

多空论剑

# “铜博士”归来 牛途是否可期

□本报记者 张利静

在全球经济复苏背景下,近期铜价出现震荡反弹。今年以来,沪铜期货主力累计涨幅超15%,铜业股年中开始进入反弹通道,但表现逊于其他周期股。本轮铜价反弹逻辑何在?铜价反弹能否提振A股相关标的股价?本报记者特邀请中大期货副总经理、首席经济学家景川及宏源期货有色研究员张小凯对上述问题进行探讨。

## “铜博士”归来

中国证券报:近期铜价加速上涨的逻辑是什么?

景川:10月初以来,铜价震荡反弹的逻辑依然是在全球经济整体复苏背景下,特别是在美国经济复苏、中国经济相对偏稳健之际,此外欧洲也出现了起色。在这种全球经济征途复苏的背景下,消费提升预期进一步增强,同时铜市场自身存在产业链的周期性变化,其实也是一种周期性上涨的逻辑,我们称之为“铜价的周期性上涨”,整体上看,这一逻辑并未发生改变。

虽然目前国外经济形势逐步好转,有望带动对铜需求增速。但特朗普承诺的美国基建目前面临推进缓慢问题,暂时来看对市场带来的心理利好大于实际利好;考虑到劳动

、环保等成本的提高,用铜终端产品出口竞争

优势逐步减弱;加之中国的精炼铜消费量

基数逐年增大,因此,在新的消费增长点成

熟之前,中国精铜消费量增速还都难以重回

两位数增速水平。预计2017年四季度至2018

年期间,精铜消费的增长拉动力还将主要来

自新型城镇化建设、配电网改造和新能源汽

充电桩建设等基础设施投资。虽然保障房和

棚改安置房等有望抵消一部分商业地产行业

面临的调控压力,但房地产市场等方面的压力

仍会对市场心态产生影响。此外,上半年火

爆的空调制冷行业在下半年也面临增长的不

确定性,铜消费增速整体还将保持相对平稳

增速。而从供应端来看,各种纠纷令铜精矿市

场供应存不确定性,但考虑到库存和废铜的

有益补充,暂时不会传导至精铜生产,因此从

整体供需结构来看,恐难有本质改变。

张小凯:可以从四方面来探讨。其一,宏观方面,9月宏观数据超预期,无论是新增贷款、社融,还是进出口等数据,均超预期,表明宏观经济景气度上升,提升了市场的整体风险偏好水平。

其二,废铜方面,废铜进口限制发酵,不仅仅是废六类废铜,更大的影响在于废七类废铜进口,废铜进口缺口将由精铜代替,从而触发铜价上涨预期。2018年起,国内收货人证书中,加工利用单位与国内收货人必须统一,进口许可证中,进口商与利用商必须统一。短期铜价受废六类的进口限制提振,长期预期在于废七类进口限制。根据安泰科和再生分会的统计,2016年进口废杂铜总量为335万吨,其中废六类和废七类的含铜量分别为100万吨和30万吨。

其三,铜矿方面,全球上市铜矿企业资本支出自2013年以来下滑60%,同时在产矿山品位出现下滑,同期长单TC的底价下降



中大期货副总经理、首席经济学家景川

随着美国特朗普财年的到来,中国因素对铜价的影响将有所放缓,美国因素将成为铜价上涨的接力棒。



宏源期货有色研究员张小凯

对于铜期货价格依然看涨;对于铜业股,建议增持。很多人把铜价上涨等同于股价上涨,这样的类比有失偏颇,铜价与股价之间存在巨大的鸿沟。

26.5%,也就是说资本开支下滑的影响还没有完全体现出来。如此情形下,罢工造成的现金流短缺或许会使得复产扩张举步维艰。2012年-2014年资本支出较高,但考虑到部分计划在2016年投产的项目建设工期被推延,新的资源端投放周期预计要到2019年才会出现。2016年至今,全球铜矿商ETF COPX累计上涨164.6%,刷新近三年来新高。与此同时,COMEX铜期货只上涨了65.5%。对比可以发现,铜价上涨的主要驱动力毫无疑问是铜矿。但电解铜绝对价格的上行,缓和了劳资双方之间的紧张关系,干扰率从年初大幅下降,产能利用率触底反弹,未来的边际增加。不过,总体未来铜矿供应紧平衡,供给弹性增强。

其四,精铜方面,据国际铜业研究组织( ICSG )统计,2017年上半年全球精炼铜产量(原生+再生)产量为1157万吨,同比减少0.69%。2009年-2014年精炼铜产能利用率在79%附近徘徊。进入2015年以后,产能利用率再上台阶,2015年12月甚至创出数据纪录以来的新高86.7%。近两年产能利用率突破阈值,维持在高位,同时供给弹性收缩,2015年、2016年同比分别增长1.73%、2.33%。在产能利用率向上突破上阀值时,因为资本市场习惯了过去的低Beta,此时要勇于拥抱价格弹性增强的红利。

## 美国因素将接棒“捧铜”

中国证券报:如何看待中国因素对这一轮铜价反弹的影响?

景川:从商品属性角度来看,当前铜价反弹中很大一部分是受中国因素影响,但随着美国特朗普财年的到来,中国因素对铜价的影响将有所放缓,美国因素将成为铜价上涨的接力棒。从中国因素来看,当前市场的聚焦点主要是从经济数据的好转中,预期未来国

内铜下游需求的回暖,特别是对国家电网“十三五”规划的推进与新型城镇化建设加快,对未来铜需求带动的乐观预期。

张小凯:在分析大宗商品时,离不开中国因素,因为50%左右的需求来自中国。此外,中国宏观生态和定价权系统已成为大宗定价重要的边际力量。关于这一轮铜价的上涨,中国因素就是牛市当中的一把火,助燃加速。对于未来,伴随着我国供给侧改革的深入,“洋垃圾”进口窗口的收紧和环保成本内部化的推进,铜价的边际波动将由我们把控。

中国证券报:铜走势与大宗商品走势之间有何关系?对商品投资有何指导意义?

张小凯:铜与大宗商品之间的关系,简单来讲可以分为两类:其一,当需求端成为主要驱动力时,铜价走势一般与大宗商品走势保持一致,可能会迟到,但不会缺席。历史上,2016年下半年两者出现比较显著的分化,但在2016年底迅速赶上,分化趋势消失,主要是棚户区改造拉动三四线城市房产快速去库存带来的增量需求驱动。其二,当供给端成为主要驱动力时,铜价走势与大宗商品走势一般会出现背离现象。历史上,两者出现比较显著的背离走势就是现在,主要是由供给端驱动的行情。

铜是与人类关系非常密切的有色金属,被广泛地应用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域,在中国有色金属材料的消费中仅次于铝,涉及范围较广,关系民生,因此被誉为“铜博士”称号。因此,研判铜的走势对于大宗商品投资具有很好的借鉴意义。具体体现在两方面:一方面是需求的印证,当铜价走势与大宗走势一致时,铜价走势一定程度上代表了需求强度。另一方面是逻辑切换,当铜价走势与大宗走势背离时,铜价走势代表了主导逻辑的切换。特别是对于今

年来讲,非常应景。很多交易员、宏观分析在

今年大宗波澜壮阔的行情中,判断错误的主要原因在于惯性逻辑的延续。

## 会否提振铜业股

中国证券报:如何看待四季度铜价走势及其相关标的的投资机会?

景川:从盘面情况来看,当前市场震荡上行格局明显,虽然国内整体商品市场出现调整,尤其是在黑色板块回落过程中,有色金属也有一定的伴随调整需求,但结合目前全球宏观经济以及铜自身供需面的变化,铜在未来一段时间,尤其是四季度仍将维持震荡走强态势。

张小凯:对于铜期货价格依然看涨;对于铜业股,建议增持。但从两者的交易逻辑来看,很多人把铜价上涨等同于股价上涨,这样的类比有失偏颇,铜价与股价之间还有巨大的鸿沟。

首先,要区分铜业股是冶炼企业、矿山企业还是铜材加工企业,其中的驱动逻辑是不同的;冶炼企业股价主驱动在于加工费,矿山企业股价主驱动在于铜价,而铜材加工企业的主驱动逻辑在于需求。由于国内铜相关上市公司大部分主营业务是冶炼,因此,以冶炼企业为例来分析铜价与铜业股票之间的关系。2007年之后,中国企业不在享受PP条款,但日本、韩国相关企业依然享受到此条款,因此冶炼企业盈利来源主要在于加工费TC/RC的多寡,不在于铜价波动。申万有色金属指数年中至今涨幅达34%,同期申万铜指数涨幅为28%,小于其他绝大部分周期股涨幅。

之所以推荐增持铜业股,首先是基于未来铜矿供应边际增加、精铜的加工费上行预期(从四季度TC地板价和四季度现货成交TC可以看出),其次就是铜价上涨的可持续性。

## 投资非常道

小盘股呈现积极的技术特征

□金学伟

以沪综指看大盘,辅之上证50和创业板指数结构,是我们长期习惯的一个看大盘指数组合。但今天的A股已充分融合,难分彼此,市场的结构也已发生很大变化,再以这套指数看大盘有点不适应了。

以创业板来说,过去它的“新兴”与“创业”属性不强,但至少可作为一个小市值股票指数,从规模上反映结构性的强弱变化。但今天的创业板,市值从十几亿元到一千多亿元都有,少数几个大家伙就足以影响它的运行。因此,今天的市场需要一个有新的指数组合来观照大盘以及结构变化。

最理想的组合是两正三副:总市值、中证流通观照大盘;大盘股、中证500、小盘股观照大小结构的强弱表现。

理论上,看大盘只要一个中证流通就行,但A股的扩容速度极快,单纯的股价指数无法准确反映市场供求结果。也就是说,没有新增股票,按这两年多来对股票的需求——俗话“做多的能量”,目前的平均股价应该只比2015年最高跌18.85%。

影响指数高低的,一是估值,二是供求。估值的弹性很大——A股历史上最高市盈率70倍,最低10倍,所以在一定估值范围,影响指数高低的主要因素是供求。不断有新增股票上市,导致相应的做多能量——对股票的需要,无法做出相应的功——转变为股价指数的上涨。这就需要在反映平均股价涨跌的中证流通后,增加一个总市值,以矫正光看股价指数产生的偏差。

三个副的:大盘股包含了200个成分股,目前最小市值是371亿元;小盘股的成分股400家,目前最大市值40亿元;中证500的成分股,市值从645亿元到58亿元。三个指数,前两个反映了规模最大股票和最小股票的涨跌情况,后一个反映了中等市值股票的涨跌情况和强弱表现。如此,从大盘到规模结构都有了。

很长时间没写大盘,有读者想了。先介绍五个指数,也是为反馈读者要求,来谈谈大盘。

2015年见顶后,连续三条月阴线都很长。用一个恰当比喻,三条长阴的最后一条构成大盘回升的沼泽地。由于这条长阴又经历2016年1月长阴的强化,因此要穿过它实属不易。两年来,大盘虽然顽强,却始终未能穿越这个区域,就反映了这一点。

前两条长阴则构成了高低两条顶部压力线。现在,总市值已穿越了沼泽地,本月最高点已到达第一条长阴收盘价和第二条长阴开盘价之间。长阴的收盘和开盘也是具有象征意义的关键价格,收盘代表了“供求搏杀”结果,开盘代表了一波新的进攻起点。因此,当我们看平均股价指数时感到安然,觉得还没到位时,总市值已深入了“敌军腹地”。决战滑铁卢,谁是拿破仑,谁是威灵顿、布吕歇尔?是卖出力量胜出,还是买进力量胜出?

有一个现象或许可说明市况并不如我们想象那么强:9月份,阳线,上下波幅仅2.01%;10月份,迄今两周只有1.67%的波幅,市场已显露出来一种疲态和犹豫,是行动上的迟疑。

大盈股是本轮行情的领头羊。与大盘尚在沼泽地挣扎不同,它已一路领先,穿越了2016年1月、2015年8月长阴,来到头部第二条阴线开盘附近。不过,在它的成分股中,超过大盘股指数涨幅的其实也只有50多个,堪称中国版的“漂亮50”,其中只有5个是上证50成分股,这和大家的表面观感有很大区别。

小盈股是严重落后者,目前点位不到2015年最高点的0.47倍。不过这也正常,我做过一个统计,按每年收盘的市值从大到小排序,等分为10个规模组,考察它们1-3年的投资收益,结果是:除了大家能理解的,当市场比拼价值时,大型股胜出概率大;比拼成长时,小型股胜出概率大,还有一个出乎很多人预料——市场偏爱老二,在市值规模组中排在第二位的那个大型组和市值规模排在第九位的小型组,其投资收益都远胜规模最大和最小的那一组。而长期平均结果,最小规模组是最差的。也就是说,市场嫌老末。

只因市场嫌老末,所以小盈股的整体良好总是会和牛市相连——在2015年的牛市中,小盈股涨幅是大盘股的2.15倍。现在,这个小盈股的走势又如何?

从形态上看,小盈股已有了些值得乐观态势:从2015年最高到今年最低,熊市的下跌浪似乎都已完成;从4月最低870点到上周最高1056点,日线上一组上升5浪已比较明显。

从2016年的低点起,大盘上涨时间已等于之前下跌时间的2.63倍,大盘股的反弹比例已接近下跌幅度的0.6倍,市场进入了又一个风险临界区。在此背景下,小盈股却呈现出一些积极的技术特征。这会是个什么信号?在大盘股依旧强势状态下,小盈股已做好接力准备,从而带动人气向更高点挺进?还是市场正在酝酿一次回调-转轨,以新的风格,切入大牛市轨道?

# 债市短期有望偏强震荡

者对于债市的乐观,到节后甚至有些恐慌,再到随着实体经济数据落地,利空出尽的利好似乎也未能持续。在没有明显增量信息,且资金面偏松的情况下,短期内的波动主要来自基本面的预期波动。

## 短期料偏强震荡

分析人士指出,三季度经济增速未超预期,短期内基本面面对债市的影响淡化,同时市场对资金面延续平稳状态仍有一致预期。不过,从市场表现来看,当前投资者情绪仍偏谨慎,预计债券市场短期有望偏强震荡。

中信证券固定收益首席分析师明明指出,从周四发布的实体经济数据来看,三季度GDP增速并未超预期。从工业数据来看,煤炭和钢铁的工业增加值增速继续回落,因此叠加四季度环保限产,利率水平继续向上的概率较小。明明认为,经济数据的公布消除了前期市场对经济强力复苏、债市下行的恐慌情绪,收益率继续下行空间有限,考虑到资金面平稳态势可能延续,短期内债市将有所修复。

国泰君安证券点评称,从国庆节前投资

“维持对债券后市乐观的判断不变,短期基本面担忧有所缓解,后期资金面预计整体稳定,监管政策也将陆续出台,监管逐渐明朗,市场不会再现4、5月份情况,随着市场对资金面以及监管的担忧消除,债市行情有望延续。”申万宏源表示。

不过华创证券认为,债市超跌反弹行情或已结束,且10年国债收益率未能跌破3.7%,利率底部在抬升,后期债市依然面临基本面稳定下的金融监管逐步落地、下旬资金面波动加大、美联储主席人选等压力,收益率有望重新上行,建议投资者保持谨慎。

中信建投证券则表示,当前债券市场上涨并不改变债市仍处于震荡期的结论,四季度债市仍处于筑顶阶段,且振幅可能加大。中信建投宏观固收首席分析师黄文涛表示,债市整体力量仍较为均衡,长端利率债收益率难以选择方向。当前债市仍处于筑顶阶段,利于配置,但缺乏交易性机会。

# 需求有望回升 看好后期锌价表现

进一步释放,预计将缓解目前锌精矿紧张的状况。

国际市场供需缺口扩大,库存也有所降低。国际铅锌研究小组(ILZSG)公布8月全球锌市供应短缺量扩大至3.96万吨,今年1-8月市场供应短缺28.7万吨,去年同期为短缺22.1万吨。截至8月底的精炼锌总库存降至110万吨,低于7月底的113万吨。国内精炼锌产量环比回升,但由于需求端同样尚好,因而库存依然持续回落。

国内锌矿供给受限反映在精炼锌产量方面则是虽然环比产量增加,但同比产量依然下降。安泰科对国内47家冶炼厂锌产量统计结果显示,1-9月份上述企业锌及锌合金总产量为343.5万吨,同比下降2.5%。其中9月份锌产量为39.8万吨,同比下降4.5%,较8月份环比增加2.5万吨,日均产量环比增加10.4%。9月份,季节性因素以及环保检查引起的检修

吨,不足一个月产量,也低于8月锌库存。后期库存整体预计仍难以大幅回升,将维持低位震荡或小幅下滑。

前期市场对需求端的担心也同样施压锌价。虽预计10月份镀锌企业开工率将走弱,但氧化锌、压铸锌合金开工情况继续保持稳定状态。同时锌价下跌后下游购买意愿增强,或说明消费其实并没有市场预期中的那样弱。

综上,矿山产量依旧受限,全国加工费低位,预计后期冶炼产量受限。虽然目前对下游需求的担忧施压锌价,但锌价下跌后下游采购积极性回升,乐观者可在企稳后考虑逢低布局多单。依然看好锌矿企业的盈利情况,建议可关注锌矿资产占比高的西藏珠峰和建新矿业,以及锌矿资源量多的紫金矿业和驰宏锌锗。9月份,季节性因素以及环保检查引起的检修

华泰期货 纪元菲

国内“十一”假日期间,伦锌期价大幅走强,但假期过后,沪锌期价相对走弱,因市场担心需求转弱以及供应压力回升。近期,锌价震荡企稳,整体运行重心逐级抬高。A股上,相关股票近期的表现则相对较弱,近五日几乎均为跌势。不过,考虑到后期需求有望企稳回升,乐观者可在沪锌企稳后考虑逢低布局多单,依然看好锌矿企业的盈利情况。

国际市场除备受关注的嘉能可矿山是否复产外,因临近年底,MMG旗下的DUGALD RIVER锌矿在2017年底开始产出第一批锌矿,也在近期备受关注。虽然DUGALD RIVER锌矿将于11月产出第一批锌矿,但预计产量较小,对市场有所补充,但短期冲击力较小。而2018年,DUGALD RIVER锌矿将

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年10月20日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模


<tbl\_r cells="6" ix="2" maxcspan="1" maxrspan="1"