

## 关注2月PMI数据，推荐买入窄跨策略

### 主要观点

#### 行情回顾

上周在国内宏观预期改善、铜供应端干扰事件频出及不断走低的伦铜库存等利好的带动下沪铜强势上涨。截止周五收盘沪铜指数收于49810元/吨，周内涨3.51%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持2.2万余手，前20名会员空头持仓合计增持1.1万手。

#### 基本面分析

上周据外媒报道印度最高法院驳回了绿色法庭的判决，Vedanta冶炼厂重启受阻；受强降雨影响智利铜业及自由港暂停了部分运作，近期铜供应端干扰事件频出，短期内利多铜价。1月社融数据大超市场预期，近期股市亦持续上涨，显示国内宏观预期明显改善。需求方面，“金三银四”的铜消费旺季即将到来。12月基建（不含电力）累计同比增长3.8%，较11月提升0.1个百分点。为应对国内经济下滑压力国家加大了基建投资的政策力度，预计随着天气逐渐转暖，各项工程将陆续开工，基建投资增速将继续回升。在消费转暖的预期下，预计沪铜或将继续走高。但后续沪铜能否持续走高还需关注宏观经济及铜需求复苏的真实情况，本周将公布2月PMI数据，如数据向好，或将推动沪铜继续上涨。但若数据不及预期，沪铜恐有高位回落风险。

#### 期权市场分析

上周铜期权日均成交量为44685手，较前一周增加104%；日均持仓量为58530手，较前一周增加13%。2月22日是期权1903合约的到期日，因此成交量逐渐下降，1904、1905合约则不断上升。上周铜期权成交量PCR均在1下方附近，显示市场情绪偏乐观，不过截止上周五成交量PCR已运行至较低位置，短期内警惕市场回调风险。上周沪铜持续上涨，波动率也不断走高，截止2月15日铜期权的隐含波动率指数升至13.38%，依旧处于历史低位。节后沪铜波动明显加剧，本周将公布官方制造业PMI数据，该数据或影响后续沪铜走势，预计本周期权波动率将继续上升。

#### 策略推荐

根据上述分析，预计短期内沪铜或将继续走高，但本周将公布的官方制造业PMI数据或影响后续沪铜走势，若数据不及预期，沪铜恐有高位回落风险。波动率方面，近期沪铜走势波动加剧，预计本周期权波动率将继续上升。因此本周推荐买入窄跨策略，同时买入CU1904C50000和CU1904P50000合约，以期从波动率上升或行情大幅变动中获利。

报告日期 2019-02-25

#### 研究所

李瑶瑶

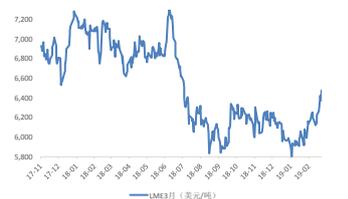
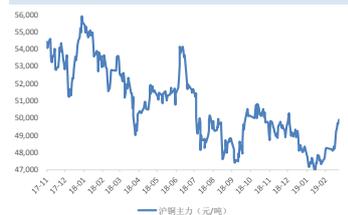
有色金属分析师

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 .....	10
四、策略推荐 .....	11

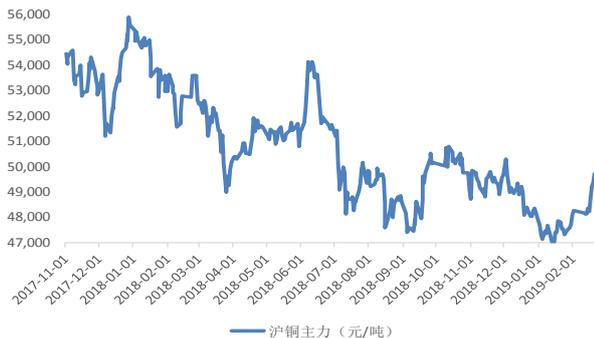
## 插图

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 .....	6
图 12 国内精炼铜产量累计值 .....	6
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 .....	7
图 16 LME 铜升贴水 .....	7
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

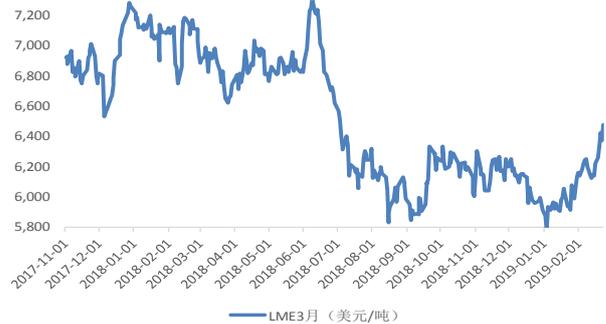
图 25 家用电器及汽车零售额当月值.....	9
图 26 家用电器及汽车零售额累计值.....	9
图 27 沪铜、LME 铜及 COMEX 铜库存 .....	9
图 28 CFTC 非商业净多头持仓 .....	9
图 29 铜期权成交量及持仓量.....	10
图 30 主力合约成交量占比.....	10
图 31 主力合约持仓量占比.....	10
图 32 成交量 PCR 指标.....	10
图 33 铜期货波动率锥.....	11
图 34 铜期权隐含波动率指数.....	11
图 35 铜期权波动率期限结构.....	11
图 36 铜期权偏度指数.....	11

## 一、行情回顾

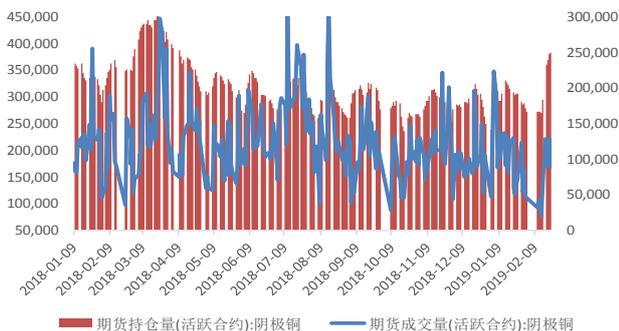
上周在国内宏观预期改善、铜供应端干扰事件频出及不断走低的伦铜库存等利好的带动下沪铜强势上涨。截止周五收盘沪铜指数收于49810元/吨，周内涨3.51%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持2.2万余手，前20名会员空头持仓合计增持1.1万手。

**图 1 沪铜主力合约收盘价**


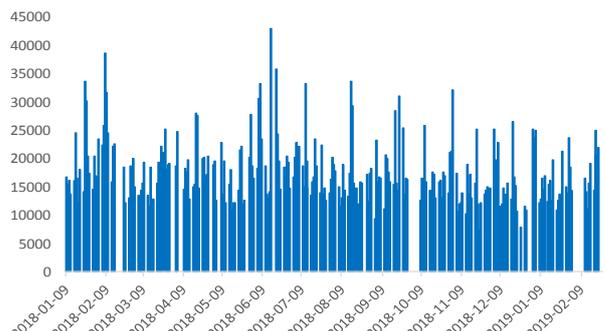
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 2 LME3月铜收盘价**


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**


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。

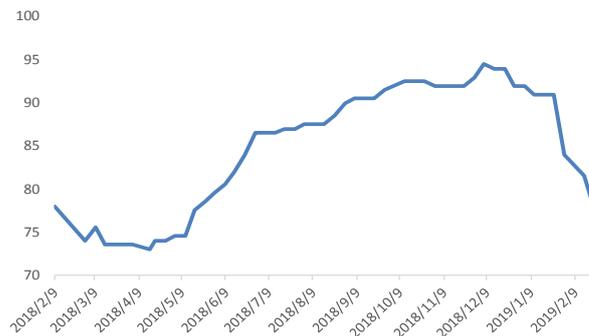
据SMM统计，1月中国精铜产量为73.75万吨，环比减少3.16%，同比增长5.22%。1月部分大型冶炼厂放缓生产节奏，同时青海铜业和豫光金铅，因检修和环保因素导致月度产量减半，是导致环比产量下降的主因。从SMM调研来看，2018年新扩建和复产的冶炼产能仅中铝宁德和梧

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。

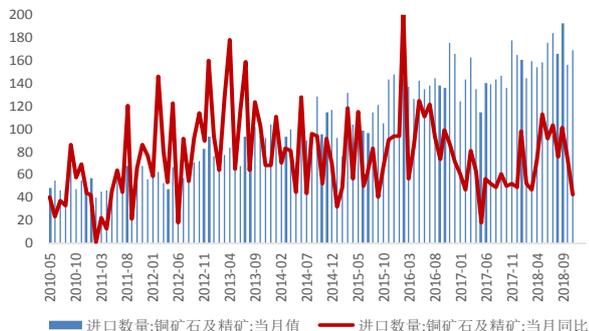
截止上周五SMM干净矿现货TC报75-80美元/吨，均价较节前跌4美元/吨。近几周铜精矿加工费TC快速下滑，已较春节前91美元/吨的高位下降了13.5美元/吨。这主要是因为国内铜冶炼厂新扩建产能投产和达产进程较为顺利，另外受强降雨影响，Codelco的Chuquicamata和Ministro Hales铜矿的产量受损。

**图 5 WBMS 铜供需平衡**

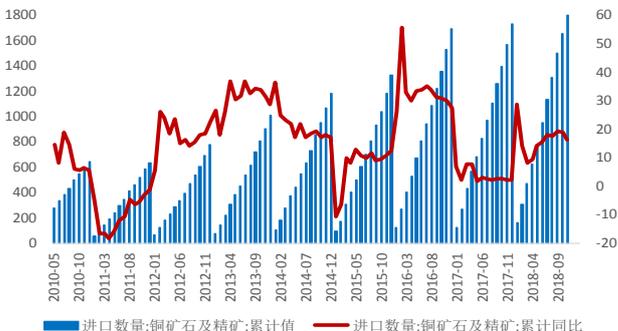

数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 6 中国冶炼厂粗炼费 TC**


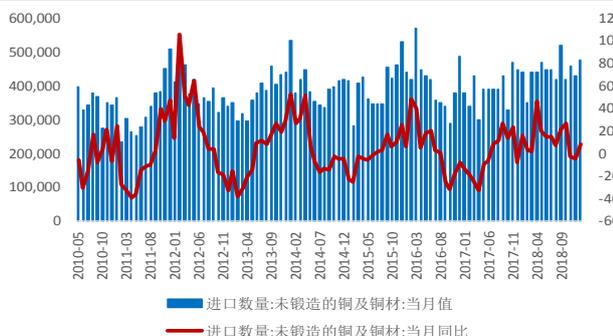
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 7 铜矿石及精矿进口当月值**


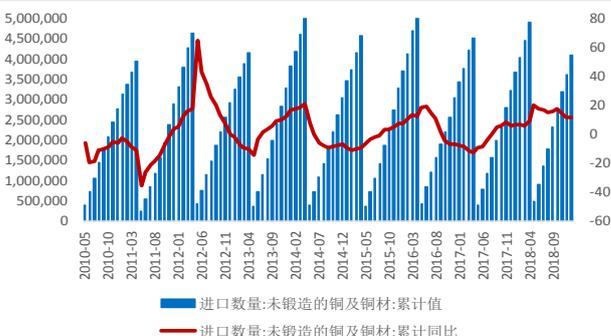
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

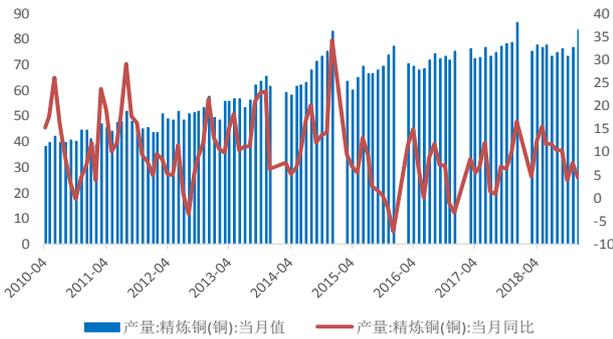
**图 9 未锻造的铜及铜材进口月度值**


数据来源: Wind、国都期货研究所

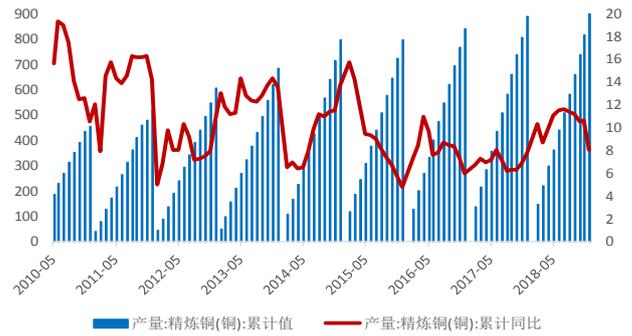
**图 10 未锻造的铜及铜材进口累计值**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 11 国内精炼铜产量月度值**
**图 12 国内精炼铜产量累计值**

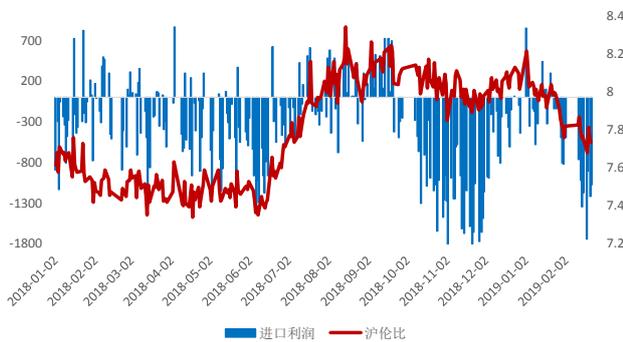


数据来源: Wind、国都期货研究所



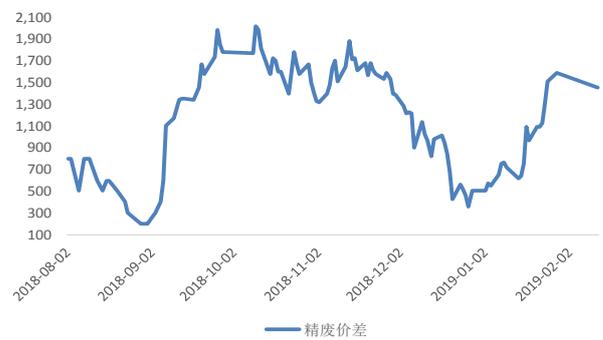
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 沪伦比值及铜进口利润



数据来源: Wind、国都期货研究所

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。

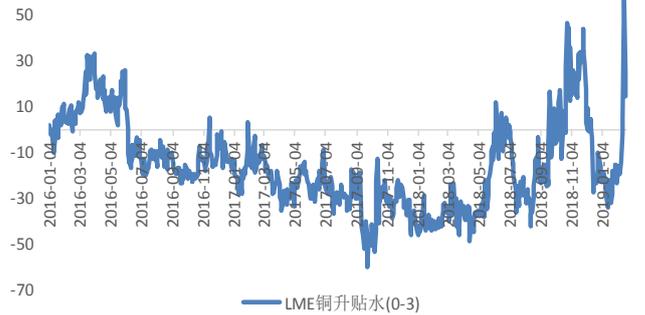
2月份过后，“金三银四”的铜消费旺季即将到来。12月基建（不含电力）累计同比增长3.8%，较11月提升0.1个百分点。为应对国内经济下滑压力国家明显加大了基建投资的政策力度，包括增加专项债，加快基建项目批复，预计随着天气逐渐转暖，各项工程将陆陆续续开工，基建投资增速将继续回升。节后在消费转暖的预期下，沪铜持续走高。后续沪铜能否持续走高还需关注宏观经济及铜需求复苏的情况，本周五将公布2月PMI数据，如数据向好，或将推动沪铜继续上涨。

图 15 上海 1#电解铜升贴水

图 16 LME 铜升贴水

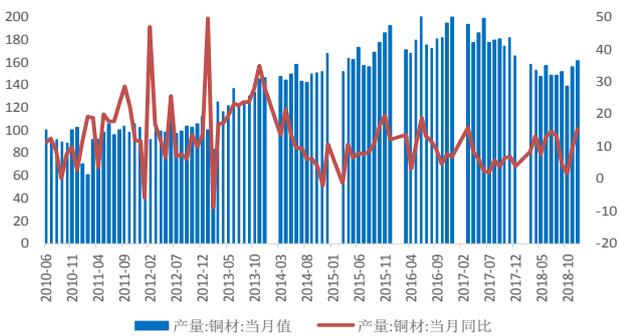


数据来源: Wind、国都期货研究所



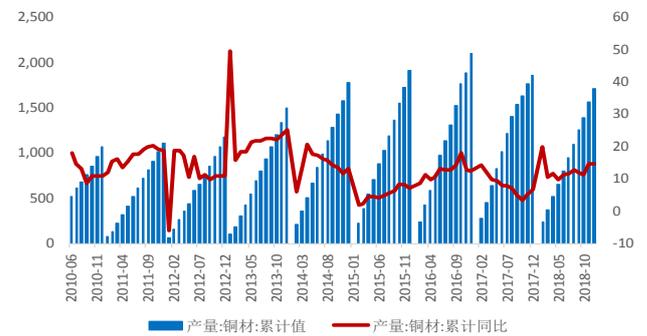
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 铜材产量当月值



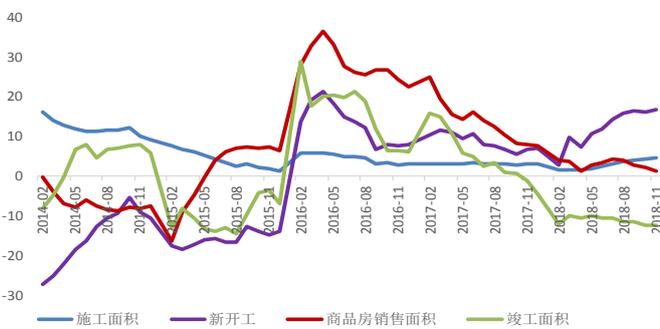
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 铜材产量累计值



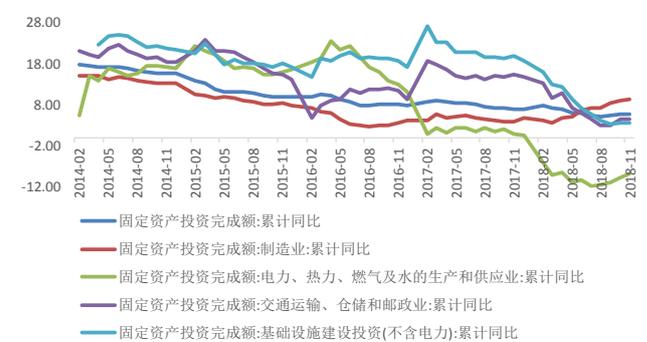
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

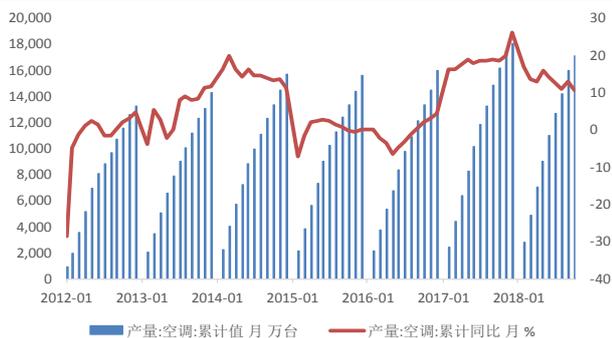


数据来源: Wind、国都期货研究所

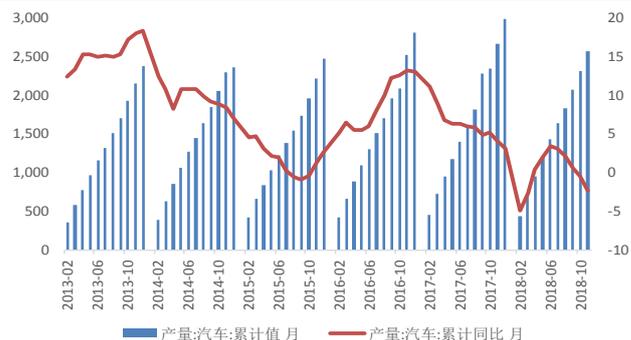
图 22 电源基本建设累计投资完成额



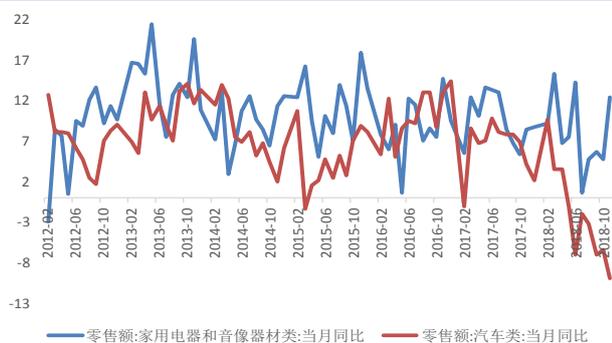
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 23 空调产量当月值**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 24 汽车累计产量**


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

**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

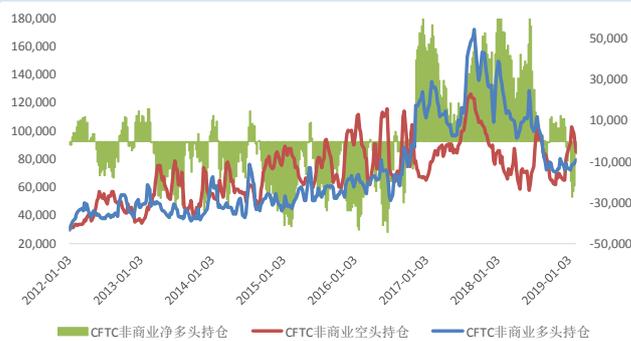
### （三）库存及持仓

截止2月22日，LME库存减少9350吨至13.4万吨，比去年同期减少19.8万吨。上期所库存增加1.06万吨至21.8万吨，比去年同期减少4.2万吨。

截止2018年2月5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3212手至7.6万手，CFTC非商业空头持仓较前一周减少1.26万手至8.5万手，净多头持仓较前一周减少6082手。

**图 27 沪铜、LME 铜及 COMEX 铜库存**


数据来源：Wind、国都期货研究所

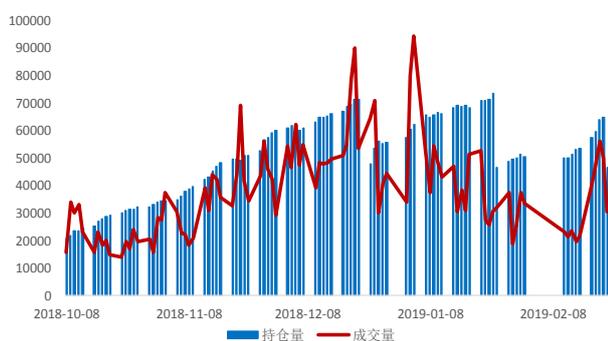
**图 28 CFTC 非商业净多头持仓**


数据来源：Wind、国都期货研究所

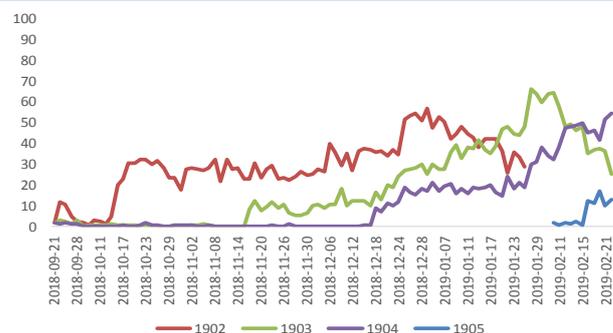
### 三、 期权市场分析

#### (一) 期权市场概况

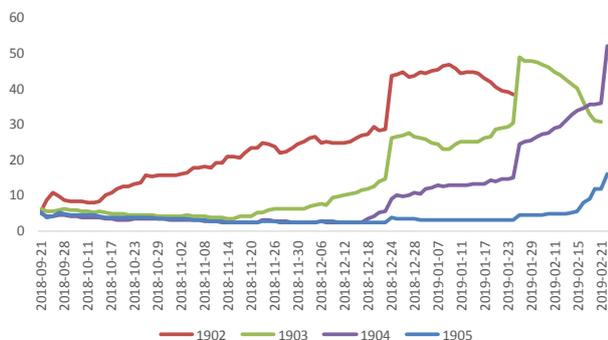
上周铜期权日均成交量为44685手，较前一周增加104%；日均持仓量为58530手，较前一周增加13%。上周五是期权1903合约的到期日，因此成交量逐渐下降，1904、1905合约则不断上升。上周铜期权成交量PCR在均在0.8附近，显示市场情绪偏乐观，不过截止上周五成交量PCR已运行至较低位置，短期内警惕市场回调。

**图 29 铜期权成交量及持仓量**


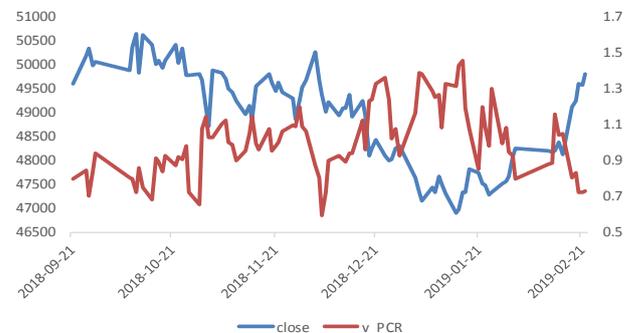
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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**


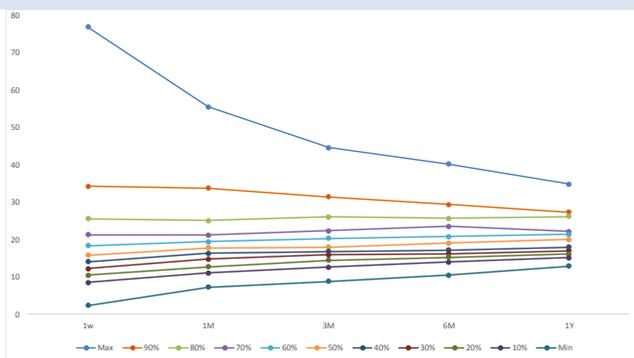
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 32 成交量 PCR 指标**


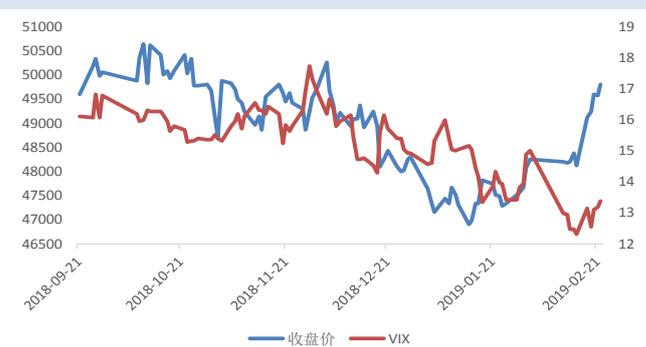
数据来源：Wind、国都期货研究所

#### (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%。上周沪铜持续上涨，波动率也不断走高，截止2月15日铜期权的隐含波动率指数升至13.38%，依旧处于历史低位。节后沪铜波动明显加剧，下周将公布官方制造业PMI数据，该数据或影响后续沪铜走势，预计本周期权波动率将继续上升。

**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，预计短期内沪铜或将继续走高，但本周将公布的官方制造业PMI数据或影响后续沪铜走势，若数据不及预期，沪铜恐有高位回落风险。波动率方面，近期沪铜走势波动加剧，预计本周期权波动率将继续上升。因此本周推荐买入窄跨策略，同时买入CU1904C50000和CU1904P50000合约，以期从波动率上升或行情大幅变动中获利。

### 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。