



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@gzjqh.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。

## 旺季需求不及预期 铜价延续弱势

### 【策略概述】

#### ◆ 核心观点：

宏观方面，中国4月公布的中国1季度及3月经济数据大超预期，表明中国稳增长初现成效。美国经济好于非美国国家，美元高位继续攀升。目前来看，中美贸易摩擦的磋商进程依然是影响宏观情绪的重点风险事件。

4月份是传统消费旺季，但今年铜价表现明显不及预期。供应上，矿端整体收紧，扰动因素持续影响，冶炼端检修集中，加工费继续回落。受废七类政策影响，废铜进口进一步收紧。当前全球显性库存处于低位，国内也进入去库存阶段。但需求依旧疲软，在传统消费旺季，下游的情况要明显弱于以往。目前铜金属的运行重心仍以宏观情绪为主导，在供需矛盾影响有限的情况下，短期铜价主要受到宏观风险事件及市场预期所影响。

5月份铜精矿供应依旧紧张，同时集中检修供应端依然存在支撑。但全球经济放缓，中国稳增长力度或有所减弱，需求端尚无明显起色，限制铜价上行。整体来看，重点关注宏观风险事件以及中美贸易戳商的进展，同时关注下游消费能否有超预期表现。预计5月铜价将继续维持47000-50000区间的偏弱震荡。

#### ◆ 风险提示：

1. 中美贸易摩擦升级。2. 宏观经济形势转弱。3. 海外供给出现超预期扰动。

## 一、4 月行情回顾

4 月份铜价呈窄幅震荡走势，价格整体围绕 49000 元/吨一线运行。4 月份是传统消费旺季，不过今年下游的情况要明显弱于以往，尽管供应端干扰率上升，但旺季消费预期未能兑现，总体来看当前铜市上有压力，下游支撑。宏观方面，中国 4 月公布的中国 1 季度及 3 月经济数据大超预期，表明中国稳增长初现成效。美国经济好于非美国国家，美元高位继续攀升，也对铜价形成压制。目前铜金属的运行重心仍以宏观情绪为主导，基本上并无明显冲突，未来铜价走势仍与宏观表现息息相关。截至 4 月 30 日收盘，沪铜主力 1906 合约收于 48930 元/吨，月涨幅达 0.27%；外盘方面，LME3 月期铜收于 6432 美元/吨，月跌幅达 0.64%。

图 1：沪铜主力合约走势

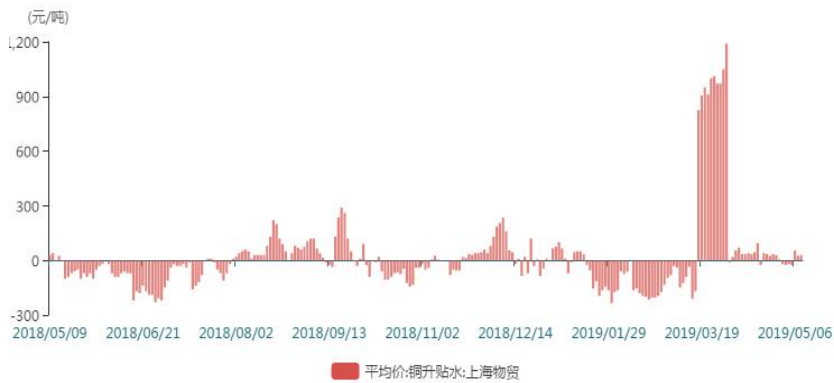
图 2：LME3 月期铜走势



资料来源：博弈大师

现货方面，SMM1#电解铜均价较 3 月末下降 210 至 48825 元/吨，现货对期货转为贴水 10 元/吨，本月现货市场前期交易围绕增值税降税展开，月初以现货高升水特征为主，月内国内冶炼产能的逐步释放推动了现货市场趋于宽松，同时进口加工费不断下调，至月末节前持货商趋于出货避险，市场已转为贴水。

图 3：电解铜升贴水（单位：美元/吨）



资料来源：wind，广金期货

## 二、影响因素分析

### 1、矿端供应收紧,加工费持续回落

2019 年全球新增大型铜矿项目稀少,叠加矿端干扰率上升,铜精矿现货 TC 持续下行,已经由年初的 90 美元/吨以上高位下跌至 70 美元/吨以下,为 5 年来新低。2019 年全球范围内最大规模的供给收缩主要来自自由港印尼 Grasberg 转为地下开采后的产量损失,预计年内铜精矿产量减少约 23 万金属吨。在印尼之外,非洲赞比亚和刚果金由于新税制导致的矿山及冶炼厂停减产仍在延续,包括欧亚资源、嘉能可及韦丹塔在内的矿山减产体量或超过 15 万金属吨。Wood Mackenzie 预计 2019 年铜精矿供应将可能出现负增长。

图 4: 海外供应扰动情况

事件	国家	产量影响
印尼 Grasberg 产量下降	印尼	铜金属吨产量减少约 23 万吨
欧亚资源 Chambishi 炼厂关闭	赞比亚	阴极铜 5.5 万吨
欧亚资源 Boss Mining 矿山关闭	刚果金	阳极铜 5 万吨
嘉能可 Mudanta 矿山减产	刚果金	可能影响铜精矿约 10 万吨
嘉能可 Monpani 矿山停产	赞比亚	产量约 10 万吨
韦丹塔 Nchanga 炼厂停产	赞比亚	产量约 1.3 万吨
韦丹塔 Konkola 部分停产	赞比亚	产量约 3.7 万吨
韦丹塔印度冶炼厂停产	印度	阴极铜 40 万吨
Codelco 两炼厂重启推迟	智利	暂不影响铜精矿产量

资料来源: Wood Mackenzie, 广金期货

据 SMM 统计,4 月国内多家冶炼厂计划检修,对 4 月总体产量影响较大;同时,广西南国铜业 4 月中旬开始投料生产,4 月难有产出。SMM 预计 4 月中国电解铜产量为 68.79 万吨,环比大幅减少 8.41%,同比减少 6.76%;1-4 月份累计产量为 289.48 万吨,累计增幅降至 1.35%。今年以来由于多家矿山遭遇干扰事件,且冶炼厂新建项目投产前提前进行原材料采购,进口铜精矿现货 TC 持续回落,表明铜矿供应较去年底预期更加紧张,截止 4 月 30 日,铜精矿现货 TC 均价下滑至 67 美元/吨,远低于长单价格。据了解,国内冶炼厂的长单供给仍然充裕,TC 的低位短期对开工率难有显著影响。

图 5: 中国铜冶炼厂加工费(单位:美元/吨)



资料来源: SMM, 广金期货

## 2、废铜进口进一步收缩

自今年1月1日起中国全面禁止废七类铜进口,并将于7月1日起将废六类铜转为限制类。2019年1-2月,废铜总进口数量23.1万吨,同比上年减少29.9%,1-3月进口废铜进口金额16.42万美元,同比减少44.64%。2019年一季度废铜进口共计约33万吨,累计同比下降39.8%,废铜进口金额随着进口数量同步下降,铜金属的进口出现了实质性缩减。目前来看,废铜进口并未出现赶在7月之前抢进口的局面。

由于国内废铜的拆解与回收体系并不完善,国产废铜难以满足需求,在固废进口政策持续收紧的背景下,废铜的供给难以满足市场需求,3月以来精废价差持续下行,也从侧面证明这一点。随着下半年废六类新政的实施,精废价差或有进一步走低,精铜对于废铜的消费替代将愈发显现。

图6: 废铜进口数量变动(单位:万吨,%)

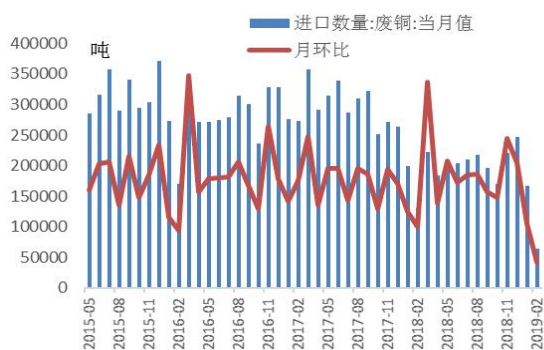
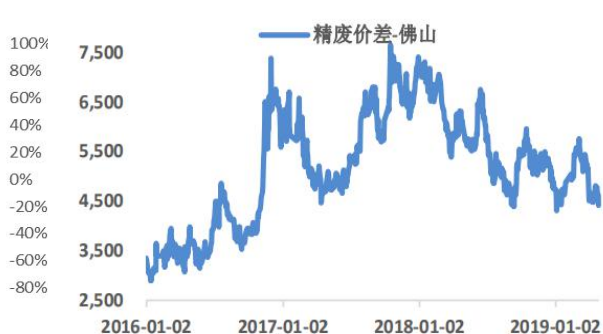


图7: 精废价差(单位:元)



资料来源: Wind, 广金期货

## 3、全球显性库存低位, 国内库存开始下行

全球铜显性库存整体处于2018年以来的低位,截止2019年4月26日,三大交易所总库存为450310吨,仅占去年同期的54%。上海保税区库存为59.20万吨,全球显性库存共计1042310吨,较去年同期下降23.4万吨。

上期所库存经历春节累库后4月开始库存去化,目前观察到去库速度中性,广东地区出库量大致沿上年出库曲线变动。但值得注意的是,近期沪伦比值有所回升,加之增值税下调,铜进口盈利窗口打开,保税区库存有向国内回流的迹象,短期内可能存在回流带来的库存压力。

图8: 全球铜显性库存(单位:吨)



图9: 上期所铜库存季节性变化(单位:吨)



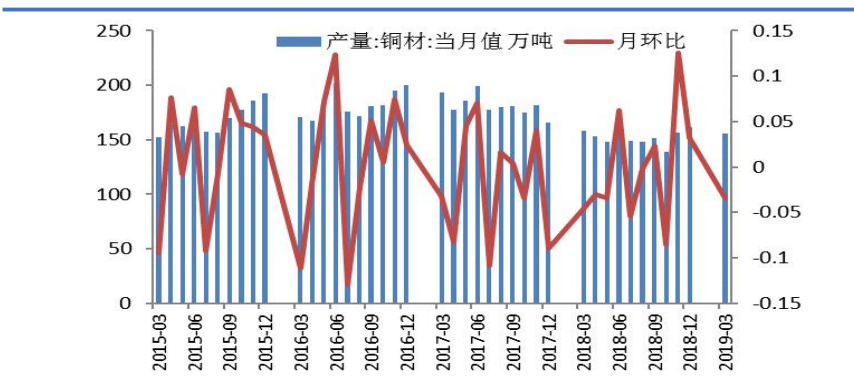
资料来源: Wind, 广金期货



#### 4、需求依旧疲软，消费旺季不及预期

4 月是传统的消费旺季，铜杆及铜管企业开工率较 3 月均有所回升，但铜杆企业表现不及去年同期。截止至 2019 年 03 月，铜材月度产量为 155.8 万吨，较上个月减少 5.5 万吨，同比增长 14.2%。据 SMM 调研，预计 4 月铜杆企业开工率为 79.06%，环比上升 1.88 个百分点，同比下降 4.65 个百分点。预计铜管企业 4 月开工率高达 93.21%，同比增长 2.89%，环比增长 7.97%。

图 10：铜材当月产量变化（单位：万吨，%）



资料来源：SMM，广金期货

从终端消费来看，消费最主要的领域电力电网投资再度走弱，截止 2019 年 3 月，国家电网基本建设投资完成额累计值为 502.00 亿元，累计同比-23.59%，降幅较 2 月明显扩大，投资完成额在一季度同比落后于上年。“十三五”电网投资计划为 3.34 万亿元，前三年共完成 1.61 亿元（48%），从季节性来看二季度为传统电网投资高峰期，可关注 2019 年电网投资能否加速释放。

汽车消费在 3 月有所回暖，但整体上仍延续去年的疲软态势。1-3 月汽车产量同比下降 10.4%，销量同比下降 11.32%。新能源汽车仍在高速发展阶段，1-3 月累计生产 30.4 万辆，累计同比上年增长 102.7%，但随着行业逐渐成熟补贴力度无明显变化，预计未来新能源汽车的增速也将放缓，且目前体量依然较小，对铜消费拉动有限。

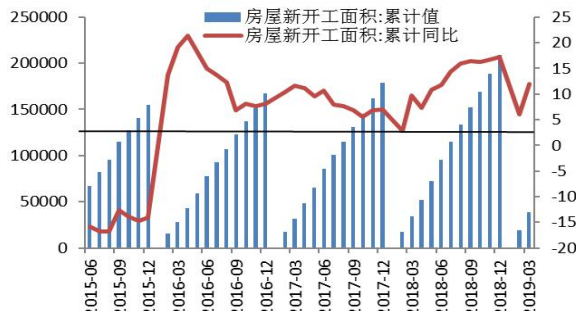
房地产销售及新开工面积 3 月均有所回暖，但商品房销售以及房屋竣工面积仍然不佳。1-3 月房地产开发投资完成额累计同比 11.80%，房屋新开工面积累计值同比 11.90%，房屋竣工面积同比下降 10.8%，商品房销售面积累计同比-0.90%，仍为负增长。加之 4 月 19 日政治局会议再提“房住不炒”，预计国内房地产市场将进入平稳运行状态，房屋销售预计难有大幅攀升。

家电方面，一季度市场呈现小幅回暖态势。但需要注意的是空调库存仍处于近三年高位，在当前地产销售仍在负增长的阶段，家电的后期消费难有大幅增长。

图 11：电网投资完成额（单位：亿元，%）



图 12：房屋新开工面积及增速（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind，广金期货

图 13: 商品房销售面积及增速 (单位: 万平方米, %)

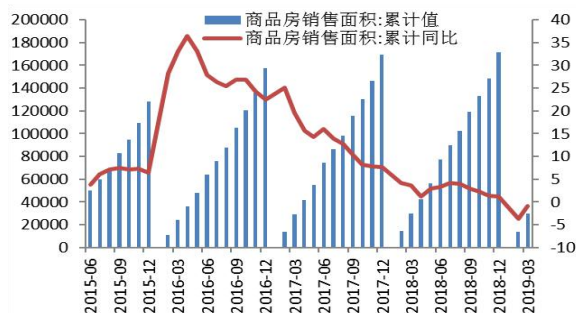


图 14: 汽车产量及增速 (单位: 万辆, %)

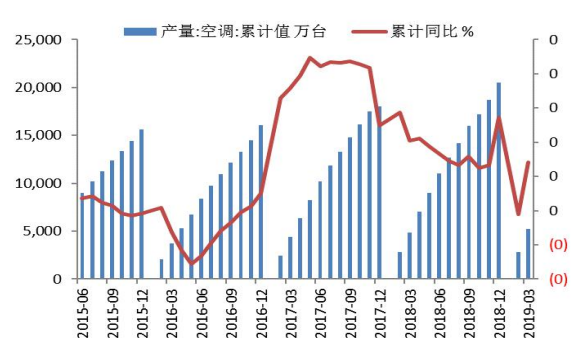


资料来源: Wind, 广金期货

图 15: 新能源汽车产量 (单位: 量)



图 16: 空调产量及增速 (单位: 万台, %)



资料来源: Wind, 广金期货

### 三、后市研判

宏观方面，中国 4 月公布的中国 1 季度及 3 月经济数据大超预期，表明中国稳增长初现成效。美国经济好于非美国国家，美元高位继续攀升。目前来看，中美贸易摩擦的磋商进程依然是影响宏观情绪的重点风险事件。

4 月份是传统消费旺季，但今年铜价表现明显不及预期。供应上，矿端整体收紧，扰动因素持续影响，冶炼端检修集中，加工费继续回落。受废七类政策影响，废铜进口进一步收紧。当前全球显性库存处于低位，国内也进入去库存阶段。但需求依旧疲软，在传统消费旺季，下游的情况要明显弱于以往。目前铜金属的运行重心仍以宏观情绪为主导，在供需矛盾影响有限的情况下，短期铜价主要受到宏观风险事件及市场预期所影响。

5 月份铜精矿供应依旧紧张，同时集中检修供应端依然存在支撑。但全球经济放缓，中国稳增长力度或有所减弱，需求端尚无明显起色，限制铜价上行。整体来看，重点关注宏观风险事件以及中美贸易斡商的进展，同时关注下游消费能否有超预期表现。预计 5 月铜价将继续维持 47000-50000 区间的偏弱震荡。

#### 风险提示:

- ✓ 中美贸易摩擦升级。
- ✓ 宏观经济形势转弱。
- ✓ 海外供给出现超预期扰动。

## 免责声明

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。

**总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元**  
**联系电话：400-930-7770**  
**公司官网：www.gzjkqh.com**

## 广州金控期货有限公司分支机构

### 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)  
电话：0757-28606588

### 佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼  
电话：0757-88352866

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房  
电话：0411-84806645

### 山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室  
电话：0531-58762272

### 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间  
电话：0411-84995079

### 杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室  
联系电话：0571-85231387

### 成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室  
电话：028-61320595

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田区中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A  
电话：0755-82549070

### 梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19  
电话：0753-2185061

### 清河营业部

地址：河北省邢台市清河县长江东街 156 号（原济华路东、长江街南侧）  
电话：0531-58766302

### 福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室  
电话：0591-87219989