

# Focus

## 紧缩激发另类融资 铜牛市“中国因素”遭拷问



世界把铜牛市的最后一根“救命稻草”系在了中国上 资料图

●融资性进口铜作为一种金融工具出现在市场上；其用途不是用于国内消费，更多的是用来融资和套利。不少业内人士坦言，正因为这些铜的存在，才使得不少国际投资者“误读”了目前的中国需求。

◎本报记者 黄嵘

近期,数以万吨计的铜从伦敦金属交易所(LME)各地的仓库流出。一艘艘满载着铜材的货轮驶出荷兰鹿特丹、韩国釜山等地港口,悄然启航,目的地——中国。

“市场焦点似乎集中到中国铜需

求上来了!”

“中国需求给期铜市场带来非常稳固的需求支撑。”

国际投行们正在集体唱多期铜市场的“中国需求”,在全球最大的铜消费国之一——美国陷入次贷泥潭之际,世界把期铜牛市的最后一根

“救命稻草”系在了中国身上。事实似乎的确如此,伦敦金属交易市场的期铜价格再度突破了8000美元,同时中国1月铜进口数量再增6%。

奇怪的是,伴随着伦期铜的强劲走势,以及大量进口铜的到港。今年以来,中国期铜价格却一直在现货价格的拖累下出现滞涨。

是什么样的因素拖住了中国铜价的后腿?各大投行口中一再重复的“中国故事”到底是真是假?

记者在和国内铜现货企业以及消费商的交流中,了解到目前国内市场上有一种业内所谓的“融资性铜”存在。而这,或许在某种程度上可以解释上面的疑问。

业内人士介绍,在紧缩性政策、银行贷款收紧以及人民币升值的背景下,该类“非消费性铜”作为一种金融工具出现在了市场上;其用途不是用于国内消费,更多的是用来融资和套利。不少业内人士坦言,正因为这些铜的存在,才使得不少国际投资者“误读”了目前的中国需求。

### 融资性铜大行其道

“在每次银行收紧银根时,就会有很多企业去进口所谓的‘融资性铜’,然后在市场上抛出,通过这种方法可以套出部分资金。”一位现货企业人士介绍,“很多企业都用此方法作为银行贷款的一种替代。”

“进口铜有融资功能,这是业内众所周知的。过去除了一些房地产企业利用其融资外,其他人很少会将其视为一种融资工具。”另一位进出口企业人士向记者介绍道,“但自从去年底银根收紧之后,很多需要资金又难从银行处获得贷款的企业,主动来向我们进出口企业询问此事,希望我们能帮他们进口铜,以此来达到融资目的。我当时就意识到,接下来市场可能会出现带有融资目的的进口铜,这并不代表真实的中国铜消费需求!”

上述企业人士还认为,虽然目前很难统计出这些融资性铜的数量,但是从1月份铜进口量的巨大增幅来看,融资性铜在其中的贡献并不小。“因为融资需要,企业一般委托我们进口铜的数量都是在千吨以上的。一家企业一次进口低于1000吨的情况几乎不可能出现。”上述人士表示。

按照目前现货铜每吨6.6万元计算,一次进口1000吨铜,该企业预计可以融得6000多万元资金。

据这些市场人士介绍,融资性铜的进口主要是在去年12月,因为当时伦敦和上海两地铜比价为8.3以上,即进口铜不会亏钱。一般情况下,从LME亚洲仓库点价进口的铜需要1个月的运输时间;从其它地方则需要2个多月的运输时间。因此,预计今年一季度铜进口数量

增幅会较大。

从最新公布的1月海关数据看,今年1月铜及铜材的进口数达到了23.9万吨,比去年12月增加了6%。去年12月未锻造铜和铜材进口量为22.45万吨,较11月的22.37万吨只增加了0.36%。其中,1月中国进口未锻造铜为15.81万吨,同比增长7.1%,比去年12月增长了19%。通常情况下,铜进口都被国际投资者视为中国经济增长速度的一个标杆,今年1月份的进口增长幅度已远远超过了我国经济增长的速度。

与此同时,参与国内现货铜交易的企业也都赞同这种“库存转移”的说法。他们认为,国内的铜现货供给的确非常充裕,“转移”的主要原因不是为了满足某些企业的融资需求以及套利需求。

### 紧缩性政策引发另类融资

“融资性铜”,顾名思义,进口时并不是完全用于国内消费,更多的是用于融资和套利。在紧缩政策下,进口铜通常可以作为银行贷款的替代融资工具。

市场人士介绍,由于铜的单价金额较大,国内外都有期货市场可以锁定进口风险和利润,因此铜较其它商品更具有融资优势。用铜来融资的通常的做法,是利用“信用证进口”融资。信用证的承兑日需要90天甚至180天,也就是说企业在获得货物后在3个月或者半年后将资金还给银行。因此一些试图获得资金的企业,如果在取得铜后将货立刻在市场上抛出,便可套现出资金。按照信用证的承兑日计算,这部分资金可以自

由使用90天或180天。这相当于先拿货后付款,在付款日之间的这段时间内,只要将货套现,这些套现资金就等于融资。

“如果企业还需要继续使用这笔资金的话,只要继续进口,继续开立信用证,套出的新货款支付掉旧的进口款项,前后衔接好就可以了。”进出口企业人士说道,“除此之外,由于信用证开立的是美元资金,而进口企业获得的货款是人民币,这之间还存在一定的套利和套汇的空间。”

据介绍,一吨铜通过上述做法,其无风险套利和套汇空间大约在500至1000元左右。“也就是说,如果伦敦价格高于国内价格500至1000元的话,很多企业都可以通过

进口铜的方式来融资。”

据了解,数年前,这种利用进口铜融资的方法曾经被房地产企业大量采用。一国内现货企业向记者介绍,“哪怕伦敦价格高于国内价格,即进口亏损时,这些房地产企业也愿意做。因为他们用这笔资金去投资获得的高额利润,能够填补此种亏损。这就是为何在2004年之前,当两地比价不利于进口时,国内每个月都还存在着铜进口。”

金属分析师陆承红表示:“在过去,进行‘融资性铜’操作的企业,首先都会有需要资金投入的高收益的项目(比如房地产投资等),而又难以从银行处获得贷款,于是便通过进口铜的方式替代银行贷款融资。”

### 中国价格屡屡“跑输”国际

由于“融资性铜”最终还要在国内市场消化,因此必将给国内市场带来巨大压力。这从最近这段时间国内铜期货市场的疲软也可初见端倪。

今年以来,一直存在这样一个有趣的现象:每当隔夜伦敦铜价激动人心地大幅飙升之后,第二天中国铜价的走势却总是高开低走,似乎总有一只无形的巨手按住了国内铜价,让国际投资者“很失望”。

中国的春节长假期间,国际铜价在库存大幅减少的配合下,走出了近乎完美的突破行情。伦敦期铜价2月5日的收盘价为7110美元/吨,到2月12日(国内开盘的前一个交易日),其收盘时价格已达到了7830美元/吨,短短六个交易日里面,国际铜价上涨了720美元,涨幅超过了10%。

就在国内投资者以为春节长假结束后,国内铜价也必将随物决淋漓的大

涨行情迎合国际走势的时候,国内铜价却给做多者当头泼了一盆“凉水”。

春节长假后的第一个交易日,上海期货交易期铜主力合约0804先受外盘影响,以64590元/吨开盘,顺势涨停(4%)。但涨停仅仅维持了约4分钟,沪铜价格随后开始大幅回落,最终以接近全日最低价收盘,涨幅收窄至2.48%。而从持仓看,该合约持仓大幅下降了8904手,多头主力在高位减仓迹象明显。期待中的大涨行情并未出现。

2月19日,伦铜再次发力,以2.76%(220美元)的涨幅成功突破了8000美元/吨这一重要关口(在历史上铜价只有4次冲破8000美元,最高为8800美元),收于8190美元/吨。可第二日的沪期铜再次以“高开低走”给予了回击。主力0805合约以67000元/吨开盘,但没多久价格便大幅下滑,最

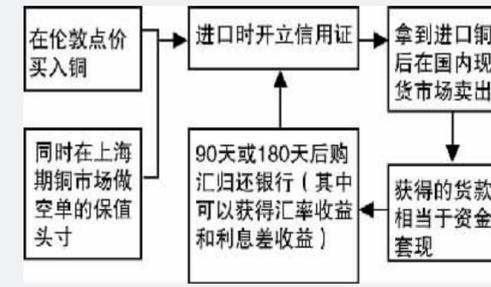
终收于66210元,涨幅收窄至0.06%,较前一交易日上涨了40元。

记者截稿时的统计显示,从今年初至昨日,伦期铜从6695美元/吨上涨至8160美元/吨,涨幅约为22%;同期沪期铜从57800元/吨上涨至66700元/吨,涨幅约为15%;国内铜现货价格为58950元/吨,上涨至66600元/吨,涨幅约为12%。

在结束采访时,一位不愿意透露姓名的期货分析师意味深长地向记者表示,“其实,我相信国外投行心里很明白这些融资性铜的存在,因为相当部分是它们进口给我们的。”所以我说,它们“误解”了部分的中国需求!”

尽管融资性铜对国内铜市场的影响到底如何,还难最终确定;但可以确定的是,资本的本质是逐利的。只要存在套利的空间,类似铜市场上发生的故事,必将在其他市场重演。

### 揭秘铜融资操作路径



图表提供:黄嵘 制图:张大伟

◎本报记者 黄嵘

一参与进口铜融资的进出口企业人士,向记者具体解析了融资过程。

首先,当伦敦以及上海两地铜比价合适时,先在伦敦金属市场上做一个买入交易,业内人通常将其称为“点价”。所谓两地比价合适,对于不同的企业尺度不同。通常情况下,上海铜价与伦敦铜价的比值在8.3以上,就是合理比价,有利于进口。不过由于存在无风险套汇和套利,一些企业融资后去投资的项目收益率很高,这一比价可以向下调整,进口的比价可以根据企业的目标收益做出一定的调整。

在伦敦点价的同时,企业需要在沪期铜市场上做一个相应的空头头寸,也可以称做“保值头寸”。这样就可以锁定进口、卖货整个融资过程中的价格波动风险和收益。比如,一批在去年12月点价买入的1000吨铜,运输需要1个多月,在今年1月底被卖出。整个过程中,国内期铜价格从12月的54000元/吨涨至1月时的60000元/吨附近,在期货市场的空头头寸大约亏了600万;不过在现货市场上,进口铜的成本大约为54000元/吨,1个多月后在现货市场上以61500元/吨的价格抛出,在这当中,企业赚了约750万元,风险和收益基本都被两地的期货市场锁定。

其次,企业在同外方签订了进口合同之后,就可以向银行开立信用证。所谓信用证,企业可以先不交付给外方货款,由银行先垫付,直到信用证承兑日到期后,企业才将货款支付给银行。根据不同企业的要求,信用证承兑日可以分为两种:90天和180天。银行根据企业

不同的信用,会在开立信用证时,让企业缴纳一定比例的信用证保证金。一般信譽好的企业,保证金比例大约在15%至30%之间。

再次,企业将这些进口铜在国内市场上按照市场价抛出,将资金套现。这部分资金由于可以在90天或者180天后才偿还,在此期间,企业的这部分贷款就相当于一个短期的贷款。如果企业投资的项目收益很高的话,可以将以上的流程在接近90天或180天时,再操作一次,这样新获得信用证的资金可以偿还之前的信用证资金,前后衔接,就相当于一个更长时间的融资贷款。

需要指出的是,目前除了进口融资以外,由于人民币升值和内外货币利差的存在,有不少企业还可以从中进行套利交易。开立进口信用证后,银行是以外币(大部分情况都为美元)交付给国外卖方,而买方可以在承兑期后以外币支付给银行,同样也可以通过购汇以人民币支付。在人民币升值的预期之下,90天后或者180天后的汇率肯定是有利于购汇方的,因此企业都选择后者,即以购汇方式还款。过去一年中,人民币兑美元已经升值7%,按照这样预期,90天后,这些融资者从汇率兑换套利中也能获得1.75%的收益,180天这种收益则为3.5%。

信用证承兑日之前买方需承担的利息为:Libor+100点,1月份美元的Libor利率大约在4%左右,那么这笔资金半年使用的成本大约在年利率5%左右,而我国目前人民币贷款年利率在6.57%,这之间又存在着1.57%的利差收益。随着美元的继续降息,这一利差套利空间将会更大。

■记者观察

### 流动性过剩是商品走牛主因

◎本报记者 黄嵘

整个商品市场近期都“牛”气冲天。在上周,原油价格刚创出了101.32美元的历史新高,农产品价格在过去的一周中也达到了历史高点。期铜的再度走牛只是整个商品牛市中的一个“浪花”而已。与其将期铜的走“牛”归结为“中国因素”,还不如把它纳入整个商品牛市视野来分析更为确切。

如果要分析整个商品市场走牛的共同原因,可能只有一个:在通胀困扰时,手拿过多资金的投资者别无选择,介入商品市场可能是最佳方案。

另外,欧美大国正处于次贷造成的经济衰退影响中;股市大幅震荡、房价受挫,并把投资基金从债券等投资领域中赶出。当大部分投资领域的大门都向手中拿着大把钱的基金关闭时,商品市场已成为释放全球流动性的主要出路。

以铜市场为例。从基本面上分析,不少投行都认为中国需求的上升正在填补美国需求的减弱。证据之一是伦敦铜库存的大幅下滑:从1月初的20万吨,下降至目前的15万吨左右,大幅减少了约5万吨;中国1月的海关数据则显示,铜进口大增6%。

但透过这一基本面分析,其背后依稀可见国际基金们的行为,据了解,前期期铜市场的主力多头——对冲基金红彤彤,又有卷土重来之势。铜基本面上所谓的“中国需求”,或许只是一种“来自国际市场的物流活动”!

如果仔细研究伦敦库存的变化,可以发现这种“物流活动”早有布局。伦敦市场上的不少专业人士都表示,有基金正在从其他投行处收购仓单。国内的不少贸易商也表示,进口铜中的大部分都是从一些国际基金手中买入。

在这种注资仓单和“物流活动”之后,伦期铜市场的持仓量在近期创出27万手的历史天量,价格也一高再高。整个链条中始终贯穿了基金资金大举介入的身影。

### 中外机构大打“口水战”

◎本报记者 黄嵘

中国铜价屡屡跑输国际价格,令国内外两个市场中分析师们对于“现货充裕”还是“中国需求”的问题打起了“口水战”。

在这波行情中,国外市场上仍旧将原因归结为“中国因素”。BNP Paribas的金属日评称:“有很多交易商的观点认为中国的需求保持强劲,尽管越来越多的信号显示西方经济减缓。但中国1月的消费者价格指数显示,通货膨胀为7%左右为11年来的最高位。”

“除了美国之外的其他地区的宏观经济,还是给了我们一些乐观的预计。因为发展中国家的增长正在为商品的需求提供强大支持,并且抵消了对工业化国家经济的出口下降。”UBS的John Reade说道。

但国内的机构却对此做出了另一番解读。江南期货认为:中国春季消费成为市场看涨的理由,节后不断有货源进入国内市场。全球铜供需处于平衡状况,中国进口铜的增加将直接导致国际市场出现阶段性需求短缺,但国内市场却受到了进口铜到港以及现货充裕的压力。每次春节后几周,上期所库存都会出现大幅增加,这是备库行为所致,并不能反映中国真实的消费情况。

长城伟业分析师景川在周报中也提出了相同的观点。近期市场的上升主要是由于伦敦方面库存的不断下降带来的支撑,但同时中国方面库存增加却开始对现货构成压力,前期两地差价关系导致的进口铜已陆续到港。而且伦敦铜库存减少主要来自亚洲仓库,这预示着中国进口铜的继续增加,这使得上半年中国市场的现货更为充裕,对期货市场构成了一定的压力。

■小贴士

### 为什么是铜?

据业内人士介绍,铜具备两大特点:一、每吨单价高,可以降低通过进口的融资成本;尤其在近几年的商品牛市,铜价从之前的2000多美元/吨已涨至8000多美元/吨,翻了近4倍。这样每吨可以融资的金额也就更多,不像一些农产品,进口相同的数量,从融资的金额却远不如铜。

二、该品种在国内外都拥有流动性良好的期货市场,可以在进口过程中的风险锁定。这也是为何其他的(例如钢铁等)大宗商品不能用作融资工具的重要原因。据介绍,在整个融资过程中,从进口到国内卖出套现过程中价格波动是最大的一个风险所在。而两地拥有了期货市场,只要在两地各建一个反向头寸,进行套保,这一风险基本上能够被锁定。