

## 料沪铜将维持震荡走势，推荐日历价差策略

### 主要观点

#### 行情回顾

上周沪铜整体呈震荡走势，春节期间伦铜走强，节后沪铜跳空高开又震荡走弱，随后在超预期的进出口数据提振下逐渐走强。截止周五收盘沪铜指数收于 48540 元/吨，周内涨 0.87%。上周国内前 20 名会员多头持仓合计增持 2 万余手，前 20 名会员空头持仓合计增持 9482 手。

#### 基本面分析

由于国内铜冶炼厂新扩建产能投产和达产进程较为顺利，以及受强降雨影响智利国家铜业公司（Code1co）铜矿产量受到影响，近两周铜精矿加工费 TC 持续下滑，显示铜矿供应有偏紧的迹象。一季度为铜消费淡季，需求将延续节前的疲弱。上周仅有小部分企业开工，现货市场尚在假日氛围中，下游企业入市采购极少。上期所库存较春节前增加 6.4 万余吨，而在春节前上期所库存已连续上升三周。但伦铜库存却持续下降，伦铜低库存将为铜价提供一定支撑。宏观方面，上周公布的出口数据及社融数据均超市场预期，短期将提振市场信心，利好铜价。但由于春节效应存在，数据持续性存疑。而且节前公布的 1 月官方制造业 PMI 依然处于枯荣线下方，显示经济下行压力仍存。整体来看，目前市场多空因素交织，预计在铜消费有明显起色之前，沪铜将维持震荡走势。

#### 期权市场分析

上周铜期权日均成交量为 21875 手，较前一周减少 28%；日均持仓量为 51775 手，较前一周增加 3.26%。1903 合约成交量及持仓量上周均小幅下降，1904 合约则不断上升。截止上周五，1903 和 1904 期权合约成交量之和占总成交量的比例为 97.67%，持仓量之和占总持仓量的比例仅为 74%。上周铜期权成交量 PCR 在 1 附近波动，显示市场情绪偏中性。上市以来铜期权的隐含波动率呈逐渐下降的趋势，截止 2 月 15 日降至 12.29%，处于历史低位。上周铜期权偏度指数在 101 附近波动，说明市场对标的走势看法偏中性。上周新一轮中美贸易谈判告一段落，并商定与本周在华盛顿继续进行磋商。需持续关注贸易谈判结果，若谈判结构超出市场预期，铜期权波动率将上涨，若谈判期限延长，期权波动率将维持低位震荡。

#### 策略推荐

根据上述分析，预计短期内沪铜难有单边行情，大概率呈震荡走势。铜期权波动率目前已运行至历史地位，下周或保持低位震荡。另外 1903 合约下周五即将到期，到期前期权时间价值衰减加剧，因此推荐日历跨市价差策略，卖出 CU1903G49000 及 CU1903P48000 合约同时买入 CU1904G49000 及 CU1904P48000 合约，以期在标的行情小幅波动时赚取时间价值。

报告日期 2019-02-18

#### 研究所

李瑶瑶

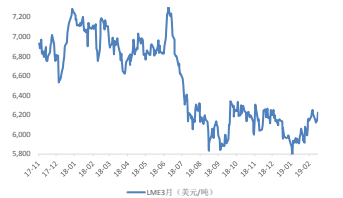
有色金属分析师

从业资格号：F3029554

电话：010-84183058

邮件：liyaoyao@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 .....	11
四、策略推荐 .....	11

## 插图

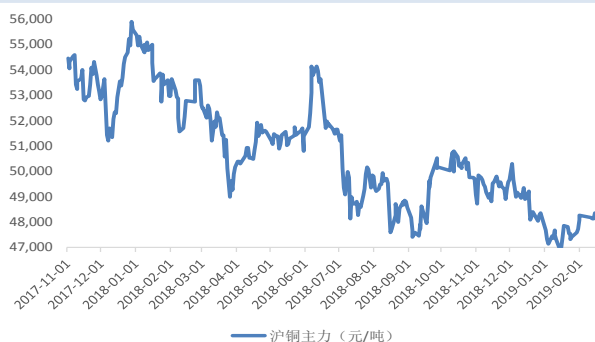
图 1 沪铜主力合约收盘价 .....	5
图 2 LME3 月铜收盘价 .....	5
图 3 沪铜主力合约成交量及持仓量 .....	5
图 4 LME3 月铜成交量 .....	5
图 5 WBMS 铜供需平衡 .....	6
图 6 中国冶炼厂粗炼费 TC .....	6
图 7 铜矿石及精矿进口当月值 .....	6
图 8 铜矿石及精矿进口累计值 .....	6
图 9 未锻造的铜及铜材进口月度值 .....	6
图 10 未锻造的铜及铜材进口累计值 .....	6
图 11 国内精炼铜产量月度值 .....	7
图 12 国内精炼铜产量累计值 .....	7
图 13 沪伦比值及铜进口利润 .....	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

上周沪铜整体呈震荡走势，春节期间伦铜走强，节后沪铜跳空高开又震荡走弱，随后在超预期的进出口数据提振下逐渐走强。截止周五收盘沪铜指数收于48540元/吨，周内涨0.87%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持2万余手，前20名会员空头持仓合计增持9482手。

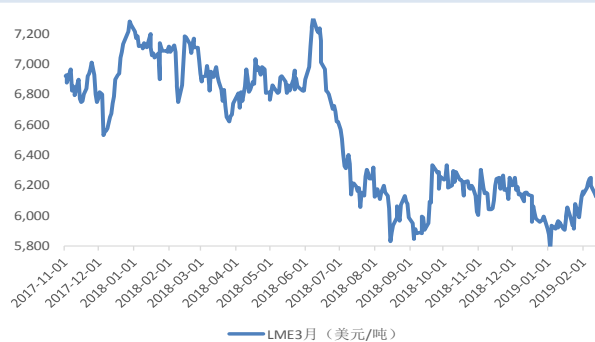
图 1 沪铜主力合约收盘价



— 沪铜主力 (元/吨)

数据来源: Wind、国都期货研究所

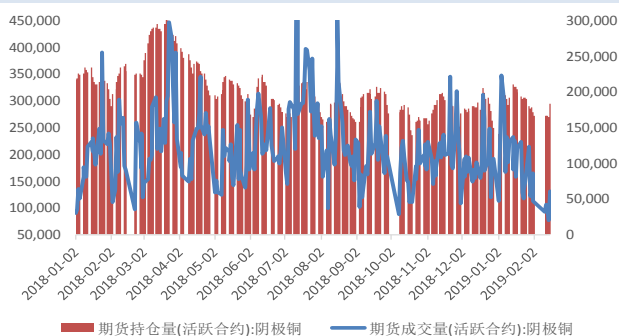
图 2 LME3月铜收盘价



— LME3月 (美元/吨)

数据来源: Wind、国都期货研究所

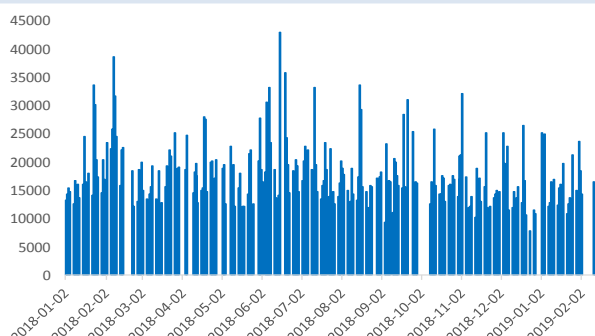
图 3 沪铜主力合约成交量及持仓量



■ 期货持仓量(活跃合约):阴极铜 — 期货成交量(活跃合约):阴极铜

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

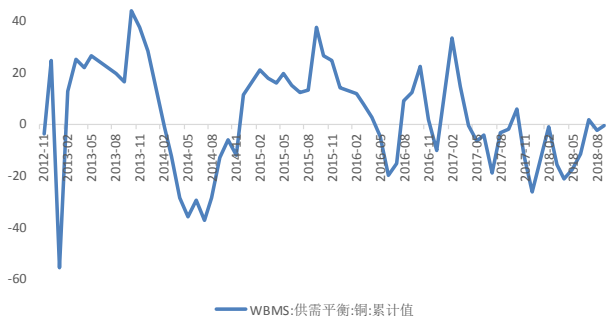
海关总署最新公布数据显示，1月末锻轧铜及铜材进口量环比增加12%至47.9万吨，同比增加8.9%。1月份LME维持较大幅的contango结构，期间进口窗口多次闪现，平均进口亏损仅200元/吨左右，刺激了精铜进口需求。

据SMM统计，1月中国精铜产量为73.75万吨，环比减少3.16%，同比增长5.22%。1月部分大型冶炼厂放缓生产节奏，同时青海铜业和豫光金铅，因检修和环保因素导致月度产量减半，是导致环比产量下降的主因。但多数冶炼厂保持正常运行，现货铜精矿TC和硫酸价格较好也为保持高开工也提供了动能，金川集团和云南铜业实际产量高于原计划。从

调研来看，2018年新扩建和复产的冶炼产能仅中铝宁德和梧州金升尚未完全达产，中铝宁德计划在将在4月全面达产，1月产能利用率近60%，梧州金升产能利用率尚不足三成，达产时间尚需时日。根据2月各家炼厂排产看，由于生产天数的减少，预计2月中国精铜产量将下降到72.1万吨，同比增长2.39%，环比下降2.24%，累计产量增速3.8%。

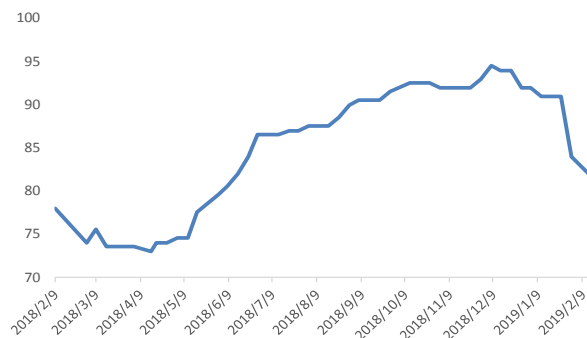
截止上周五SMM干净矿现货TC报79-84美元/吨，均价较节前跌2.5美元/吨。春节前铜精矿加工费TC快速下滑，较春节前一周跌7美元/吨。这主要是因为国内铜冶炼厂新扩建产能投产和达产进程较为顺利，另外春节期间受强降雨影响，Codelco暂停Chuquicamata和Ministro Hales铜矿的运营。虽然数小时后Ministro Hales重启运营，Chuquicamata铜矿的重启也已提上日程，但极端天气依然对铜矿供应造成影响。因此TC报价持续下滑。

图 5 WBMS 铜供需平衡



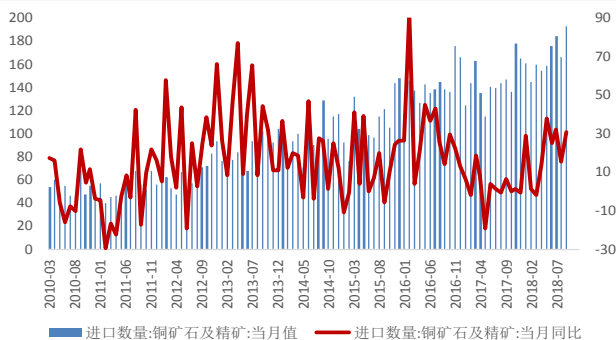
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 中国冶炼厂粗炼费 TC



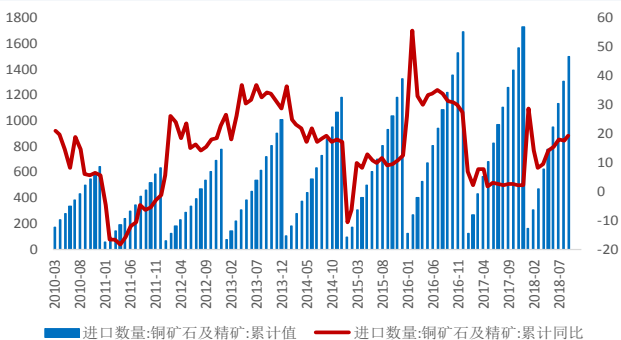
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 铜矿石及精矿进口当月值



数据来源：Wind、国都期货研究所

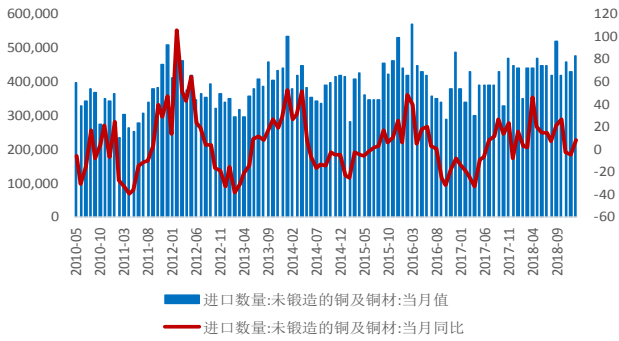
图 8 铜矿石及精矿进口累计值



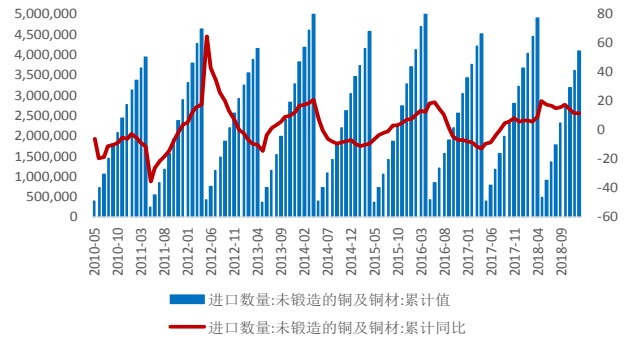
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

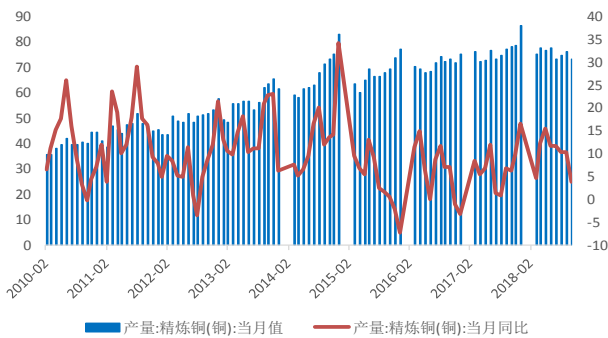


数据来源: Wind、国都期货研究所



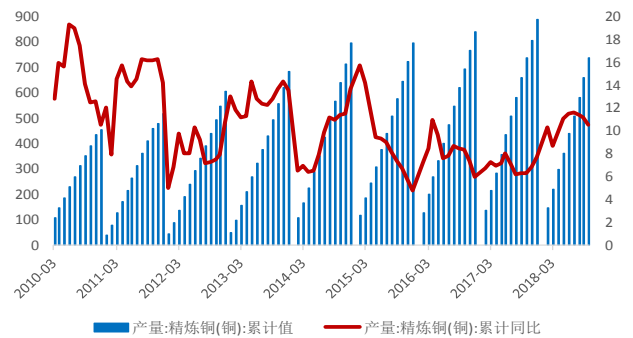
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

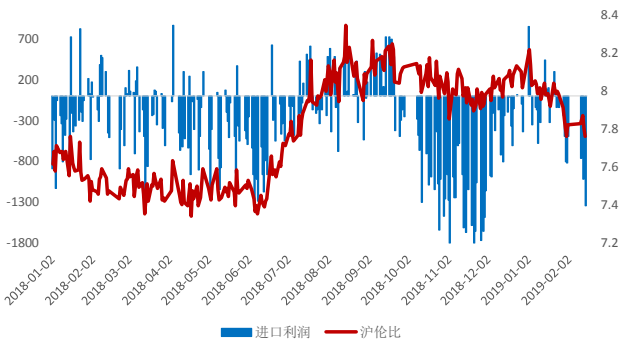


图 14 精废价差



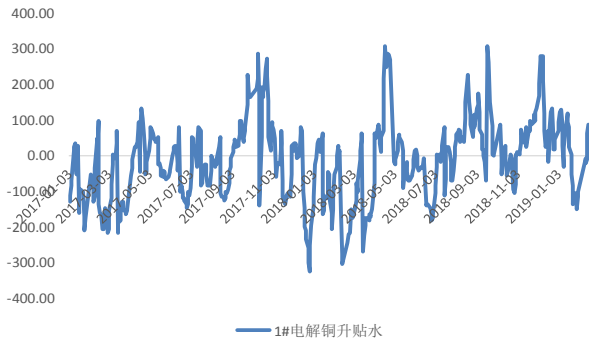
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 需求

宏观方面, 年前公布的1月官方制造业PMI为49.5%, 较12月上升0.1个百分点, 但已连续两月位于枯荣线以下, 显示经济下行压力仍大。上周公布的进出口数据显示, 1月出口同比增长9.1%, 前值-4.4%, 虽然存在春节抢跑效应, 但出口数据依然超出市场预期。另外周五公布的1月新增社融达4.64万亿, 新增贷款达3.32万亿, 金融数据纷纷创出历史新高超出市场预期。出口及金融数据向好, 短期将提振市场信心。但从信贷结构来看, 新增人民币贷款以短期贷款以及票据融资为主, 持续性存疑, 而且短期贷款对经济的拉动效果比较有限, 因此不可过分乐观的看待社融数据。

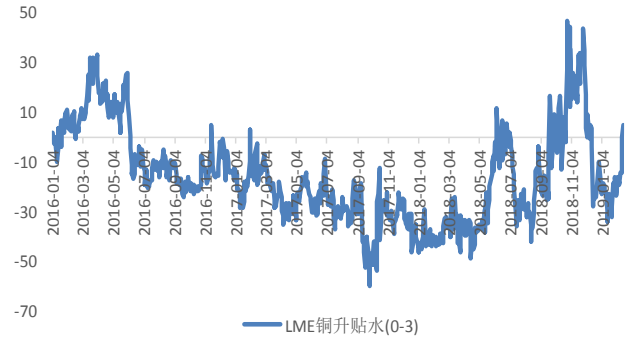
一季度为铜消费传统淡季，需求将延续节前的疲弱。节后第一周仅有小部分企业开工，现货市场尚在假日氛围中，下游企业入市采购极少。随着天气转暖，铜消费旺季一般在3月中下旬启动。

图 15 上海 1#电解铜升贴水



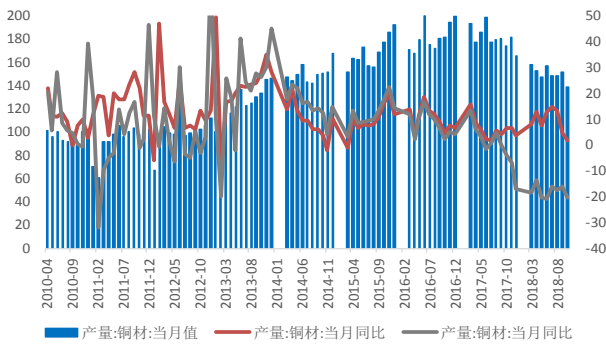
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 LME 铜升贴水



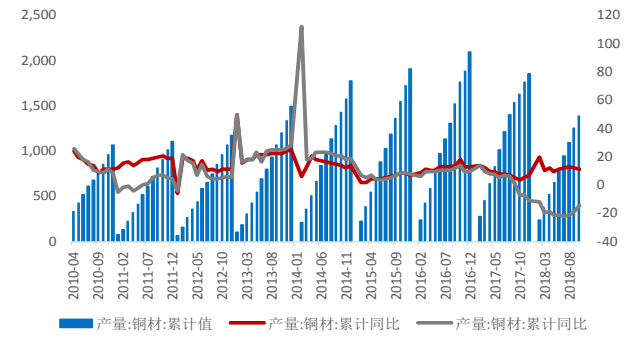
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 铜材产量当月值



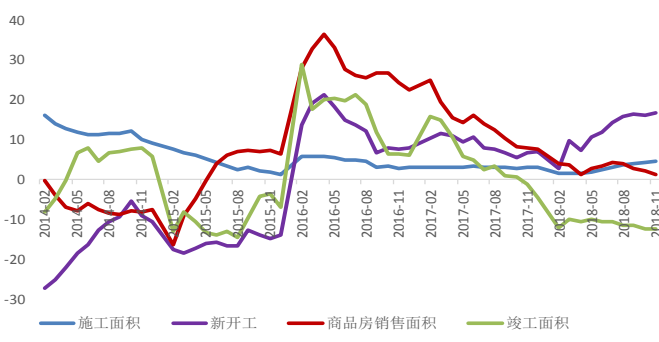
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 铜材产量累计值



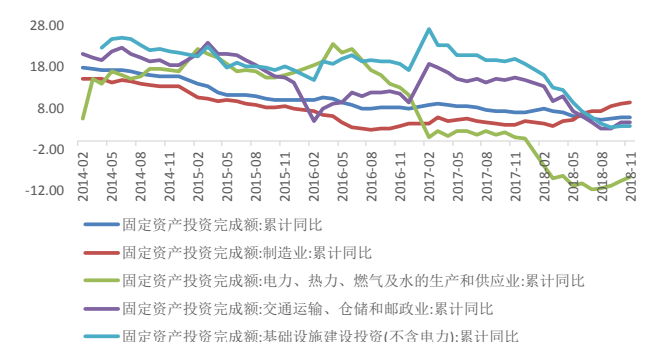
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

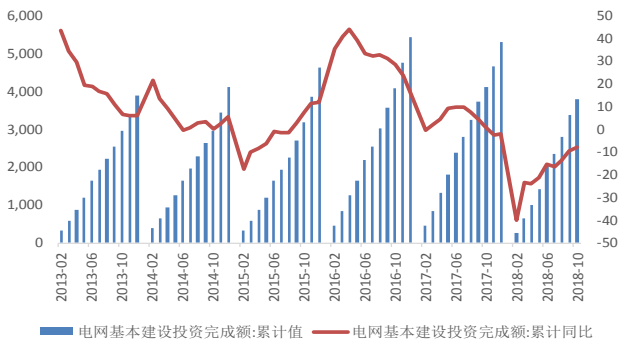


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 电网基本建设累计投资完成额

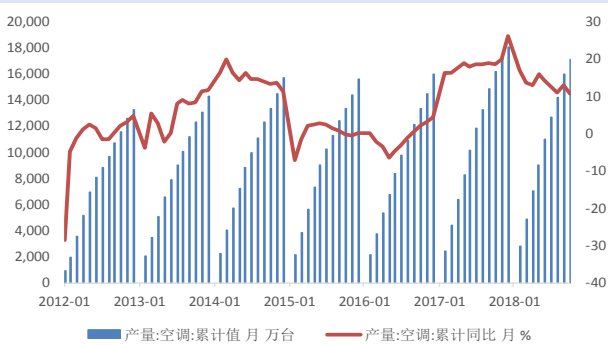
图 22 电源基本建设累计投资完成额





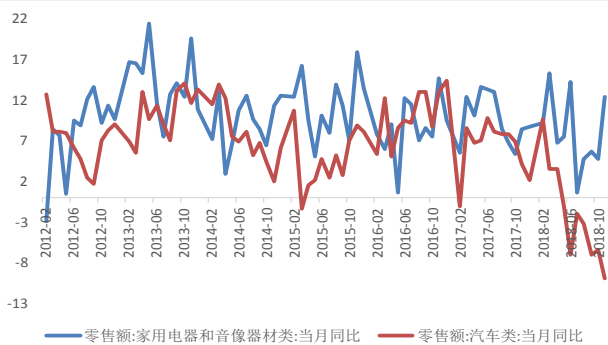
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 23 空调产量当月值

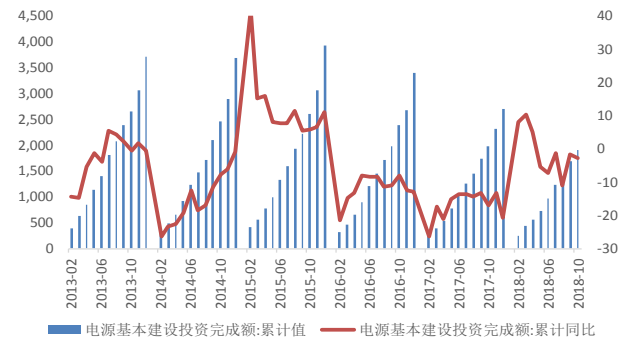


数据来源: Wind、国都期货研究所

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



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 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

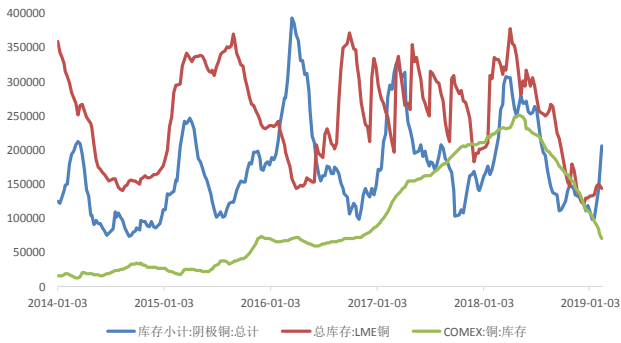
### (三) 库存及持仓

截止2月15日, LME库存减少6025吨至14.3万吨, 比去年同期减少近19万吨。上期所库存增加6.4万吨至20.7万吨, 比去年同期减少1.14万吨。

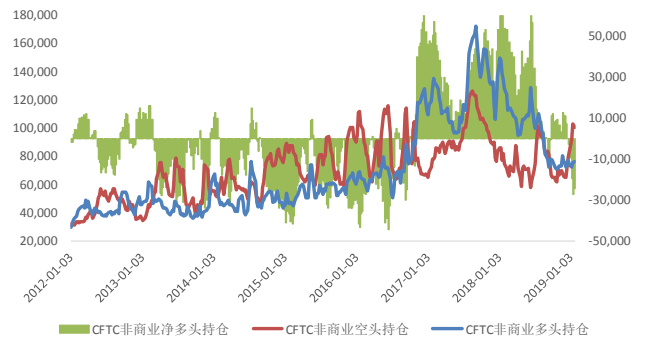
截止2018年1月22日, CFTC总持仓较前一周小幅减少, CFTC非商业多头持仓较前一周增加414手至7.6万手, CFTC非商业空头持仓较前一周减少2653手至10万手, 净多头持仓较前一周减少2.45万手。

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



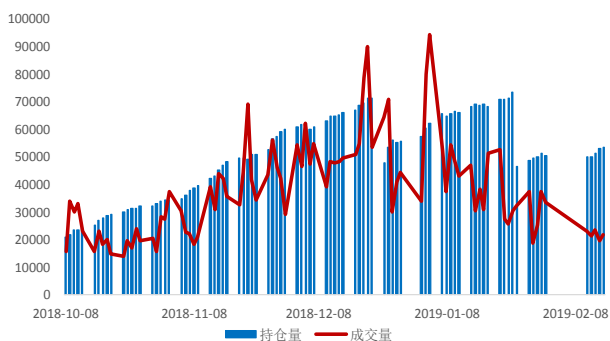
数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、 期权市场分析

#### (一) 期权市场概况

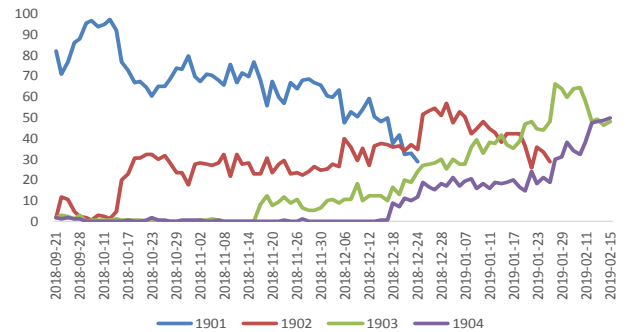
上周铜期权日均成交量为21875手,较前一周减少28%;日均持仓量为51775手,较前一周增加3.26%。上周1903合约成交量及持仓量均小幅下降,1904合约则不断上升。截止上周五,1903和1904期权合约成交量之和占总成交量的比例为97.67%,持仓量之和占总持仓量的比例仅为74%,其余持仓则基本均匀分布在其余合约上。上周铜期权成交量PCR在1附近波动,显示市场情绪偏中性。

图 29 铜期权成交量及持仓量



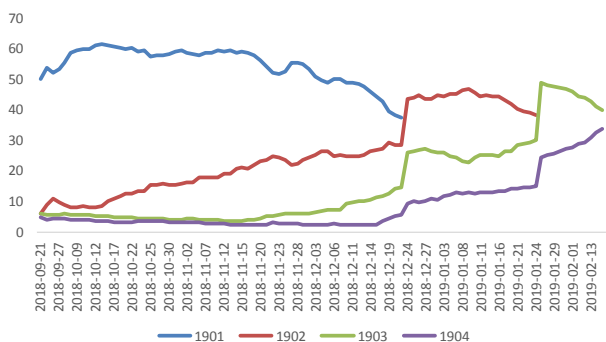
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 30 主力合约成交量占比



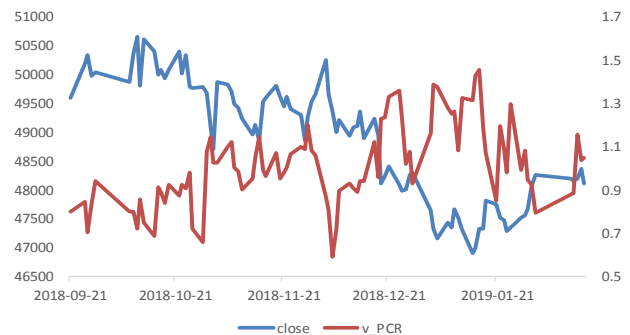
数据来源: Wind、国都期货研究所

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



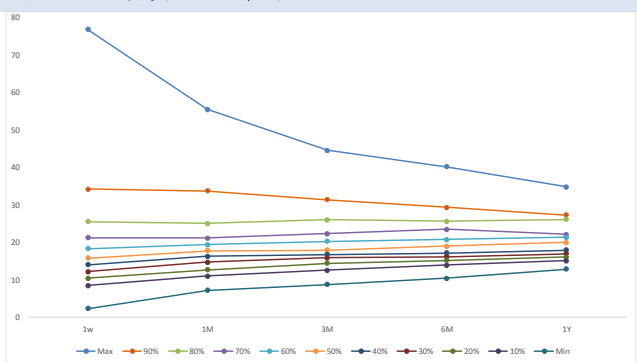
数据来源: Wind、国都期货研究所

## （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%。上市以来铜期权的隐含波动率呈逐渐下降的趋势，截止2月15日铜期权的隐含波动率指数降至12.29%，也处于历史低位。从隐含波动率的期限结构中可以看到，远月期权的隐含波动率要明显大于近月。上周铜期权偏度指数在101附近波动，说明市场对标的的走势看法偏中性。

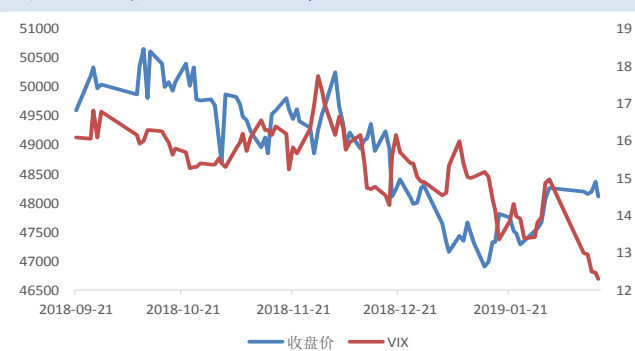
2月14-15日，新一轮中美贸易谈判告一段落，双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税壁垒等议题，达成原则共识，并商定与本周在华盛顿继续进行磋商。需持续关注贸易谈判结果，若谈判结构超出市场预期，铜期权波动率将上涨，若谈判期限延长，期权波动率将维持低位震荡。

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



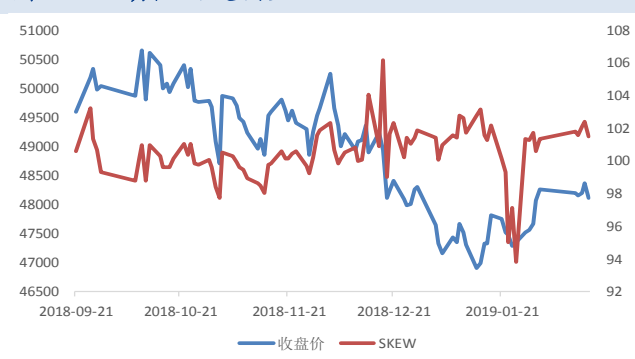
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，预计短期内沪铜难有单边行情，大概率呈震荡走势。铜期权波动率目前已运行至历史地位，下周或保持低位震荡。另外

1903合约下周五即将到期，到期前期权时间价值衰减加剧，因此推荐日历跨市价差策略，卖出CU1903C49000及CU1903P48000合约同时买入CU1904C49000及CU1904P48000合约，以期在标的行情小幅波动时赚取时间价值。

### 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。