

融资铜对铜价影响将减弱

内容摘要

热点聚焦：海外经济与 QE。海外经济复苏步调在 2011 年出现显著分化，如我们在 2012 年年报中所强调的同样的量宽，欧美结果大为不同。欧美经济分化加剧，日本随后高调加入，至少在目前看来，效果正面，但正如市场近期大幅波动反映的一样，未来高度不确定。现在似乎唯一可以确定的就是美国经济相对较健康，日本、欧洲和新兴经济体都面临诸多挑战。

面对后 QE 时代。尽管联储仍在试探市场对量宽的反映底线，但量宽退出已经无悬念，只是时间问题，但对金融市场而言，量宽退出预期已经在 5 月份后加速被市场计入。虽然联储近期接连安抚市场，但预计金融资产价格将相继计入此因素，主要表现在美国实际利率、美元可能进一步攀升，推出全球资产配置转移。

品种前瞻：融资铜对铜价影响将减弱。融资铜是市场近年关注的焦点，特别是投行高盛在外管局管控热钱的新规发布后的报告认为融资铜将寿终正寝更是引发市场新一轮讨论。

我们认为在过去两年里面受融资支撑的铜价将逐步回归基本面，反映出供需走向宽平衡甚至过剩的局面，但融资铜短期并不会消失，具有真实贸易背景的融资仍然是一种重要的融资方式，且影响套利核心的国内外利差并未根本改变，考虑到铜价远期曲线走翘，融资的模式可能走向长期库存融资。但融资铜对铜价影响转向中性偏负面。由于融资铜需求下降，将导致中国表观消费大幅回落。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 策略研究小组

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

责任编辑：邹立虎

☎: 86-755-23963178

✉: zoulihu508@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格: F0278801

相关报告

1、关注宏观经济反季节性特征——商品 E 周刊(第 81 期)

2013. 06. 03

2、改革预期升温——商品 E 周刊(第 79 期)

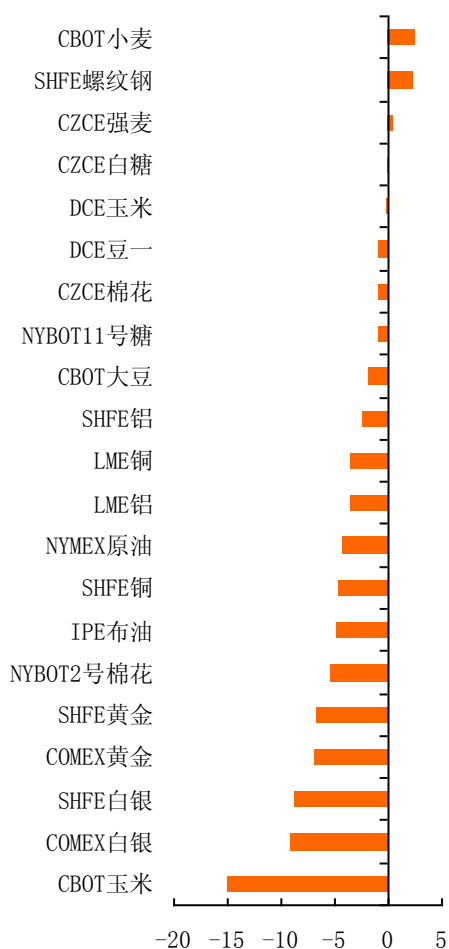
2013. 05. 20

3、中国经济将环比改善——商品 E 周刊(第 78 期)

2013. 05. 13

一周重要图表

图: 上周各市场表现一览 (%)



资料来源: wind、平安期货研究所

目录

一、热点聚焦..... 3

 1、海外经济复苏各有不同..... 3

 2、后 QE 时代加剧市场波动..... 4

二、板块解析..... 5

三、数据监测..... 9

四、品种前瞻..... 10

五、数据备忘..... 13

一、热点聚焦

海外经济与 QE

海外经济复苏步调在 2011 年出现显著分化，如我们在 2012 年年报中所强调的同样的量宽，欧美结果大为不同。欧美经济分化加剧，日本随后高调加入，至少在目前看来，效果正面，但正如市场近期大幅波动反映的一样，未来高度不确定。现在似乎唯一可以确定的就是美国经济相对较健康，日本、欧洲和新兴经济体都面临诸多挑战。

面对后 QE 时代。尽管联储仍在试探市场对量宽的反映底线，但量宽退出已经无悬念，只是时间问题，但对金融市场而言，量宽退出预期已经在 5 月份后加速被市场计入。

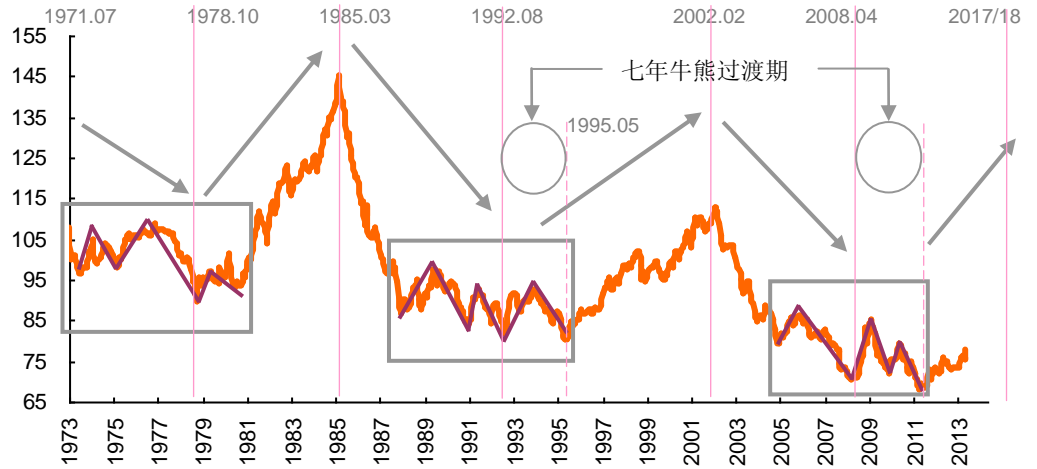
在海外经济复苏分化加剧、除了美国外发达经济体和新兴经济体高度不确定、面临后 QE 时代的背景下，我们认为商品价格的演绎也将区别于以往。这也是我们判断新戏登场的另外一个重要理由。

1、海外经济复苏各有不同

美国经济强劲表现再度一览无余。我们在 2012 年年报中指出：受低能源价格、低利率、低劳动力成本（相对而言以工资增长表征的美国劳动力成本近年来基本停滞）、发达的金融市场及技术创新、相对良好的企业和家庭资产负债情况，美国经济在经历财政悬崖短期干扰后可能进一步拉开与欧洲和日本经济表现，推动美元强势，同时金砖国家分别面临不同的结构性问题困扰，全球资金可以进一步回流至美国。目前市场走势符合我们的研判，尽管日本市场的强劲吸引了一部分的资金回流，但我们认为在新一轮美元牛市的大背景下，美国市场将成为最终的避风港。

新兴经济体面临危机。历史上，自布雷顿森林体系解体后，每一轮美元牛市都对应一次新兴经济体的危机，比如拉美危机、亚洲金融危机等等。今年以来亚洲货币普遍遭到抛售，特别是 5 月份以来随着市场对联储退出量宽预期的强化，美国国债收益率大幅攀升，新兴市场货币加速贬值，以至于印尼不得不连续加息，巴西、印度、泰国等都纷纷干预市场，连此前一直表现强劲的澳元也遭遇抛售。人民币在此期间的连续升值显得非常异常，在实体经济疲软、外贸顺差逐步缩窄、热钱流入反转的背景下，这样升值趋势难以延续。如果美联储不能够很好地引导市场预期，新兴经济体面临自 97 金融风暴之后最严峻的资本外流考验，特别的对于缺乏弹性的中国内地和香港市场。

图1-1: 美元已进入新一轮上升周期



资料来源: wind、平安期货研究所

2、后 QE 时代加剧市场波动

美联储试图引导市场预期合理转换，以免利率无序过快上涨。从长期来看，美国利率偏低毋庸置疑，而且上涨趋势难以避免，美联储所能够作的无非两点，一是在经济复苏欠强劲的背景下，退出利率上涨时间；二是在市场多数主体未完全准备好迎接高利率的背景下，缓解利率上升幅度，避免无序上涨。联储可以控制退出时间及削减规模，但无法控制市场情绪及其引致的反映。

图1-2: 美联储试图引导市场预期合理转换，以免利率无序过快上涨



资料来源: 平安期货研究所

我们判断，尽管联储退出时点未确认，但市场当前已经逐步切入到后 QE 时代，或者是前奏。包括铜价在内的金融市场价格波动将会更加剧烈，特别是如果美联储不能

够有效引导市场预期的话。国际投行巴克莱的研究显示，商品对量宽退出的反映更加敏感。

此外，考虑到德拉吉去年发表“将尽一切努力捍卫欧元”的著名讲话后，欧元区经济并未明显摆脱衰退，且失业问题更加验证，重债国家财政赤字也恶化，结构性改革几乎止步，但与此同时，金融市场却明显改善，股市走强，意大利和西班牙国债收益率降至近年低位，我们认为未来市场将重新评估这一实体和金融市场的背离，在美元撤离和资产重新配置的背景下，欧债面临再度爆发风险。（邹立虎）

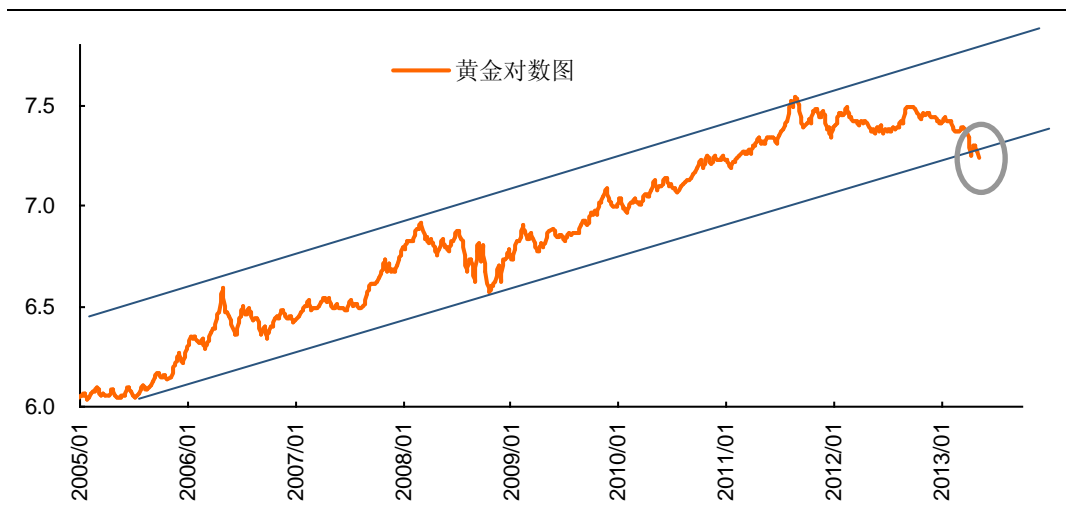
二、板块解析

黄金：金价在 1200 处有支撑，建议空单暂时离场观望，多单轻仓介入。中线观点请参考我们黄金深度报告观点。

附注：黄金深度报告观点——熊市一期尾声，熊市二期开启。中短期而言，伦敦黄金对数图显示，维持近十年的上升通道一度获得支持，在中国大妈的奋力买入之下出现了一定反弹，但半个月后又告破失，可见黄金的确已进入下行阶段。不过从原始价格的平行通道方面分析，1250-1300 美元一线具有较强支撑力度，金价中期预料在 1300 下降平衡区得到中短期的喘息。

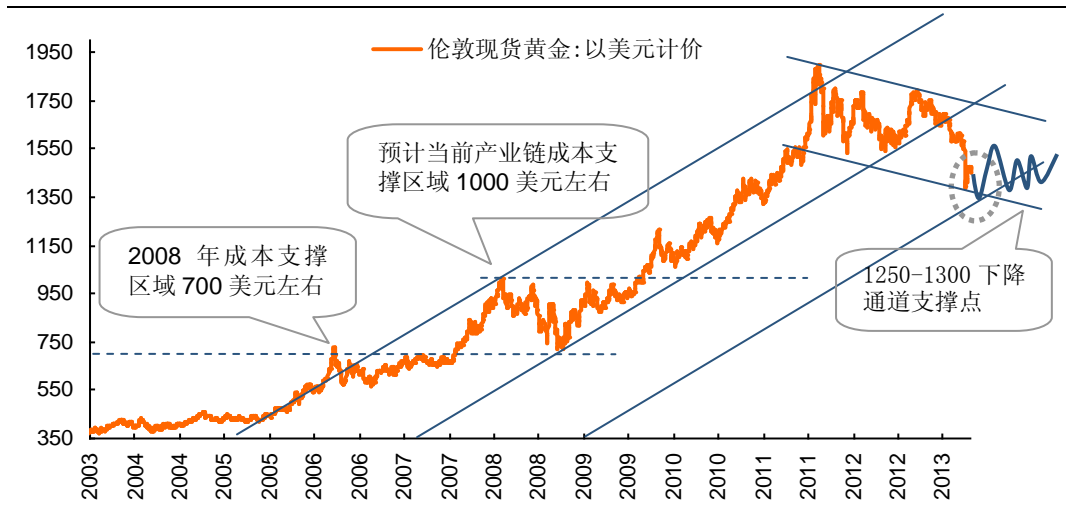
此外，上节我们定义当前金价处于熊市一期的末期，其特征可能是：当一轮急促下降至一个新低点后，随后出现一轮高级反弹，并在反弹高位稳定下来，即可确已进入熊二阶段。图表 2-2 的下降通道区域 1250-1300 若得到支撑并展开大幅反弹，预期中的熊市二期会正式开启，反弹目标大致在 1500-1550 美元/盎司水平，这是熊市二期最重要的高点区域，可能是金价未来数年难得多见的“屋脊”。更多详细分析请参考我们发布的黄金深度报告。（邹立虎）

图2-1: 对数显示长期支撑线已告失守，或进一步下挫寻求支撑



资料来源: wind、平安期货研究所

图2-2：若金价中短期在1200-1300获得支撑，并出现高级别的反弹，则熊市二期开启



资料来源: wind、平安期货研究所

铜：建议短线参与，预计市场在低位盘整，逢急跌买入。中线观点请参考我们年中策略报告。

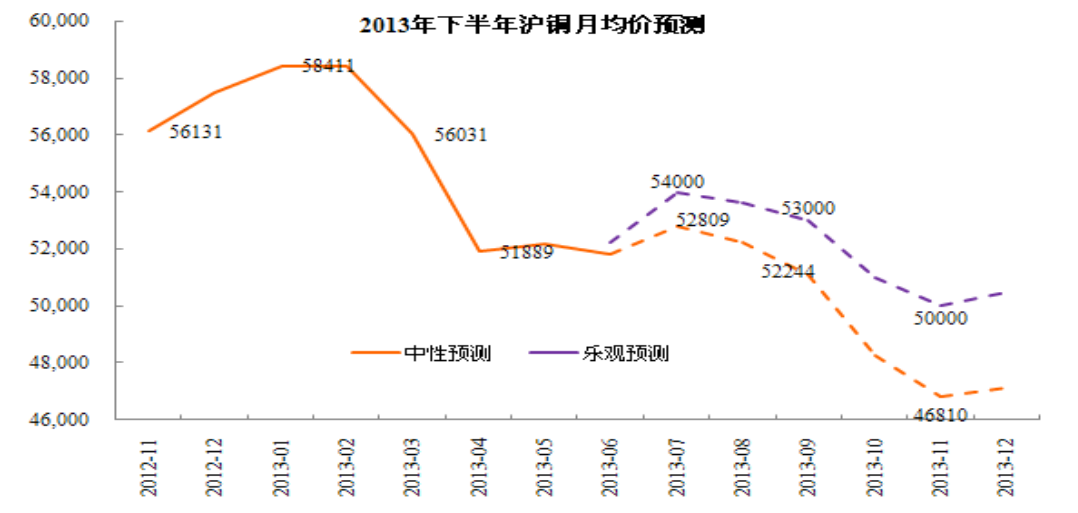
附注：年中报告观点——下半年投资建议。预计未来铜价反弹空间有限，近期关于城镇化的刺激政策、市场预期随着5月悲观数据进一步下调到位后经济数据企稳及供应担忧等都可能提供阶段性反弹机会，另外季节性因为亦支持可能存在温和反弹。但从下半年整体来看，预计铜价仍将继续下调，中性假设情况下，预计下半年低点在47000左右。

重点关注事件：下半年我们建议重点关注即将出台的城镇化规划、上半年度经济数据、十八届三中全会及其他改革举措、社会流动性风险。

价格上行风险：我们认为价格上行风险可能来自三个方面因素：第一、如果经济继续下滑，就业情形加剧恶化，中央政府出台刺激政策，继续加杠杆复苏，且伴随城镇化措施出台，铜价可能反弹至58000甚至更高；第二、美联储较市场预期的保持量宽更长时间；第三、供应担忧，更多的天灾人祸对主要矿山形成供应干扰，导致市场对供应偏宽松预期不断修正。更多分析请参见我们即将发布的铜下半年度策略报告。

(邹立虎)

图2-3: 从下半年整体来看, 预计铜价仍将继续下调, 中性假设情况下, 预计下半年低点在47000左右



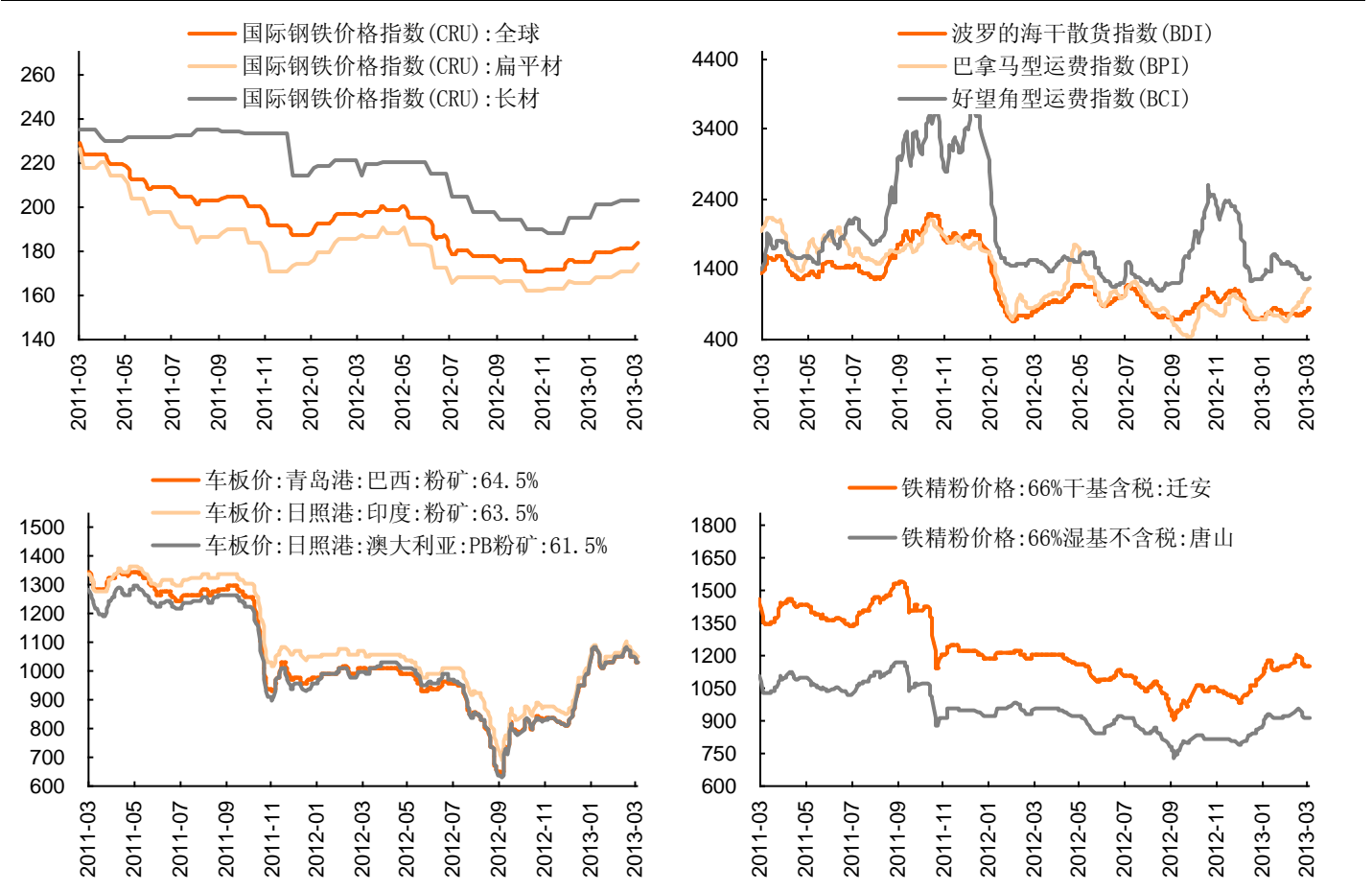
资料来源: 平安期货研究所

移仓换月中, 空单平仓离场。上周螺纹钢期货走势依然维持震荡走势, 周线收出带下影小阴线。事实上, 螺纹钢期货自6月17日跳空高开以来, 近两周一直维持震荡走势, 上周国内A股指数恐慌性大幅下挫, 但是螺纹钢依旧维持震荡, 盘面显示螺纹钢抗跌性较强。

基本上, 6月中旬钢协预估全国粗钢日产量为216.43万吨, 旬环比增长0.37%, 5月下旬以来粗钢产量相比前期略有回落, 但依然维持在相对高位水平。MYSTEEL调研的163家钢厂高炉开工率数据显示近来两周均有小幅回升, 预计短期内产量仍旧维持高位。

上周以来, 螺纹钢主力合约出现了明显的移仓换月迹象, 主力合约RB1310持仓量降低至116万手, 次主力合约持仓量上升至90万手。自今年2月份以来, 我们一直维持对螺纹钢看空的观点, 并建议投资者一直持有空单不动。从市场实际走势看, 一直持有空单的交易获利丰厚。考虑到目前螺纹钢的下跌幅度以及移仓换月行为, 我们建议投资者将前期空单逐步平仓落袋为安。(李文杰)

图2-4: 螺纹钢相关市场走势



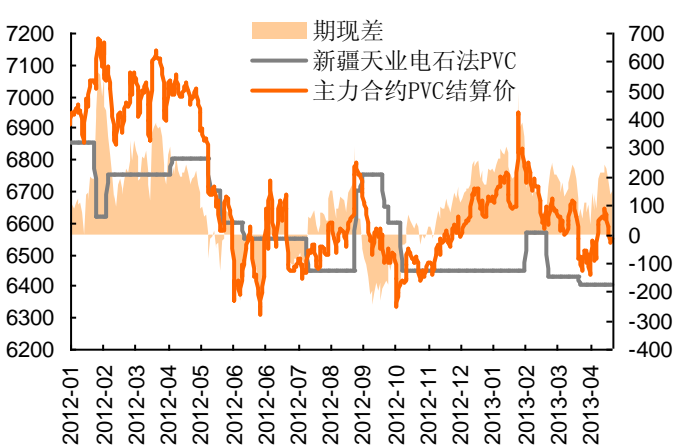
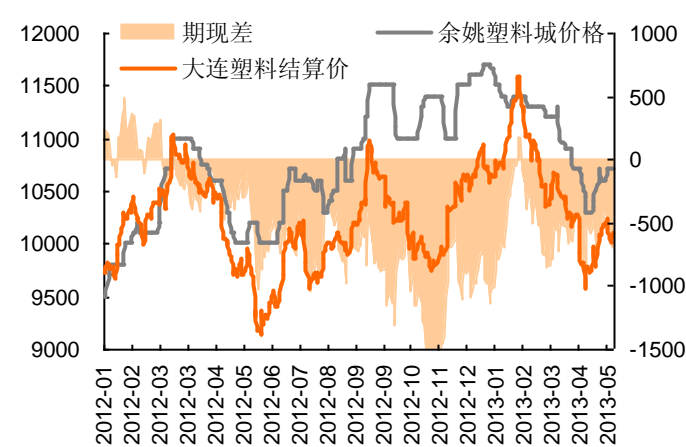
资料来源:wind、平安期货研究所

买棕油抛豆油套利可继续持有。本周市场受国内资金偏紧忧虑影响，豆类商品也出现回调格局。国内外豆类市场仍保持近强远弱，粕强油弱的趋势。周五的公布的种植面积报告上调美豆播种面积，季度库存数据为9年来最低。当前美豆作物区天气条件正常，预期增产的可能性继续增加。整体豆类市场面临较大压力。油脂市场受制于基本面，行情继续震荡走势。买粕抛油、买棕油抛豆油套利可继续持有。(丁红)

化工品筑底等待旺季到来。国际原油价格上周低位企稳后反弹，乙烯单体与石脑油价格6月以来连续走强。上周塑料期货进入换月周期，1309合约持仓量以及成交量均出现下滑，1401合约逐步取代1309成为主力合约。由于石化现货出厂价格小幅下滑，贸易商在具体的报价上都有让利表现。下游买盘动力并不旺盛，但订单量较前期有所回暖，后期或产生部分补库需求。PTA受宏观面钱荒事件影响，现货价格也下跌近100。扬子石化计划于7月中旬附近对其80万吨PX装置进行停车检修，预计将持续2个月左右。PXCFR中国到周五已经上涨至1426，PX一周下跌不到20美元，终端聚酯材料类价格基本没变化。(牟宏博)

图2-6: 塑料期货反弹使得期现差收拢

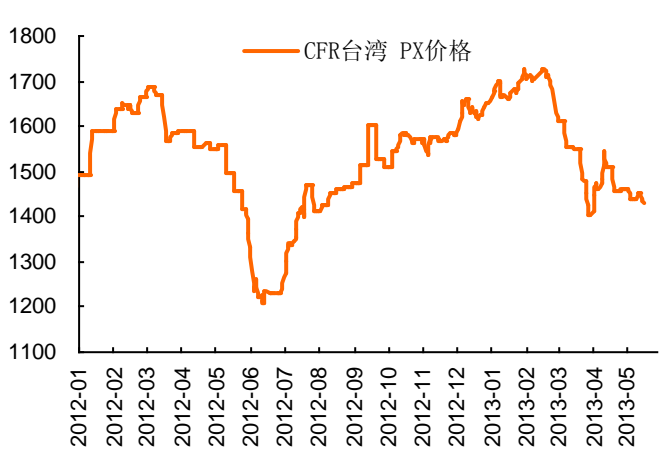
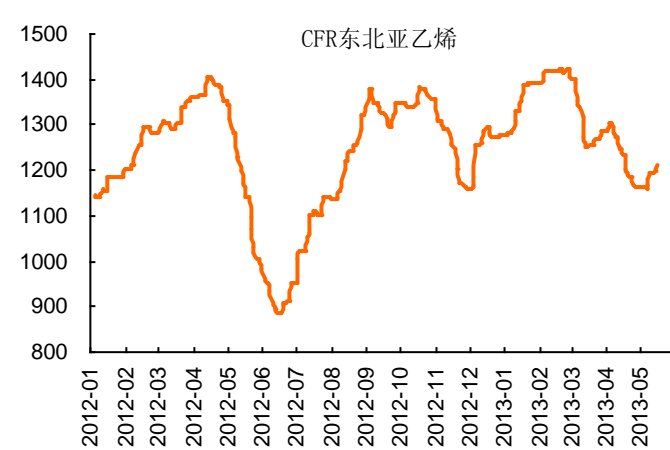
图2-6: PVC期货价格小幅升水于现货价格



资料来源:wind、平安期货研究所

图2-7: 乙烯单体价格小幅反弹

图2-8: PTA原料PX价格反弹后继续下跌



资料来源:wind、平安期货研究所

三、数据监测

上周围绕中国流动性问题继续升级，但央行出手暂时抚平了市场波动，即便如此股指周跌幅仍接近 6%，但商品跌幅较小，在 1%左右，黄金领跌，工业品整体在 4 月低点获得支撑，是否企稳仍需观望。海外市场受美联储安抚市场略有企稳。预计流动性冲击仍未结束，建议保持谨慎，轻仓参与，维持逢高沽空思维。

商品将更多反映自身基本面因素。目前商品市场与股指走势开始出现背离，反映出商品市场更多受自身基本面因素影响。我们认为未来这一模式可能延续，鉴于中国经济在商品市场中的地位，预计商品市场更多反映中国经济调整、转型的风险。

图3-1:大类资产相关性表

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	0 DAX指数	恒指	沪深300	RJ/CRB	LME铜	WTI原油	伦敦金	东京胶	CBOT大豆	CBOT玉米	美元指数	欧元	日元	美国债	VIX	
1 0	1.00	0.84	-0.37	-0.38	0.75	-0.07	0.84	0.53	-0.19	-0.35	0.14	0.27	-0.05	0.58	0.53	-0.68
2 DAX指数	0.84	1.00	0.01	-0.54	0.85	0.09	0.53	0.19	0.05	-0.16	0.02	0.30	0.03	0.80	0.78	-0.83
3 恒指	-0.37	0.01	1.00	0.08	0.07	0.73	-0.67	-0.87	0.88	0.82	-0.19	-0.10	0.45	0.34	0.54	-0.28
4 沪深300	-0.38	-0.54	0.08	1.00	-0.69	-0.07	-0.23	-0.04	0.21	0.26	-0.24	-0.15	0.00	-0.51	-0.44	0.60
5 RJ/CRB	0.75	0.85	0.07	-0.69	1.00	0.30	0.56	0.17	0.07	-0.16	0.18	0.12	0.22	0.78	0.77	-0.86
6 LME铜	-0.07	0.09	0.73	-0.07	0.30	1.00	-0.33	-0.71	0.65	0.67	0.13	-0.43	0.73	0.23	0.51	-0.54
7 WTI原油	0.84	0.53	-0.67	-0.23	0.56	-0.33	1.00	0.82	-0.51	-0.66	0.14	0.17	-0.13	0.26	0.12	-0.30
8 伦敦金	0.53	0.19	-0.87	-0.04	0.17	-0.71	0.82	1.00	-0.72	-0.81	0.23	0.37	-0.51	-0.03	-0.29	0.17
9 东京胶	-0.19	0.05	0.88	0.21	0.07	0.65	-0.51	-0.72	1.00	0.88	-0.27	-0.06	0.44	0.30	0.56	-0.27
10 CBOT大豆	-0.35	-0.16	0.82	0.26	-0.16	0.67	-0.66	-0.81	0.88	1.00	-0.03	-0.03	0.34	0.15	0.40	-0.11
11 CBOT玉米	0.14	0.02	-0.19	-0.24	0.18	0.13	0.14	0.23	-0.27	-0.03	1.00	0.30	-0.28	0.22	0.02	-0.12
12 美元指数	0.27	0.30	-0.10	-0.15	0.12	-0.43	0.17	0.37	-0.06	-0.03	0.30	1.00	-0.84	0.59	0.32	0.01
13 欧元	-0.05	0.03	0.45	0.00	0.22	0.73	-0.13	-0.51	0.44	0.34	-0.28	-0.84	1.00	-0.07	0.23	-0.41
14 日元	0.58	0.80	0.34	-0.51	0.78	0.23	0.26	-0.03	0.30	0.15	0.22	0.59	-0.07	1.00	0.91	-0.75
15 美国债	0.53	0.78	0.54	-0.44	0.77	0.51	0.12	-0.29	0.56	0.40	0.02	0.32	0.23	0.91	1.00	-0.85
16 VIX	-0.68	-0.83	-0.28	0.60	-0.86	-0.54	-0.30	0.17	-0.27	-0.11	-0.12	0.01	-0.41	-0.75	-0.85	1.00

资料来源:wind、平安期货研究所

图3-2:平安期货系统性风险监控指数



资料来源:wind、平安期货研究所

附注: 由于软件更新问题, 上图未更新。

四、品种前瞻

融资铜对铜价影响减弱

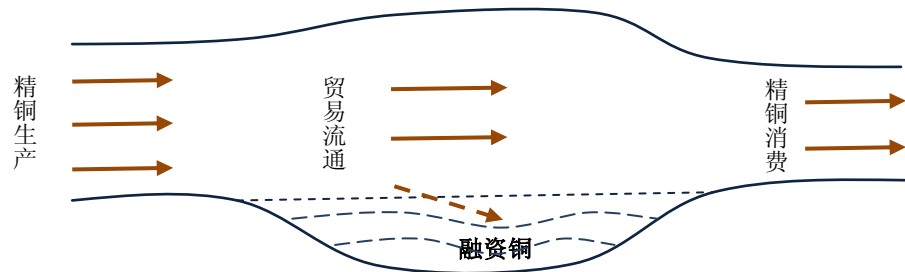
融资铜是市场近年关注的焦点, 特别是投行高盛在外管局管控热钱的新规发布后的报告认为融资铜将寿终正寝更是引发市场新一轮讨论。

我们认为在过去两年里面受融资支撑的铜价将逐步回归基本面，反映出供需走向宽平衡甚至过剩的局面，但融资铜短期并不会消失，具有真实贸易背景的融资仍然是一种重要的融资方式，且影响套利核心的国内外利差并未根本改变，考虑到铜价远期曲线走翘，融资的模式可能走向长期库存融资。但融资铜对铜价影响转向中性偏负面。由于融资铜需求下降，将导致中国表观消费大幅回落。

(1) 融资铜对铜价影响减弱

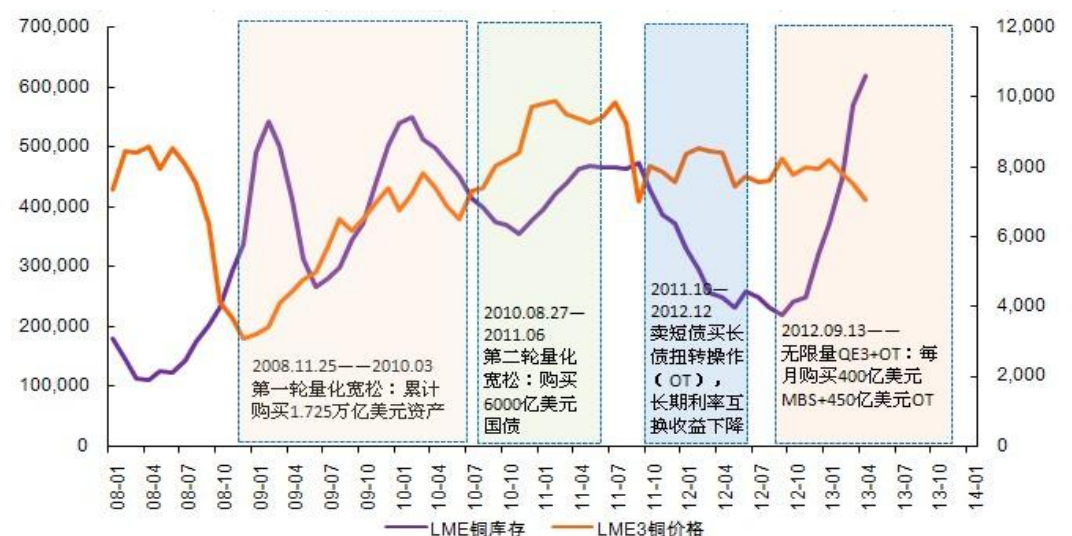
融资铜对中国及全球铜市的扭曲在过去两年无疑是相对严重的，如果仅仅考虑保税区的 100 万吨库存，扭曲消费的规模就高达全年铜消费量的近 5%，而铜短缺规模远不及该数目。

图4-1: 融资铜较大幅度地吸收了中国市场过剩的铜



资料来源：平安期货研究所

图4-2: 融资铜对铜价影响减弱



资料来源：平安期货研究所

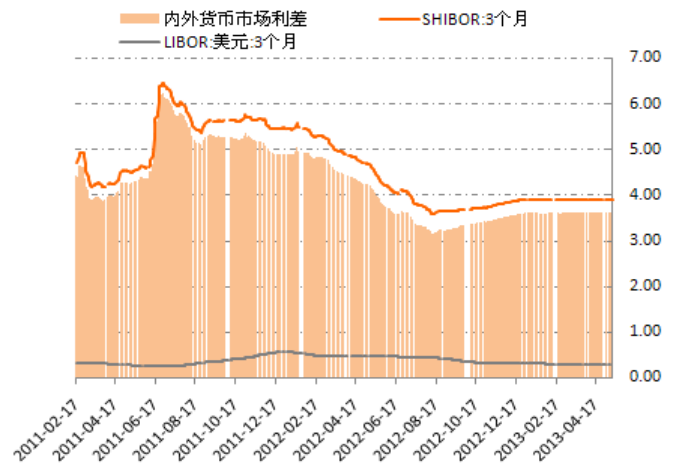
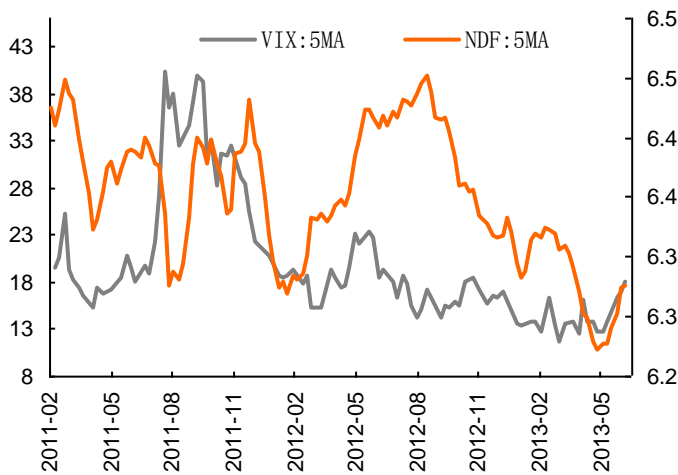
(2) 融资铜对铜价影响减弱

对于未来，我们的基本判断是融资铜模式仍将继续运行，但规模下降，甚至逐步不再成为影响铜市的主因。具体对于铜价的影响来看，融资铜影响中性偏负面。中国进口的下降、出口增加导致海外库存积累，并一度程度上改善内外比价，这可能给增加进口带来激励，但如果信用证受到严格管制或者国内铜市需求不足，将最终抑制进口规模的回升。此外，融资铜流入市场逐步消化有利于化解库存压力，尽管在此期间价格承压。从保税区的库存来看，相比历史高位，目前保税区库存已经去掉了一部分，而且对市场影响相对平稳，我们预计这一模式将会持续，考虑到社会资金链相比2012年已经明显好转、且铜本身抵押品价值较高，具有一定的缓冲区域，如果未来铜价不急速下滑，预计融资铜流入市场难以对价格造成较大负面冲击。这与钢贸融资不完全相同。据我们与下游贸易商交流，大部分铜仓储方资质都相对较好，类似于网上传言的重复抵押现象可能有限。

融资铜模式将持续。另外据我们与下游贸易商交流来看，目前具有真实贸易背景的进口业务仍可以开到信用证。银行对此也不是一刀切模式。我们认为融资铜发生的本质因素在于国内外利差，同时人民币升值预期。即便考虑到年初至今人民币加速升值后延续该趋势的可能性不大，但国内外巨大的利差对资金链紧张的中小企业仍有很大吸引力，但由于下游房地产渠道部分受限，资金需求方有所萎缩，且考虑到政策因素，未来融资铜规模难以明显放大。从铜价远期曲线来看，现货价格的走低，使得伦铜远期收益曲线变陡峭，为长期库存融资打开空间。

图4-3: 随着全球波动率上升，人民币现贬值迹象

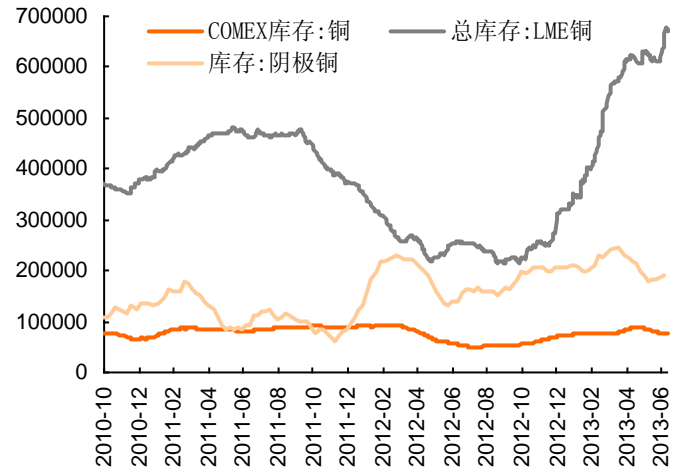
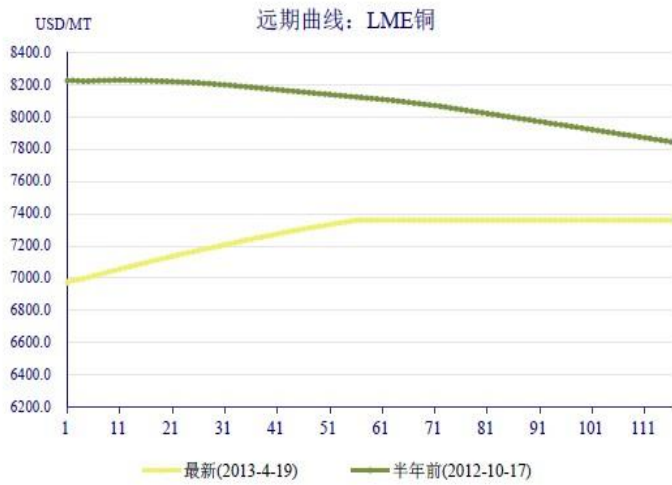
图4-4: 国内外利差仍继续存在



资料来源:wind、平安期货研究所

图4-5: 远期升水格局

图4-6: 库存仍处于高位



资料来源:wind、平安期货研究所

五、数据备忘

美国一季度 GDP 被大幅下修

1-5月，全国规模以上工业企业实现利润20812.5亿元，同比增长12.3%，增速较1-4月提升0.9个百分点，食品加工、金属冶炼和汽车制造业利润增长的反弹幅度最大。低基数是此次反弹的主要推动力。

上周，引起市场关注最多的莫过于美国一季度GDP终止，消费者支出、投资和出口遭大幅下修，美国第一季度GDP终值仅增长1.8%。美国5月新屋销售4.5万套，远高于去年同期的3.5万。美国5月成屋签约销售增6.7%，远超预期创6年新高。美国6月消费者信心指数为84.1，高于预期接近6年高点。

表5-1: 上周数据回顾

时间	国家/区域	事件	实际值	上期值	去年同期值
2013-6-27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2013/05	12.3	11.4	-2.4
2013-6-25	美国	新建住房销售:环比(%) 2013/05	2.2	3.3	4.8
2013-6-25	美国	新建住房销售(千套) 2013/05	45	46	35
2013-6-25	美国	耐用品:新增订单(百万美元) 2013/05	234,438.00	218,395.00	217,760.00
2013-6-26	美国	已获得批准的新建私人住宅:修正(千套) 2013/05	94.9	90.5	77.7
2013-6-26	美国	GDP:环比折年率(%) 2013/03	3.1	1.3	4.2
2013-6-27	美国	成屋签约销售指数(2001年=100) 2013/05	112.3	105.2	100.2
2013-6-27	美国	核心PCE物价指数:当月同比(%) 2013/05	1.1	1.1	1.7
2013-6-28	美国	密歇根消费者信心指数 2013/06	84.1	84.5	73.2

资料来源:Wind、平安期货研究所

关注中采 PMI 和美国就业数据

周一将公布官方 6 月 PMI，将把市场的注意力从银行间市场转移到实体经济，美国方面，就业数据永远是市场的焦点，下周继续关注。(樊继拓)

表 5-2: 本周数据/事件展望

时间	国家/区域	事件	实际值	上期值	去年同期值
2013-7-1	中国	PMI 2013/06	--	50.8	50.2
2013-7-1	中国	汇丰 PMI 2013/06	--	49.2	48.2
2013-7-1	美国	制造业 PMI 2013/06	--	49	50.2
2013-7-3	美国	ADP 就业人数:环比:季调(%) 2013/06	--	0.1	0.1
2013-7-5	美国	平均每小时工资:环比(%) 2013/06	--	0	0.3
2013-7-5	美国	新增就业人数:制造业:当月值(千人) 2013/06	--	-8	9
2013-7-5	美国	新增就业人数:季调(千人) 2013/06	--	319	146
2013-7-5	美国	平均每周制造业工作时间:季调(小时) 2013/06	--	41.8	41.6
2013-7-5	美国	失业率:季调(%) 2013/06	--	7.6	8.2

资料来源:Wind、平安期货研究所

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>