建仓有利，国内呈现 back 结构，也对建仓有利。

图表 11: lme 升贴水



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

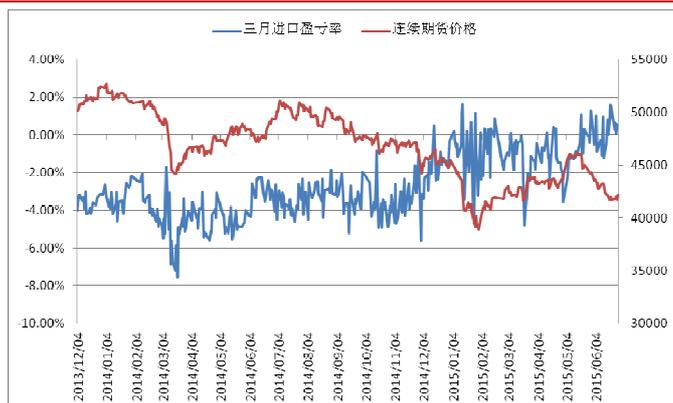
图表 12: 国内期限价差



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

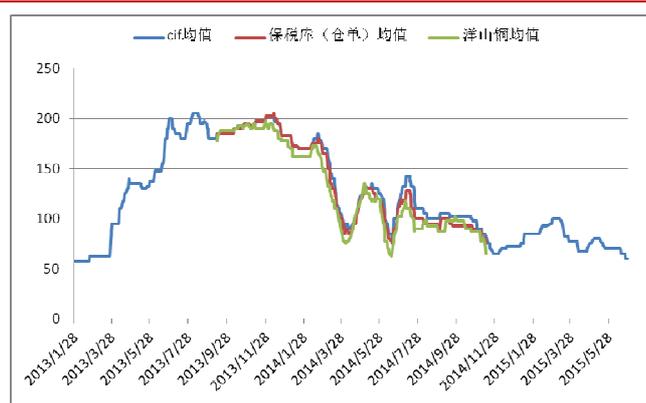
cif 价格近期小幅下滑，进口盈利窗口打开但进口铜零星涌入，短期市场未见到大量精铜出口至保税区。

图表 13: 进口盈亏比率



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 14: cif 溢价



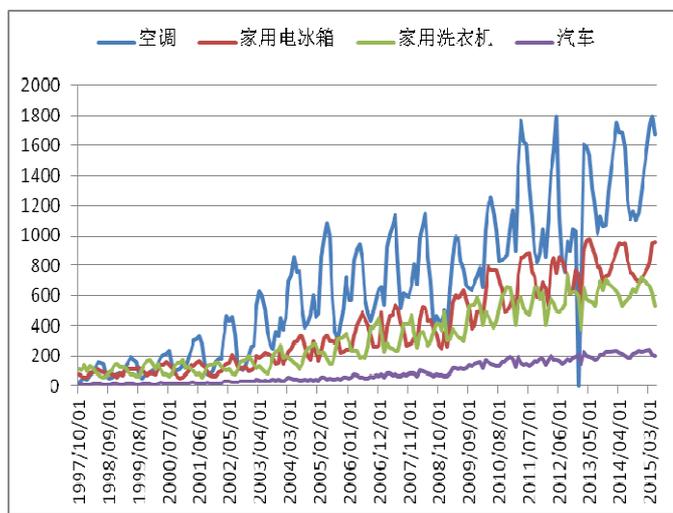
数据来源: wind 恒泰期货研究所

2.3 短期下游企业需求不旺市场整体偏弱

金三银四旺季不旺，国内整体制造业相对疲弱，资金链问题也困扰商家，市场更多采取“即卖即

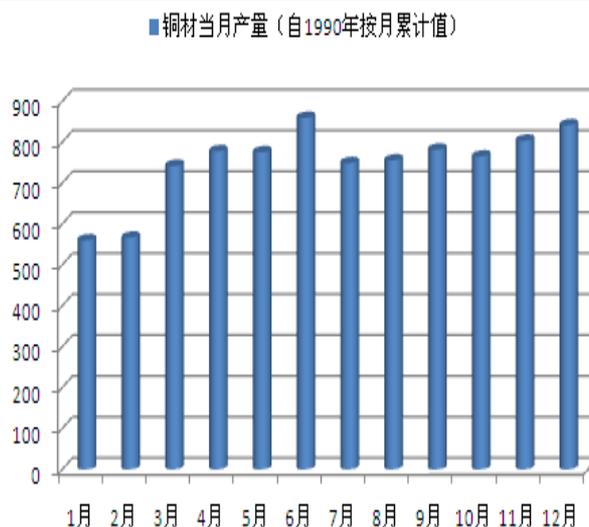
买”的操作模式，线缆企业普遍开工率较低，而下游开工率较低问题普遍存在，游中小企业普遍存在归还贷款等问题，国家电网投产利好政策主要在于钢芯铝绞线，用铜更多集中在发电机，因此利好作用有限。

图表 15：铜终端产量累计-均呈现下滑



数据来源：WIND 恒泰期货研究所

图表 16：铜材累计季节性图



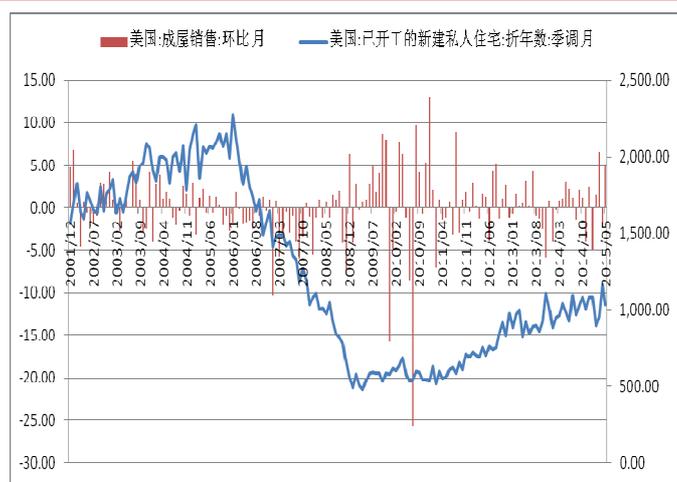
数据来源：WIND 恒泰期货研究所

三、金融属性：经济增速不一，货币政策转变利空金属

观点：宏观事件主要集中在各国央行货币政策层面，以及市场预期与政策落实情况的博弈。各国经济增速不同，使得各国面临不同问题，货币政策宽松时代一去不复返，英、美两国或提前进入加息，利率上升使得金属承压。虽然欧央行逐渐降息，采取措施治理通缩问题，但欧盟各国经济不统一使得欧元宽松政策难以进一步落实，而近期中国面临经济转型，资金面紧张仍然制约中小企业，短期来看金融属性多空僵持，长期利空仍在。

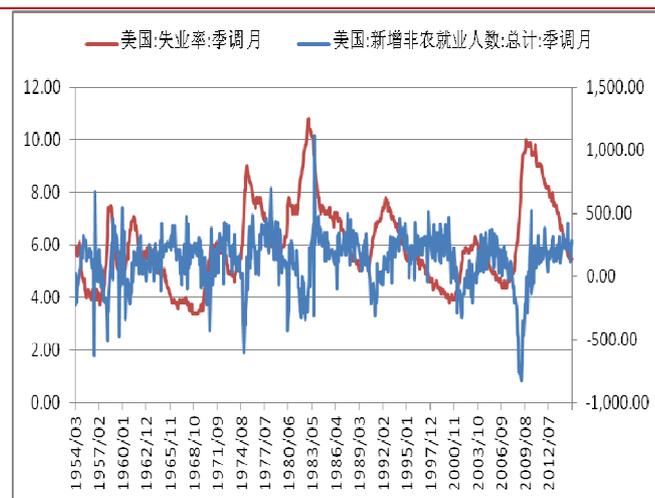
外围市场：美国四大市场逐步改善，特别是就业市场非农就业数据 5 月高于预期，提振市场加息预期。同时在房地产市场以及消费者信心指数方面均有表现一般，制造业数据前期回落，进入 5 月后有所改善。美国加息预期仍在，但时间推后至 9 月，对工业金属利空逐步上升。而欧洲方面，欧元区主要成员德国、法国、意大利制造业 PMI 都小幅回升，后期支撑上升，同时欧元区消费者信心指数一直以回暖的面貌呈现，欧元区通缩情况与工业整体增长不稳定促使欧元区通过宽松政策刺激经济。但鉴于欧元区各成员国经济情况存在差距，德国不愿通过担保使欧元区通过资产证券化实现宽松，而希望其他国家通过下降财政支出和福利刺激经济，短期欧元区通过需求拉动经济仍面临阻力。因此欧元走弱对于金属实际支撑作用持续有限。

图表 17: 美国房地产市场



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 18: 美国就业市场



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

美联储面临加息压力, 虽然近期公布非农数据与首周申请失业金人数较前期下降令加息预期趋缓, 但美国制造业、消费信心指数等数据的回升, 支撑美国经济走强事实, 加息或于今年 9 月实现, 美元指数后期走强令金属反弹空间受限。

图表 19: 美国消费市场



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 20: 美国制造业市场



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

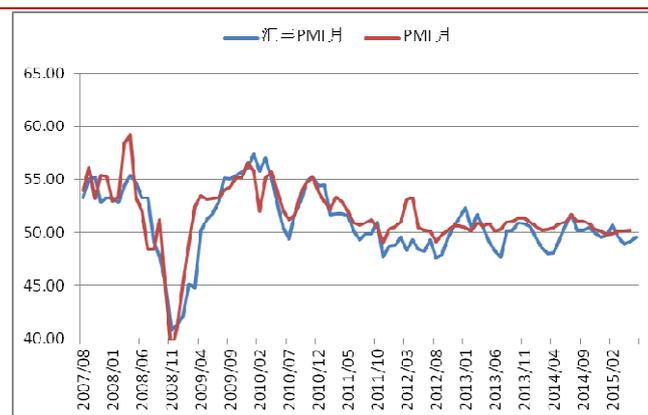
国内经济: 中国方面, 央行短期通过降息降准进入全面降息政策, 而中国目前经济主要靠投资拉动经济的现象, 中国规模以上增加值与发电量数值的回落也表明, 固定资产投资放缓, 短期经济仍在疲弱区, PMI 走强但新订单数下降表明实体经济仍面临较大压力, 作为工业金属(铜、铝、锌)面对较强压力, 金属属性短期利空较为明显。

图表 21: 中国 GDP 变化



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

图表 22: 中国官方 PMI 数值与汇丰 PMI



数据来源: WIND 恒泰期货研究所

四、市场心态: 多空转换较为僵持

4.1 技术分析

图表 23: 沪铜指数周线图

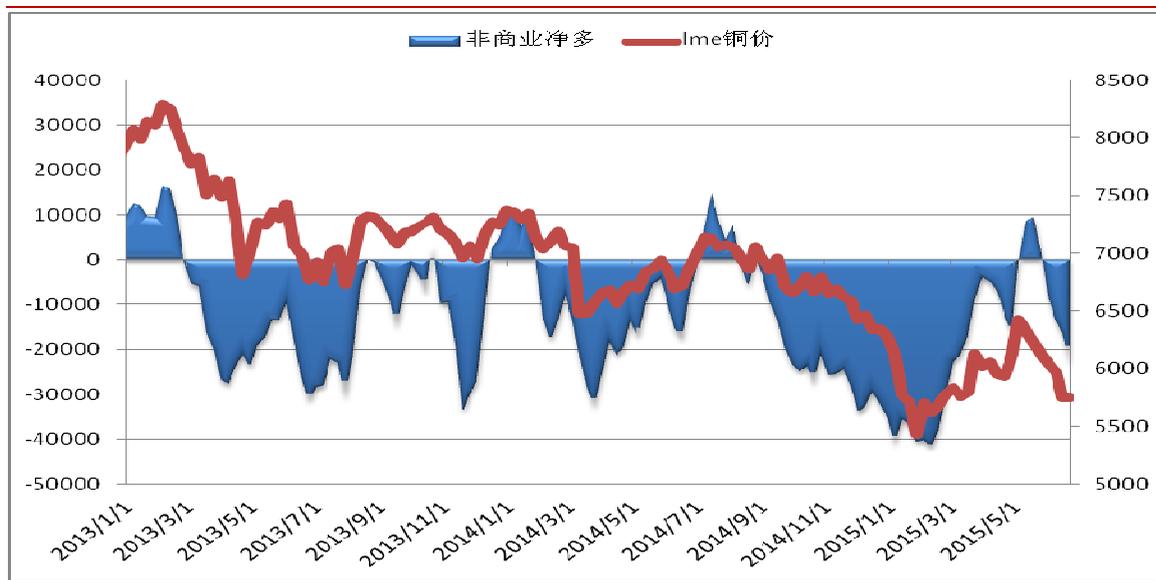


数据来源: 文华财经 恒泰期货研究所

由图 24 可以看出, 周线至 20 周均线仍有空间, 但 40 周均线压力较大, 短期反弹后即为做空时机。

4.2 机构动态

图表 24：CFTC 持仓结构



数据来源：文华财经 恒泰期货研究所

由图 24 可以看出，铜价走势和 CFTC 净多持仓走势极为相似，而 CFTC 持仓变化快于铜价变动，但由于数据得到有滞后性，因此可作为后起解释性指标，目前市场仍然是空方势下，但净空持仓减少，持仓仍在轴线下表明空方压制市场，目前处于多空僵持阶段。

五、未来走势：短期反弹，9 月前后存在做空时机

长期看，铜矿上仍在成本线上减产有限，天气炒作不确定性较高，国内产量仍处于增加状态，国内进口盈利窗口出现，进口回归真实贸易，后期进口上升增加供应，7、8 月存在贸易商挺价现象，但市场需求仍较往年弱，旺季为呈现明显特征，第三季度需求从目前宏观角度来说仍存在转折性不确定，微观需求疲弱制约铜价反弹高度。金融属性逐渐消退，但美元 9 月加息概率上升，外围压力另铜价上涨空间有限。长期仍维持做空观点，第三季度商品与金融双向或迎来最佳空点。短期来看，外围金融属性不确定性影响尚有限，国内厂商与贸易商挺价，拉高升水，市场存在短期上涨动力，而从市场结构与持仓结构，我们建议短期以买国内抛国外，反套策略为佳。

免责声明

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。