

多重利好，铜价将偏强运行

主要观点

行情回顾

上周公布的3月官方制造业PMI重回枯荣线上方，超出市场预期，周一沪铜跳空高开后震荡走强。截止4月4日收盘沪铜指数收于49580元/吨，周内涨1.49%。伦铜上周先扬后抑，截止4月5日收盘伦铜收于6398美元/吨，周内跌1.17%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持6877余手，前20名会员空头持仓合计增持2185手。

基本面分析

上周公布的3月PMI数据重回枯荣线上方达50.5%，超出市场预期。分项数据中，生产指数大幅回升3.2个百分点至52.7%，新订单指数回升1个百分点至51.6%，连续两个月位于枯荣线上方。显示在国家减税降费等措施刺激下，生产和需求均有所好转。上周股市延续涨势，上证综指已突破前期震荡平台，市场风险偏好明显上升。从铜基本面来看，截止上周五SMM干净矿现货TC报66-72美元/吨，均价较前一周跌1美元/吨，TC延续跌势，显示市场铜矿供应偏紧。二季度为铜传统消费旺季，继前一周上期所库存下降之后，上周上期所库存下降4092吨，显示旺季铜需求已基本启动。清明假期中美双方进行了第九轮经贸磋商进展顺利，特朗普表示，中美双方可能在四周左右完成谈判。整体来看，PMI数据向好，股市大涨带动市场风险偏好上升，中美贸易谈判取得新进展，铜供应偏紧状况下旺季需求启动，因此在这众多利好推动下，预计铜价维持偏强运行。

期权市场分析

上周铜期权日均成交量为26942手，较前一周减少5.07%；日均持仓量为61588手，较前一周增加11.4%。上周铜期权成交量PCR在0.8附近波动，显示市场情绪偏乐观。上周期权隐含波动率小幅下降，近几周隐含波动率基本在12%附近低位震荡，截止3月15日铜期权的隐含波动率指数跌至11.7%。下周市场消息平淡，预计隐含波动率维持低位运行。

策略推荐

根据上述分析，预计沪铜将偏强运行，波动率将维持低位震荡。因此本周推荐买入虚值看涨期权，但由于1905合约接近到期日，时间价值衰减较快。所以推荐买入CU1906C50000期权合约。

报告日期 2019-04-08

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：liyayao@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.....	10
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

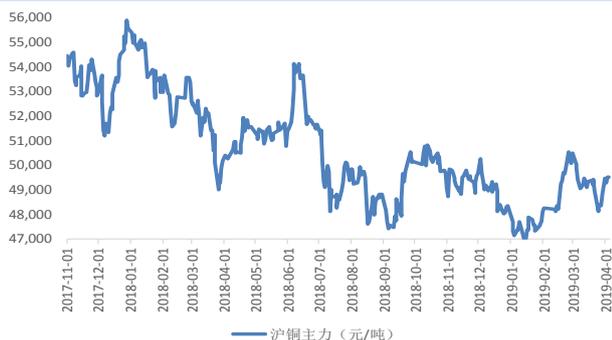
插图

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.....	9
图 20 固定资产投资分项数据.....	9
图 21 电网基本建设累计投资完成额	9
图 22 电源基本建设累计投资完成额	9
图 23 空调产量当月值.....	9
图 24 汽车累计产量.....	9

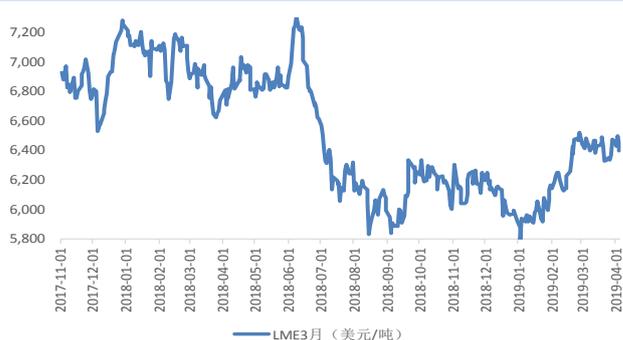
图 25 家用电器及汽车零售额当月值.....	9
图 26 家用电器及汽车零售额累计值.....	9
图 27 沪铜、LME 铜及 COMEX 铜库存.....	10
图 28 CFTC 非商业净多头持仓.....	10
图 29 铜期权成交量及持仓量.....	10
图 30 主力合约成交量占比.....	10
图 31 主力合约持仓量占比.....	10
图 32 成交量 PCR 指标.....	10
图 33 铜期货波动率锥.....	11
图 34 铜期权隐含波动率指数.....	11
图 35 铜期权波动率期限结构.....	11
图 36 铜期权偏度指数.....	11

一、行情回顾

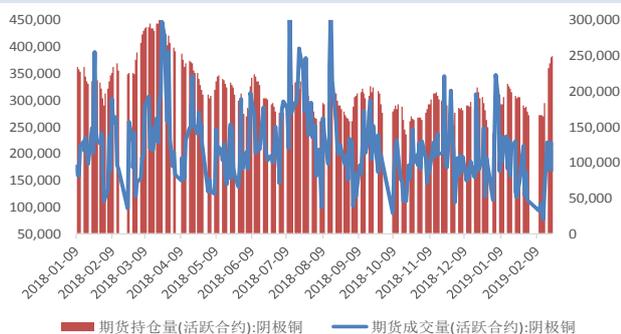
上周公布的3月官方制造业PMI重回枯荣线上方，超出市场预期，周一沪铜跳空高开后震荡走强。截止4月4日收盘沪铜指数收于49580元/吨，周内涨1.49%。伦铜上周先扬后抑，截止4月5日收盘伦铜收于6398美元/吨，周内跌1.17%。上周国内前20名会员多头持仓合计增持6877余手，前20名会员空头持仓合计增持2185手。

图 1 沪铜主力合约收盘价


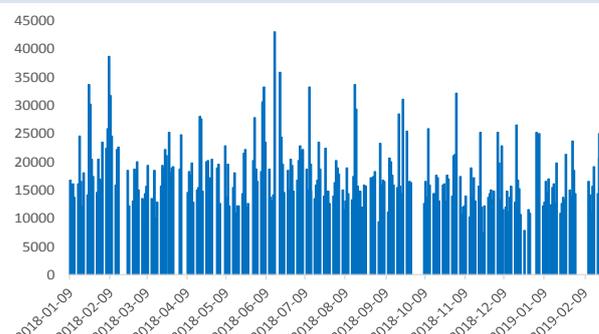
数据来源：Wind、国都期货研究所

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，中国2月未锻轧铜及铜材进口量为31.1万吨，同比下跌11.65%。1-2月累计进口量为78.9万吨，低于去年同期的79.4万吨。SMM表示，每年2月未锻轧铜及铜材进口量基本处于全年低位，因春节以及消费淡季影响，2月多为累库过度阶段，进口同比的下降更多的和进口窗口关闭有关，2月进口长期处于亏损，特别是下旬亏损幅度较大，基本处于亏损1000元/吨以上，国内下游需求的薄弱令进口窗口关闭，有冶炼厂转向出口。同时精废价差扩大抑制了精铜的需求，未

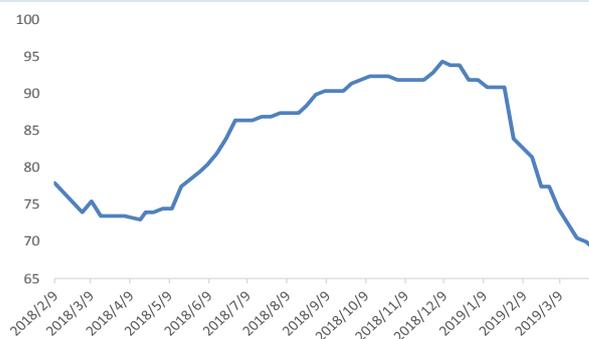
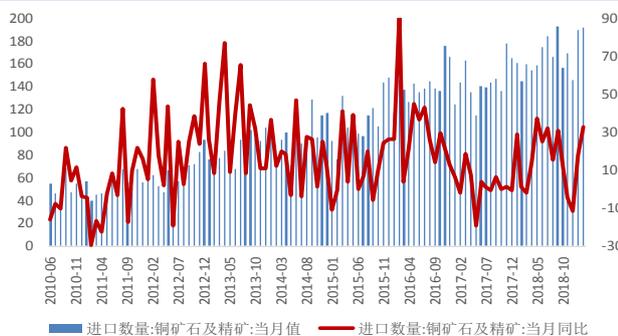
锻轧铜及铜材中精铜占比70%。需要注意的是今年前两月的进口量与去年大致持平，贸易商在1月的提前备货也是2月同环比下降的原因之一。

据SMM统计，2月SMM中国电解铜产量为71.96万吨，环比减少2.25%，同比增长2.19%，2月产量减少主要受到生产天数减少。2月仅豫光金铅受到当地环保压力，产量有微幅影响，余下炼厂未有检修发生。3月，金川防城港将开始检修，但对当月产量影响有限，中国整体产量环比会有6%的回升。据SMM调研了解，当下硫酸价格较好，弥补了部分铜精矿TC下滑所带来的压力；但多数冶炼厂表示节后下游恢复节奏弱于往年，厂内电解铜库存有积压现象。此外，再生铜冶炼厂并未因节后精废价差拉大的提升废铜比例，主要考虑到废铜货源的稳定性和环保风险。

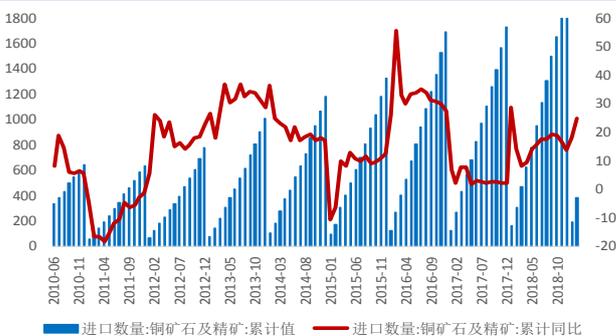
上周据外电消息，秘鲁土著社区拒绝就Las Bambas铜矿封堵举行谈判，目前社区居民对铜矿道路封锁已经持续了50多天，已导致Las Bambas的出口终端。1季度铜供给端干扰不断，加剧了市场对于铜矿供应紧缩的预期，铜矿加工费TC不断下滑，截止上周五SMM干净矿现货TC报66-72美元/吨，均价较前一周跌1美元/吨。

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

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

图 11 国内精炼铜产量月度值

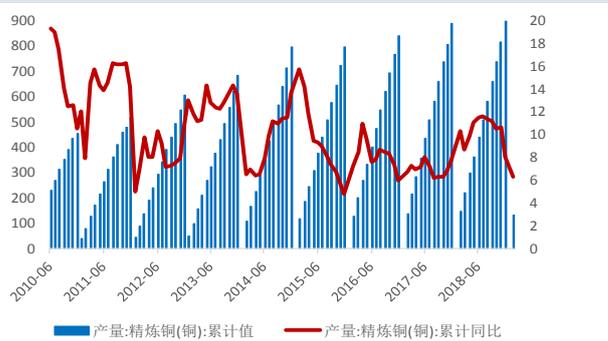


数据来源: Wind、国都期货研究所



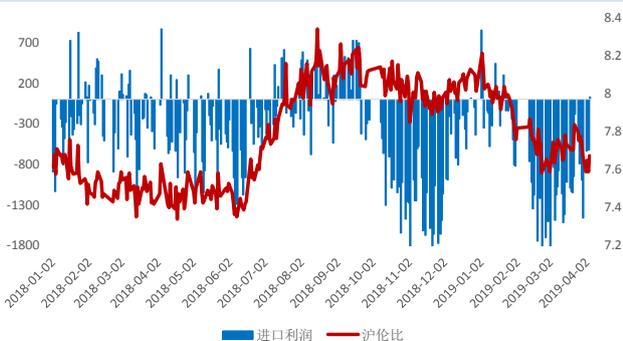
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 国内精炼铜产量累计值



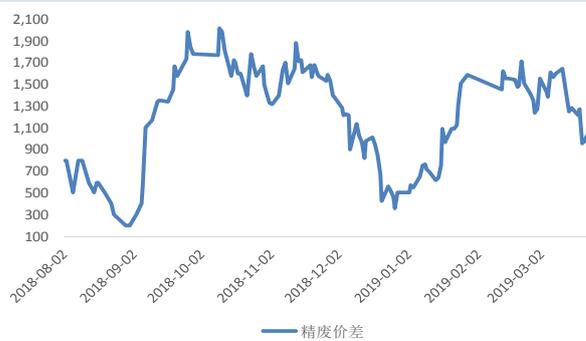
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 沪伦比值及铜进口利润



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

上周公布的3月PMI数据重回枯荣线上方达50.5%，超出市场预期。分项数据中，生产指数大幅回升3.2个百分点至52.7%，新订单指数回升1个百分点至51.6%，连续两个月位于枯荣线上方。说明在国家减税降费等措施刺激下，生产和需求均明显好转。

1-2月份电网基本建设投资累计完成额为244亿元，同比减少9%。电网投资属于基建投资的一部分，为应对经济下滑，国家出台了一系列政策刺激基建投资以托底经济，1-2月地方专项债累计发行2858亿，19年国

家安排地方政府专项的发行额度为2.15万亿，比去年增加8000亿元。预计在国家的政策刺激下，电网投资增速将有所好转。

1-2月房地产投资累计同比增速为11.6%，较前值增加2.1个百分点；其中施工面积同比增加6.8，增速较前值增加1.6个百分点；房地产销售面积增速转负，同比减少3.6%。1-2月土地购置面积累计同比下降34.1%。虽房地产销售面积、土地购置面积均下滑至负增长，但预计房地产投资在施工面积增速回升的带动下增速将保持稳定。

从空调产量和商品房销售数据来看，房地产对空调产量的影响滞后一年左右。1-2月空调累计产量为2788.5万台，同比增长6.2%，较前值降4个百分点。17年以来空调产量保持两位数的高增长，虽然18年空调产量增速呈下滑趋势，但在17年的高基数下，18年空调产量整体依旧保持了两位数的高增长，这主要是因为16、17年以来商品房销售保持了两位数的高增长。目前房地产销售增速已转负，预计19年空调产量增速将继续下滑。

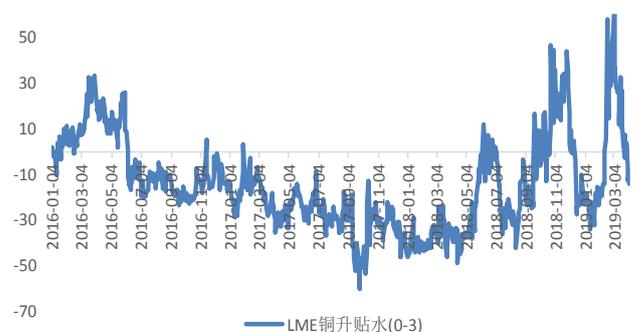
1-2月汽车累计产量为372万辆，同比减少15.1%。18年车市遭遇寒冬，近30年来国内汽车行业首次出现年度负增长。18年以来伴随着三四线房地产市场的火爆，我国城镇居民可支配收入持续下降。预计19年车市将维持低迷。

图 15 上海 1#电解铜升贴水



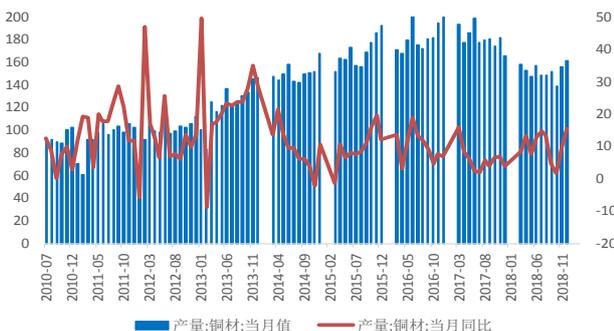
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 LME 铜升贴水



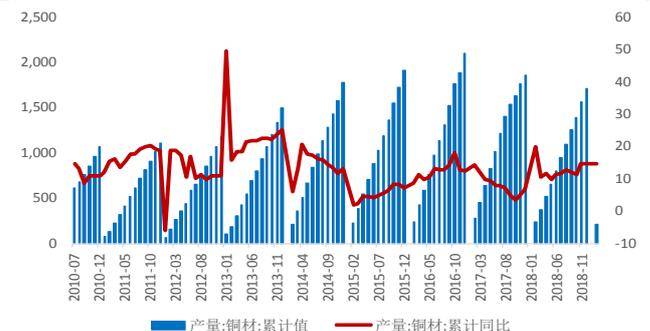
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



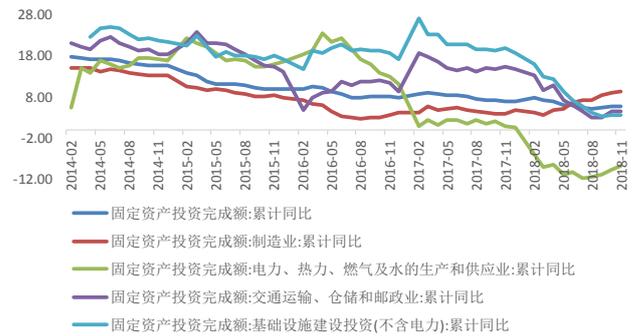
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



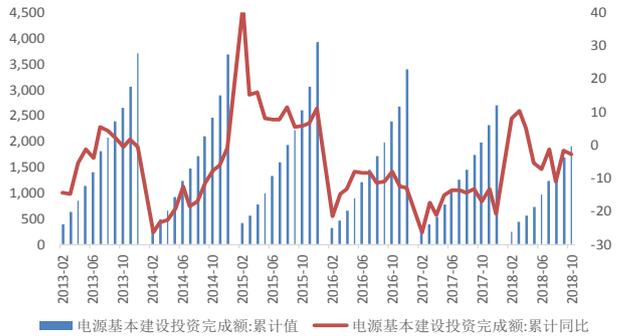
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 电网基本建设累计投资完成额



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



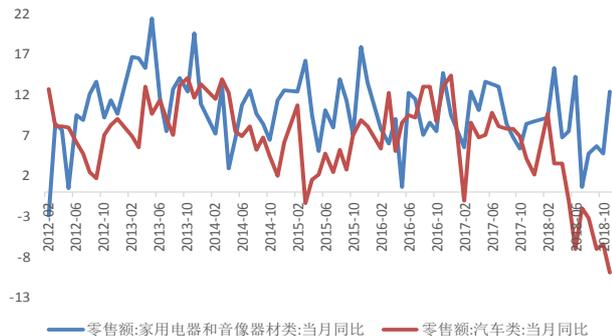
数据来源: Wind、国都期货研究所

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4月4日，LME库存增加近3万吨至19.8万吨，比去年同期减少18万吨。上期所库存减少4092吨至25.7万吨，比去年同期减少4.9万吨。

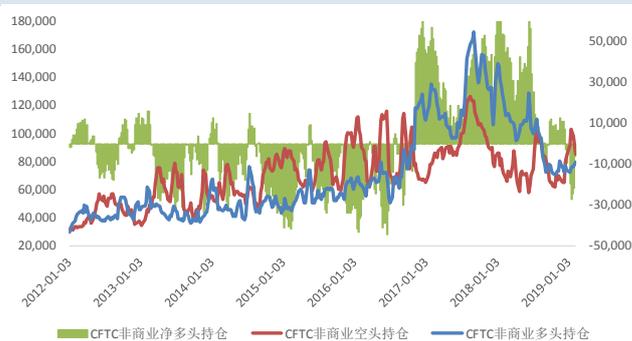
截止4月2日，CFTC总持仓较前一周小幅增加，CFTC非商业多头持仓较前一周增加6111手至8.2万手，CFTC非商业空头持仓较前一周增加3497手至7.7万手，净多头持仓较前一周增加4556手。

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



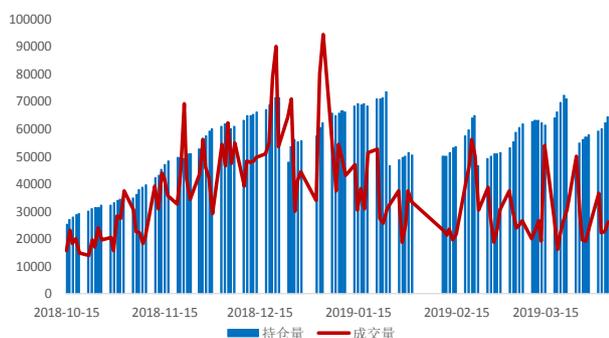
数据来源: Wind、国都期货研究所

三、 期权市场分析

（一）期权市场概况

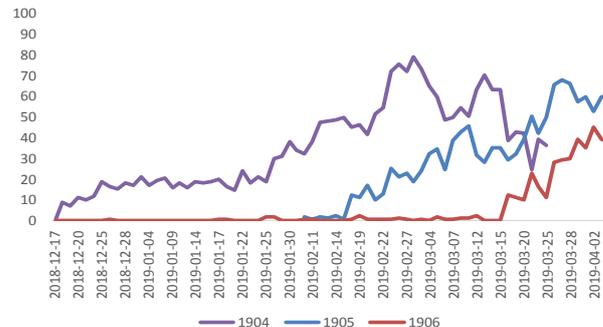
上周铜期权日均成交量为26942手，较前一周减少5.07%；日均持仓量为61588手，较前一周增加11.4%。在1904合约到期后，期权成交量和持仓量主要集中在1905和1906合约，1905和1906合约的总成交量占比高达98%，总持仓量占比为65%，其余持仓量则基本上平均分配在剩余合约上。上周铜期权成交量PCR在0.8附近波动，显示市场情绪偏乐观。

图 29 铜期权成交量及持仓量



数据来源: Wind、国都期货研究所

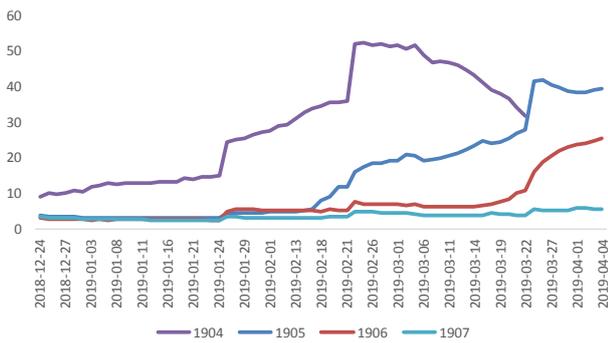
图 30 主力合约成交量占比



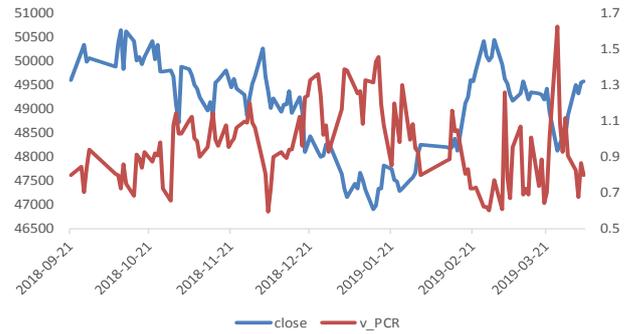
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 31 主力合约持仓量占比

图 32 成交量 PCR 指标



数据来源: Wind、国都期货研究所

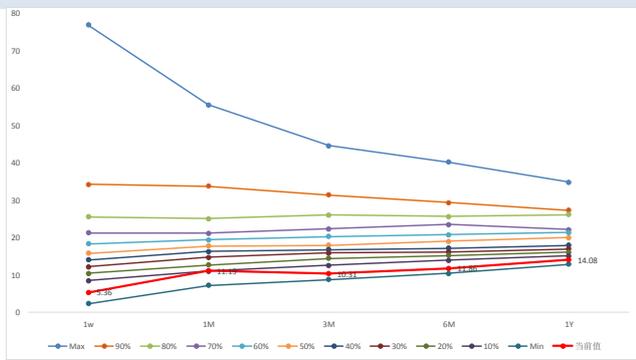


数据来源: Wind、国都期货研究所

(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%。上周期权隐含波动率小幅下降,近几周隐含波动率基本在12%附近低位震荡,截止3月15日铜期权的隐含波动率指数跌至11.7%。下周市场消息平淡,预计隐含波动率维持低位运行。

图 33 铜期货波动率锥



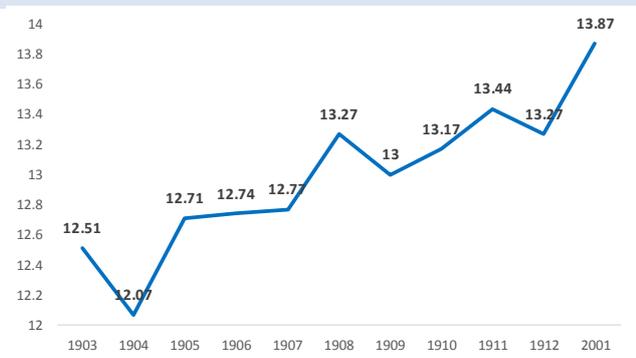
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 34 铜期权隐含波动率指数



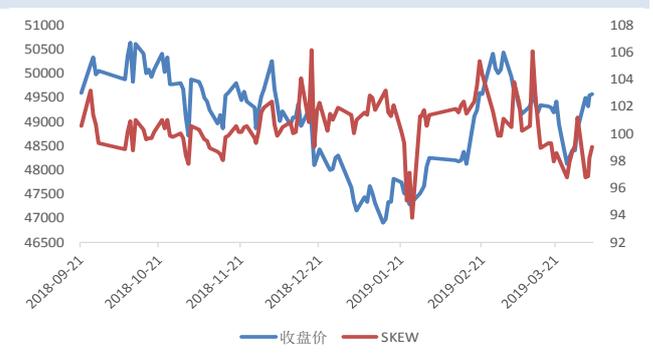
数据来源: Wind、国都期货研究所

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，预计沪铜将偏强运行，波动率将维持低位震荡。因此本周推荐买入虚值看涨期权，但由于1905合约接近到期日，时间价值衰减较快。所以推荐买入CU1906C50000期权合约。

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。