二季度铜市有望迎来反弹

转自期货日报 作者：国元期货 范芮

Fitch Solutions 最新发布的铜供需展望显示，未来几年，受中国电力和基础设施行业以及电动汽车产量增长的推动，全球铜消费量增速将继续超过供应增速。铜价上涨，中国精炼铜产量预计将保持稳定增长。Fitch Solutions 预测，中国仍然是全球铜产量增长的推动力。

A 行情回顾

一季度铜价以振荡反弹为主，从具体趋势来看主要分为以下几个阶段：年初最低下试 5725 美元/吨受到明显阻力后，铜价开启反弹走势，受中美贸易磋商将取得积极进展的乐观预期等利多因素推动，2 月 20 日，铜价突破 5900—6350 美元/吨的前期振荡区间。后铜市利多出尽，再加上市场对于需求端的乐观预期过度透支，铜价反弹动力明显减弱，开始高位振荡整理。

3 月 21 日、22 日，美国 PMI 指数爆冷，3 月期美债收益率升破 10 年期美债收益率，收益率曲线出现自 2007 年来首次倒挂，令没有关注焦点同时又信心脆弱的金融市场深受打击，铜价受拖累大幅下挫，重新回到 6300 美元/吨附近。

B 全球经济下行压力仍存

受全球金融环境收紧、贸易紧张局势持续等因素影响，世界银行在 1 月 8 日发布的《全球经济展望》报告中下调了今明两年全球经济增长预期，2019 年和 2020 年全球经济增速预计将分别放缓至2.9%和2.8%,较世界银行2018年6月的预测值均下调0.1个百分点。随后，1 月 21 日，国际货币基金组织发布的《世界经济展望》报告中，也将 2019 年全球经济增速预期下调至 3.5%，为 3 年来最低。

美联储货币政策凸显美国经济增长压力

一季度，全球经济增长压力不断显现。年初公布的美国 2018 年 12 月 ISM 制造业指数虽在扩张区间，但创下 2008 年以来最大跌幅，随后美联储公布经济状况褐皮书，表示美国多数地区经济温和增长，但经济增速疲软。1 月末，FOMC 议息会议如市场预期宣布不加息，联邦基金利率目标区间保持 2.25%—2.5%不变，同时，美联储发出了暂停加息的最强信号，声明承诺对进一步加息有耐心，将经济表现从“强劲”下调至“稳固”，新增三大段灵活调整缩表，并提及欧元区经济增长放缓和英国硬“脱欧”风险。

此后，美国经济数据良莠不齐，虽然 1 月 ISM 制造业指数以及非农就业等重要数据表现较强，但 2 月数据再度转弱，ISM 制造业指数以及非农就业数据均不及预期值，美联储的货币政策态度也逐渐明确。2 月 21 日，美联储货币政策会议纪要显示几乎所有官员都

希望今年结束缩表。3 月 21 日的会议更是超预期地明确 9 月末停止缩表，拟在 5 月将美债缩表规模减半，且多数官员预计年内不加息，而且下调了今、明两年的美国 GDP 及通胀预期。前两年美国经济增长速度都高于潜在增长率，但由于特朗普减税政策带来的财政刺激政策的退出、利率的上升以及美国与中国的贸易摩擦，美国经济增长问题不断凸显。

欧元区经济表现仍然不佳

欧元区经济同样表现不佳：1 月 PMI 指数虽然是高于荣枯线的 50.5，但却是自 2014 年 11 月以来最低值，而后欧洲央行维持三大利率不变。2 月 PMI 指数便跌至荣枯线以下，为 2013 年 6 月以来首次，领先指标 PMI 提示欧洲经济引擎德国也自今年 1 月起进入收缩区间。3 月 7 日，欧洲央行表示，将至少在 2019 年年底前保持利率不变，较此前会议给出的宽松时间推后半年，同时将推出新的一系列每季度一次的定向长期再融资操作（TLTRO-III），从 2019 年 9 月开始，至 2021 年 3 月结束，每次操作（贷款）期限均是两年。

英国“脱欧”使本就深陷经济衰退泥潭的欧洲再添压力：自 2017 年 6 月英国公投“脱欧”以来，由于英吉利海峡两边、英国各政党间、英国一些党派内部在博弈中充斥着“不信任感”，脱欧进程跌宕起伏。“脱欧”举步维艰使得英国与欧盟之间的信任度进一步下降，而英国各党派短期内很难找到各方均能接受的解决方案，推迟“脱欧”成为短期延缓危机的无奈选择。目前，欧盟领导人将英国“脱欧”一再推迟，英国“脱欧”进程仍是一把达摩克利斯之剑。

经济刺激举措初见成效

从最新公布的 3 月经济数据来看，美国 3 月 ISM 制造业指数为 55.3，好于预期值 54.5。欧元区 3 月制造业 PMI 终值为 47.5，不及预期值 47.6，德国 3 月制造业 PMI 终值为 44.1，不及预期值 44.7，欧洲经济仍显颓势。中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.50，高于预期的 49.60，创 5 个月新高，且重回扩张区间。可见，面对经济增长压力，各国均在积极应对并寻求经济刺激举措，因此，我们认为经济增长压力并不等同于经济危机。

C 铜矿供应紧张程度将有所缓和

一季度矿山扰动事件频发

数据显示，2019 年，全球矿山将增加约 39 万吨的铜精矿供应量，主要来自于：第一量子旗下的 Cobre panama 项目，在 2019 年一季度开始运营，2020 年满产，预计增产 10 万吨；铜陵有色旗下米拉多铜矿，2019 年一季度完工，二季度试生产，预计增产 9.6 万吨；智利国家铜业旗下 Chuiquicamata 铜矿，由于转入地下开采，铜精矿预计增加 8.9 万吨；南方铜业旗下的 Toquepala，预计增产 8.5 万吨；必和必拓旗下 Olympic Dam 铜矿，预计增产 5.4 万吨。从铜精矿增加情况来看，较 2018 年的 45 万吨增速放缓。

一季度矿山扰动事件频发，1 月 4 日，韦丹塔拥有多数股权的 Konkola 公司暂停了在 Nchanga 铜矿的运营。1 月 8 日，帝国金属公司宣布正在关闭不列颠哥伦比亚省波利山矿的生产。2 月 8 日，智利国家铜业公司表示，智利月初的强降雨导致基建设施受损以及部

分生产暂停，料损及旗下 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的担忧情绪扶摇直上。

另外，3 月 8 日，印尼政府同意向矿商 PT Freeport 以及 PT Amman Mineral Nusa Tenggara 颁发为期一年的铜精矿出口许可证。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，持续的道路封锁致使五矿资源在 3 月 12 日宣布 Las Bambas 铜矿“近期”可能减产，生产自 3 月末开始逐步受到影响。3 月 15 日，Heron Resources 称 Woodlawn 锌铜项目的矿石加工将从一季度推迟到二季度投产。因爆炸事故造成两人死亡，嘉能可赞比亚子公司 Mopani 铜业旗下 Nkana 铜矿 3 月 19 日暂停运营，重启时间暂不确定。经过推算，合计影响铜精矿产量在 3.5 万吨以上。

综合来看，剔除一季度已经发生的铜矿扰动因素，2019 年矿山实际增产量预计应低于 35.5 万吨。考虑到智利强降雨二季度持续的可能性不大、自由港已获得印尼政府新颁布的出口许可证、Las Bambas 受当地土著居民封锁为短期困扰，而南方铜业旗下 Toquepala 项目以及第一量子旗下 Sentinel 扩产持续稳定带来增量，二季度铜精矿受供应扰动影响较一季度会有所缓和。

废铜供应符合预期但存潜在风险

中国市场方面，1—2 月废铜累计进口量同比减少 25%至 24.8 万吨。2019 年“废七类”进口被全面禁止，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，国内废铜生产虽然有新产能，但由于进口依存度过高，国内新增废铜产能对废铜供应影响微弱，因而，二季度废铜供应仍将由于“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。

二季度全球精炼铜供应较一季度宽松

一季度，全球铜业冶炼厂检修较多，其中包括 Pasar、Chuquicamata、Onsan、Birla 等，再加上 Sterlite 停产，按照满产水平计算，一季度冶炼厂停产检修合计影响冶炼产量约为 30 万吨。此外，智利国家铜业公司旗下 Chuquicamata 和 Salvador 矿山的冶炼厂由于环保规定比此前预计晚一个月恢复运营、Vedanta 年产 40 万吨的冶炼厂复产受阻、First Quantu 旗下 Cobre Las Cruces 湿法冶炼厂由于山体滑坡短暂停摆，叠加矿山扰动事件频出，现货供应吃紧。中国市场方面，广西金川以及新疆五鑫均在 3—4 月检修，推算影响冶炼产能 3.1 万吨；2018 年投产的灵宝金城以及山东恒邦的精炼产能在 2019 年一季度释放产能推算约为增加 20 万吨，新增产能远高于检修带来的冶炼产能减少。

进入二季度，Sterlite 停产依旧，Pasar 检修将持续到 5 月、Aurubis 迎来检修以及 Onsan 检修持续，合计影响产能约为 18.4 万吨。而中国市场，二季度冶炼厂迎来集中检修期，祥光、金隆、紫金等均迎来大规模检修，推算影响产能 18.15 万吨，而冶炼厂新增

产能有南国铜业 30 万吨产能释放。总体来看，二季度全球冶炼产能新增仍不及检修停产带来的减少量，但推算产能减少量较一季度有所缓和。另外，考虑到二季度铜矿供应紧张程度较一季度有所缓和，加工费或有回升可能，对精炼企业生产也存在一定程度的利好预期。

D 旺季需求仍然可期

农网建设仍将拉动铜需求

据报道，根据今年政府工作报告“完成新一轮农网升级改造”的要求，国网明确，今年将完成青海、西藏外“三区两州”（不含云南怒江州）和中西部贫困地区电网建设任务；南网要以市州为单位全部提前实现国家新一轮农网改造升级目标。

最新公布的数据显示，今年 1—2 月，电源基本建设投资完成额累计值同比降低 3.57%至 243 亿元，同期电网基本建设投资完成额累计同比降低 8.96%至 244 亿元，但这并不足以支持今年农网建设将表现疲弱并带来铜需求不佳的观点。伴随农网建设项目的逐渐推进，配电网用铜需求仍将在旺季有体现的可能。

空调高库存带来的生产抑制作用被内销部分抵消

最新公布的数据显示，1—2 月家用空调产量同比增长 6.2%至 2788.5 万台。一季度空调库存得到了一定程度消化，截至 2 月末，已经从去年年底的 1012.2 万台降低至 974 万台，库存消化掉 38.2 万台，不过目前空调库存仍然处于高位。一季度国内空调产量较去年同期并不低，同期出口明显放缓，这表明库存的消耗主要来自内销。

考虑到二季度空调生产仍将进一步有所提升，虽然空调库存较高，但今年内销较好也许可以刺激空调生产较去年不会下滑太多，这是有一点超预期的。

汽车行业仍处寒冬

一季度汽车行业仍然处于去库存阶段，1—2 月国内汽车产量累计同比降低 15.1%至 372 万辆，产量收缩明显，销量仍然延续同比负增长，产销双双放缓，汽车行业仍需更多时间消化高库存。

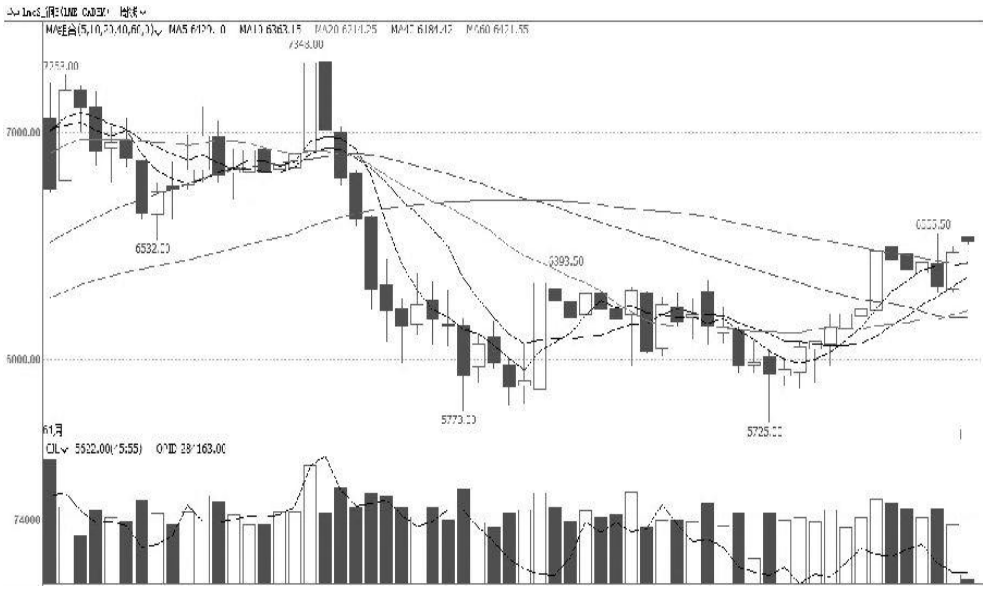
E 后市展望

一季度，全球宏观经济数据均提示经济下行压力，市场情绪较为脆弱。从目前全球主要国家的财政政策倾向来看，虽然经济增长压力较大，但主要经济体均已经意识到压力并在积极寻求经济刺激措施，因而，虽然有宏观经济增长面临压力注定了铜市牛市缺乏基础，但刺激政策的出台将推动市场乐观预期，并不妨碍铜价走出短期反弹行情。

基本面来看，一季度的铜矿供应扰动持续至二季度的可能性预计不大，废铜不确定性依然存在，二季度全球冶炼产能新增仍不及检修停产带来的冶炼产能减少量，但推算产能减少量将较一季度有所缓和，因此，预计供应端在二季度对铜价的支撑作用将有所减弱。

而需求端，中国国内基建落实带来的铜需求盲目预期在一季度得到修正，但存在预期过度修正至过度悲观的嫌疑，此外，虽然空调库存较高，但今年内销较好也许可以刺激空调生产较去年不会下滑太多，因此空调行业表现也有一定超预期成分。需求端的过度预期修正和超预期空调内销，为铜市新的刺激点。

基于此，虽然我们认为年内铜价尚不存在牛市基础，但我们对二季度铜市相对看好，并预计铜价将在二季度走出一轮反弹行情。



图为一季度伦铜走势