

Note of Copper curve ball

Gong Yifan

2019 年 4 月 12 日

目录

本文是对高盛 2013/5/22 的报告 Copper curve ball 的笔记。

1 introduction

2 中国铜融资循环可能终结

中国资本控制 + 中美利差 导致商品质押融资的盛行，以此进行利率套利。导致近期中国短期外汇贷款的上升（相应的人民币承压），中国外汇管理局（SAFE）宣布了新的管制措施（5/5），将在六月开始实施。

我们认为，SAFE 的政策将会使中国商品质押在未来 1-3 个月内终结。但由于政策实施、政策实际影响市场的速度和影响程度的不确定性，CCFDs 的彻底终结仍只是一个风险因素

我们估计中国约有 51 万吨的铜（海关仓库内和运输路程中）用于商品质押。如果 CCFDs 完全结束，铜现货将从正资产（可以用来赚取利差）成为负资产（持有成本，融资成本高于升水）。这会导致 LME 现货承压，我们预计 LME 将需要额外消化 20-25 万吨的铜现货，约为全球季度产量的 4-5%。这会导致现货价格下行，更高的期货升水。目前，LME3-15 月升水为 1.1%，持有成本（full carry）为 3-3.5%

3 SAFE 的新政策

4 典型的 CCFD 流程

参与者:

Party A 离岸贸易公司

Party B 在岸贸易公司

Party C B 的离岸子公司

Party D 注册在国内的在岸或离岸银行

过程:

step 1: A 将海关仓单以价格 X 卖给 B。B 获得仓单, A 获得 D 开具的美元信用证。

step 2: B 把仓单卖给 C (B 的子公司), C 支付美元或离岸人民币。C 获得仓单, B 获得美元或离岸人民币并通过 D 换为在岸人民币, 获取国内人民币的无风险利率收益。

step 3: C 把仓单以低于 X 的价格 (一般低 $10-20\$/t$) 卖给 A。A 获得仓单, C 获得美元。这里回到了第一步开始的状态。

step 4: 重复步骤 1-3. 在美元信用证期限内 (3-12 月), 一般可以重复 10-30 次。

5 CCFD 中各方的收益

下面给出一个例子说明在 CCFD 中每吨铜现货各参与者的收益。 c ,

Party A 第三步中 $10-20\$/t$ 。

Party B B 的成本为美元信用证的利率 (约为 2.5%) 和仓单循环中支付给 A 的部分, 收益为人民币的利率 (约为 5%), 以铜价 $7500\$/t$ 计算, 收益为 $1675-4425\$/t$ 。

Party C B 的子公司

Party D D 的成本为央行的融资成本，收益为美元信用证的利率（约为 2.5%），以铜价 7500\$/t 计算，收益为 $375-1125\$*c$ 。

6 CCFD 终结对参与者的影响

Party A 没有了每次循环 10-20\$/t 的收益，A 很可能卖出铜现货（期货溢价并不足以抵消仓位租金和利息的成本）。A 持有的铜现货可能流入市场，同时 A 也可能平仓在 LME 铜期货的空头头寸。

Party B,C B 和 C 可能会降低它们的美元信用证负债，方法是出售流动资产归还美元信用证负债或借取离岸美元，并把信用证负债展期为离岸的美元负债。

Party D 为了满足外管局的新监管规则，D 将可能通过降低开立信用证的数量和（或）增加外汇净多头头寸。

7 对铜价的影响

8 概念

信用证：