



智慧创造奇迹
一流的咨询,卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

吴任 金属分析师

0571-87839256

QQ 172715387

Wuren@nawaa.com

方森宇 金属分析师

0571-87839265

FSY@nawaa.com

王馨 金属分析师

0931-8805352

WX@nawaa.com

供给的那些事

摘要:

- 2014 年二季度,受到下游需求的提振,基金属止跌反弹,整体重心逐步上移,一季度提出的交易策略多数以盈利平仓。
- 从宏观经济运行情况来看,二季度总体外强内弱格局较为明显。美国摆脱了一季度数据的低迷,二季度重回复苏轨道,欧洲缓慢复苏,通过宽松货币政策继续提振经济增长;中国二季度初延续此前低迷,政府出台一系列“微刺激”政策保驾护航,季末经济增长才有所抬头
- 我们认为供给端的故事将主导下半年走势,主要观点如下:下半年铜价呈短多长空的走势,7-8 月将以冲高化解紧张的软逼仓局面,目标 7400 美元;而在之后市场重回过剩,打压价格。融资铜进入收缩周期,三地库存再平衡,比价上行,溢价触底回升。供给面因精铜产能释放,精矿过剩将向下游传导,但整体仍维持紧平衡,不能过度看空。
- 我们不排除铝供给短缺的可能,但认为更可能的是中长期原料成本上移提振原铝价格。下半年电解铝产出增速不变,产能过剩局面不改,弹性供应将压制价格涨幅。铝价下半年继续维持外强内弱的局面,比价将继续下行。我们认为 14 年下半年 LME 远期升水融资模式面临解除风险。成本位附近,国内升水融资交易或将托底铝价,铝价震荡向上的概率较大,预计下半年将上行 14000 以上。

目录

目录	2
第一章 行情综述与策略跟踪	6
第二章 宏观经济外强内弱	7
2.1 欧美：美国数据重回正轨，欧洲央行践行宽松	7
2.2 中国：结构调整延续放缓，政策托底效果初显	9
第三章 铜：短多长空，寻找结构性机会	11
3.1 理性评估融资铜：收缩周期的库存再平衡	11
3.1.1 透视保税区铜生态链	12
3.1.2 青岛港事件爆发后对各方后续影响如下：	12
3.1.3 铜将去哪里？	12
3.1.4 后续影响：收缩周期的再平衡	14
3.2 供给面短紧长松	15
3.2.2 下半年冶炼产能快速扩张，精矿进口增加：	15
3.2.3 精铜和废铜进口量减少：	16
3.2.4 精矿进口增加，下半年总供给短紧长松：	17
3.3 需求难有惊喜，但电网投资托底	17
3.3.1 电网投资增速平稳：	17
3.3.2 特高压正在启动：	17
3.3.3 空调增速平稳，但疲弱的地产和下游紧张的资金打压需求	18
第四章 铝：供给端提升价格中枢，弹性供应压制涨幅	19
4.1 评估印尼事件冲击：成本抬升，暴涨难觅	19
4.2 电解铝产能：贵州再开补贴先河，西部增速不减	20
4.3 内外平衡大不同	21
4.4 买现卖期交易的影响	22
4.4.1 LME 远期升水融资交易的解除风险	22
4.4.2 国内的升水融资交易预示铝价底部	24
4.5 消费增长总体平稳	25
第五章 精选投资策略	25

5.1 短期内多沪铜	25
5.2 多沪铜月差（短期）	26
5.3 多沪铜空伦铜（反套）	26
5.4 多铝.....	26
5.5 空沪铝多伦铝（正套）	26
5.6 伦铝买近抛远	27
5.7 期权策略：买入远期跨市，做多铜铝波动率	27
5.8 多伦铜空黄金	27
5.9 多沪锌空沪铜	28
5.10 多伦镍空沪铜	28
南华期货分支机构	29

图表目录

图 2.1.1: 美国新增非农就业人数与失业率统计	7
图 2.1.2: 美国 CPI 和核心 CPI 物价指数统计	7
图 2.1.3: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数统计	8
图 2.1.4: 美国 GDP 数据统计	8
图 2.1.5: 欧元区 GDP 数据统计	9
图 2.1.6: 欧元区 CPI 数据统计	9
图 2.2.1: 全国城镇固定资产累计投资统计	10
图 2.2.2: 全国房地产开发投资累计统计	10
图 2.2.3: 中国 GDP 数据统计	11
图 2.2.4: 中国官方和汇丰制造业 PMI 指数统计	11
图 3.1.1: 铜三地流转	12
图 3.1.2: 保税区铜已经出口大量铜	13
图 3.1.3: 流出铜使洋山溢价触底回升, 新加坡升水骤降	13
图 3.1.4: 下半年保税区进入去库周期	13
图 3.1.5: LME cash-3 价差是吸引出口的重要条件	13
图 3.1.6: 短期内沪伦三月比价将修复到 7.25 以上	14
图 3.1.7: 保税区的缓冲作用减弱, 波动率将上行	14
图 3.2.1: 中国二季度消费增速 7.35%	15
图 3.2.2: 全球二季度短缺 21.5 万吨	15
图 3.2.3: 2014 年精炼产能新增 75 万吨	16
图 3.2.4: 2014 年粗炼产能新增 69 万吨	16
图 3.2.5: 现货 TC/RC 维持高位	16
图 3.2.6: 精矿进口增速将回升	16
图 3.2.7: 融资铜收缩周期, 精铜进口下半年回落	17
图 3.2.8: 废铜进口持续减少	17
图 3.3.1: 国家电网投资计划增速 13%	18
图 3.3.2: 电网工程假设投资增速平稳	18
图 3.3.3: 空调增速强劲	18
图 3.3.4: 竣工面积打压下半年需求	18

图 4.1.1: 印尼铝土出口禁令造成原料三成缺口	19
图 4.1.2: 印尼进口矿占矿石总进口量七成左右	19
图 4.1.3: 铝土矿进口均价抬升	20
图 4.1.4: 1-5 月进口: 其他国铝土成本明显高于印尼	20
图 4.2.1: 国内产能仍在稳步增长	21
图 4.2.2: 新疆产能仍然快速扩张	21
图 4.3.1: 中国外地区持续短缺	21
图 4.3.2: 国内 23 季度维持平衡	21
图 4.3.3: 比价走低将促使未锻造铝出口	22
图 4.3.4: 下半年铝材出口增速将回升	22
图 4.4.1: 08 年后升水融资锁定大量库存	23
图 4.4.2: 基本面推升北美和欧洲现货升水, 但或已到高位	23
图 4.4.3: 14 年以来 LME 库存流出, contango 收窄	23
图 4.4.4: LME 价格和 LME0-3 将走高 (即 contango 收窄)	23
图 4.4.5: 现货-连三价差影响现货库存	24
图 4.4.6: 社会库存进入去库阶段	24
图 4.5.1: 地产开发投资仍在下降周期	25
图 4.5.2: 汽车增速稳定, 关注交通轻量化	25

第一章 行情综述与策略跟踪

下表是截止 2014 年 6 月 23 日为止二季度基金属的走势情况，从表中可以看出，目前二季度基金属悉数迎来反弹，其中在 LME 和上海两个市场中，精锌价格反弹居前，在 LME 市场中，精铜反弹最弱，而在上海市场中，精铅反弹最弱。

表 2.1.1: 2014 年二季度基金属价格走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
LME 铜	6645.25	6970.00	6513.25	6868.00	222.75	3.35
LME 铝	1784.00	1918.00	1754.75	1899.00	115.00	6.45
LME 铅	2070.00	2169.50	2032.00	2169.50	99.50	4.81
LME 锌	1983.50	2192.00	1962.00	2191.75	208.25	10.50
沪铜连三	46700.00	49120.00	45500.00	49120.00	2420.00	5.18
沪铝连三	13085.00	13890.00	13005.00	13660.00	575.00	4.39
沪铅连三	13875.00	14220.00	13760.00	14195.00	320.00	2.31
沪锌连三	14850.00	15850.00	14805.00	15800.00	950.00	6.40

资料来源：博易大师 南华研究

我们简要跟踪一季度策略报告中的策略[\[链接\]](#)，其中每个对冲头寸仓位 50%，单边 33%，止损止盈按策略要求，为简化模型，直接选取到期合约，未进行主力合约展期操作，其损益如下表。除 AI 反套亏损其余策略盈利状况较好，净收益 10.20%，年化 40.78%。

表 2.1.2: 2014 年二季度基金属策略跟踪

策略	建仓时间	价差/比价	平仓时间	退出方法	价差/比价	收益率[%]	年化
多 Cu1407 空 Al1407	4 月 1 日	3.589	5 月 14 日	沪铜目标位 49000	3.729	10.36	41.43
多 Cu1407	4 月 1 日	46520	5 月 19 日	沪铜目标位 49000	49020	16.12	64.48
多 Cu1407 空伦铜 140716	4 月 1 日	7.005	6 月 6 日	比价 7.25	7.258	12.43	49.73
多 Cu1409 空 I1409	4 月 1 日	58.15	5 月 15 日	5 月中旬止 盈	65.43	30.40	121.60
多 Al1407 空伦铝	4 月 1 日	7.299	4 月 10 日	百分比止损	7.031	-9.28	-37.13
多精铝现货空 Al1407	4 月 1 日	600	-	持有到期	355	2.47	9.87
多伦铜空美黄金 06	4 月 1 日	5.205	5 月 28 日	时间止盈	5.492	16.93	67.73
多 Zn1407 空 Pb1407	4 月 1 日	1.074	5 月 30 日	时间止盈	1.1	2.13	8.53
平均						10.20	40.78

资料来源：南华研究

第二章 宏观经济外强内弱

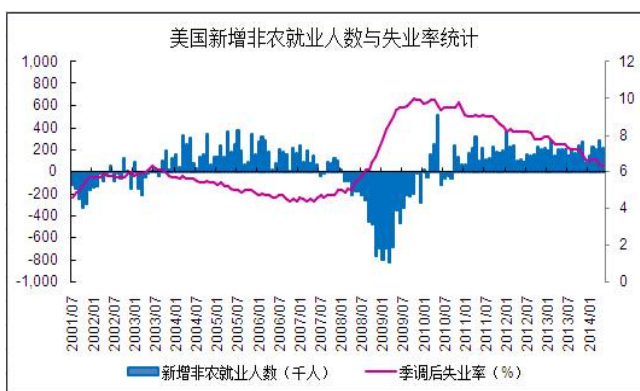
从二季度公布的一系列经济数据来看,代表发达国家的美国和代表新兴经济体的中国呈现出明显的外强内弱的格局:中国经济遭遇持续放缓,美国经济迎来稳步复苏,不过值得欣慰的是,中国经济放缓的速度见底,而中国政府的政策托底也为市场提供了积极的信号。

2.1 欧美: 美国数据重回正轨, 欧洲央行践行宽松

美国经济在第一季度的经济数据曾令市场大跌眼镜,此后市场疑问未消,经济数据下滑到底是外部原因造成还是内部原因造成的? 如果是因为恶劣天气等外部原因造成的,那么对整个经济复苏的趋势不会改变,如果是因为经济增长的内生动力受阻造成的,经济复苏的前景或将被打断,美国第二季度的经济数据很好地回答了这个问题。

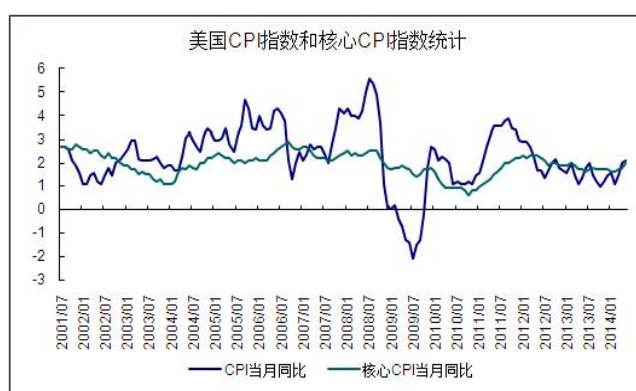
美国失业率和通胀仍将是当前影响美联储决策的重要指标。美国劳工部最新数据显示,5月新增非农就业人口为21.7万人,略低于此前预期的21.8万人,同时5月份的失业率持稳在6.3%的低位,好于市场预期。结合此前公布的3、4月份的新增非农就业人口和失业率来看,新增非农就业人口都维持在20万人以上,失业率回落至2008年10月以来的新低,表明美国劳动力市场得到极大地改善。美国劳工部也表示,目前美国经济已悉数补回衰退期间丧失的870万个就业岗位,就业恢复为经济重回复苏轨道提供了重要的参考依据。同时,此前令美联储担忧的通胀数据,也呈现出回升的态势。美国劳工部最新数据显示,5月CPI指数年率从4月份的2.0%上升至2.1%,好于预期并创下20个月以来的最大升幅,核心CPI指数年率也从1.8%回升至2.0%,也好于预期。结合此前公布的3、4月份美国CPI指数,目前已经连续三月维持上扬。失业率回落和通胀回升一度引发市场对美联储在6月议息会议加速退出宽松货币政策的预期,不过耶伦的鸽派措辞令这种预期落空,并对当前美国经济表示谨慎乐观,美联储的谨慎很可能和当前动荡的地缘政治密切相关。

图2.1.1: 美国新增非农就业人数与失业率统计



资料来源: Bloomberg 南华研究

图2.1.2: 美国CPI和核心CPI物价指数统计



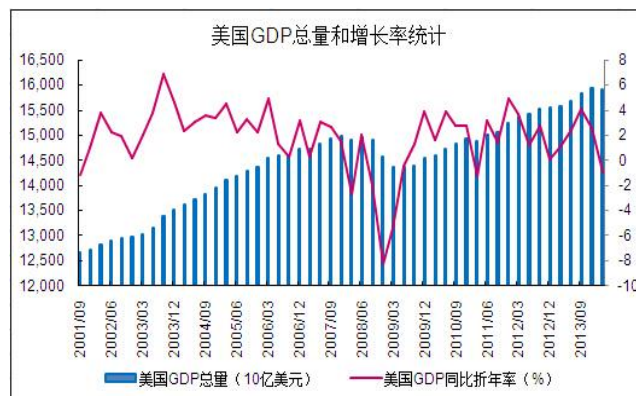
资料来源: Bloomberg 南华研究

美国制造业和非制造业活动的反弹或将成为美国经济增长的主要动力。ISM最新公布的数据显示,5月制造业PMI指数为55.4,虽略低于预期,但是目前制造业活动已经是连续4个月维持环比增长,而从5月份的分项指标上看,产出指数、物价指数和新订单指数是PMI

指数贡献最大的三个指标。其中,新订单指数为 56.9,高于 4 月份的 55.1,产出指数为 61.0,明显高于 4 月份的 55.7,物价指数为 60.6,也明显高于 4 月份的 56.6,制造业下游需求强劲使得 5 月份新订单指数走高,企业开工率企稳回升并带动生产指数走强,相应的物价指数受到提振,并且与美国 CPI 指数上升相呼应。随后公布的美国 ISM 非制造业 PMI 指数为 56.3,高于预期的 55.5,连续 3 个月维持环比增长,并创 2013 年 8 月以来的新高。从分项指标上来看,新订单指数为 60.5,创 2011 年 1 月以来最高,商业活动/生产指数为 62.1,创 2011 年 2 月以来新高,非制造业需求同样表现强劲,提振新订单指数和商业活动/生产指数创阶段性新高,服务业呈现加速增长的趋势。综合美国制造业和非制造业指标来看,此前一季度由于恶劣天气造成的不良影响正在慢慢消失,制造业和非制造业活动继续维持加速扩张的态势,将会对美国经济复苏起到极大的推动作用,并将对第二季度的 GDP 提供持续增长的动力。目前第二季度的美国 GDP 尚未出炉,不过投资机构明显看好美国第二季度的经济表现,其中“乐观者”如德意志银行,该行预计美国第二季度 GDP 增长将高于 4%,下半年增速或将在 3.5%左右,“悲观者”如巴克莱银行,该行小幅下修了美国第二季度 GDP 增速,从 3.0%降至 2.9%,高盛集团的预估较为中肯,不过也将美国第二季度 GDP 增长预估上调至 3.8%,并同时上调一季度的修正值 0.1 个百分点。总体来看,在先行指标表现优异的情况下,目前市场一致看好美国二季度经济增长的反弹。

图2.1.3: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数统计

图2.1.4: 美国 GDP 数据统计



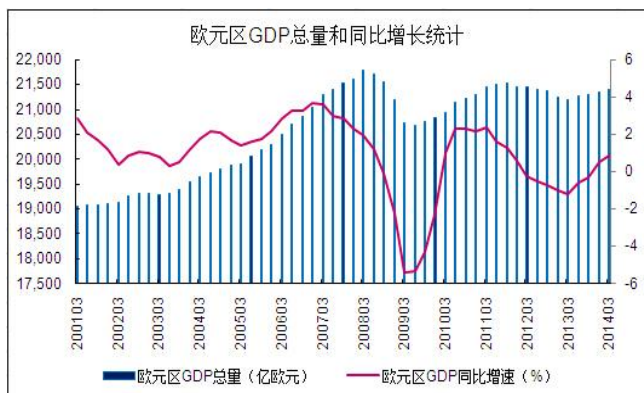
资料来源: Bloomberg 南华研究

资料来源: Bloomberg 南华研究

美国经济复苏在如火如荼地进行中,而欧元区经济虽然已基本走出了债务危机的阴影,却由于此前采用财政紧缩的措施来应对债务危机,导致目前欧元区国家普遍受到通缩的持续困扰,同时经济增长也受到紧缩带来的负面影响。

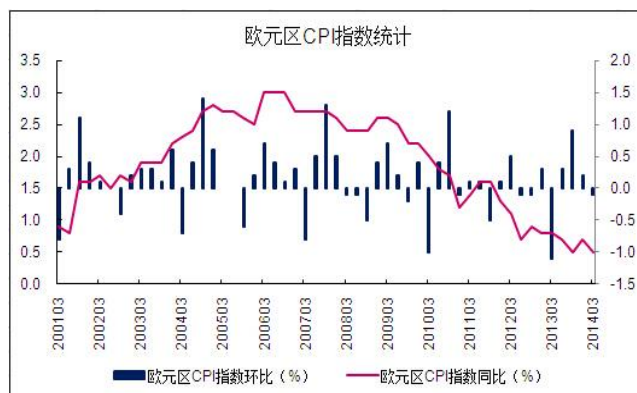
欧元区经济复苏缓慢,但稳步回升迹象显现。欧盟统计局此前公布的数据显示,一季度欧元区季调后 GDP 总值为 21399 亿欧元,同比增长 0.9%,目前已经是连续 4 个季度环比回升,表明欧元区经济在去年一季度陷入阶段性低位之后,目前缓慢恢复到回升的通道中。然而,欧元区 CPI 指数却仍然处于下行通道中。欧盟统计局最新公布的数据显示,欧元区 5 月 CPI 指数年率为 0.5%,与初值持平,较 4 月终值 0.7%继续回落了 0.2 个百分点,目前已经回调至 4 年半以来的低位水平,市场担忧欧元区再度陷入通缩困局,并进一步遏制消费需求,从而导致欧元区陷入通缩-经济萎缩的恶性循环之中。

图2.1.5: 欧元区 GDP 数据统计



资料来源：Bloomberg 南华研究

图2.1.6: 欧元区 CPI 数据统计



资料来源：Bloomberg 南华研究

显然，欧元区的决策者们已经感受到了经济增长缓慢和通缩的压力，同时也有来自各国选民的压力，欧洲央行调整政策势在必行。其实此前早有相关官员为欧洲央行调整政策预热，而正式公布是在6月欧洲央行的货币政策会议上。6月5日，欧洲央行行长德拉吉宣布将再融资利率削减10个基点至0.15%，隔夜存款利率削减10个基点至-0.1%，隔夜贷款利率大幅削减35个基点至0.4%，这是自2013年11月以来欧洲央行再度降息，并成为首个实施负利率的世界主要央行。德拉吉还在随后的新闻发布会上宣布一揽子的宽松政策，包括结束SMP冲销、准备ABS购买，引入4000亿欧元TLTRO，延长固定利率完全配额等，并指出降息和量化宽松的目的是把通胀水平推升至2%左右的水平。欧洲央行此轮政策的重点在于通过降息实现信贷宽松，改善商业银行的流动性，特别是为中小企业提供宽松的融资环境，创造更多的就业机会。目前欧元区正处于黎明前的黑暗之中，经济增长和政策环境有待改善。

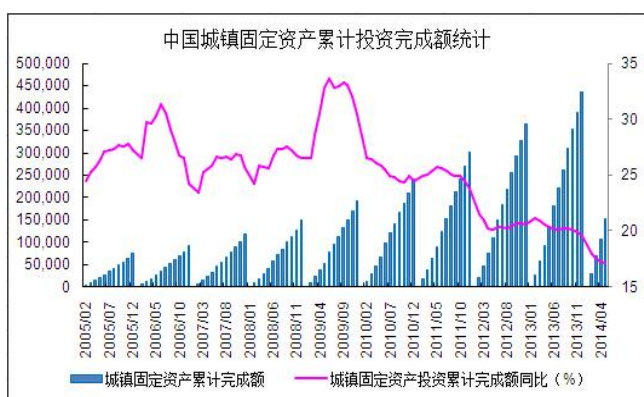
综合二季度欧美的经济数据来看，在当前美联储维持宽松货币政策的背景下，美国经济数据的强劲继续为基金属创造良好的宏观环境，欧元区通过降息和推行欧洲版的量化宽松政策也将为市场提供流动性，可以在一定程度上抵补美联储退出QE的影响，这是为基金属宏观环境锦上添花。当然，局部地区地缘政治的冲突仍然会对欧美经济造成冲击，并提振美元指数压制基金属，尽管爆发大规模的冲突概率不大，对基金属影响也相对较小，但是需要在三季度的时候加以关注。

2.2 中国：结构调整延续放缓，政策托底效果初显

在一季度的报告中，我们提到当前中国经济处于“三期叠加”，中国政府将在考虑稳增长、调结构和促改革三者之间寻找新的平衡点。结构调整，意味着经济增长方式的改变，从粗放型经济增长转向集约型经济增长，从投资推动型转为消费推动型增长，从注重企业的规模到注重企业的质量，目前经济增长在政府工作目标中已经不是第一位了，在经济调整的过程中，也不可避免地会牺牲一部分经济增长来换取经济结构的转变。结构调整是一个中长期目标，不可能一蹴而就，那么在一季度经济增速放缓之后，二季度初延续此前惯性回落的格局也就顺理成章。

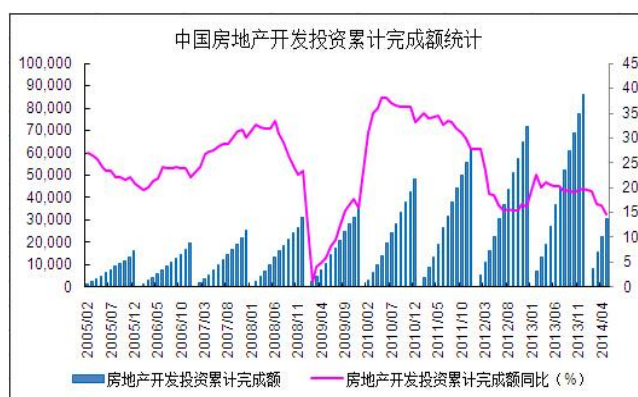
固定资产投资回落以及房地产市场遇冷或将是二季度经济增长延续回落的重要原因。从国家统计局最新公布的数据显示，1-5 月份全国城镇固定资产投资 153716 亿元，同比名义增长 17.2%，增速比 1-4 月份回落 0.1 个百分点，累计同比增速已经是连续 8 个月下滑。目前正处于剔除大量规模大、效益低、产能过剩行业的投资转向规模小、效益高、节能环保行业的投资的转折期，长期性的经济结构调整意味着城镇固定资产投资同比增长率下滑或将成为一种新常态。1-5 月份房地产开发投资累计投资额为 30738.58 亿元，同比增长 14.7%，增速较 1-4 月份回落了 1.7 个百分点，并呈现加速下滑的趋势。二季度商品房市场的量价齐跌引发市场对房地产泡沫破裂的担忧，一方面开发商受制于商品房高库存和资金链断裂的压力，不得已以价走量，而另一方面，居民对房价的走势预期有所转变，驻足观望的态度较为明显，总体上房地产投资向理性回归，逐步回落也是大势所趋。

图2.2.1: 全国城镇固定资产累计投资统计



资料来源：国家统计局 南华研究

图2.2.2: 全国房地产开发投资累计统计



资料来源：国家统计局 南华研究

中央在 2014 年年初提出保持 7.5% 左右的经济增长目标，结构调整对经济增长负面影响的下限也就随之确立。在国家统计局公布 2014 年一季度 GDP 增长为 7.4% 之后，甚至在经济数据公布之前，一系列先行指标预示一季度 GDP 增速可能回落的情况下，中央的微小刺激政策也相继出台。4 月 2 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，会议提出扩大小微企业所得税优惠范围、发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用、深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设等政策措施。4 月 25 日，央行下调了县域商业银行、县域农村合作银行存准率。6 月 9 日，央行宣布符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调存准率 0.5 个百分点，同时，财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司也下调存准率 0.5 个百分点。从公布的一系列政策来看，央行稳健的货币政策没有改变，中国政府在不同场合也明确表态不会采用大规模经济刺激政策，而是更为注重对“三农”和小微企业两类实体经济中的薄弱环节进行政策倾斜和扶植，本质上是为货币政策的预调微调。

“微刺激”政策已逐步在 5 月份的先行指标中得到体现。6 月 1 日，中国国家统计局最新的数据显示，5 月中国制造业 PMI 指数从 4 月份的 50.4 上升至 50.8，好于此前预期的 50.6，连续三月走高，并创下年内新高，显示制造业活动的回暖，从分项指数上看，国内订单指数、出口订单指数和采购量指数上扬，这是下游需求回升的表现。6 月 23 日，汇丰银行数据显示，6 月汇丰中国制造业 PMI 指数初值为 50.8，好于预期的 49.7，也好于 5 月份的 49.4，在连续 5 个月低于荣枯线以下之后首次回升至 50 以上，这也能反映出中小企业的生存状况

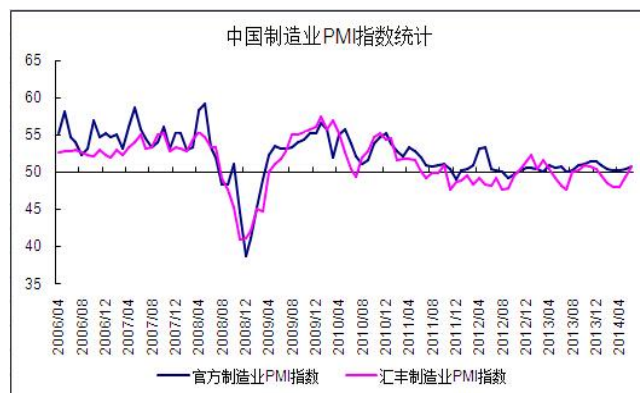
得到一定的改善，从分项指数上看，尽管出口订单指数下滑，但新订单指数升至 15 个月以来新高，在下游需求提振的影响下，企业成品去库存较为明显，原材料采购和补库较为积极。综合来看，受到下游市场，特别是国内需求的提振，官方制造业 PMI 指数和汇丰制造业 PMI 指数双双走高，表明前期政府出台的一系列“微刺激”政策在逐步奏效，制造业活动的回暖或将为经济增速放缓刹车，重回政府设定的合理区间之内。

图2.2.3: 中国 GDP 数据统计



资料来源：Bloomberg 南华研究

图2.2.4: 中国官方和汇丰制造业 PMI 指数统计



资料来源：Bloomberg 南华研究

综合国内二季度公布的经济指标来看，一季度经济增长放缓的惯性或将延续到二季度的GDP数据表现上，但是政府出台的各种“微刺激”政策已经逐步在实体企业中得到体现，随着二季度末下游需求在国内市场的逐步抬头，三季度经济增速或将稳步回升，对基金属总体来说中性偏多。

第三章 铜：短多长空，寻找结构性机会

我们认为供给端的故事将主导下半年走势，主要观点如下：

- 1、下半年铜价呈短多长空的走势，7-8月将以冲高化解紧张的软逼仓局面，目标7400美元；而在之后市场重回过剩，打压价格。
- 2、融资铜进入收缩周期，三地库存再平衡，比价上行，溢价触底回升。
- 3、供给面因精铜产能释放，精矿过剩将向下游传导，但整体仍维持紧平衡，不能过度看空。

3.1 理性评估融资铜：收缩周期的库存再平衡

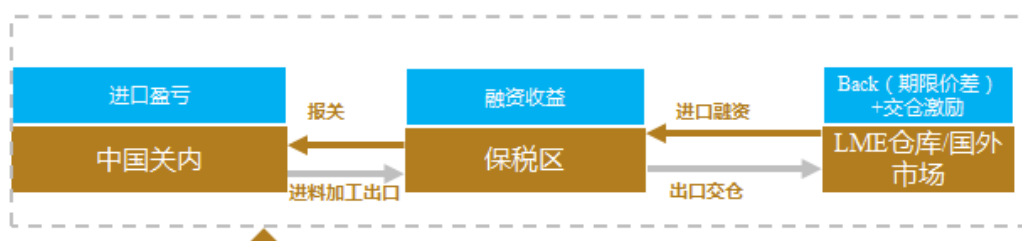
铜价的下跌往往由最敏感的要害引发，自一季度3月上旬由超日债引发的融资铜引爆沪铜大幅杀跌，相同的故事在4月末重演：因德诚矿业在青岛港保税区的仓单重复质押事件，一时间引发为中国融资商提供REPO（质押回购）外资行人人自危，数家因此蒙受损失。保税区的铜仓单一向被认为管理规范，极难出现类似钢贸的虚假仓单骗贷事件，德诚矿业事件打破了行业默认的底线，造成了多方较大的恐慌。

3.1.1 透视保税区铜生态链

我国铜和铜矿的进口依存度较高，在资本账户未开放和内外息差较大的客观条件下，资本的套利需求自然而然地催生出了一条铜进口为基础的贸易金融生态链。在这条生态链中，按市场主体可划分为：1、有外资银行为代表的资金提供方；2 有信用额度和外管评级的贸易商及实体背景类贸易商为代表的融资方；3 因所有的资金必须以铜为载体流转，仓储公司扮演监管铜的第三方，为仓单作信用背书。

以铜分配的地点来划分，我们可以将铜储存地点分为中国关内、保税区和国外市场。铜进口的第一目的地为保税区，保税区大量的存量铜即在其中以转卖 repo 的形式流转，基于国内的需求，在适当的条件下（进口亏损缩小）保税区的铜会报税进入国内消费市场。影响铜分配的要素如下图所示。

图3.1.1: 铜三地流转



资料来源：南华研究

3.1.2 青岛港事件爆发后对各方后续影响如下：

银行方：收紧 REPO 业务，对正常的进口信用证也有所收紧，融资规模整体被压缩。

贸易商：因铜失去融资收益，抛售铜库存变现，一些铜将被搬运至国外继续融资。

仓储商：中小型的仓储商将失去信誉，银行和贸易商将青睐信誉良好的大仓储商、LME 仓库甚至海外仓库。

3.1.3 铜将去哪里？

首先明晰我们所谓的进出口的概念，我国海关统计数据的口径是以进出国境为基准，也就是说铜运到到保税区即被海关纳入进口统计，而保税区报关完税后流入国内市场则不能再贸易数据体现出来；同理，冶炼厂进料加工的“出口”并未纳入海关出口数据，而只有铜真正离港流出国外市场或交仓 LME 才会被纳入出口数据。

保税区的铜只有两个流向：1 报关完税后流入国内，2 出口回流 LME 和国外市场。

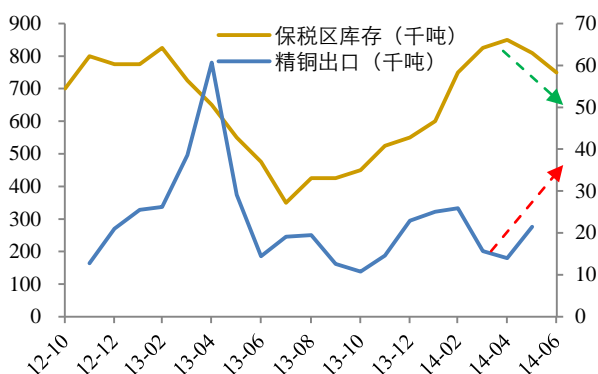
短时间来看：在五月中旬 LME 高 back（现货升水）和五月底青岛港事件刺激下，铜首选回流 LME 仓库和国外市场；对于国内市场，银行全面收紧导致信用证开出和贴现不畅，以及国内现货高升水不利于保值导致了报关端受阻，即使 6 月上中旬现货进口套利窗口打开，也未能观察到大量的铜流入国内市场，国内市场供给依旧紧张。保税区和新加坡贸易升水也可印证：五月洋山港溢价快速下行，保税区融资收益收缩，大量的铜出口后，6 月中旬开始溢价企稳反弹，而新加坡升水则从 150 美元跳水至 80 美元，可得知铜被运至新加坡地区销售赚取升水，而非交仓 LME（因库存未增加）。

长时间来看，保税区的高库存和国内国外二地的紧张的矛盾产生了足够强的张力，促使三地库存再平衡，最终 LME 将进入补库存周期，国内的紧张局面将得到缓解，这是全球铜分配内在的需求。甚至可以认为即使没有青岛港的诈骗事件，LME 市场会产生足够大的 back（近月升水，对空头造成时间亏损）、交仓激励、地区升水来吸引保税区库存的回流，而青岛港事件只是诱因。我们观察融资铜规模，可认为近年来融资铜存在 1 年的库存周期（这可能与我国短期信贷周期、汇率有关联，在此不深究），这种周期的表象就是上图三地收益的平衡，当前融资铜进入去库存再平衡的周期。

我们在 4 月下旬观察到的 LME cash-3 升水高达 99 美金，加上柔佛釜山等地交仓激励（高于 50 美元），LME 仓库完全有足够的吸引力吸引保税区的铜（图 3.1.5）。当然这种回流不一定需要搬运存量，也可能是通过多进少出，改变流量的形式。

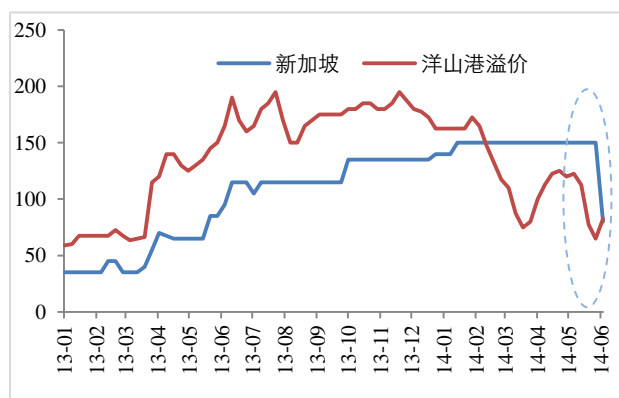
对于报关进口，短时间因为信用证的收紧造成报关不畅、国内 back 造成的保值难，以及进口亏损的客观存在，现货并未大量流入。随时间推移，青岛港事件影响淡化，在紧张的现货市场驱动下，库存仍将流入国内，与此同时，国内冶炼产量的增加，完成国内与保税区库存的再平衡。

图3.1.2: 保税区铜已经出口大量铜



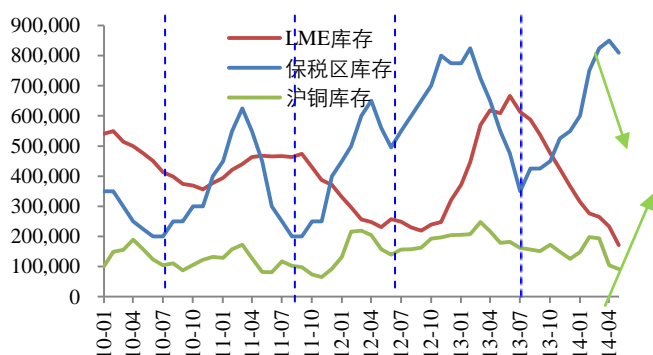
资料来源：海关总署、Bloomberg、南华研究

图3.1.3: 流出铜使洋山溢价触底回升，新加坡升水骤降



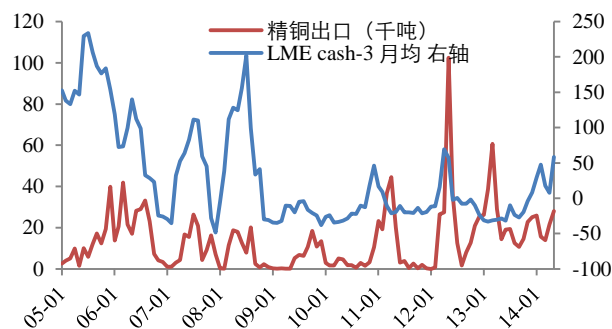
资料来源：Bloomberg、南华研究

图3.1.4: 下半年保税区进入去库周期



资料来源：Bloomberg、南华研究

图3.1.5: LME cash-3 价差是吸引出口的重要条件



资料来源：Bloomberg、海关总署、南华研究

3.1.4 后续影响：收缩周期的再平衡

融资铜贸易低风险，高杠杆，各个环节套保严丝合缝，理论上说，其现货和期货总的头寸对市场是价格中性的。但由于现货期货对铜市场影响的权重不一，且现货对市场情绪的影响现货远远大于期货，因此一旦恐慌发生，市场的第一反应仍是恐慌性杀跌，但总的来说我们认为恐慌性的杀跌存在较大的反身性，在基本面未恶化的情况下，价格会逐步修复，这在三月上旬和五月初的大跌都被验证。

我们认为融资铜生态链有足够多的缓释风险的途径（国内流入的刚需和回流国外融资），出现崩溃性的解除可能性不大，而是进入融资铜收缩周期。因现货的流动和内外套保头寸的转换对内外比价和期限曲线价差的扰动巨大，因此我们也应关注事件带来的结构性的套利对冲机会，我们对后市保税区演化的预测如下。

1、保税区库存在下半年出现周期性的下降，融资贸易规模整体收缩，但我们强调融资贸易并不会在短期内解除，决定其存在的基石（息差和进口刚需）并未改变，保税区-LME-国内三地库存再平衡完成后，融资铜将再度进入扩张周期。

2、融资铜收益减少。库存优先回流 LME 国外库存，这将在短期内（1 个月）修复比价中枢，预计将提升到 7.25 左右，内外倒挂的幅度将缩小；而在更长的时间，国内相对于国外更紧张的局面将改变。

3、保税区溢价已经见底反弹。我们预计库存将在下半年持续减少到 50 万吨以下，与此同时洋山铜溢价在四季度将重回 150 美元。

4、波动率将上升。保税区的存量铜充当了全球铜库存的缓冲池，一定程度上平抑了价格的波动：LME 和上期所库存直面消费市场，出清速度快，引入保税区作为缓冲，可对供给失衡进行调节抑制大幅波动。近年来，特别是 14 年上半年铜价的波动趋向缓和，可能与保税区库存过高有关。我们观察图 3.1.7，在融资贸易兴盛以来，铜价波动率整体下行，且与融资铜规模有较好的反相关性（相关系数-0.57），所以当保税区进入库存下行周期，市场波动将上行。因此，再平衡的过程中将降低缓冲作用，保税区流出的现货对市场造成冲击，这将为平静的铜市引入活力，下半年的波动率可能会有阶段性的提升。

图3.1.6: 短期内沪伦三月比价将修复到 7.25 以上

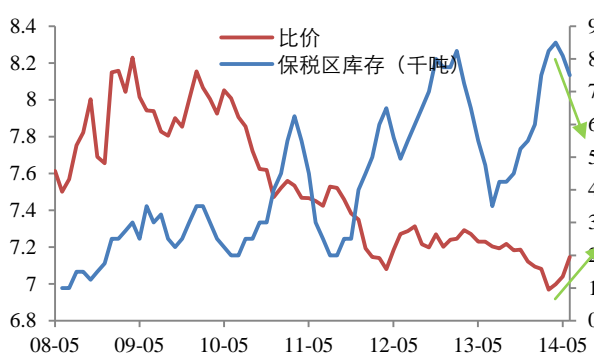
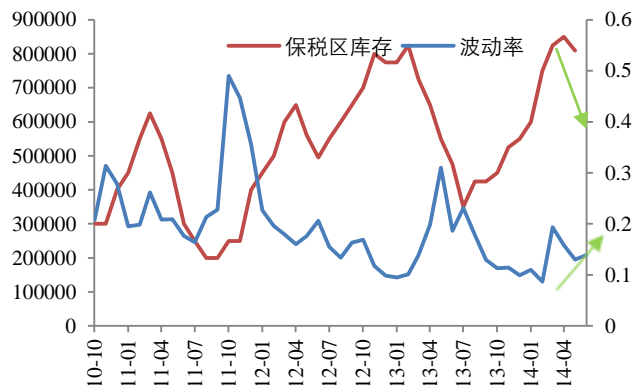


图3.1.7: 保税区的缓冲作用减弱，波动率将上行



资料来源：bloomberg 海关总署 南华研究

资料来源：bloomberg 南华研究

3.2 供给面短紧长松

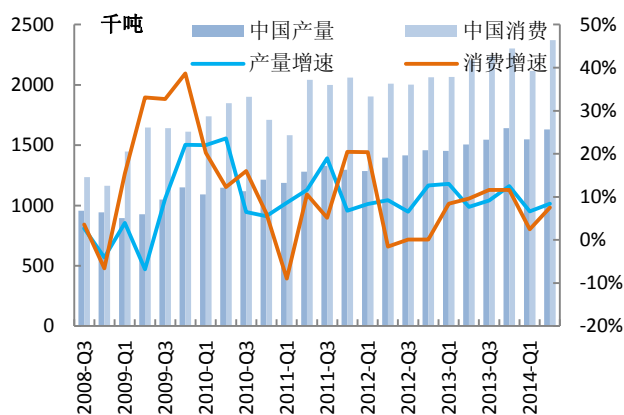
供给紧张驱动了自三月以来反弹，我们认为国内供给紧张的主要原因有：

- 1、冶炼厂联手出口铜至保税区，和金川等国内冶炼厂的联手减产检修等。
- 2、国储收储 20 万吨
- 3、3-5 月现货市场需求逐步回暖
- 4、印尼方面铜精矿禁令未如市场所料，精矿未能出口。

二季度中国和世界供给处于紧张状态，全球平衡由短缺 21.5 万吨，国内外二季度的真实消费中规中矩，相较一季度较弱的消费，增速平稳，但在以上因素共同作用下中国表现消费大幅增加，。

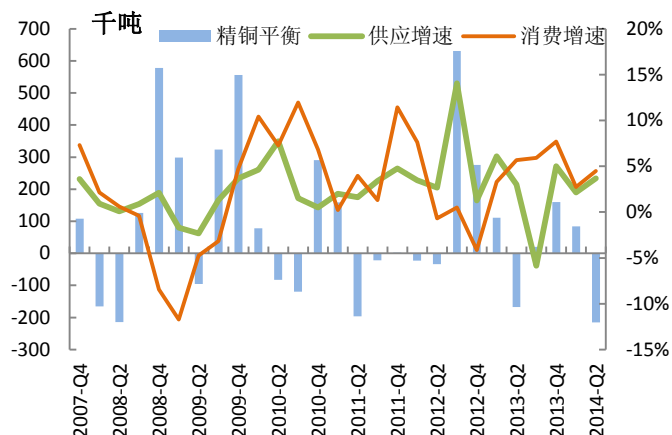
在下半年，造成供给紧张的因素将逐渐弱化，呈现短紧长松的局面。

图3.2.1: 中国二季度消费增速 7.35%



资料来源：CRU 南华研究

图3.2.2: 全球二季度短缺 21.5 万吨



资料来源：CRU 南华研究

3.2.2 下半年冶炼产能快速扩张，精矿进口增加：

我国自有矿产铜较少，占表观消费的 2 成左右，其余需求分别通过铜精矿、进口精粗铜、进口废铜来满足。

全球精矿产量处于扩展周期，但我国冶炼瓶颈的限制导致精矿的过剩并未向精铜传导。而在二季度冶炼厂的检修，随着金川等企业检修结束（40 万吨的产能将在 6 月底复产）和新产能的投放（2014 年预计新增粗炼 69 万吨），下半年精铜产量将逐步提升，而在此之前仍有紧缺的可能。高昂的 TC/RC 费用和较小的内外倒挂价差下，冶炼厂有足够的动力加大生产并售往国内市场，精矿进口量也将随冶炼产能扩张增速加快。

图3.2.3: 2014 年精炼产能新增 75 万吨

企业	粗炼	精炼	投产时间
新疆新鑫铜业	10	10	2013
铜陵有色集团金冠铜	40 (新增25)	40	2013
和鼎铜业	5	8	2013
	10	10	2014
新疆鑫慧铜业	10	10	2013
包头华鼎铜业	7	-	2013
大冶有色公司	-	30	2013
四川广安科塔金属	-	10	2013
豫光金铅	10	10	2014
西部矿业青海铜业	10	10	2014
广西金川有色	40	40	2014
广西南国铜业	15	15	2014

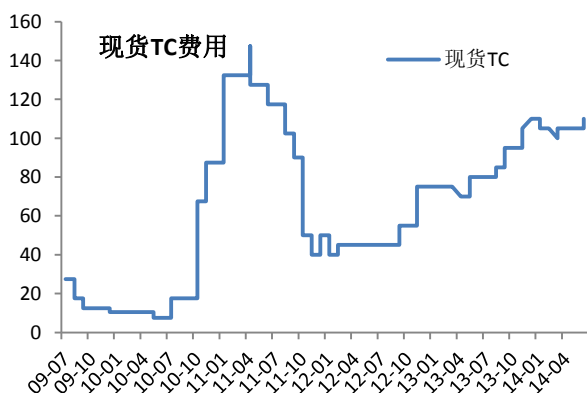
资料来源: 安泰科 南华研究

图3.2.4: 2014 年粗炼产能新增 69 万吨

企业名称	设计产能	2013年 运行产能	2014年 新增有效产
铜陵有色金冠铜业	40	20	20
云南锡业公司	10	7	3
和鼎铜业	10	7	3
广西金川有色	40		20
新疆五鑫铜业	10	1.3	5
新疆鑫慧铜业	10		4
东营方圆	20		8
包头华鼎铜业	10	3	2
豫光金铅	10		4
合计	160	38.3	69

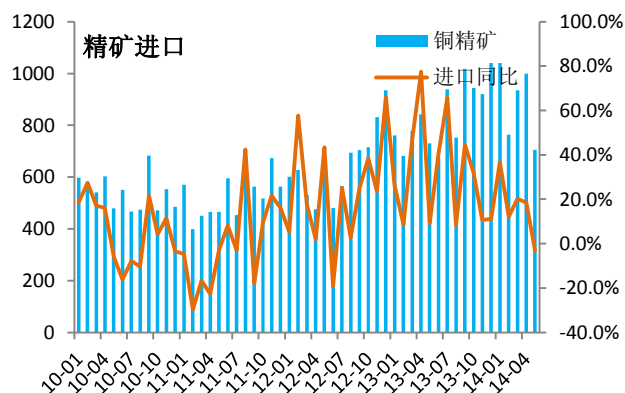
资料来源: 安泰科 南华研究

图3.2.5: 现货 TC/RC 维持高位



资料来源: 亚洲金属网 汤森路透 南华研究

图3.2.6: 精矿进口增速将回升

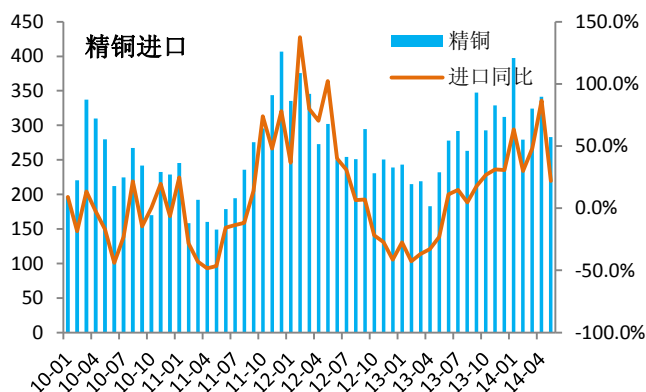


资料来源: 海关总署 南华研究

3.2.3 精铜和废铜进口量减少:

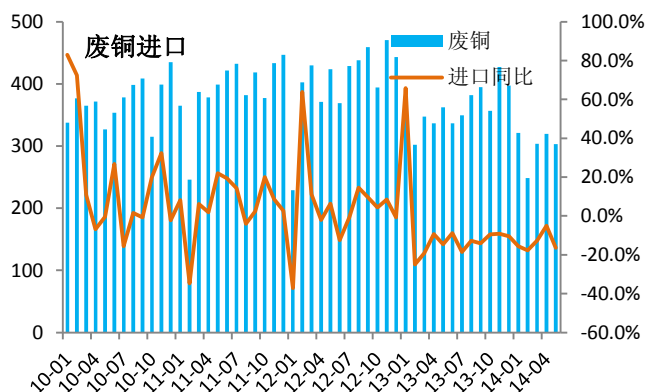
融资铜进入收缩周期, 融资商收益减少, 其积极的搬运效应也会减弱, 作为融资标的精铜进口量也将缩减。废铜供应也在持续减少, 这主要是两方面的原因, 一是海关自“绿篱行动”后对废料进口的监管极其严格, 增加摩擦成本; 另一方面相对前几年的高位, 铜价回落到合理区域, 不会刺激海外废铜供应积极的拆解。可以预见的是, 废铜供应将持续走弱, 一些废铜为原料的贸易商和生产厂家也在积极谋求转型。

图3.2.7: 融资铜收缩周期, 精铜进口下半年回落



资料来源: 海关总署 南华研究

图3.2.8: 废铜进口持续减少



资料来源: 海关总署 南华研究

3.2.4 精矿进口增加, 下半年总供给短紧长松:

供给端的将出现结构性的变化, 精矿的进口增加将弥补精铜与废铜进口增速的缺口。国内库存与 LME 库存都维持极低的水平的, 在精铜进口不畅的态势下 (远月进口比价亏损仍然很大、开证不畅) 二季度以来的现货紧张的逼仓态势可能将持续到 7-8 月, 随着时间的推移, 在下半年来由精矿进口增加逐步缓解, 在印尼开放 Freeport 和 Newmont 旗下精矿出口 (总产能 60 万吨以上) 的预期和中国精炼产能释放下, 预计下半年供给端呈现短紧长松的局面, 价格和期限价差也可能呈现宽幅震荡的走势。

值得一提的是相对于其他过剩品种, 铜精矿的“宽松”仍在紧平衡范畴之内, 13 年来较少的中断量并非常态, 若厄尔尼诺现象造成印尼干旱、智利洪水和涨潮等中断影响, 精矿极易转向短缺。

3.3 需求难有惊喜, 但电网投资托底

3.3.1 电网投资增速平稳:

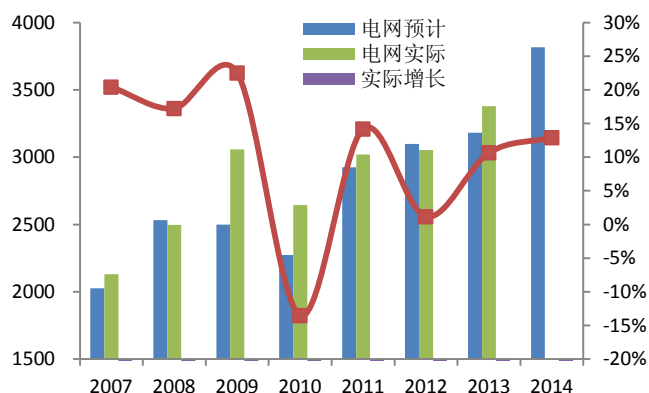
电网投资相关的用铜量占中国总消费 40% 左右, 2014 年电网投资计划投资总额为 3815 亿元, 与 2013 年完成总额相比增长 13%。较 2013 年的 10.6% 提升 2.4 个百分点。鉴于电网投资的确定性, 我们认为今年铜消费整体无忧。1-5 月电网投资增速中规中矩, 累计同比 4.6%, 低于计划增速。电网投资的落实面临国家电网被全面审计、特高压电缆用铜少等问题, 但我们相信扰动不大, 电网投资完成计划额压力不大。

3.3.2 特高压正在启动:

环保诉求是当前民生关注热点, 区域大气污染治理需加大跨区电力外送, 政府和民间有足够动力全面推进特高压的建设。按照国家电网的规划 2017 是建成“三横三纵”的时点, 目前能源局批复的淮南-南京-上海线路已经招标, 发改委批复的雅安-重庆-武汉线路年内招

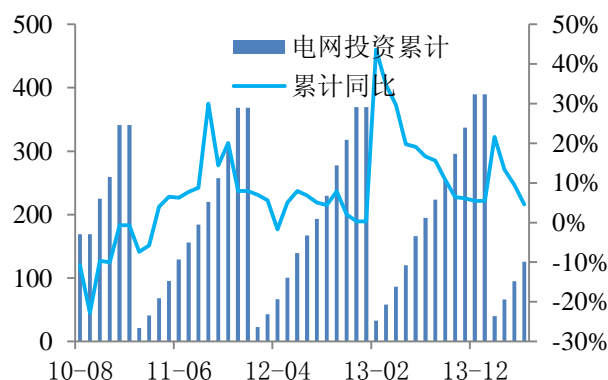
标的的可能性很大；直流方面，能源局批复的宁东-浙江线路有望率先开工，下半年有望迎来特高压建设春天，预计 14-15 年特高压投资都在千亿元以上，由此带来的精铜消费也将启动。

图3.3.1: 国家电网投资计划增速 13%



资料来源：国家电网 南华研究

图3.3.2: 电网工程假设投资增速平稳



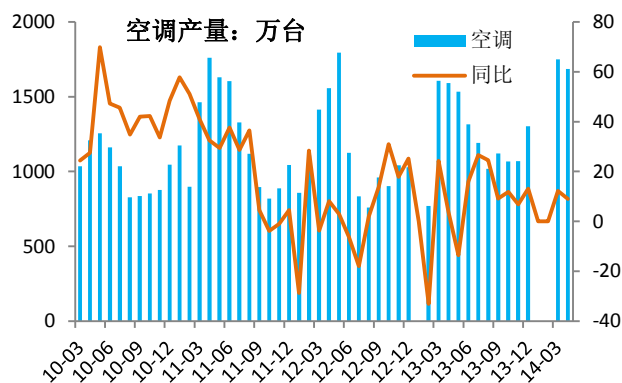
资料来源：国家能源局 南华研究

3.3.3 空调增速平稳，但疲弱的地产和下游紧张的资金打压需求

5月空调增速维持平稳，虽然出口同比继续回落，在下半年厄尔尼诺发生概率加大的背景下，北方干旱地区空调需求将继续增加。

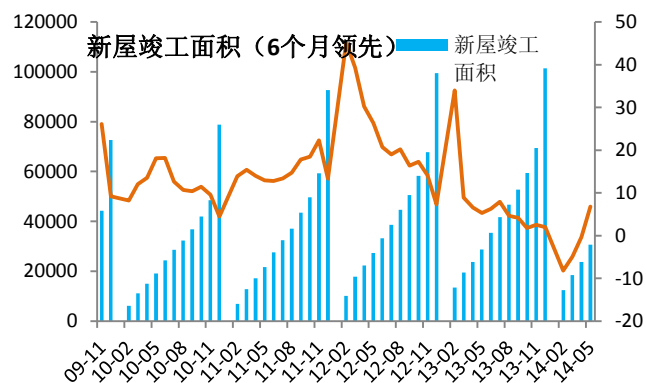
地产数据的持续走低成为市场的共识，对需求的影响不仅在实物用量上，随着行业整体的去杠杆，对金融属性较强的铜价也是利空。此外，下游加工和电缆行业普遍资金紧张，信贷受到挤压，产能过剩严重，即使在微刺激下难有改观。现金流短缺仍然是企业第一大难事，在此情况难以出现下游补库周期带来的牛市。

图3.3.3: 空调增速强劲



资料来源：国家统计局 南华研究

图3.3.4: 竣工面积打压下半年需求



资料来源：国家统计局 南华研究

第四章 铝：供给端提升价格中枢，弹性供应压制涨幅

主要观点：

我们不排除供给短缺的可能，但认为更可能的是中长期原料成本上移提振原铝价格。

下半年电解铝产出增速不变，产能过剩局面不改，弹性供应将压制价格涨幅。

铝价下半年继续维持外强内弱的局面，比价将继续下行。

我们认为 14 年下半年 LME 远期升水融资模式面临解除风险。成本位附近，国内升水融资交易和将托底铝价。

4.1 评估印尼事件冲击：成本抬升，暴涨难觅

印尼铝土矿供应占中国铝原料供应在 12-13 年分别为 30%和 47%，早在 12 年国内氧化铝厂便有印尼政府禁矿预期，以山东为代表的氧化铝厂在两年内建立大量铝土库存，足以满足国内 14 年下半年 6 个月的需求。考虑到西南、中西部地区原料以国内矿为主，山东地区依靠进口库存可以维持更长时间。印尼禁矿切断了中国三成左右原料供给，长期来看这部分供给可能由新的铝土矿和氧化铝进口（如澳大利亚、印度等）、新增国内铝土矿和粉煤灰提铝工艺提供。

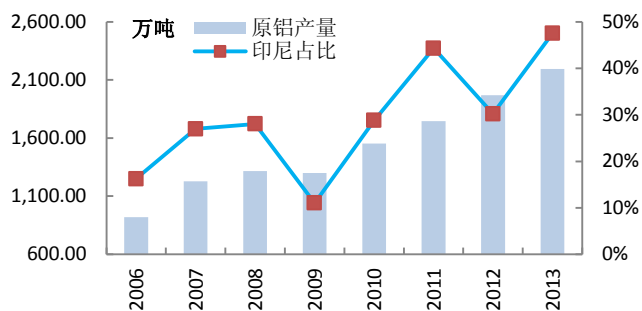
进口矿成本走高。印度、多米尼加、巴西等国近期加大了对我国铝土矿出口，弥补了部分原料缺口。但其开采成本和运费远高于印尼和澳大利亚地区，2014 年 1-5 月我国进口铝土矿成本显著上升，这是因为替代国铝土矿成本大都在 60-80 美金，高于印尼的 50 美金。

短期来看原料仍有压力。1 印尼的三水铝石与国内矿、其他进口矿的提取工艺有差别，印尼矿属低温拜耳法溶出，更换原料应考虑工艺改造的高成本和所需时间；2 海外矿山和氧化铝厂也存在建设风险，产品生产成本和运费较高；3 粉煤灰提铝工艺存在质量和高成本问题。

因此，我们不排除供给短缺的可能，但更可能的是中长期原料成本上移提振原铝价格。我们并不认为铝土矿价格会步镍后尘扶摇直上，这是因为：1、短缺的可能性较小且铝土矿成本曲线不如镍矿二元供给的曲线陡峭；2、海外项目和进口目前来看推进状况较好，3、更宏观的看铝土矿地壳丰度高，原铝价值形成的环节主要在电解过程，即凝结在铝锭中电力成本。即使铝土矿因短缺上涨，对铝价上涨的弹性也不如前者大。

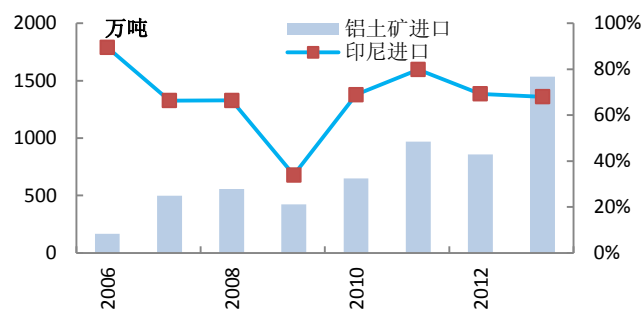
图4.1.1: 印尼铝土出口禁令造成原料三成缺口

图4.1.2: 印尼进口矿占矿石总进口量七成左右



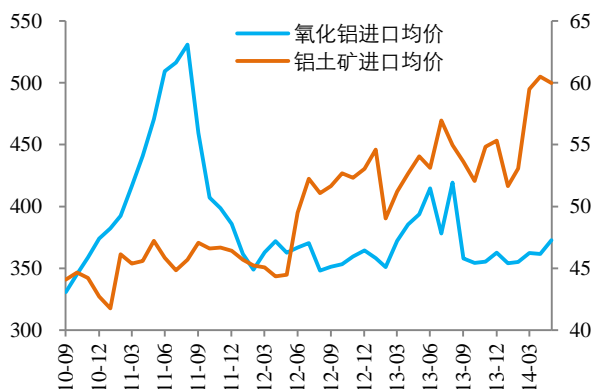
资料来源: bloomberg 南华研究

图4.1.3: 铝土矿进口均价抬升

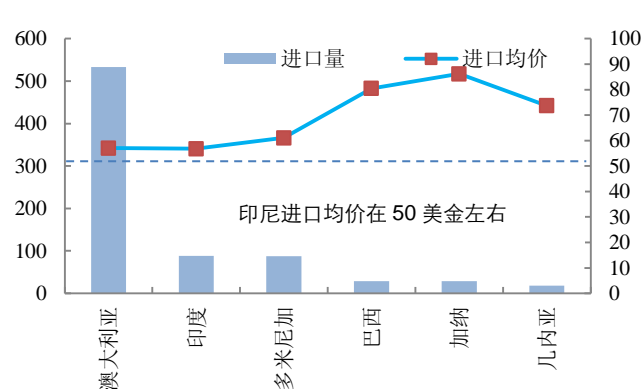


资料来源: 南华研究

图4.1.4: 1-5月进口: 其他国铝土成本明显高于印尼



资料来源: bloomberg 南华研究



资料来源: Bloomberg 南华研究

4.2 电解铝产能: 贵州再开补贴先河, 西部增速不减

下半年电解铝增速不变, 产能过剩局面不改, 弹性供应将压制价格涨幅。

铝价低位震荡导致 1-5 月国内减产 150 万吨产能, 尽管中部和西南地区出现了大量减产, 但新疆地区投放产能较大, 上半年平均产量增速在 11.5% 以上。

预计 2014 年可能减产的产能在 200 万吨/年以上, 但地方政府并不愿看到大量停产, 目前中铝贵州和遵义铝厂在得到贵阳政府 0.12 元的电价补贴后重启了 8 万吨产能, 电价补贴的口子再打开。

新疆地区产能投放速度不减, 今年 1-5 月产量达 153 万吨, 较去年同期的 76 万吨翻番。预计新疆年内建成产能达 600 万吨以上, 总产能将超 1100 万吨, 其中约一半在 3-4 季度投产, 下半年供应增速预计维持 10% 以上, 产能过剩的局面不会改变。

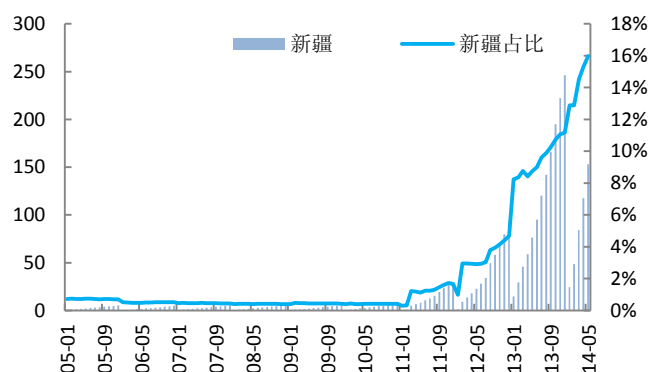
高成本的铝厂普遍施行弹性生产制, 一旦价格反弹接近开工边际成本, 复工的产能将打压价格。因此, 我们并不认为减产会带来强势反弹, 弹性生产制限制了价格反弹的高度。

图4.2.1: 国内产能仍在稳步增长



资料来源：国家统计局 南华研究

图4.2.2: 新疆产能仍然快速扩张



资料来源：国家统计局 南华研究

4.3 内外平衡大不同

我们认为下半年铝价维持外强内弱的局面，比价继续下行

与国内铝供应泛滥相比，除中国外地区因铝价下行和环保压力导致部分美铝俄铝以及其他高成本产能关闭，原铝逐渐转为供不应求，CRU 预计 2014 年国外地区将短缺 150 万吨，而从产能看中国仍维持明显的过剩。

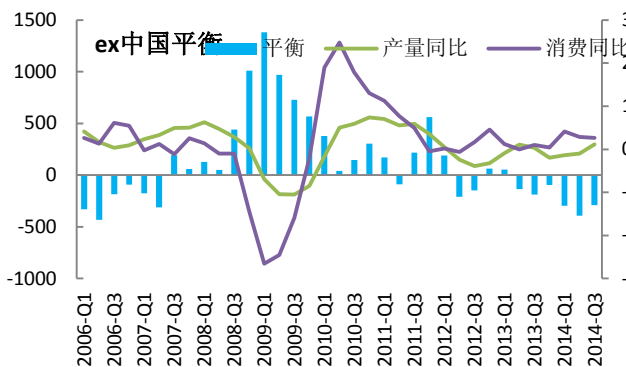
CRU 的数据显示，上半年除中国外地区需求增速为 6.8%，供给继续收缩-1.2%，短缺 69 万吨，预计三季度短缺维持在 29 万吨。上半年应新疆产能的大量投放，供给增速高于需求 3 个百分点。一季度因春节因素和铝产业的资金压力，过剩较严重，出现了明显的旺季后移。预计下半年消费增速在 8%以上，2,3 季度国内基本维持供需平衡，4 季度仍不容乐观。

内松外紧的供给会形成价差，流出铝成品，因铝出口关税过高，原铝极少被出口，内外价格通过铝加工品（铝材、铝合金等）出口来平衡。要注意的是，国内外铝平衡逻辑传导是：基本面差异-比价变动-铝材出口再平衡。出口是对基本面差异的对冲，而非主导比价的因素。

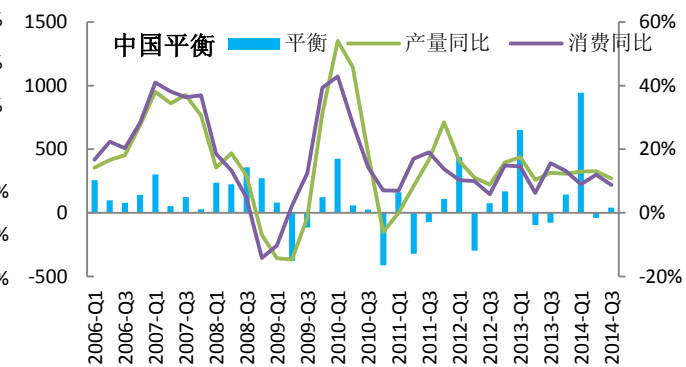
因此，在下半年内外供给平衡不一的大背景下，铝价维持内弱外强的可能性较大，做空比价（买外抛内）将是阶段性的机会，但应把握出口再平衡的节奏，注意国内因原料缺乏和减产的风险。

图4.3.1: 中国外地区持续短缺

图4.3.2: 国内 23 季度维持平衡



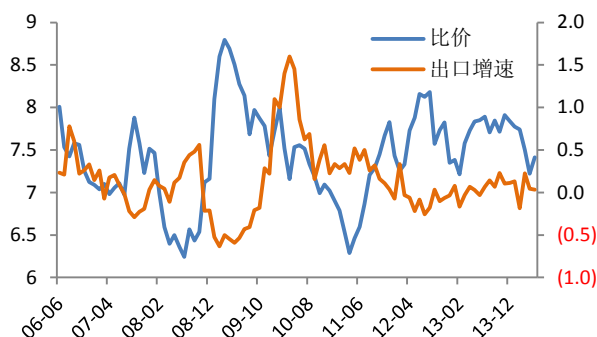
资料来源：CRU 南华研究



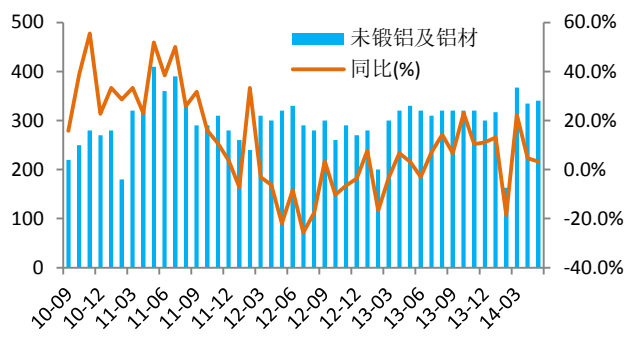
资料来源：CRU 南华研究

图4.3.3: 比价走低将促使未锻造铝出口

图4.3.4: 下半年铝材出口增速将回升



资料来源：海关总署 南华研究



资料来源：国家统计局 南华研究

4.4 买现卖期交易的影响

我们认为 14 年下半年 LME 远期升水融资模式面临解除风险。国内铝价在成本位附近也将受升水融资交易支撑，难以下行。

4.4.1 LME 远期升水融资交易的解除风险

08 年金融危机后，国外大量铝现货库存流入 LME 推升伦铝远期升水，得益于 QE 后低利率和仓储规则的配合，资金利用 LME 铝的 super contango 建立起持有到期的买现卖期锁定库存赚取升水的铝融资模式（也称 cash and carry），客观上锁定了大量过剩铝，稳定现货价格，维持了铝产业链的现金流。

远期升水融资收益由资金成本、仓储成本，和 contango 幅度（LME0-3 价差衡量，越负越好）来表征。在目前的资金和仓储成本的条件下，通常认为 LME0-3 在-40 美元左右即有利可图。大量的铝存入欧洲和北美的 LME 库存，仓储商（在 LME 注册的独立的第三方）利用 lme 最小出库量的规则延长注销仓单排队出库时间赚取仓租，底特律等地排队出库的日期超过 600 天，阻碍自由现货市场与仓单价差的出清。而在 2014 年，国外因减产和需求回

暖导致对仓单需求增加，推升欧洲和北美的升水上行至新高点，含升水的现货价格也有走高趋势。

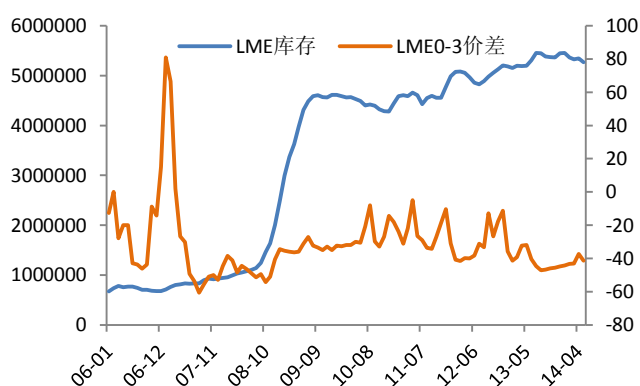
尽管 LME 的曲线被远期升水融资模式扭曲，但我们认为含升水的现货价格（全包价格 = LME 现货合约 + 地区升水）仍真实的反应了市场的供需。在现货需求加大的情况下，LME 现货合约上涨幅度小，而是由当地的升水上涨来完成现货的上涨。而升水会吸引 LME 仓单流出，进而抬升现货合约价格，contango 幅度收窄。图 4.4.3 中可观察到，14 年以来出现 4 月和 6 月 contango 两次大幅收窄，这是自 12 年末 back（现货升水）以来的最高位，暗示了远期升水融资模式解除的可能。

我们考察远期升水融资模式中利率、仓储成本和 contango 幅度三要素。1、利率方面：因美元加息的脚步临近，利率走高不可避免。2、仓储方面：LME 4 月意图推出库存新规促使仓储商加快出货，但被法庭裁决无效，不过 LME 的努力或有转机，高盛在底特律 Metro 仓库自发遵守规定库存新规-尽管高盛正在寻求出售 Metro，LME 仓库整体加快出库减少排队是大势所趋；contango 方面：因现货需求回暖和现货流出仓库，contango 幅度或难以维持 40 美金以上。

因此，14 年下半年 LME 远期升水融资模式面临解除风险。我们追根溯源地从市场机制出发，金属市场中在大量过剩时曲线形成 super contango 充当价格缓冲层，拥有资金的一方大量锁定现货卖出期货；相应的价差会补偿在过剩市场中提供资金、持有现货的主体。而一旦基本面的好转，super contango 存在的基石也随之消失。

我们认为 contango 融资的解除是温和的，不会发生堰塞湖式的流出-若流出现货过剩 contango 又会被推高。在下半年可以看到 LME 库存的持续流出，首当其冲的是排队最严重的美国底特律等地。对价格的影响是：地区升水将走低，若全包价格不变，LME 期货价格中枢整体抬升，contango 将收窄。

图4.4.1: 08年后升水融资锁定大量库存



资料来源：Bloomberg 南华研究

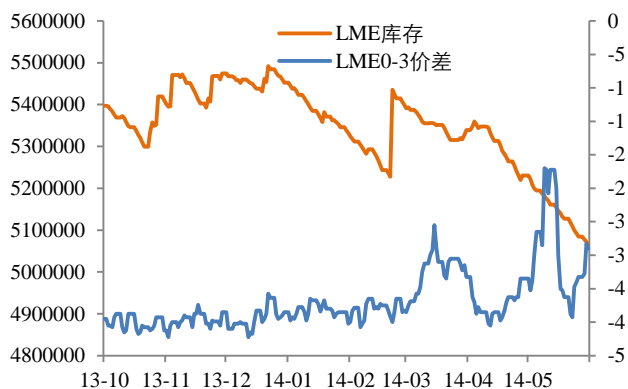
图4.4.2: 基本面推升北美和欧洲现货升水，但或已到高位



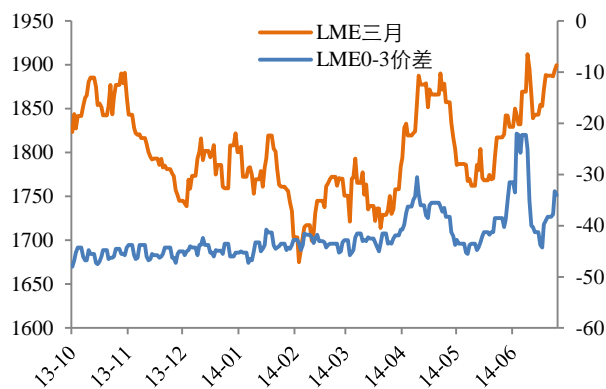
资料来源：bloomberg 南华研究

图4.4.3: 14年以来LME库存流出，contango收窄

图4.4.4: LME价格和LME0-3将走高（即contango收窄）



资料来源: bloomberg 南华研究



资料来源: bloomberg 南华研究

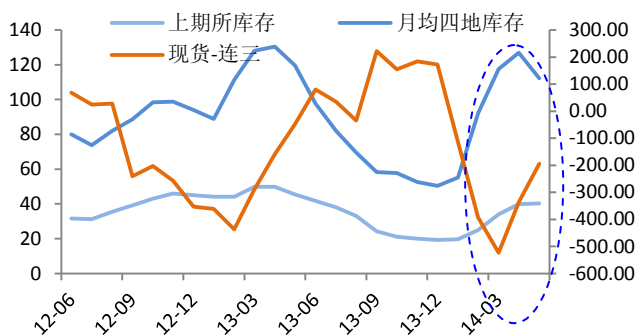
4.4.2 国内的升水融资交易预示铝价底部

成本位附近，国内升水融资交易将托底铝价

近年来国内铝库存过剩的情况下，国内基于现货铝的 cash and carry 交易也逐渐盛行，在 contango 足够大时，购买上期所仓单或社会仓单，卖出远月期货，持有到期锁定无风险收益。期货三月-现货价差在 350 元以上这类交易即可进行，我们观察到上期所库存涨跌与价差呈现明显反相关，沪铝当月交割量和持仓量的大幅增长也与此有关。14 年一季度铝锭大量过剩，推升沪铝 contango，利于买现卖期将铝锭锁定在交易所和社会库存。客观上托底了现货价格，大幅 contango 下价格下跌较难。

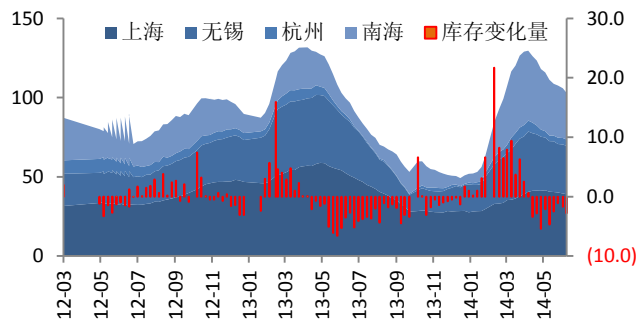
与 LME 的升水融资交易相比，国内资金成本高、仓储系统不成熟，我们并不认为国内的过剩产能会形成类似 LME 庞大的升水融资交易，但随着新疆产能的投放（中部电解铝厂铝液销售占绝大多数，新疆将会发运铝锭销往东部），不排除过剩铝锭会形成小规模升水融资交易，升水融资交易将在成本线附近阻止铝价进一步下跌。我们认为下半年沪铝下跌幅度有限，一季度可能成为全年价格底部。我们以 contango 幅度为信号进行做多和高抛低吸操作的成功率可能较高。

图4.4.5: 现货-连三价差影响现货库存



资料来源: bloomberg 南华研究

图4.4.6: 社会库存进入去库阶段



资料来源: 南华研究

4.5 消费增长总体平稳

预计下半年铝消费增长在 8% 以上。

在微刺激和宏观反弹的大背景下，尽管地产数据将持续下滑，但政府仍有棚户区改造、铁路投资和特高压项目等底牌对冲其失速风险，宏观整体难以下滑。环保诉求越来越成为政府和民声关注热点，汽车的轻便节能化、特高压的铝消费等埋下了讲消费故事的伏笔，下半年国内和全球铝消费整体平稳。

图4.5.1: 地产开发投资仍在下降周期

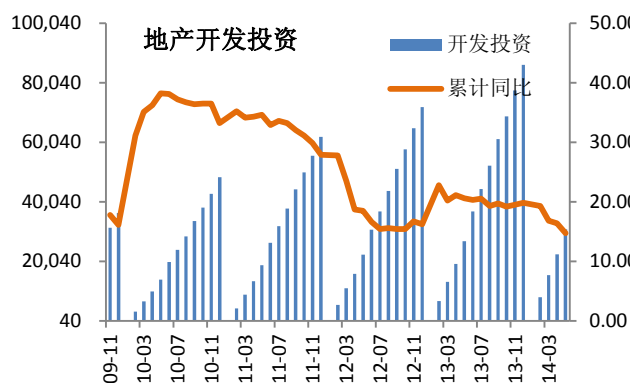
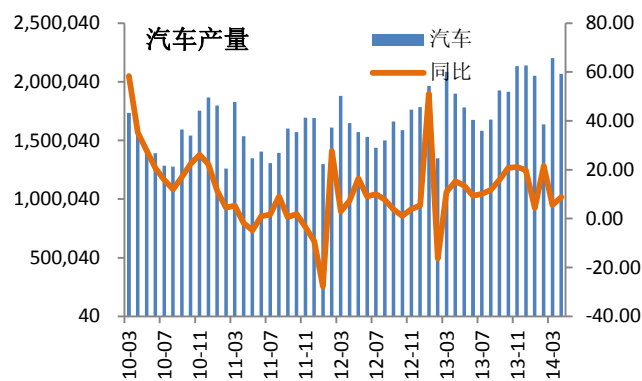


图4.5.2: 汽车增速稳定，关注交通轻量化



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：中汽协 南华研究

第五章 精选投资策略

针对以上市场热点的变化，我们对涉及铜铝品种精选了部分交易策略，供投资者参考，策略的核心逻辑都已包含在热点解析中，请结合上文阅读。

5.1 短期内多沪铜

核心逻辑：

1、短期内国内供给紧张未结束，内外库存极低，保税区优先回流 LME，现货紧张维持高升水

2、现货进口倒挂，远月进口亏损幅度大、信用证通道不畅，逼仓行情将持续到 7-8 月。

基本操作：买入沪铜 1409

止盈退出：52500、反向 1500 点移动止盈，8 月中旬退出、参考期现价差

止损退出：1000 点止损

5.2 多沪铜月差（短期）

核心逻辑：

- 1、短期内国内供给紧张未结束、库存仓单极低
- 2、沪铝 7、8 月持仓较高，空头面临交货和展期压力，或将进一步拉大月差

基本操作：买入沪铜 1407，卖出沪铜 1410（无法交割的投资者可买入 1408）

止盈退出：1407-1410 月差扩大到 2200 点、持有到 7 月 13 日

止损退出：400 点止损

5.3 多沪铜空伦铜（反套）

核心逻辑：

- 1、短期内国内供给紧张未结束，内外库存极低，保税区收缩周期优先回流 LME，国内现货紧张甚于国外
- 2、现货进口倒挂，远月进口亏损幅度大、信用证通道不畅，内盘走强将持续到 7-8 月。
- 3、国内 back（现货升水）较大，有额外的展期收益

基本操作：买入沪铜 1409，卖出伦铜 140917

止盈退出：比价 7.25、9 月中旬退出、内外 back

止损退出：本金百分比止损，事实上下半年也有**正套**机会，注意节奏

5.4 多铝

核心逻辑：

- 1、国外产能缺口扩大
- 2、印尼供给减少抬升全球铝生产成本
- 2、LME 远期升水融资贸易解除，现货升水下降而期货价格抬升

基本操作：买入伦铝 140917

止盈退出：9 月中旬退出，50 美金回撤止盈

止损退出：本金百分比止损

5.5 空沪铝多伦铝（正套）

核心逻辑：

- 1、国外产能缺口扩大，而国内过剩严重

2、LME 远期升水融资贸易解除，现货升水下降而期货价格抬升

基本操作：买入沪铝 1409，卖出伦铝 140917

止盈退出：持有到 9 月中旬

止损退出：本金百分比止损

5.6 伦铝买近抛远

核心逻辑：

1、国外产能缺口扩大，现货市场回暖

2、LME 远期升水融资贸易解除，现货升水下降而期货价格抬升

基本操作：买入 LME9 月主力，卖出 LME12 月主力

止盈退出：LME0-3 缩窄到-10 美金，持有到期 9 月中旬

止损退出：扩大 50 美金

5.7 期权策略：买入远期跨市，做多铜铝波动率

核心逻辑：

1、融资铜收缩周期削弱缓冲作用，扩大铜的波动；下半年供给矛盾转变加大波动；供给端可能的扰动。

2、铝远期升水融资解除加大铝的波动，年底铝土库存降低可能引发暴涨。

基本操作：买入 12 月铜平值跨市期权，买入 12 月铝平值跨市期权

激进操作：买入铝看涨期权

止盈退出：持有到 12 月中旬

止损退出：本金百分比止损

5.8 多伦铜空黄金

核心逻辑：

1、美国经济复苏重回正轨、三季度中国市场消费逐步回暖

2、美国经济复苏、失业下降、通胀抬头，美联储或加速缩减 QE 步伐

3、局部地区动乱难以对黄金价格构成中长期有效支撑

基本操作：买伦铜卖美黄金，按 1:5 的比例，选择铜金比价 在 5.0-5.1 区间建仓较为安全，资金量为合约开仓价资金量的 30%。

止盈退出：比价 5.8-5.9，或者资金盈利的 15%

止损退出：比价 4.8，或者资金亏损的 5%

5.9 多沪锌空沪铜

核心逻辑：

- 1、沪锌下游需求逐步释放，供需平衡继续趋紧
- 2、沪铜需求有所放缓，此前透支上涨动能，目前上冲乏力

基本操作：买沪锌卖沪铜，以 3:1 的比例，选择铜锌比价在 3.1-3.2 之间建仓，资金量为合约开仓价资金量的 30%。

止盈退出：比价 2.9-2.8，或者资金盈利的 15%

止损退出：比价 3.3，或者资金亏损的 5%，或者在 8 月 15 之前平仓

5.10 多伦镍空沪铜

核心逻辑：

- 1、预期印尼对镍矿的限制政策在年内不会放松，伦镍供应在年内趋紧
- 2、沪铜需求有所放缓，此前透支上涨动能，目前上冲乏力

基本操作：买伦镍卖沪铜，以 1:2 的比例，选择铜镍比价在 2.60-2.62 之间建仓，资金量为合约开仓价资金量的 30%。

止盈退出：比价：2.95-3.05，或者资金盈利的 15%

止损退出：比价 2.55，或者资金亏损的 5%，或者在 8 月中旬平仓

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 6 层 603、604 室
电话: 0513-89011160 传真: 0513-89011169

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net