

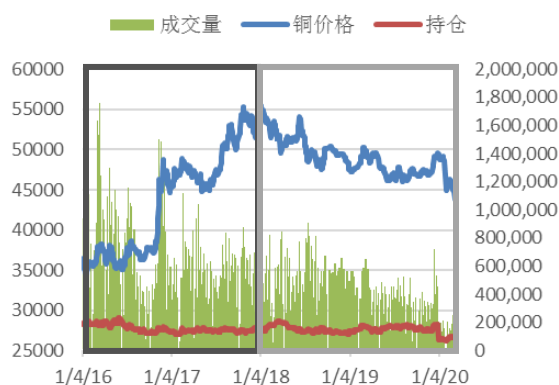
铜走势复盘

--杜少伦

2020-03-09

*这是复盘系列的其中一篇，在这个系列里面我会逐个品种的进行历史复盘。主要针对海红投资最常用的几个指标进行复盘解析，商品盘面数据，和股市相关性数据，市场宏观数据。

铜作为工业用量第二大的有色金属，一直被人们称作经济的晴雨表有类似于股市的经济活动发现能力。铜的主要用途在于电子电力和建筑，十分工业化的用途决定了铜的价格和工业活动景气度明显正相关。而电力输送和电机制造又是一个经济体发展的征兆，所以铜的走势往往和经济体的整体活跃度正相关。由于其用途广泛，往往被视作通胀的领先指标，铜价破位下行往往伴随着通缩预期加重，而铜价过快上行往往预示着通胀预期集中。这里我们重点从市场的角度来回顾铜价走势，不需要过分强调不同时期的基本面情况，因为最终进本面的因素会在价格中的到反应。下面从交易的角度复盘铜的不同时期的走势和背后的原因，这里主要关注以下几个指标：铜盘面交易价格，交易量和持仓量，铜盘面远期价格和近期价格的对比，铜交易所库存情况，铜对比黄金走势强弱，铜和大盘走势的关系，铜和美元还有日元的相对走势，同时考虑铜和十年期国债的对比走势。复盘历史范围选择从 2016 年开始到 2019 年结束。



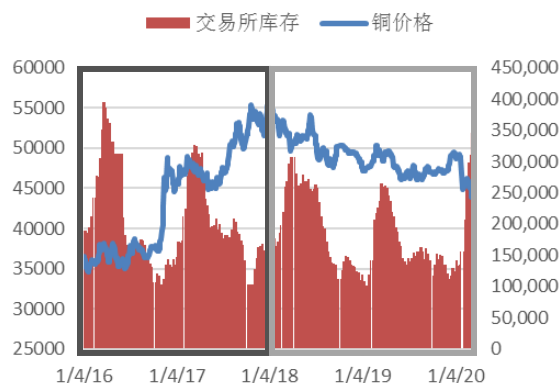
图一、铜价格，持仓和成交



图三、铜价格和投机热度



图二、铜价格和展期收益

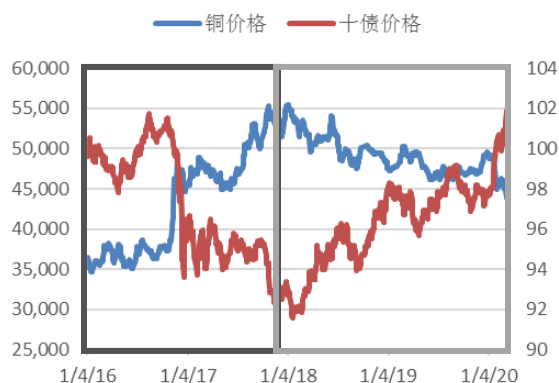


图四、铜价格和交易所库存

单纯从铜的盘面走势来看，自 2016 的大反攻开始铜基本上只有一次拉升和震荡下行。从 2016 年初开始大反弹之后一路震荡上行直到 2018 年初，见到 18 年的阶段性高点之后开始长达两年多的震荡下行，并最终在 2020 年初的彻底破位从新回到了 17 年初的价格。这里用深色框线表示第一阶段，用浅色框线表示第二阶段。可以看到第一阶段的铜价格经过盘整之后开始飙升，旱地拔葱的上涨了 20%，中间没有任何停顿。回想 2016 年初的商品大反弹，领头羊是黑色系之后化工品跟随上涨，最后才是有色金属和农产品。这里我们先不说上涨的幅度和节奏，单纯从这个上涨的形态对比黑色和化工就很容易看出来，有色的上涨是一步到位的，没有经过波折和挣扎。这样的上涨属于重新定价形势的上涨，我们在以后的文章中着重讨论一下《从定价的角度看商品趋势》。

在市场持续盘整一段时间之后，看到别的品种已经纷纷上涨很高了，有色金属突然启动追赶涨幅，就是对宏观环境的重新定价反应。这个时候并不一定伴随有明显的基本面改善，但是铜在这个时候的定价突然变化了。举个例子，就好像人民币汇率突然地变动势必导致商品价格突然改变一样，但是单纯的从人民币汇率改变并不能马上导致商品的基本面出现很大的改变，尽管如此定价角度来讲，商品的定价的确瞬间改变了。第一阶段的铜投机热情暴涨，但是前半段并没有涨上去，反而看到了明显的正向基差收缩，远期升水开始回吐，表现为近期开始拉动远期。直到最后爆发之前基差一度被拉到了远期低于近期。说明市场上当时对铜的基本面并没有明显好转，尽管近期涨幅很大，但是远期不跟随。这个情况一直持续到第一阶段的后半段，看到交易所库存明显收敛，同时投机热情明显消退，市场暂时认可了现在的铜价。随着商品市场大环境纷纷上涨，铜顺利突破。这个突破和当时的市场别的品种一样都是远期升水环境下的，预期拉动型上涨。随着价格快速上涨，远期不断拉大基差，最后基差过度拉高价格结构崩塌，铜上涨行情进入震荡。可以看到明显的在第一次拉升之后，行情出现了一个头部，交易所库存就开始立马显示出来。说明当时的贸易商对手中的库存没有很好地需求消耗掉，在看到盘面上远期大幅升水，果断采取抛售库存的方式了解现货库存。这一系列反应均说明铜当时的现货需求并没有盘面上表现得这么强势。换言之，升水基差主要是对商品整体重新定价的兑现，而不是商品基本面的完全改善。在第一次拉升之后，第一阶段的后半段，铜完全进入了“库存行情”。整个铜盘面的聚焦点就在目前的价格会不会有足够的需求兑现，每个人都在盯住铜的库存变化。这也就是为什么当时的价格在后半段库存下降时候，再次出现了一波拉升，同时短期的伴随着升水行情。但是这一次上涨和前半段的暴力拉升有着天壤之别。仔细看第二次拉升的后半段，基差结构首先垮台，升水结构在上行过程中快速收敛，直到出现贴水结构。虽然库存还在一直下降，这种价格结构的改变说明预期价格已经过度上涨了，市场开始只关注近期价格，远期已经不再跟随盘面走势。这种价格结构崩塌后不就，铜就迎来了这两年的顶部。再次强调，这个顶部当时的形态是：低库存+倒挂基差+高投机热度。第二阶段铜整个两年都在震荡下行，这要表现为正向基差，库存积累同时低投机热度。贸易商借着当时的远期升水开始不断地甩货，同样的下跌过程中的反弹走势也大多发生在铜基差突然改变的时候。比如下跌过程的第一次反弹可以看到盘面明显铜远期开始贴水，伴随当时的低库存，投机者入场操作了一把现货吃紧行情，但是没过多久就放弃了。因为价格稍微上行就看到了盘面出现大量交易所库存抛售，贸易商还是在借机甩货。从 19 年四月的库存高企就可以看到当时的市场动向还是以贸易商甩货为主的。同时从 19 年开始正向基差也开始积累，直到 2020 年以后再次出现了正向基差贸易商加大力度甩货，近期的这种走势主要由于贸易商现金流吃紧，远期预期悲观不得不清理库存换取现金。等到库存甩货完成以后预计可以看到价格筑底同时远期升水结构开始坍塌。

再看铜的宏观相关性方面：



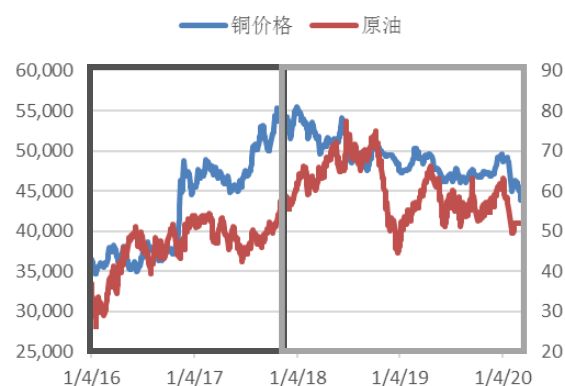
图五、铜和十债对比图



图七、铜和美元对比图



图六、铜和铜行业股票对比图

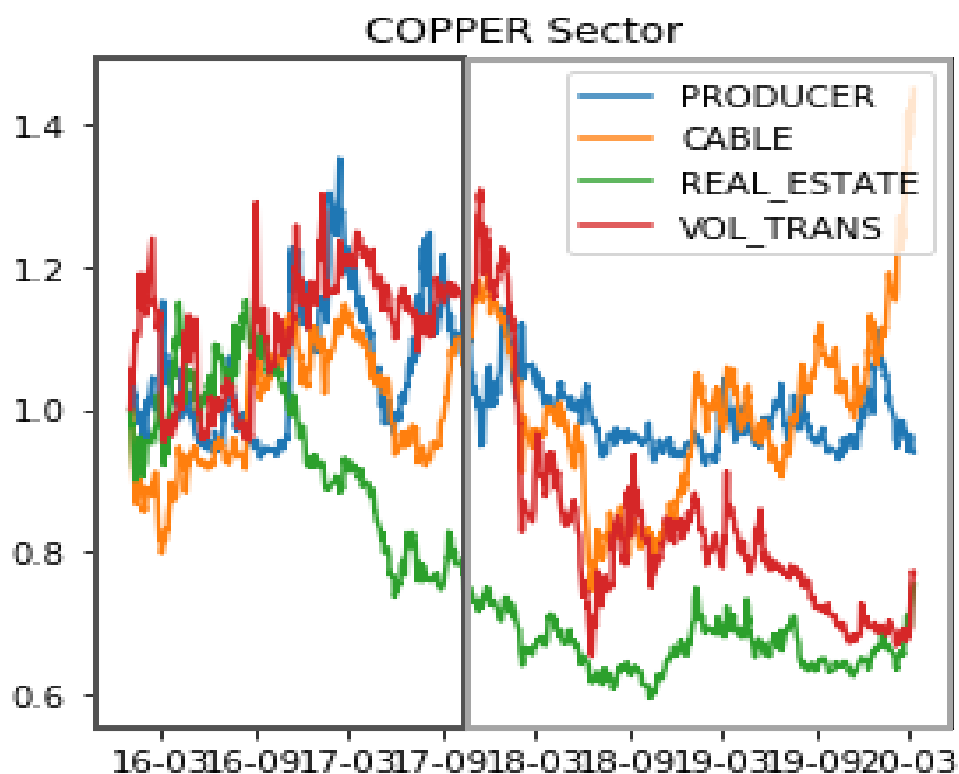


图八、铜和原油对比图

从宏观变量上来看，铜对通胀预期的反应是强烈的正相关。第一幅图显示了铜价格和十债价格走势对比。可以看到几乎在同一时刻铜筑顶，十债筑底。在第一阶段中也有同时的十债崩盘伴随着铜的旱地拔葱。债券价格的暴跌说明了市场当时的显著通胀预期，同时铜价格也对这一预期进行了快速反应。这就是当时的铜从新定价走势。这种重新定价是对市场通胀预期的快速定价反应，但是这种定价反应并没有实际的基本面改善作为支撑。可以看到同一时期的铜行业股票只是小幅拉升之后开始宽幅震荡，并且回调幅度非常深几乎回吐了拉升之前的全部涨幅。如果当时的铜基本面主要是需求端有明显的改善，那么这种改善势必反映在铜企业的利润表里面，从而股价需要跟从新定价。当时看来这一通胀预期并没有反映在铜的行业股票里面，或者说铜生产商的盈利能力没有随着铜重新定价行情而发生得到实质性改变。再看当时的原油走势同样反映了通胀预期持续上行，伴随当时减产协议原油走势在整个一阶段都很坚挺。从第二阶段开始，行情开始对通胀形成了在评估，其中铜股票价格彻底开始弱势走势，同时债券价格在几乎同一时间筑底反弹。通胀预期宣告无效，整个市场要对之前的通胀已经定价了的部分重新考虑。但是我们同时看到铜价格没有马上暴跌，反而开始了震荡下行，这主要是由于当时的原油价格还在上涨中，局部的不对称性给通胀重新定价足够支撑，价格缓慢下行。宏观上讲第二阶段开始的时候没有足够理

由产生暴跌，因为通胀预期消失了但是原油价格因为限产的原因依然坚挺，于是大宗商品有了原有的基本价格支撑。

不同于贵金属，在工业属性方面铜一直反应灵敏所以衡量市场是否对铜的基本面改变看法的重要指标就是相关上下游行业的股票指数走势。见下图：



图九、铜和铜产业链股票指数对比

从铜的产业链股票走势来看，第一阶段铜的终端消费股票指数能维持比较强势走势，但是地产板块已经明显弱势，同时铜的生产商股票指数没有明显走强，这和当时的铜价快速反弹进行的通胀重新定价产生了分歧。从第二阶段开始，铜的下游产业链代表了铜的消费预期快速走弱，直接全部跌入了空头趋势，而后铜的生产商指数也进入了空头趋势，整个产业链预期开始走弱。反映到铜的价格上面形成了需求弱势，但是供给强势格局（因为当时的铜的交易所库存还在不断上升）。这直接导致了供过于求的基本面，铜价格随之震荡下跌长达两年时间。从股票指数上可以看到，铜的一大终端消费品：电缆，从18年初开始走强一直强势了长达两年时间，目前已经完成多头突破，同时另一个终端消费品变压器也开始走向，等待两个终端消费指数全部维持强势之后，铜的终端需求预期会得到明显改善，映射到盘面上会有远期升水格局，如果到时候再配合库存出清完成，交易所库存压力减小，有望在未来产生预期拉动型的上涨。这种类型的上涨行情主要表现为远期适当升水，拉动近期价格上行，贸易上开始改变看法减少交易所库存抛售，价格上涨引起生产商股票指数上行，远期看到股指和库存同时修复更加促进上行，形成一套正反馈回路，直到远期升水过度，价格曲线崩塌行情结束。