

## 羝羊触藩的 2015：铜市进入结构性供应过剩的隐忧

张天丰

高级研究员

期货执业证书编号：F0254841

期货投资咨询编号：Z0001868

Zhangtf@dxqh.net

### 观点要点：

- 铜的相关性数据显示，2014年铜价的主导因素依然为其基本属性，而风险情绪的变动对铜价影响趋于中性。
- 铜隐含波动率延续周期性下滑反应铜金融属性的持续降低，但波动率自二季度后的翘尾或暗示其有均值回归的可能，即铜的金融属性在2015年或有所增强。
- 铜显性库存偏低所导致的期现结构及远期结构双逆转是支撑弱势铜价的主要原因，但在基本面弱化的背景下这显然不可持续。
- 我们对2015年全球精铜基本面数据进行了深入分析，并且发现，全球精铜供需表在2015年可能确认铜的结构性供应过剩。
- 供应方面，我们分析了铜产业链各环节的产出量及增长量（即精矿—冶炼产能—产能利用率—精铜）。我们的数据显示，2015年全球精铜产量或增长6.02%至2290万吨左右。
- 需求方面，我们分别检验了精铜的实际需求及投资性需求，并且发现2015年全球精铜消费增速或为3.26%至2215万吨。精铜消费增速的区域性失衡及中国消费增速的下行压力值得关注。
- 中国1-10月精铜累计供应916万吨，而同期国内显性库存仅有12万吨，我们认为废铜进口的减少及国储年内的三次收铜是导致表观消费量被高估的主要原因（表观消费超900万吨）。
- 未来铜价行情的引爆点或是库存的显性化。建议将中国精铜净进口，全球显性库存及现货铜升贴水作为印证行情的观察变量。
- 我们下调了2015年铜价的运动区间（较2014预估），并对2015年铜价走势进行了3种可能性假设。我们认为在正常情况下，2015年铜价的运动区间或为伦铜5800-7300，沪铜41000-51000。

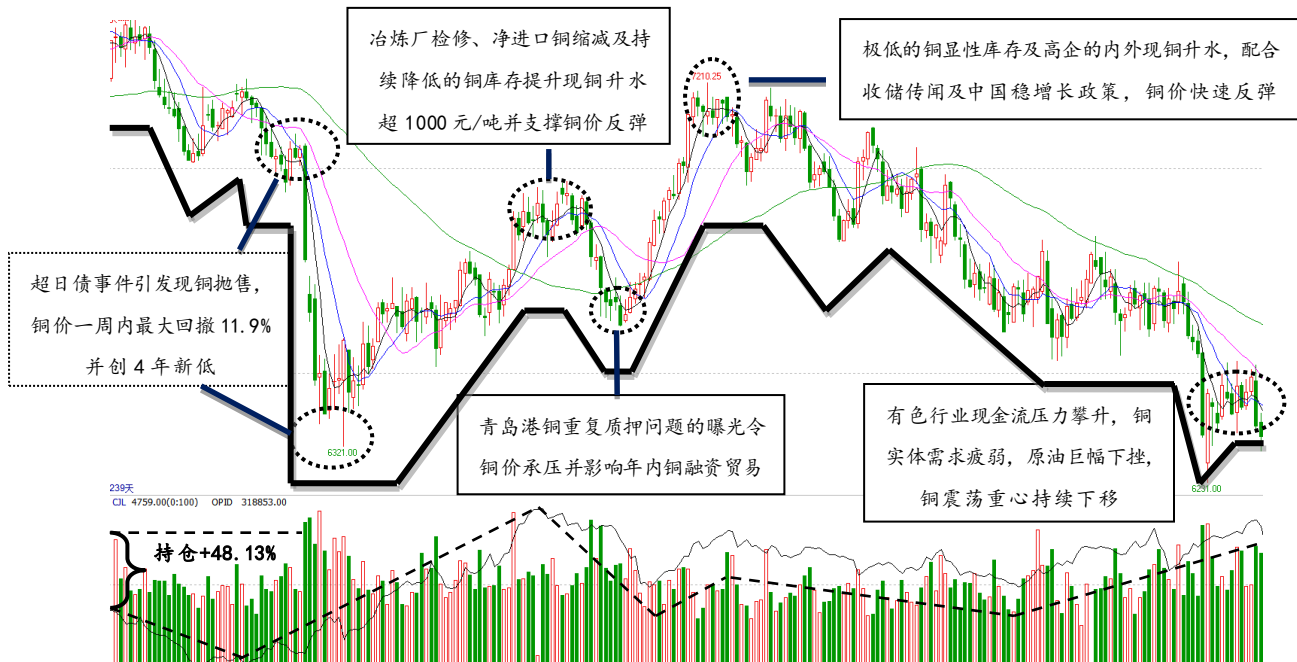
## 厉兵秣马的 2014

2014 年的铜价走势独立且纠结。独立源于其自身金融属性的进一步减弱，致使铜与其他金融资产间的联动性不强。而纠结则源于其基本面属性对价格引导性的增强。在铜基本面已进入供需弱平衡的背景下，预期供应过剩所带来的价格压制与铜期现及远期结构双倒挂所带动的价格支撑出现博弈，致使年内铜价走势颇为纠结。此外，铜市场信用风险事件的爆发、国储收铜事件的干扰、铜行业资金链断裂风险的攀升等均加剧了年内价格因基本面因素所导致的波动。

为更好的阐述各因素对年内铜价的指引，我们将影响全年铜价的主事件分季度罗列如下：

- 第一季度，超日债违约所引发的铜价跳水。1 月初市场对铜基本面供应过剩的预期不断发酵，随着中国以地产和投资为代表的经济数据持续回落及美联储宣布将于 10 月终止 QE，铜价遭受空头增仓打压。3 月初的超日债事件进一步加剧了铜市的看空氛围，随着贸易商对现铜的大幅抛售，铜市空头情绪大规模集中释放，沪铜价格五个交易日暴跌近 12% 并创 4 年新低。
- 第二季度，铜供应量缩减所带动的价格修复。铜价的大幅下跌导致国内铜冶炼厂近 227 万吨的产能检修，沪伦比值的急速下降（降至 6.8）使得进口铜数量缩减，并且部分冶炼商利用加工手册出口精铜，众因素叠加致使国内现铜市场供应偏紧并抬高现铜升水超过 1300 元/吨。同期市场出现国储收铜传言。
- 第三季度，铜市场信用风险事件再袭与稳增长政策的博弈。6 月初青岛港的铜重复质押事件曝光令市场再度承压，银行对铜融资贸易业务的收缩致使三季度中国精铜进口延续负增长。但中国政府同期开启以 SLF、PSL 及放松商品房限购等定向调控的稳增长政策缓和了市场的紧张情绪，此外，国储 20 万吨铜的收储传言继续发酵，沪铜展开近 2500 点的宽幅震荡。
- 第四季度，铜行业基本面的弱化、原油的巨幅下挫及中国稳增长政策的加码。铜行业因青岛港事件而面临资金链断裂风险，实体铜需求依然疲弱，基本面对铜价支撑效应明显减弱。同期原油出现巨幅下挫，带动铜价放量下探年初低点。此后，中国政府稳增长政策加码，MLF 及下调存贷利率继续稳定市场。伴随全球铜库存的偏低及铜现货升水对价格的支撑，铜价震荡中枢呈阶梯式下移。

图 1：伦铜全年走势图（2014）



来源：东兴期货投资咨询部

## 羝羊触藩的 2015

铜的故事仍然需要从基本面谈起。铜供应端的垄断强势（如二季度铜价跳水后的冶炼厂集中检修）造成年内全球铜期现结构与远期结构的倒挂（显性库存偏低及现货升水偏高是结构性倒挂的主因），从而对在预期基本面弱化背景下的铜价形成支撑。但铜的双倒挂结构却难成常态，因其供应端计划内的扩张将导致实际精铜产量增速持续性放大。铜精矿的供大于求以及由此所带来的全球铜 TC/RC 冶炼费用高涨，将助推铜行业冶炼产能释放及冶炼产能利用率的高企，从而致使精铜的供需结构发生根本性转变。

反观需求，尽管全球精铜总需求得益于整体经济增速的相对稳定及精铜总消费量的持续攀升而难以出现系统性衰退，但区域性经济增长的不平衡或暗示精铜消费增速有地域性失衡风险。中国精铜需求尽管有以电网投资为代表的政府性项目支撑，然而考虑到年内疲弱的耐用品铜消费数据及下半年持续回落的融资性消费，中国需求增速下滑依然是大概率事件。

供应与需求增速之间的不平衡意味着铜市结构性供应过剩的显现。我们的模型显示 2015 年铜市的供应过剩或进一步加剧，而中国同样面临阶段性供应过剩的压力。中国的供应过剩极有可能通过减少进口、增加出口及库存显性化所反映，这或是压倒铜价的“最后稻草”（表现现象或为：中国精炼铜进口持续性减少，全球显性库存持续性攀升，内外现铜呈现贴水及铜远期结构由平水转至升水）。

## 铜市基本面的探讨

我们延续前几期年报中对 2013-2015 年铜市供需基本面的大致观点。即，我们认为 2013 年的铜市供需会渐现拐点，2014 年的铜市供需渐入弱平衡（供应过剩量极少），而 2015 年则将是铜市步入结构性过剩的一年。

我们的分析逻辑依然围绕基本面展开。供应端方面，我们通过分析铜产业链各个环节的产量及增速来确定铜的供应数据。而需求端方面，我们分别考虑了铜的实体需求及投资性需求在近两年的变化。

我们将基本面的数据导入拟合模型并且进行了一系列参数调整后发现，铜基本面出现阶段性恶化的风险在攀升。在近两年实际精铜产出增速远大于精铜需求增速的背景下，铜市供需缺口在 2014 年已经出现逆转。倘若结合近年来的矿山产出计划及冶炼厂扩张规划，2015 年全球铜供应增速有较大概率延续 6% 以上的增长幅度。而受制于铜需求增速的失衡及下滑，2015 年铜市的供应过剩量或放大至 75 万吨左右，这意味着铜市场可能出现结构性的供应过剩。

表 1：全球精铜产量及消费量（万吨）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
全球产量	1821	1837	1897	1950	1980	2035	2160	2290
产量增长率	1.4%	1.3%	3.12%	2.7%	1.5%	2.8%	6.14%	6.02%
全球消费	1781	1801	1906	1952	1990	2075	2145	2215
消费增长率	-2.1%	1.12%	5.83%	2.41%	1.95%	2.76%	3.37%	3.26%
供需平衡	40	36	-33	-45	-10	-40	+15	<b>+75</b>
精铜产能利用率	73.25	69.83%	71.35%	68.28%	77.93%	74%	76%	79%
精铜生产中断率	--	--	--	2.5% <sup>3</sup>	--	--	--	--

来源：CRU, WBMS, ICSG, Wood Mackenzie, 东兴期货投资咨询部

### ■ 超级商品周期下的铜供应端扩张

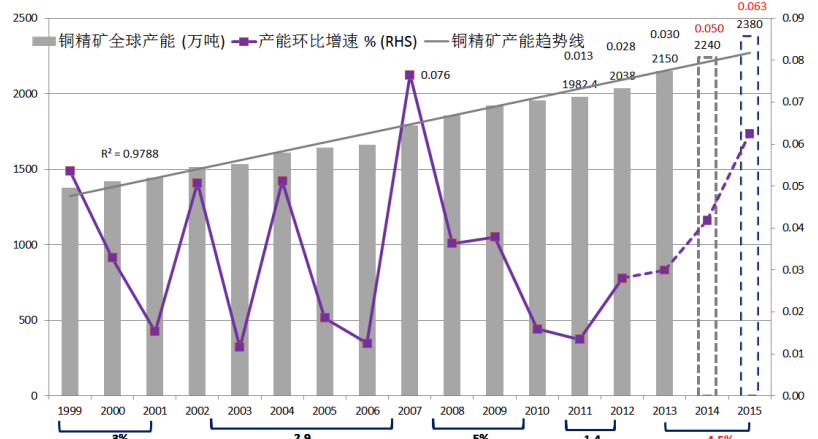
铜供应链的扩张源于两轮超级商品周期的提振。第一轮铜的超级需求周期为 2004-2008 年，当时中国铜需求的爆发从根本上改变了全球精铜的供需平衡表（中国加入 WTO 成为了全球最具规模的生产工厂并贡献了全球 40% 的铜消费份额）。此时铜价的高企无疑反映了实

体需求的旺盛（如 2005-2006 年铜与美元的年度正相关）并且刺激了铜矿企业及冶炼企业的产能扩张计划。但随着美国次贷危机的发生，绝大部分的铜矿在建项目和生产计划出现资金搁置并且导致了 2010 及 2011 年全球铜精矿的供应不足。第二轮的铜超级需求周期为 2010-2012 年。此时的铜需求主要源于两部分，其一是中国房地产扩张所带动的部分实体铜需求（更多集中于二次消费），其二则是美国推行量化宽松后的大宗商品投资需求。在两轮超级需求的提振下，内外铜价不断刷新高点并维持着强势的高位震荡。偏高的铜价意味着铜产业链的投资具有稳定的 IRR 回报（7000 美金的铜价回报率达 15%），由此激发了铜产业链旧扩张计划的重启（2009 年的搁置项目重启）及新产能计划的投放（全球量化宽松后期的资本投放）。

铜供应链的产能扩张主要从以下三个环节分析。分别为精矿产出、冶炼产能释放及冶炼产能的有效利用率。

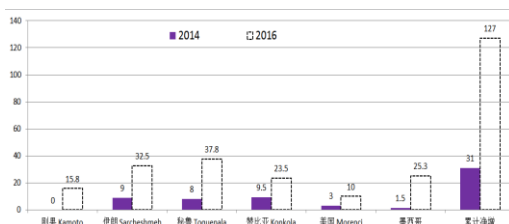
➤ **铜矿供应进入加速时代，2015 年增速或至 6%**

图 2：全球铜矿产能增长图（虚线为预估值）



来源：ICSG, CRU, 东兴期货投资咨询部

图 3：全球主要矿山产能扩建计划（较 2012 年净增加量, 万吨）

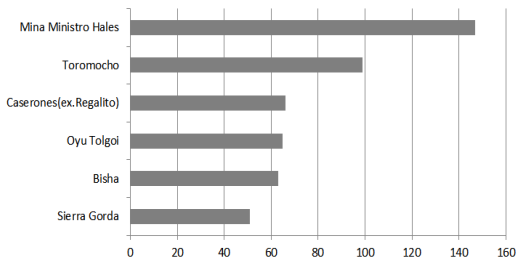


来源：ICSG, WBMS, CRU, 东兴期货投资咨询部

全球铜矿产能增速长期稳定，但产出扩张的拐点已自 2012 年显现。由 1999 年至 2012 年，全球铜矿产能年均增长 3%，其中 2007-2009 年全球铜矿产出因中国需求爆发而放大至年均 5%，但 2010-2011 年该速率又因债务危机所导致的全球投资资本锐减而降低至 1.4%。至 2012 年，铜矿产出速率出现拐点。美国次贷危机时期的项目投资滞后及美国 QE 推动的商品泡沫周期下的项目扩张是铜矿产能在 2012 年后呈逐步释放的原因（铜矿项目的产出平均滞后于投资 3-5 年）。

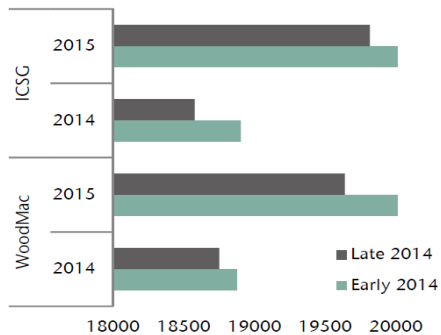
进入 2014 年后，铜精矿供应增速延续放大态势，这意味着在可预期的未来三年内（至 2017 年），铜精矿产出将进入加速时代。以美洲

图 4：2014 年新建铜矿产出（千吨）



来源：ICSG, CRU, Macquarie, 东兴期货投资咨询部

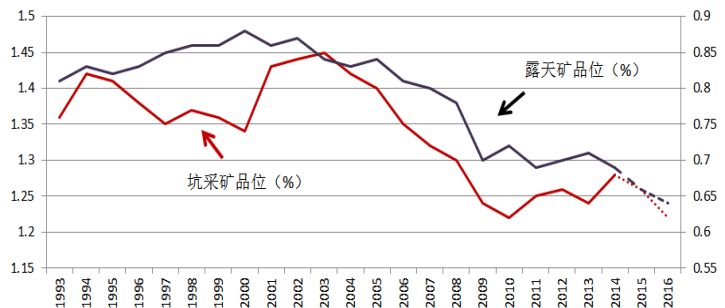
图 6：铜矿供应预期在 2014 年末被下修



来源：ICSG, Wood MacKenzie, 东兴期货投资咨询部

的智利和秘鲁为例，智利 2014 年前十大铜矿总产出计划约 45.3 万吨，其中 Ministro 和 Caserones 累计年内计划产出 23 万吨，未来计划出矿量达 34 万吨；而 SierraGorda 的一期计划产量为 12 万吨，之后二期的预计产量将增加至 24 万吨。至于秘鲁，其 Toquepala 铜矿将在 2014 年产量实现 8 万吨的基础上至 2016 年增至 37.8 万吨，而 Toromocho 铜矿供应在 2015 年亦将增加 14.5 万吨。此外，亚洲的中国、蒙古及印尼（包括 Grasberg 及 Newmont2014 下半年的出口恢复，Bate Hijau 的 17.5 万吨的增产）、非洲的刚果（Kamoto）及赞比亚（Konkola 与 Sentinel 的 19 万吨增产）等均维持着计划内的扩张幅度。根据我们年初的预测及铜矿产出的追踪，2014 全年的精矿供应增速或达 5% 至 2200 万吨，而 2015 年全球铜矿供应总量升至 2380 万吨并达到 6% 增幅或是大概率事件。

图 5：铜矿供应预期在 2014 年末被下修



来源：ICSG, Wood MacKenzie, 东兴期货投资咨询部

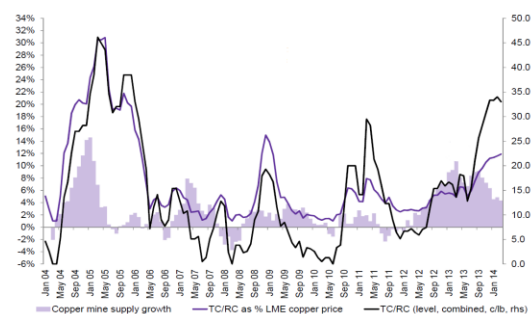
表 2：2014-16 全球主要铜矿减产计划(万吨)

铜矿	原产能	计划产能	产能缩减
Southern C	84	75.8	8.2
Escondida	130	100	30
Oyu Tolgoi	16	15	1
Toromocho	19	10	9

来源：Goldman Sachs, 东兴期货投资咨询部

尽管铜矿供应预期充足，但影响铜矿产出的风险依然存在。矿龄老化、罢工频发及新上项目滞后是影响铜矿供应的主要问题。矿龄老化所导致的全球铜矿品位逐年下滑（坑采铜矿品位降至 1.12%，而露天铜矿品位则降至 0.52%）影响了 2015 年部分老矿的实际产出。如 Escondida、Southern Copper 和 Konkola Copper 在年内分别可能出现 14 万吨、6.2 万吨及 3 万吨的产量收缩；其中 Escondida 预计在 2015 年将减产 7 万吨，在 2016 年将减产 14 万吨，至 2019 年将进一步减产 12 万吨，这意味着全球最大的铜矿在 2016 年后的产出将仅为当前产出的 76%。考虑到其他原矿的产出下滑问题，ICSG 和 Wood MacKenzie 分别将 2015 年的全球铜矿产出预期调降了 46.7 万吨及 46 万吨，这充分反映了矿石品位恶化对铜矿产出的不利影响。而罢工事件年内主要体现在秘鲁最大铜矿 Antamina 的无限期罢工（其 2014 年产量预估减少 33.6 万吨-同比降 27%）及全球第三大铜矿 Collahuasi 因劳资纠纷所引发的罢工（近几年时常上演）。而新上项目的滞后，较有代表性的是 Las Bambas 约 30 亿美元的建设投资将由 2015 年延后至 2016 年一季度，这意味着年均 40 万吨铜矿的产出时间将相应延长（Las Bambas 或成为全球第三大铜矿）。

图 7：全球精矿供应增速放大致使 TC/RC 费用急涨



来源：Goldman Sachs, 东兴期货投资咨询部

根据我们的基本面数据模型推测, 2015–2016 年全球精矿供应增速极有可能达到年均 8% 的水平, 从而带动 2013–2015 年的铜矿年产出增速达到 4.5%。(ICSG 预计 2012–2015 全球年均铜矿产出增速 6.6%, 2015 年精矿供应增速达 11.5%)。这种产能增速的持续性扩张已经被业内 TC/RC 高涨所反映, 2015 年的 TC/RC 基准价格(以 Freeport 为例)同比上涨 16.3 至 107 美元//吨及 10.7 美分/磅(2014 年该费用上涨 31% 至 92 美元/吨及 9.2 美分/磅), 这意味着全球精矿供应已经进入相对过剩时代。

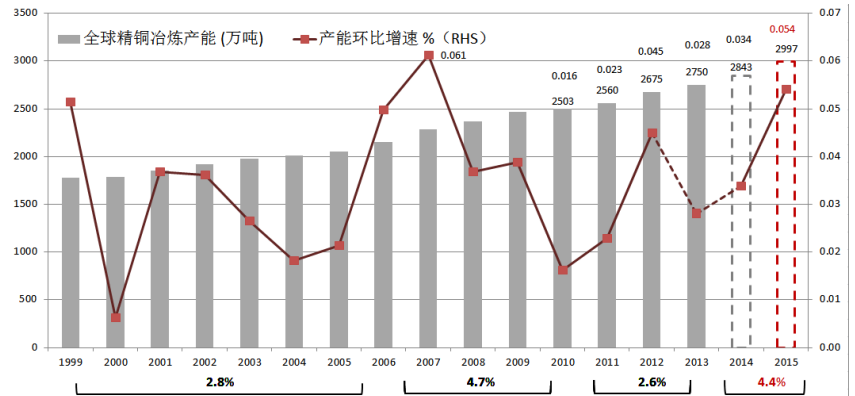
表 3：全球主要在建铜矿 (2013–2016, 万吨):

铜矿名称 (MT/y)	国家	时间	现状	至 2016 年 产能	铜矿名称	国家	时间	现状	至 2016 年 产能
<i>Antapaccay</i>	秘鲁	2015	在建	8	<i>Ministro Hales</i>	智利	2014	在建	17
<i>Hillside</i>	澳大利亚	2014	可研	5	<i>Caserones</i>	智利	2013	投产	3
<i>Salobo II</i>	巴西	2014	在建	10	<i>Cerre Gorda</i>	智利	2014	可研	15
<i>Sentinel</i>	赞比亚	2015	在建	25	<i>Aynak</i>	阿富汗	2015	在建	20
<i>Oyu Tolgoi</i>	蒙古	2013	已投产	35	<i>Trident</i>	赞比亚	2015	可研	15
<i>Bisha</i>	厄立特里亚	2013	已投产	8	<i>Las Bambas</i>	秘鲁	2015	可研	25
<i>Boleo</i>	墨西哥	2014	在建	5.6	<i>Bozhakol</i>	哈萨克斯坦	2015	可研	2
<i>Miheevskoye</i>	俄罗斯	2013	在建	5.3	<i>Tia Maria</i>	秘鲁	2015	在建	4
<i>Antucoya</i>	秘鲁	2015	在建	8	<i>Rio Blanco</i>	秘鲁	2015	可研	1
<i>Toromocho</i>	秘鲁	2013	可研	25	<i>Reko Diq</i>	巴基斯坦	2015	可研	5

来源：ICSG Directory of Copper Mines and Plants, company reports, 东兴期货投资咨询部

➤ 全球铜冶炼产能延续增长，中国冶炼产能或创新高

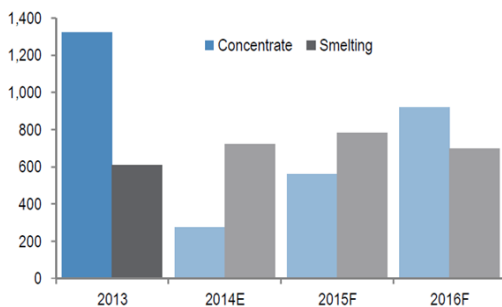
图 8：全球精铜冶炼产能预估（万吨）



来源：CRU, WBMS, ICSG, 东兴期货投资咨询部

铜矿供应的持续性增加带动了铜冶炼产能的扩张。由 1999 年至 2013 年，全球铜冶炼产能年均增长率为 3.3%。我们可以分为三个阶段来描述增长率的变化，分别为平稳增长期，急剧变动期及产能再扩期。由 1999 至 2005 年，全球铜冶炼产能维持年均 2.8% 的稳定增幅，宏观环境和大宗商品需求环境的相对稳定是产能增幅保持稳定的原因。而 2006-2010 年因铜超级需求周期和次贷危机的叠加效应，铜冶炼行业产能呈现出先大幅扩张（2007 年增 6.1%），后大幅回落的急剧变动（2010 年增速下滑至 1.2%）。而后的 2011 至 2013 年，精铜产能的扩张有所复苏，年均增速恢复到 3.5% 之上至 2700 万吨（但 2013 年产能增幅有明显收窄，因部分铜冶炼项目固定资产投资的滞后及副产品硫酸价格的持续性下跌）。

图 9：全球铜冶炼产能年递增量预估（千吨）



来源：USGS, Anta ike, J. P. Morgan, 东兴期货投资咨询部

进入 2014 至 2015 年，全球铜冶炼产能的扩张态势或整体加速，而这主要源于新兴国家的贡献。其中赞比亚的 Kansanshi、印度的 Sterlite、印尼的 Bontang 和伊朗的 Sungun 在近两年内分别计划扩产 30 万吨、80 万吨、40 万吨及 20 万吨。而韩国的 Onsan、菲律宾的 Pasar、刚果的 Luilu 及墨西哥的 Cananae 则将增产 9.7 万吨、7.5 万吨、17 万吨及 7 万吨。中国对全球新增铜冶炼产能的贡献较大，中国 2014 年的新增产能或逼近 150 万吨，占全球新增冶炼产能总量的 46%。结合我们之前报告的预测数据，2014-2015 年全球铜冶炼产能的平均增速或达 4.4%，而 2015 年铜冶炼产能增幅有望进一步扩大至 2997 万吨，这或较 2014 年增长 5.4%。

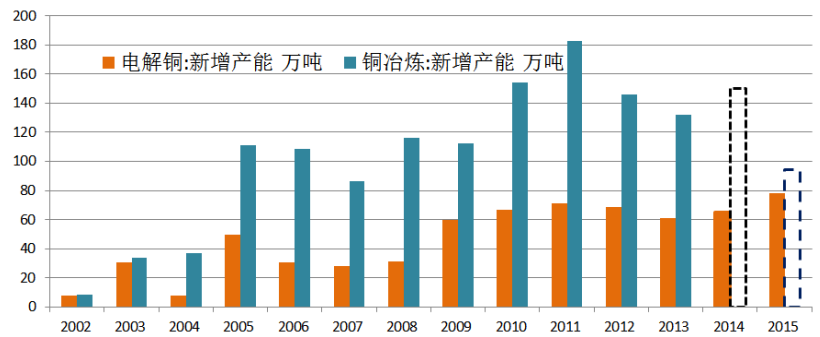


表 4: 中国部分冶炼厂新增产能名录 (万吨)

冶炼厂	新增产能	总产能	投产年月
金川防城港	40	40	2014
中条山	5	15	2014.02
鑫慧铜业	10	10	2014
铜陵有色	10	30	2014 末
大海铜业	10	20	2014
浙江和鼎	18	34	2014.06
三门峡	20	20	2014 末
水口山有色	10	10	2015
葫芦岛有色	10	10	2015
白银有色	20	40	2015
东营方圆	15	--	2015

来源: Goldman Sachs, 东兴期货投资咨询部

图 10: 中国新增铜冶炼产能预估 (万吨)



来源: iFind, Antaike, 东兴期货投资咨询部

中国铜冶炼产能增速在 2014-15 年将延续扩张态势, 这意味着精矿向精铜传导过剩的冶炼瓶颈或被弱化。

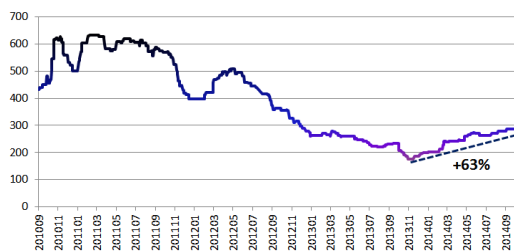
中国 2014 年的冶炼产能增量前低后高。其在上半年因装置检修而扩张有限 (上半年冶炼厂检修涉及产能达 227 万吨), 但下半年的产能扩张重新回归, 致使全年新增产能总量或达 140 万吨。从冶炼厂观察, 2014 年下半年云南锡业、富春江、金川甘肃及金川广西等冶炼扩张计划达到 50 万吨之上, 而金川防城港、和鼎、新泽及远东则累计有 75 万吨的冶炼产能增长。

按已有冶炼扩张计划观察, 2015 年中国冶炼产能将延续递增态势并带动总冶炼量创出新高。其中东营方圆、三门峡、白银有色将分别增产 15 万吨、10 万吨及 20 万吨, 从而推动冶炼总产能升至 1069 万吨, 这或较 2014 年净增 114 万吨。超过 1000 万吨的冶炼产能意味着在精矿供应充足及开工率 (产能利用率) 稳定的情况下, 精铜的实际产出瓶颈将彻底被弱化。

### ➤ 全球铜冶炼产能利用率或至历史高位

2015 年的全球铜冶炼产能利用率或延续放大态势。产能利用率的放大主要源于两点, 其一是 TC/RC 费用的高企, 其二则是硫酸价格的回暖。从 TC/RC 费用角度观察, 多数冶炼企业的生产成本在 60-70 美元左右, 而 2015 年 107 美元的 TC 长单 (较 2014 年上涨 16.3%) 无疑会刺激冶炼企业的生产积极性。此外, 硫酸价格的回暖及销售情况的偏好则从副产品方面提振了冶炼厂的边际效益。硫酸价格自 2013 年 9 月至今反弹 63% 至 283 元/吨 (均价), 冶炼厂生产硫酸的成本约为 55 元/吨, 而生产一吨铜将产生 3.5 吨的副产品硫酸, 即生产一吨铜的副产品边际利润约可达到 798 元。由此可见, 高冶炼利润提振了年内冶炼企业的开工率。以中国为例, 据安泰科的数据样本统计, 8 月份占中国 70% 产量的铜冶炼厂平均开工率达 91.8%, 其中铜陵集团、鑫冶铜业、江

图 11: 中国硫酸出厂均价反弹 63% 至 283 元/吨  
硫酸均价元/吨

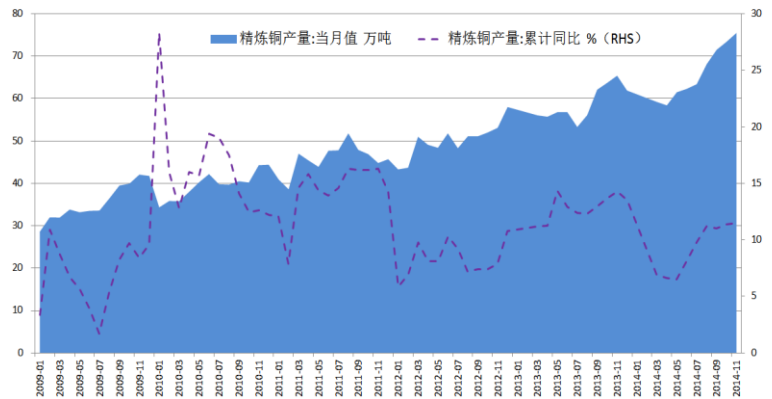


来源: iFind, 东兴期货投资咨询部

西铜业、中条山和金川集团均达到满负荷生产，而大冶的开工率亦增至 80%。综合考虑，我们认为 2015 年中国精炼铜冶炼产能利用率或会升至 82%，而全球冶炼产能利用率或由 76% 上涨至 79%。

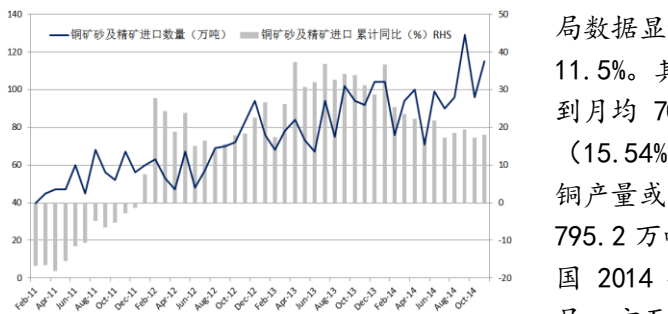
➤ 中国精铜供应在 2014 年内持续攀升

图 12 中国精炼铜产量增幅明显，7 月后产量月均增幅达 15.5%



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

图 13: 中国进口铜矿的增加印证冶炼厂的高开工率



来源：ifind, 东兴期货投资咨询部

偏高的冶炼产能利用率意味着国内精铜产量的大幅释放。据国家统计局数据显示，1-11 月中国累计精炼铜产量 716.7 万吨，累计同比增幅 11.5%。其中精炼铜月产量自 5 月起维持于 60 万吨之上，自 9 月起达到月均 70 万吨以上水平。按下半年中国的精炼铜产量月均同比增速（15.54%）及月均环比增速计算（3.5%），我们预计 12 月份中国精炼铜产量或至 78.5 万吨左右，这意味着中国 2014 年全国精铜产量将达 795.2 万吨，较 2013 年精铜产量净增 112 万吨，增幅至 16.33%。中国 2014 年巨大的精铜增量一方面反映了国内冶炼产能的急速扩张，另一方面则印证了国内冶炼企业开工率高企的现状。

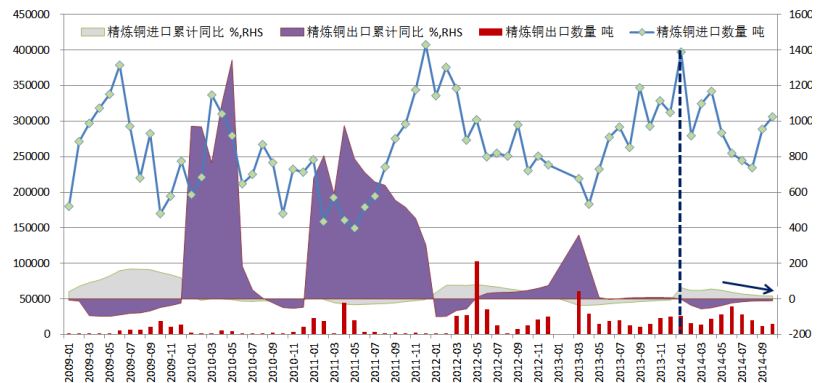
表 5: 中国精铜供应预测（万吨）

	M1-M11	Δ	M12	Δ	M1-12	Δ
2013	624	14.3%	62	7.7%	684	13.5%
2014	717	11.5%	76.3	23%	793	15.9%
	2014	Δ	供应		开工率	
2015	793	13.3%	898		79%	
		15.2%	914		82%	

来源：东兴期货投资咨询部

中国 2015 年的精铜供应或维持 10% 以上的增速并达到 900 万吨之上的水平。今年前 11 个月的中国精铜供应总量已经达到 2013 全年精铜供应量的 105%，按 09 年至今全国 12 月份精铜月均产量环比增速 1.07% 计算（同比约为 14.5%），预计 12 月中国精铜月度产量或达到 76.3 万吨，并带动 2014 全年精铜产量升至 793 万吨（较 2013 年增长 15.9%）。而对于 2015 年的精铜供应预测，倘若从供给增速角度观察，中国自 1990 年至今的年均精铜产量增速为 13.3%（全国精铜总产量从 1990 年时的 55.8 万吨涨至 2013 年末的 684 万吨），而由 2009 年至今的年均产量增速已经攀升至 15.2%，按此推算，中国 2015 年全国精铜产量或会达到 914 万吨。考虑到已有冶炼项目的扩张与计划扩张（见前文讨论数据），我们预计 2015 年中国精铜总产量难以降至 900 万吨之下。

图 14：中国精炼铜进口延续增长态势，但自 6 月累计增速回落明显



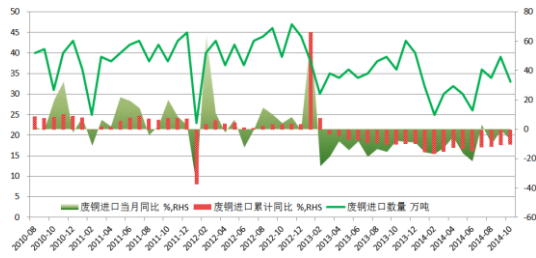
来源：iFind，东兴期货投资咨询部

从中国年内精铜贸易数据观察，强劲的精铜产量并没有削减国内的精铜净进口量。今年 1-10 月，中国精炼铜进口累计 295 万吨，同比上涨 15.96%，精炼铜出口累计 22 万吨，累计下跌 10.4%。致使中国精炼铜净进口（进口-出口）累计达 273.5 万吨，较 2013 年同期的 231.9 万吨净进口量增加 17.9%。

充足的精铜净进口量伴随着精铜产量的高企，加剧了中国年内供应端的压力。今年 1-10 月中国的总计精铜供应量达 915.5 万吨（273.5 万吨源于净进口，642 万吨源于精铜产出），这较去年同期的 790 万吨增长 15.9%。而反观库存，截止至 2014 年 10 月底，中国的显性小计库存为 9.58 万吨，期货库存为 2.03 万吨，累计 11.6 万吨。这较去年同期的 21.8 万吨下降了 47%。显性供应压力的大幅增长及库存的大幅回落意味着中国前 11 个月的铜表观需求量达 900 万吨（为 2013 全年铜消费的 110%），这显然高估了年内中国的精铜消费。

年内中国精铜表观消费的被高估主要来自两部分原因，其一是废铜进口的大量减少，其二则是年内国储收铜事件的影响。

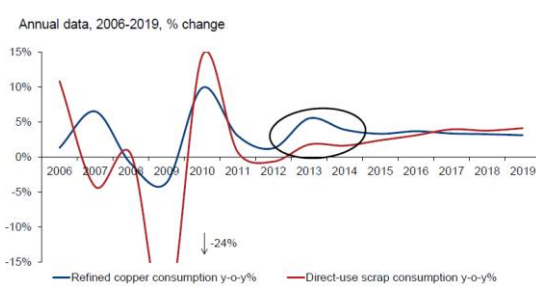
图 15: 中国废铜进口的负增长对精铜进口起到提振



来源: ifind, 东兴期货投资咨询部

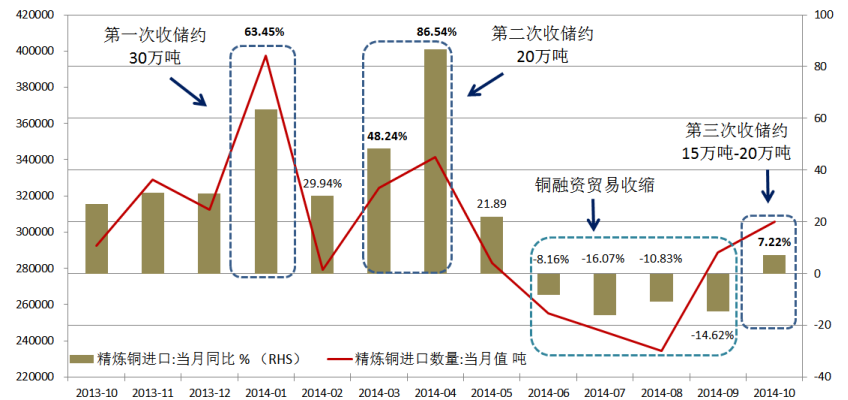
废铜方面，中国 1-10 月废铜累计进口 319 万吨，累计同比减少 10.2%。废铜进口薄弱的主要原因是中国海关对进口废料抽查比例提高及口岸检验设备装配不到位，造成废铜通关速度减慢并且增加了货物滞留港口的费用，这在年内有色行业资金普遍偏紧的背景下打压了废铜进口商的进口意愿。废铜进口量的降低导致了直接使用再生铜的消费转变为使用精炼铜消费，从而降低了中国的显性库存并且提高了中国的表观精铜消费量。

图 16: 年内中国废铜消费的降低提振了精铜消费



来源: CRU, 东兴期货投资咨询部

图 17: 国储局年内的三次收铜刺激了中国精铜的阶段性进口



来源: iFind, 东兴期货投资咨询部

而国储收铜方面，市场普遍预估年内国储或分 3 次累计收购了约 70 万吨精炼铜。第一次收储是根据国储在 2013 年 12 月制定的 2014 初步收购计划，于 7000 美元/吨之下国储大约购买了 30 万吨铜。第二次收购发生在超日债引发的铜价大幅跳水并跌至数年后低位后，国储在 3-4 月采购了约 20 万吨精炼铜。第三次收储则是在 10-11 月铜价围绕 6600 美元震荡时，国储订购了约 15-20 万吨进口铜，这部分货预计在 2014 年四季度及 2015 年一季度交付。国储的收铜行为刺激了年内中国精铜的阶段性进口量（尤其是四季度在中国铜融资贸易大幅下滑后精铜进口量的突然增长），并且间接提高了中国精铜的表观消费量（低库存与高供应）。我们认为 2015 年国储局的收铜行为仍将是影响中国精铜供需平衡表最显著的不确定因素。

## ■ 铜需求增速下滑的风险正在加大

在这一部分，我们主要从全球经济增长角度及铜的区域性消费角度来分析近两年精铜的消费数据。首先，鉴于全球经济依然延续增长态势，我们不认为实体铜需求会出现明显萎缩，但铜消费的区域性失衡风险却在上升。而对于中国的铜消费，考虑到中国实体需求（以耐用品消费需求为主）与融资性需求下滑风险的增大，明年中国市场有较大可能呈现铜的阶段性的供应过剩。

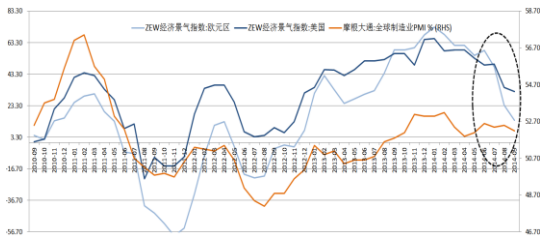
### ➤ 全球铜需求难以出现萎缩风险，但失衡风险存在

表 6：2015 年世界经济增速及中国经济增速预测表

		OECD							
2015		全球	中国	美国	欧元区	印度	日本	发达体	新兴体
		3.7%	7.1%	3.1%	1.1%	6.4%	1.1%	--	--
Δ		-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	0.5%	-0.1%		
		IMF							
2015		全球	中国	美国	欧元区	印度	日本	发达体	新兴体
		3.8%	7.1%	3.1%	1.5%	6.4%	1.0%	2.4%	5.2%
Δ		-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%

来源：OECD, IMF, 东兴期货投资咨询部

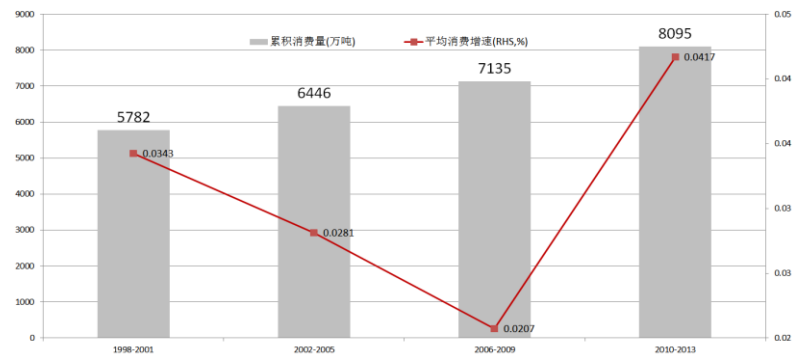
图 18：欧美景气指数与全球制造业指数走势一致



来源：ifind, 东兴期货投资咨询部

铜需求增速同实体经济增长密切相关，全球主要经济体的经济正增长显示精铜需求难以呈现全面萎缩，但主要经济体增速的差异化则暗示精铜需求区域性失衡的风险攀升。铜需求增速同 GDP 增速有明显的正向联动关系。从年内权威机构对 2015 年全球 GDP 增速的预测结果观察，全球经济增速极有可能在 3.7% 左右徘徊，这意味着全球铜消费将仍处于增速为正的时期（尽管边际增速可能回落）。

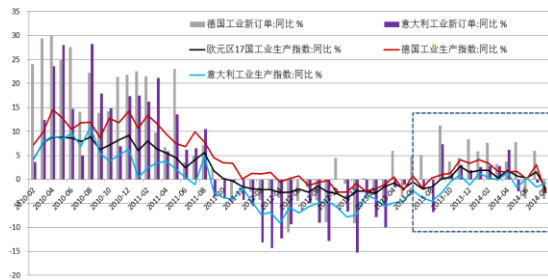
图 19：全球阶段性铜消费及消费增速（四年周期）



来源：ICSG, CRU, 东兴期货投资咨询部

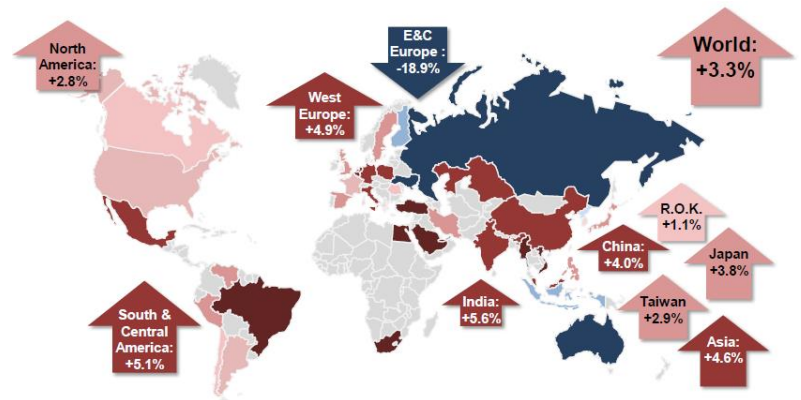
若以4年为周期来观察近16年全球铜消费数据，可以发现当前阶段的全球铜消费总量及增速已经处于历史新高。全球实体铜需求自1998年至今维持稳定的阶段性增长，年均增速达3%。其中2006-2009年因次贷危机导致铜消费增速降至2.07%，但2010-2013年消费增速又急剧上涨至4.17%并推动同期全球精铜消费达到8100万吨的历史新高（因全球性的量化宽松推动及各实体经济的实质性扩张）。考虑到全球实体经济增速在2015年陷入突发性衰退的低可能性（衰退的定义为季度GDP连续两个月为负值），我们预计精铜的实际消费难以出现阶段性的负增长，即精铜的刚性需求存在意味着铜的需求端难以发生系统性萎缩。

图 20: 欧元区及核心工业国工业产出指数进入负增长态势明显



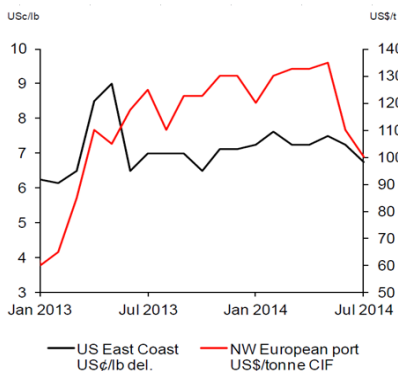
来源: ifind, 东兴期货投资咨询部

图 21: 2015 年全球精铜消费增速预估



来源: CRU, 东兴期货投资咨询部

图 22: 欧元区精铜 CIF 升水下半年下滑明显



来源: Bloomberg, 东兴期货投资咨询部

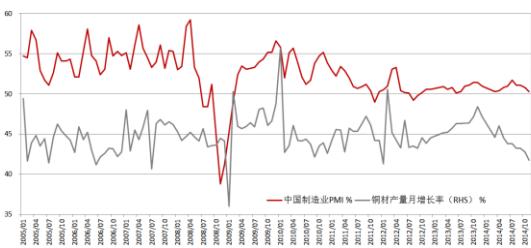
但另一方面，主要经济体增速的差异化暗示全球铜需求面临失衡风险。以欧元区为例，2014 年欧元区 GDP 预估为 0.8% (OECD)，经济增量的明显放缓对应的是欧元区工业产出的同比下修。从数据观察，欧元区的制造业数据在进入 2014 年 4 月后有整体走弱的迹象，尤其是其最大的两个工业产出国——德国及意大利均有进入工业产出负增长势头。德国及意大利在 2013 年的用铜量分别为 112 万吨及 56 万吨，占欧洲用铜总量的 34% 及 16.5%。结合年内工业产出数据，我们预计德国和意大利在 2014 年的铜需求很有可能较 2013 年无明显增长，这无疑会拖累整个欧元区的精铜需求增速。考虑到 2015 年欧洲经济增速的疲弱，CRU 预计欧洲整体铜需求或会下滑 18.9% (包括俄罗斯)。而鉴于美国经济数据的阶段性偏强，其 2014 年及 2015 年铜消费增速被上调至 1.6% 与 1.8% (带动北美整体铜消费增速攀升至 2.8%)。经济增速差异化所导致的铜消费出现区域性失衡也可以被欧美现铜 CIF 升水的走势所印证。

➤ 中国实体铜需求增速难言乐观，2015 或现阶段性供大于求

产品	单位	2013		2014	
		M1-M11	%	M1-M11	%
汽车	百万辆	21.6	18.1	23	8.4
发电设备	百万千瓦	115	-1.4	137.2	9.2
交流电动机	百万千瓦	249	5.1	272	5.3
家用电冰箱	百万台	86.5	11.1	86.8	0.3
冷柜	百万台	18.8	8.3	16.4	-3.3
变压器	百万 KVA	1385	7.23	1542	-0.62
电力电缆	百万 Km	37.9	5.95	50.9	9.19
铜材	百万吨	13.4	23.7	15.8	11.6

来源：国家统计局，东兴期货投资咨询部

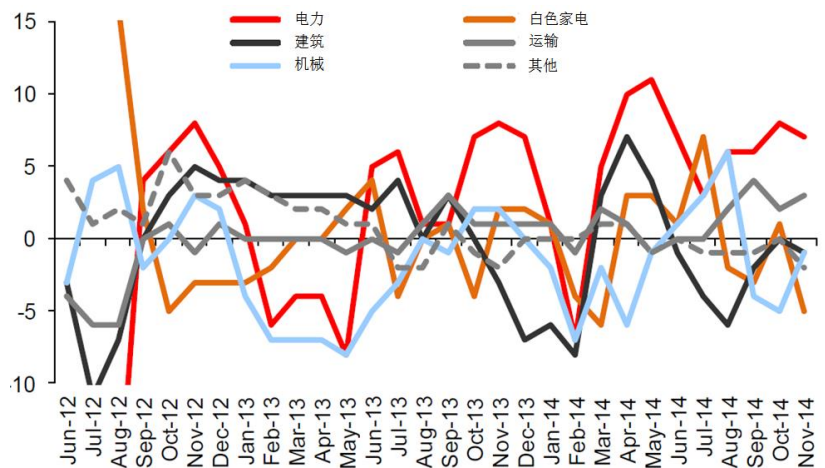
图 23: 中国铜需求指标继续印证中国的 PMI 走势



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

中国方面，今年中国的铜需求虽然延续扩张态势，但主要用铜品的需求增速在前 11 个月下滑明显。今年 1-11 月，除了发电设备、交流电动机及电力电缆增速维持扩张势头外，其他产品如汽车、家用电冰箱、冷柜、变压器及铜材产量收缩迅速。其中汽车产量同比增幅由 18.1% 下滑至 8.4%；家用电冰箱产量增幅由 11.1% 降至 0.3%；冷柜和变压器出现产量负增长情况，其中冷柜产量萎缩 3.3% 而变压器产量下滑 0.62%。此外，铜材产出增速亦同比回落 1.8% 至 11.6%。疲弱的用铜需求与中国制造业指数年内的整体偏弱运行相吻合。

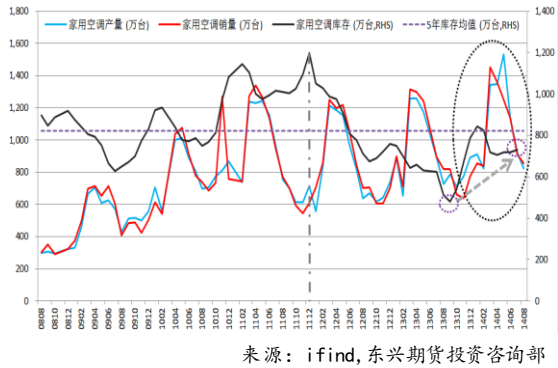
图 24: 中国涉铜行业订单情况（下半年的白色家电订单回落明显，但电力行业订单上升）



来源：CEC, Macquarie Research, 东兴期货投资咨询部

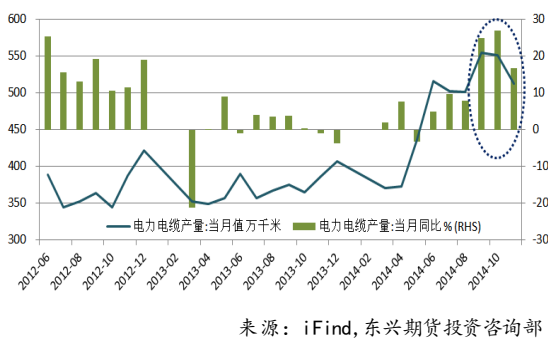
如我们年初所预计的一样，上半年的中国铜消费有较大程度受到中国空调行业的补库周期及消费周期提振。2014 年前 8 个月，全国空

图 25: 中国空调行业上半年的补库及消费周期刺激空调产量增加



调行业的库存均值由 2013 年四季度的 670 万台增长至 750 万台; 而同期中国的空调消费则由去年同期的 7179 万台上涨 20.6% 至 8660 万台。补库及消费的双重启动带动了空调产量的攀升, 1-8 月全国空调累计产量 8840 万台, 累计增幅达 29%。按照一台空调耗铜 8.3 公斤计算, 1-8 月空调行业用铜量达 **73.4 万吨**。若考虑网络专供的空调生产 (用铝管取代铜管), 即使按 1:2 的比例计算 (即 1/3 为铝管空调), 那空调行业用铜量亦逼近 50 万吨。但空调行业的用铜增长在进入四季度后下滑明显, 企业生产意愿普遍不强, 大部分企业计划于四季度仅保持订单和库存的生产。而空调产业的淡季也影响了铜杆企业的生产积极性。从安泰科对国内主要 16 家铜杆企业 (调研样本总产能为 478 万吨, 占全国 50% 产能比重) 的调研来看, 进入四季度后国内铜杆企业平均开工率降至 71.25% (环比下降 12.5%), 多数企业产量明显下滑且有部分企业开始停产检修。考虑到白色家电行业的季节性产销淡季及民间消费的收缩 (以房地产市场所带动的二次铜消费为代表), 中国耐用品的铜需求增速面临下行压力。

图 26: 中国电力电缆产量自 9 月后大幅增长



但以电力电缆为代表的政府性投资需求在四季度却支撑了中国铜消费。如我们 10 月末的报告中讨论的, 因国家电网投资放缓 (前 8 个月仅完成年初目标的 60%, 剩余 1519 亿投资额), 中国 2014 年前 8 个月的能源需求出现收缩且低于 10 年的增长均值, 预示四季度中国的能源投资有发力可能。而实际的数据印证了我们之前的判断。今年 9-11 月, 中国电力电缆累计新增产量达 1606 万千米 (1-8 月全国累计电力电缆产量仅为 3488 万千米), 较 2013 年同期的 1137 万千米同比增长了 41.3%, 较前 8 个月的同比增速亦上涨了 36.7%, 这无疑对四季度的中国精铜消费起到实质性支撑。而展望明年, 考虑到年末政府基建项目的密集上马 (如铁路、机场、特高压线路等), 预计 2015 年中国实际铜需求增量或更多取决于政府基建项目的拉动。

表 7: 中国精铜供需平衡表预测 (万吨)

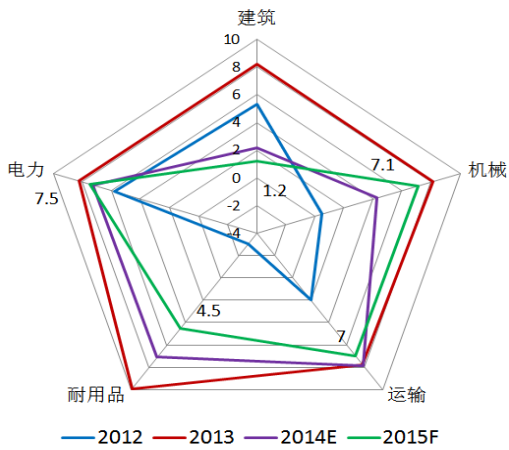
	Q1-Q3	Δ	Q4	Δ	Q1-Q4	Δ
2013	600	20%	219	19.6%	819	15.2%
2014	646	7.6%	241	10%	887	12.7%
	2014	Δ	需求	供应	供应缺口	
2015	887	5.4%	935	914	21	
		11%	985		71	

来源: 东兴期货投资咨询部

2015 年的中国铜需求增速有下滑风险, 这可能导致年内出现精铜阶段性的供应过剩。中国 2014 年前三季度精铜总消费约 650 万吨, 按



图 27：中国各行业铜消费增速预测（2012-2015, %）



来源：东兴期货投资咨询部

10%增速计算(低于7年中国四季度精铜消费平均增速13.94%),2014全年中国精铜消费总量或达887万吨(这符合我们年初预计的864万吨消费量)。而考虑到近8年以来中国精铜消费总量年均11.2%的上涨率,中性估计2015中国精铜消费或至985万吨;倘若我们将房地产、运输及耐用品对铜消费的贡献增速分别下调1%、0.9%及2.8%,根据我们的模型,2015年中国的铜需求增速或在此背景下降低5.6个百分点至5.4%,则中国精铜消费量为935万吨。结合我们之前对中国精铜产出的分析,2015年中国的精铜供应缺口或收窄至21万吨-71万吨(2014年为供应缺口100万吨之上)。若考虑到中国自2008年以来年均283万吨精炼铜的进口量(同期进口年均增速19.8%),这意味着2015年市场上至少约有330万吨精铜的进口供应压力存在,倘若此,中国精铜市场极有可能出现阶段性的供应过剩,而这部分过剩无疑会通过降低进口(不排除通过转口和出口)及库存显性化所反映。

### 全球投资性铜需求亦在下滑

铜的投资性需求同样处于下滑态势。这部分的需求主要从两个方面观察,其一是2009年QE时期投资基金为对冲生产性泡沫所开展的投资行为,其二则是中美借贷利差大幅扩张下中国企业进行铜融资的套利行为。

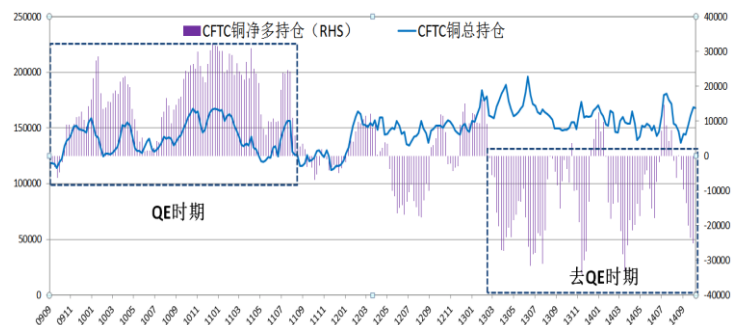
从对冲基金的投资行为观察,商品市场在近两年已经不受资金青睐。全球的对冲性基金由2009年8月开始持续流入商品市场,至2011年2月份出现总计600亿美金的资金净流入。而后随着QE边际效益的递减,资金由2011年6月开始从商品市场持续流出,在2013年8月(QE退出确认)流出幅度加剧,但至2014年6月后流出量已趋于稳定。在此阶段总计有400亿美金从全球的大宗商品市场转移,这反映了在后QE时代商品市场对资金吸引力的持续性下降。

图 28：CFTC 净多持仓长期负值反映铜投资需求弱化



来源：Bloomberg, 东兴期货投资咨询部

图 29：CFTC 净多持仓长期负值反映铜投资需求弱化

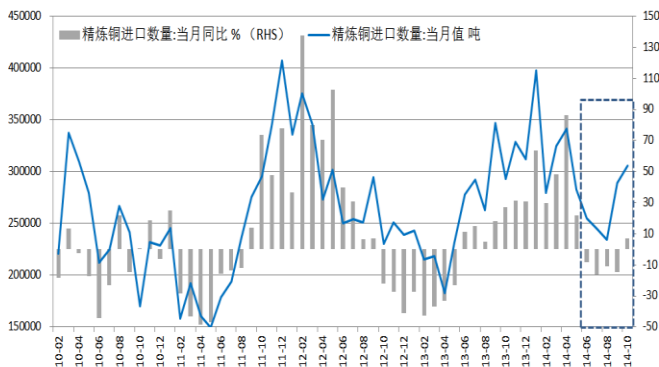


来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

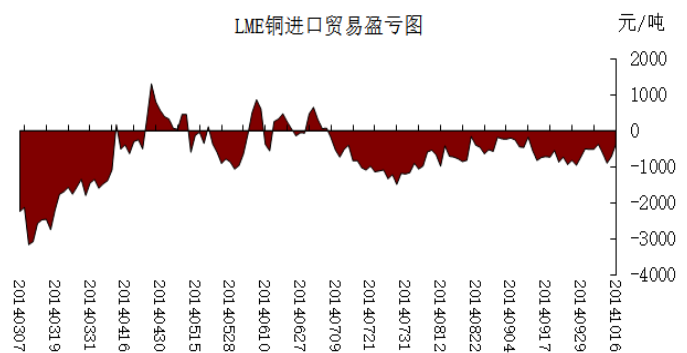
铜的资金流出现象同样明显，而 CFTC 的净多头寸变化恰巧反映了这点。在 2009 至 2011 年的 QE 推出时期，铜市的 CFTC 净多持仓长期维持于 2 万张之上，平均持仓达 1.72 万张。而随着 2013 年下半年美联储对 QE 退出计划的确认，铜市 CFTC 净多持仓伴随总持仓的回落而急速进入负值区间（总持仓 2013 年下半年降低 25%），长期净多持仓为 -2 万张，平均净多持仓达 -1.24 万张。CFTC 净多持仓的急剧转变一方面反映了铜价有去泡沫化的需求，另一方面则显示出铜投资性需求的下滑。

从中国的铜融资现象观察，超日债及青岛港事件后的铜融资行为受到冲击。超日债事件曾在今年 3 月引发现货铜的大规模抛售，带动铜价演绎了一波急速的去杠杆，但其对融资铜信用证的开立并无产生实质性影响。而 6 月发生的青岛港融资铜骗贷事件则直接收紧了中外银行信用证的发放。下半年的信用证开具难度增大，在大型企业做转口贸易都不易的背景下，中小贸易企业更无法获得银行授信。而鉴于铜进口亏损依然较大（最高进口亏损达到 3000 元/吨），国内短期融资成本中枢下移及人民币短期挥发性增大的背景下，铜融资贸易出现了持续性的收缩。这点也可以被 6-9 月中国月精铜进口数据连续负增长所反映。

图 30: 中国精铜进口自 6 月明显回落或因融资贸易受阻 图 31: 铜进口贸易仍处亏损状态

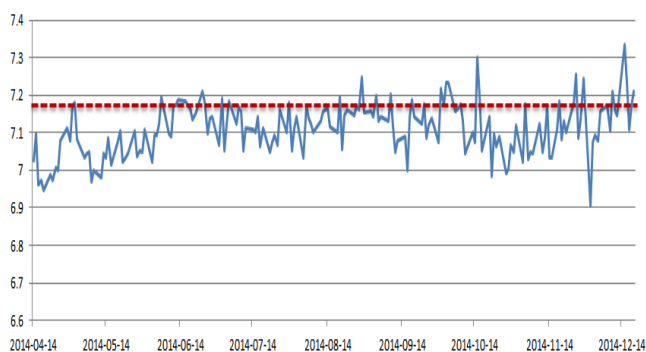


来源：iFind, 东兴期货投资咨询部



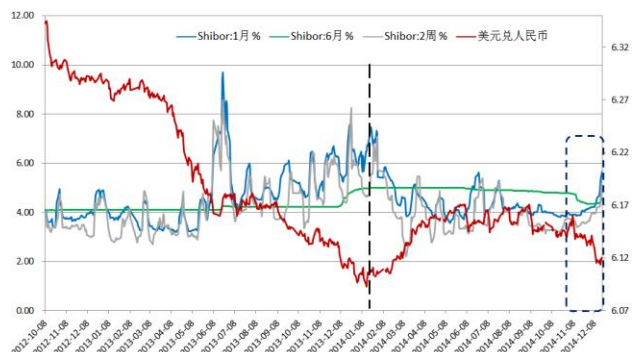
来源：东兴期货投资咨询部

图 32: 沪伦比值波动加大但整体反弹



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

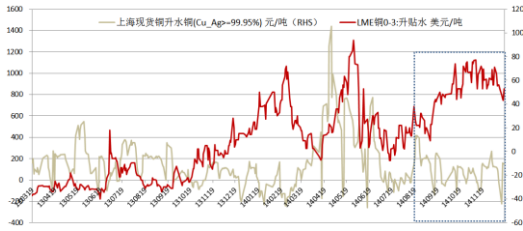
图 33: 人民币现阶段性贬值，融资成本年末效应显现



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

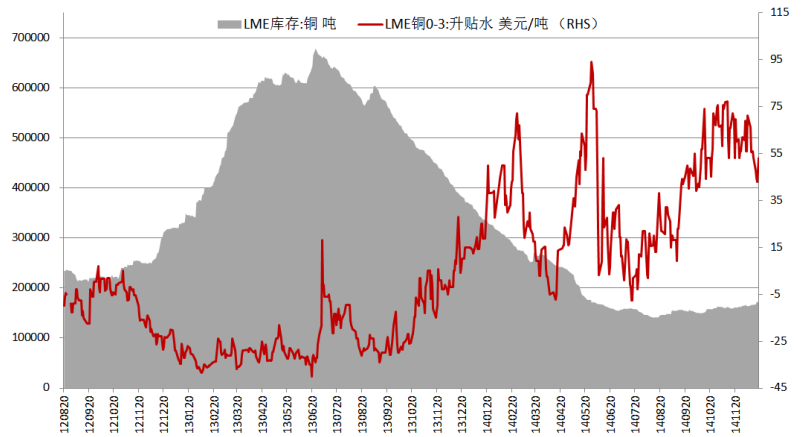
■ 未来行情的引爆点或是库存的显性化

图 35： 内外盘现铜升水因中国融资行为的下降而走势略显分化



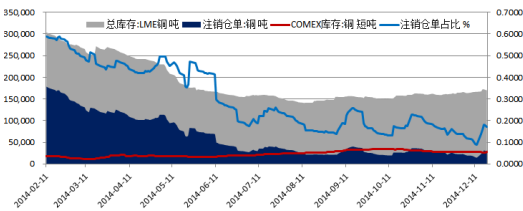
来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

图 34： 铜库存的持续性偏低是提振现货美元铜升水高涨的原因



来源：ifind, 东兴期货投资咨询部

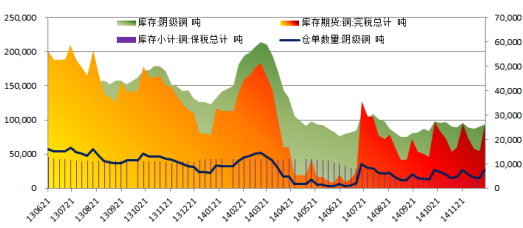
图 36： LME 可交割库存处于长期偏低位置



来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

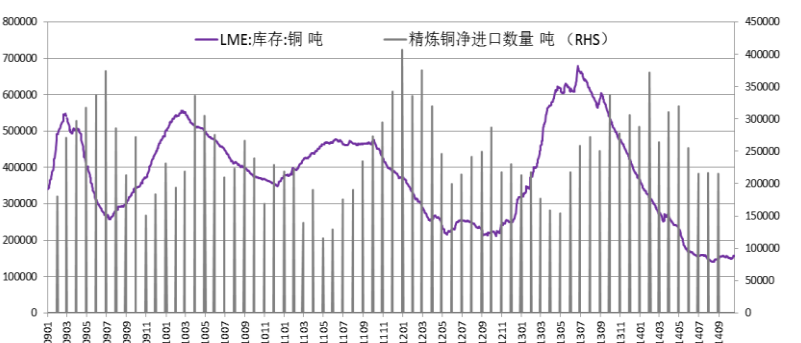
全球持续偏低的显性库存是导致铜期现结构及远期结构逆转的主因。LME 十二月中旬的最新铜库存为 17 万吨（较 2014 年初的 36.6 万吨下降 52.7%），其中注销仓单占比为 17.22%，意味着可流向市场交割的库存仅为 14.07 万吨（尽管这比 11 月初的 13.19 万吨略有上涨）。而同期 SHFE 的总计显性库存（小计+期货）为 11.95 万吨（较年初的 14.9 万吨下降 20%）。从伦敦及上海的显性库存计算，当前全球库存可交割总量为 28.95 万吨，考虑到全球日均铜消耗量约 6.2 万吨，实际显性铜库存可用天数不足 5 天（年内库存可用天数比例长期偏低）。库存的显性化偏低造成全市场精铜表观供应不足，并且直接推升了内外盘现铜升水的高涨。铜市期现结构的转变反映了短期精铜供应偏紧（相对需求），并且提升了铜近月合约价格（基差回归），致使铜期货结构呈现远期贴水。双逆转的铜市结构意味着空头将付出额外的交易成本（现货升水的交割成本，远期贴水的移仓成本），这显示出当前铜市场结构对空头的不利，并且在一定程度上对铜价形成支撑。

图 37： SHFE 总库存（小计+期货）同样处于低位



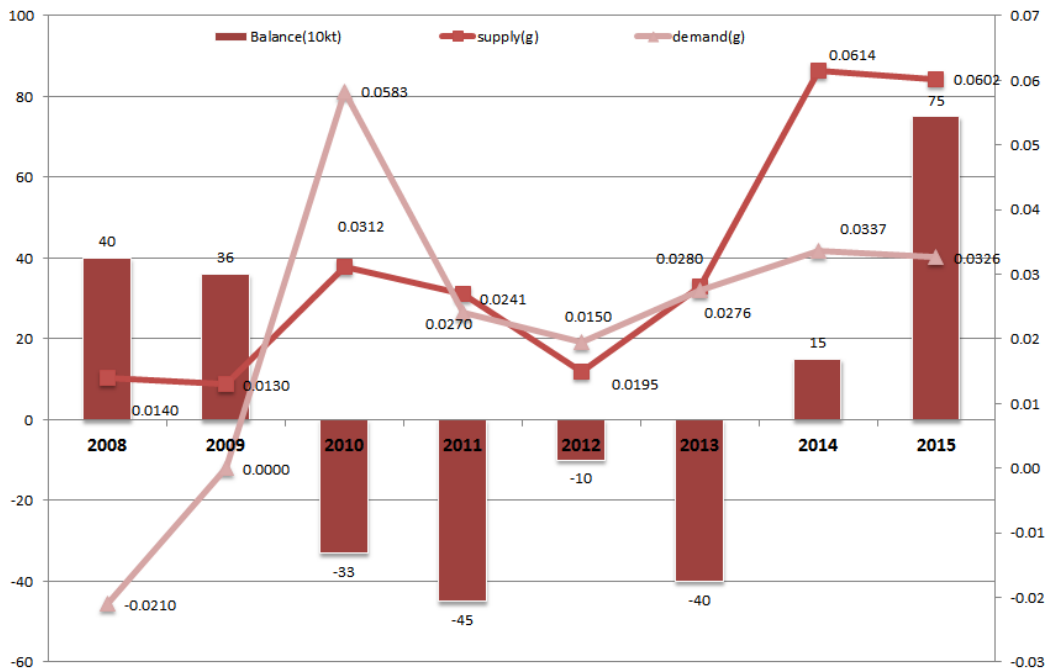
来源：iFind, 东兴期货投资咨询部

图 38： 中国精铜净进口对 LME 铜库存有引导作用



来源：ifind, 东兴期货投资咨询部

图 39：东兴期货对后期全球精铜供需的预估



来源：东兴期货投资咨询部

结合之前的基本面分析结果,我们认为 2015 年全球精铜供需平衡表有较大可能出现结构性的供应过剩。

从供应端角度考虑,我们分别分析了全球精矿及冶炼产能的增长数据。对于精矿,我们认为 2015 年全球精矿供应有望年增 6.3%至 2380 万吨,这较 2014 年的精矿产出增加 140 万吨。对于冶炼产能,我们分析了全球及中国冶炼产能的扩张情况,并且考虑了持续偏高的冶炼产能利用率对精铜产出的实际影响。其中全球精铜冶炼产能或年增 5.4%至 2997 万吨,这较 2014 年产能总量扩张 154 万吨。而中国精炼产能则有望升至 1069 万吨,较 2014 年净增 114 万吨。对于精铜产能利用率,因考虑到较高的 TC/RC 费用提振,我们预计 2015 年全球精铜产能利用率或为 79%左右,而中国精铜冶炼产能利用率或达 82%附近。故 2015 年全球及中国精铜产量或分别为 2290 万吨及 914 万吨。

从需求端角度,我们分别考虑了精铜的实际需求与投资性需求,发现铜需求增速下滑的风险正在加大。首先,我们认为全球精铜实体需求难以出现系统性衰退,经济增速的相对稳定及精铜总消费量的持续攀升依然是支撑需求短期难以出现急剧逆转的主因。但全球区域性经济增长的不平衡及中国铜消费增速的下滑或暗示铜消费失衡性风险的加大。此外,考虑到中国偏弱的民间消费及融资性消费,

我们认为 2015 年中国的铜需求量或为 960 万吨左右（均值），而供应缺口或将收窄至 21 万吨-71 万吨（2014 年为 100 万吨之上）。此外，考虑到中国自 2008 年以来年均 283 万吨精炼铜的进口量，这意味着中国在 2015 年或会面临精炼铜阶段性的供应过剩，而这种供应过剩极有可能通过减少进口、增加出口及库存显性化所反映。

综合来看，我们的模型显示 2015 年全球精铜供应增速或达 6.02%，而与之对应的需求增速或为 3.26%。在此背景下，全球精铜的供大于求量或由 2014 年的 15 万吨攀升至 75 万吨，这意味着铜将进入结构性过剩时代。

## ■ 额外的草稿讨论

表 8：伦铜相关性检验（2005-2014）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Avg
USD	0.85	-0.82	-0.45	-0.93	-0.9	-0.7	-0.4	-0.86	-0.34	-0.48	-0.49
SHFE (Cu)	0.92	0.97	0.91	0.98	0.99	0.97	0.99	0.97	0.985	0.969	0.96
LME (Cu)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1.00
CRB Index	0.93	0.7	0.35	0.97	0.94	0.89	0.87	0.81	0.69	0.61	0.78
Oil (WTI)	0.65	0.38	0.4	0.91	0.93	0.8	0.27	0.71	-0.34	0.496	0.51
Gold (\$)	0.94	0.79	0.21	0.73	0.8	0.66	-0.6	0.6	0.87	0.27	0.53
Silver	0.87	0.69	-0.06	0.9	0.86	0.83	0.31	0.76	0.92	0.58	0.67
DJI	0.31	0.35	0.73	0.92	0.91	0.89	0.46	0.41	-0.74	-0.37	0.36
SCI	-0.45	0.56	0.59	0.6	0.89	0.47	0.85	0.39	0.78	-0.54	0.36
VIX	-0.16	0.24	0.1	-0.87	-0.9	-0.7	-0.7	-0.32	-0.24	-0.31	-0.32

来源：Wind，东兴期货投资咨询部

## 相关性数据显示影响铜价的主要因素依然为其基本属性

表 8 以伦铜为标的物，分别与美元指数、沪铜指数、CRB 指数、WTI 原油指数、黄金、白银、道琼斯指数及上证指数进行了相关性检验。数据的频率为日，即每个品种年均数据约 250 个，时间跨度为 2005-2014 年。

年度相关性的统计数据显示，铜年内走势颇为独立，这反映了铜价金融属性的减弱及基本面属性的增强。从铜市场本身观察，伦铜与沪铜

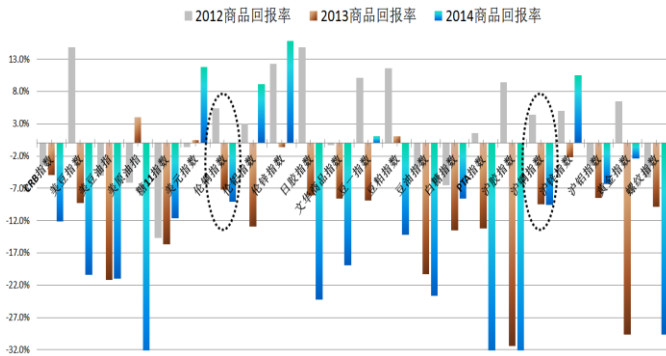
的正相关性延续递增态势，显示出铜市场间的价格传导效应依然顺畅有效（价格的联动并未受下半年中国融资行为受阻而减弱）。从不同品种间的关联性观察，伦铜与传统正相关品种，如原油指数、黄金及白银指数均呈现正联动性的大幅递减，反映了年内的铜价走势更多基于其自身的基本面逻辑。此外，伦铜与道琼斯指数及上证综指出现了偏弱的负联动，暗示了铜金融属性的弱化。对于 VIX 指数，铜与其年内延续微弱的负相关关系并且回归至近 10 年的均值水平，意味着金融市场风险情绪的变动对铜价的影响趋于中性。

从 2014 年全品种的涨跌幅观察，铜较其他化工品种表现抗跌，但较其他基本金属表现超跌（图 2）。伦铜及沪铜全年分别下跌 9.1% 及 9.6%，尽管强于以原油（-36.82%）、螺纹钢（-29.68%）、橡胶（-36.91%）为代表的化工品（包括强于内外盘的商品指数，如 CRB 及文华商品），但较其他基本金属如铝（-6.31%）及锌（+10.47%）表现超跌。基本金属走势的一致性偏强源于镍在二季度的出色表现激发了全球投资者对基本金属的兴趣，当然，基本金属的整体低库存及年内供应端的种种突发问题（如印尼限制出口及矿工罢工等）同样是支撑价格难以深跌的原因。

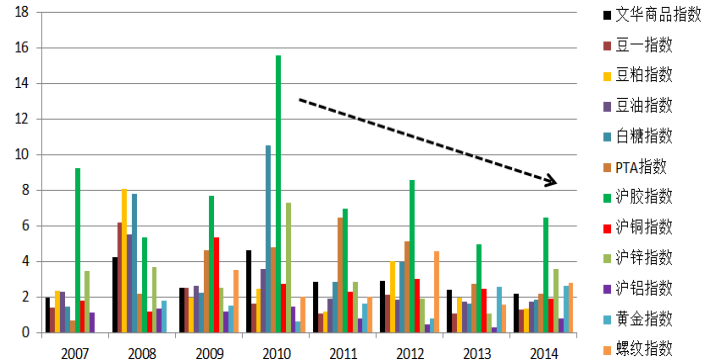
从国内商品市场的总持仓及投机度观察（图 3 及图 4），商品市场沉淀资金增幅明显，但商品投机度整体弱化且品种间有所分化。国内商品的总持仓在 2014 年增长 37.1%，反映中国商品期货市场对资金吸引力的增强（商品整体流动性风险偏低）。而品种间的投机度却有所分化，如橡胶与螺纹的投机度回归至 2012 年以来的高位，黄金投机度创出近 8 年新高；但另一方面，豆粕及 PTA 的合约活跃度却分别跌至 3 年及 4 年新低。此外，商品指数整体投机度依然处于自 2008 年以来的低位，反映出商品走势仍处于缓慢去杠杆的进程中（慢熊）。

从有色品种的量仓情况观察（图 3 及图 4），铜金融属性继续降低但其他小基本金属金融属性却有所回暖。年内沪铜市场沉淀资金由 2013 年的 +36.8% 扩大至上涨 46.4%，沪铝则由 +29% 增至 57.4%，沪锌市场的资金量尽管出现小幅回落（年降 -0.87%）但整体维持稳定。沉淀资金的流入带动了小基本金属投机度的回暖。铝和锌的投机度分别由 2013 年的 0.31 及 1.05 上涨至 2014 年的 0.82 及 3.56，反映出小基本金属在经历了长达三年去杠杆后金融属性的回归。但铜却是个例外，2014 年铜的换手率由 2013 年的 2.48 继续下降至 1.91（连续 3 年回落），在同期资金持续流入背景下的低换手率无疑显示出铜金融属性的降低。

图 40: 铜较其他工业品种表现抗跌, 但超跌其他基本金属 图 41: 国内商品投机度整体偏低, 但品种间有所分化

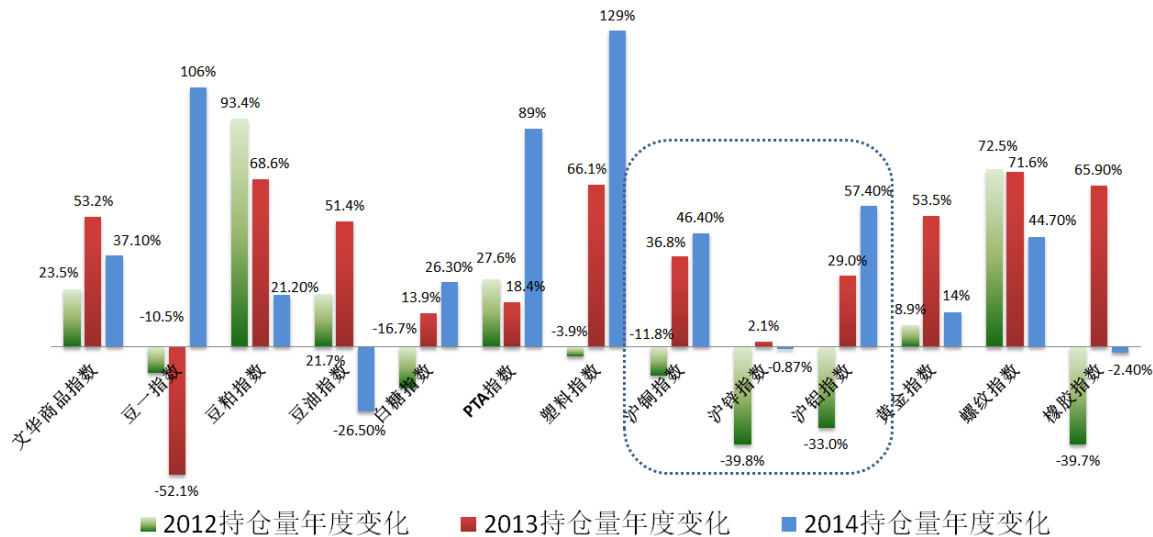


来源:wind, 东兴期货投资咨询部



来源:wind, 东兴期货投资咨询部

图 42: 国内商品总持仓延续上涨态势, 其中豆一、塑料及 TA 持仓净增幅明显, 而有色金属沉淀资金整体上升



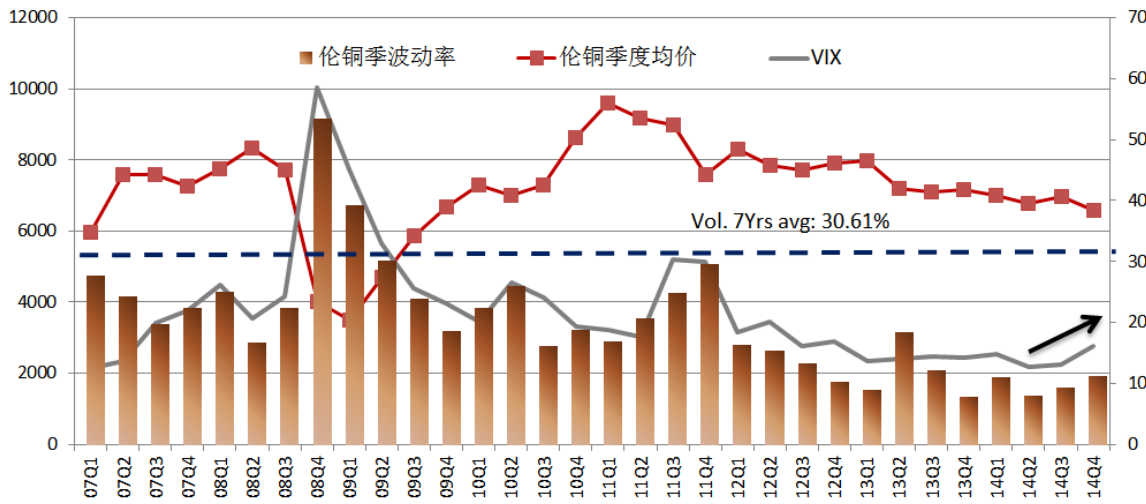
来源:wind, 东兴期货投资咨询部

表 9: 铜市隐含波动率年内极度偏低, 印证铜金融属性的弱化

	Q1	Q2	Q3	Q4	Year
2009	54.4%	41.9%	33.2%	25.8%	39.9%
2010	31.2%	32.1%	22.5%	26.2%	27.6%
2011	23.6%	28.7%	34.4%	40.9%	33.5%
2012	22.76%	21.50%	18.72%	14.43%	19.7%
2013	12.55%	25.58%	17.08%	11.15%	17.7%
2014	15.52%	11.23%	13.17%	15.87%	13.91%

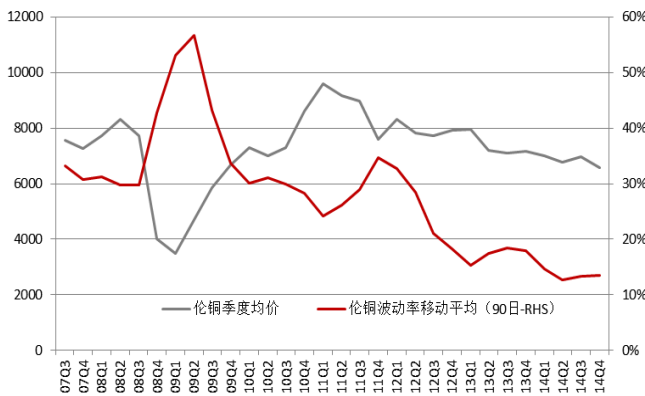
来源: 东兴期货投资咨询部

图 43: 伦铜隐含波动率与 VIX 指数年内依然低联动, 但铜的波动率在 2 季度后有小幅攀升



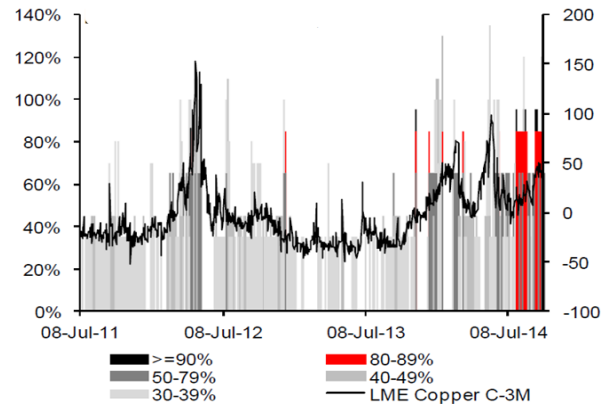
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 45: 波动率与价格的关系显示铜已处低金融属性时代



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图 46: 伦铜 0-3 升水受 LME 铜持仓集中度影响



来源: Macquarie, 东兴期货投资咨询部

铜隐含波动率延续周期性下滑但下半年出现翘尾, 这或意味着铜的金融属性在 2015 年有回归可能。2014 年铜的隐含波动率延续第三个自然年回落且触及历史低值 (全年 13.91%, 二季度 11.23%), 致使年内铜价的波动率水平降至 7 年均值 30.61% 的一半以下。持续性下降的隐含波动率反映铜价经历了较长周期的去金融杠杆, 亦显示出铜金融属性的偏低。但值得注意的一点是, 铜隐含波动率随着 3-4 月铜价大幅下跌后出现缓慢翘尾迹象, 考虑到极度偏低波动率或出现均值回归的可能性及铜市场持仓延续两年增加的趋势, 我们不排除 2015 年铜的金融属性或会有所回归, 这显然会加剧基于偏弱基本面的铜价涨幅。



表 10:2015 年铜价走势预测

Scenarios	A	B	C
LME (USD/Tonne)	5800-7300	4900-6600	6200-8100
SHFE (Yuan/Tonne)	41000-51000	35000-46000	44000-57000
Market status	Normal	Bearish	Bullish

来源：东兴期货投资咨询部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货投资咨询部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货投资咨询部”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。