



年内两次降准后铜价走势背景的同与不同

联系人 徐舟
 电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
 电话 021-68555105

主要观点

9月6日，央行宣布于9月16日开始下调金融机构存款准备金0.5个百分点，这是年内央行第二次宣布全面降准。受此推动，铜价走势重返近一个季度的高位。但中秋节后，铜价走势有出现回落，整体涨幅和年初第一次降准相比，处于明显弱势。

在年初央行开始第一次下调金融机构存款准备金后，国内铜价出现一轮上涨趋势，在短短两个月内上涨幅度将近10%。那本次降准后，我们从宏观流动性、上游供应、下游需求以及库存方面分析，铜价的基本面好好于年初背景，因此我们认为在边际好转的基本面助推之下，铜价仍有继续上行的空间，未来有望试探49000-50000元/吨的高位区间。

	年初	目前
宏观流动性	欧美央行仍在收紧流动性	全球宽松周期再次启动
铜精矿供应	长单 TC 回落，预计全年供应偏紧	现货 TC 处于低位，全年供应紧张超预期
精炼铜供应	去年新建扩建产能投放，叠加进口增加，整体供应宽松	集中检修过后，冶炼产量恢复高位，但进口大幅回落，整体供应并不宽松
废铜供应	市场担忧废铜新政，大量进口废铜	废铜进口批文推出，进口大幅回落，四季度批文悬而未决
需求	预计需求增速会下降，但全年仍将维持在2-3个百分点	需求疲弱超出预期，全年可能负增长，但有边际好转迹象
库存	库存81万吨，处于低位，但整体缓慢攀升	库存78万吨，低于年初，未来仍有下降空间

9月6日，央行宣布于9月16日开始下调金融机构存款准备金0.5个百分点，这是年内央行第二次宣布全面降准。受此推动，铜价走势重返近一个季度的高位。但中秋节后，铜价走势有出现回落，整体涨幅和年初第一次降准相比，处于明显弱势。

在年初央行开始第一次下调金融机构存款准备金后，国内铜价出现一轮上涨趋势，在短短两个月内上涨幅度将近10%。那本次降准后，铜价能否再度出现大幅上涨的情况，下文我们将从宏观背景，供应需求，以及库存等角度全面分析年内两次降准背后的同与不同，希望能对未来铜价走势给出指引。

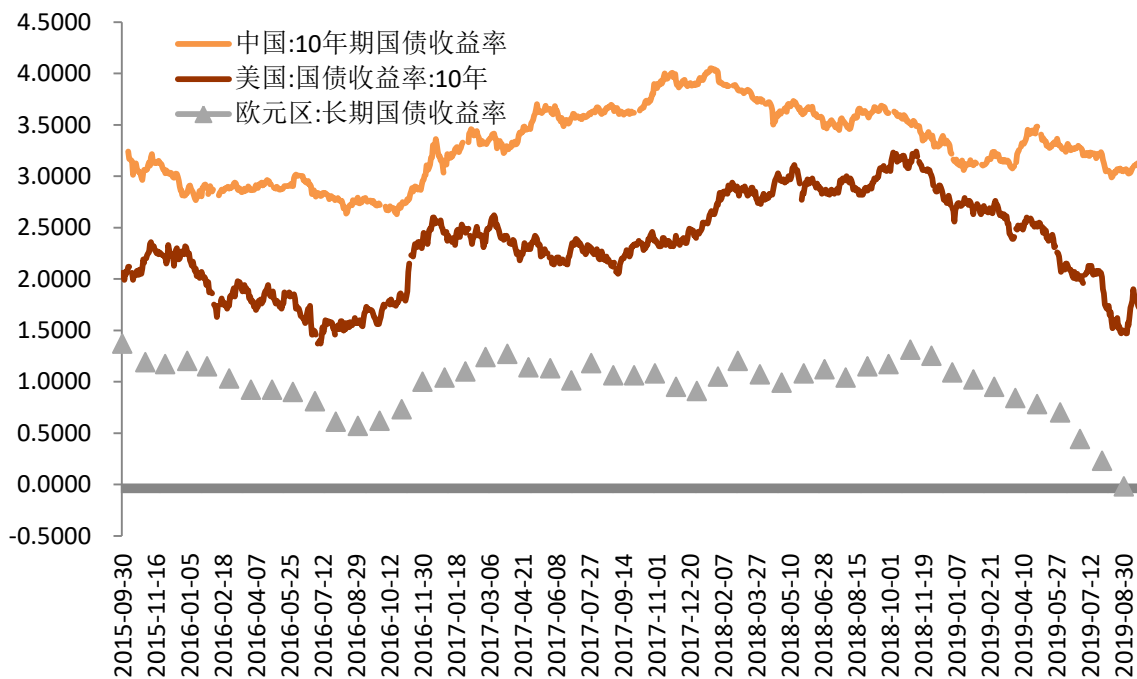
一、宏观背景：年初欧美央行仍在收紧政策 VS 目前全球宽松周期再启

2019年1月4日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。这是年内央行的第一次降准，希望通过降准释放流动性，以对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动。同时，美联储才在2018年12月份再次加息25个基点，市场对于2019年的展望也仅停留在可能会放缓加息步伐。欧洲方面，欧央行在其公布的12月货币政策会议纪要中表示，欧洲央行维持利率不变，再度确认12月底退出QE。整体来看，年初时候虽然国内降准了1个百分点，但其中更多目的是为了对冲春节前的流动性波动，欧美或是在推出QE，或是在加息，整体流动性并不宽松。

2019年9月6日，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。同时，美联储在最新9月份进行了年内的第二次降息，并很可能在未来重启QE。欧洲方面，欧央行在9月份利率决议上，下调存款利率10个基点至-0.5%，为欧洲央行自2016年以来的首次降息；还宣布重启QE，债券购买将从11月1日开始，购买将在利率上调前不久停止。到期债务再投资需要持续多久就持续多久。

整体来看，9月份，随着国内降准，以及美联储降息和欧央行重启QE，市场流动性大大好于年初时刻。因此，我们也可以从长期国债收益率的走势看出，目前无论是中国还是欧美，长期国债收益率水平都较年初出现大幅回落。

图表1 主要经济体国债收益率



数据来源: Wind, 铜冠金源期货整理

二、供应方面: 年初市场担忧供应 VS 目前供应紧张兑现

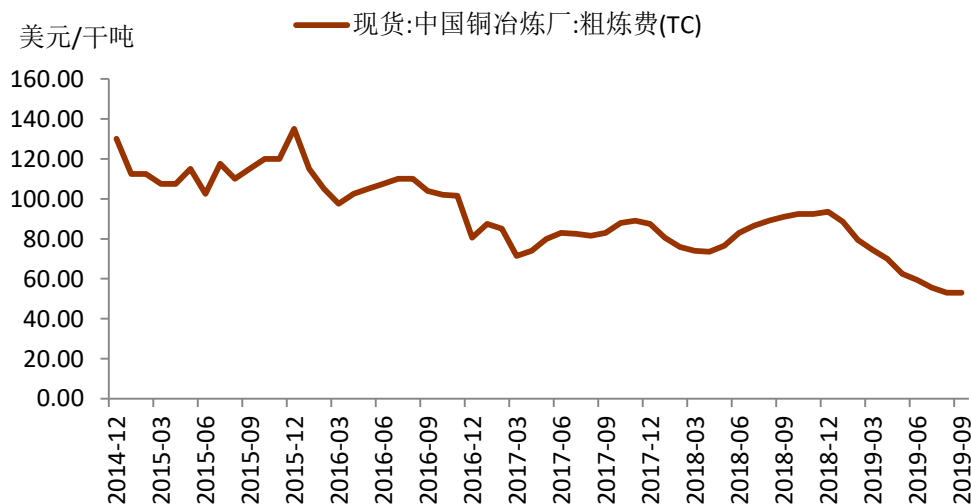
2.1、铜矿供: 加工费处于低位, 整体供需依然偏紧

2018年年底, 江西铜业股份有限公司, 与智利矿业公司达成2019年世界铜加工费长期协议价, 2019年铜精矿加工费收费标准为每吨80.80美元和每磅8.08美分, 每吨较2018年下降1.45美元。这个价格和当时现货加工费相比并不算高, 体现了年初市场对于全球铜精矿供应紧张的预期。但是在随后时间, 由于各种不可预计的供应扰动因素影响, 铜矿供应受到影响, 全球主要矿山产量环比下降近10%, 铜精矿加工费也出现了大幅回落。

目前, 全球铜精矿的供应依然处于紧张格局。虽然有第一量子的巴拿马项目投产, 但是由于嘉能可关闭旗下铜钴矿山, 以及赞比亚税收政策影响, 全球铜精矿处于紧平衡当中, 经不起更多的供应扰动。从铜精矿加工费也可以看出, 在进入9月份之后, 铜精矿加工费虽然处于低位, 但整体走势基本持稳。也就是说, 目前市场都认为铜精矿供应处于紧张格局当中, 但是对于未来预期并不悲观。

整体来看, 尽管目前全球铜精矿的供应格局应该是偏紧于年初时刻, 但是和年初不同的是, 目前市场预期并不悲观, 而年初在各类扰动影响下, 市场对于供应的预期更加悲观。

图表 2 中国铜冶炼加工费 TC



数据来源: Wind, 铜冠金源期货整理

2.2、精铜：产量上升进口下降，整体供应并不宽松

年初,在去年新建扩建的冶炼产能陆续投产的带动之下,国内精铜产量同比出现了增长,结合年初高位的进口量,整体供应量同比出现增加。同时,国内冶炼厂的计划大修让市场对于未来精铜产量有所担忧。

而二季度过后,随着冶炼厂的大修计划陆续结束,国内冶炼厂开工率再次回升,叠加新建扩建的产能爬升,国内精铜产量开始快速增加,但是由于今年保税区融资铜需求大幅回落,整体进口需求明显下降,在盈利窗口没有打开情况之下,进口量急剧下降,因此未来国内精铜整体供应将未必会出现宽松格局,相反还将延续紧张局面。

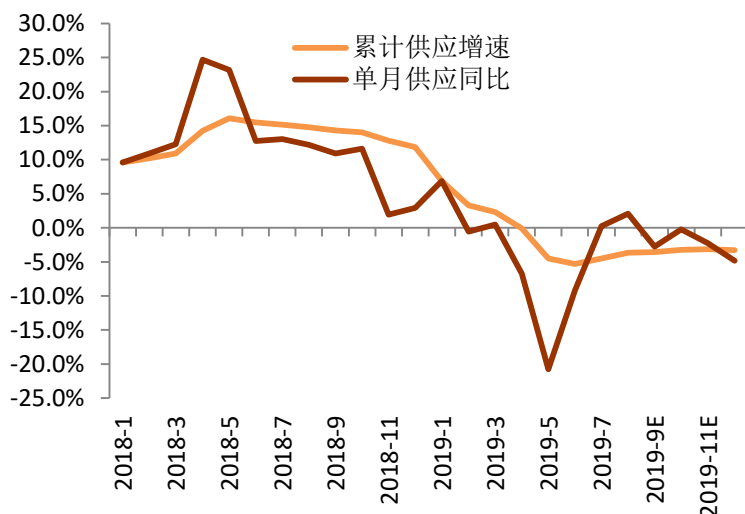
2.3、废铜：新政效应显现，四季度批文悬而未决

年初,由于市场对于下半年的废铜进口政策的担忧,因此在上半年出现了抢进口的现象,大量厂家贸易商都赶在新政推行之前集中大量进口废铜。所以,我们可以看到,年初时候废铜进口实物量虽然出现了下降,但是进口废铜的含铜量却出现了大幅增加。

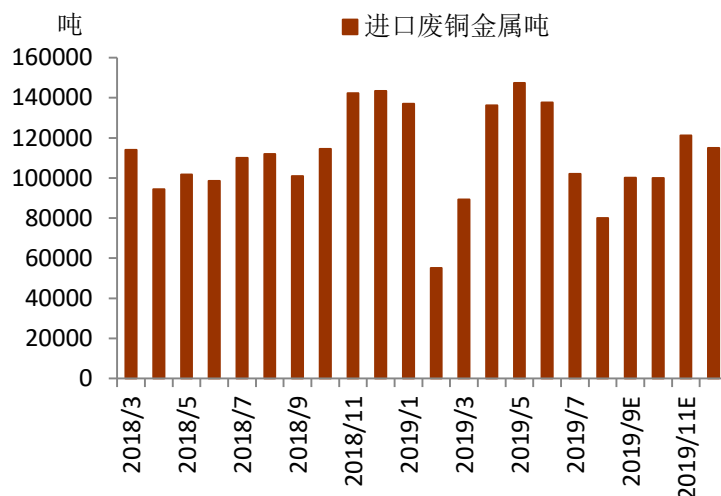
进入下半年之后,国内对于废铜进口批文的政策如期施行,废铜进口量无论是实物量还是含铜量都开始出现了大幅下降。目前四季度废铜进口的批文还未发放,9月废铜进口量已经超预期回落,市场对于四季度进口批文发放有较大担忧,因此未来废铜供应预计将出现超预期的紧张局面。

总体而言,从铜的供应端来看,无论是铜精矿还是精炼铜,亦或是废铜供应,目前的铜供应紧张程度都超过了年初水平,可以说年初时对于供应紧张的预期已经兑现。

图表3 国内精铜供应增速



图表4 进口废铜金属含量



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

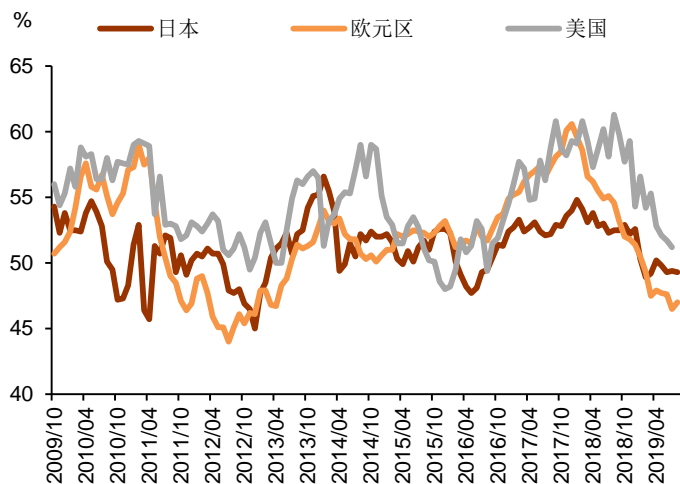
三、需求方面：年初需求预期弱增长 VS 目前需求边际好转

在年初时候，市场虽然对于2019年需求端并不十分看好，认为经过2018年需求的高速增长之后，对于2019年增速将会大幅回落，预计会维持在2-3个百分点之间。

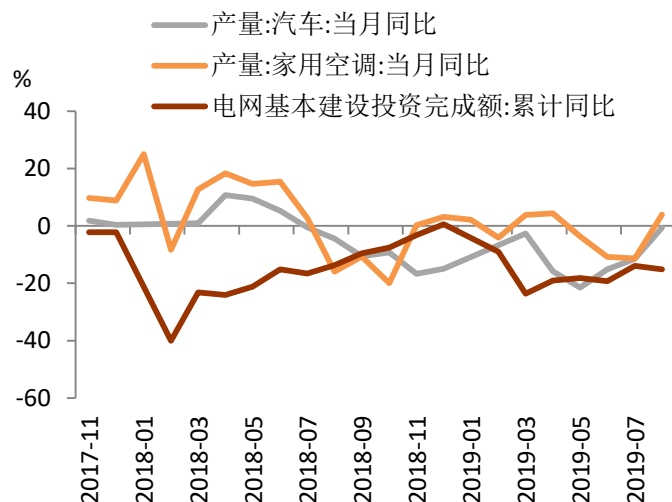
但是从实际情况来看，从年初到三季度，国内外精铜消费都难言乐观，甚至可能出现负增长情况。从宏观数据上来看，无论是欧洲、美国还是日本的制造业PMI整体表现都十分弱势，即使是整体经济较景气的美国的制造业PMI都从高位滑落，创出了近年来的新低。国内方面，除了PMI表现不佳之外，下游消费整体数据的全面弱化，使得市场对于需求端信心尽失。

因此，目前市场对于需求端的预期并不乐观，但是我们认为虽然整体消费不佳，但还是出现了一些边际好转迹象。电网投资累计负增速大幅收窄，发出了未来电网投资提速的信号；但是包括汽车和房地产在内的相关领域，整体需求依然不振。目前国家也不断推出促进消费的政策，但是实际效果还需要进一步观察，但在传统的消费旺季，对于铜下游需求可以持乐观预期。

图表5 发达国家制造业PMI指数



图表6 终端需求增速



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

四、库存方面：年初库存缓慢增加 VS 目前库存低位继续下降

年初，全球精炼铜显性库存在 81 万吨左右，整体库存水平已经处于近年来低位，但是当时处于春节前的传统库存上升阶段，整体库存水平处于缓慢爬升之中。

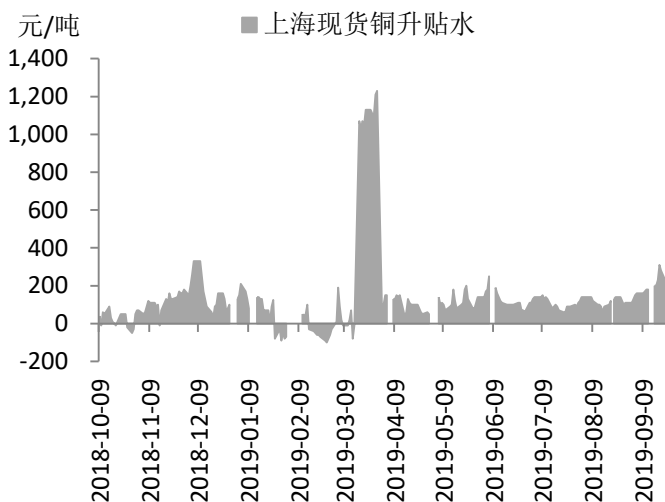
目前，全球精炼铜显性库存已经回落至 78 万吨水平之下，库存已经低于年初时刻，此外现在正处传统消费旺季，根据我们推测未来库存水平仍有进一步下跌的空间。

因此，从库存方面来看，我们可以推出当前及未来一段时间的库存水平将比年初时刻更加紧张。这在现货升贴水走势上也可以得到印证，目前上海现货铜升水维持在 200 元/吨之上，高于年初的百元/吨左右的水平。

图表7 全球精铜显性库存



图表8 上海现货铜升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货整理

五、小结

虽然在 9 月初，央行年内第二次降准之后，铜价并没有大幅上涨，而是回落至 47000 元/吨的整数关口附近盘整。但是上文我们从宏观流动性、上游供应、下游需求以及库存方面分析，铜价的基本面好好于年初背景，因此我们认为在边际好转的基本面助推之下，铜价仍有继续上行的空间，未来有望试探 49000-50000 元/吨的高位区间。

图表 9 铜价基本面背景异同

	年初	目前
宏观流动性	欧美央行仍在收紧流动性	全球宽松周期再次启动
铜精矿供应	长单 TC 回落，预计全年供应偏紧	现货 TC 处于低位，全年供应紧张超预期
精炼铜供应	去年新建扩建产能投放，叠加进口增加，整体供应宽松	集中检修过后，冶炼产量恢复高位，但进口大幅回落，整体供应并不宽松
废铜供应	市场担忧废铜新政，大量进口废铜	废铜进口批文推出，进口大幅回落，四季度批文悬而未决
需求	预计需求增速会下降，但全年仍将维持在 2-3 个百分点	需求疲弱超出预期，全年可能负增长，但有边际好转迹象
库存	库存 81 万吨，处于低位，但整体缓慢攀升	库存 78 万吨，低于年初，未来仍有下降空间

资料来源：铜冠金源期货整理

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。