

# 信用风险警钟敲响 “黑天鹅”突袭铜博士

□本报实习记者 王姣

“一直盯着铜做，现在持有2手CU1405空单，开仓均价为49890元/吨，浮盈不错。”投资者李钢（化名）略得意地告诉中国证券报记者。

对中国经济成长放缓的担忧和“超日债”违约事件引发的蝴蝶效应，引发了昨日的“黑色星期一”。有“铜博士”之称的沪铜继续上周五夜盘重挫，周一开盘不久即全线封下跌停，CU1405合约报收46670元/吨，创下2009年9月以来的新低，并带动多数品种盘中暴跌。

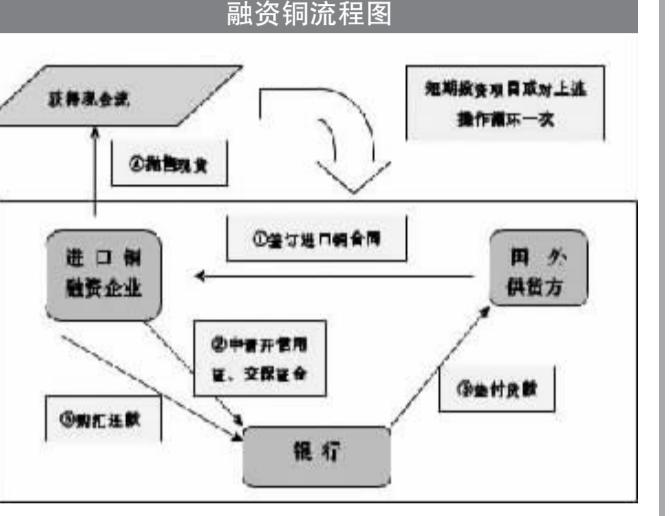
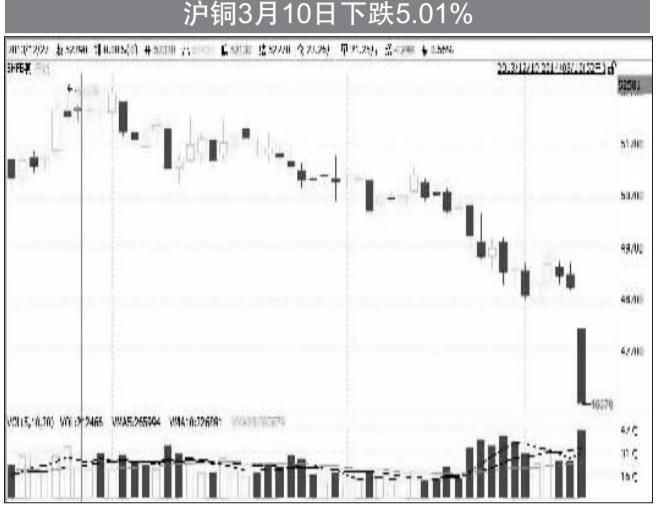
分析人士指出，一方面，“超日债”违约的利空继续发酵，使市场对大宗商品贸易融资资金链产生担忧，从而对铜、铁矿石等商品期价造成冲击；另一方面，在调结构背景下，中国制造业疲软是当前所有工业品走低的关键因素，中国铜库存高企或令铜价继续承压，中线偏空格局难改。

## “信用黑天鹅”突袭

“横盘震荡近一年的沪铜终于破位。”如投资者在新浪微博上所言，上周五伦铜暴跌4.2%，沪铜夜盘触及跌停，拉开铜价暴跌序幕。本周一，沪铜跳空低开，盘中大幅下挫直至跌停，主力1405合约收跌5.01%至46670元，跌至逾四年低点。

“最近国内外铜价大跌，起源是‘超日债’违约引发的市场对于企业信用风险的担忧，进而牵涉到国内大宗商品的抵押融资问题。”南华期货商品部总监曹杨慧在接受中国证券报记者采访时表示。

业内人士担忧，随着人民币贬值，沪伦比值回落，进口铜亏损加大，融资



需求或减少；另一方面，超日债事件引发的企业违约风险担忧进一步向融资链条传导。

曹杨慧告诉记者，如果融资銅链条真的断裂，那么对于国内金融市场来讲，将会是巨大的打击，首先，融资銅在周转过程中可能有比较高的杠杆，杠杆的抽离会扭曲市场；其次，国内銅市场供应可能饱和；第三，可能会造成资金成本的抬升；最后，还有违约的风险存在。一连串的连锁反应会给銅价造成致命打击。

“本次暴跌看起来更像是国际资金的一次定向狙击，除了全球供需角度不断强调的供应过剩压力之外，超日债违约引发融资环境恶化可能是导致銅流出一大导火索。”国信期货研究员顾冯达认为，目前銅融资环境恶化缺乏更多证据。

## 高库存继续压制銅价

“历史正在上演惊人相似的一幕。”有分析人士指出，目前交易所库存接近

20万吨高点，保税区库存达到75万吨，而消费不旺，所有这些正在迫使有进口加工手册的冶炼厂选择出口，当前已有3家冶炼厂开始出口，出口量在5-7万吨。而这种情况在2012年曾出现过，当时进口亏损约3000多元，库存也居高不下，銅出口高达10万吨，銅价下跌持续一个月。

“中国经济一放缓，銅价就大跌”，这个逻辑是存在的。”上海中期金属分析师方俊峰指出，从历史上看，2011年8月、2012年上半年和2013年上半年銅价的下跌原因差不多，都是中国经济放缓担忧。而此次銅价走低的原因主要有三点：一是非农优于预期点燃缩减QE担忧；二是近期中国的宏观数据持续疲软，PMI、CPI等持续走低，表明中国制造业情况不容乐观，对銅消费的带动作用有限；三是由于消费放缓，近期的上海库存持续增长，保税区库存已经达到75万吨。

据悉，由于銅价重心不断下移，国内较高的资金成本以及议价能力的减弱，

贸易商持有銅的意愿大大减弱，广东地区的库存还不及往年的一半。同时，废銅终端需求减少，国内许多废銅冶炼企业减产或关停，仅广东就至少2家。

展望后市，曹杨慧认为，这种断崖式的下跌是不可持续的，当前銅价最大的压力可能来自于中国的消费需求增速的放缓以及全球銅供应逐步从短缺向过剩的转移，市场情绪在释放之后会重新回归理性，商品价格可能重新以比较缓慢的有波折的方式下跌。

方俊峰则表示，低于预期的中国制造业发展情况点燃了市场的悲观情绪，持续走低的PMI数据验证了金属现货市场消费疲软的现状，预计2014年中国的銅消费增速将放缓，銅价整体处于偏弱格局。与此同时，有关美联储进一步缩减QE的担忧情绪急剧升温，预计整个风险资产价格将继续受打压。整体而言，当前有色和黑色金属都处于中线偏空的格局。

## 贸易融资“去泡沫化”启动

种中，大都涉及进口融资，如銅、锌、铁矿石，甚至化工品中的PTA等。需警惕这种下跌从小范围的进口融资品种向更大范围的品种蔓延，特别是工业品。

一方面，人民币升值预期淡化，未来人民币兑美元双向波动将扩大。2014年3月3日，人民币兑美元贬值幅度一度达到1.5%。由于美元是融资銅和融资铁矿石的普遍用的中间货币，也是国际大宗商品贸易结算货币，因此人民币兑美元升值将导致融资銅和融资铁矿石汇差收益率下降，这等于变相的增加了融资銅和融资铁矿石的融资成本。

另一方面，美联储将稳步削减QE，美元实际利率上升的趋势已经难以避免，资金回流美国的趋势会逐渐确立。3月7日，美国公布的2月份非农数据远好于预期，美联储将逐步削减QE的预期升温。

目前一场贸易融资“去泡沫化”正在上演，其主角是前期由于融资需求而导致过度进口的商品。3月10日大跌的品

于预期，由此，我们认为未来美联储将加快削减QE的步伐，从而美元实际利率上升将进一步缩小人民币与美元的利差。融资銅开具美元的信用证贴现率一般是LIBOR加30-300个点，因此LIBOR美元上升将增加美元的融资成本。

在美元融资成本不断上升和人民币贬值风险加大的情况下，为了不让融资贸易资金链断裂，目前很多融资贸易商不得不抛售銅、铁矿石等之类的换取现金，提高规划信用证贷款。统计数据显示，2月底，上海保税区融资銅已经突破了75万吨，而其他包括广东、天津等港口的銅库存也不在少数，中国銅影子库存

寻思膨胀，再加上现行库存我们估计中国銅库存可能超过120万吨，一旦抛售的话，中国冶炼厂一个半月不生产和进口将增加美元的融资成本。

另一方面，美联储将逐步削减QE，美元实际利率上升的趋势已经难以避免，资金回流美国的趋势会逐渐确立。3月7日，美国公布的2月份非农数据远好于预期，美联储将逐步削减QE的预期升温。

商不进口，銅库存都能满足中国的需求。目前，銅出口反套或者銅材来料加工方式的銅出口，已经被视为化解国内銅过剩压力的救命稻草。

铁矿石方面，截至3月7日，中国铁矿石港口库存升至10857万吨，创下历史新高水平，在中国环境治理背景下，钢铁产能扩张受限，加速淘汰落后产能或者内陆钢铁产能搬迁的压力下，庞大的铁矿石库存抛售将造成巨大的冲击。而铁矿石出口却不是很顺畅，因为除了中国之外，没有哪个市场能够消化这么大的库存，且铁矿石变现能力也不及銅。

总之，人民币从升值转向双向波动，美元实际利率上升的上行风险加大。目前，融资驱动大量进口的商品遭遇大规模抛售，跌势一触即发，暂难言底。

## 基本面疲弱 沪銅弱势难逆转

按需采购，备库行为并未明显发生。

反观市场上的銅现货供应仍然较为充足，海关数据显示，2月份我国未锻造銅及銅材进口量为38万吨，同比增加27.47%，结合1-2月情况，总共进口91.6万吨，同比大幅增加41.2%。虽然去年底和今年1月份进口亏损持续扩大，但2月份依然保持较高的进口增速。保税区库存和上期所库存均明显持续增加，上周国内库存上期所库存继续增加至20万吨左右。总体上给国内带来较大压力。现货銅仍然维持贴水200元/吨左右的水平，洋山銅溢价已经下降至13美元/吨。沪伦比值已经下降至6.9左右，进口亏损达到2500元/吨左右。

我国供需矛盾进一步突出，是銅价年后持续颓势的基本原因。在这种情况下，銅价很容易成为惊弓之鸟，对外部

基本面持续疲弱的格局下，一旦融资行为受到影响，难免会对市场造成冲击。在目前的比价之下，企业进口亏损较大，加上人民币的持续贬值，对于前期没有在汇率市场用NDF进行汇率对冲的贸易商而言，将产生一定的汇率亏损，也难免会出现一定的抛售套现行为。

不过，虽然人民币持续贬值以及銅价大幅回落，但内外资金成本的差异性导致融资銅出现的基本条件仍在，并且人民币贬值带来的汇兑损失目前对融资銅的市场主体而言影响并不大。銅的市场具有较强的流动性，融资銅的行为也比较成熟，企业一般会比较娴熟利用期货市场进行套保，单边大幅下滑对融资銅并不会产生较大冲击。反而是目前比值的持续下滑，在一定程度上会影响融资銅的操作。

## 利空减弱 鸡蛋期货变身“火箭蛋”

价格上涨0.2元/斤至3.4元/斤，武汉的鸡蛋价格上涨0.35元/斤至3.95元/斤；从鸡蛋主销区的价格走势来看，南京的鸡蛋价格上涨0.17元/斤至4元/斤，北京的鸡蛋价格上涨0.29元/斤至3.82元/斤，上海的现货价格上涨0.04元/斤至3.93元/斤，广州的鸡蛋价格则上涨0.27元/斤至4.05元/斤。据贸易商的消息，在近期蔬菜替换的时期，鸡蛋现货价格易涨难跌。

其次，禽流感利空影响的减弱。2014年禽流感疫情备受关注，进入3月份以来，新增病例数出现了明显的减少，目前平均新增1例禽流感感染病例，公众对于禽流感的恐慌情绪明显减弱。就目前的情况来看，禽流感还是散发。虽然春天仍是禽流感疫情的高发时段，但是近期对于禽流感疫苗即将问世的各种信息无疑是让公众

吃了一颗定心丸，禽流感利空鸡蛋期货的影响被进一步减弱。

第三，未来鸡蛋供给存担忧。由于2013年3月出现了禽流感疫情，鸡蛋价格就开始下滑，对于养殖户来讲，2013年几乎全年亏损，这一残酷的事实加上2014年开年后的又一波禽流感疫情的来袭，导致从2013年8月份以来蛋鸡补栏情况就非常的不理想。

从湖北省浠水县蛋鸡业协会调查的浠水县2013年蛋鸡苗的补栏情况来看，可以看到，2013年前6个月的补栏量依然很大，每月都有100多万只的补栏，最高

为4月份的142.3万只，从4月开始补栏量逐步下跌，7月的补栏情况首次低于100万只为90.8万只，8月则骤降至53.1万只，11月补栏最少为30万只。从近期鸡苗价格的走势来看，2014年以来蛋鸡苗价格均在2.9元/羽以下，而2012年和2013年同期的鸡苗价格均在3.15元/羽以上，蛋鸡苗价格偏低同样意味着补栏不理想。补栏不理想意味着鸡蛋的供给将相对于往年偏少，鸡蛋现货价格存在支撑。

长江期货  
CHANGJIANG FUTURES  
长江证券全资子公司  
公司网址：www.cjfc.com.cn  
全国统一客服电话：95579 027-85861133  
汇聚财智 共享成长

## 申万期货： 期指期债下半年有做多机会

□本报记者 熊峰

和通胀温和上行是上半年影响利率的关键因素，非标资产监管的规范等政策因素与流动性阶段性转好成为下半年利率高位回落的关键因素。整体而言，股指期货和国债期货下半年在流动性阶段性改善的背景下存在结构性的做多机会。

就商品期货来看，申万期货投研团队认为，随着品种的不断丰富令板块间或者板块内的对冲机会层出不穷，2014年可以重点关注能化板块以及煤焦钢产业链的对冲机会，方向为做空上游多做下游，具体策略比如螺纹钢抛焦炭、焦炭以及铁矿石，或者买入青抛原油。另外，农产品市场中今年买豆油抛豆粕、棕榈油也是比较有潜力的投资机会。单边策略方面，近期沥青有长期的买入机会，而下半年可以关注买入动力煤的交易机会。

此外，中金所期权组成员刘炜亮也在申银万国期货第一届投研策略报告会上表示，中金所正积极推动股指期权做市商业务准备，券商自营部门和期货公司风险管理子公司两类机构有望成为股指期权做市商的参与主体，未来必

要时将逐步引入其他一般法人。谈及期货市场的具体交易策略，申万期货投研团队指出，在股指期货方面，市场化改革、国企改革和金融改革的推进有利于股市中长期趋势上行，短期或难现立竿见影效果。目前，经济基本面对于股指的影响趋于弱化，但流动性对股指波段影响逐步增强。国债期货方面，资金面

## 聚丙烯料维持下行趋势

□国泰君安期货 张驰

贸易渠道因与石化生产企业有固定的采购合同，只能被动进货，但是现阶段下游需求并不乐观，造成市场整体库存持续偏高，面对持续走高的库存，贸易商必定大量抛售到期货市场以规避市场价格下跌的风险，从而造成期货价格震荡下跌。

从历史情况看，2013年初的市场状况与目前非常类似，2012年底聚丙烯价格一路走高，库存不断积累。但到2013年初市场价格开始疲软，由此展开近7个月的去库存时期，华东市场最低跌至10200元/吨。现阶段同样是由价格持续上涨，下游需求对高价抵制，造成库存高企，市场不得不迎来去库存周期，随着价格的下降，越来越接近下游需求方的心理价位，终端需求采购增加最终去库存周期结束。因此，在目前库存高企的情况下，市场价格仍将持续下跌趋势。

从2014年的新增产能及宏观需求情况来看，聚丙烯价格将面临比2013年更大的压力。2014年新增产能将可能达到600万吨，大大超过2013年的135万吨新增产能。这也是目前PP1409合约大幅贴水且续偏弱的重要原因。与庞大的产能相对应的是需求端的持续疲软，考

虑到PP下游需求的广泛性，PMI（制造业采购经理人指数）能很好地反映聚丙烯未来的需求。从2014年2月的数据来看，后市需求不容乐观。统计局公布的2月PMI订单指数为50.5，是自2012年10月以来的第二低点，PMI库存指数为47.4，同样是2012年10月以来的次低点。此前公布的汇丰PMI指数同样表现出类似的结果。由此可见未来市场需求并不乐观。在需求疲软、库存偏高的情况下，聚丙烯价格只能弱势运行。

## 海通期货“笑傲江湖”实盘精英大赛

2014年度综合排名

2014-3-1至2015-2-28

排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	奥特曼1	12.6	97.1%	2143212
2	81080905	5.4	26.5%	4937085
3	奥特曼2	4.2	50.8%	860507
4	汇哲_沈阳	4	26.4%	2275290
5	久跃立	3.1	34.0%	824909
6	旭日东升	3.1	27.1%	1290503

排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	佛说我是猪	1.1	12.2%	811743
2	screeper_汪斌	0.9	16.8%	321369
3	心魔	0.5	11.9%	169903

注：投资者因为竞争激烈，向来被认为是男人的天下，在金融市场做交易的女子虽然比例不高，但也不乏精彩表现，比如海通期货业绩平台上的美女操盘手们，巾帼不让须眉，驰骋于风云变幻的市场。

实盘女神“北京-彼岸花”，在海通期货业绩平台2013年度大赛中以收益率154.8%、收益额358万元的成绩获得100-500万组季度冠军。在读大学期间选择期货投资课程，从此一发不可收拾，2年内卖了70多本交易类经典书籍，并通过多年的实盘历练逐渐形成了稳健交易风格。

她认为女性操盘手的交易风格普遍稳健。从海通期货业绩平台的交易评估系统看出，“北京-彼岸花”的获利主要来自于焦炭、橡胶、PTA等趋势性较好的品种。她将自己的成功归于强执行力，一旦设定好进场绝不违背。

在风控和资金管理方面，她始终贯彻着稳健思路：初次建仓，单个品种的资金占用率在5%-10%，在大趋势不变的前提下，在回调阶段逐步加仓，并且限定单个品种资金占用上限为15%。她对趋势交易有着深刻的理解：趋势交易需要在很长一段时期内耐得住寂寞，一旦趋势展开，不要怀疑和犹豫，顺势追到月亮上去。”（海通期货 马慧芬）