

有色金属月报-铜

有色金属策略研究

国元期货研究咨询/有色金属月报

乐观预期存在透支，铜市震荡难免

摘要

国元期货研究咨询部

电话：010-84555196

中美贸易谈判虽然短期释放出乐观消息，但距离全面偃旗息鼓仍然尚远，市场乐观情绪略显盲目。

基本面来看，供应端实际情况预测小于海外市场表现出的紧张程度，需求方面乐观预期过度透支。

基于此，我们对 3 月铜市维持区间震荡判断。

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾	1
二、宏观经济形势难言乐观	1
2.1 中美贸易谈判释放的乐观情绪被过度解读	1
2.2 美联储加息放缓	2
2.3 中国经济增长压力仍在	2
三、基本面透支乐观预期	2
3.1 矿山扰动叠加助推铜矿紧张预期	2
3.2 废铜供应符合预期	3
3.3 国内精炼铜供应	3
3.4 海外精炼铜流入困难	3
3.5 铜供需平衡表	4
四、终端需求	5
4.1 基建拉动铜需求存在夸大嫌疑	5
4.2 空调库存限制生产强度	5
4.3 汽车行业仍处寒冬	6
五、后市展望	6

图表 1 2019 年 2 月伦铜走势.....	1
图表 2 国内精炼铜进口量.....	3
图表 3 全球精炼铜供需缺口.....	4
图表 4 国内空调库存情况.....	5
图表 5 国内汽车产量.....	6

一、行情回顾

2月铜价震荡反弹，月内最高见到6540美元，月初最低为6085美元，月涨幅5.15%。具体来看分为两个阶段，前半个月低位震荡，后半个月中美贸易谈判将取得积极进展的乐观预期叠加供应端连续出现问题推动铜价单边反弹。国内走势与伦铜相似，但反弹强度不及伦铜。

图表 1 2019年2月伦铜走势



数据来源：文华财经，国元期货

二、宏观经济形势难言乐观

2.1 中美贸易谈判释放的乐观情绪被过度解读

纵观2月，市场关注的宏观经济焦点仍在中美贸易谈判。经过中美多次贸易磋商，终于在2月25日释放出特朗普“将推迟原计划于3月1日提高对华关税的最后期限”的利好消息，市场对于中美贸易争端取得实质结果乐观情绪骤增。

中美贸易战可以被看做中国战略转型带来的复杂深远的国际影响的缩影。伴随中国经济增长从成本优势转移至技术优势，中国正在进入产业链的高端领域，中国将会越来越多触及发达国家利益，在全球经济增长放缓的大背景下，势必将会引起发达国家的报复，华为CFO孟晚舟在加拿大被捕就是最好的例证。我们倾向于认为，市场对于中美贸易摩擦的结果预期过于乐观，从较长的一个时期来看，只要中国经济发展

战略不改变，中国与发达国家的摩擦都会呈现“按下葫芦又起瓢”的局面。

2.2 美联储加息放缓

本轮美联储加息为美国历史上的第六轮加息，本轮加息进程开始于 2015 年 12 月，目前共加息 9 次。伴随加息进程推进，加息带来的时滞作用开始体现于美国经济中，美国经济增速放缓，宏观经济数据多数表现不佳，市场对美国经济重陷衰退忧虑递增，相应对美联储加息进程的预期亦大幅修正。此后，美联储表示将视经济状况实际变化采取更灵活的政策工具，如果经济不佳，就可能会“暂停加息”和“放缓缩表”，其措辞释放出的鸽派信号，大幅超出市场预期。市场已有不少机构预测，今年美联储只会加息一次，甚至有机构认为美联储将停止加息。

纵观历史，美联储的每一轮紧缩周期都会在某个地方制造一场危机，经常是在美国之外，但通常会在美国国内产生一些影响。目前美联储本轮加息接近尾声，美国经济会在短期面临一定压力。

2.3 中国经济增长压力仍在

最新公布的数据显示，中国 2 月官方 PMI 为 49.2，为连续第三个月处于收缩区间，其中，生产指数和新出口订单指数双双创下 2009 年以来的新低，新订单指数则有回升，创下四个月新高，企业预期有所改善。有分析认为，2 月制造业 PMI 的生产指数为 2009 年以来最低，且从 2018 年 5 月以来持续下行，这无疑表明当前经济绝非快速回暖，近期市场出现的对经济过度乐观预期存在修正的必要。2 月财新 PMI 为 49.9，同样连续三个月处于收缩区间。财新制造业 PMI 的分项数据显示，产出与新订单总量皆出现轻微扩张，但出口销售则重现收缩，用工数量进一步下降。2 月制造业景气度或在基建的带动下出现了明显修复，但企业资金周转的压力再度凸显。

三、基本面透支乐观预期

3.1 矿山扰动叠加助推铜矿紧张预期

2 月矿山扰动事件频发：智利国家铜业公司 2 月 8 日称，受强降雨影响，暂停北部 Chuquicamata 和 Ministro Hales 铜矿运营，公司旗下的 Ministro Hales 铜矿在暂停生产数个小时后已于当日稍晚重启运营，次日下午 Chuquicamata 铜矿的工人已开始轮班，以期逐步恢复正常运行。但随后于 2 月 19 日推翻前期公告，表示智利月初的强降雨导致基建设施受损以及部分运作暂停，料损及智利国家铜业旗下 Chuquicamata 和 Radomiro Tomic 铜矿产出。自由港在印尼的铜精矿出口许可于 2 月 15 日到期，且未获得新的出口许可，这令市场对于供应端紧张担忧扶摇直上，海外忧虑情绪尤其严重。月末再次叠加 MMG 旗下秘鲁铜矿 Las

Bambas 被当地土著社区封锁通往港口的运输道路，公司迫暂停秘鲁 Matarani 港口部分铜精矿发货，推算影响铜精矿供应 2.3 万吨左右，另据新华社 3 月 1 日报道，秘鲁东南部发生 7.0 级地震，具体影响尚待估计。伴随铜矿扰动事件，加工费承压走弱，2 月末报 75-80 美元/吨，较 1 月末明显降低，但供应端频频出现问题早已过度透支了铜矿供应紧张预期。

3.2 废铜供应符合预期

1 月国内废铜进口量同比减少 11.51%至 17.69 万吨，2019 年废七类进口全面禁止，据十位海关编码数据统计，2018 年七类废铜金属量占总废铜进口金属量的 16%左右，由于国内废铜的结构中，进口废铜供应占据绝对比重，因而，2019 年废铜供应将由于废七类禁止进口而继续收紧。不过值得注意的是，新年伊始市场传出消息，称有关部门正在研究制定回收铜、回收铝原料产品质量标准，符合国家有关产品质量标准的回收铜、回收铝原料产品不属于固体废物，可按普通自由进口货物管理，这令今年的废铜供应充满不确定性。

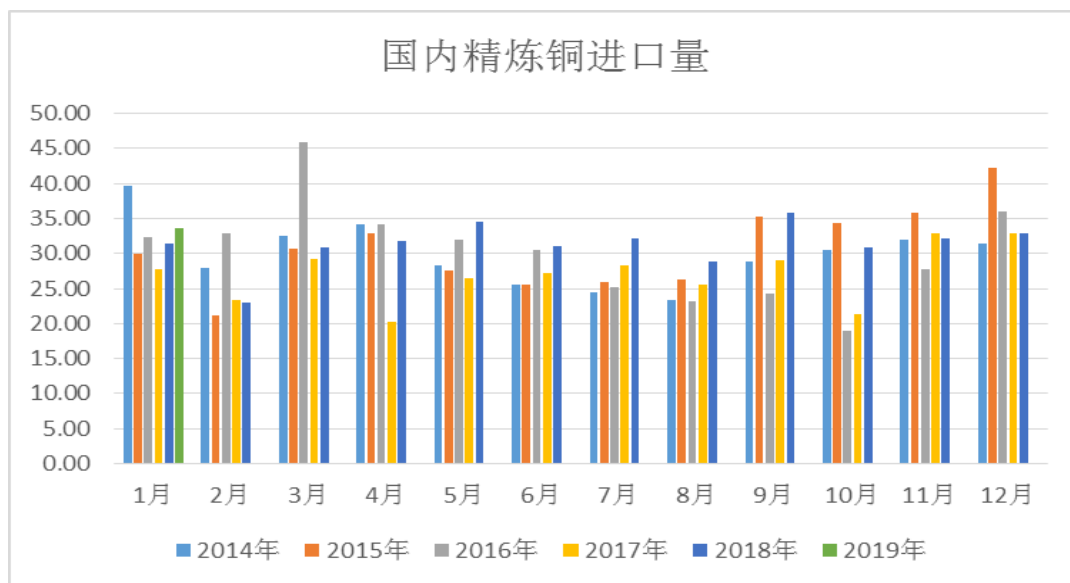
3.3 国内精炼铜供应

2019 年国内冶炼厂计划新扩建产能为 98 万吨，较 2018 年的 117 万吨新建精炼产能有所收缩，从投产时间分布来看，一季度和四季度新建产能释放较多。按照投产计划，一季度应该有南国铜业 30 万吨精炼铜产能增量释放。3-4 月间预计将有广西金川、新疆五鑫等合计 50 万吨产能检修，预计影响为 6.2 万吨。综合来看，国内冶炼产能 3 月将为净释放，净释放产能为 23.8 万吨。

3.4 海外精炼铜流入困难

海关总署数据显示，1 月国内精炼铜进口同比增长 7.05%至 33.67 万吨，未锻造铜及铜材进口量同比增长 9.09%至 48 万吨。考虑到 2 月以来外盘由于现货紧张持续强于国内，精炼铜进口预计明显受到抑制。但由于下游需求并未明显启动，国内现货供应仍然相对充裕，国内现货长期处于贴水状态。

图表 2 国内精炼铜进口量

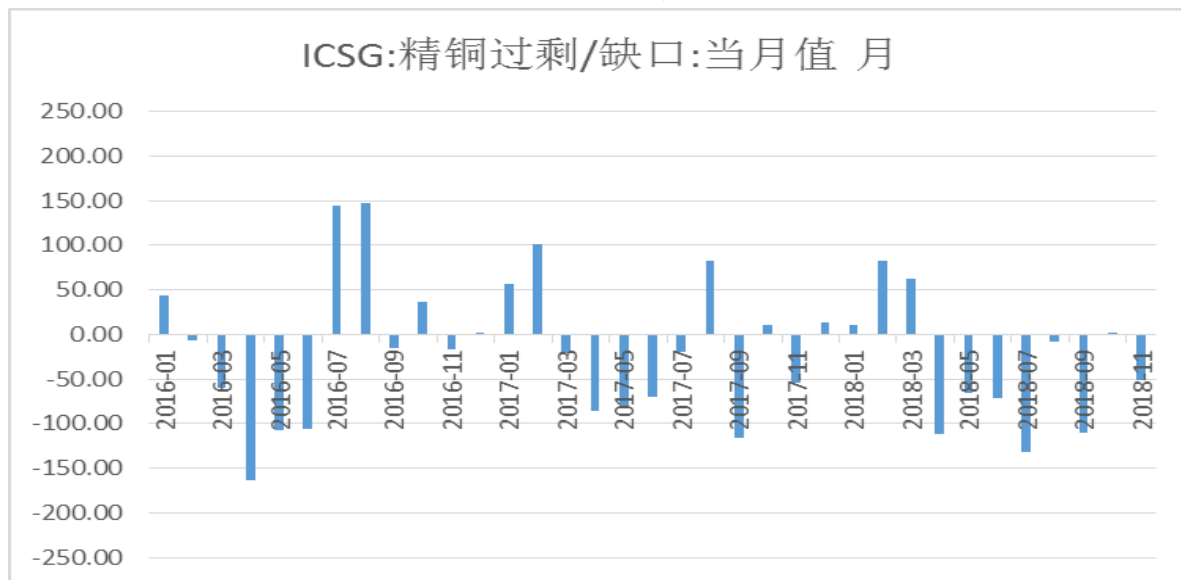


数据来源: 海关总署, 国元期货

3.5 铜供需平衡表

2018年是精炼铜市场供应相对紧张的一年, 尤其自6月份开始, 精炼铜市场供应缺口持续快速扩大, 供应缺口远大于往年。ICSG 最新数据显示, 2018年11月全球精炼铜市场供应短缺5.2万吨, 2018年前11个月, 铜市供应短缺39.6万吨。

图表 3 全球精炼铜供需缺口



数据来源: ICSG, 国元期货

世界金属统计局公布的供需平衡数据虽然与 ICSG 存在差异, 但也处于近年来较低水平, 且今年多数时候全球精炼铜都处于供应短缺状态。

四、终端需求

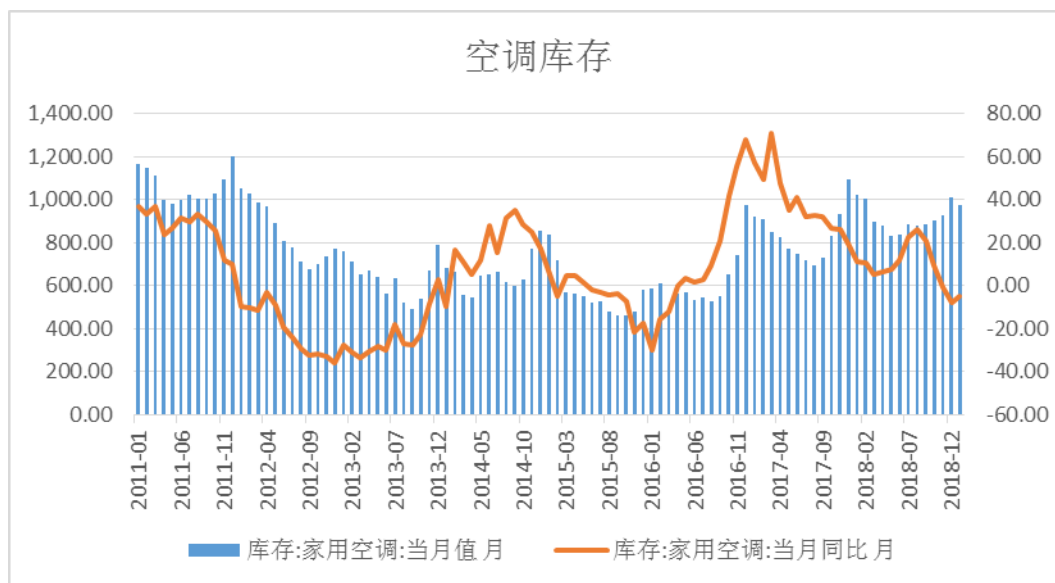
4.1 基建拉动铜需求存在夸大嫌疑

2019 年电力方面主要有两大工程：推进输变电重大工程以及乡村电气化。其中，输变电重大工程中特高压直流工程 7 个，特高压交流工程 2 个。但需注意的是，一般特高压用钢芯铝绞线比较经济，用铜最多的就是变电站，其中包括一些线路的铺设和变压器的使用。而在特高压建设中，变电站的数量并不会太多。一个变电站使用的电缆量大概在 200 公里左右，而变压器因型号不同对用铜量存在较大的差异，对铜的消费实质性拉动作用有限。2019 年初国家电网有限公司印发《关于服务乡村振兴战略大力推动乡村电气化的意见》，要求利用 2019 年至 2022 年四年时间，全面实施乡村电气化提升工程，通过改造升级农村电网、提高农村供电服务水平、推广电能替代技术、推动特色用能项目建设、推介新型用电产品等各种方式，着力增强农村用电保障能力，如果得以有效落实，此为主要拉动铜需求的增长点，我们关注其持续落实情况。

4.2 空调库存限制生产强度

2018 年国内空调产量累计达到 20486 万台，同比增长 10%，2018 年国内空调库存经历了前半年的去库存，到 5 月末库存最低降至 828.7 万台，随后库存再次转为增加，12 月末已经高达 1012.2 万台。分析来看，上半年库存下降主要源于出口大幅增长，高速的空调出口增幅直到 5-6 月间才恢复正常，同期空调库存快速减少，5-6 月间最低时为 810 万台。后随着空调出口放缓，空调产量回升，库存再度转为增加。截止 2018 年末，国内空调库存量为 1012.2 万台。最新公布的数据显示，2019 年 1 月家用空调产量同比增长 2.2%至 1270.5 万台，其中内销出货同比增长 6.22%，外销同比下滑 8.14%，同期库存同比减少 4.9%，年内空调生产启动情况预计仍将受到高库存限制。

图表 4 国内空调库存情况

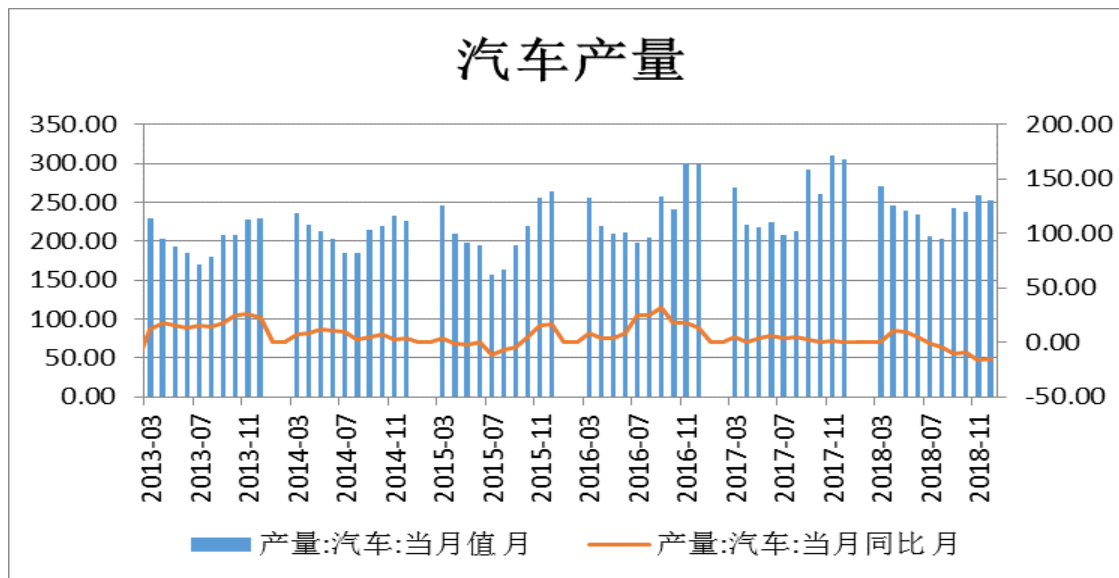


数据来源: Wind, 国元期货

4.3 汽车行业仍处寒冬

由于产销双双放缓, 国内汽车库存 2018 年持续处于较高水平, 汽车预警指数同样指示高库存风险, 虽然年内产量释放并不大, 但由于销售端萎靡, 造成了汽车后半年的快速垒库。考虑到目前汽车库存高位, 汽车产量在 2019 年的释放前景难言乐观。

图表 5 国内汽车产量



数据来源: 国家统计局, 国元期货

五、后市展望

中美贸易谈判虽然短期释放出乐观消息，但距离全面偃旗息鼓仍然尚远，市场乐观情绪略显盲目，对于中国经济转型带来的中国同发达国家的矛盾增加趋势有所忽略，且未来仍存在诸多不确定性，宏观经济形势仍然错综复杂。

基本面来看，春节以来，供应端频频出现问题早已过度透支了铜矿供应紧张预期，且国内一季度有新的精炼铜产能释放，虽然海外市场明显供应紧张，但国内市场表现为供应充裕，实际情况预测小于海外市场表现出的紧张程度。需求方面，目前国内基建力度确实有所增强，但涉及领域对铜需求拉动作用较为有限，空调以及汽车行业目前全部存在较大的库存问题，基建带动需求回暖的乐观预期可能会在传统旺季来临时被证伪。

基于此，我们对 3 月铜市维持区间震荡判断，震荡区间为 6000-6750 美元或 48500-52000 元。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218 网址：www.guoyuanqh.com

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

邮编：100027

电话：010-84555000 传真：010-84555009

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）

邮编：028000

电话：0475-6380818 传真：0475-6380827

大连营业部

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

邮编：116023

电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

青岛营业部

地址：青岛市崂山区苗岭路 28 号金岭广场 1502 室

邮编：266000

电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

郑州营业部

地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室

邮编：450000

电话：0371-53386809/53386892

上海营业部

地址：上海市浦东松林路 300 号期货大厦 3101 室

邮编：200122

电话：021-68401608 传真：021-68400856

合肥营业部

地址：安徽省合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层

邮编：230001

电话：0551-68115888 传真：0551-68115897

合肥金寨路营业部

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼

邮编：230001

电话：0551-62890051 传真：0551-62890051

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新四路 13 号朗臣大厦 11701 室

邮编：710075

重庆营业部

地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6

邮编：400020

厦门营业部

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼

1707-1708 室

邮编：361012

电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部

地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼

邮编：518028 电话：0755-36934588

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层

2003-2005 室

龙岩营业部

地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元

邮编：361012 传真：0592-5312958

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢

2201-3 室

联系电话：0571-87686300