

# 沪铜 高利润促使产量快速增长

## 目前交易所库存水平并不低

什么情况下库存会对价格产生强烈的支撑作用?我们经过长期的研究发现,LME+COMEX+上期所库存长期低于18万吨或者在其附近徘徊时值得警惕。目前三大交易所库存存在30万吨左右,尚不具备这个条件。

■ 何燕艳

春节以来,沪铜一直被强预期所支撑,在价格高位强势横盘。直至欧美银行业爆雷,宏观冲击下铜出现破位下行。

基本上,铜供应增加的确定性增强。国外供应端的干扰主要是运输问题,预计短期内就能缓解。国内来看,高利润促使产量增加。进口端,随着旺季开启,下游各环节维持高开工,库存转而减少,但要警惕随着旺季预期落地,铜价出现破位的情况。今年以来,铜精矿加工费自高位不断下滑。3月铜精矿的加工费76.29美元/干吨,自2022年11月的91美元高位下滑约16%。

铜精矿运输端有改善的迹象。秘鲁Matarani港口封锁解除,Cerro Verdo矿可通过该港口正常发运;3月9日First Quantum与巴拿马政府就Cobre Panama铜矿运营达成一致协议,使得于2月23日暂停生产和装运的该铜矿重启。

生产端来看,Antapaccay实际停产期是1月20日起的11天,少于市场预期。另外,Las Bambas和Antapaccay铜矿再受到其他社区堵路影响不能成功从Matarani港口发运。印尼Batu Hijau和Grasberg先后遭到泥石流冲击,Grasberg在2月28日宣布恢复生产符合市场预期。Batu Hijau铜矿预期将于3月底4月初恢复生产。

整体上看,运输端的问题偏事件性和短期性。铜精矿TC很可能短期内触底回升,铜精矿预期仍然偏宽松。

对于国内冶炼商来讲,利润最重要的是TC/RC和硫酸副产品的价格。因此在TC价格高

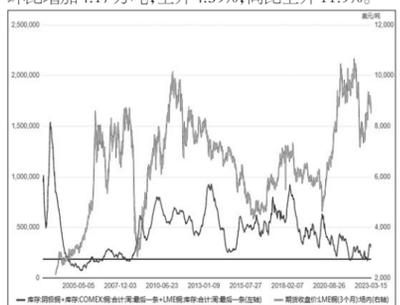


企之下,尽管硫酸价格大跌,总体利润依然为正,且大部分时间相当可观。

高利润促使开工率维持高位,干扰因素主要是检修、环保政策及极端天气下的限电。目前来看,这些因素的影响将大大降低。

2月SMM中国电解铜产量为90.78万吨,环比上升6.4%,同比增加6.49%;较预期的89.93万吨多0.85万吨。

产量高于预期的主要原因是利润尚可,新增和复产产能投产均超预期。另外,2月开工率大幅回升,3月开始虽然进入传统的检修季,但是铜冶炼企业已备足原料,预计总体产量并不会因为检修而减少。SMM预计3月国内电解铜产量为94.95万吨,环比增加4.17万吨,上升4.59%,同比上升11.9%。



图为三大交易所库存和铜价  
2022年有色金属的产量增加一直不及预期。今年以来,这些外部干扰因素都大大降低,但废铜供

应紧张问题较难缓解。铜产量大部分时间和利润成正比,尤其是利润为正的情况下尤为明显。

铜的需求是今年较为不确定的因素,最大的分歧在于地端端的复苏。供应端看,供应增加确定性加大,那么一旦需求面强预期落空或一直停留在弱现实,将会形成向下共振。

SMM预估2月铜材产量为169万吨,环比增加24.63%,同比增加37.28%。2月铜材行业整体开工率为64.63%,环比增加23.48%,同比增加12.05%。各铜材行业的开工率均出现上升,其中铜管行业增幅最大,各行业景气度如下:铜板带行业(74.17)>铜管行业(68.33)>电解铜杆行业(61.23)。总体处于平均水平。

长期来看,铜价下跌趋势的一个制约因素就是历史极低位置的库存。铜库存到底去哪里了?何时才能回升?造成低库存的主要原因就是前期产量增加一直低于预期,而消费并未重新走弱。另外,还要考虑精度价差极低之下精铜对废铜的替代。目前的趋势就是产量增速上来了,在需求不确定的情况下库存是一个很好的观察指标。什么情况下库存会对价格产生强烈的支撑作用?我们经过长期的研究发现,LME+COMEX+上期所库存长期低于18万吨或者在其附近徘徊,这些情况都值得警惕。目前三大交易所库存存在30万吨左右,尚不具备这个条件。

综上所述,目前供应增加的不确定性加大,引发铜价破位下跌。倘若需求强预期落空,则将引发更大的共振。操作上,沪铜加权以67000—67500元/吨为止损做空,上破离场。(作者单位:国海良时期货)

# 工业硅 需求恢复预期延后

■ 纪元菲

近期,工业硅期货持仓下行,目前在16000元/吨一线振荡。期货市场的下跌速度和幅度仍超预期,主要驱动来源于美联储加息背景下海外银行业爆雷引发的悲观连锁反应,工业硅需求恢复时间周期或将延后,高库存背景下价格承压下跌。

在银行业危机后,市场担心资金面进一步收紧,工业硅需求恢复预期延后,价格承压下跌。目前来看,银行业危机仍未解除,出于对瑞士信贷集团的高风险债券敞口的担忧,市场避险情绪蔓延,汇丰银行、英国银行、巴克莱银行、渣打银行股价均大幅下行,东亚银行、星展银行债券也创近3年最大跌幅。此前市场预期随着经济转暖,下游需求将有所恢复,有利于工业硅价格回升。但实际上工业硅三大需求仅多晶硅产业表现出较好的增长态势,有机硅和铝合金产业需求持续疲软,出口端反馈海外需求迟迟未恢复。目前有机硅生产持续亏损、订单减少、检修企业增加,出口端也因海外市场价格低迷而面临亏损。

近期工业硅产量超预期,但下游需求恢复不及预期,去库节奏缓慢,库存压力较大。社会库存位于历史高位,数据显示,截至3月17日,工业硅社会库存共12.5万吨,同比增长45.35%。其中天津港工业硅库存3.9万吨,环比增加0.1万吨;昆明港工业硅库存6.7万吨,环比增加0.1万吨;黄浦港工业硅库存1.9万吨,环比减少0.2万吨。此外,部分未被统计到的隐性库存也不少,对价格造成压力。近期工业硅市场报价持续走低,一是部分持货商考虑到资金成本等因素,继续持货意愿不强,抛货意愿较高;二是部分贸易商在期货盘面套保后,有一定利润可以以较低价格销售现货。

期货市场交易的主力合约是SI2308合约,最终反映的是8月丰水期时的市场价格。目前依然是传统枯水期,电力成本较高,但8月适逢丰水期,届时电力成本将季节性下滑,西南地区工业硅开工率有望回升。部分市场参与者认为,在交割月供应增加、成本下移的情况下,期货盘面价格也将下跌至丰水期成本。若按电价下跌幅度为0.1—0.15元/度计算,成本下降空间约为1300—2000元/吨。从枯水期的角度来看,目前工业硅价格已跌破四川的成本线,虽然四川地区开工率低至20%,但西北地区产能的释放弥补了四川产量的损失,甚至超预期增长。但实际上,丰水期云南、四川、新疆、内蒙古的成本曲线将收敛,一旦跌至成本线之下,减产的产能将大幅增加,促使供应减少幅度增大。

虽然工业硅市场供应充裕,需求不及预期,现货价格逐步走低,但期货市场快速下跌受宏观悲观情绪蔓延影响较大。从宏观面来看,海外银行危机是否会引发进一步的连锁反应尚不确定。美联储需要平衡货币政策和通胀,加息即便放缓也是为了对冲可能导致的银行破产和流动性危机。若宏观面继续恶化,恐慌情绪蔓延,投资者信心受到冲击,则可能面临大宗商品持续下跌的情况。

从基本面来看,工业硅供应充裕,需求不振,库存高企陆续反映在价格下跌的过程中。但市场情绪依旧悲观,敢于采购的接货者不多,需警惕恐慌性下跌的风险。从成本支撑的角度来看,目前已跌至西南地区成本线,若价格持续低位运行,可关注企业开工积极性,以及后续是否有企业检修减产。

整体来看,短期内仍需注意银行危机带来的蝴蝶效应或系统性风险,在风险完全释放前,价格持续走弱概率大。后期关注工业硅企业生产意愿和需求恢复情况。若供应端减产,在需求恢复、库存逐步消化的情况下,工业硅价格仍有会上行。(作者单位:广发期货)

## 持仓分析

# 沥青 多空双减

■ 阎振兴

昨日,沥青期货2306合约呈现缩量减仓、略微收涨的态势。盘中,虽然期价最高反弹至3622元/吨一线,不过受5日均线下移压迫所致,收盘时略微收涨0.28%,至3587元/吨。沥青期货2306合约小幅减仓9414手,至286920手,降幅达3.28%。

交易所多空持仓前20席位数据显示,沥青期货2306合约持仓呈现多空双减的态势。其中,多单合计减仓7622手,至173843手;空单合计减仓7136手,至176167手。由于多单减持数量超过空单减持数量,导致净空头寸小幅扩大至2324手。

具体来看,多头前20席位中,减持多单的席位有12家。其中,减持数量超过1000手的有3家,分别为中信期货席位、华泰期货席位和东证期货席位,分别大幅减少1278手、2972手和1547手。另外,减持数量介于100手至1000手的有7家,分别为国泰君安期货席位、银河期货席位、海通期货席位、中泰期货席位、瑞达期货席位、中信建投期货席位和中金财富期货席位,分别减少762手、337手、242手、505手、438手和881手。剩余2家席位减持数量不足100手。

空头前20席位中,减持空单的席位有13家。其中,减持数量超过1000手的有2家,分别为国泰君安期货席位和中信期货席位,分别大幅减少5929手和1625手。另外,减持数量介于100手至1000手的有9家,分别为华泰期货席位、银河期货席位、中泰期货席位、国投安信期货席位、光大期货席位、海通期货席位、国海良时期货席位、恒力期货席位和方正中期席位,分别减少462手、123手、885手、398手、180手、208手、182手和419手。剩余2家席位减持数量不足100手。

值得注意的是,当日多空排行榜前20席位中,有2家进行多翻空操作。东证期货席位在减持1547手多单的同时增持713手空单,中金财富期货席位在减持881手多单的同时增持7手空单。这表明上述席位对后市期价止跌反弹信心不足,反手布局空单。

采取空翻多操作的席位也有2家。浙商期货席位在减持77手空单的同时增持91手多单,国投安信期货席位在减持398手空单的同时增持113手多单。这表明上述席位认为,后市期价存在反弹的空间。昨日,沥青期货2306合约多空排行榜前20席位中,由于多单减持数量超过空单减持数量,导致净空头寸小幅扩大至2324手,表明空头优势有所扩大。由此预计,后市沥青期货2306合约面临承压,料维持震荡偏弱走势。(作者单位:期货投资咨询从业证书编号 Z0018163)

# 玻璃 焦点转向库存去化的持续性

4月玻璃行情将如何展开?玻璃生产企业利润水平、库存状况及下游深加工企业订单情况是玻璃行业运行状况的重要观测指标。

■ 魏朝朝

在房地产市场转暖、玻璃企业产销状况好转等因素支撑下,3月玻璃期现货价格于1500元/吨一线企稳上行。与涨势相对平稳的现货价格相比,玻璃期货价格表现出一定的波动性。国际宏观风险事件影响及玻璃期现货升水现货后内在的基差修复动能抑制了玻璃期货盘面的表现,在玻璃生产企业库存连续3周显著下降后,多空双方博弈的焦点转向库存去化的持续性,市场参与者对5月合约后期价格走势判断依然存在分歧。

4月是玻璃行业的传统旺季。回顾玻璃2305合约在4月份的价格表现,2020—2022年同期分别下跌7.29%、上涨14.61%、下跌11.51%。在玻璃期货上市以来的10个4月份中,4次上涨6次下跌,玻璃期货价格并没有表现出显著的旺季规律。在合约到期交割的压力下,供需的细微变化往往引发行情的较大波动。2020年4月受疫情影响,玻璃下游需求显著不及预期,期现货价格因此承压下行。2023年4月玻璃行情将如何展开?玻璃生产企业利润水平、库

存状况及下游深加工企业订单情况是玻璃行业运行状况的重要观测指标。



图为浮法玻璃生产毛利(单位:元/吨)

玻璃生产企业利润水平是玻璃供需状况的重要指征,供不应求时价格上升利润上扬,供过于求时价格下跌利润回落;玻璃生产企业利润水平同样会反作用于玻璃供需状况。2020年至2021年玻璃生产利润向好并处于历史高位,玻璃在产日熔量从16万吨下方攀升至17万吨以上。2022年玻璃生产利润显著回落,全行业亏损的状况从2022年6月起持续了3个季度,以煤或天然气为燃料的产线亏损幅度一度超过300元/吨;炉龄较长、炉况不佳的生产线受能效水平、正品率等因素影响,亏损幅度更大。在罕见的持续亏损压力下,玻璃行业经历了自发的产能出清过程,浮法玻璃在产日熔量从去年年中高点176825吨降至近期低点159030吨,降幅达10.06%。国家统计局公布的数据显示,1—2月份全国生产平板玻璃15360万重箱,同比降低6.6%。当前浮法玻璃自产产能出清告一段落,冷修产线开始复产点火,但玻璃全行业亏损态势抑制了产能投放进度,同时会持续挤出高能耗亏损产线,后期玻璃供给增幅将较为平缓。

2023年玻璃需求将显著好于2022年。国家统计局最新数据显示,1—2月份,房地产开发企业房屋竣工面积13178万平方米,增长8.0%;其中,住宅竣工面积9782万平方米,增长9.7%。市场担忧之处在于房地产市场复苏的基础尚不牢固,竣工需求难以快速上量。当前玻璃深加工企业回款状况不佳,

承接没有回款保障的订单意愿不强,在手订单量处于偏低水平,补充玻璃原片库存的意愿尚待恢复。

需要指出的是,连续多年的新开工高速增长之后,竣工端有真实的待兑现需求。对玻璃需求的悲观情绪是阶段性的,资金到位后情况会立刻得到改观。提振内需是今年发展经济的重要抓手,所有看得见的难点、堵点一定会被仔细考虑加以解决。3月15日,央行表示,将精准有力实施稳健的货币政策,把握好信贷投放节奏,保持信贷总量合理增长,全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作。引导金融机构切实加强和改进金融服务,加大对民营企业支持力度,进一步解决好民营企业融资问题。继续推进民营企业债券融资支持工具,支持民营企业合理债券融资需求。坚持“房住不炒”定位,推动房地产市场平稳健康发展。3月20日,郑州市住房保障和房地产管理局公布数据显示,今年2月份,郑州市商品房销售17690套,较1月份的8210套上涨115.46%;销售面积170.5万平方米,销售均价11247元/平方米。

除了新建竣工需求外,存量玻璃门窗更新需求将进一步发力。今年政府工作报告提出,实施城市更新行动,将其作为着力扩大国内需求的工作重点之一。伴随着空调的大面积普及,门窗隔热效果亟待提升,从单层玻璃到中空玻璃再到三玻两腔玻璃的门窗革新正在深入推进。

近期工信部等部门决定联合开展2023年绿色建筑下乡活动,通过不同形式的线上线下活动,加快节能低碳、安全性好、性价比高的绿色建材推广应用。

在供应平稳需求上升的预期下,玻璃生产企业库存自高位水平连续3周环比降幅超5%,目前正值需求旺季,库存去化的持续性是有保障的,月底有望降至2022年同期库存水平下方。值得关注的是,交割基准地河北、湖北玻璃企业库存已降至往年同期均值水平,以当前的去库速度,湖北玻璃库存存在4月份接近历年同期低位的可能性不容低估。

综上所述,当前玻璃在产能处于近年低位,需求逐步恢复,库存持续去化,当前全行业亏损的状况难以持续,4月份玻璃市场行情宜乐观对待。(作者单位:期货投资咨询从业证书编号 Z0015738)