广州金控期货有限公司
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO., LTD.

真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：钟诗怡
邮箱:zhongshiyi@gzjkqh.com

证书编码：F3049606

独立性声明：
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

供需双弱 铜价重心震荡下移

【策略概述】

◆ **核心观点：**

2018 年“铜博士”在宏观因素的冲击下，整体表现疲软，虽在供需上并无明显矛盾，但在宏观经济内忧外患的双重打击下，市场紧张情绪趋弱铜价波动重心。

全球铜精矿仍处于收缩周期，但受国内大量冶炼产能投放的影响，铜精矿供应仍较为宽裕。国内废 7 类进口完全禁止，同时国内废铜的回收周期尚未到来，整体废铜的供应继续收缩。下游需求受经济下行压力的影响，房地产、传统汽车、家电等领域需求明显放缓，电力行业保持稳定增速，仅新能源板块未来或将出现增量，整体需求趋弱。

2019 年，供应端将延续趋紧周期阶段宽裕的状态，宏观经济的预期和需求端的下行压力将是行情走向的主要力量。供需无明显矛盾，铜价很难走出单边行情，在国内经济的谨慎预期下，铜价重心或将继续下移。而精铜库存仍低位的情况下，将对铜价形成一定支撑，宏观预期若改善，也可能推升一波反弹。预计明年铜价主要维持震荡运行，重心较今年大概率下移，沪铜主要运行区间在 45000 元/吨-52000 元/吨，伦铜主要运行区间在 5600 美元/吨-6500 美元/吨。

◆ **风险提示：**

1. 全球贸易争端。2. 海内外冶炼产能的投放进度。3. 中国经济下滑超预期。

一、2018 年行情回顾

2018 年全年整体震荡重心下移，沪铜主力从年初的 55400 元/吨，震荡下行，6 月中旬冲高至 54580 元/吨，随后再次震荡走低，10 月至 12 月间在 49000 元/吨-51000 元/吨区间震荡，截至 12 月 20 日价格回落至 48410 元/吨，累计下跌 12.61%。LME3 个月铜从 7250 美元/吨，下跌 16.69%至 6170 美元/吨。2018 年铜价波动的原因主要是宏观因素，全球宏观环境复杂多变，尤其是中美贸易争端不断发酵，市场环境持续紧张。同时，中国政府强调金融去杠杆以及房地产调控，信用市场收缩，融资环境恶化，加之外部冲击，致使国内经济下滑严重，市场投资者悲观情绪浓厚。4 月后美联储连续加息，美元强势反弹，铜价重心不断下移。在铜市场上，国内废铜政策的推进以及海外大型矿山的罢工事件，导致精铜产量下降，但宏观情绪以及需求弱势的影响下，供给端的利好并未达到预期效果。

图 1：沪铜主力合约走势

资料来源：博易大师，广金期货

图 2：LME 铜主力合约走势

资料来源：博易大师，广金期货

现货铜跟随期货变动，LME 铜上半年保持在贴水 40 美元/吨附近，随后贴水缩窄，最高至升水 12 美元/吨，之后随铜价下行再次贴水，9 月底至 12 月初保持升水，最高达 44 美元/吨，12 月中旬后再次贴水。1#电解铜 4 月前大致处于贴水状态，随后铜价上行，最高升水达 270 美元/吨，7 月后随着铜价区间震荡，1#电解铜基本处于小幅升水状态。

图 3：LME 铜升贴水（单位：美元/吨）

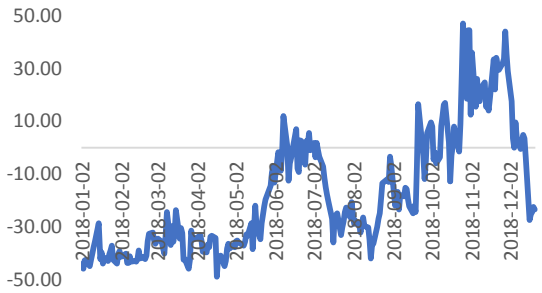
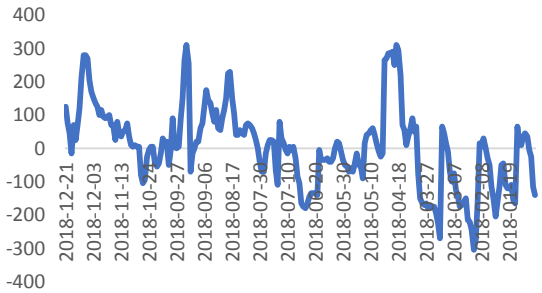


图 4：1#电解铜升贴水（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，广金期货

二、宏观分析

2018 年全球经济格局变幻莫测，国际方面，日欧经济持续低迷，新兴经济体两级分化，仅美国经济一枝独秀。而随着其加息步伐推进，长短期国债利率出现倒挂，美股暴跌，标普 500 距年内高点已跌去 20%，“拐点”信号亦步亦趋，十年牛市或将见顶；国内方面，中国经济下行压力不减，尤其是第二季度以来，主要经济数据集体下行。对于 2019 年国内外的宏观形势，经济下行压力依然不减，但我们也并不悲观。首先，中美贸易纷争已经不是“冷战状态”，而进入了“边打边谈”的阶段；其次，不管是财政政策还是货币政策，我国都在有效的推进，目前减税政策已经开展。此外，经过两年的去产能和去杠杆，国内经济系统性风险已经有所降低，对长期中国的经济发展趋势，依然抱有着坚定的信心。

1、 全球经济分化，美经济继续上行乏力

2018 年全球经济体的发展均有所走弱，但美国政府在特朗普的税法政策激励下强劲增长，美国 2 季度 GDP 增速同比高达 4.1%，创 2014 年三季度以来的最高值。美联储持续加息，2018 年一共进行了 4 次加息。美国在 2018 的下半年经济表现有所回落，但仍是全球表现最好的发达经济体。

欧元区经济体面临多重压力，内部分化严重，制造业 PMI 增速显著回落，整体经济表现弱势，英国面临的脱欧谈判仍有较大不确定性，若无法顺利脱欧，将面临更加严峻的冲击。日本经济也表现不及预期，但外部环境略好于欧元区。新兴市场方面，上半年外资依赖度大、经常项目逆差规模较大且外汇储备规模低的新兴经济体可能面临较大的潜在冲击，下半年美联储加息放缓，新兴市场国家压力有所缓解。

整体来看，预计 2019 年美联储将加息 2 次左右，且集中在上半年；欧元区货币政策正常化时点可能继续推迟；日央行仍将维持宽松的货币政策。随着美元临近加息尾声，美元指数必然会受到欧元等货币压力见顶回落。此外，美元指数与美国占全球 GDP 占比走势一致，随着美国在全球经济的相对低位逐步降低，美元指数中长期也将趋势线走弱。

2、 中国经济内忧外患

2018 年中国经济面临内忧外患，经济下行压力明显加大。产出上受到供给侧改革的影响逐步走弱，而消费上更是受到整体市场的悲观情绪影响呈现持续低迷，全球贸易保护主义拖累市场外需，基建投资增速走低拖累投资需求。

中美贸易争端给整体市场情绪和预期造成了极大的破坏，金融市场也持续悲观，但从目前公布的进出口数据来看，在 10 月之前，中美贸易争端并没有给出口带来太大的压力。此外，今年金融行业去杠杆是拖累经济下行的重大风险点，去杠杆导致我国全面信用收紧，造成了民营中小企业集中出现融资难、融资贵等困境，导致企业经营收紧，市场预期下滑。另一方面，房地产下行也加快了经济下滑的速度，房地产周期是影响国家宏观中期波动的关键因素，包含宏观经济的众多指标，但从具体数据来看，房地产市场真正的下滑趋势仅才 10 月后才开始体现。

2019 年，国内经济依旧面临多重压力。短期而言，房地产下行周期已经来临，基建投资的发力仍无法改善经济下降的趋势，但明年在财政、货币刺激上有望继续加码，同时大规模的减税降费措施也在逐步推进。此外，中美贸易争端仍然是影响宏观经济的最大不确定因素，中美双方的大国地位博弈不可避免，在未来的很长一段时间，边打边谈将成为常态。因此，对于国内经济预期，2019 年我国将依然处于有支撑的下行趋势中，但也并不悲观，从中长期来看，国内经济增长预期的判断仍不改变。

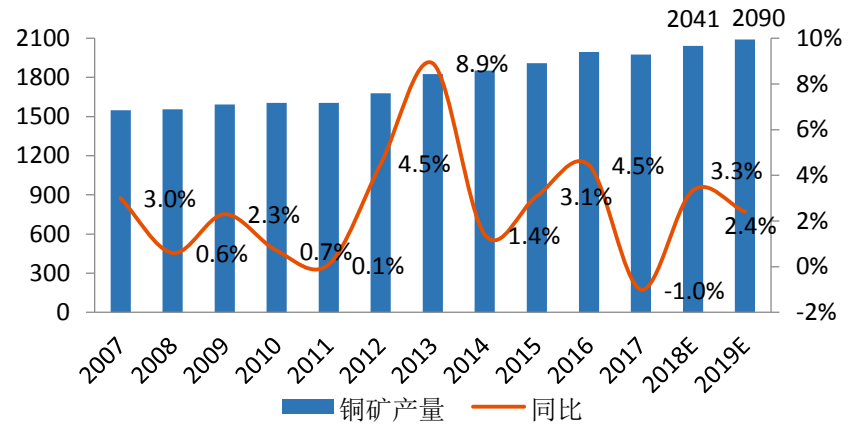
三、供需分析

1、全球铜精矿仍处于收缩周期

铜精矿供应具有明显的周期性，一般 7-10 年为一个周期，2017 年起铜精矿供给进入了紧缩期，同时叠加铜矿罢工事件的干扰，铜矿实际干扰量最高达 180 万吨。2018 年罢工干扰程度明显低于 2017 年，一季度和二季度涉及到的产能分别在 120 万吨和 140 万吨，三季度的协议只有 30 万吨，四季度回升到 147 万吨，据统计智利及秘鲁有近 40 家矿山工会面临薪资谈判，占全球铜产量的 20%左右，但均已陆续达成贸易协议，2018 年的罢工风险点已基本解除。同时 2018 年全球铜矿山的新投产项目较少，在产矿山的品味下降，2005 年，全球的平均品位有 0.75%，到 2017 年平均品位 0.6%，预计 18-20 年矿石品位仍将继续下降。整体来看，考虑到矿山罢工、品位下降以及其他干扰因素，据 SMM 估计，2018 年铜矿产量为 2041 万吨，较去年 3.3%。

2019 年矿山新增产能仍然稀少，其中刚果金的 Kamoto 及 Sicomines 分别有 31.5 万吨及 15 万吨增量，伊朗的 NICICO 有 13.5 万吨的增量，赞比亚的 Mopani 增产 9.5 万吨及澳洲的 OlympicDam 增产 7 万吨等，两年累计新增产量不足 80 万吨，远不及 2018 较 2017 单一年份增产 97 万吨的水平。此外，印尼 Grasberg 铜矿因技术改进，由陆面转为地下开采，将导致约 28 万吨的损失，这在一定程度上对冲了部分矿山的增产、复产。据 SMM 估计，2019 年铜矿产量为 2090 万吨，同比增长 2.4%。

图 5：全球铜矿产量（单位：万吨）



资料来源：SMM，广金期货

图 6： 2019 年全球主要铜精矿产能扩张情况（单位：千吨，%）

国别	公司	矿山	2019 年变化量（Kt）
Panama	First Quantum	Cobre Panama	120
Chile	Codelco	Chuquicamata	85
Chile	BHP	Escondida	50
Congo DR	Glencore	Katanga	70
Peru	BHP/Teck	Antamina	40
Peru	Grupo Mexico	Toquepala	50
zambia	CNMC	Chambishi (NFC)	25
USA	Rio Tinto	Bingham Canyon	20
Zambia	First Quantum	Sentinel	20

Ecuador	Ecuacorrientes	Mirador	30
Australia	OZ Minerals	Carrapateena	30
Ecuador	CRCC	Mirador	50
Zambia	Glencore	Mopani Deeps	35
Australia	BHP Billiton	Olympic Dam Expansion	20
China	Zijin Mining	Duobaoshan	20
North America	Southern copper	Buenavista del Cobre SxEw	55
China	China Gold International	Jiama Copper Mine	10
China	Julong copper	Qulong Copper Mine	20
China	Tibet Tianyuan Mining	Xietongmen/Xiongcun	15
China	Yunan copper	Diqing Pulang Copper Mine	8
Total			773
Indonesia	FCX	Grasberg	-280
Mongolia	RTT	OT	-6

资料来源：SMM，广金期货

2、加工费承压下行，冶炼新增产能集中在中国

铜精矿加工费（TC/RC）作为铜矿供应松紧度的直接反应，从发往中国的长单铜精矿 TC 下降趋势，可看出全球铜精矿供应依旧处于紧缩状态。11 月 16 日，江铜与 Antofagasta 于 CESCO 亚洲铜业周期间签订了年度长单，签订 TC/RC 为 80.8 美元/吨，8.08 美分/磅，TC 较 2018 年 82.25 下降 1.45 美元/吨，这也是连续第 4 年下跌。

国内现货加工费 TC 费用从 3 月底的 73 美元/吨起持续上涨，目前已经回归 90 美元/吨以上。短期在 TC 费用上涨的情况下，铜冶炼产能仍将持续扩张，尽管目前铜精矿供应在趋紧时期，但短期的阶段性供应依然充足。目前来看，2019 年上半年铜精矿的供应情况较好，但若后期由于铜精矿新增冶炼产能的投放使铜精矿加工费承压下行，可能对后续精铜的产量有一定影响。

图 9：发往中国铜精矿长单 TC（单位：美元/吨）

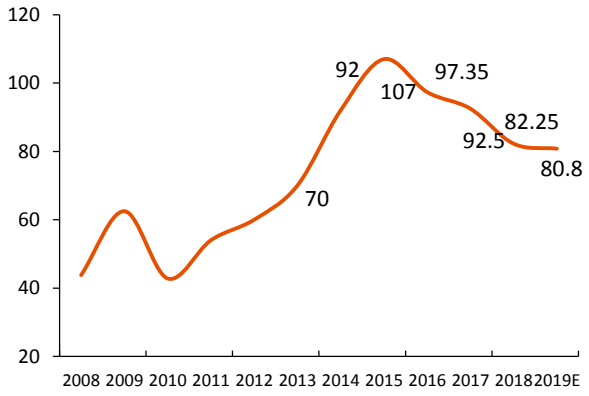
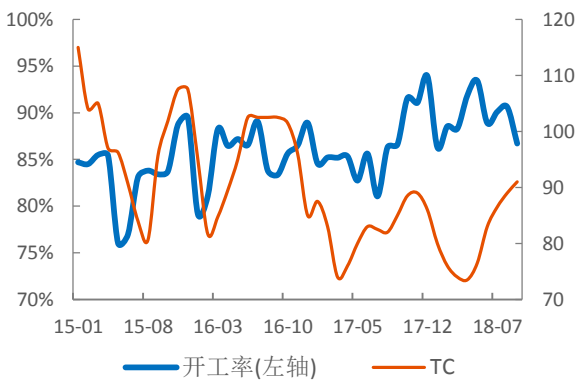


图 10：国内铜冶炼厂开工情况（单位：美元/吨）



资料来源：WIND，广金期货

在过去的 20 年间，我国铜冶炼行业出现了井喷式的产能扩张，目前中国已经成为全球第一大精炼铜冶炼国。这主要受益于前几年铜精矿 TC/RC 处于高位推动及国内提升电解铜端自给率需求，近两年中国冶炼产能进入投产高峰时期。全球精铜产量的稳定增长，中国贡献了主要增量。据统计，在 2010-2017 年间中国精铜产量增长了 435 万吨/年，中国对全球精铜产量贡献率超过 100%，截至今年中国精铜产量在全球贡献度占 37%左右。目前全球冶炼新增产依旧取决于中国。

2018 年至今，按照 SMM 统计数据，已有累计 85 万吨的新增冶炼产能投放，预计全年累计约 123 万吨的产能投产，但从目前了解的情况，全年可投产 90 万吨以上。此外，预计 2019 年增量为 83 万吨。不过，另外一方面，由于环保力度的增加，微小冶炼企业也在加速淘汰，冶炼产能的集中度快速增加。

图 7：2000-2021 年全球各地区产能变化（单位：千吨）

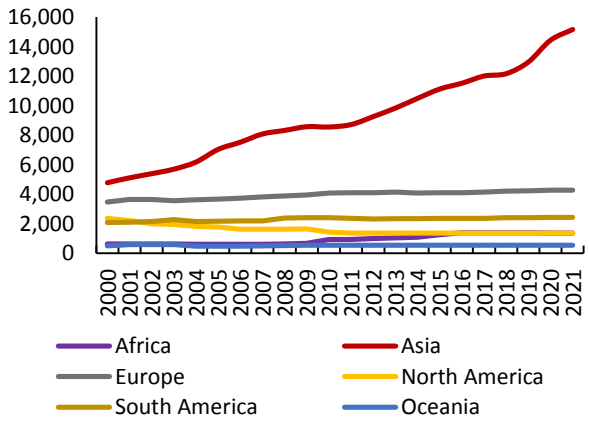
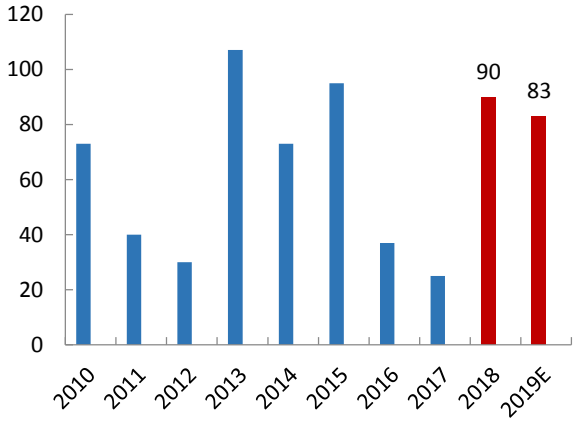


图 8：中国铜冶炼厂新增产能（单位：万吨）



资料来源：SMM，广金期货

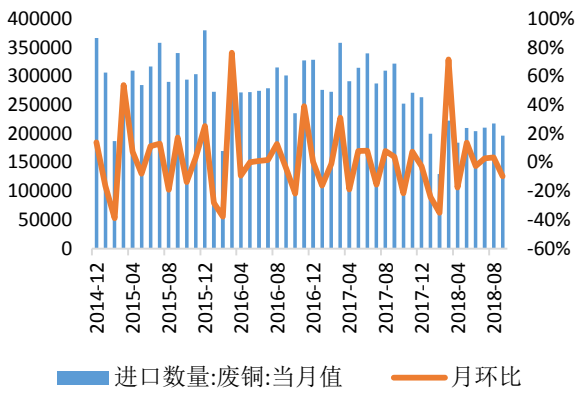
3、进口废铜政策依然为供应隐患

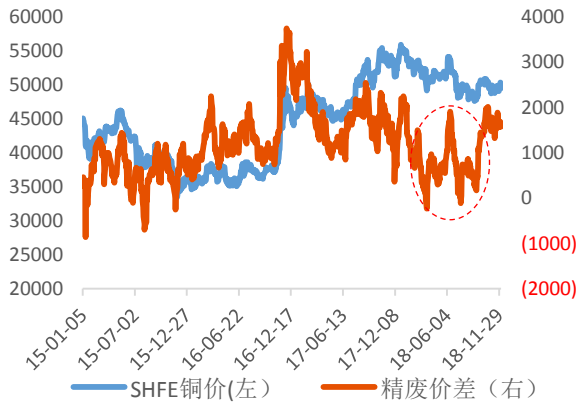
在国内的环保政策日进趋严，国内使用的废杂铜可分为废六类和废 7 类，其中废六类指的是包括高品位 1#光亮线、2#铜、紫杂铜、黄杂铜在内的获得自动进口许可的铜。废七类指的是品位较低的废旧线缆、废电机、废变压器、废五金，这类废料属于限制进口许可废料，必须有相关批文的许可才可进口。中国目前对七类进口固体废物推行严格的限制进口政策。根据海关数据，截至 2018 年 9 月，中国废铜进口量累计值为 177.5 万吨，累计同比下降 35.9%。由于废七类的进口比例明显下降，而废六类的比例上升，整体进口废铜含铜品味整体走高，2018 年废铜进口品味从 37%提高到 56%左右。同时，由于中美贸易战对来自美国的废铜进口征收 25%的关税，9 月份以来从美国进口废铜大幅减少，进一步加剧了实际废铜进口的减少。

国产废铜方面，循环经济和再利用政策越来越完善，但根据测算，中国铜实际回收期还没到来，预计初步进入回收高峰还要 5 至 10 年时间。另外废铜与精炼铜两者在使用上的可替代性，在关注废铜消费时，应重点关注精废价差的变化，在精废铜价差收窄明显时，企业相对于废铜更偏好于精炼铜，精废铜各自的需求又反过来影响着精废铜价差。2018 年整体精废价差出现了一定的缩窄，导致废铜对精铜的替代性减少，促进了精铜的消费，不过目前已经回归至正常水平。2019 年中国将全面禁止废七类铜进口，在废铜进口缺口未能有效弥补情况下，将极大刺激精炼铜需求。

图 9：中国废铜进口量：当月值（单位：吨，%）

图 10：国内精废价差水平（单位：元/吨）





资料来源：WIND，广金期货

4、国内下游需求增速继续下降

从国内的铜消费来看，下游需求明显处于下降趋势中。2018 年 1-11 月铜材产量累计 1561.1 万吨，累计同比 14.6%。11 月铜材月度产量为 156.3 万吨，同比增长 9.4%。但从季节性来看，当前月度产量较近 4 年相比依旧维持在较低水平。据统计，我国目前铜消费结构中，依然主要依赖的是电力行业，约占总需求的 46%，家电占 15%，交通运输 11%，电子和建筑各占比 9%，其他占 10%。在国内经济的下行压力拖累以及中美贸易紧张的局势下，国内经济增速明显放缓，国内房地产行业明显处于下行周期，同时，空调、汽车等代表的传统消费领域也出现了负增长，综合来看，在诸多负面影响持续作用下，精铜消费整体增速下滑明显。

图 11：中国铜材产量及同比（单位：万吨，%）

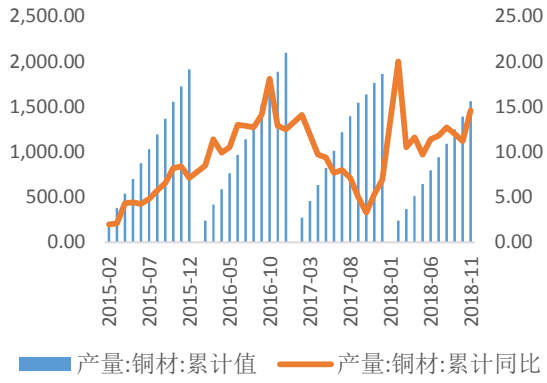
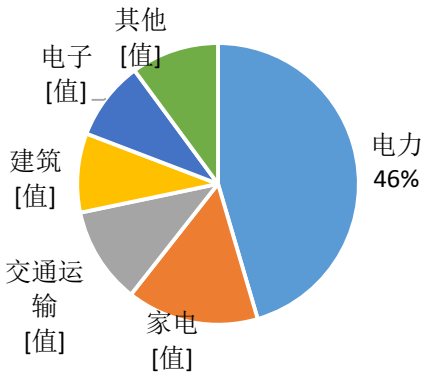


图 12：国内精铜消费格局



资料来源：WIND，广金期货

截至 2018 年 11 月，全国电网基本建设投资完成额共计 4511 亿元，累计同比下降 3.2%，虽然仍为负增长，但与前三季度相比，第四季度基建投资加快落地，使电网投资降幅逐渐收窄，电网投资在 2019 年有望转负为正。另外，根据国家《能源发展“十三五”规划 》，近年由于新能源方面的投资比重明显加大，其在单位用铜密度上明显高于传统电力行业；同时，以 5G 通信网络建设在未来几年逐渐铺开，而且 5G 网络因为通信特征，组网密度远远高于 3G、4G 时代，因此长期来看，对电力行业投资增长提速带动的铜需求前景比较看好。

国内汽车行业整体下滑，与国内经济下行趋势一致。截至 11 月，国内汽车累计产量为 2532.5 万辆，同比下降 2.59%，当月汽车产量为 258.2 万辆，同比下降 16.7%。不过在传统汽车行业低迷的同时，新能源汽车依旧保持高速增长，据 ICA 数据，新能源汽车虽然耗铜量较传统汽车提升约 3-4 倍。据中汽协数据，截至 2018 年 11 月新能源汽车产量累计 105.4 万辆，全年有望达到 122 万辆。在新能源汽车大幅推广的同时，新能源汽车的配套设施——

充电桩也将全面铺设，根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》，到 2020 年全国计划建成 480 万个充电桩。整体来看，预计 2020 年我国新能源领域铜消费量有望达近 10 万吨/年，新能源汽车拉动的铜消费依然十分可观。

图 13：国家电网建设投资完成额（单位：亿元）

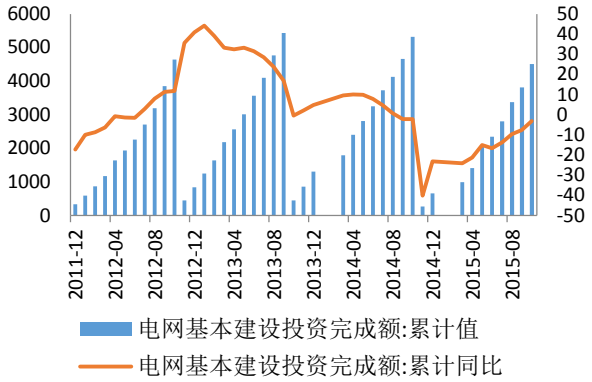
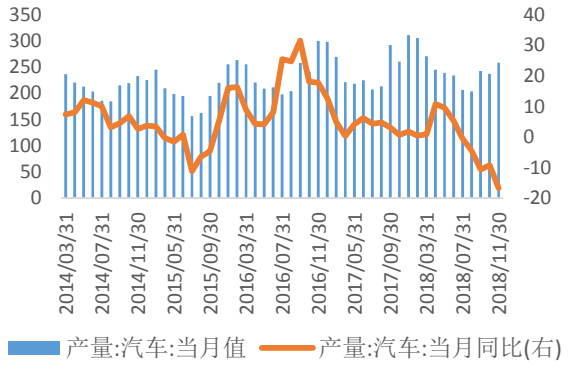


图 14：国内汽车月度产量（单位：万辆，%）



资料来源：WIND，广金期货

今年空调行业表现由强转弱，上半年产销一直保持两位数的增长，但进入 7 月后，产销累计增幅出现了双降的趋势，一方面是由于今年夏季高温天气持续时间较短，另一方面是由于我国房地产行业低迷对空调的需求带动有所减弱。截至 2018 年 10 月，家用空调累计产量为 12874.5 万台，同比增长 4.59%。房地产是中国经济的最大灰犀牛，经济结构失衡、债务增长过快都是未来的隐患，去杠杆等一系列政策正是逐步摆脱对地产经济的依赖，警惕其对实体经济的挫伤。2018 年房地产市场在 10 月之前依旧表现韧性十足，10 月之后经济下行压力令房地产市场开始下滑，截至 2018 年 11 月，我国房地产开发投资完成额累计值为 110083 亿元，同比增长 9.7%；房屋新开工面积累计 188894 万平方米，同比增加 16.8%；房屋竣工面积累计 66855 万平方米，同比减少 12.3%；房屋施工面积累计 804886 万平方米，同比增加 4.7%。2019 年度国家对于房地产行业的调控政策已开始部分放松，但目前来看仍不具备大幅上涨的条件，对铜消费仍不会带来明显的增长量。

图 15：中国家用空调产销量（单位：百万，%）

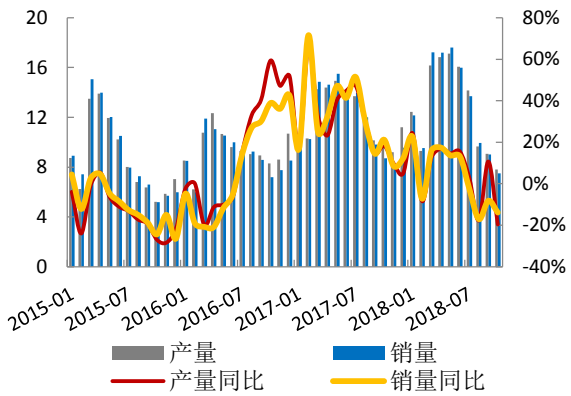
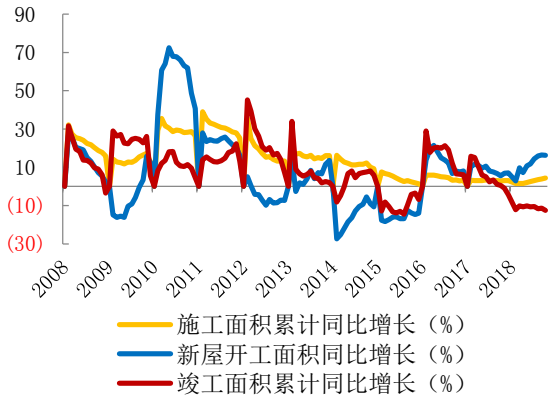


图 16：中国房地产新屋开工、竣工和施工面积增长



资料来源：WIND，广金期货

5、库存处于历史低位，供需基本维持平衡

库存是直接反应供需结构的指标，今年全球显性库存在 1-3 月是累库阶段，二三季度去库存比较明显，尤其是三季度下滑明显，而且相较于以往四季度库存走稳，今年四季度库存仍然在走低，截止 12 月末全球显性库存 36 万吨为近六年来最低。

全球铜矿供应进入收紧周期，但矿山生产恢复、开工率回升、罢工风险降低，铜精矿年

内供应相对充足，同时冶炼端受中国大量的冶炼产能投放的影响，精炼铜产量仍将维持较高增速。从需求端看，中国的消费变动影响较大，目前受国内经济下行压力影响，传统电力板块主要需求稳定，而房地产、传统汽车、家电等板块需求下滑明显，未来除新能源投入外，暂无其他增长点，预计整体消费增速将继续下滑。

根据测算，预计 2019-2020 年，全球精炼铜的供需矛盾并不突出，整体处于供需双紧，维持平衡的格局；国内方面，由于冶炼产能投放较为集中，供应端表现稍好，但也不存在明显的供需冲突问题。

图 17：全球显性库存（单位：万吨）

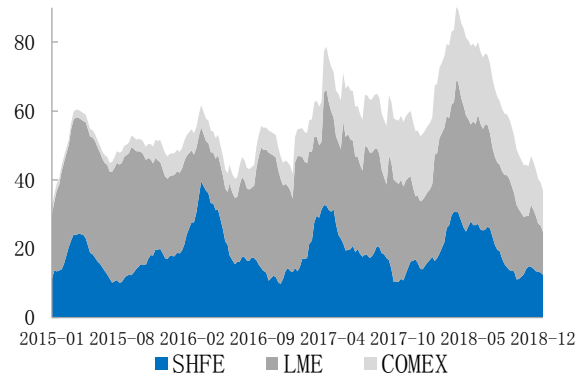


图 18：精炼铜供需平衡表（单位：万吨）

	2018E	2019E	2020E
全球精炼铜产量	2415	2448	2489
全球精炼铜需求量	2423	2469	2511
供需平衡	**-8**	**-21**	**-22**
中国精炼铜产量	865	960	1020
中国精炼铜净进口量	318	265	275
中国精炼铜需求量	1181	1216	1257
供需平衡	**2**	**9**	**38**

资料来源：SMM，广金期货

四、后市研判

2018 年“铜博士”在宏观因素的冲击下，整体表现疲软，虽在供需上并无明显矛盾，但在宏观经济内忧外患的双重打击下，市场紧张情绪趋弱铜价波动重心。

全球铜精矿仍处于收缩周期，但受国内大量冶炼产能投放的影响，铜精矿供应仍较为宽裕。国内废 7 类进口完全禁止，同时国内废铜的回收周期尚未到来，整体废铜的供应继续收缩。下游需求受经济下行压力的影响，房地产、传统汽车、家电等领域需求明显放缓，电力行业保持稳定增速，仅新能源板块未来或将出现增量，整体需求趋弱。

2019 年，供应端将延续趋紧周期阶段宽裕的状态，宏观经济的预期和需求端的下行压力将是行情走向的主要力量。供需无明显矛盾，铜价很难走出单边行情，在国内经济的谨慎预期下，铜价重心或将继续下移。而精铜库存仍低位的情况下，将对铜价形成一定支撑，宏观预期若改善，也可能推升一波反弹。预计明年铜价主要维持震荡运行，重心较今年大概率下移，沪铜主要运行区间在 45000 元/吨-52000 元/吨，伦铜主要运行区间在 5600 美元/吨-6500 美元/吨。

风险提示：

- ✓ 全球贸易争端。
- ✓ 海内外冶炼产能的投放进度。
- ✓ 中国经济下滑超预期。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司分支机构
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州营业部
地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元
电话：020-38298555
顺德营业部
地址:佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层(528305)