



# 悲观的薪资谈判，乐观的铜价预期

----有色金属（铜）专题报告

联系人：贾舒畅

从业资格编号：F3011322

投资咨询编号：Z0012703

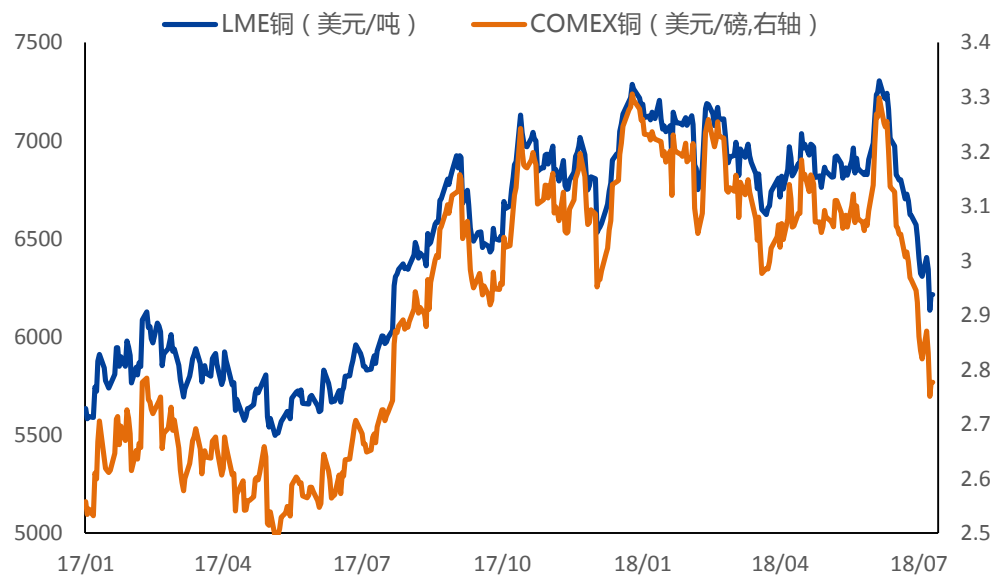
E-mail: [jiasc@cifutures.com.cn](mailto:jiasc@cifutures.com.cn)

Tel : 021-80220213

（本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎）

- **转折与转折**：供应端世界第二大铜矿薪资谈判的僵持令六月初的铜价出现转机，而贸易摩擦风险则令势头正劲的铜遭遇重挫，从供给端瞬间切换至需求端的铜价运行逻辑，在宏观面风险逐步释放的当下，或再度切换回供给端。
- **薪资谈判后果的影响**：短线对于铜价的提振作用是极为明显的，因此接下来的8月底、9月底、10月底以及11月底，均有可能出现铜价的短线利多；从薪资谈判的结果来看，罢工或涨薪，大部分罢工对于铜价是短期冲击，而涨薪给铜矿山运行带来的成本端增加则是铜价的中期支撑；
- **为何罢工或薪资谈判有必然性**：在油价上行、全球贸易摩擦、美元上涨导致非美货币的贬值带来通胀上行压力下，人民的生活成本不断抬升，而在宏观面风险多发，贸易摩擦导致的需求端不确定性走高的当下，调降可以确定的运营成本几乎成为了每个矿山或公司的必选项，利益的冲突必然带来谈判或罢工；
- **基本面的配合**：从目前而言，国内铜下游企业开工率持续回升，表明主要需求并没有走弱，且其对于库存的消耗也在持续体现，此外，人民币的弱势运行给予内盘铜价一定支撑，虽国内铜冶炼厂扩建，但铜精矿的潜在短缺或令精铜投产不及预期，因此从整体供需格局而言，内盘铜价依然乐观；
- **交易建议**：期货端建议以买入为主，关注消息面的及时变动以寻求合适的出场时机；期权方面，对于高风险偏好者，可进行卖看跌/买看涨的单边裸卖/买期权的押注，对于低风险偏好者则可进行跨式多头、不同到期日的牛市看涨价差组合的构建，将最大损失限定。

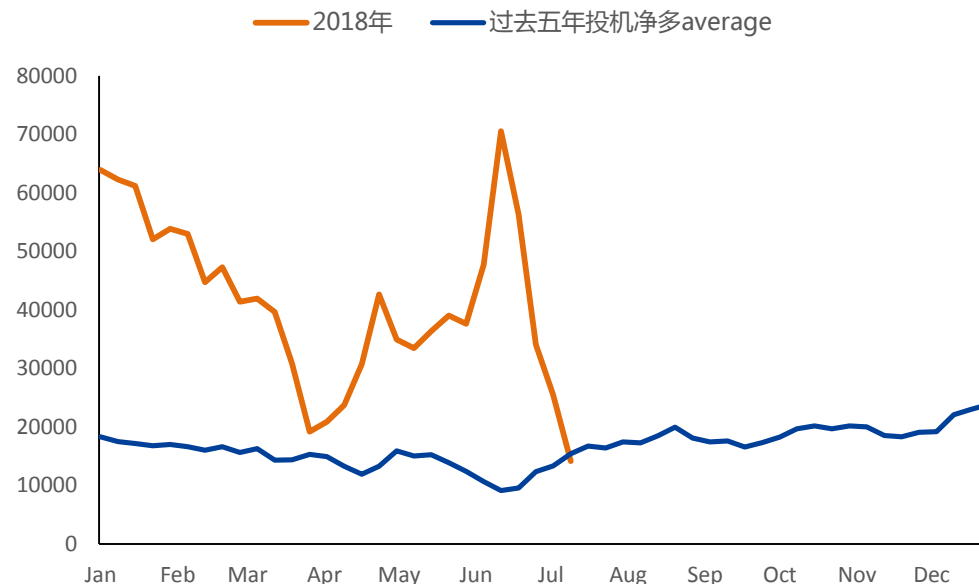
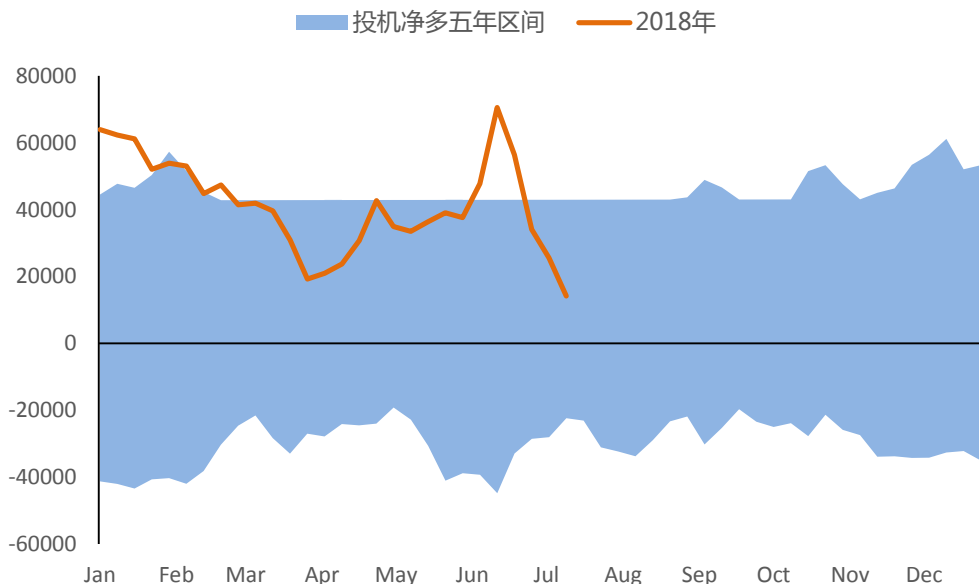
- 转折发生在五月底，转折也发生在六月中，前者的转折点在于Escondida铜矿薪资谈判的僵持，以及印度永久关停Sterlite炼厂的传闻，短短一周左右时间，沪铜涨超7%，伦铜涨近9%；
- 后者的触发事件则是中美贸易战的开启，恐慌情绪主导下，国际储备货币美元涨，铜、原油、黄金等商品遭到抛售，并且随着贸易摩擦从口头对抗转至实质征收阶段再至摩擦升级阶段，宏观面风险不断发酵，沪铜跌去近12%，伦铜跌超16%。



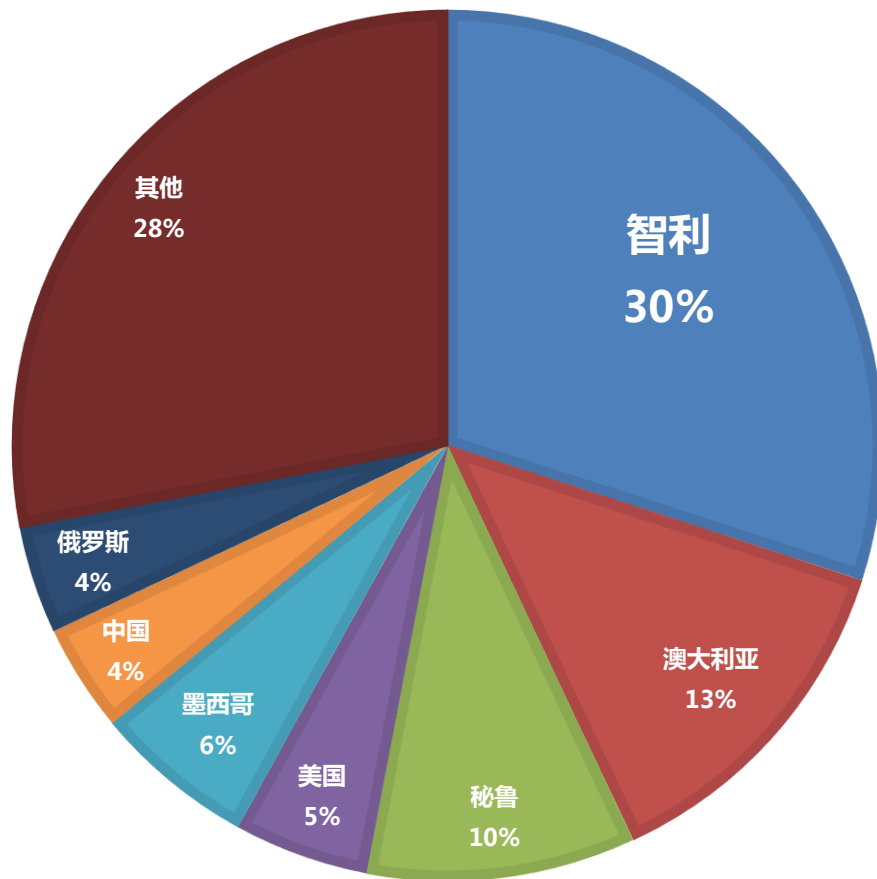
资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

## 行情回顾：大幅下行的投机净多

- 从Comex的非商业净多头寸看，与往年不同，今年的市场情绪起伏较大，但整体仍旧以看多为主，投机净多头寸还未转负，并且，经过此轮大幅调整后的投机净多头寸仍然处在过去五年均值处；
- 有两点值得注意，一是宏观风险、罢工风险多发，市场情绪起伏较大，二是经过大幅的调整，此前的宏观面风险或释放殆尽。



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部



资料来源：Wind

排名	铜矿名称	规模 (万吨,2017)	所在国	所属公司
1	Andina Division	11890	智利	Codelco
2	Escondida	10434	智利	BHP
3	El Teniente	9350	智利	Codelco
4	Collahuasi	8044	智利	Glencore
5	Olympic Dam	7736	澳大利亚	BHP
6	Chuquicamata	6960	智利	Codelco
7	Grasberg	3969	印尼	Free Port
8	KGHM Polska	3947	波兰	Poland
9	Pebble	3688	美国	Northern Dynasty
10	Unokanskoe	3550	俄罗斯	OAO矿业

资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部

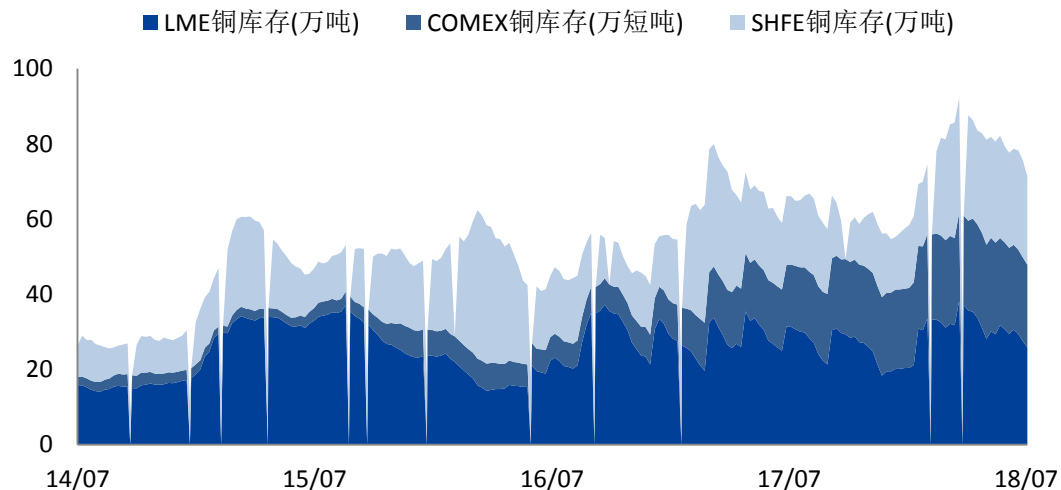
- 从2017年至今，Escondida共发生过两次令铜价得到大幅提振的事件，一是6月初的薪资谈判，双方的僵持以及罢工发生的可能性令市场对未来铜矿供应短缺忧虑大增，铜价持续上涨，但一周后，贸易战的开启盖过了所有的利多；
- 二是去年2月9日开始的工人罢工，其为期时间较长，但由于第二日铜价出现超预期的大幅上涨，基本反映了罢工带来的利好，令得铜价未能持续走高；
- 两次事件发生的节点均在LME库存处于降势，且处在低位之时，也均发生在全球铜矿市场紧平衡之际。

时间	事件	历程	LME铜价表现	LME库存	全球铜矿供需缺口
2018/6/4	Escondida薪资谈判	一周左右	上涨约4.68%	下降	<10万吨
2017/2/9	Escondida工人开始罢工	43天	2/10涨幅4.1%	处于降势	-5万吨

- 全球第二大铜矿，Escondida工人薪资合同的最终到期日在7月31日，而实际上从2017年2月开始的，为期43天的罢工并没有为工人取得新的薪资，仅仅是延期至当下，因此，这场历时近一年半的薪资谈判进入关键期，在月末之前，工会有两个选项，一是接受不尽如人意的BHP的方案，二是选择罢工，继续僵持或延长合同类的拖延政策显然不利于工会的谈判；
- 铜矿工人的要求：4%的2017年BHP的获利，即每名工人40000美元，以及涨薪5%；
- BHP的提案：根据通胀调整薪资，每名工人23000美元的奖金，并提高用于教育、医疗以及退休方面的福利；
- 当前全球通胀增幅显然不及5%，即使以增长势头最为强劲的美国通胀计，也仅有2%左右，薪资增速以及工人奖金均远远不及工会提出的要求，因此在上周，工会也拒绝了BHP的提案，并表示，若无重大改变，罢工不可避免；同时Chuquicamata铜矿潜在的罢工风险也需要持续关注；
- 6月初以来，该轮薪资谈判带给了铜价持续的提振，美元高位的回落也成为助推因素，但当美国宣布对中国540亿美元的商品加征额外关税的那一刻起，铜价的运行逻辑瞬间切换至需求端，供给端的扰动再也未能动摇铜价丝毫；
- 随着中美贸易摩擦的不断恶化，市场对于全球贸易关系紧张的预期愈加深刻，因此当美国再度宣布对来自中国的2000亿美元商品加征额外关税之时，铜价未出现持续的下跌，需求端不断的恶化是利空逐步出尽的过程，而罢工可能性的增加则是逻辑切换的转机。



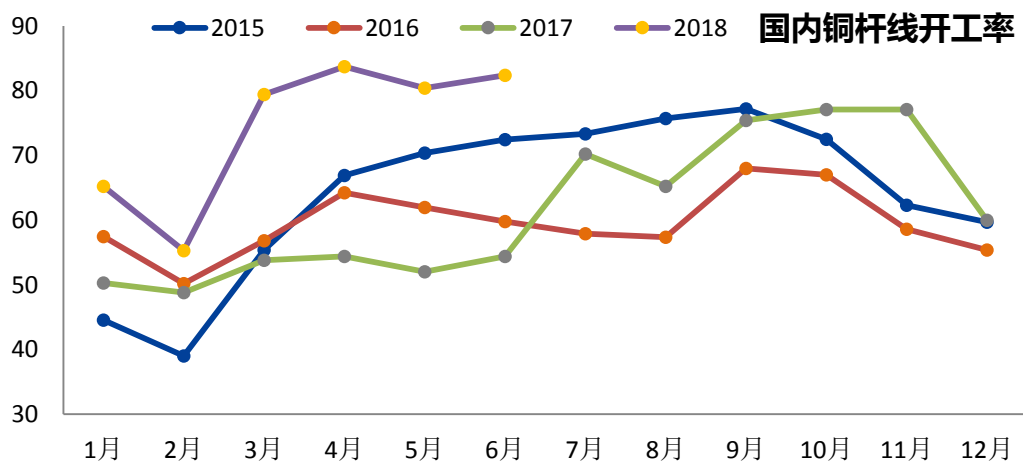
### 全球三大交易所铜库存均处降势...



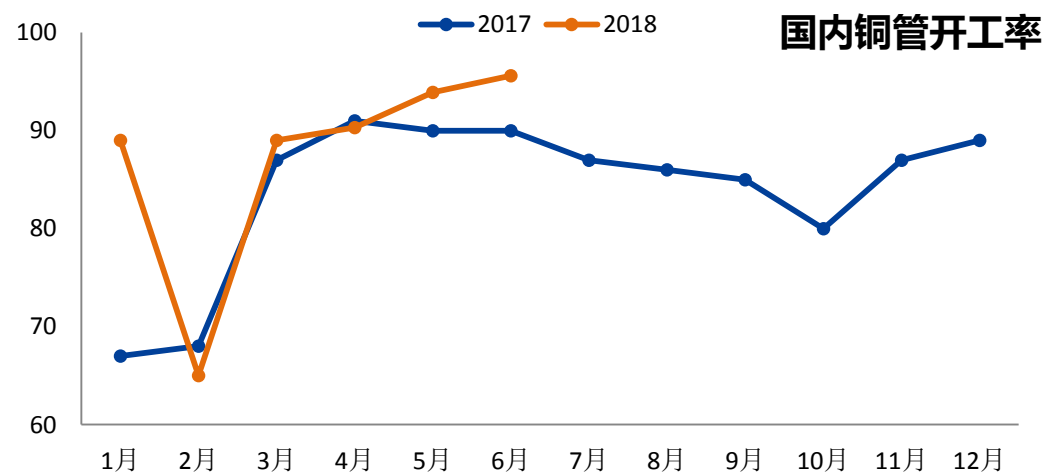
### 人民币贬值预期尚未完全解除...



### 国内下游需求表现强劲...



### 目前处于淡旺季转换过程，需求有望继续上行



# 罢工并非“独一份”

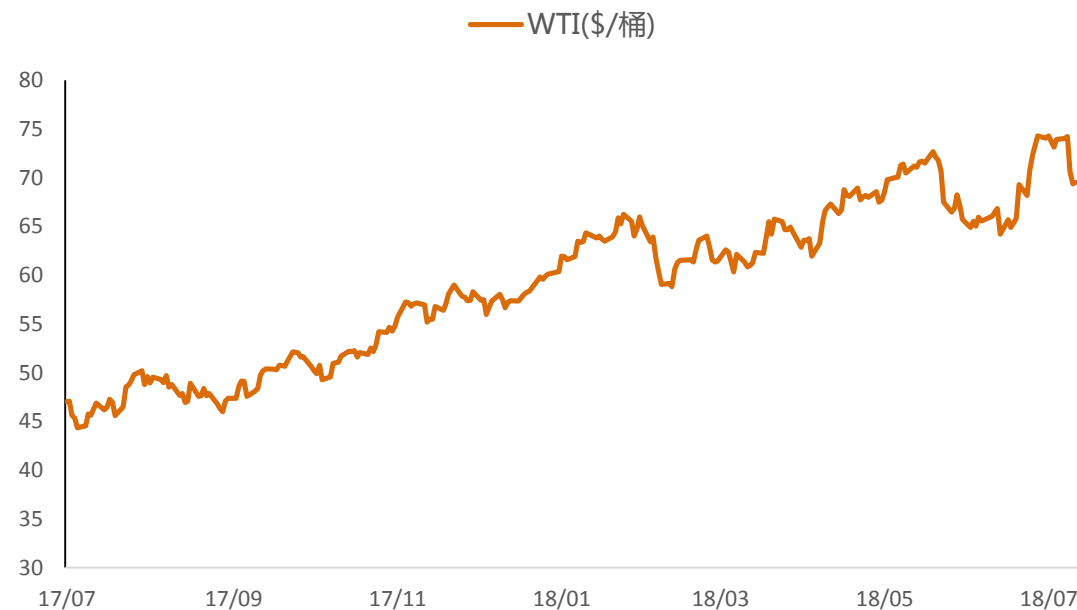
铜矿	国家	公司	合同到期时间	产能(万吨)	2018年计划产量(万吨)
Lomas Bayas	智利	Glencore	2018年1月(达成协议)	6.5	6.8
Los Pelambres	智利	Antofagasta	2018年2月(达成协议)	42	35
Radomiro Tomic	智利	Codelco	2018年3月(达成协议)	34.3	20.5
Chuquicamata	智利	Codelco	2018年3月(达成协议)	32	42.7
Caserones	智利	Lumina Copper	2018年3月	20	15.5
Centinela	智利	Antofagasta	2018年5月	38	27
Mina Ministro Hales	智利	Codelco	2018年5月	18.3	18.6
Spence	智利	BHP	2018年6月	20	20
Escondida	智利	BHP	2018年7月	130	128.5
Andina	智利	Codelco	2018年8月	26	15.5
Cerro Colorado	智利	BHP	2018年8月	7.5	7.1
Cerro Verde	秘鲁	Freeport	2018年9月	58	47.9
El Teniente	智利	Codelco	2018年10月	43	41.5
Centinela	智利	Antofagasta	2018年10月	38	27
Mina Ministro Hales	智利	Codelco	2018年11月	18.3	18.6

- 2018年，号称史上铜矿山薪资谈判最为集中的一年已过半，“炸弹”也排除过半，但风险却远远没有；
- 下半年到期的薪资合同所属矿山均为重点，产能以及在全球铜矿供给的地位也更为重要，以Escondida为代表，下半年的薪资谈判/铜矿罢工序幕就此拉开；
- 从罢工的影响来看，短线对于铜价的提振作用是极为明显的，因此接下来的8月底、9月底、10月底以及11月底，均有可能出现铜价的短线利多；
- 从薪资谈判的结果来看，罢工或涨薪，大部分罢工对于铜价是短期冲击，而涨薪给铜矿山运行带来的成本端增加则是铜价的中期支撑。

资料来源：SMM、安泰科

## 为什么薪资谈判/罢工有一定的必然性？

- 一言以蔽之，是铜矿工人对于“美好生活”的物质需求，与铜矿山对于成本控制需求之间的矛盾；在油价上行、全球贸易摩擦、美元上涨导致非美货币的贬值带来通胀上行压力下，人民的生活成本不断抬升；
- 而在宏观面风险多发，贸易摩擦导致的需求端不确定性走高的当下，调降可以确定的运营成本几乎成为了每个矿山或公司的必选项，在这样的矛盾之下，双方因自身利益冲突难以达成一致，薪资谈判的僵持，甚至罢工的发生则是必然的结果。



资料来源：Wind，兴业期货研究咨询部



- 从目前而言，国内铜下游企业开工率持续回升，表明主要需求并没有走弱，且其对于库存的消耗也在持续体现，此外，人民币的弱势运行给予内盘铜价一定支撑，虽国内铜冶炼厂扩建，但铜精矿的潜在短缺或令精铜投产不及预期，因此从整体供需格局而言，内盘铜价依然乐观；
- 在上述的供需预期下，在薪资谈判前做多沪铜的右侧交易有一定安全性；对于短线交易者而言，关注消息面变动，在罢工/薪资谈判僵持消息出炉之际，介入短多，在罢工结束/薪资谈判结束消息出炉之际，平多试空。



- 对于此类情形，针对不同风险偏好交易者，期权有多种策略：
- 高风险偏好：卖出看跌/买入看涨，押注罢工发生，进行期权的裸买裸卖；
- 低风险偏好：买入平值看涨看跌，组成跨式多头，以有限的最大损失押注波动率的上升；
- 卖出近月的高执行价的看涨+买入远月的低执行价的看涨，组合成为牛市看涨价差，一方面赚取近月时间价值加速流失-远月合约时间价值流失较慢的时间价值之差，一方面以有限的损失与利润押注罢工的发生。

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

# Thank you!



**兴业期货有限公司**

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,  
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386