



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

0571-87839265

WuRen@nawaa.com

方森宇 金属分析师

0571-87839265

FSY@nawaa.com

底部依然坚实

摘要

上周, 美国经济数据疲软, 在经历了两年的缓慢复苏之后, 美国房地产数据迎来大幅回调, 各项指标均大幅弱于市场预期, 糟糕的天气是其中的一个原因, 但是从深层次数据挖掘上来看, 是房地产内在需求疲软是主要原因。国内银行对房地产信贷的收紧和二线城市的降价引发人们对地产行业担忧, 但我们认为这是短时间趋同的杀跌, 而非系统性风险。基于前期需求和库存的逻辑, 认为铜的底部仍然坚实, 50000 元以下多单可坚决介入。

目录

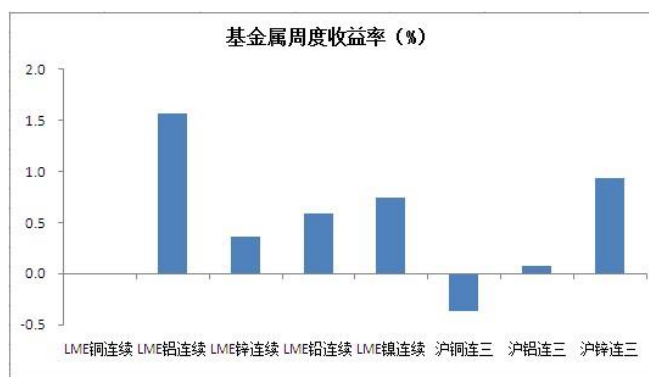
上周走势—窄幅震荡	3
资金流向—伦铝、伦锌资金流入较多	4
宏观概要—美国房地产哀鸿一片	4
现货：铜贴水收窄，铝贴水走宽	5
期限结构：基金属曲线变化不大	7
库存：铜库存内减外增	9
内外盘比价：铝比价回落	10
后市展望：周内上涨难，铜底部坚实	11
南华期货分支机构	12
免责声明	13

上周走势—窄幅震荡

上周，美国公布经济数据特别是房地产方面的数据不尽人意，不过对基金属价格的走势影响有限。其中，伦铜在 7150 美元/吨附近窄幅震荡，多空交战势均力敌，目前胜负未分；伦铝在经历漫长的探底之后持续回升，连续三周连阳之后已经逼近 1800 美元/吨，显示出较强的反弹动力；伦铅和伦锌走势趋同，分别在前期整数点压力位回落，目前分别在 2150 美元/吨和 2050 美元/吨附近收报十字星，需等待宏观经济走势的进一步明朗。

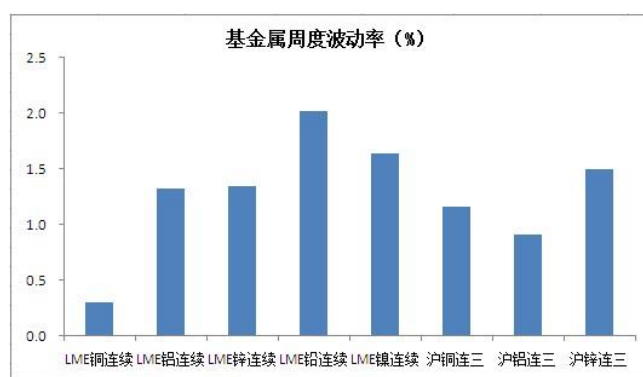
金属比价方面，伦锌价格受到基本面的支撑，在 2013 年底至今表现好于伦铜，目前铜锌比价也逐步回落至 3.5 附近，从基本面上来看，伦锌的基本面情况要好于伦铜，目前可以考虑采用买伦锌抛伦铜的组合进行对冲交易；美国经济数据的持续疲软以及国际政治经济形势的相对动荡为美黄金提供了更多的上涨理由，而伦铜价格趋向震荡，目前走势不明朗，铜金比价继续下行，继续予以关注。

图1、各金属品种周度收益率



资料来源：Bloomberg 南华研究

图2、各金属品种周度波动率



资料来源：Bloomberg 南华研究

图3、伦铜铝比价



资料来源：Bloomberg 南华研究

图4、伦铜 COMEX 金比价

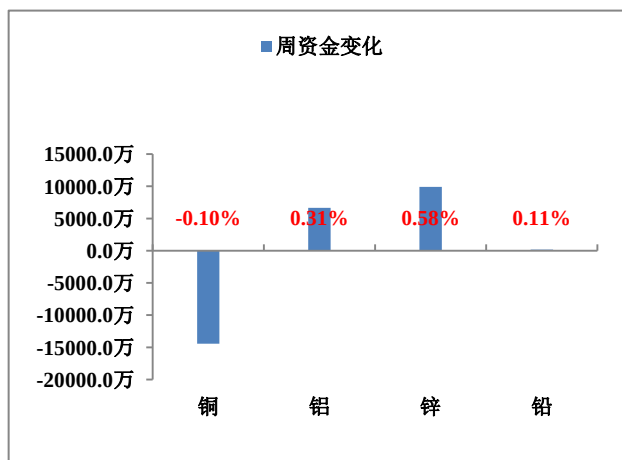


资料来源：Bloomberg 南华研究

资金流向—伦铝、伦锌资金流入较多

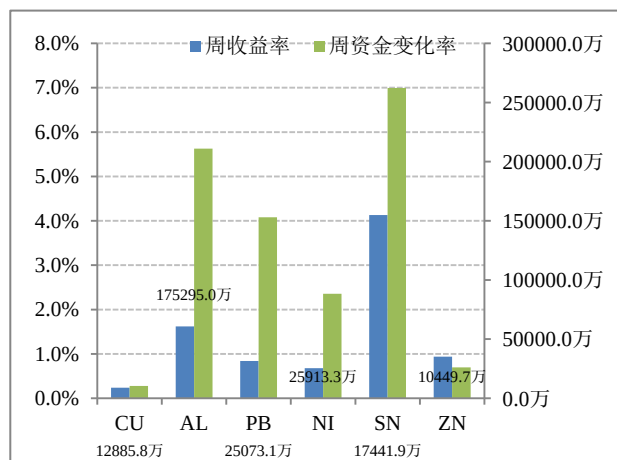
上周伦铝、伦锌维持了触底反弹趋势，分别上涨 1.58%和 0.36%，资金总量方面增加，而铜资金小幅流出，内盘几乎一致。

图5、内盘周资金流向：铜资金有所流出



资料来源：Bloomberg 南华研究

图6、外盘周度资金流向（美元）：铝资金流出较多



资料来源：Bloomberg 南华研究

宏观概要—美国房地产哀鸿一片

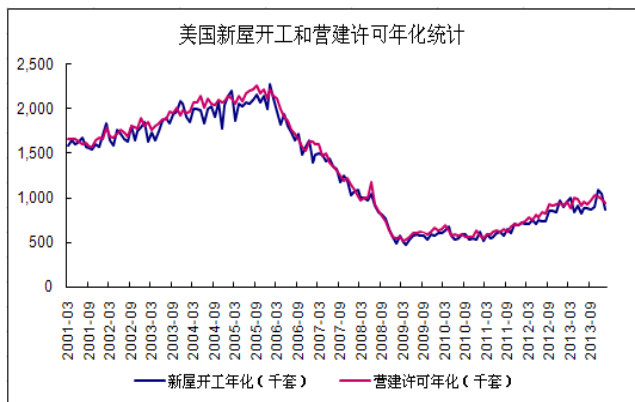
宏观方面，上周主要公布的经济数据包括：周二中国 1 月 FDI 年率、美国 12 月国际资本净流入、2 月 NAHB 房产市场指数、周三美国 1 月 PPI 月率、新屋开工年化总数、营建许可总数，周四全球主要经济体 2 月制造业 PMI 指数、美联储 1 月会议纪要、美国上周初请失业金人数、咨商会领先指标月率，周五美国 1 月成屋销售总数年化。

美国方面，本周公布的一系列美国的房地产数据，但是总体表现令人失望。周二公布的 2 月份 NAHB 房产市场指数为 46，已经跌破荣枯分水岭 50，并且创造去年 5 月以来的最低点；周三公布的 1 月新屋开工总数年化 88 万户，不及市场预期，环比大跌 16%，创三年来最大跌幅，然而最寒冷的东北部地区环比激增 61.9%，显然糟糕的天气不是新屋开工率大幅下跌的主要原因，同时公布的 1 月营建许可总数年化 93.7 万户，不及预期，环比跌 5.4%，西部地区环比大跌 26%，也进一步印证了数据的下滑来自于房地产市场的内因而不是外因；周五 NAR 公布的 1 月成屋销售总数年化 462 万户，创 18 个月来新低。总体来看，房地产数据哀鸿一片不得不让人揪心美国房地产市场的复苏步伐是否会被打断，美国经济的复苏是否也要等待更长的时间，而基金属的需求将会直接受到打压，这需要其他经济数据进一步来验证。

中国方面，汇丰中国 2 月制造业 PMI 指数为 48.3，低于 1 月份的 49.5，创 7 月以来的新低，并且连续两个月跌破荣枯线，主要是受到新订单和产出分项指数的下滑，另外通胀的下滑也放缓了制造业增长的动能。中国先行指数的持续下跌也增加了市场对中国经济持续放缓的担忧，基金属的需求端会因此受到打压。

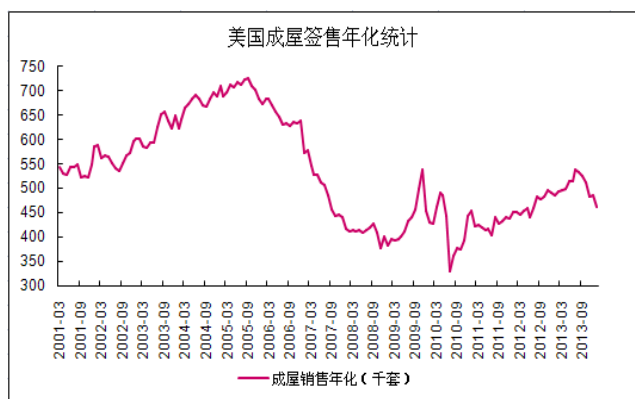
综合上周公布的宏观经济数据来看，美国房地产数据的全线疲软和汇丰中国制造业 PMI 指数的连续下滑对基金属有所拖累。

图7、美国 1 月新屋开工和营建许可大幅下滑



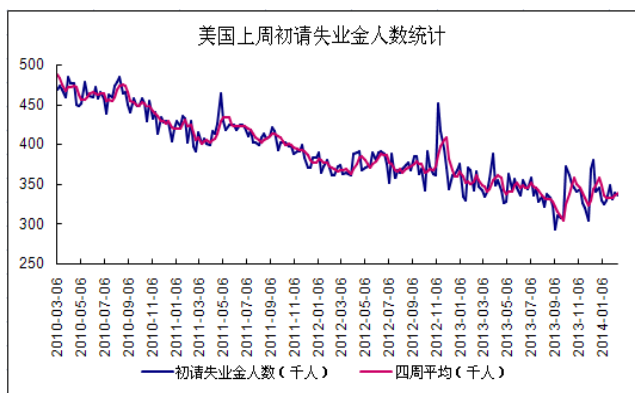
资料来源：Bloomberg 南华研究

图8、美国 1 月成屋销售持续下滑



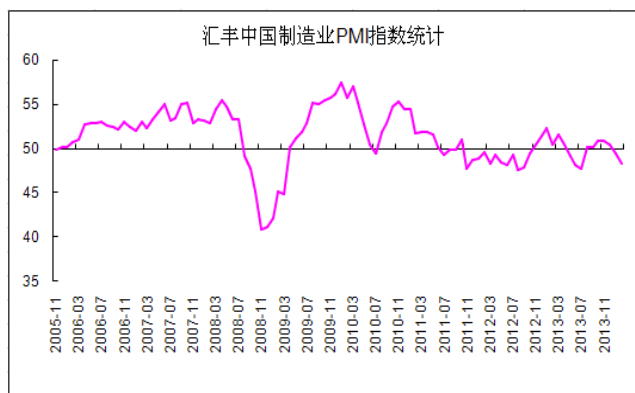
资料来源：Bloomberg 南华研究

图9、美国上周初请失业金人数小幅攀升



资料来源：Bloomberg 南华研究

图10、汇丰中国 2 月份制造业 PMI 指数持续回落



资料来源：Bloomberg 南华研究

现货：铜贴水收窄，铝贴水走宽

铜：现货市场，周一因交割换月前基差拉大，现铜短暂升水，自盘初的升水近 300 元/吨一路收窄至升水 100-200 元/吨区间。换月后由于期铜回落，保值盘流出，进口铜供应压力持续，现铜重返贴水并一路扩大至贴水 350-贴水 150 元/吨，周后因铜价跌至 5 万元附近，之前谨慎观望的下游消费逢低入市有所改善，中间商受如此大的贴水吸引，择机收货，元宵节后的第一周，虽有下游加工企业陆陆续续开工入市，但江浙一带的寒冬积雪天气给物流和开工带来部分障碍和阻力，同时金属的偏弱走势也令下游消费者信心受挫，所以市场交投还是以贸易商为主要贡献，以买现抛期的套利活动为主。目前现铜贴水均价维持 160 元左右。

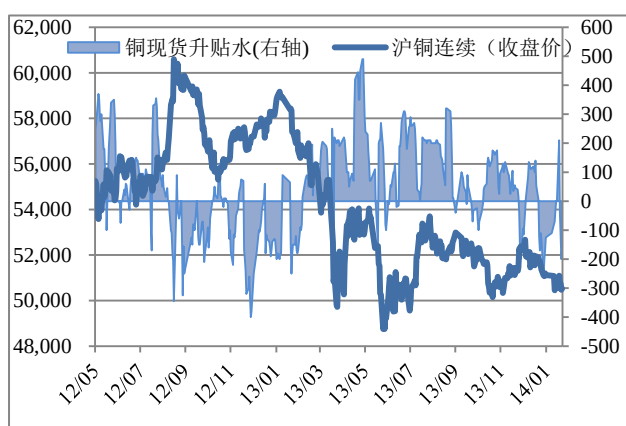
铝：现货市场本周一正值元宵节后下游企业集中开工之际，同时期铝扩大涨幅，现货铝价受之提振当日上涨百元之多，引发市场追涨情绪，接货增多，市场成交状况较好。其后沪期铝无力持续反弹，重心出现回调，现货市场谨慎情绪抬头，中间商几乎不参与

接货，下游亦恢复按需采购，需求锐减，持货商迫于供应压力，继续保持大量出货，成交价格大幅回落，其中无锡地区成交价格再回万三关口附近，成交氛围趋淡。目前铝走高，在 250 左右。

现铅市场：现铅市场，1#铅基本低价成交于 13850-13900 元/吨，虽然成交量多于上周，但是并未出现预期的大规模补库。一方面，炼厂大量出货增加市场供给，而另一方面，下游铅蓄电池企业的资金紧张以及畏跌情绪限制了他们的采购热情，现铅市场总体供过于求。下周将出现供需同增局面，因自年后复工的两周以来，现货成交整体不佳，一方面冶炼厂铅锭库存大增有积极出货意愿，而下游库存也降至低位存在采购需求。由于月末将至，资金又面临新一轮的缺乏，加之下游铅蓄电池销售较困难，预计现货市场将继续呈现供过于求局面，现货价格进一步走弱。目前铅维持稍微贴水状态，贴水幅度很小，在 10 元左右。

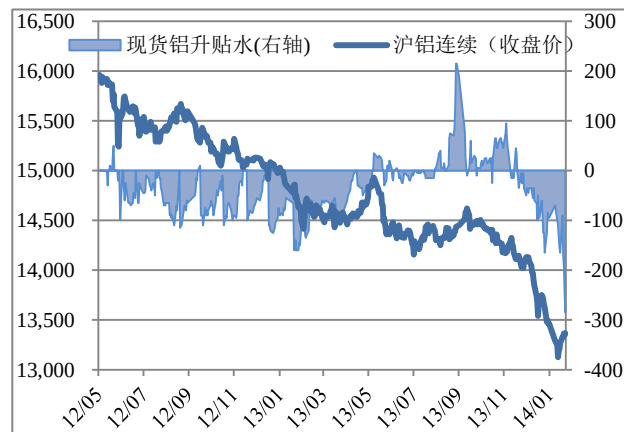
现锌市场，随着下游开工，成交较上周改善，但距离常态上有较大差距。周内现货市场货源较为充足，冶炼厂与贸易商均出货较为积极，不过由于下游企业元宵节后恢复开工较为有限，尤其镀锌和压铸合金[有色商机:热镀锌合金]企业部分推迟开工到 3 月份，现货市场需求较为疲弱，现锌贴水明显扩大，由周初的贴水 130-170 元/吨至 180-230 元/吨。本周广东市场现货表现稍强于上海市场，但节后市场需求恢复也较为有限，0#成交价较上海市场贴水 20-30 元/吨附近，较上周缩窄 40 元/吨左右。天津市场持续表现低迷，周边镀锌企业受环保检查和订单匮乏的影响，开工不足，锌锭需求低迷，0#锌锭成交价较上海市场贴水由周初 90 元/吨扩大至 130 元/吨。锌老系统价格累计下调 90 元/吨至 15610 元/吨。随着春节以及元宵节的远去，下游企业开工将逐步增多，预计下周下游需求料将有一定程度好转，但迫于目前现货资源供应过剩的局面，现货市场恢复料将较为有限，现锌市场贴水有望小幅缩小至 150 元/吨附近。

图11、铜贴水维持高位



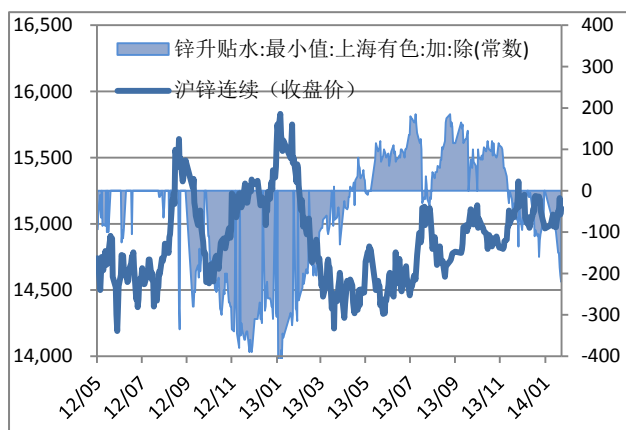
资料来源：Bloomberg 南华研究

图12、铝库存积压严重，贴水继续走高



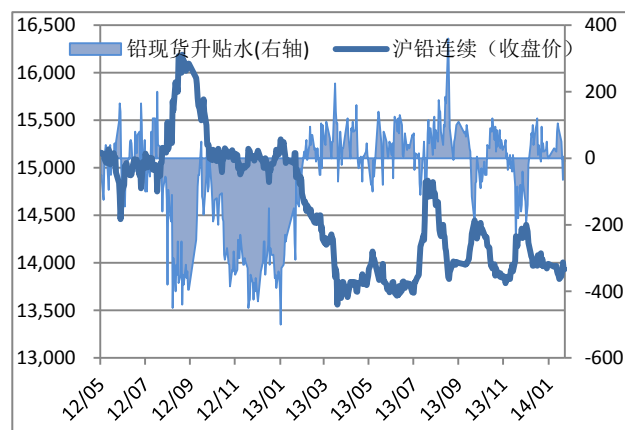
资料来源：Bloomberg 南华研究

图13、锌现货贴水扩大



资料来源：Bloomberg 南华研究

图14、铅现货升水转贴水

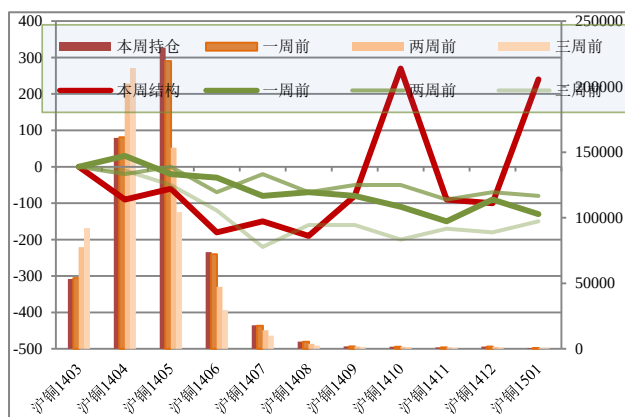


资料来源：Bloomberg 南华研究

期限结构:基金属曲线变化不大

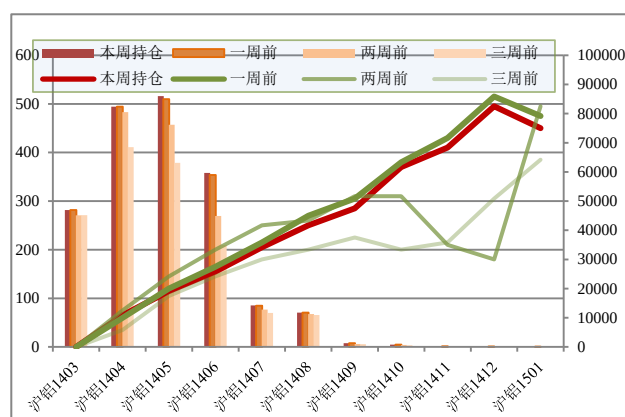
随着沪铜反弹持续中，本周沪铜主力合约对现货升水走宽。铝破位下行后主力合约对现货月升水高企，因现货供给压力较大。铅锌则维持了远期升水的曲线。

图15、铜主力合约维持贴水



资料来源：Bloomberg 南华研究

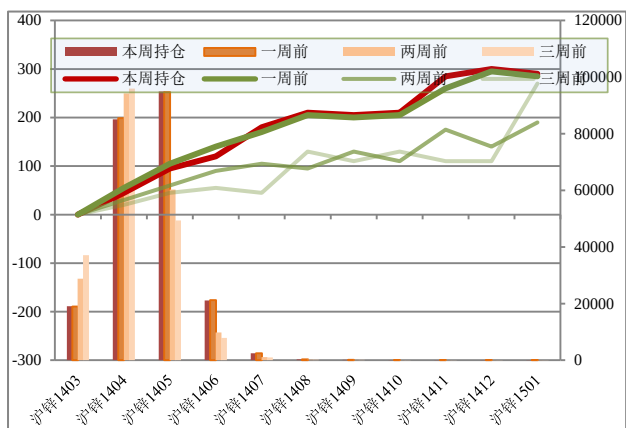
图16、铝期限结构曲线持续上扬



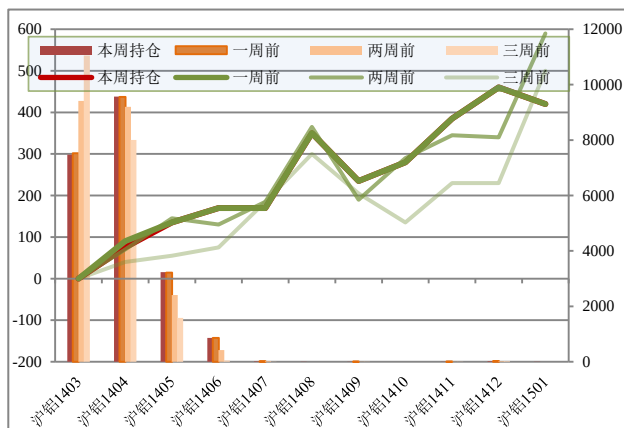
资料来源：Bloomberg 南华研究

图17、锌期限曲线变化较小

图18、铅维持主力升水



资料来源: Bloomberg 南华研究

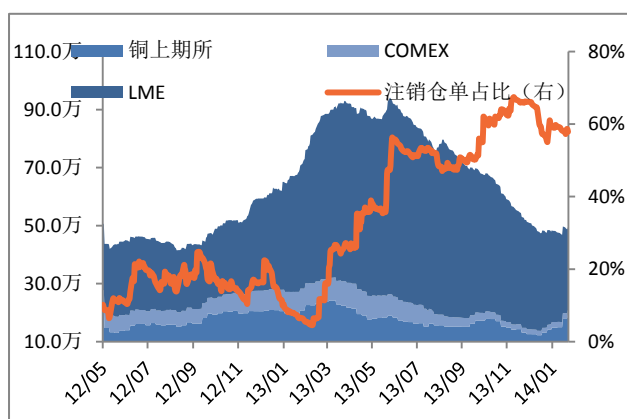


资料来源: Bloomberg 南华研究

库存：铜库存内减外增

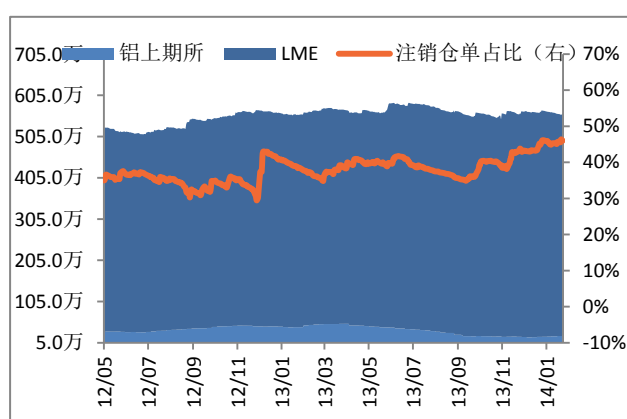
本周铜仍维持减库趋势。LME 减少幅度较小为 1500 吨,但沪铜大幅增加 3.1 万吨。注销仓单仍维持在 60%比例左右,低库存引发市场关于供应不足的担忧,在低库存的支撑下伦铜破位下行概率较小。铝库存下降 3 万吨左右,镍库存维持上行趋势,其他金属库存持续下行,锡库存已经降到 8940 吨极低的位置。

图19、铜 LME 库存持续减少,沪铜库存上升



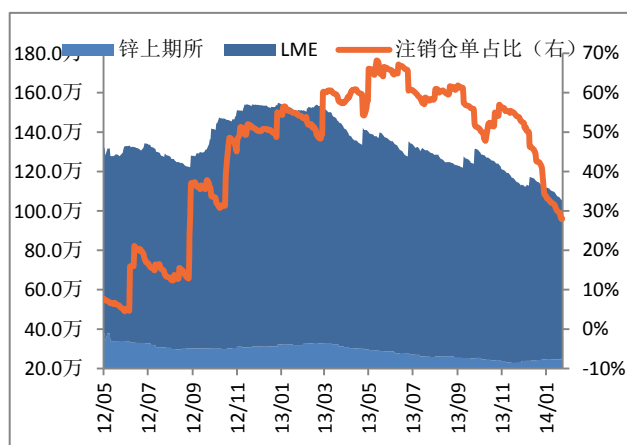
资料来源：Bloomberg 南华研究

图20、铝库存微增



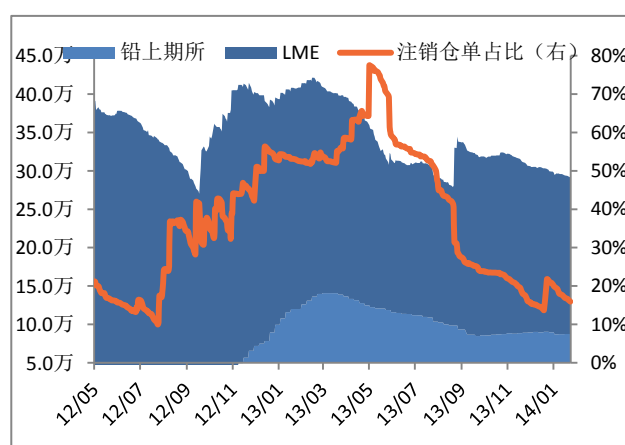
资料来源：Bloomberg 南华研究

图21、铅库存与注销仓单双走低



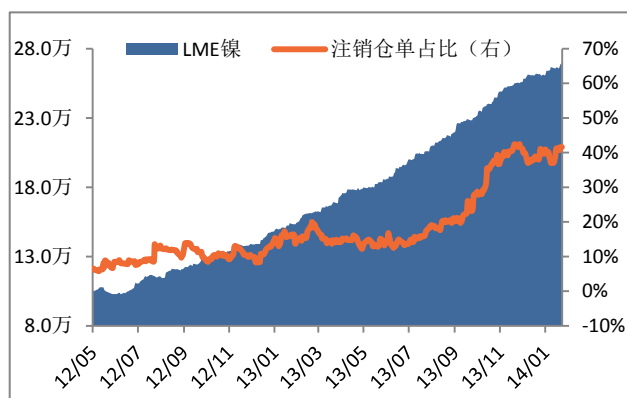
资料来源：Bloomberg 南华研究

图22、锌库存注销仓单双走低



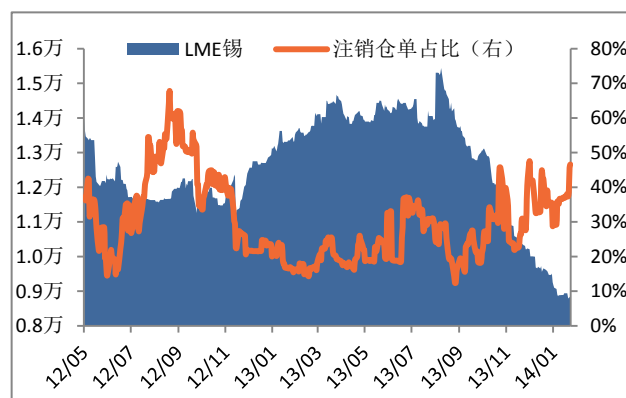
资料来源：Bloomberg 南华研究

图23、镍库存维持上涨



资料来源：Bloomberg 南华研究

图24、锡库存注销仓单回落



资料来源：Bloomberg 南华研究

内外盘比价：铝比价回落

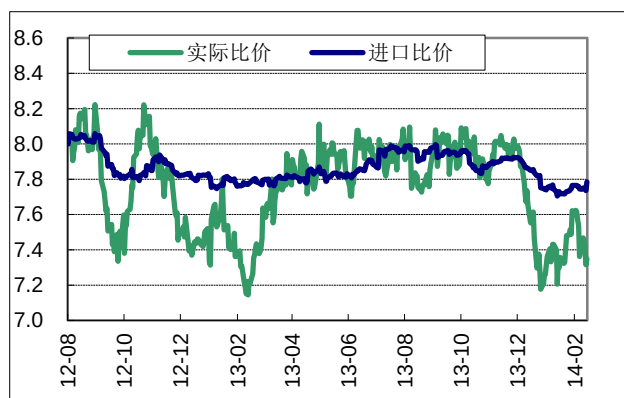
传统的套利分析方法主要包括价差分析法和比价分析法，本文主要以比价分析法进行分析，通过对历史数据的统计得到相应的套利空间。如下图所示，图中绿线代表实际比价，而蓝线代表进口比价，其中：

进口成本价=（LME 三个月期铜价格+现货升贴水+进口升贴水）*（1+增值税）* 汇率+杂费

进口比价=进口成本价/（LME 三个月期铜价格+升贴水）

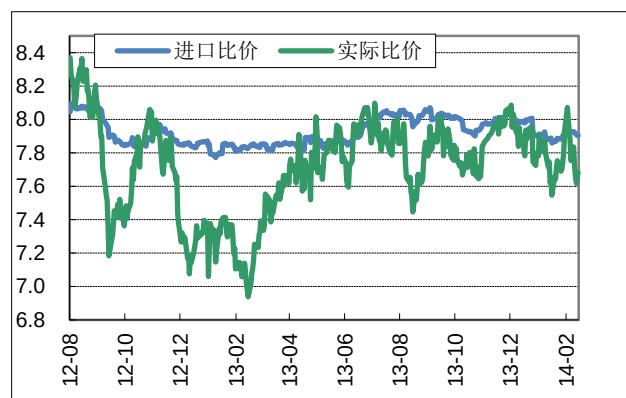
实际比价=沪铜连三合约价/（LME 三个月期铜价格+升贴水）

图25、锌实际比价回落



资料来源：Bloomberg 南华研究

图26、铝内外盘



资料来源：Bloomberg 南华研究

后市展望：周内上涨难，铜底部坚实

上周我们预计伦铜窄幅震荡向上，7100 美元震荡企稳，向上概率较大。本周的宏观显示美国经济数据持续疲弱，地产市场的疲弱让人担心美国复苏的内劲不能持久。与此同时周末资本市场因二线城市杭州等地地产的大降价，对地产崩盘的担忧炒的沸沸扬扬。悲观的心态引发人们对经济硬着陆和金属需求的担忧。另一方面银行对地产行业的资金链收紧将传导至大宗商品市场，引发下跌预期。但我们认为这是短时间趋同的杀跌，而非系统性风险。基于前期需求和库存的逻辑，认为铜的底部仍然坚实，50000 元以下多单可坚决介入。

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

地址: 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: 00852-28052658 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

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

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

兰州市城关区庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼
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

地址: 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

地址: 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

地址: 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 603 室
电话: 0513-89011166

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，但我公司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