

## 基本面驱动的下跌行情

4 月份，铜在黑色系暴涨的带动下反弹，但是成交和持仓均表现不佳，从交易的情况看，铜反弹的时间段，市场的关注点不在铜上面，另外从螺纹等主力多头的持仓上看，铜是被作为做空的保护对象。

三月份月报我们看到经济数据好转，主要在基础设施的投资和房地产，但是在铜的消费上影响并不大，从铜的库存和现货消费的在最旺季的表现看，铜并没有在今年的消费旺季有出色的表现。

图一 伦敦铜日线



从上图看，国内铜的反弹，第一是消费旺季的支持，第二是受到黑色系大涨的市场气氛带动，但是反弹的幅度不尽人意，在反弹的过程中现货保持贴水状态，宏观面在三月份保持了各种良好的反弹数据后，四月份的数据有不同程度的回落，铜价格开始走跌。

### 一、宏观

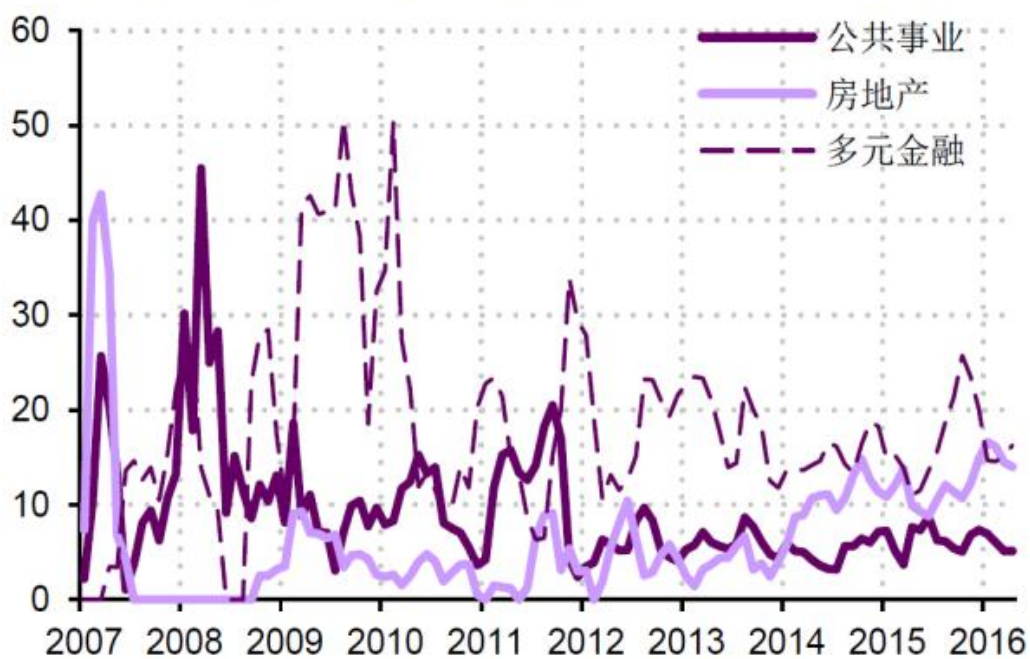
基础设施相关行业依然是城投债主要投资行业，房地产占比维持较高水平。16年3月新城投债中投资于建筑工程和交通运输行业的3个月移动平均占比之和

接近 50%，可见随着政策目标聚焦稳增长，基础设施领域继续是城投债的主要投资方向。与此同时，投资于房地产行业的城投债占比为 14.5%，虽然较上月小幅下降，但仍然处于历史较高水平上。

图二

## 地产、公用事业与多元金融占比

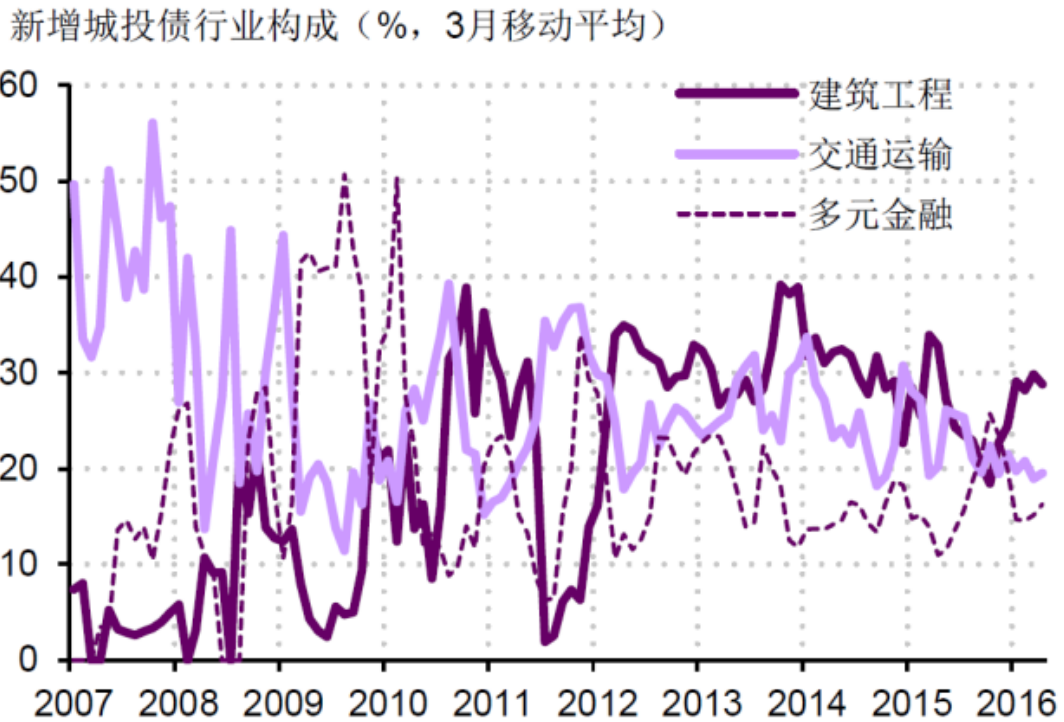
新增城投债行业构成（%，3月移动平均）



资料来源：Wind

图三

图 建筑工程、交运及多元金融占比

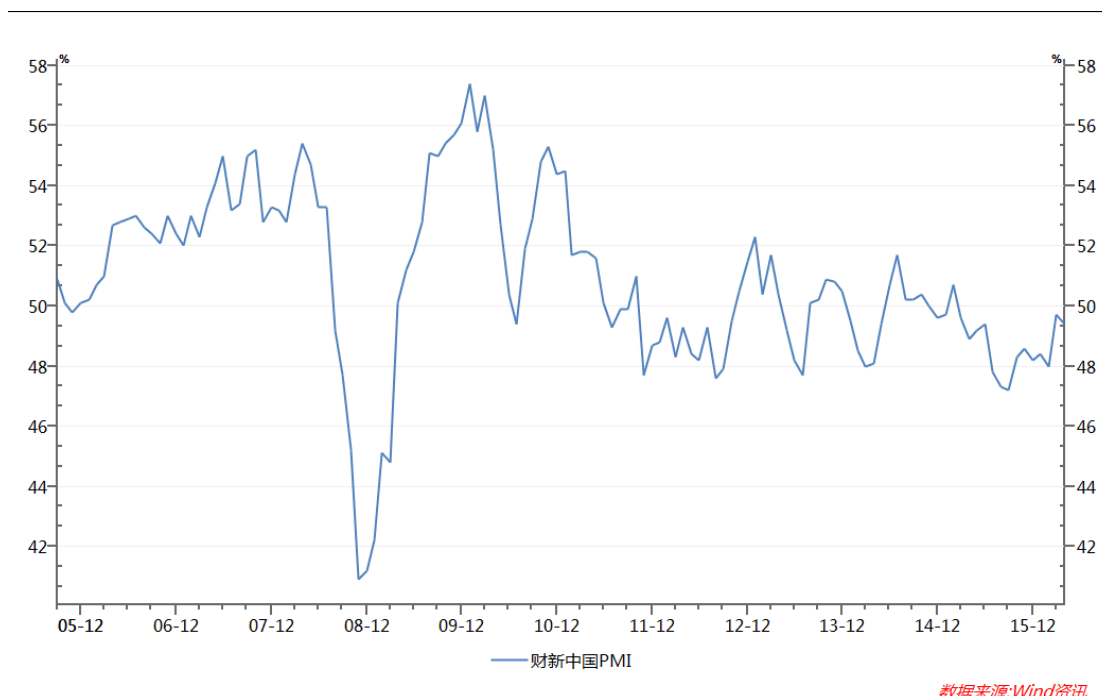


资料来源：Wind

城投债地方债继续加速发行，经济复苏将继续。虽然近期实体经济企稳迹象明显，但从经济复苏稳健性和政策持续性角度，稳增长仍需发力。而基建仍然是稳增长的重要抓手和着力点，其投资资金来源仍主要依赖地方政府债务的扩张。而地方政府债务置换和城投债依然是基建重要的资金来源。截止4月末，地方债已经累计发行近2万亿元，今年总发行规模预计在6万亿左右，而城投债将继续保持同比多增状态。2016年将是资金从金融市场回流实体经济的一年，随着地方债、城投债快速发行，专项建设基金资金逐步落地，地方政府资金面持续改善将推动基建投资持续回升，发挥重要的稳增长作用。

财新 PMI 回落

图四



4月以来经济疲态再现，不仅制造业 PMI 再度回落，而且行业层面需求和生产指标均有下滑，包括地产、汽车销量增速下降，发电耗煤增速降幅扩大等，而5月第一周的发电耗煤以及地产销量增速也未改善

4月制造业 PMI 新订单和新出口订单指数均小幅回落，显示内外需同步放缓。4月主要 38 城市地产销量增速从3月的 92%下降至 64%，万科 4月地产销量增速从 128%降至 101%；上汽集团 4月汽车销量增速从 8.2%降至 6.9%，行业以及龙头企业数据均显示 4月下游需求走弱

4月制造业 PMI 生产指数小幅回落，6 大电厂发电耗煤增速降幅从-1.9%扩大至-7.2%，上汽集团汽车产量增速从 10.5%降至-7.1%，调研及行业数据均显示 4月工业生产放缓。

5月第一周 6 大电厂发电耗煤增速降幅扩大至-15%，主要 23 城市地产销量增速从4月的 62%降至 48%，意味着 5月经济开局依然不佳。

经济数据在稳定的基础上没有持续走好的迹象，预计经济还是一个筑底过程，大量的基础设施投资并没有看到铜的消费有大起色。

## 二、铜的基本面

电线电缆方面，一季度电网建设累计完成额同比增长 40.89%，但特高压和农网改造投资过大，钢芯铝绞线使用量大幅增加，国网招标涉铜量却下降 66%。特

种电缆方面，如矿用电缆、船用电缆等订单量大幅下滑。家电行业方面，3月房屋销售面积大幅增加并没有带动家用空调等销量提升，统计数据显示，1—3月家用空调累计产量同比下滑15.83%，为三年来最大跌幅。

5月三大空调企业排产计划同比出现20%左右的下降。汽车方面，3月份汽车经销商综合库存系数为1.55，环比下降12%，同比下降22%，仍处警戒线以上，经销商库存压力明显，表明消费不如预期乐观

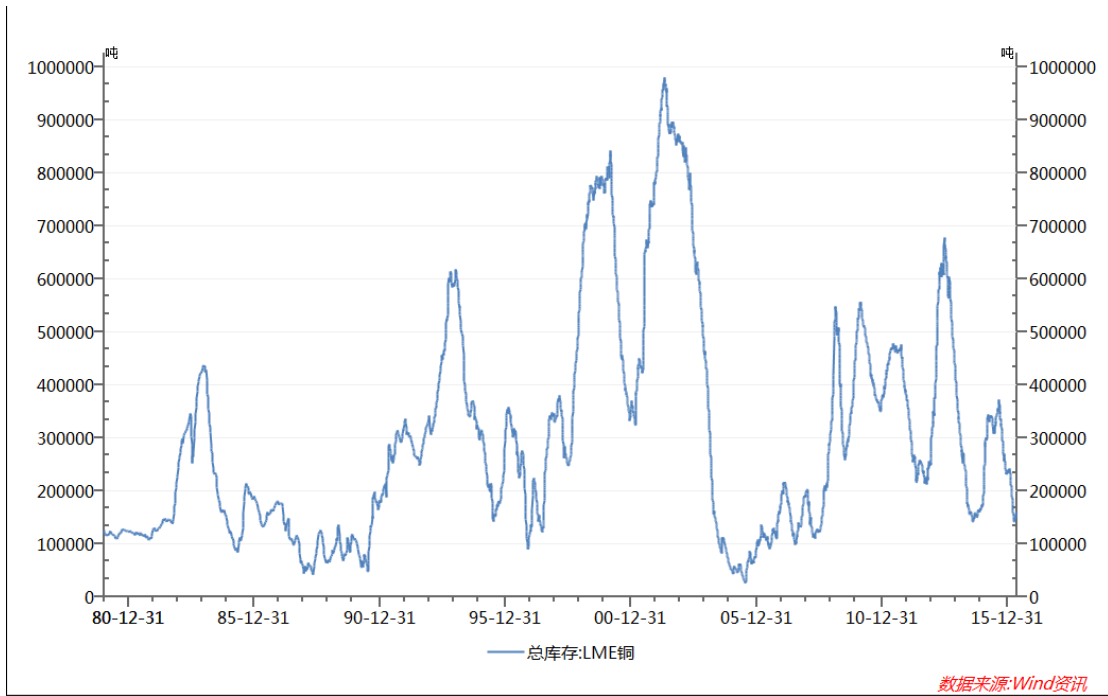
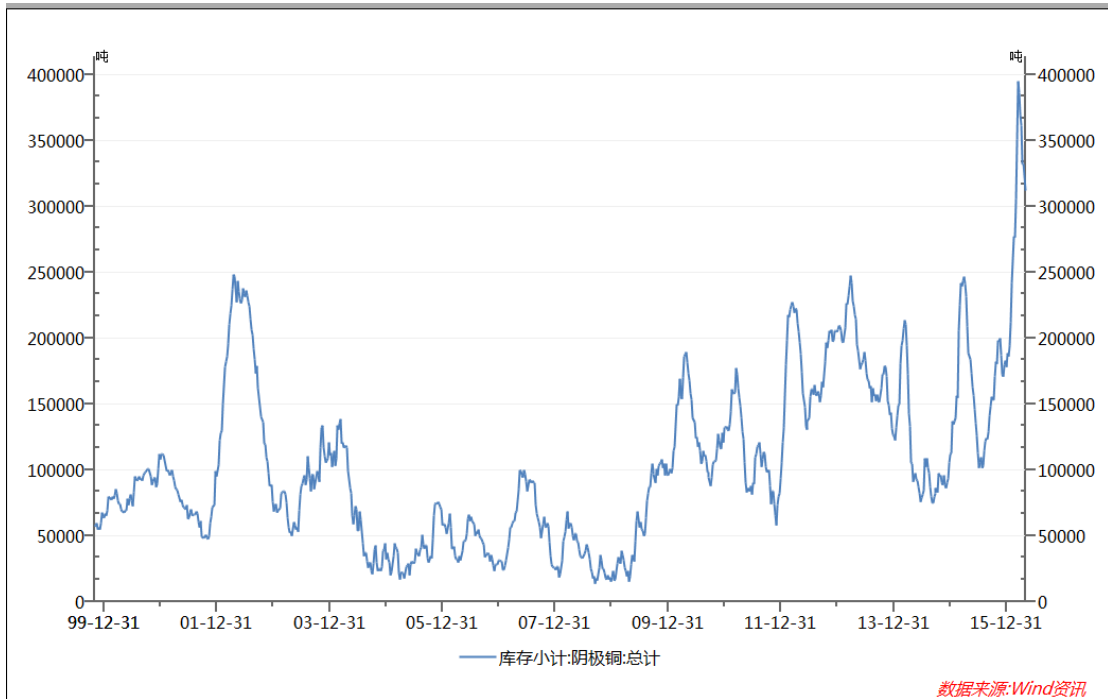
图五

空调企业	2016年	2016年	2016年	2015年	2015年	2015年	同比	同比	同比
	生产计划	内销计划	外销计划	生产实绩	内销实绩	外销实绩	去年生产实际	去年内销实际	去年外销实际
格力	280	185	95	380	297	93	↓ -26%	↓ -38%	↑ 3%
美的	259	100	159	320	195	118	↓ -19%	↓ -49%	↑ 35%
海尔	60	45	15	74	69	10	↓ -19%	↓ -35%	↑ 50%
海信科龙	55	35	20	58	44	15	↓ -5%	↓ -20%	↑ 33%
志高	70	25	45	59	26	35	↑ 19%	↓ -2%	↑ 30%
TCL	68	32	36	64	30	28	↑ 7%	↑ 7%	↑ 29%
奥克斯	63	30	33	53	31	22	↑ 19%	↓ -3%	↑ 50%
格兰仕	11	4	7	17	6	13	↓ -35%	↓ -31%	↓ -44%
总计	866	456	410	1025	697	333	↓ -15%	↓ -35%	↑ 23%

国内铜消费旺季不旺，库存下降幅度不尽人意，伦敦库存在国内库存下降后开始增加，贸易升水看，比价偏高的时候，贸易升水也维持在50上下波动，目前还没有进展。保税库存持续增加。

从现货交易上看，国内库存下降的过程中我们一直期待现货出现高升水，但是一直未能如愿，国内一直保持贴水状态。加上国储收储的15万吨在4月底交货结束，后续的现货压力预计还会逐步贴现出来。

图六：上海伦敦交易所库存



### 三、美元指数

在本轮行情中，美元指数对铜的影响正在弱化，美元的下跌并没有支持住铜价的下跌。

图七：美元指数



总结：铜的基本面从以上各方面看都没有支持趋势上涨的因素，在我们的日评中建议的 38500 附近做空可以持有，预计后期价格还是以基本面主导的价格下跌趋势，走势还是会比较震荡，建议充分调整的反弹就抛空，大幅度的下跌不要追空可以适当平仓。

倍特期货策略分析师 许劲松