

综述：做空是 5 月的投资方向

- 1、供给层面, 4 月 TC 录得均值 83.38, 环比上涨 5.88, TC 调整结束, 原料供应宽松趋势未变; 2023 年 1-3 月累计产量为 299 万吨, 同比增速为 10.4%, 单月产量 105.4, 增速 9%, 生产持续放量回升;
- 2、需求层面: 融资花钱方面, 3 月社融、M1 和 M2 分别为 10、5.1 和 12.7, 环比变动 0.1、-0.7 和 -0.2, 宽信用二次回落后初步企稳; 终端来看, 1-3 月汽车销售增速为 -6.7, 同期月房市销售为 -1.8, 分别环增 8.5 和 1.8, 房车表现有企稳迹象;
- 3、库存表现: 至 4 月底, 全球三地库存小减约 1 万吨至 22.94 万吨。SHFE 减 1.06 万吨至 14.6 万吨, LME 和 COMEX 分别变化 -0.94 万吨和 1 万吨至 5.88 万吨和 2.45 万吨, 海外库存见底回升, 国内处在去库进程;
- 4、内外环境: 5 月初美联储如期加息 25 基点后提升利率正式站上 5% 大关, 在难以降息背景下, 欧美中小银行风险无解且延续爆发, 海外宏观周期尾部的大波动风险不变。不过, 笔者认为加息周期在衰退背景下基本结束。在完成尾部波动后, 后期将在中国带动下讨论复苏话题, 中国 1 季度经济数据已经转正, 只是当前处在预期和现实兑现阶段。

从大趋势来看, 2022 年 3-4 月前后为铜价左侧大头部, 对应 6 月的铜价技术性破位印证, 这是第一波战略空头; 2023 年 3-4 月左右为铜价的右侧大头部, 可能亦对应着当前的技术性大破位, 这可能为第二波战略空头。在前期研报中, 笔者着重明确的指出, 2 月的投资主题是春节累库 (做空为主), 3 月的走的是收敛逻辑 (先跌后涨), 4 月是酝酿方向性选择 (多空平衡), 在 4 月最后脉冲动能偏弱的背景下, 铜价方向已有信号选择向下, 做空即为 5 月的投资主线。以沪铜指数为例, 空头有两个阶段性目标 (不是第二波战略目标), 一个是 6.4W 附近 (对应春节前行情上涨启动位置), 一个是 6W 附近, 当然在 6.6W 附近存在一个扰动 (此恰恰是背靠均线系统上车机会), 望各位投资者能了解趋势方向和阶段性行情的差异和联系, 并诚心希望各位能抓住本轮行情投资机会。



一：供应端：调整结束，趋势延续

1、4月TC均值回升到85美元附近

冶炼费用是精炼铜矿产端供应的一个重要变量，一般来说，如果矿产供应宽裕，则铜冶炼商话语权较强，冶炼费用TC倾向上涨，反之，当矿产供应较为短缺时，则冶炼费用倾向下滑。中国现货冶炼费自2021年4月创下十多年来的最低水平（不足30美元）的极致后，至2022年11月最高上涨至90美元上方，主导了铜冶炼端的一轮持续景气进程，2022年12月-2023年3月，TC持续调整至75美元附近，经过2023年4月连续抬升后，TC已宣告调整结束，原料供应宽松趋势延续。如果说2020-2021定价权在供应端的话，那么2022-2023年定价权就转向了需求端，2022年的6-7月铜价的破位下行验证了供需转向大方向，此对应了左侧高点，2023年3-4月或有望对应右侧高点。若如此，则第二波战略下行行情就此展开。

2、3月生产增速持续放量

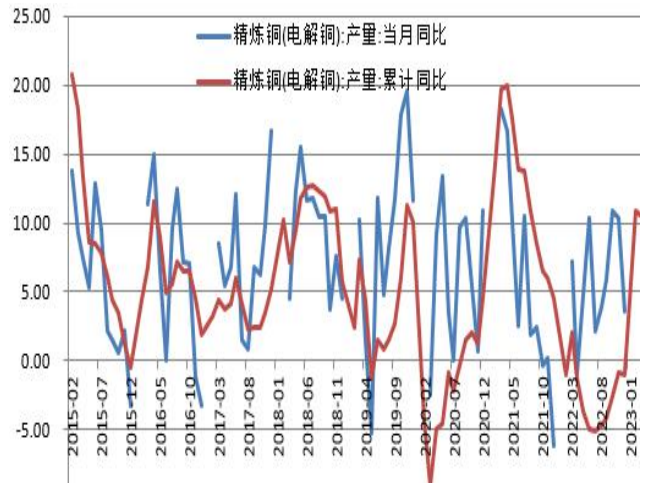
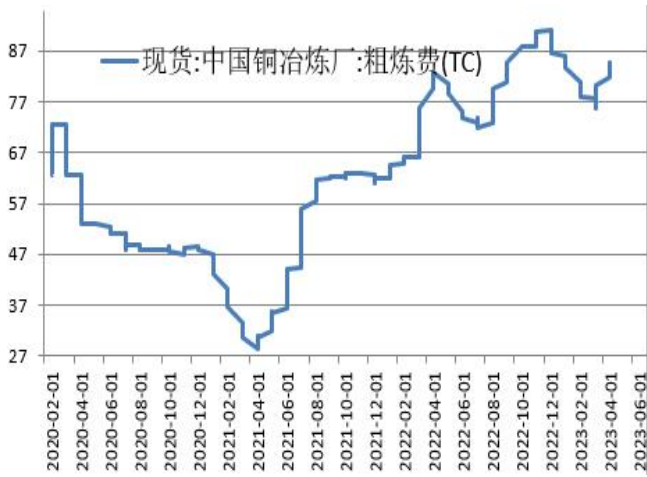
2023年1-3月国内精炼铜产量为299万吨，对比2022年1-3月264.4万吨产量同比增速为10.4，3月单月产量为105.4万吨，对比去年同期93.5万吨来说，增速达到了9%，整个供应增速维持高位。从生产的动力-利润源角度来看，上游矿产端向行业冶炼端转移利润的趋势今年可能或延续，国内现货冶炼端在利润驱使下，整个生产动能较为强烈，5月冶炼端利润有望继续抬升，生产有望保持高位。与此同时，也需要看到，2023年1-3月现货端升贴水表现回归正常区域，整体表现略低2021-2022年升贴水区间下沿，这可能辅佐了精铜供需两端的对比变化，即：现货端已阶段性转熊，尽管在当前旺季阶段基差依旧为正。

3、4月全球库存录得22.9万吨

2023年4月全球三地总量库存录得22.9万吨附近，对比上月减少1万吨，减速有所降低。其中，SHFE减少1.06万吨至14.6万吨，2月底以来延续去库，但海外则从极致低库存开始扭转，LME库存月度略减0.94万吨至5.88万吨，而COMEX增加1万吨至2.45万吨。美国库存自2022年5月中旬以来持续下滑至2023年3月下旬，超过了3个季度之久，于2023年3月25号当周录得1.34万吨的历史极值，持平2021年9月25号当周的极值，当前COMEX库存已经连续回升超过1个月，或意味着COMEX的极值库存双底已构建完毕。中国SHFE极值库存双底分别为2021年12月底和2022年9月底出现，大概约3万吨。目前，只剩下LME的库存信号还未有明确。整体看全球库存双底已出现，整个库存周期可能已经转向，这就是库存重建的信号，对整个产业有着重要的意义。

图1：4月TC调整结束回升至85附近

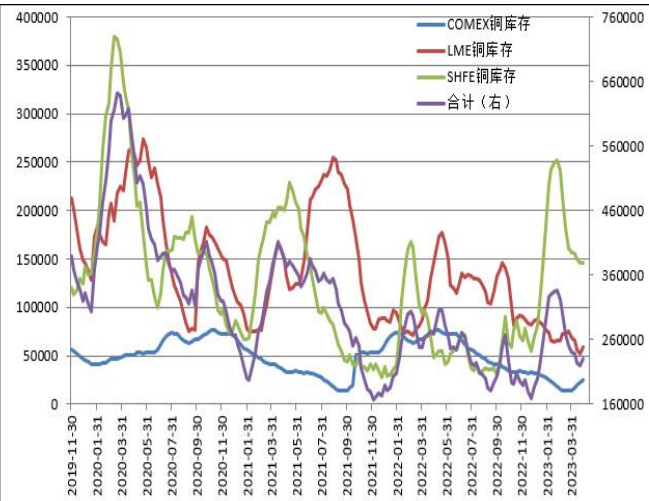
图2：3月中国铜生产增速继续处在高位



资料来源：WIND，安粮期货

图 3：4 月冶炼端利润开始回升

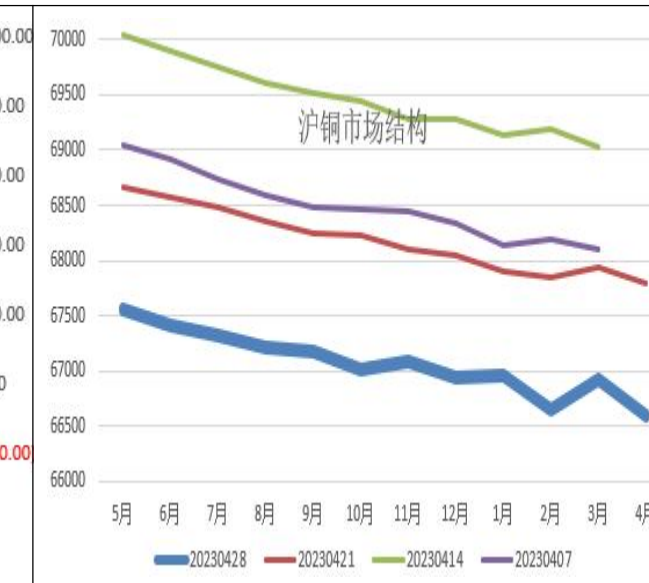
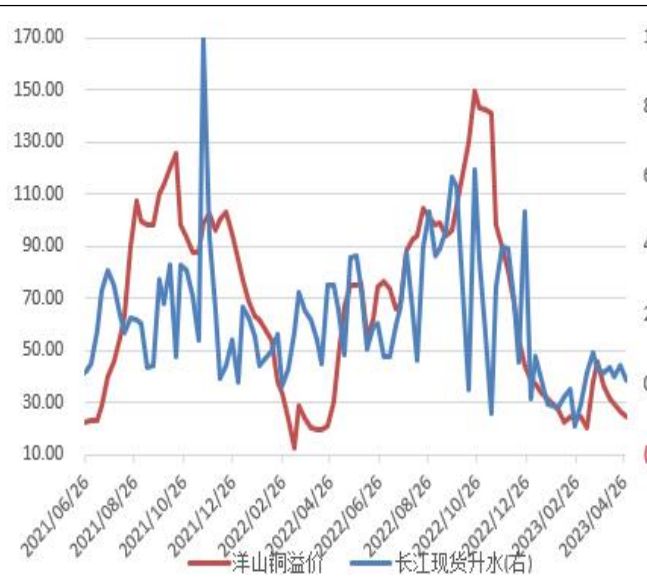
图 4：4 月全球库存延续去库，边际存在扭转可能



资料来源：WIND，安粮期货

图 5：4 月进口溢价疲弱

图 6：4 月沪铜合约结构负向扁平



资料来源：WIND，安粮期货

二、需求端：回升信号初步显现

1、3月融资+M1/M2 总体回升

从融资角度看，2023年3月社融增速录得10，环变0.1，连续2个月回暖，2020年10月以来的弱信用进程至今达到了2年半的周期跨越，面临结束可能。其中，202010-202110属于第一轮，202206-202301是第二轮社融下滑，笔者认为，第一轮属于内在因素真正的下滑，第二轮属于一种技术性路径调整，俗语说二次最后一次调整。截至2023年3月，社融连续2个月环比抬升，初步有企稳抬头的迹象；从花钱的角度看，代表实质性消费购买力的M1在3月录得5.1，环变-0.7，代表企业投资M2环减0.2至12.7，剪刀差为-7.6，整体格局比较稳定。一般来说，信用周期对经济的传导可能在2-3个季度以后，第二轮调整自2022年6月期待，对应了今年上半年的滞后波动窗口。数据显示，2023年1季度中国GDP增速大增至4.5%，或已有所辅证，背后对应了相关“钱”的因素连续出现改善。笔者认为，中国实质上已经处在被动去库向主动补库的临界点（本轮周期可能是个弱周期）。

图 7, 3月社融开始抬头

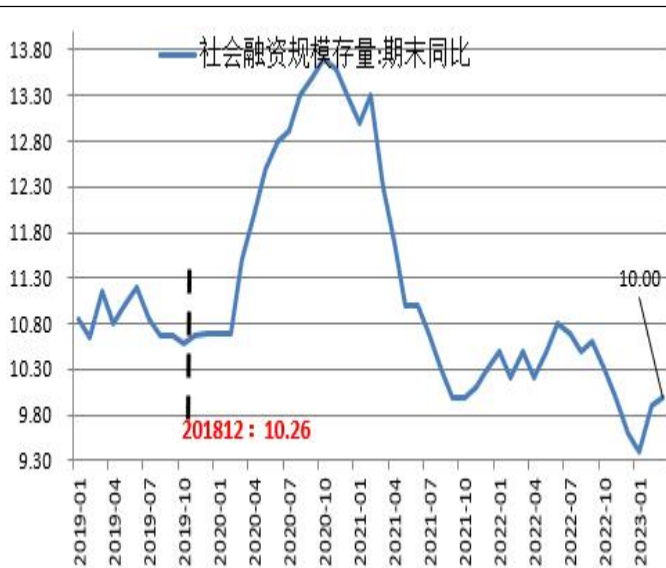


图 8: 3月 M1 与 M2 维持稳定



资料来源：WIND，安粮期货

2、房车：3月房车边际连续回温

终端消费考量有多个指标，笔者选取房车销售作为衡量消费的两个变量，把房子当做大宗需求端的实际最大载体，把车子当做观察消费端直接变化的有效窗口，二者差异主要体现在：房子购买后，要经历一个装修环节，才能入住达到人的消费环节（当然，房子的实际消费也可以通过空调冰箱等家电的消费来印证），而车子购买后一般直接就能开走，从而一步到位进入



消费环节。最新数据显示，2023年1-3月份，中国汽车销售累计增速录得-6.7，环变8.5，连续两个月环比转正，汽车二次加速探底后有企稳的迹象，后期还需要1个月度数据来佐证；再来看房市，2023年1-3月房市销售数据录得-1.8，环比增加1.8，进一步向零轴靠拢，对比2022年几乎贯穿全年的两位数严重萎靡情况，2023年房市有望录得正值。整体看，房车大下滑或有结束迹象，边际开始改善。

图 9：3 月房市销售底部连续回暖

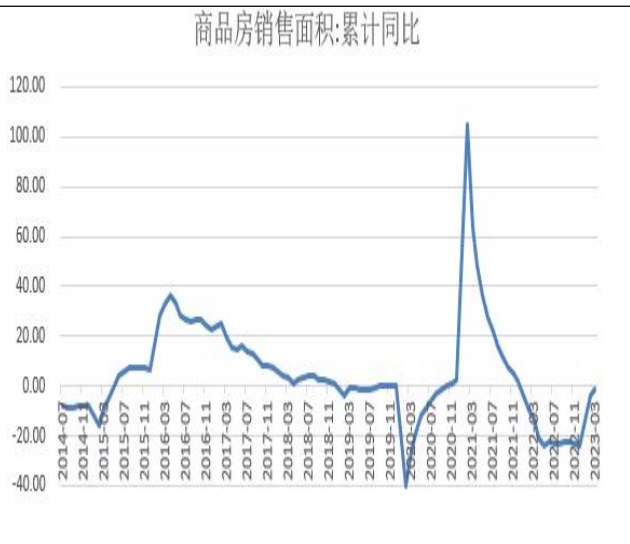
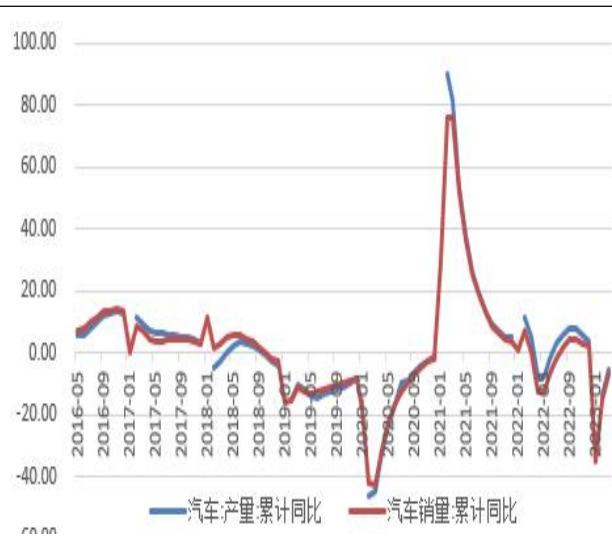


图 10：3 月汽车产销二次探底后连续回升



资料来源：WIND，安粮期货

三、海外银行风险事件延续，尾部波动难变

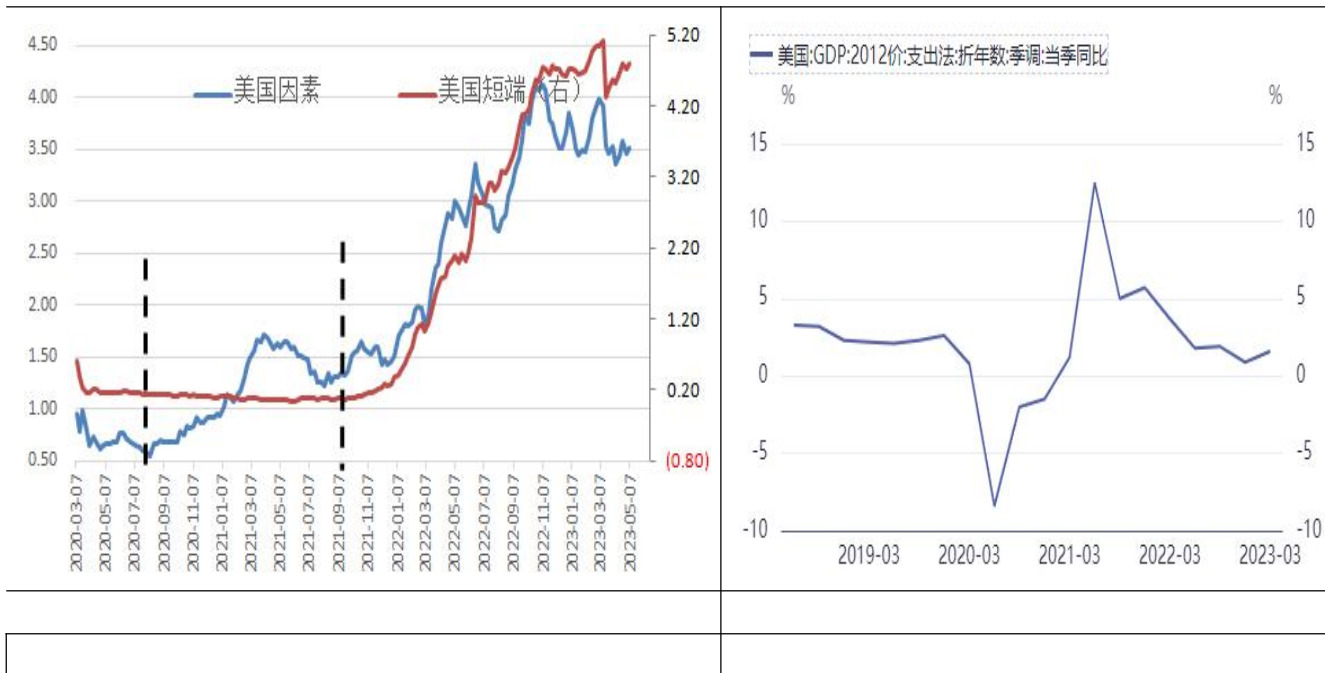
美联储在 2023 年 5 月再次祭出加息 25 个基点，提升利率水平至 5-5.25 水平，从 3 月的初步触摸 5% 大关，正式站上 5% 大关，超过了美国长期经济增长的上限水平，此外，算上 2023 年以来的加息行为，美联储已经连续出现三次加息 25 个基点行为，中国有句古话叫事不过三，从技术手段来看，美联储加息周期有望结束！自 3 月开始的硅谷、签名、瑞银、第一共和等欧美银行风险此起彼伏，被政策收紧严重冲击倒闭，此明确彰显了不顾一切加息的负面后果。鉴于加息是对所有持有久期较长债券类资产的机构共性影响，其他机构不管是银行、投资机构或是以中小银行贷款占据 70-80% 比例的商业地产，都将受此影响。目前来看，投资机构、房地产等社会实体领域的风险还未有暴雷，因而加息的负面冲击依旧未有结束。笔者认为，美联储对部分暴雷银行进行托底只是治标不治本的短期权益之举，除非美联储对所有持有债券的机构的无差别全部托底，这就导致一边加息抑通胀一边扩表控风险的悖论困境，从结构上说，扶持美债、MBS 等资产涨上高位是解决的治本环节，这就需要美联储再度祭出降息行为，一旦降息对控制通胀又出现矛盾，或许，如此艰难可能就是国运吧。不管如何，上述宏观领域的风险事



件已经进一步透显出欧美衰退的实际性信号，五一假期祭出的欧美 GDP 等数据都呈现出环比持续回落的窘境，美联储部分官员也开始试压美联储放弃加息，加息周期即将结束。全球金融市场的负面冲击，有望年内缓和，有利包括中国在内的整个金融市场的运行环境。不过，包括有色金属铜铝锌在内的少数商品的价格重估还未有完成，应密切关注之。

图 11：美债长短利率持续倒挂

图 12：美国 GDP 增速趋势下行



资料来源：WIND，WHO，安粮期货

四、小结

从大趋势来看，2022 年 3-5 月为铜价左侧大头部，对应在 6 月的铜价技术性破位印证，这是第一波战略空头；2023 年 3-5 月为铜价的右侧大头部，可能亦对应着当前的技术性大破位，这可能为第二波战略空头。在前期研报中，笔者着重明确的指出，2 月的投资主题是春节累库（做空为主），3 月的走的是收敛逻辑（先跌后涨），4 月是酝酿方向性选择（多空平衡），在 4 月最后脉冲动能偏弱的背景下，铜价方向已初步选择向下，做空即为 5 月的投资主题。空头有两个阶段性目标（不是第二波战略目标），一个是 6.4W 附近，一个是 6W 附近，当然在 6.6W 附近存在一个扰动（恰恰是上车机会），望各位投资者能了解趋势方向和阶段性行情的差异和联系。





免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，安粮期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。