



沪铜：供应偏紧格局延续，沪铜前多轻仓持有

联系人：陈雨桐

从业资格编号：F3048166

E-mail: chenyt@cifutures.com.cn

Tel : 021-80220260

(本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎)

- **宏观层面：**国内方面，中国3月PMI表现超预期，且重回荣枯线上方。其中的新订单连续两个月提升表现需求正逐步改善，提振市场对需求边际回暖的信心；另外建筑业PMI回升显著，基建补短板效果显现；国际方面，英国脱欧进程一波三折，不确定性较高，主要经济体经济增速放缓、金融市场波动加剧的市场环境并未发生扭转，叠加美债10Y-3M利差转负带来的降息及衰退忧虑，中长期宏观压力仍存；
- **中观层面：**国内外铜矿干扰率现提升趋势，同时冶炼厂方面，上半年大规模检修预期仍在，日本三菱与住友商事均计划削减铜产量，叠加3月末国内库存出现拐点，来自供应端的支撑仍然较强，然当前全球经济下行压力较大，家电汽车消费不容乐观，基建增速因资金不到位受限，在需求端未出现明显改善之前，沪铜上行高度受限；
- **微观层面：**CFTC非商业净多头持仓减少；
- **策略建议：**期货方面，**沪铜前多轻仓持有**；期权方面，**建议持有牛市价差组合。**

类型	合约/组合	方向	入场价格(差)	首次推荐日	评级	盈亏平衡点/止损点	收益(%)	动态
投机	买CU1905		49140	2019/4/1	3星	48100	0.26	持有
投机	买1*CU1905C48000- 卖1*CU1905C51000		1392	2019/3/18	3星	49392	-9.55	持有
评级说明：星级越高，推荐评级越高。3星表示谨慎推荐；4星表示推荐；5星表示强烈推荐。								
类型	合约/组合	方向	入场价格(差)	首次推荐日	保值比率(%)	保值效果/收益率(%)		
套期保值	CU1905	买保	49140	2019/4/1	70%			

2019.4.1

(1) 中国3月财新制造业PMI；(2) 欧元区3月制造业PMI终值

2019.4.3

(1) 美国3月ADP就业人数变动(万人)

2019.4.5

(1) 美国3月失业率；(2) 美国3月非农就业人口变动(万人)

2019.4.10

(1) 中国3月新增人民币贷款(亿人民币)；(2) 中国3月社会融资规模增量(亿人民币)；(3) 欧元区欧洲央行主要再融资利率；(4) 欧元区欧洲央行边际贷款利率；(5) 欧元区欧洲央行存款便利利率；(6) 美国3月CPI同比、环比

2019.4.11

(1) 中国3月PPI同比；(2) 中国3月CPI同比；(3) 美国4月6日当周首次申请失业救济人数(万人)；(4) 美国3月核心PPI同比、环比；(5) 美国3月PPI同比、环比

2019.4.12

(1) 中国3月贸易帐(按美元计)(亿美元)；(2) 美国4月密歇根大学消费者信心指数初值

2019.4.17

(1) 中国一季度GDP同比、环比；(2) 中国3月规模以上工业增加值同比；(3) 中国1至3月城镇固定资产投资同比；(4) 欧元区3月调和CPI同比终值

2019.4.19

(1) 美国3月营建许可(万户)；(2) 美国3月新屋开工(万户)

2019.4.23

(1) 欧元区4月制造业PMI初值；(2) 美国3月新屋销售(万户)；(3) 欧元区4月消费者信心指数初值

2019.4.26

(1) 美国一季度实际GDP年化季环比初值；(2) 美国4月密歇根大学消费者信心指数

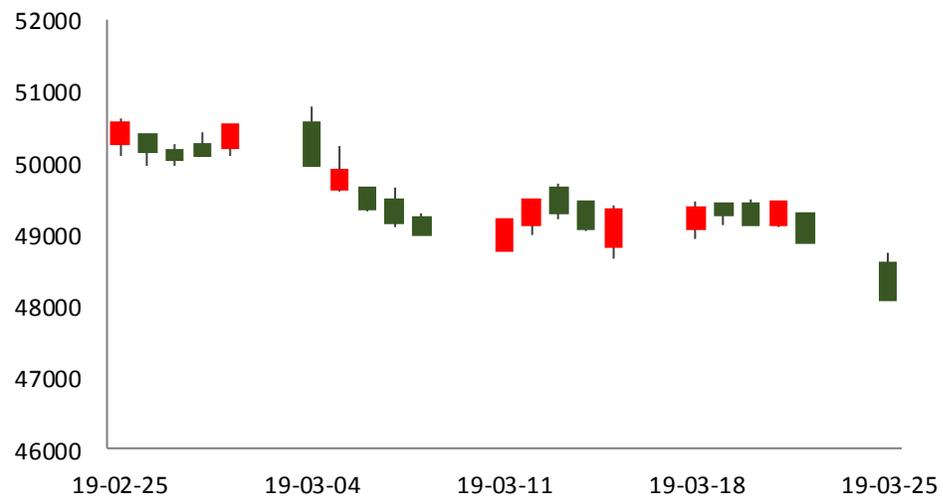
2019.4.29

(1) 美国3月个人消费支出(PCE)环比；(2) 美国3月个人收入环比

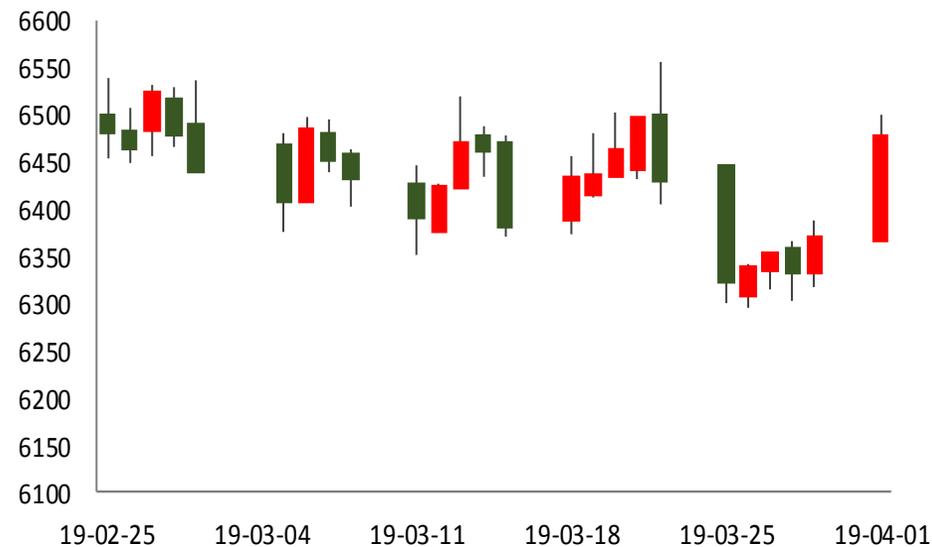
2019.4.30

(1) 9:00中国4月官方制造业PMI；(2) 17:00欧元区一季度GDP同比初值；(3) 17:00欧元区一季度GDP季环比初值；(4) 17:00欧元区3月失业率

SHFE铜



LME铜

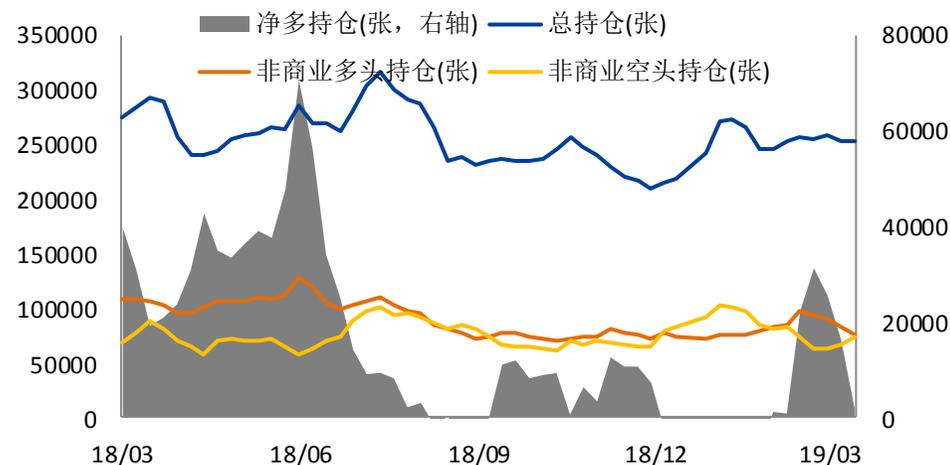


品种	2019/3/4	2019/4/1	月涨跌	月涨跌幅
沪铜	50,340.00	49,290.00	-1050	-2.09%
伦铜	6,410.50	0.00	-6410.5	-100.00%

SHFE铜持仓



CFTC铜持仓



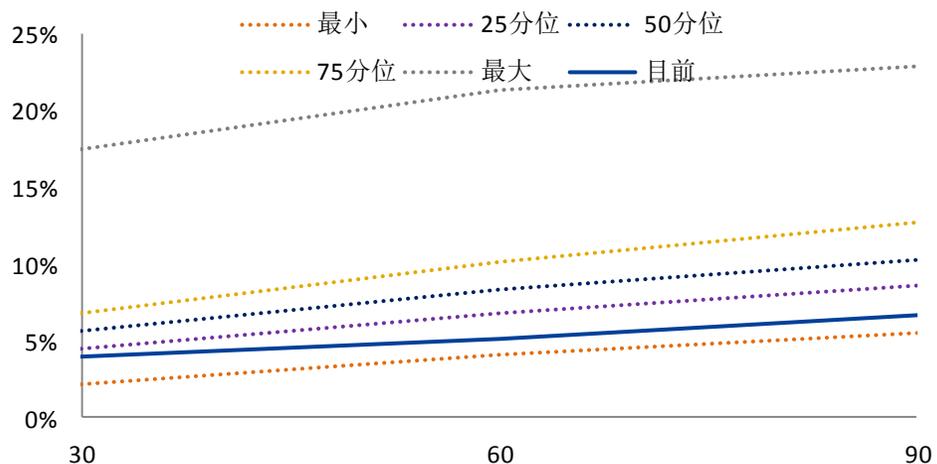
品种	2019/3/4	2019/4/1	月涨跌	月涨跌幅
沪铜	669,786.00	555,170.00	-114616	-17.11%

	总持仓	非商多头	非商空头	非商净多头
2019/2/26	256269	96982	74598	22384
2019/3/26	251953	75834	73892	1942
变动	-4316	-21148	-706	-20442

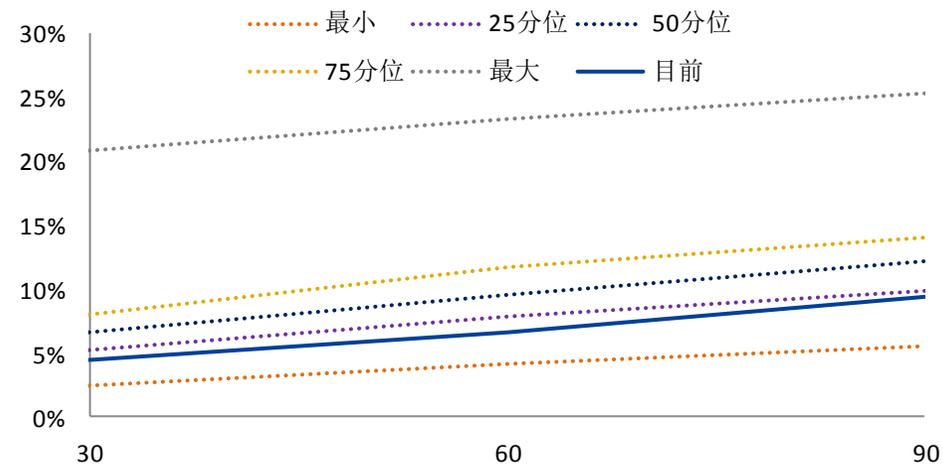
微观市场结构：沪铜波动率整体走扩

➤ 根据有色金属的波动率监测结果，目前沪铜的30日、60日、90日波动率低于25分位，30日、60日波动率较上月整体走扩。伦铜的30日、60日、90日波动率低于25分位，30日、60日波动率较上月缩窄。

SHFE铜波动率

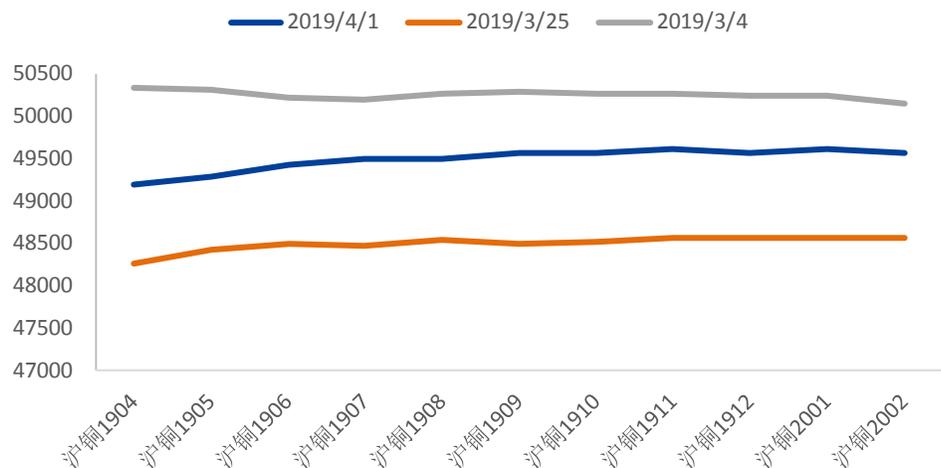


LME铜波动率

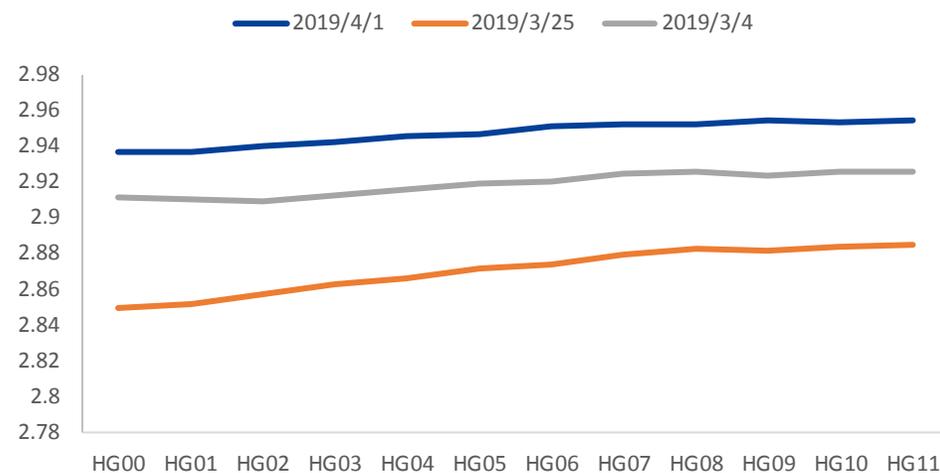


微观市场结构：沪铜重回contango结构

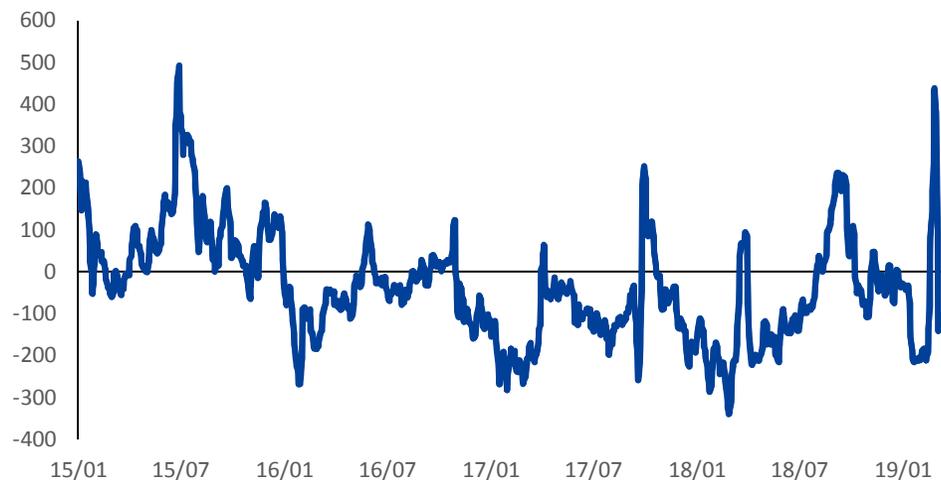
沪铜远期曲线



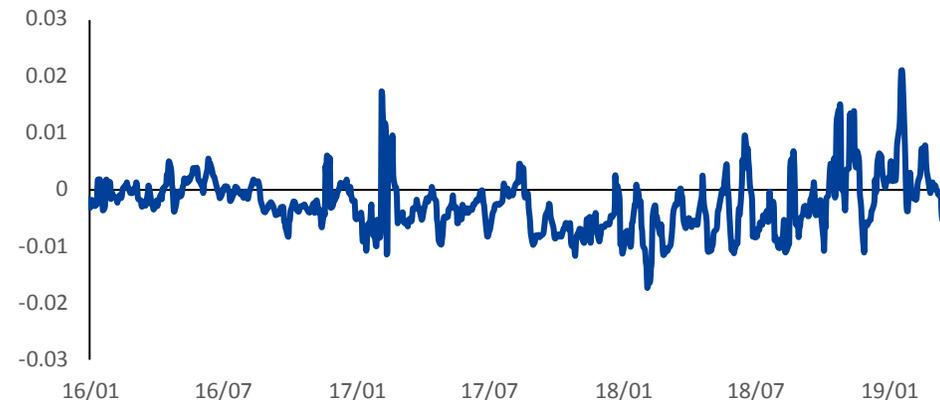
Comex铜远期曲线



沪铜首次行价差

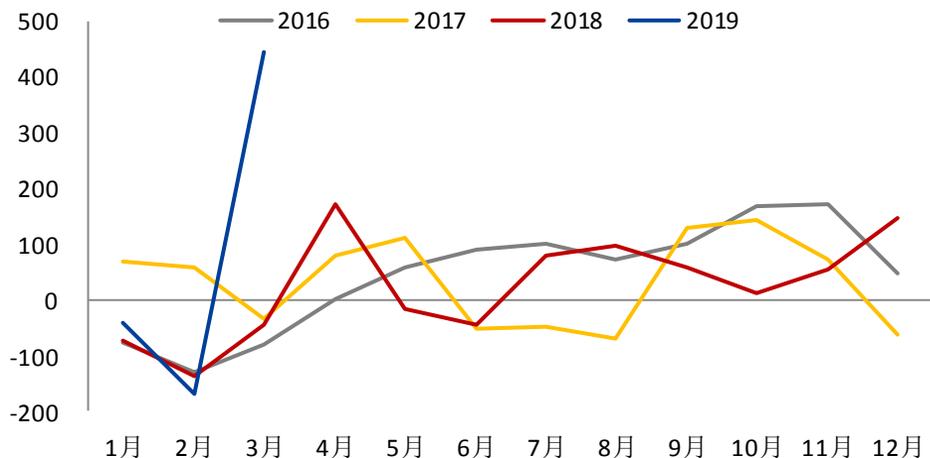


Comex铜首次行价差

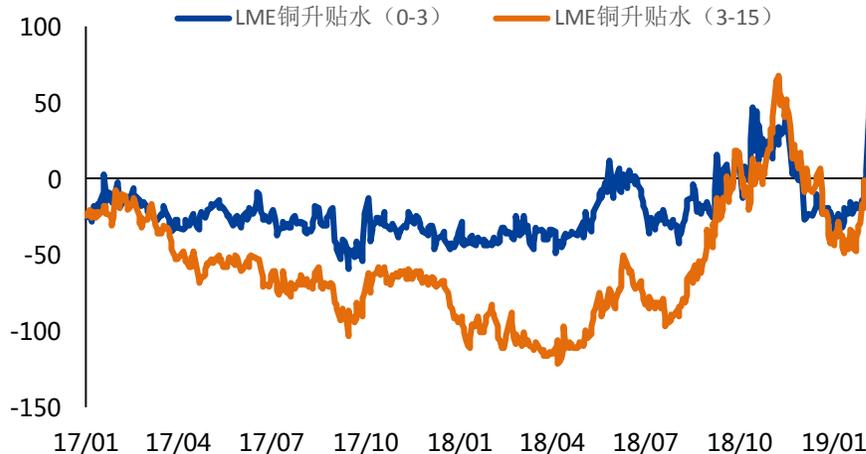


➤ 截止2019-3-29，SMM 1#电解铜价格均价49765元/吨，较上月-135元/吨，升水期1200元/吨。现货方面，本周由于盘面价格下跌，吸引部分下游逢低补货，成交受到下游消费的提振。周初长单交易已基本结束，大部分贸易商及冶炼厂商继续持坚于当月发票的报价，周末由于趋近月末，为避免供需双方在发票上产生异议与冲突，市场成交明显趋淡，持货商对报价心态持稳，报价显稳，但显现有价无市之态。周后下游仍有逢低刚需补货，贸易流量已明显减少。个别企业继续抢先报下月发票货源，但报价尚不稳定，略显紊乱，接货谨慎。

沪铜现货升水1200元/吨

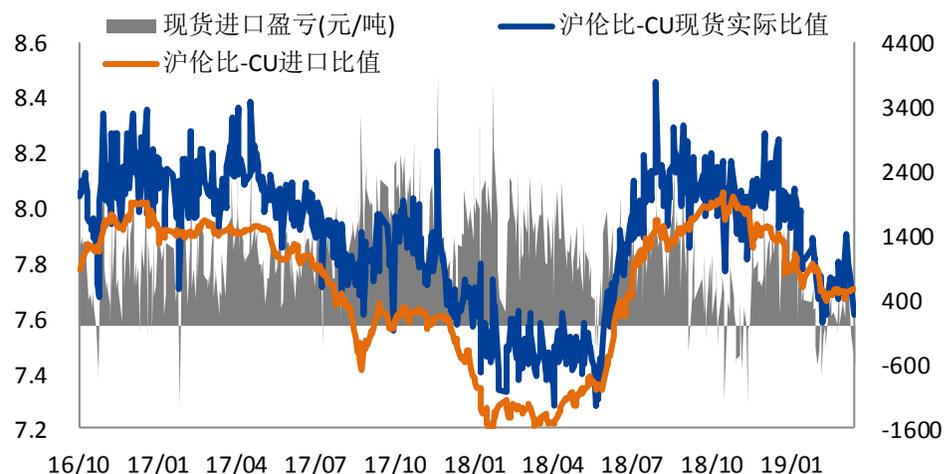


伦铜0-3升水

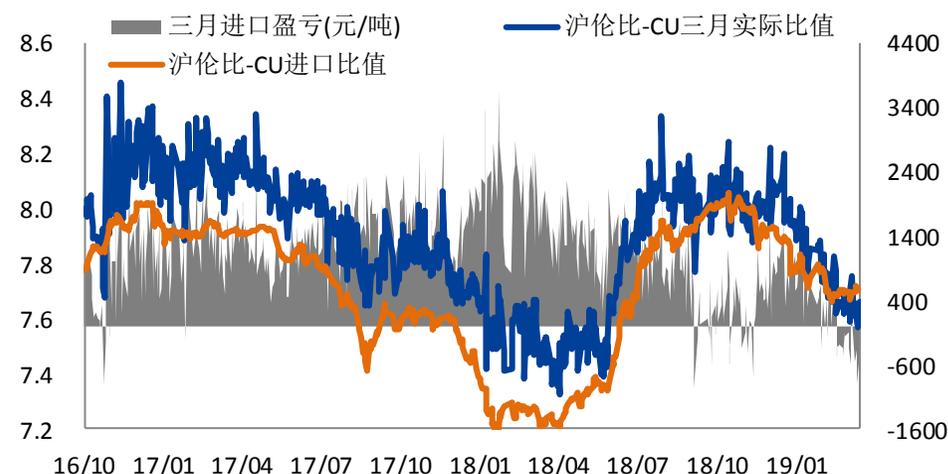


- 调降增值税后，沪铜进口比值区间在7.70-7.72之间，现货进口盈利，3月进口亏损。
- 沪铜-COMEX比值在7.58-7.68，近期美元相对强势，比值有望走扩，建议持有买沪铜-空COMEX铜组合；

铜现货进口盈利



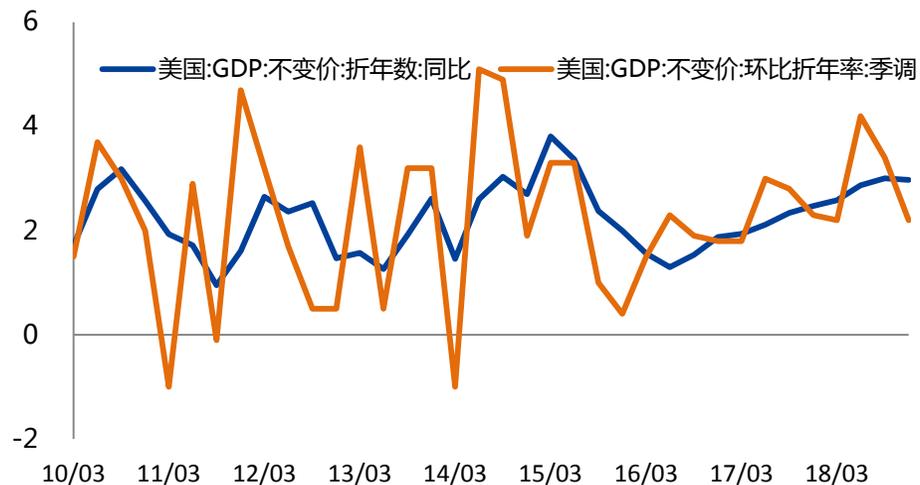
3月进口盈利窗口关闭



宏观驱动：美国数据表现不佳，美元上行动力不足

美国四季度实际GDP年化季环比终值2.2%，低于预期及前值；

美国PCE 1月1.79低于前值1.95



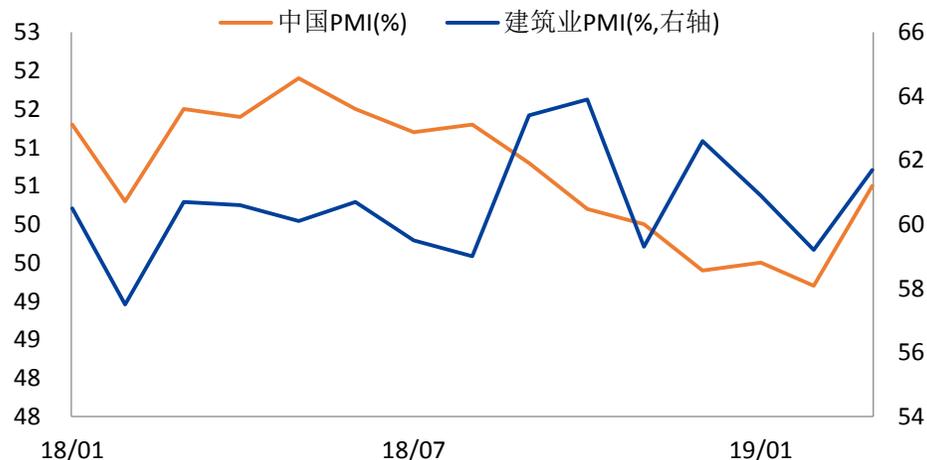
欧元维持弱势，美元相对较强



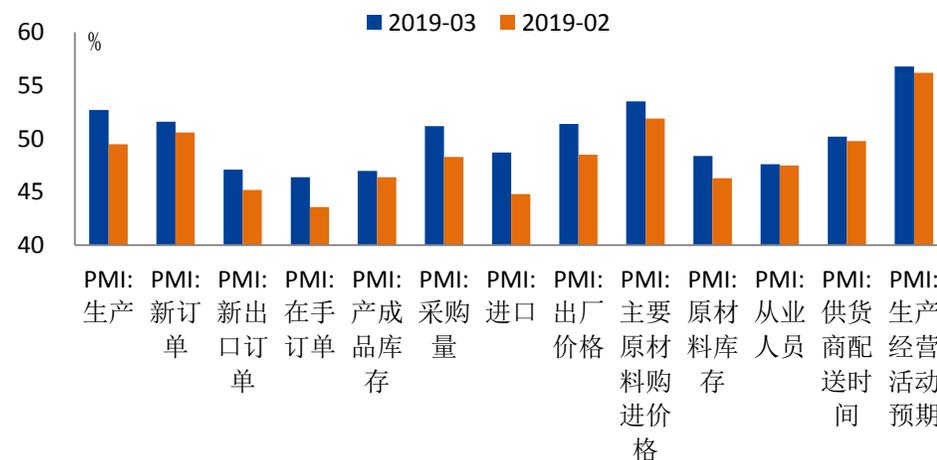
➤ 上周五受到脱欧协议再度被否的影响，英镑盘中再度跳水，脱欧对英镑和欧元的影响仍将持续。美国方面，经济数据表现一般，美元进一步上行动力放缓，但相较于非美货币的弱势表现，美元下方仍存一定支撑。

- 节后复工带动3月制造业PMI反弹，分项看，3月制造业PMI供需指标双双好转。
- 从建筑业看，季节性因素是建筑业改善的部分原因，即随着天气回暖及南方阴雨天气减少，建筑业开工活动或加速。此外，积极的财政政策或是建筑业景气加速回升的更为重要原因。2019年政府工作报告指示积极的财政政策将加力提效。稳投资作为“六稳”之一，基建投资或挑起大梁。伴随基建项目审批落地及资金到位，基建投资有望维持企稳回升态势。

中国3月中国官方制造业PMI为50.5%，较前值49.2%回升1.3个百分点；建筑业PMI为61.7%，较前值59.2%回升2.5个百分点



PMI各分项环比改善

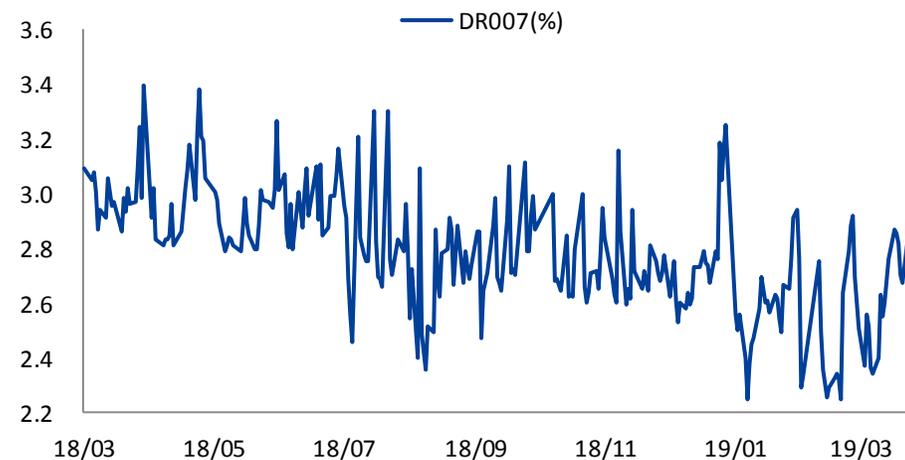


- 上周(3月25日-3月29日)，央行无逆回购操作，有1100亿元逆回购到期，当周累计净回笼1100亿元。4月初无逆回购和MLF到期压力，资金面或因跨季因素消退而有所宽松，但进入中旬后，随着税期的到来，资金面将面临一定压力。总体看，4月份资金压力将呈前低后高。

上周央行净回笼1100亿元人民币

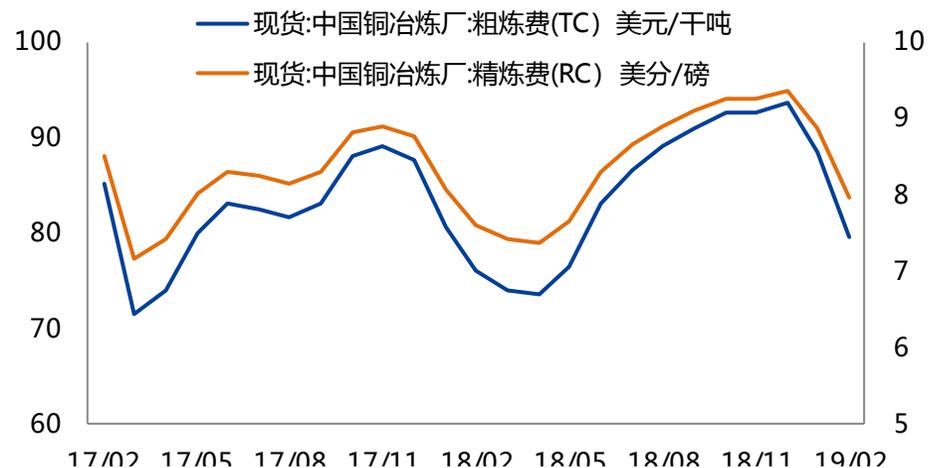


资金成本抬升

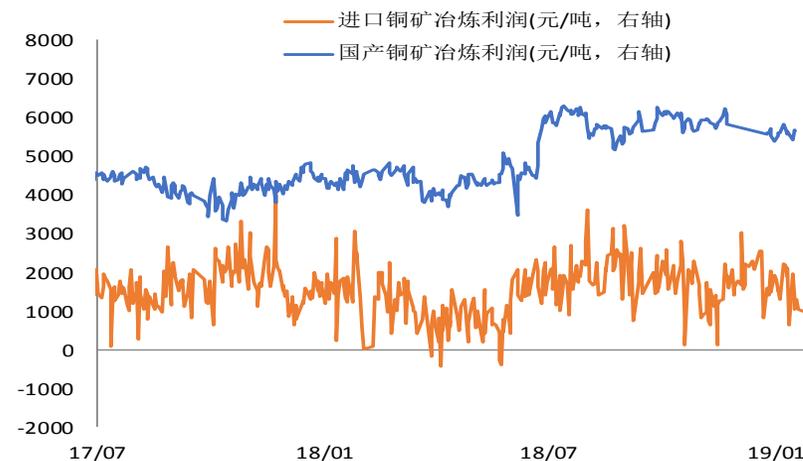


- 近期境内外矿山扰动不断，嘉能可计划削减其刚果Mutanda铜钴矿产量，印度Vedanta 40万吨的铜冶炼厂复产受最高法院阻挠，秘鲁东南部发生地震，同时其Las Bambas铜矿的要道遭封锁，嘉能可赞比亚子公司Mopani铜业旗下Nkana铜矿3月19日暂停运营，铜矿干扰率呈现明显的提升趋势，令供应收紧预期强化；
- 截至3月29日，铜精矿现货TC报67-73美元/吨，近期呈持续下滑态势，亦侧面印证了远期铜矿供应紧张问题。

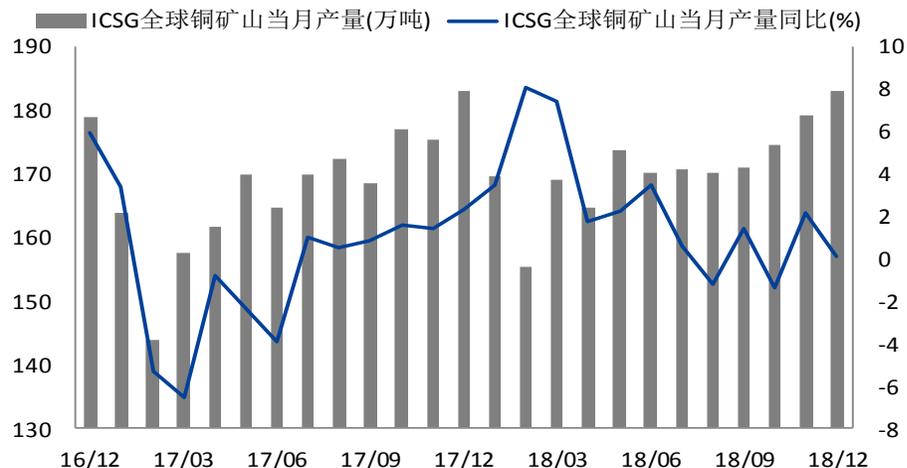
铜精矿现货TC



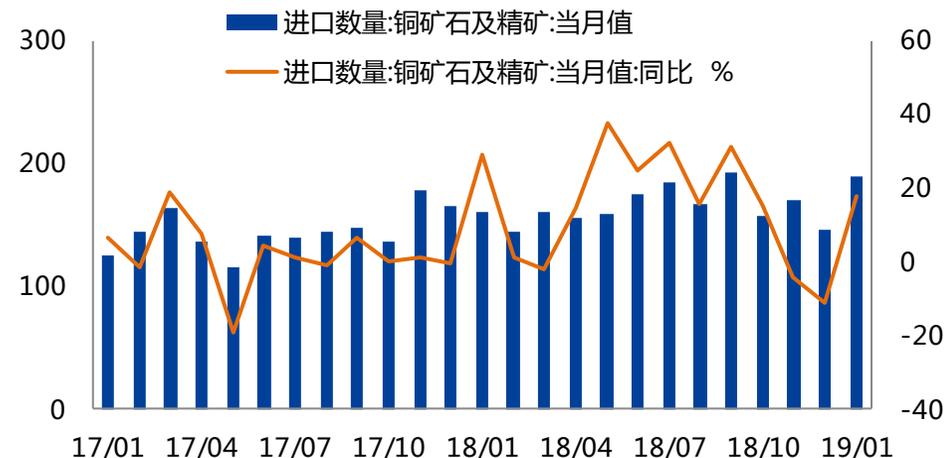
铜矿冶炼利润



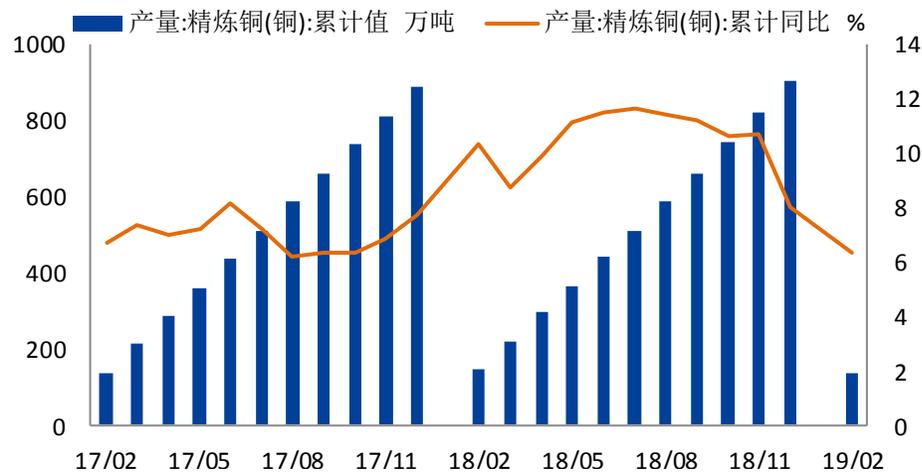
全球铜精矿产量



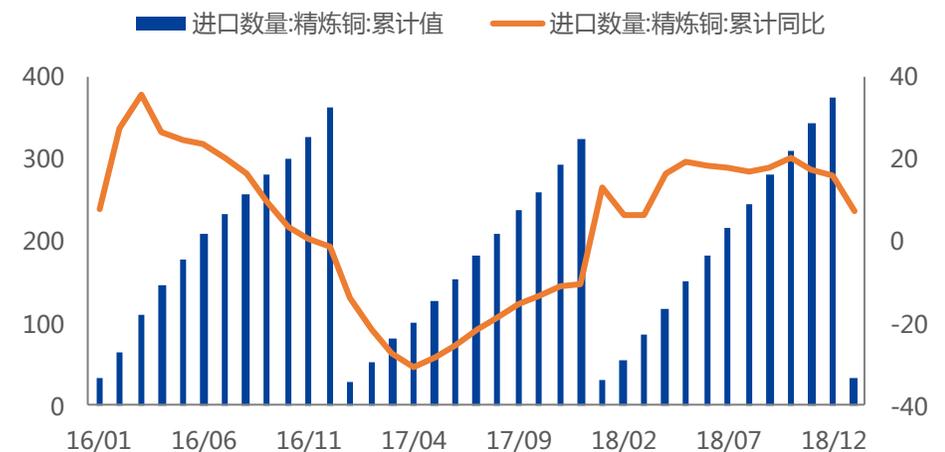
铜精矿进口数量



国内精炼铜产量



精炼铜进口数量



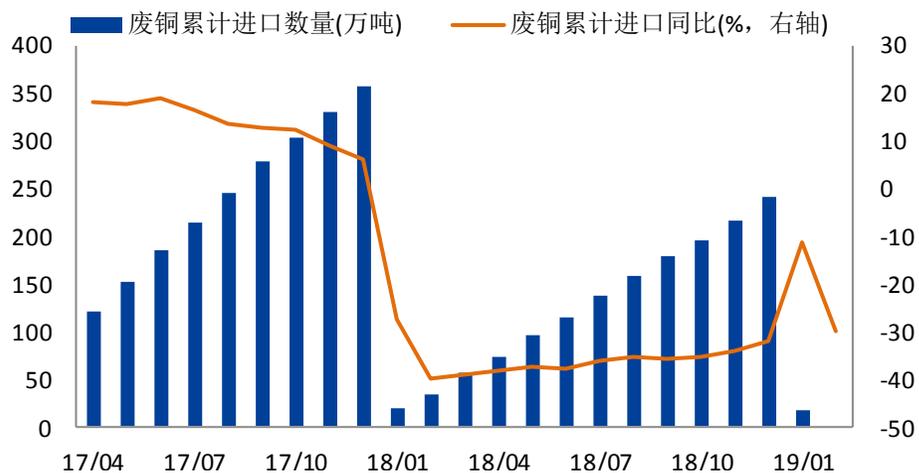
- 由于智利排放标准收紧，Codelco铜业旗下Chuquicamata铜冶炼厂去年12月开始检修，但工程建筑承包方多次严重违反合同，Codelco被迫自行接管冶炼厂升级改造工程项目，重启时间亦无奈推迟至4月底，同时日本两大冶炼企业三菱与住友商事均计划2019年削减铜产量，叠加Vedanta在印度南部年产能40万吨的Sterlite铜冶炼厂重启受阻，整体精铜供应并不宽松

冶炼厂检修情况

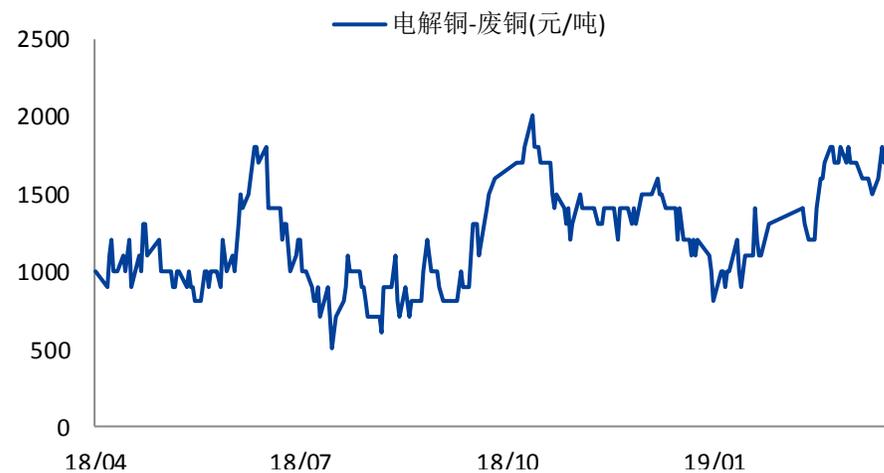
企业	粗炼产能（万吨）	开始时间	结束时间	天数（天）
广西金川有色金属	40	43525	43556	40-50
新疆五鑫铜业	10	43556	43556	30
新金昌铜业	20	43556	43587	25
金隆铜业	35	43556	43587	45
豫光金铅	15	43556	43587	40
金川集团	40	43587	43587	20
阳谷祥光铜业	40	43587	43617	45
中原黄金冶炼厂	35	43587	43617	40
紫金铜业	30	43617	43648	25
江铜富冶和鼎铜业	30	43648	43648	30
江铜富冶和鼎铜业	30	43709	43709	30
金冠铜业	40	43739	43740	25
江西铜业	65	43740	43771	48
国投金城冶金	10	43740	43740	25

- 由于废六类进口大幅增加可能性较低、国内废铜产量增幅有限等原因，进口废铜的减少量短期或难被弥补，废铜供给仍相对紧张；中国2月废金属进口量环比下降51.5%至16万吨，为2014年6月以来最低单月水平，其中废铜进口量环比减少66.7%至6万吨；
- 精废价差依然维持高位，废铜制杆需求增长，挤占了精铜需求，整体而言，废铜替代精铜消费格局延续。

废铜进口下降

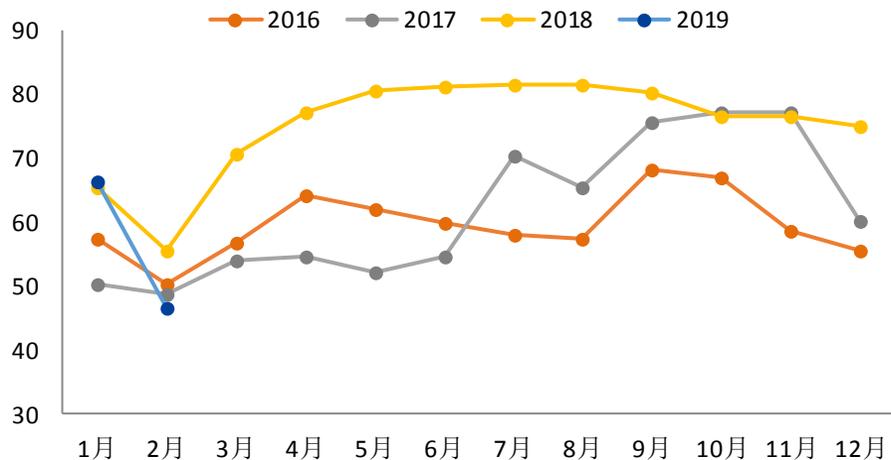


精废价差小幅回落

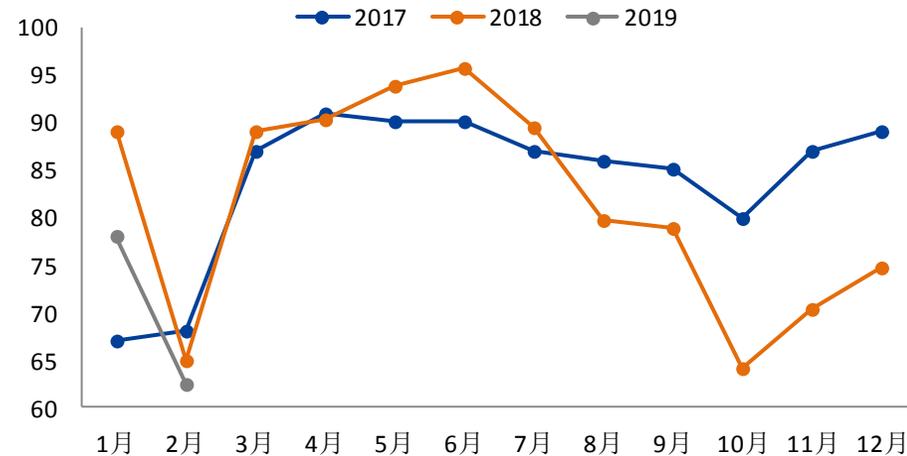


下游跟踪：铜杆开工率回落

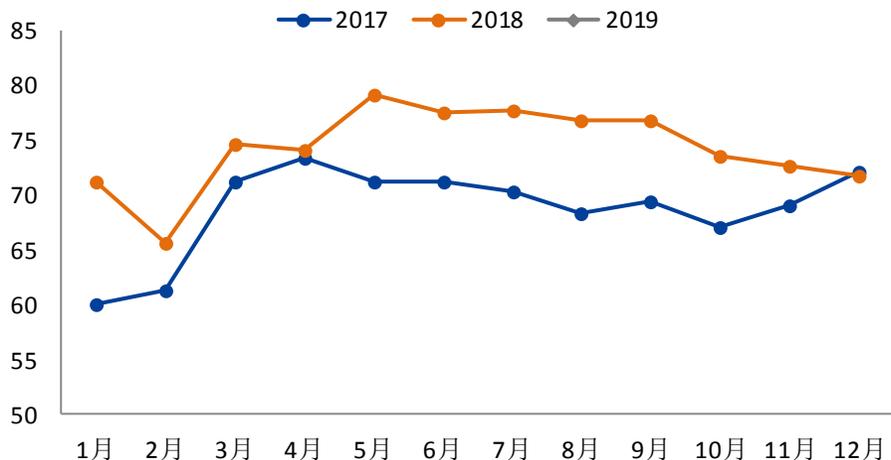
铜杆开工率回落



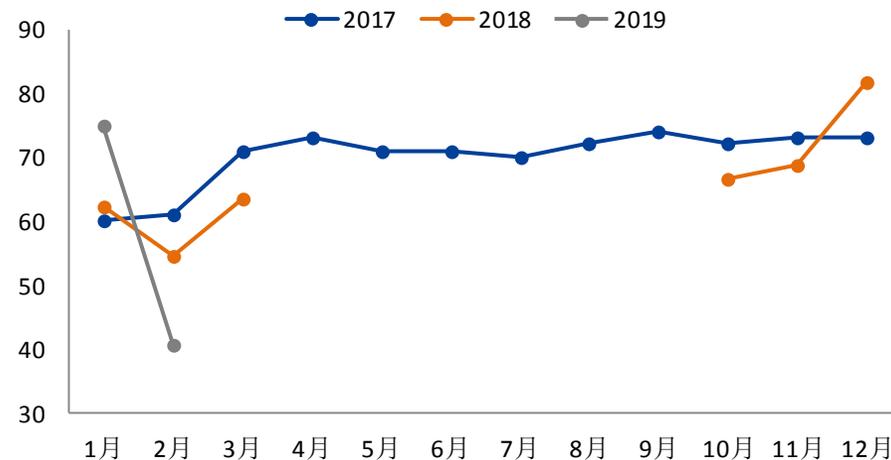
铜管企业开工率回落



铜板带开工回落

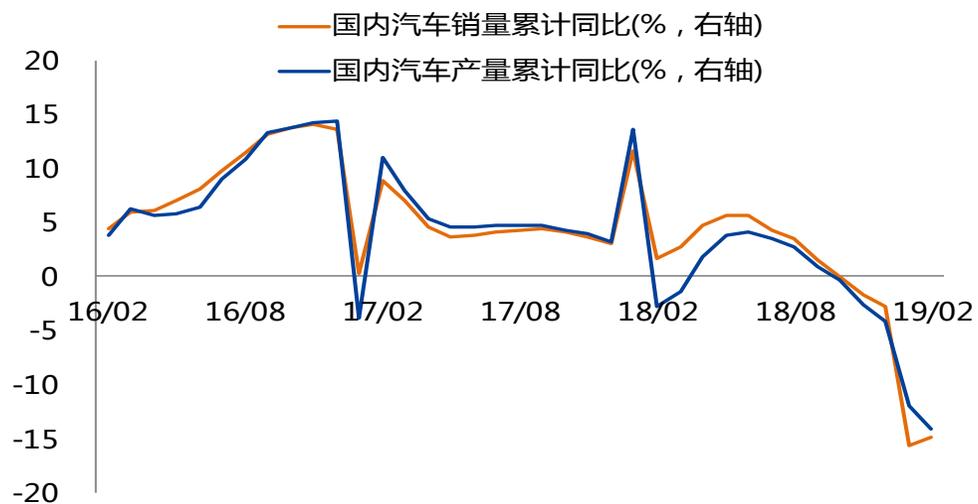


黄铜棒开工率回落

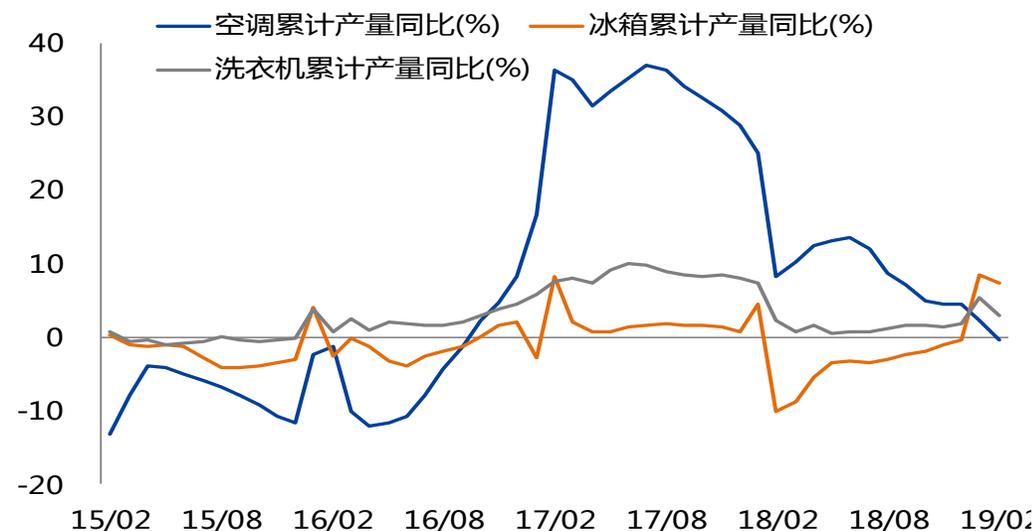


- 家电方面，由于出口有所增长，叠加“家电补贴2.0”政策进入实操阶段，家电需求预期或有所改善；
- 然由于前两年推出的购置税优惠政策提前透支了需求，同时国内外经济下行压力较大，中国汽车产销持续低迷，2019年1-2月中国汽车产销同比分别下降14.1%和14.9%，延续下滑态势。

汽车产销增速回落



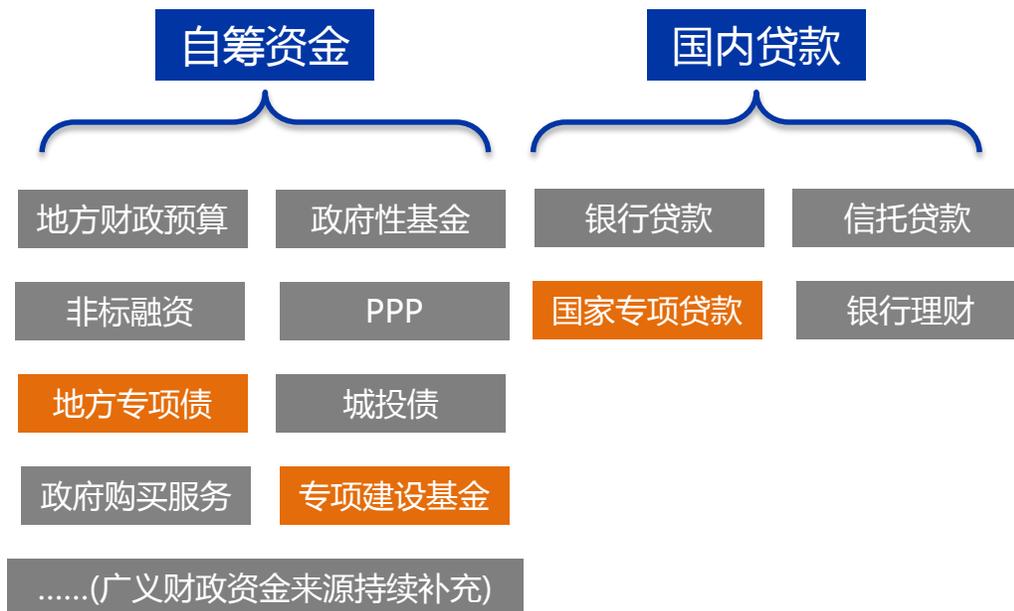
家电内销未见其起色



下游跟踪：基建投资增速回升空间有限

- 虽然3月份PMI数据表现超预期，但是考虑到今年春节因素扰动较强，对于制造业数据回升不宜过分乐观；
- 2季度房地产投资增速大概率将持续下滑，而基建方面，根据2019年政府经济工作报告，地方政府专项债新增额度提高至2.15万亿，财政赤字率上调至2.8%，基建投资增速回升空间亦受制于预期到位资金不高。

资金来源潜在增长点



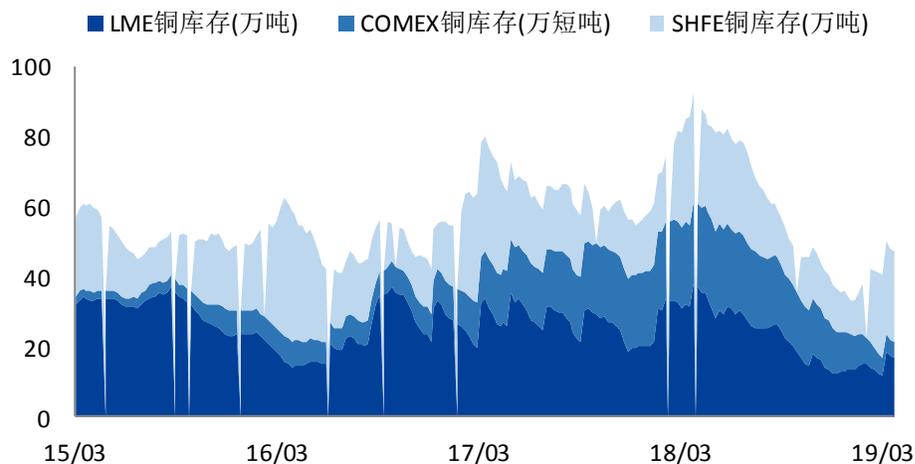
基建投资增速短期难有起色



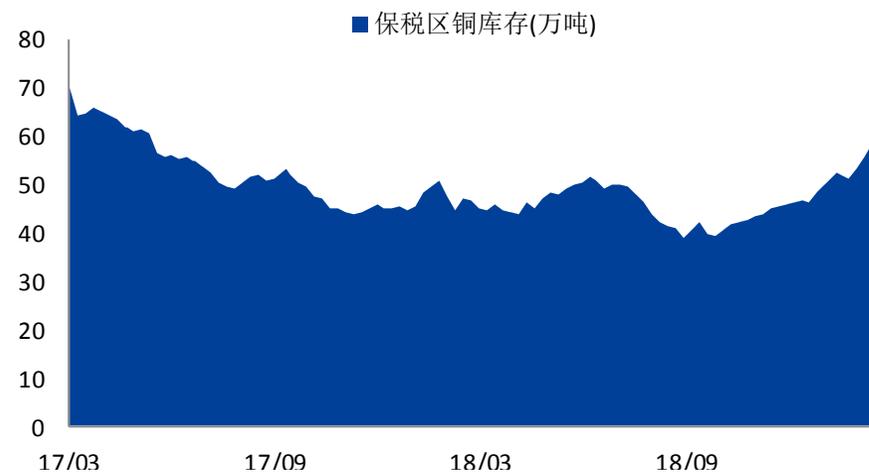
库存：LME、上期所库存增加

- 截至3月29日，LME铜库存16.85万吨，较前月增加4.24万吨，COMEX铜库存4.36万吨，较前月减少1.29万吨，上期所铜库存26.14万吨，较前月增加3.21万吨；上海保税区铜库存较月初继续增加6.35万吨至56.85万吨。

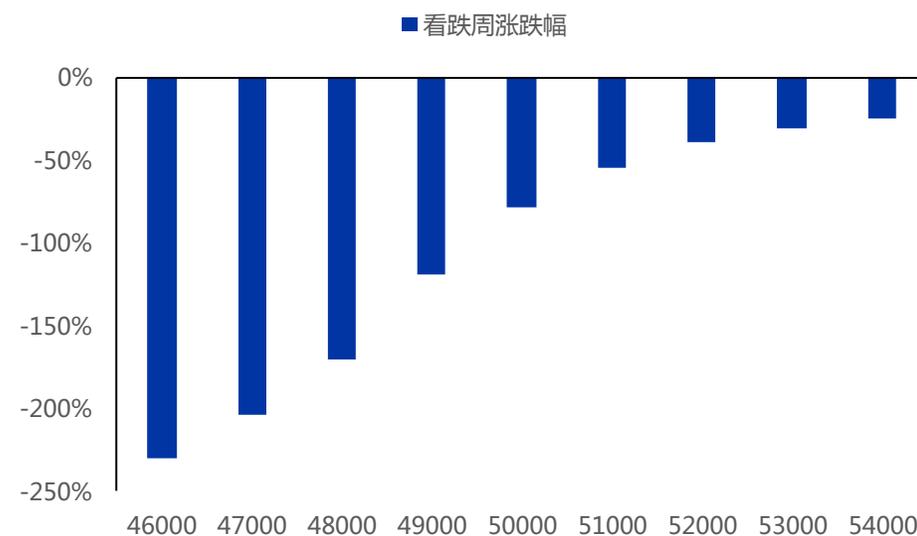
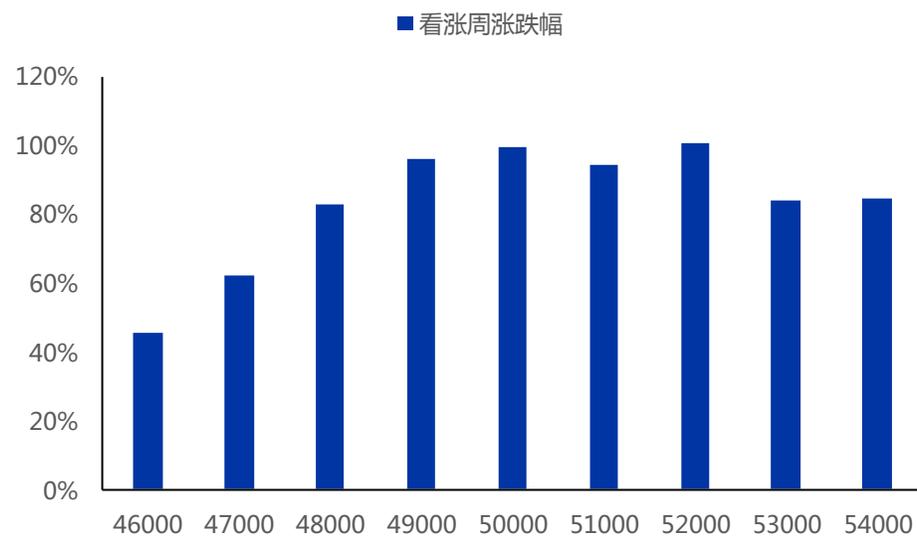
全球交易所库存



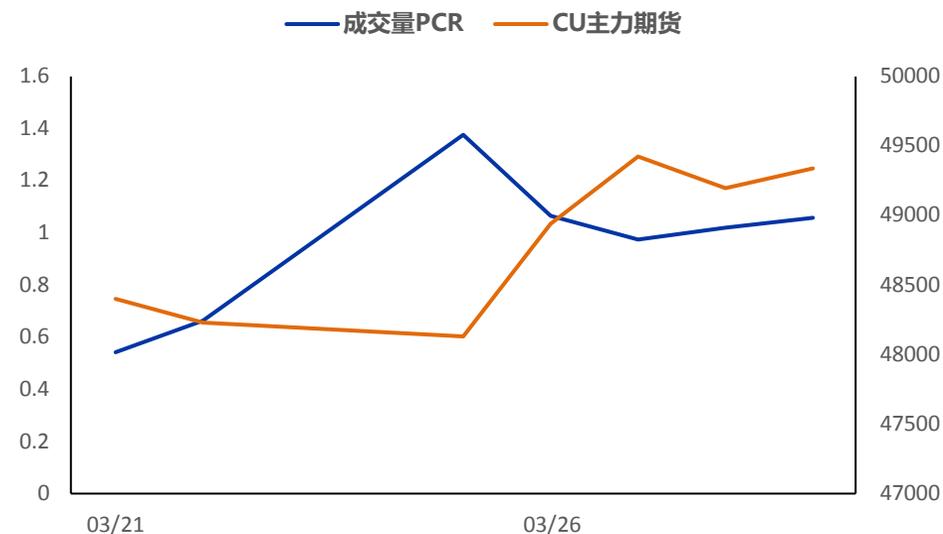
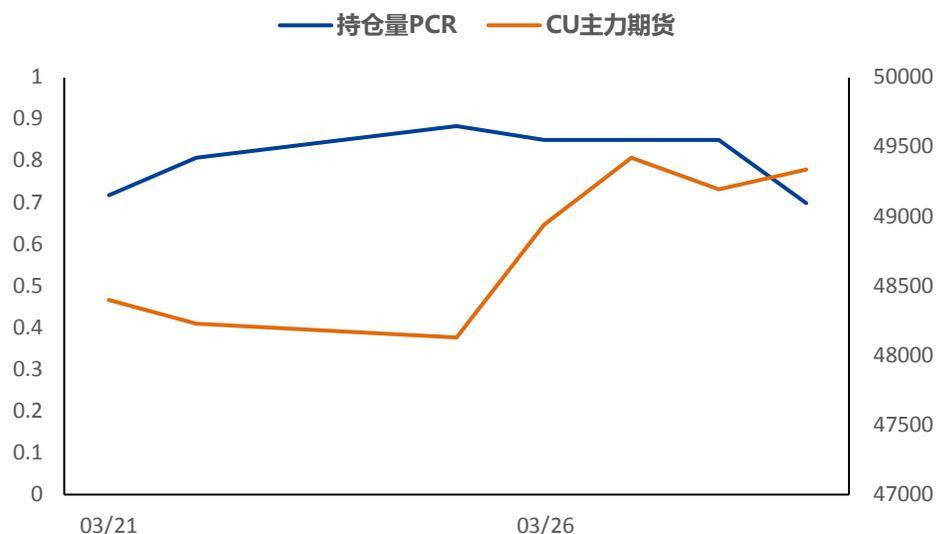
保税区库存



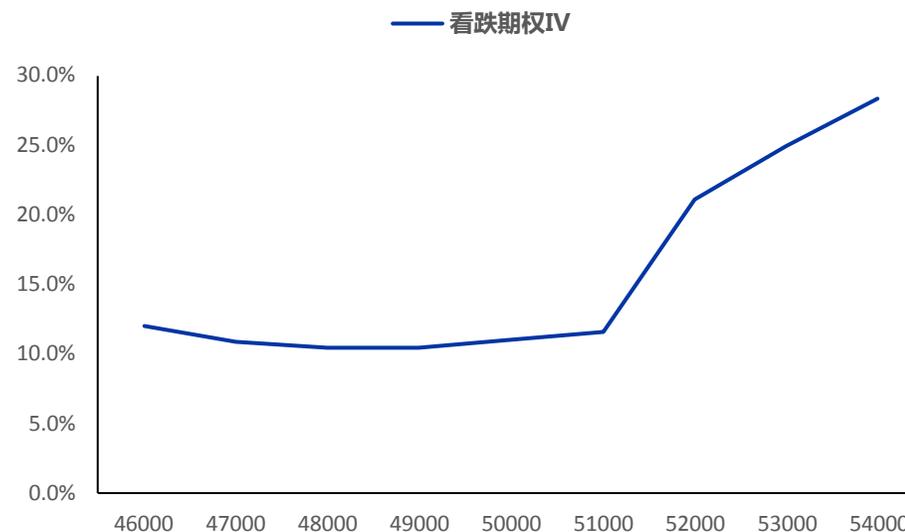
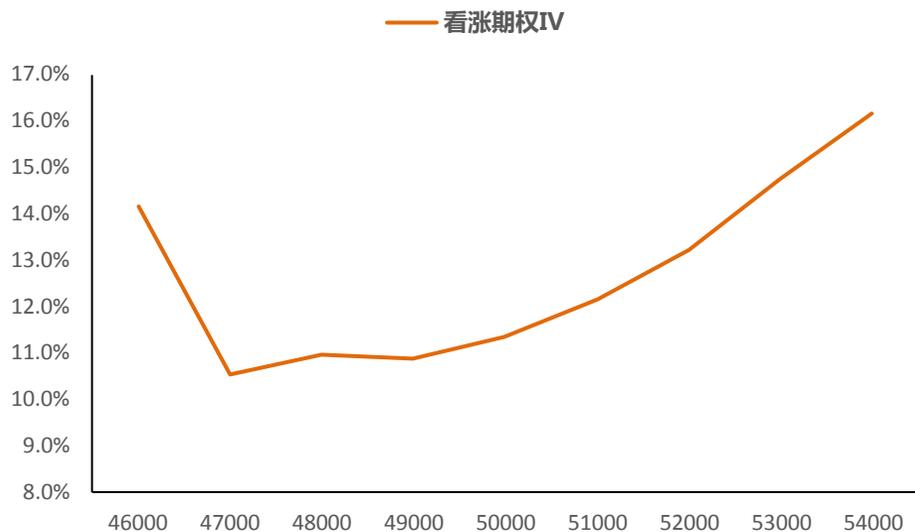
- 截止3月29日当周，看涨期权普遍上涨，看跌期权普遍下跌，其中CU1905C50000周内上涨幅度最高，达到了99.77%，CU1905P46000周内下跌幅度最高，达到了-230.26%。



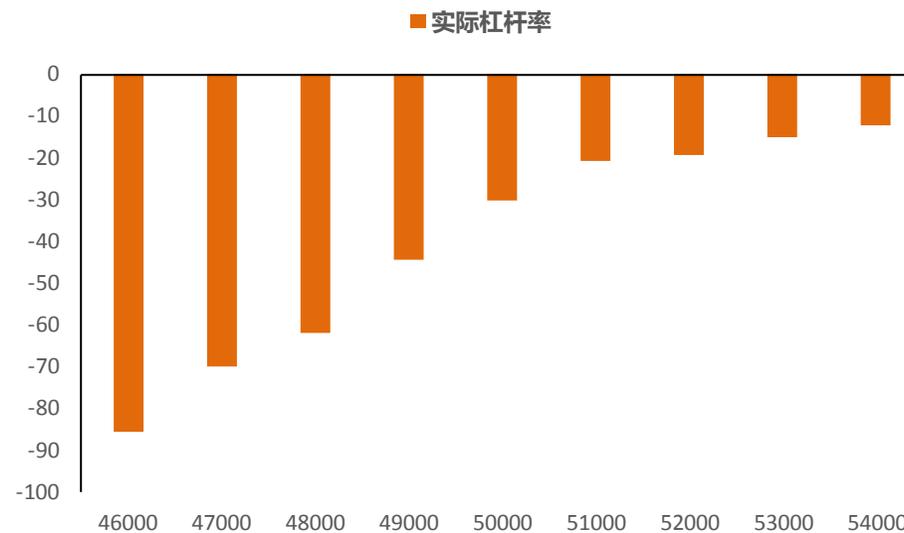
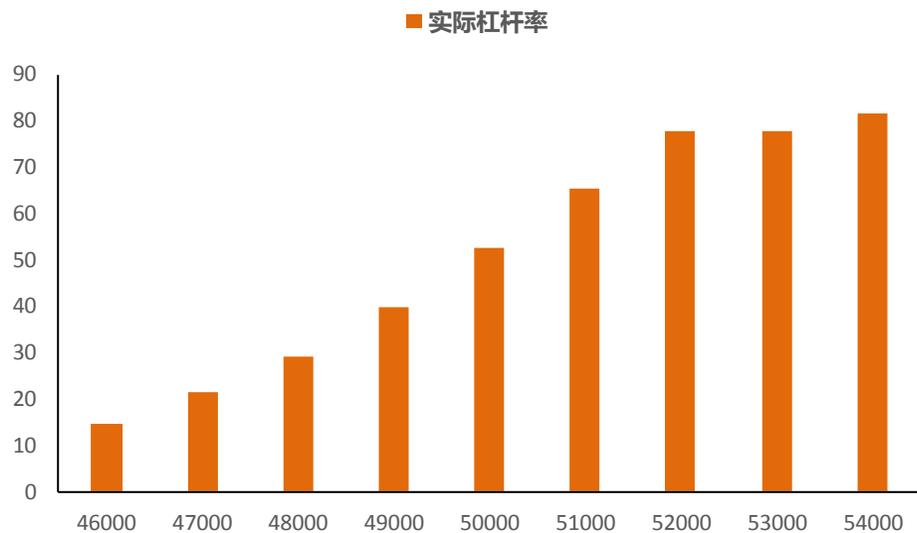
- 持仓与成交量的PCR分别采用标的为沪铜主力合约的期权所有行权价的看跌持仓/成交量，除以看涨持仓/成交量，该指标一般与价格呈反比，是从投资者的期权买卖行为推测大多数投资者对未来铜市情绪的重要指标；
- 持仓PCR在70%以上，成交量PCR在55%以上，表明市场情绪整体偏悲观。



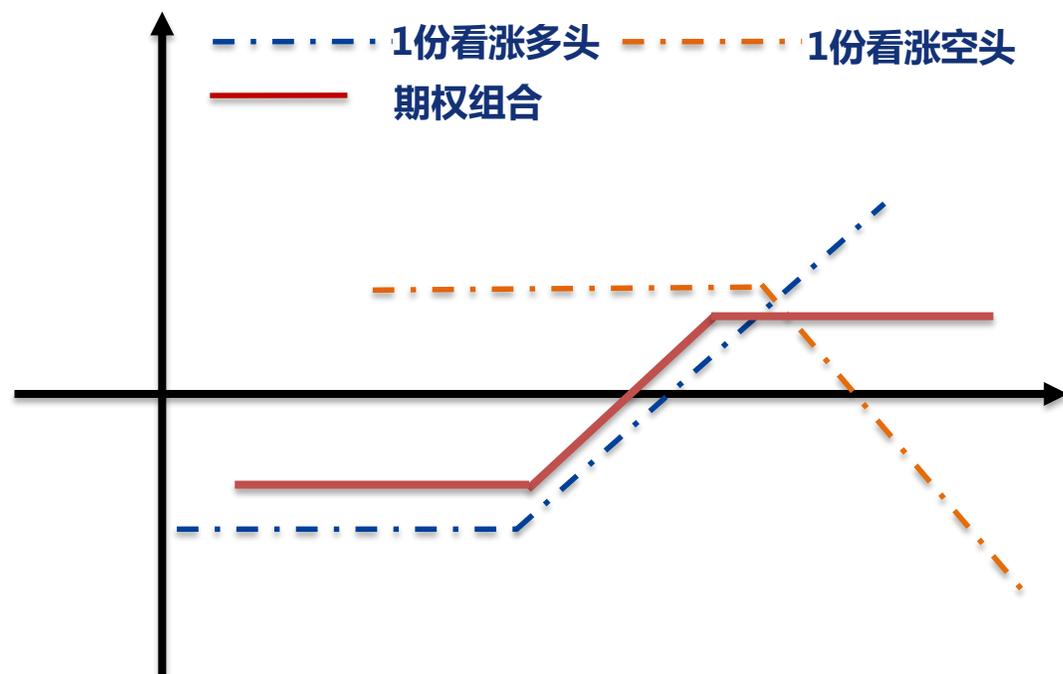
- 沪铜看涨与看跌期权的隐含波动率分别出现了较显著的异常，仅从形态上看，看涨期权的深度实值IV偏低，而看跌期权的深度实值IV偏高，因此在构建策略时，尽量选择卖出高执行价的看涨，买入低执行价的看跌。



➤ 从看涨与看跌的杠杆比率来看，虚值期权的实际杠杆率依然偏低，处于相对合理情形，投资者应根据自身风险偏好与盈利目标选择相应杠杆率的合约。



- 基本面，铜矿供应偏紧，叠加二季度冶炼厂检修较多、日本部分冶炼厂削减冶炼计划，供应端支撑仍在，然需求未有明显回暖，同时宏观方面，主要经济体经济增速放缓、金融市场波动加剧的市场环境并未发生扭转，限制铜价上方高度，中长期预计沪铜区间偏强运行，建议介入持有牛市价差组合，即买入1份CU1905C48000-卖出1份CU1905C51000。



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构



总部

地址：浙江省宁波市中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211

上海分公司

上海市浦电路500号上海期货大厦1501A室

联系电话：021-68401108

北京分公司

北京市朝阳区朝阳门北大街20号兴业银行大厦25层

联系电话：010-69000861

深圳分公司

深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦1013A-1016

联系电话：0755-33320775

广东分公司

广州市天河区天河路101号兴业银行大厦8楼801自编802室

联系电话：020-38894281

浙江分公司

宁波市中山东路796号东航大厦11楼

联系电话：0574-87703291

杭州分公司

杭州市下城区庆春路42号兴业银行大厦1002室

联系电话：0571-85828717

福建分公司

福州市鼓楼区五四路137号信和广场25层2501室

联系电话：0591-88507863

天津分公司

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区51号W5-C1-2层

联系电话：022-65631658

江苏分公司

南京市长江路2号兴业银行大厦10楼

联系电话：025-84766979

四川分公司

成都市高新区世纪城路936号烟草兴业大厦20楼

联系电话：028-83225058

湖南分公司

湖南省长沙市芙蓉中路三段489号鑫融国际广场28楼

联系电话：0731-88894018

大连分公司

大连市中山区一德街85D兴业银行大厦10楼C区

联系电话：0411-82356156

山东分公司

济南市市中区纬二路51号山东商会大厦A座23层2301-2单元

联系电话：0531-86123800

河南分公司

郑州市金水区未来路69号未来大厦1506室

联系电话：0371-58555668

台州分公司

台州市椒江区云西路399号金茂中心24楼

联系电话：0576-88210778

湖北分公司

武汉市武昌区中北路156号长源大厦1楼

联系电话：027-88772413

温州分公司

浙江省温州市鹿城区瓯江路鸿旭嘉苑6-7幢102-2室三楼302室

联系电话：0577-88980675

Thank you!



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386