

预计需求未启动前沪铜将延续弱势

主要观点

行情回顾

上周政府工作报告宣布将制造业增值税从 16% 降至 13%，增值税下调将使铜进口成本降 1300 元左右，因此消息公布后沪铜不断走弱。截止周五收盘沪铜指数收于 49170 元/吨，周内跌 2.53%。上周国内前 20 名会员多头持仓合计增持 1.2 万余手，前 20 名会员空头持仓合计增持 2.5 万手。

基本面分析

春节以来受强降雨影响，智利铜业和自由港暂停了部分铜矿的运营；另外刚果将铜矿权利金税率由 2% 上调至 3.5%，部分矿企减产；1 季度铜供给端干扰不断，加剧了市场对于铜矿供应短缺的预期，铜矿加工费 TC 近期不断下滑。2 月社融数据中地方政府专项债延续增长，1-2 月累计新增 2858 亿元。在国家的政策刺激下，预计基建投资增速将不断回升。但 2 月 PMI 数据依旧位于枯荣线下方，显示经济压力仍大。而且据 SMM 调研，多数冶炼厂表示节后下游恢复节奏弱于往年，厂内电解铜库存有积压现象，上期所库存也不断增加。从历史数据来看，伴随着铜消费旺季的到来，上期所铜库存将在 3 月中旬附近进入去库阶段。库存是铜供需状况的显性指标，因此此次旺季铜需求状况情况需重点关注库存拐点是否如期到来，以及下降幅度是否满足市场预期。节后沪铜在各种利好消息刺激下不断上扬，目前来看利好消息已基本反映在盘面中，铜价高位回调，短期内预计在铜需求没有明显起色前铜价延续弱势。关注本周将公布的 3 月经济数据。

期权市场分析

上周铜期权日均成交量为 28611 手，较前一周增加 2.25%；日均持仓量为 58057 手，较前一周增加 14.8%。上周五是期权 1903 合约的到期日，进入 3 月份后，期权 1904 合约的成交量逐渐下降，1905 合约逐渐增加，持仓量变化则不明显。上周波动率不断下降，截止 3 月 8 日铜期权的隐含波动率指数将至 12.31%，依旧处于历史低位。本周 2 月经济数据将陆陆续续公布，预计波动率将小幅上升。

策略推荐

根据上述分析，节后沪铜在各种利好消息刺激下不断上扬，目前来看利好消息已基本反映在盘面中，铜价高位回调，短期内预计在铜需求没有明显起色前铜价延续弱势。波动率方面，本周 2 月经济数据将陆陆续续公布，预计波动率将小幅上升。因此本周推荐清仓做空期货或买入虚值 CU1905P48000 看跌期权。

报告日期 2019-03-11

研究所

李瑶瑶

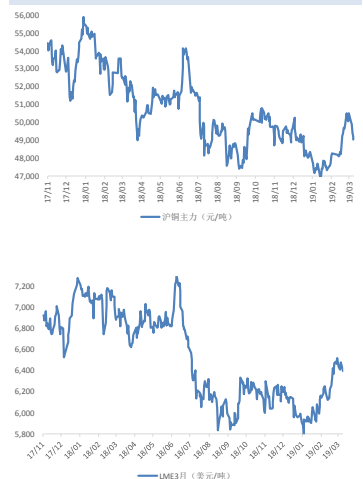
有色金属分析师

从业资格号：F3029554

电话：010-84183058

邮件：liyayao@guodu.cc

沪铜及伦铜行情走势



目 录

一、行情回顾	5
二、基本面分析	5
(一) 供给	5
(二) 需求	7
(三) 库存及持仓	9
三、期权市场分析	10
(一) 期权市场概况	10
(二) 波动率分析	10
四、策略推荐	11

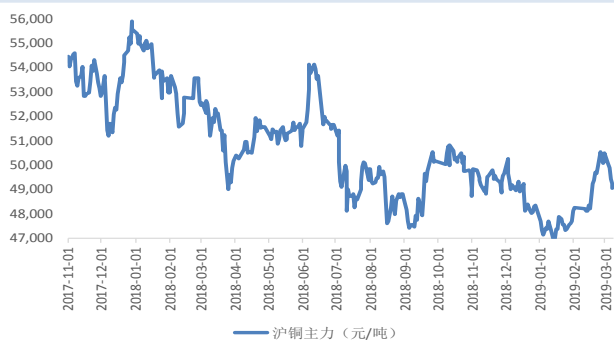
插图

图 1 沪铜主力合约收盘价	5
图 2 LME3 月铜收盘价	5
图 3 沪铜主力合约成交量及持仓量	5
图 4 LME3 月铜成交量	5
图 5 WBMS 铜供需平衡	6
图 6 中国冶炼厂粗炼费 TC	6
图 7 铜矿石及精矿进口当月值	6
图 8 铜矿石及精矿进口累计值	6
图 9 未锻造的铜及铜材进口月度值	6
图 10 未锻造的铜及铜材进口累计值	6
图 11 国内精炼铜产量月度值	7
图 12 国内精炼铜产量累计值	7
图 13 沪伦比值及铜进口利润	7
图 14 精废价差	7
图 15 上海 1#电解铜升贴水	8
图 16 LME 铜升贴水	8
图 17 铜材产量当月值	8
图 18 铜材产量累计值	8
图 19 房地产投资分项数据	8
图 20 固定资产投资分项数据	8
图 21 电网基本建设累计投资完成额	8
图 22 电源基本建设累计投资完成额	8
图 23 空调产量当月值	9
图 24 汽车累计产量	9

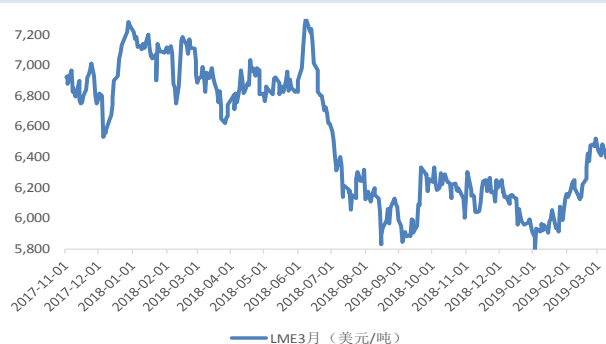
图 25 家用电器及汽车零售额当月值.....	9
图 26 家用电器及汽车零售额累计值.....	9
图 27 沪铜、LME 铜及 COMEX 铜库存	9
图 28 CFTC 非商业净多头持仓	9
图 29 铜期权成交量及持仓量.....	10
图 30 主力合约成交量占比.....	10
图 31 主力合约持仓量占比.....	10
图 32 成交量 PCR 指标.....	10
图 33 铜期货波动率锥.....	11
图 34 铜期权隐含波动率指数.....	11
图 35 铜期权波动率期限结构.....	11
图 36 铜期权偏度指数.....	11

一、行情回顾

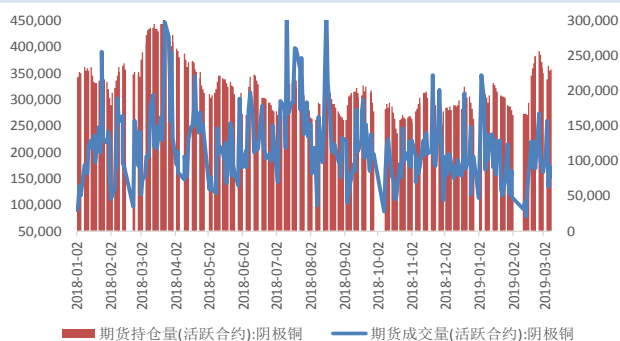
上周政府工作报告宣布将制造业增值税从16%降至13%，增值税下调将使铜进口成本降1300元左右，因此消息公布后沪铜不断走弱。截止周五收盘沪铜指数收于49170元/吨，周内跌2.53%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持1.2万余手，前20名会员空头持仓合计增持2.5万手。

图 1 沪铜主力合约收盘价


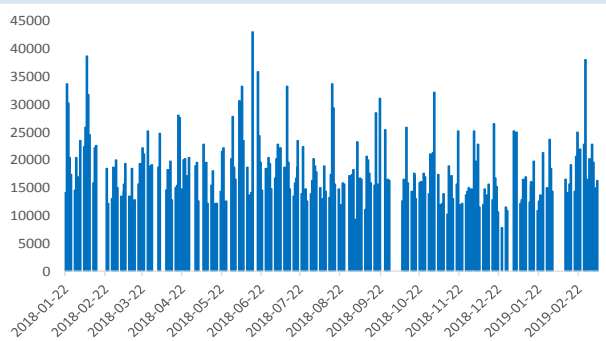
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 LME3月铜收盘价


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 沪铜主力合约成交量及持仓量


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 LME3月铜成交量


数据来源：Wind、国都期货研究所

二、基本面分析

(一) 供给

海关总署最新公布数据显示，中国2月末锻轧铜及铜材进口量为31.1万吨，同比下跌11.65%。1-2月累计进口量为78.9万吨，低于去年同期的79.4万吨。SMM表示，每年2月末锻轧铜及铜材进口量基本处于全年低位，因春节以及消费淡季影响，2月多为累库过度阶段，进口同比的下降更多的和进口窗口关闭有关，2月进口长期处于亏损，特别是下旬亏损幅度较大，基本处于亏损1000元/吨以上，国内下游需求的薄弱令进口窗口关闭，有冶炼厂转向出口。同时精废价差的扩大抑制了精铜的需求，未锻轧铜及铜材中精铜占比70%。需要注意的是今年前两月的进口量与去年大致持平，贸易商在1月的提前备货也是2月同环比下降的原因之一。

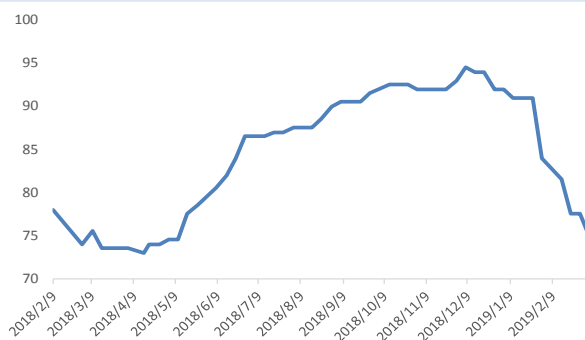
据SMM统计，2月SMM中国电解铜产量为71.96万吨，环比减少2.25%，同比增长2.19%，2月产量减少主要受到生产天数减少。2月仅豫光金铅受到当地环保压力，产量有微幅影响，余下炼厂未有检修发生。3月，金川防城港将开始检修，但对当月产量影响有限，中国整体产量环比会有6%的回升。据SMM调研了解，当下硫酸价格较好，弥补了部分铜精矿TC下滑所带来的压力；但多数冶炼厂表示节后下游恢复节奏弱于往年，厂内电解铜库存有积压现象。此外，再生铜冶炼厂并未因节后精废价差的拉大，提升废铜比例，主要考虑到废铜货源的稳定性和环保风险。

春节以来受强降雨影响，智利铜业和自由港暂停了部分铜矿的运营；另外刚果将铜矿权利金税率由2%上调至3.5%，部分矿企减产；1季度铜供给端干扰不断，再加上国内冶炼厂投产进度较为顺利，加剧了市场对于铜矿供应紧缩的预期，铜矿加工费TC 近期不断下滑，截止上周五SMM干净矿现货TC报72-77美元/吨，均价较节前跌3美元/吨。

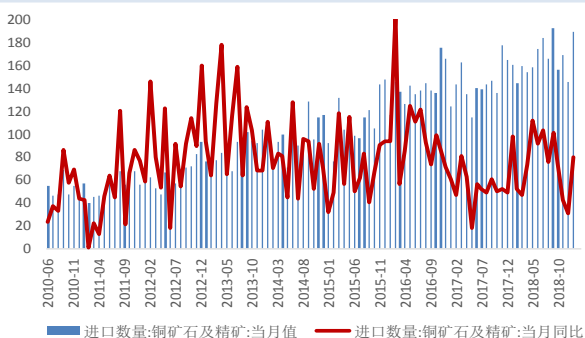
图 5 WBMS 铜供需平衡


— WBMS:供需平衡:铜:累计值

数据来源：Wind、国都期货研究所

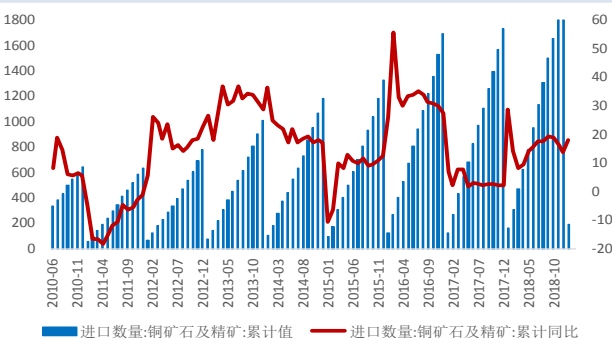
图 6 中国冶炼厂粗炼费 TC


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 铜矿石及精矿进口当月值


■ 进口数量:铜矿石及精矿:当月值 ■ 进口数量:铜矿石及精矿:当月同比

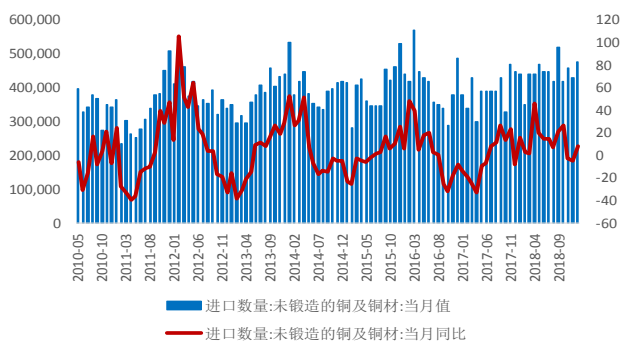
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8 铜矿石及精矿进口累计值


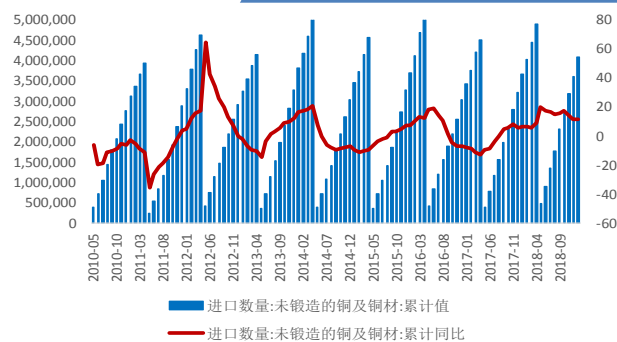
■ 进口数量:铜矿石及精矿:累计值 ■ 进口数量:铜矿石及精矿:累计同比

数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9 未锻造的铜及铜材进口月度值
图 10 未锻造的铜及铜材进口累计值

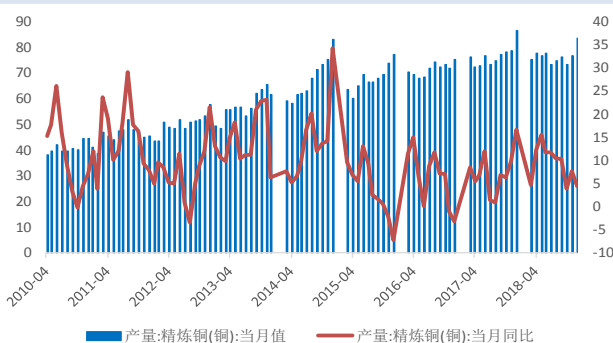


数据来源: Wind、国都期货研究所



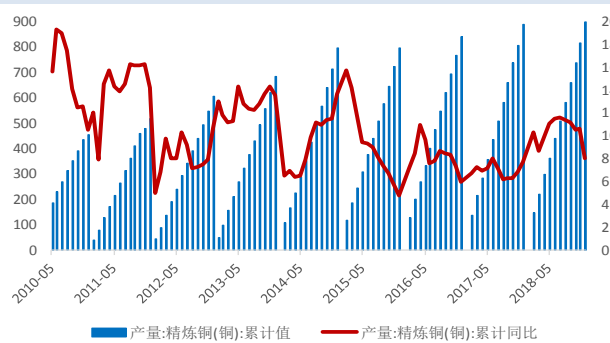
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 国内精炼铜产量月度值



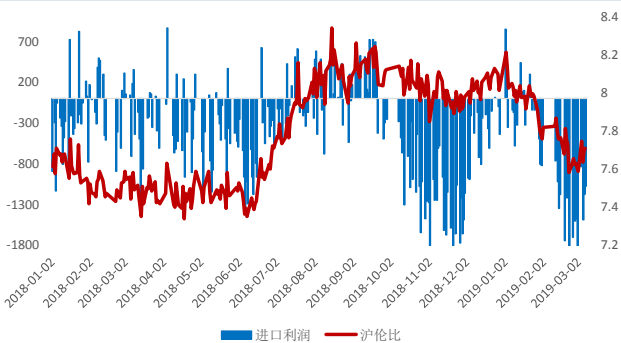
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 国内精炼铜产量累计值



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 沪伦比值及铜进口利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 精废价差



数据来源: Wind、国都期货研究所

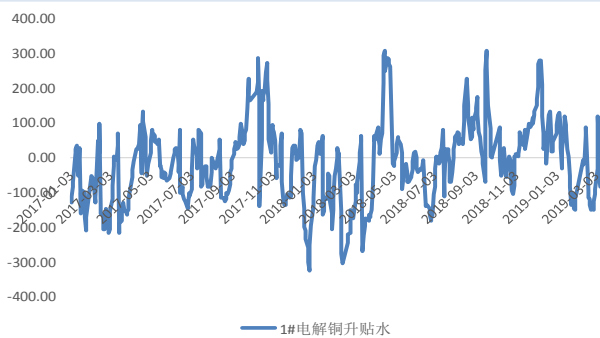
(二) 需求

“金三银四”的铜消费旺季即将到来。12月基建(不含电力)累计同比增长3.8%，较11月提升0.1个百分点。为应对国内经济下滑压力国家明显加大了基建投资的政策力度，包括加快基建项目批复，增加专项债，1-2月累计新增专项债2858亿元。预计随着天气逐渐转暖，各项工程将陆续开工，基建投资增速或继续回升。

库存方面，1季度是铜消费淡季，上期所铜库存进入传统累库阶段，相较于1月份的铜库存低点，上期所库存已增加13.8万吨，但相较于去年同期，上期所库存减少3.2万余吨。伦铜库存在铜消费淡季一反常态，1季

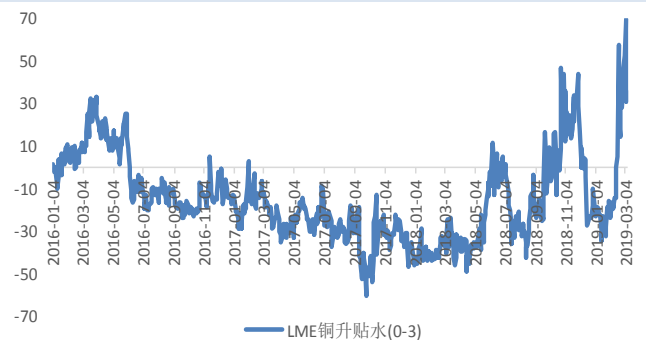
度库存不增反降，与去年同期相比，伦铜库存减少近20万吨。整体来看目前全球铜显性库存处于历史地位，为铜价提供底部支撑，不过铜隐性库存若发生交仓行为，伦铜库存或将大幅增加。从历史数据来看，伴随着铜消费旺季的到来，上期所铜库存将在3月中旬附近进入去库阶段。库存是铜供需状况的显性指标，由于此次上期所累库时间较短，累库幅度不及往年，如果铜消费旺季启动带动库存不断下降，那么铜价或将在需求向好，库存较低的刺激下进一步上扬。

图 15 上海 1#电解铜升贴水



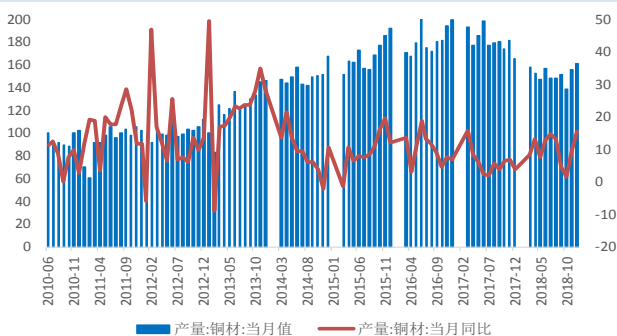
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 LME 铜升贴水



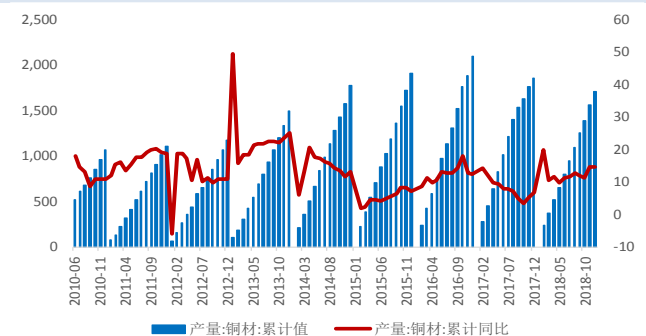
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 17 铜材产量当月值



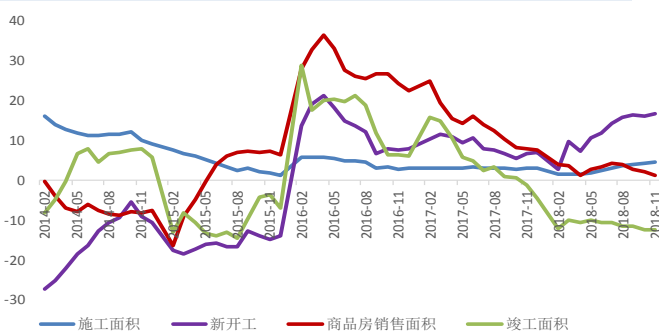
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 铜材产量累计值



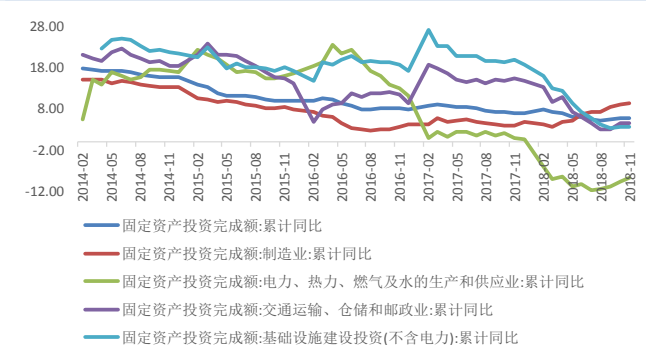
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 19 房地产投资分项数据



数据来源：Wind、国都期货研究所

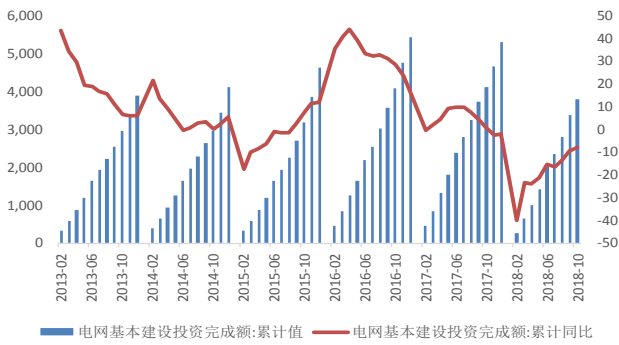
图 20 固定资产投资分项数据



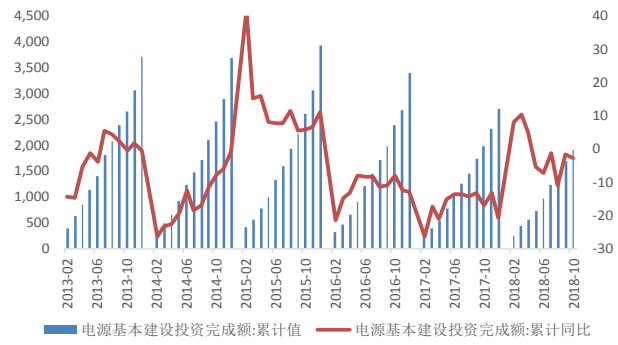
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 21 电网基本建设累计投资完成额

图 22 电源基本建设累计投资完成额

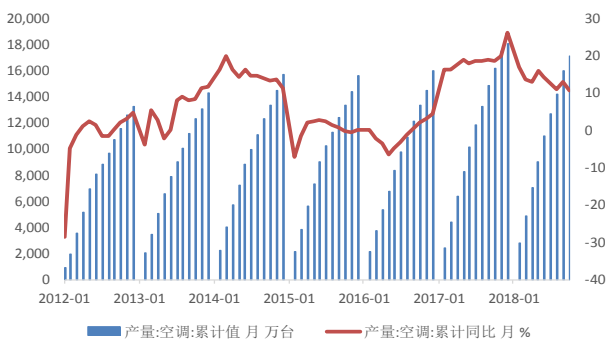


数据来源: Wind、国都期货研究所



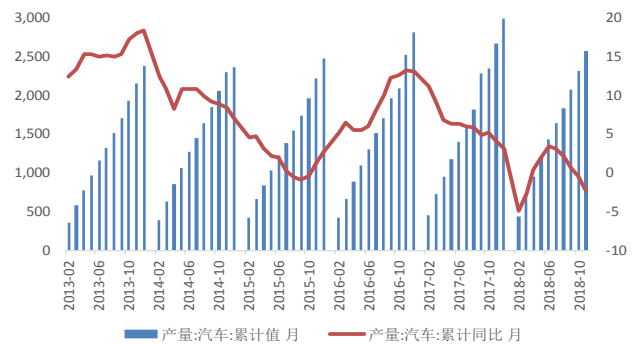
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 空调产量当月值



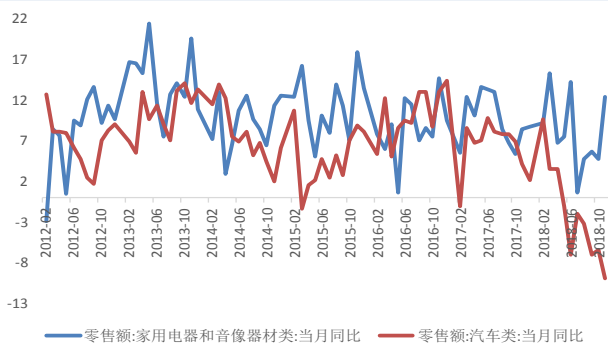
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 24 汽车累计产量



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 25 家用电器及汽车零售额当月值



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 26 家用电器及汽车零售额累计值



数据来源: Wind、国都期货研究所

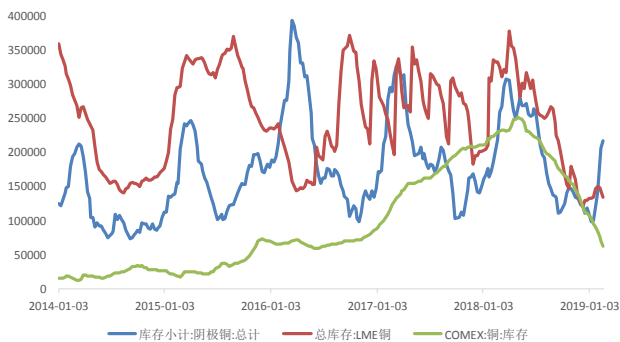
(三) 库存及持仓

截止3月8日, LME库存减少9375吨至11.7万吨, 比去年同期减少19.4万吨。上期所库存增加9120吨至23.6万吨, 比去年同期减少3.2万吨。

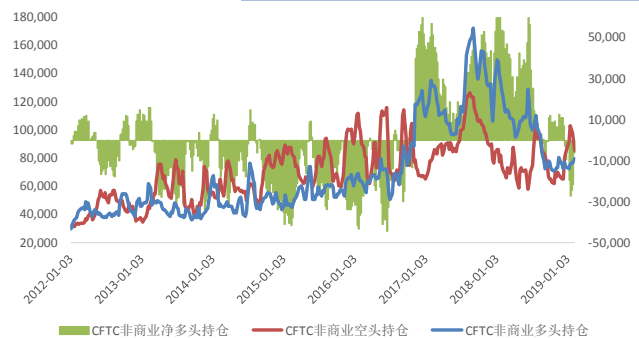
截止2018年3月5日, CFTC总持仓较前一周小幅减少, CFTC非商业多头持仓较前一周减少2751手至9.4万手, CFTC非商业空头持仓较前一周减少1.16万手至8.5万手, 净多头持仓较前一周增加3.1万手。

图 27 沪铜、LME 铜及 COMEX 铜库存

图 28 CFTC 非商业净多头持仓



数据来源: Wind、国都期货研究所

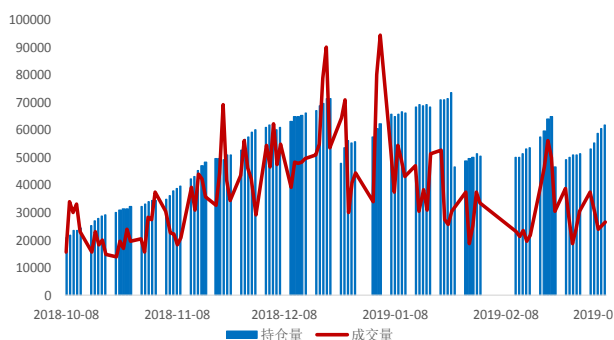


数据来源: Wind、国都期货研究所

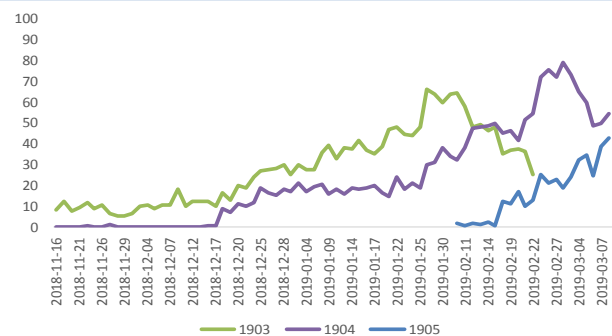
三、 期权市场分析

(一) 期权市场概况

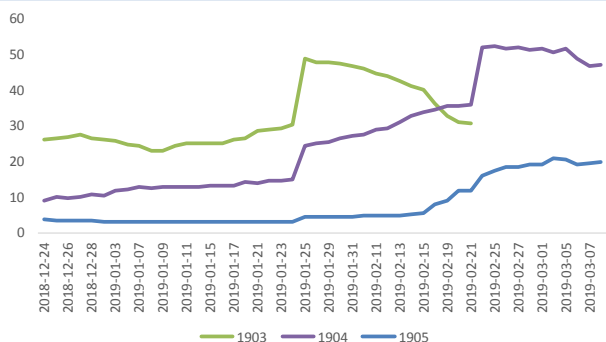
上周铜期权日均成交量为28611手,较前一周增加2.25%;日均持仓量为58057手,较前一周增加14.8%。上周五是期权1903合约的到期日,进入3月份后,期权1904合约的成交量逐渐下降,1905合约逐渐增加,持仓量变化则不明显。

图 29 铜期权成交量及持仓量


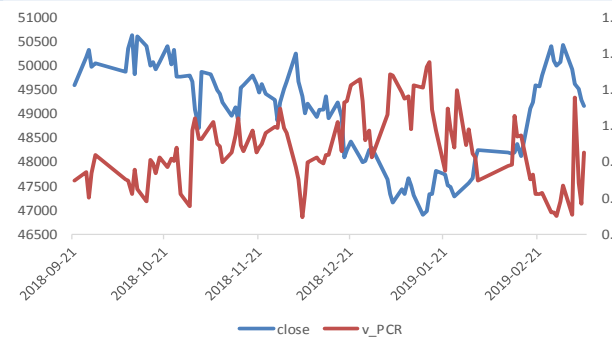
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30 主力合约成交量占比


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31 主力合约持仓量占比


数据来源: Wind、国都期货研究所

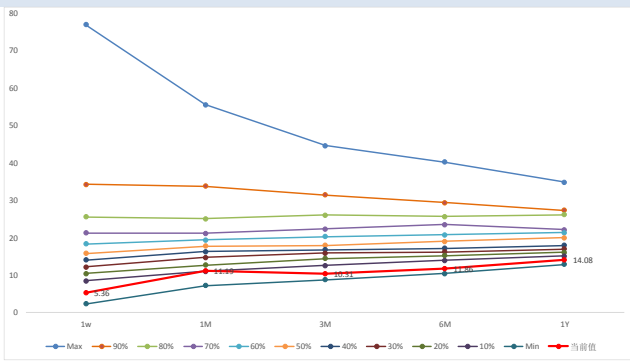
图 32 成交量 PCR 指标


数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 波动率分析

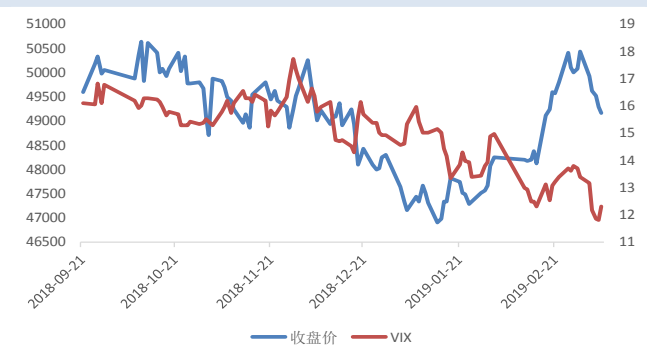
通过统计近10年铜期货指数的历史波动率，可以看到铜20日历史波动率的最大值为56%，最小值为7.2%，80分位数、50分位数、20分位数历史波动率分别为25%、18%、13%。上周波动率不断下降，截止3月8日铜期权的隐含波动率指数将至12.31%，依旧处于历史低位。下周2月经济数据将陆陆续续公布，预计波动率将小幅上升。

图 33 铜期货波动率锥



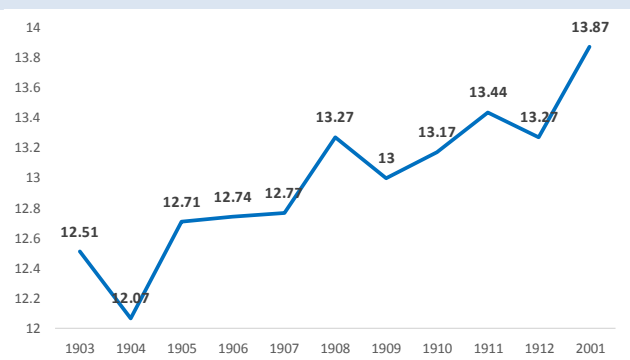
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 34 铜期权隐含波动率指数



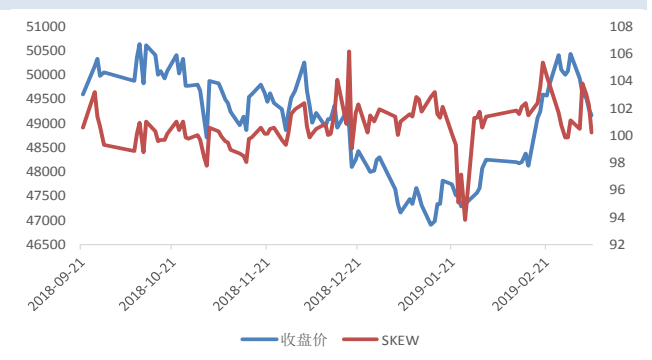
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 35 铜期权波动率期限结构



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 36 铜期权偏度指数



数据来源：Wind、国都期货研究所

四、策略推荐

根据上述分析，预计短期内沪铜或将继续走高，但本周将公布的官方制造业PMI数据或影响后续沪铜走势，若数据不及预期，沪铜恐有高位回落风险。波动率方面，近期沪铜走势波动加剧，预计本周期权波动率将继续上升。因此本周推荐买入窄跨策略，同时买入CU1904C50000和CU1904P50000合约，以期从波动率上升或行情大幅变动中获利。

分析师简介

李瑶瑶，东北财经大学金融工程学硕士，现任国都期货有色/金工分析师。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。