

►策略·铜

铜贸易战、高持仓，反弹做空

倍特期货·研究发展中心

2018年3月27日

春节前整个商品市场看涨气氛中，春节后，惯性看涨导致铜持仓一路走高并创新高，但是价格并未随着持仓量的不断创新高而创新高，美元弱势也只是短时间支撑了一下铜的价格，铜价在2018年一季度走势趋弱，持仓却一直维持在新高附近难以下降，主力投机多头资金在超远期扩仓，远期升水加大，断续打开进口窗口，价格震荡后逐渐走低，随后，美国宣布对中国贸易增税，价格继续承压下跌，但是持仓难减，后期走势如何，宏观和中美贸易战的持续程度起决定作用。

相关报告：

《铜：缺乏长期逻辑，中期中性偏强，关注政策》

分析师：许劲松

从业资格号：F0208116

联系电话：021-68402441-126

QQ：101725863

要点：

- ◆ 市场回顾
- ◆ 国内供需
- ◆ 宏观
- ◆ 贸易战
- ◆ 持仓

观点和操作策略：短期持仓方面，投机资金与正套头寸、保值卖盘坐镇多空分水；时间成本方面，空头现阶段比价占优，时间上有换月空间，多头被动；场外资金方面，不确定因素在增加，主力多投机资金过分集中，场外资金不会大举买进抬轿。贸易争端发生，国内年初资金利率上升，金融去杠杆，实体去杠杆，居民政府去杠杆，今年的消费很难超越去年，但是铜的供应前两月精铜产量增幅在10%，废铜方面供应走势好于预期。因此，目前的策略上，倾向于反弹做空。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、市场回顾

图 1：沪铜日线



(数据来源：文华财经)

春节过后，铜持仓一路上升，价格短暂反弹，随后震荡走低，震荡的过程中，美元弱势支撑也是短暂的，持仓从 78 万手上升至最高 90 万手持仓，价格却从最高 54000 元一路走低至跌破 50000 元。

春节前，看涨气氛偏重，国内主要预期节后的消费旺季，以及上半年废铜紧张会带来铜的供应市场短缺，但是春节过后，市场并未如预期走势，首先，金融市场去杠杆，资金紧张，利率走高，下游开工缓慢，工业数据不如预期，限制了场外资金大宏观上配置铜的多头，另外，由于前期主力多头资金集中，国内铜远期升水，比价偏高，一些套利资金入场，国内各月之间有换月价差，导致了持仓不断扩大。

在这么大的持仓下价格以何种方式实现减仓是价格走势的关键，那么如果是上涨，宏观市场起决定作用，宏观市场看好会带来消费转暖，如果后期宏观不乐观，以铜现在的结构，对多头暂时不利，价格有可能进一步走低。

二、国内供需

（一）废铜市场

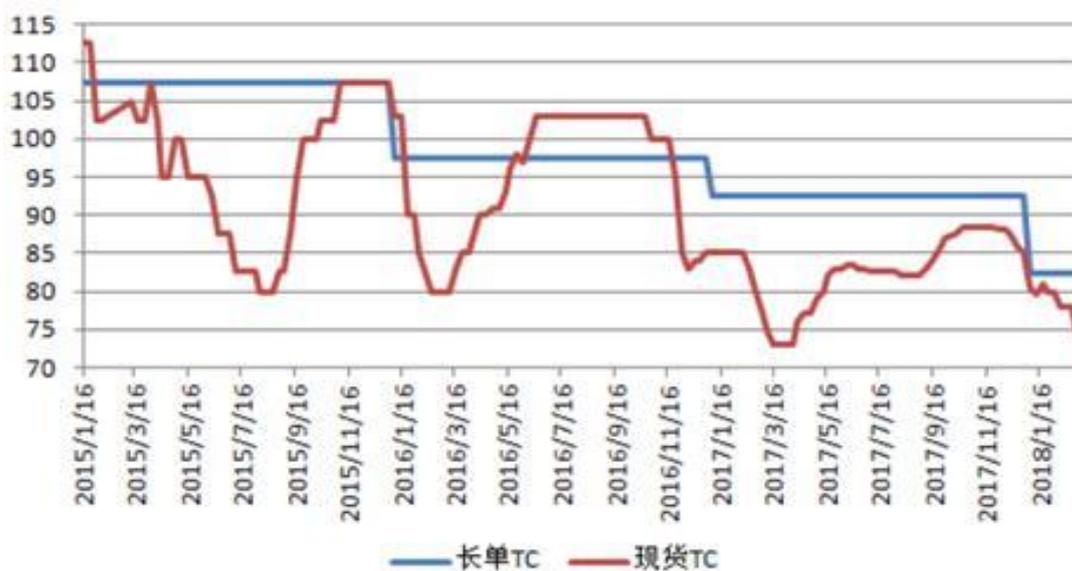
1-2月份数据显示,中国铜产量继续同比大幅增加10.%,2018年元月精铜进口量环比下降1.86%,同比增加29.9%,主要进口窗口有打开时期,2018年2月,中国精铜进口229611吨,同比下降1.8%。

废铜方面,2018年元月进口量明显下滑,同比下滑27.55%,环比下滑24%,至20万吨,但含铜量比去年有明显上升,增加量大约22个百分点,折算到金属量并没有出现下滑,如果后续延续这个情况,废铜导致精铜紧张的希望可能会落空,所以,我们后期还是要关注废铜进口的金属量情况。

废铜市场春节后供需年不旺,广东地区铜杆开工率下降,下游备货不积极,铜棒企业多采用废六类,影响不大,铜板带需要高品质的废七类。第八批限制进口类固废批文,废铜相关企业所获审批量2.28万吨,较去年相同批次首次出现增长(增幅1.6%)。2月我国进口废铜13万吨,同比下降超五成;1-2月累计进口达33万吨,累计同比下降40%。与此同时,国内环保证书以及进口许可证的批复进程缓慢,预计今年废铜货源仍较为紧张,供不应求将导致废铜价格相对精炼铜价格抗跌性更强。后续继续关注批文发放节奏、区域分布,以及3月废铜进口量能否反弹。

（二）铜精矿市场

图2：铜精矿TC



(数据来源: 安泰科)

铜精矿市场交投继续维持清淡格局，CSPT 二季度地板价会议即将召开，谈判前夕冶炼厂补库意愿降低。叠加近期沪伦比值走低，现货 TC 压至 75 美元/吨附近（接近冶炼成本线），致使炼厂采购意愿减弱。后续需关注二季度地板价会议的结果以及冶炼厂项目投产进展。截至本周五，现货 TC 报 70-77 美元/吨区间。

（三）现货市场

国际国内均贴水现货均维持贴水，国际贴水长期维持在 30 美金上方，春节前后，国际市场交仓意愿增加，库存总体维持上升趋势，国内库存春节后持续上升。 现货交投方面，华东市场：上海地区贴水呈缓幅收窄态势，但持货商资金面偏紧以及库存充裕，压制贴水收窄幅度；山东地区交投稳定，整体供需平衡。华北市场：此前受限的加工企业恢复生产，贸易商挺价意愿较强。华南市场：升贴水表现胶着，供需双方略显僵持，下游拒绝高价位货源，广东库存下降节奏依然稳定，下游消费中性。

春节后全球显性库存增加，现货维持贴水，我国铜精矿产量增加，进口铜同比减少。供应总体充足。

图 3：全球铜供需平衡表（万吨）

时间	产量	消费量	供需平衡
2014	2160.0	2130.0	30.0
2015	2205.0	2170.0	35.0
2016	2250.0	2220.0	30.0
2017	2290.0	2265.0	25.0
2018 年 1-2 月 (E)	376.0	371.0	5.0

（数据来源：安泰科）

图 4：中国铜供需平衡表（万吨）

时间	产量	净进口量	消费量	供需平衡
2014	688.4	332.4	966.0	54.8
2015	735.7	346.6	993.0	89.4
2016	764.8	311.7	1031.0	45.5
2017 年	800.7	290.6	1074.0	17.3
2018 年 1 月	66.0	27.6	85.0	8.6
2018 年 2 月 (E)	62.0	24.0	78.0	8.0

（数据来源：安泰科）

开工率方面，SMM 调研数据显示，2 月份铜板带箔企业开工率为 47.81%，同比下降 13.21%，环比下降 28.48%。2 月铜板带箔企业开工率环比大幅下降，主因春节假期的季节性因素导致。此外，2 月工作天数少，亦拉低了企业环比开工水平。调研企业表示，虽然产量下降明显，但订单仍较为充裕，假期结束，来自终端行业电子电器方面的订单恢复速度较为可观。

图 5：库存



（来源：安泰科）

铜供应在 2018 年是略有过剩，tc 现货走低，跟国内产量增加相匹配，废铜方面，实物量进口减少，但是金属含量增加，后期实物量有望增加，如果进口含量仍然持续增加，废铜今年的紧张预期可能要落空，也在供应方面，我们目前没有看到数据出现短缺。

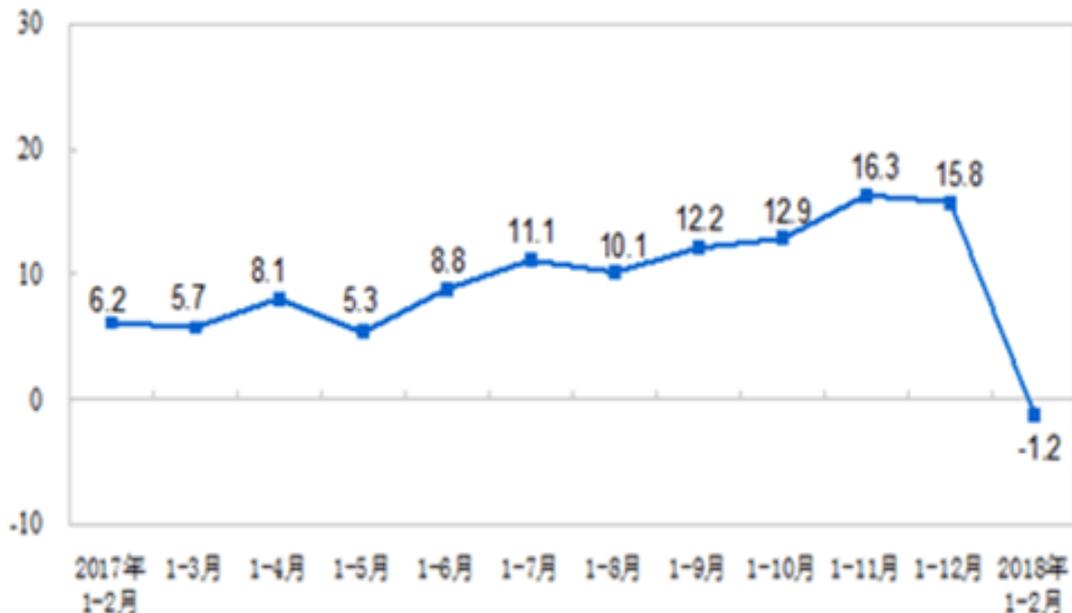
三、宏观

(一) 资金

截至 2 月末，M2 同比增速高于预期和前值。新增人民币贷款大幅低于创出历史纪录的前值 2.69 万亿元。社会融资规模增量大幅低于 3.06 万亿的前值。徐小庆认为 18 年社会融资增速将从 17 年末的 12.5%进一步回落至 10-11%，居民政府去杠杆，实体经济全面去杠杆。

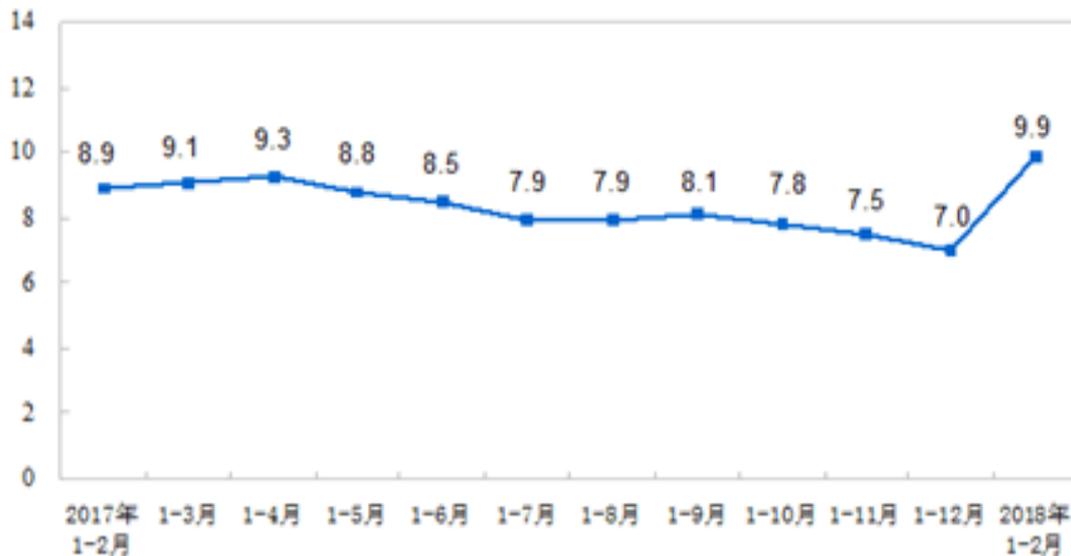
(二) 房地产

图 6：房地产购置面积增速



(数据来源：华尔街见闻)

图 7：房地产开发投资增速（%）



（数据来源：华尔街见闻）

上两图可以看出，房地产数据好坏参半，市场解读不一致，并不是之前的一致性刚好，有一些经济学家甚至认为，房地产市场拐点到来。申万宏源宏观李慧勇、王健评论认为，在当前地产双轨制的背景下，销售对投资的领先意义在弱化，保障房和租赁房成为地产投资的有力支撑，关注 2018 年地产投资超预期的可能。华泰宏观李超团队认为，全年地产投资增速会呈现回落态势。此外，一般开年数据波动较大，地产需求的趋势可能需要到 4、5 月份才见分晓。

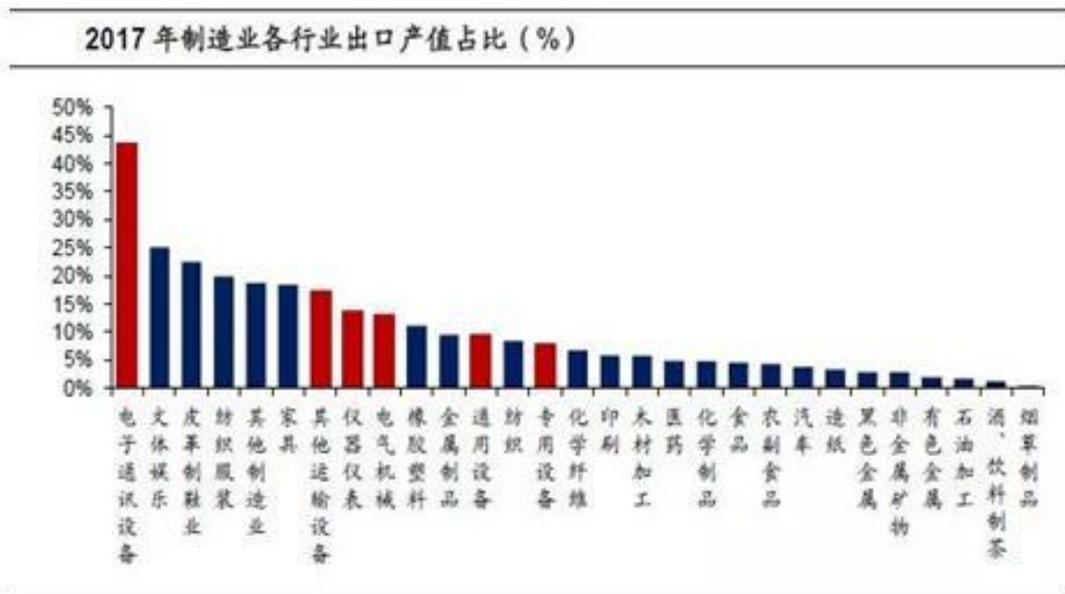
四、贸易战

贸易战影响的深度和时间都不可小视，中国实体经济，金融在去杠杆转型期，遭遇美国贸易战，对大宗商品的需求打击是长期影响。

海通宏观认为未来存在三种可能的方向。其一，中美双方利用关税实施前的缓冲期，针对各自诉求磋商达成协议，针对 600 亿美元商品的惩罚性关税没有实施。这种情况下，谈判过程中，对资本市场的风险偏好情绪会有短期影响，但对经济的冲击不大。其二，惩罚性关税仍会实施，但经过协商双方各自有所让步，而针对科技产品的惩罚性关税还是会部分实施。我们测算，25%的关税税率下，如果分别针对 600 亿、500 亿、300 亿和 100 亿美元的进口商品征税，最终会导致我国 GDP 增速分别下滑 0.10%、0.09%、0.05%和 0.02%。其三，贸易冲突走向极端，美国将关税扩大到全部中

国出口的商品。我们测算，假设全面关税税率分别提高到 10%、25%和 45%，将对应着 GDP 分别被拖累 0.3%、0.8%和 1.5%。中美两国贸易往来紧密，贸易战只会两败俱伤，贸易冲突最终走向极端的可能性并不大，而第一、二种方向的可能性较大。

图 8：2017 年中国制造业各行业出口产值占比 (%)



(数据来源: wind, 海通证券研究所)

争端演化，如何应对？首先，短期内中国可能会采取一定的反制措施，让美国意识到贸易战对双方均不利，进而在后续的谈判中有所退让。其次，中国可以适当加快开放的步伐，尤其是在空间较大的服务业领域。例如 3 月 21 日，央行已经表示放开外商投资支付机构准入限制，未来或许仍可释放更多的开放信号。第三，通过产业升级，提高出口产品的多元化，推进与不同类型国家的贸易，寻找更多外需增长点，扛起自由贸易的“大旗”。最后，中国更应该吸取日本当年的教训，在对外积极争取外贸权益的同时，也要对内加快改革创新步伐，提高经济增长的潜力，警惕在外需面临下行压力的同时，经济没有新的支撑，又不得不回到货币放水、举债刺激的老路，再次加大房地产泡沫。

贸易争端开启，不论谈判结果如何，对中国工业品市场的影响都是负面的，只不过这么负面大小多少目前还难量化，这样，我们对铜的消费增幅相对保守，继续保持中性。

五、持仓与策略

关注持仓是一个短期行为，铜的持仓在春节后创历史新高，多头方面是看涨的投机资金，这么说的原因是：铜远期升水，隔月价差接近 200 元，保值买盘不会在这种结构下大举买进远期头寸，甚至是超远期，那么远期增仓的行为很有可能就是投机资金所为。我们来分析空头持仓，增仓时铜的交易合约结构是，比价高，进口成本对三个月价格比不亏损，有利润，远期升水，空头可以换月，16-17 年商品市场看涨，投机气氛偏向于多头，市场有些习惯性看涨，这个时候空头扩仓的量我们认为来自于一部分正套头寸的国内空头头寸，一部分进口的保值卖盘。从时间成本看，空头目前阶段比价占优，时间上有换月空间，多头这两方面都非常被动。场外资金看，各种不确定因素在增加，主力多投机资金过分集中，场外资金不会大举买进抬轿。贸易争端发生，国内年初资金利率上升，金融去杠杆，实体去杠杆，居民政府去杠杆，今年的消费很难超越去年，但是铜的供应前两月精铜产量增幅在 10%，废铜方面供应走势好于预期，这些因素加起来，我们认为，在目前的策略上，我们还是反弹做空的策略。

❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，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。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com