

2018 年 12 月 28 日

星期五

供需略显宽松

铜价前高后低

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



要点

- 供应方面，全球铜矿供应增速预计放缓，这主要是由于缺乏新建大型铜矿项目。中国冶炼产能大量投放预计会给市场带来较大供应压力。但是由于上半年国内外冶炼厂的检修等因素，预计下半年精铜供应会明显增加。
- 需求方面，由于全球经济增速放缓，对于 2019 年全球铜需求增速预计也将出现回落，特别是中国，无论是房地产还是汽车用铜都难言乐观，电网投资则可能带来增量。
- 整体而言，预计 2019 年铜价上半年维持震荡格局，下半年出现回落走势。2019 年铜价主要运行区间为：伦铜 5500-6500 美元/吨；沪期铜 45000-52000 元/吨。
- 风险点：全球经济放缓超预期；国内环保政策超预期。

目录

一、2018 年行情回顾.....	5
二、宏观经济分析	6
1、全球经济出现分化，美国一枝独秀.....	6
2、2019 美国经济增速或放缓，关注国内稳增长措施的落实.....	6
三、基本面分析	8
1、海外铜矿产能增速有所下降	8
2、国内铜矿产能增速回升	9
3、精铜冶炼产能持续大幅扩张	10
4、精铜冶炼检修减缓上半年供应压力.....	12
5、废铜进口政策收紧影响进口数量.....	15
6、精铜库存降至低位	15
7、下游消费不容乐观	16
四、2019 年行情展望.....	19

图表目录

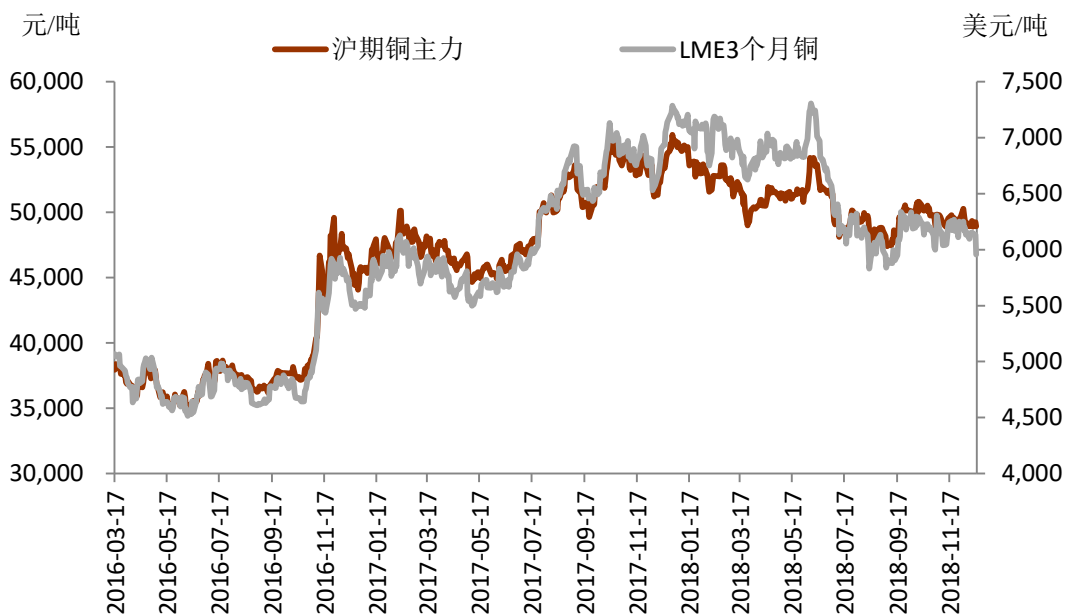
图表 1 铜期货价格走势.....	5
图表 2 上海现货铜升贴水走势.....	6
图表 3 发达国家 GDP 增速.....	7
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数.....	7
图表 5 中国 GDP 增速.....	7
图表 6 中国 PMI 指数	7
图表 7 中国贷款与社融存量同比增速.....	8
图表 8 中国进出口同比增速.....	8
图表 9 2019 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪（万吨）.....	9
图表 10 2019 年国内铜矿在建产能情况（万吨）	10
图表 11 2018 年国内新扩建粗炼项目	11
图表 12 2019 年国内计划新扩建粗炼项目	11
图表 13 2018 年国内新扩建精炼项目	11
图表 14 2019 年国内计划新扩建精炼项目	12
图表 15 国内冶炼厂计划检修表.....	12
图表 16 全球铜供需平衡表（万吨）	13
图表 17 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	13
图表 18 ICSG 全球精炼铜消费变化（万吨）	13
图表 19 中国铜精矿现货 TC 走势.....	13
图表 20 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	13
图表 21 中国铜材产量及增速变化（万吨）	14
图表 22 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化（万吨）	14
图表 23 中国精炼铜产量变化.....	14
图表 24 中国精炼铜消费量变化.....	14
图表 25 中国精炼铜进口量及增速变化.....	14
图表 26 中国精炼铜出口量及增速变化.....	14

图表 27 中国废铜进口单月变化.....	15
图表 28 中国废铜进口累计变化.....	15
图表 29 三大交易所库存变化情况.....	16
图表 30 SHFE 和保税区库存走势	16
图表 31 电力投资完成额变化.....	18
图表 32 房地产开发投资增速变化.....	18
图表 33 家用空调产量增速变化.....	18
图表 34 家用空调库存变化.....	18
图表 35 汽车产销量变化.....	18
图表 36 新能源汽车产量及销量变化.....	18

一、2018 年行情回顾

2018 年，铜价整体呈现震荡下跌的走势，上半年主导因素在于需求波动，下半年主导因素来自于宏观方面。一季度，由于春节之后国内需求不如预期，铜价一路走弱，最低至 49000 元/吨；二季度，随着消费旺季到来，以及废铜供应紧张，市场供需压力降低，铜价也有所反弹，在 6 月初重回 54000 元/吨之上；三季度，中美贸易战愈演愈烈，宏观情绪悲观，铜价大幅回落，创出年内低点 47460 元/吨；进入四季度之后，在宏观利空悲观情绪以及现货偏紧的基本面共同作用之下，铜价整体走势基本维持区间震荡。

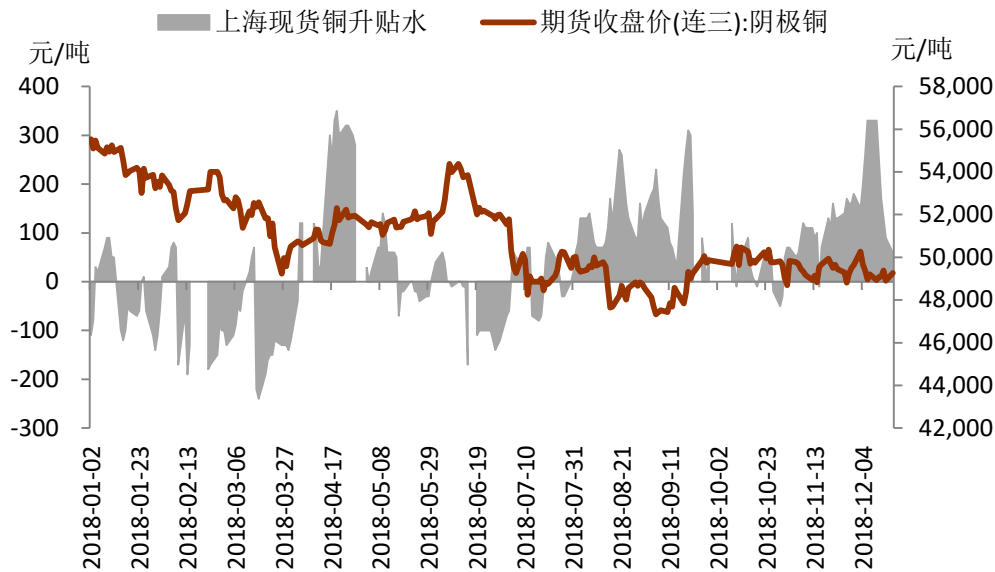
图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2018 年，铜的现货升贴水走势也是一波三折。从走势上来看，上半年铜现货基本维持贴水格局，这主要是市场需求低迷以及库存上升所致。4 月份，现货短暂出现过一波升水，是因为国务院在 3 月底公布了自 5 月 1 日增值税从 17% 下调至 16%。下半年，现货升贴水走势发生较大改观，随着国内外库存的不断下降，市场供应逐渐紧张，现货基本以升水为主；叠加进口窗口持续关闭，以及出口窗口打开，现货升水在年末达到高点。

图表 2 上海现货铜升贴水走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济分析

1、全球经济出现分化，美国一枝独秀

2018 年全球经济势头出现了明显分化，观察全球主要经济体数据可以发现，美国 2018 年三季度 GDP 同比增长 3%，创出多年新高；日本二季度 GDP 同比增长 0.5%，连续两个季度出现回落；欧元区三季度 GDP 同比增长 1.7%，连续三个季度出现回落；中国三季度 GDP 同比增速为 6.5%，仍处于回落当中。全球主要经济体当中，除了美国保持较快增速之外，欧元区、日本以及中国都放缓了经济增长的脚步。同样，从经济先行指标 PMI 也可以得出类似结论，这也是美联储继续在 2018 年连续加息的底气。

2018 年中国宏观经济的关键词是去杠杆和贸易战。上半年在去杠杆政策主导之下，国内贷款和社融存量同比增速不断下滑，在这个背景之下我们看到投资需求也开始下降，无论是房地产投资还是基建投资发力始终受限。这进而影响了各类大宗商品需求，因此我们可以看到大宗商品整体走势不佳。而中美贸易战则更进一步加剧了市场对于宏观经济担忧，尽管在中美互增关税之后，市场出现了一波抢出口现象，出口同比有所回升，但是对于 2019 年预期回落概率更大。

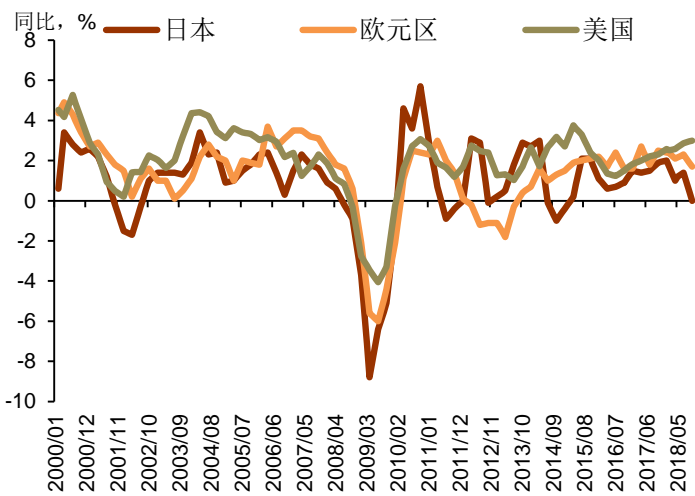
2、2019 美国经济增速或放缓，关注国内稳增长措施的落实

2018 年 12 月美联储议息会上再度决定加息，这是年内的第四次加息和本轮加息周期中的第九次加息。虽然美联储对美国经济仍然保持积极的看法，但特朗普财政政策刺激的顶峰已经过去，税改刺激作用也已经减弱，预计消费增长将是未来一年美国经济增长的主要动力。

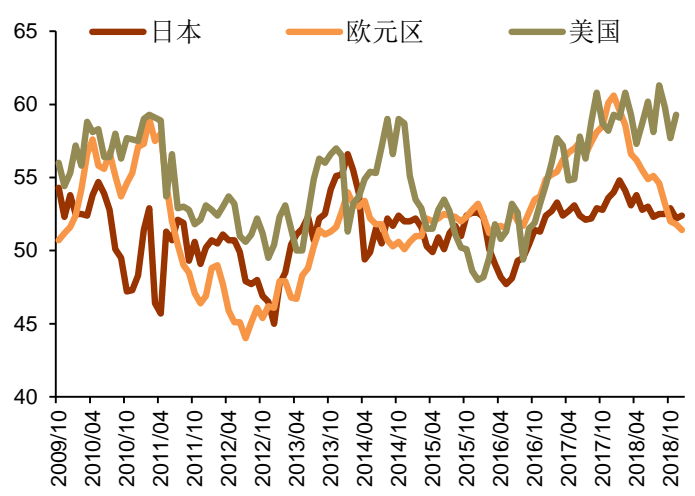
但消费的合理上升空间很小，一旦薪资增速下降，消费动能无法持续。另外，近期美国国债收益率的倒挂说明经济繁荣见顶信号已现，我们认为明年上半年美国经济仍能保持较快增长，而下半年增速会放缓。当前市场对明年美联储加息的预期已经降至 1-2 次。

国内方面，在 12 月的中央经济工作会议当中，中央判断 2019 年国内经济面临下行压力，进一步定调稳增长再次成为明年经济主题，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。预计 2019 年基建投资会再次发力，成为对冲经济下行的重要手段；同时，房地产的调控政策可能不会再像过去两年那样严格。在全球经济放缓的背景下，2019 年国内经济下行压力较大，但国内稳增长措施的落实会减缓这种压力。

图表 3 发达国家 GDP 增速

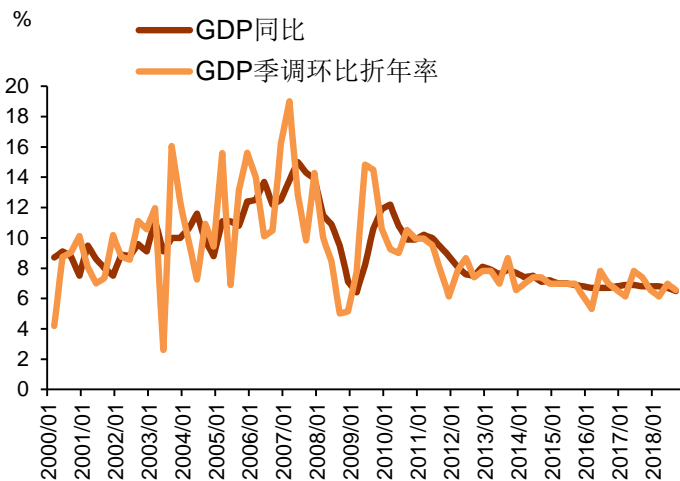


图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

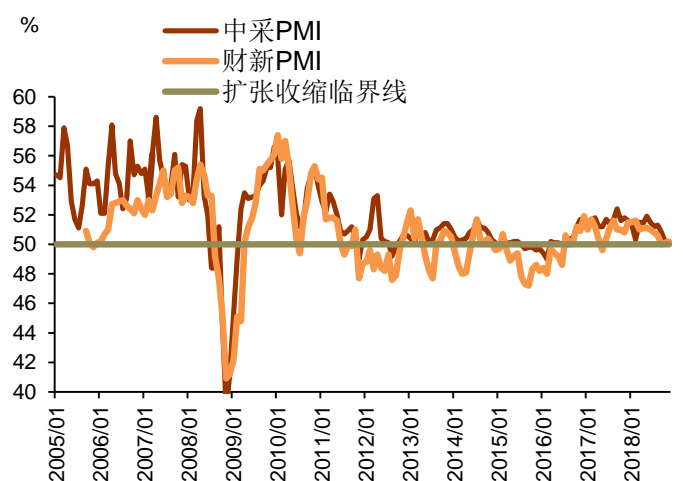


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 5 中国 GDP 增速



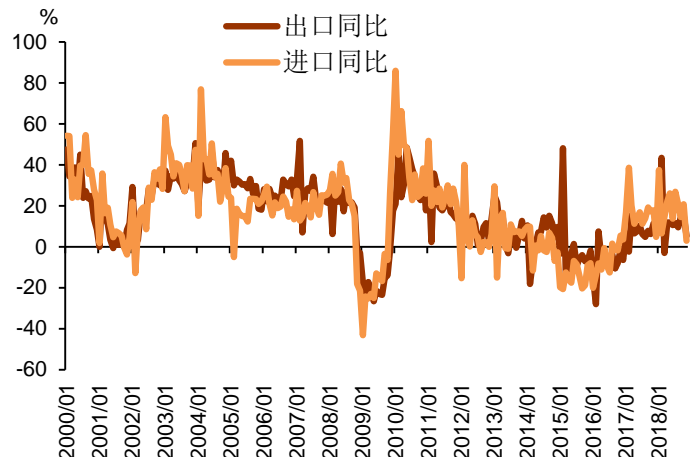
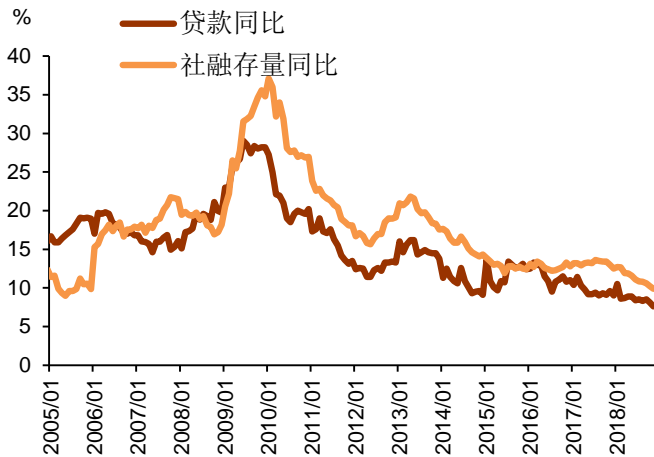
图表 6 中国 PMI 指数



资料来源：Wind, 铜冠金源期货

图表 7 中国贷款与社融存量同比增速

图表 8 中国进出口同比增速



资料来源：Wind，铜冠金源期货。

三、基本面分析

1、海外铜矿产能增速有所下降

我们统计了全球主要十三家境外铜矿企业产量数据，这十三家境外铜矿企业产量约占全球铜矿产量一半左右。根据其 2018 年三季度财报显示，全球主要铜矿企业三季度的产量为 286 万吨，2018 年前三季度产量为 858 万吨。整体来看三季度产量同比出现增长，这主要是由于 2017 年上半年部分矿山出现罢工影响了产量，同比基数较低；而环比来看，三季度产量有所下降，这主要是智利国家铜业开采的铜矿品位下滑所致。同时，根据这些铜矿企业 2018 年产量计划以及新增扩建铜矿项目计划，预计 2018 年四季度以及 2019 年一季度全球主要铜矿企业产量稳定在 290 万吨左右。

一般来说，铜矿的资本支出领先铜矿的产能变化 5-8 年。最近一轮的铜矿的资本支出高点出现在 2013 年，此后逐年下降；因此可以预测 2016-2017 年是全球铜矿山产能增速的高峰，2017 年之后全球铜矿山产能将进入低增长周期。根据 ICSG 统计，2018-2021 年全球铜矿供应复合增速 2.6%，低于 2012-2017 年间的 4.3% 的增速水平。从最新铜矿项目开展情况来看，我们也可以看到在 2018-2020 年间的全球大型铜矿新建扩建项目数量有限，仅有嘉能可 Katanga、第一量子 Cobre Panama 等为数不多的项目的年产能在 10 万吨以上。而年产能在 20 万吨以上的力拓 Oyu Tolgoi、必和必拓 Spence 需要等到 2021-2023 年才会陆续进入投产阶段。

2019 年，嘉能可在刚果的 Katanga 铜矿项目在 2017 年底开始复产扩建，2018 年产量 14 万吨，预计 2019 年产量会上升至 30 万吨。第一量子在巴拿马的 Cobre Panama 项目预计在 2019 年投产，产量达到 15 万吨以上，是明年最大的新增铜矿项目。此外，印尼的 Grasberg 铜矿项目会在 2019 年从露天转入低开开采阶段，因此 2019 年产量会大受影响，预计会下降

20 万吨。这些项目的进度情况会直接影响 2019 年的铜矿供应，需要密切关注。

整体来看，2018 年，由于部分矿山的复产以及新增产能的供应，全球铜精矿供应有所增加。预计 2018 年全球铜矿产量 2040 万吨，同比增加 66 万吨。2019 年，由于全球新建大型铜矿项目数量较少，以及全球铜矿整体品位下降，预计 2019 年全球铜矿产量 2090 万吨，增速出现下滑。

图表 9 2019 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪（万吨）

铜矿	国家	公司	2019 增量 (万吨)	时间计划
Katanga	民主刚果	Glencore	15	矿复产
Olympic Dam	澳大利亚	BHP	7	扩产
sentinel	赞比亚	First Quantum	1.5	扩产
Cobre Panama	巴拿马	First Quantum	15	新建，2018Q4 试车
Kenecott	美国	Rio Tinto	1.5	
Sudbury	加拿大	Vale	3	维护减产后恢复
Candelaria	智利	Lundin	1	维护减产后恢复
Centinela	智利	Antofagasta	3.5	扩产
Zaldívar	智利	Antofagasta	1	品位提升
Las Bambas	秘鲁	MMG	5	事故后恢复
Grasberg	印尼	Freeport	-20	露天转向地下
Chuquibambilla	智利	Codelco	9	地下矿
Toquepala	秘鲁	Southern copper	10	扩产，2018Q4 试车
Carrapateena	澳大利亚	OZ Minerals	1.5	新建
	合计		54	

资料来源：SMM，Mymetal，铜冠金源期货

2、国内铜矿产能增速回升

2019 年国内投产的大型铜矿项目主要是黑龙江的多宝山二期扩建工程（新增年产量 2.5 万吨）、云南的迪庆普朗铜矿工程（新增年产量 1.5 万吨）、西藏的甲马二期扩建工程（新增年产量 1 万吨）、安徽的沙溪铜矿（新增年产量 0.6 万吨）。预计 2019 年国内铜矿合计新增产能达到 8.3 万吨。

2015-2017 年，国内铜精矿产量有所下滑，主要原因在于缺少大型新建铜矿项目；众多中小型铜矿项目由于环保和安全生产问题减产关停；以及新建铜矿项目产能释放缓慢。2018 年开始，大型铜矿项目逐步增加，包括甲马二期、沙溪、普朗、多宝山二期、西藏玉龙、驱龙铜矿在内的铜矿项目逐步投产，预计未来几年国内铜精矿产量增速将有所提升。

图表 10 2019 年国内铜矿在建产能情况（万吨）

矿山	省份	2019 增量（万吨）
紫金山铜矿	福建	0.2
大宝山铜矿	广东	0.2
多宝山二期	黑龙江	2.5
银山铅锌矿	江西	0.5
黑牛洞铜矿	四川	0.3
甲马二期	西藏	1
知不拉铜矿	西藏	0.15
玉龙二期	西藏	0.5
沙溪铜矿	安徽	0.55
铜辉矿业	新疆	0.25
阿舍勒铜矿	新疆	0.5
迪庆普朗	云南	1.5
红牛铜矿	云南	0.15
合计		8.3

资料来源：SMM，铜冠金源期货

3、精铜冶炼产能持续大幅扩张

近年来，全球铜冶炼产能增加主要集中在国内。2014-2015 年间，由于国内冶炼加工费持续攀升，铜冶炼加工行业吸引了大量投资，所以我们可以看到近两年国内铜冶炼产能进入了投产高峰期。但是后期随着冶炼加工费整体下滑，以及环保、设备等原因，国内部分铜冶炼产能投放时间不停推迟。西矿青海铜业的 10 万吨精炼产能原本计划在 2017 年 8 月投产，但投产时间一直推迟，直到 2018 年 5 月才正式投产。广西南国铜业 30 万吨精炼产能投产时间同样从 2017 年二季度一直推迟至 2019 年上半年预计才会投产。瑞昌西矿 20 万吨产能原本预计投产时间在 2017 年二季度，但按目前进度，投产仍遥遥无期，没有明确时间表。

整体来看，虽然这些新建粗炼精炼产能投产时间一再推迟，但却不会无限期拖延下去。2018-2019 年将是国内冶炼产能投放的高峰期。2018 年国内新增粗炼产能 90 万吨，精炼产能 100 万吨；2019 年预计新增粗炼产能 83 万吨，精炼产能 98 万吨。主要集中在 2018 年下半年投产的中铝东南铜业 40 万吨，2019 年上半年投产的广西南国铜业 30 万吨和赤峰云铜 25 万吨的产能。

图表 11 2018 年国内新扩建粗炼项目

炼厂名称	新建粗炼产能 (万吨)	原料	投产时间
金昌冶炼厂	20	铜精矿	2018 年 5 月
西矿青海铜业	10	铜精矿	2018 年 5 月
山东恒邦	10	铜精矿	2018 年 8 月
中铝东南铜业	40	铜精矿	2018 年 8 月
金城冶金	10	铜精矿	2018 年 9 月
总计	90		

资料来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 12 2019 年国内计划新扩建粗炼项目

炼厂名称	新建粗炼产能 (万吨)	原料	投产时间
广西南国铜业	30	铜精矿	2019 年二季度
赤峰云铜	25	铜精矿	2019 年 5 月
新疆五鑫	10	铜精矿	2019 年 4 季度
紫金铜业	8	铜精矿	2019 年 4 季度
黑龙江紫金	10	铜精矿	2019 年
总计	83		

资料来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 13 2018 年国内新扩建精炼项目

炼厂名称	新建精炼产能 (万吨)	原料	投产时间
中国黄金 (三门峡)	15	铜精矿	2018 年 1 月
金昌冶炼厂	10	铜精矿	2018 年 5 月
西矿青海铜业	10	铜精矿	2018 年 5 月
中铝东南铜业	40	铜精矿	2018 年 11 月
金城冶金	10	铜精矿	2018 年 9 月
梧州金升	15	废铜/粗铜	2018 年 9 月
总计	100		

资料来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 14 2019 年国内计划新扩建精炼项目

炼厂名称	新建精炼产能 (万吨)	原料	投产时间
广西南国铜业	30	铜精矿	2019 年 2 季度
赤峰云铜	25	铜精矿	2019 年 5 月
新疆五鑫	10	铜精矿	2019 年 4 季度
紫金铜业	8	铜精矿	2019 年 4 季度
黑龙江紫金	15	铜精矿	2019 年
兰溪自立	10	废铜/粗铜	2019 年 10 月
总计	98		

资料来源：SMM，铜冠金源期货

4、精铜冶炼检修减缓上半年供应压力

尽管国内冶炼产能在 2018 年下半年开始大量投产，但这并不意味着 2019 年开始这些新增供应就会对铜价形成较大压力。这主要是因为 2019 年国内外铜冶炼厂都会面临检修的问题。

国内方面，国内主要铜冶炼厂每两到三年一次大型检修维护，以完成对炉子等设施的基本维修。根据目前计划来看，国内铜陵有色、金川以及阳谷祥光等企业都会在 2019 年上半年安排检修，届时肯定会影响部分产量。

国外方面，印度韦丹塔的 40 万吨产能的铜冶炼厂尽管在最新法庭宣判中被驳回了永久关停的要求，但在上半年也难以完全重启。智利国家铜业在 12 月份关闭了 2 家冶炼厂，主要是由于智利公布了更加严格的环保规定，Chuquicamata 和 Potrerillos 冶炼厂关停时间预计会持续到 2019 年 2 月份。

整体来看，2019 年上半年国内外冶炼厂都会面临检修问题，这些因检修影响的产量有望和 2019 年新增产能相互抵消。因此我们预计 2019 年上半年精炼铜供应压力有限，而下半年随着检修结束以及新增产能供应陆续投产，国内精炼铜供应压力较大。同时，国内 TC/RC 在 2019 年上半年也将继续维持高位，但到了下半年则将会开始回落。

图表 15 国内冶炼厂计划检修表

炼厂名称	检修产能 (万吨)	持续时间
金隆铜业	45	2019 年 5 月
金昌铜业	10	2019 年 3 月
阳谷祥光	50	2019 年 5 月
广西金川	40	2019 年 3 月
金冠铜业	40	2019 年 10 月

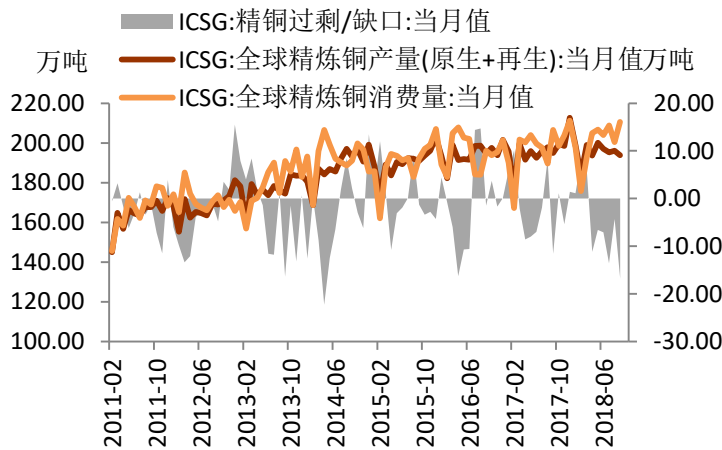
资料来源：SMM，铜冠金源期货

图表 16 全球铜供需平衡表（万吨）

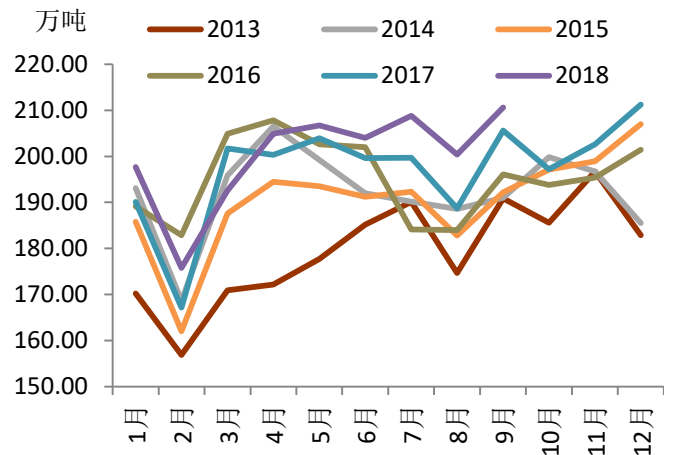
	2016	2017	2018E	2019E
铜精矿产量	2036	2003	2093	2123
增速 (%)	6.3	-1.6	4.5	1.4
精炼铜产量	2333	2356	2423	2465
增速 (%)	1.6	1.0	2.8	1.7
精炼铜需求	2345	2372	2433	2457
增速 (%)	2.1	1.1	2.6	1.0
过剩/缺口	-12	-16	-10	8

资料来源：CRU，铜冠金源期货

图表 17 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 18 ICSG 全球精炼铜消费变化（万吨）

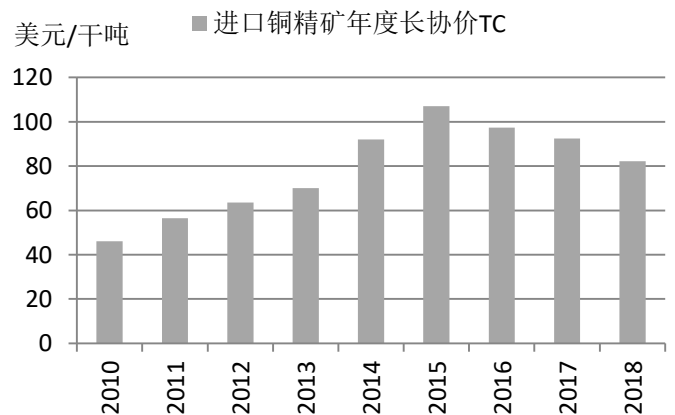


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 19 中国铜精矿现货 TC 走势

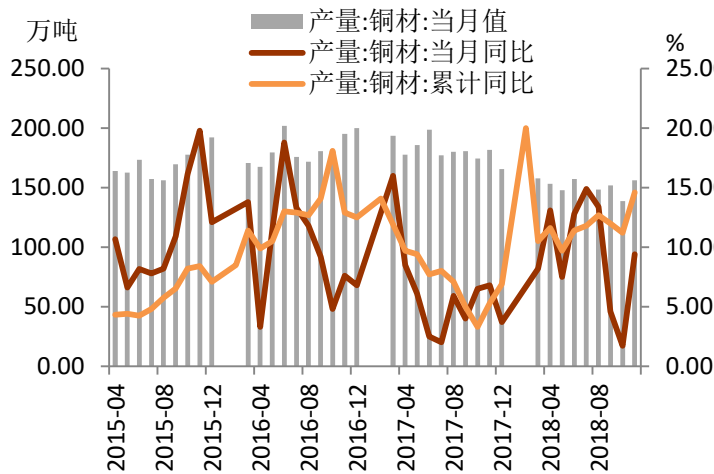


图表 20 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

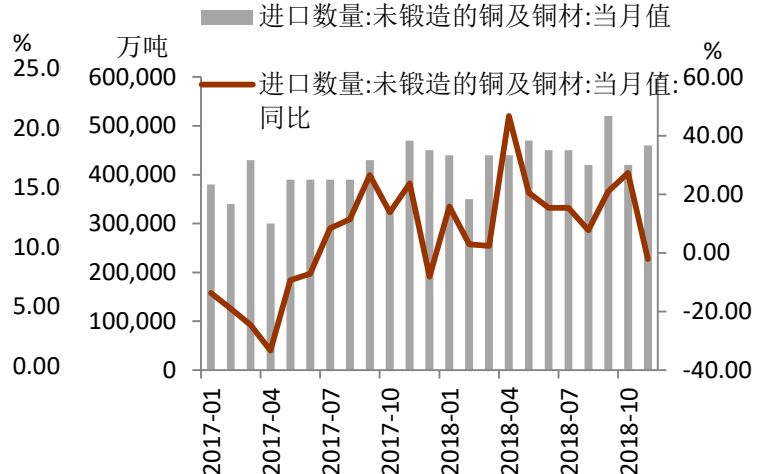


资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 21 中国铜材产量及增速变化 (万吨)

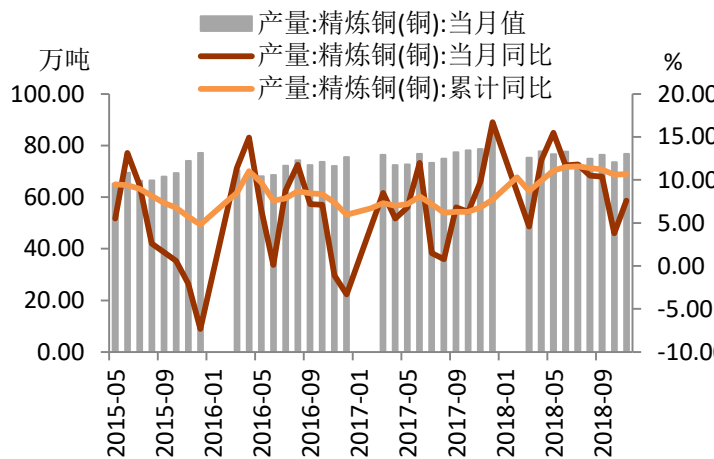


图表 22 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化 (万吨)

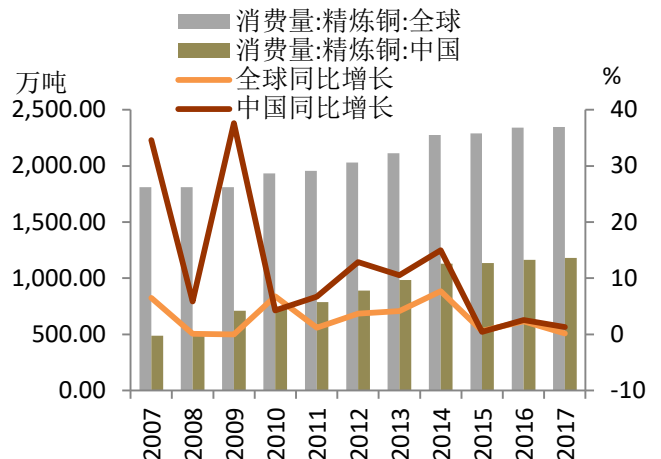


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 23 中国精炼铜产量变化

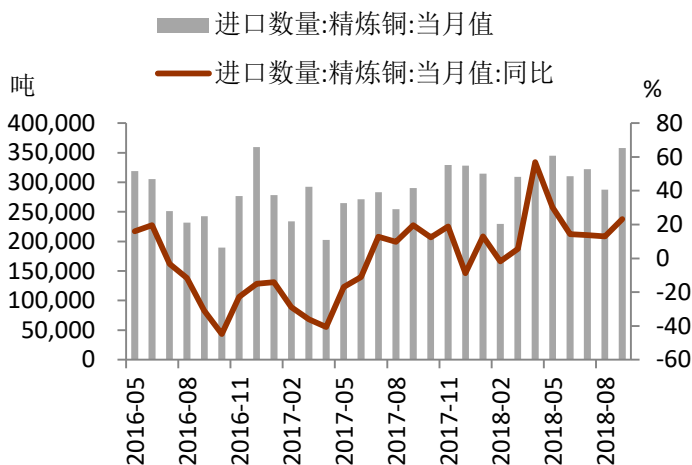


图表 24 中国精炼铜消费量变化

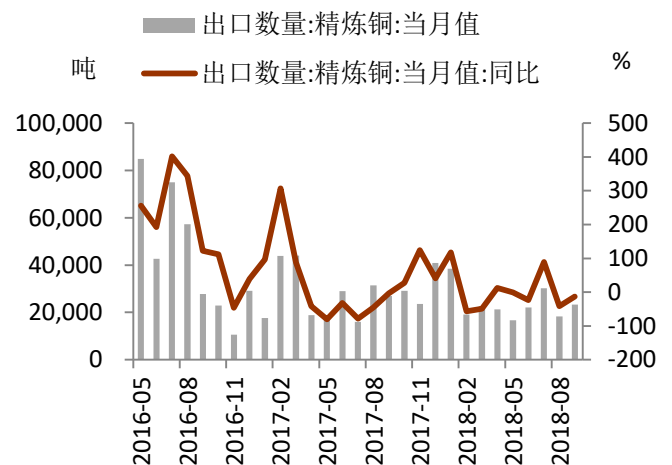


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 25 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 26 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

5、废铜进口政策收紧影响进口数量

废铜是国内铜供应的一个重要补充，国内有 17% 电解铜来自于废铜的再利用，国内铜材加工中有 10% 左右的产量来自于废铜，因此废铜在冶炼及加工环节对于国内铜供应的调节有重要意义。

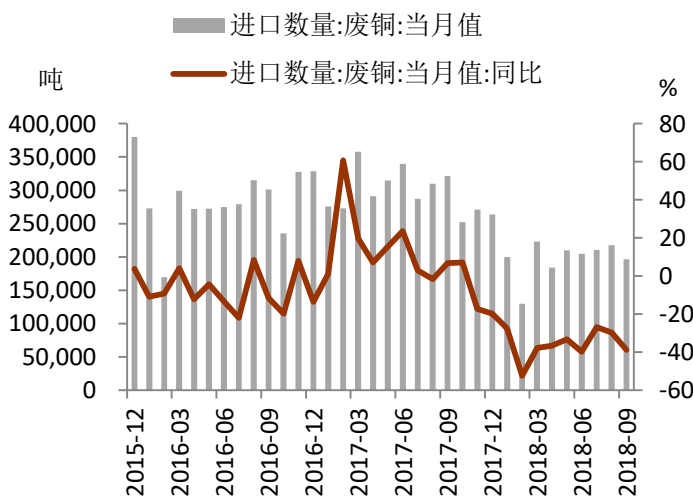
2017 年，中国对于废铜的需求，大约一半来自于进口废铜，其中 52% 左右来自于“七类”废铜。但在 2018 年，国内出台了一系列政策收紧废铜进口，废铜进口量受到较大影响。根据统计，环保部 2018 年公布的限制类废铜进口批文数量为 99.97 万吨，大幅低于 2017 年的 300.58 万吨的批文数量。实际废铜进口量方面，据海关数据统计，2018 年 1-11 月进口废铜实物量 224 万吨，创下近十年最低，2017 年进口废铜实物量为 356 万吨。

从废铜进口数量来看，实际进口量减幅小于批文数量减幅，这主要是由于废铜进口结构出现变化。2018 年，国内进口废铜中，“七类”已经向“六类”开始转换，金属含量在提高，根据海关数据测算，2018 年进口废铜平均品位达 61%，高于 2017 年的 42%。

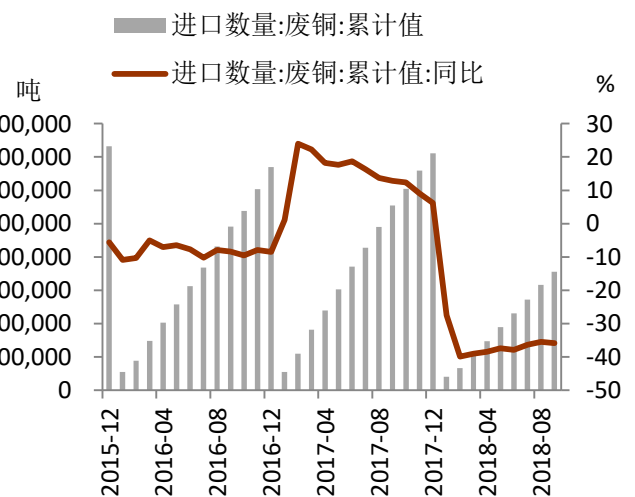
因此，尽管受到废铜进口政策收紧影响，2018 年国内废铜进口数量大幅缩减，但是由于进口废铜结构的变化，金属品位提高，废铜中实际金属量的进口数量下降不大，实际影响有限。

2019 年，国家将全面禁止“七类”废铜禁止进口，预计将直接影响铜金属量 18 万吨。这部分减量将主要靠进口“六类”废铜增加以及国产废铜来弥补。但从目前情况来看，海外拆解产能扩张有限，国内环保政策仍然严格，变数较大，因此 2019 年废铜供应将保持紧张格局。

图表 27 中国废铜进口单月变化



图表 28 中国废铜进口累计变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

6、精铜库存降至低位

截至 12 月 24 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 13.0 万吨、11.1 万吨和 10.1 万吨，合计 34.2 万吨，为近 4 年来低位，较 2018 年年初下降了 20.2 万吨。

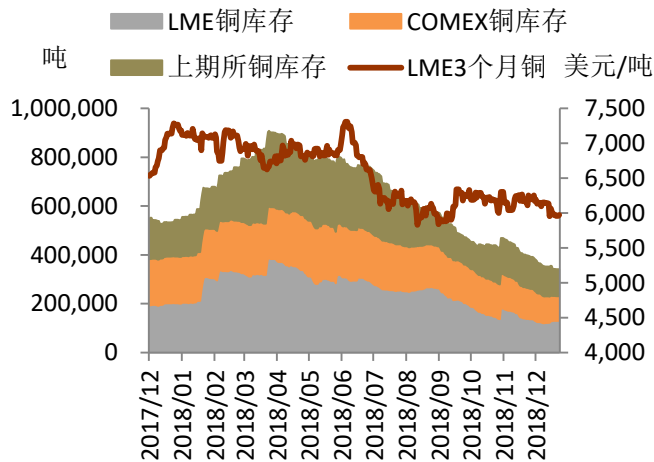
中国方面，保税区库存 45.4 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 56.5 万吨，也处于近年来的低位，较 2018 年初下降了 4.4 万吨。

从库存变化趋势来看，在一季度的累库存之后，全球显性库存开始持续回落，降至低位。这其中主要是由于炼厂关停因素以及废铜受限之后精铜需求提升所致。

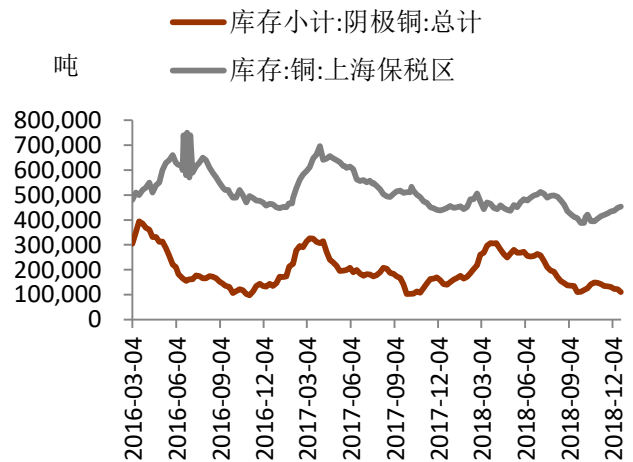
尽管库存持续下降，但对于铜价支撑有限，2018 年铜价整体仍然呈现震荡走弱格局；但库存下降对于现货升水起到明显支撑作用，特别是 2018 年下半年，无论是 LME 市场还是国内沪铜现货升水都明显走高。

2019 年国内外精铜市场将面临更大的供应压力，预计市场整体库存会逐步走高。

图表 29 三大交易所库存变化情况



图表 30 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

7、下游消费不容乐观

电网投资低于预期，期待 2019 再发力

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2018 年国家电网计划电网投资 4989 亿元，较 2017 年增加 7.1%。一般来说，国家电网实际投资额接近或超过年初预定的电网计划投资额。但是 2018 年情况有所变化，根据统计局数据，2018 年 1-11 月电网投资累计 4511 亿元，累计同比下降 3.2%，这也意味着 2018 年电网最终投资额将达不到年初预定计划，2018 年电力行业对于精铜消费贡献有限。

虽然目前对于电网在 2019 年投资计划还无从知晓，但是在经济下行背景下，包括电网投资建设在内的基建投资将会是国家积极财政政策的重要手段，结合 2018 年电网投资基数低，2019 年的电网投资依然值得期待。

但值得注意的是，2019 年，国家电网公司将首次在特高压领域推行混合所有制改革，

引入保险、大型产业基金以及送受端地方政府所属投资平台等社会资本参股，以合资组建项目公司方式投资运营新建特高压直流工程。这意味着在建设放缓两年后，国内特高压工程将迎来新一轮核准高峰。若 2019 年电网投资重点在于特高压，则对于铜需求拉动有限。

地产调控仍将继续，2019 用铜不乐观

房地产用铜也是国内铜消费的重要组成部分，特别是房地产会带动其它行业对于铜的需求。2018 年 1-11 月房地产开发投资完成额累计同比增加 9.7%，增速相较年初逐步回落。2018 年在国家去杠杆以及继续调控房地产的政策下，房企出现抢开工现象，因此我们看到 2018 年房地产新屋开工面积累计同比持续走高，而房地产竣工面积累计同比则不断回落。但预计在 2019 年随着房企拿地减少，房地产投资金额增速预计将会继续下降。因此 2019 年房地产用铜也难言乐观。

空调行业面临高库存难题

2018 年空调行业整体处于产销两旺局面，根据产业在线数据，2018 年 1-11 月家用空调累计产量 13796 万台，累计同比增加 4.3%；1-11 月家用空调累计销量 13986 万台，累计同比增加 5.8%。无论是内销还是出口，2018 年空调产销都取得了不错表现。

但是对于 2019 年，市场普遍预期较差。一般来说，商品房销售面积累计增速会领先空调销量累计增速 11 个月，2018 年国内商品房销售面积增速持续回落，因此对于 2019 年空调销量表现预期较差。同时，得益于过去两年空调行业景气，空调库存节节攀升，目前库存已经超过 4200 万台，处于历史高位。根据空调库存周期规律，2019 年空调库存将进入主动去库存周期。因此，2019 年空调行业在销量增速下滑以及主动去库存的预期之下，产量也将回落，对于铜的需求也将回落。

新能源汽车是未来用铜需求亮点

汽车方面，根据中汽协数据，2018 年 1-11 月汽车产量 2532 万辆，累计同比下降 2.6%；1-11 月汽车销量 2542 万辆，累计同比下降 1.7%。预计全年汽车产销都将出现负增长。这其中主要原因包括汽车购置税优惠政策结束，在此前两年汽车购置税优惠政策刺激之下，汽车消费连续增加，透支了消费能力。同时，2018 年下半年宏观经济下行，居民债务杠杆负担重，消费能力有限，也限制了对于汽车的需求。预计 2019 年，汽车市场仍将延续 2018 年下半年的弱势。

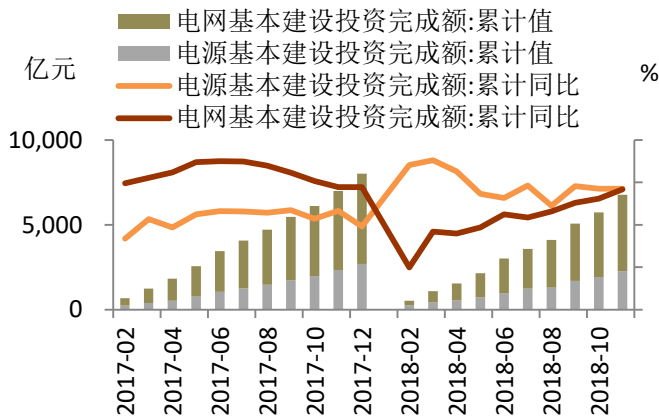
但是，新能源汽车仍是汽车行业的亮点。2018 年 1-11 月新能源汽车产量和销量分别达到 105 万辆和 103 万辆，累计同比增速分别超过 63%和 68%。全年产量预计达到 120 万辆。新能源汽车用铜是传统汽车两倍，新能源汽车的快速增长有望弥补传统汽车用铜需求的下降。此外，新能源汽车配套的充电桩也会带来一定的铜需求。整体来看，由于新能源汽车的大幅增长带来的铜需求增加将会是未来汽车行业的用铜需求亮点。

2019 下游终端需求不容乐观

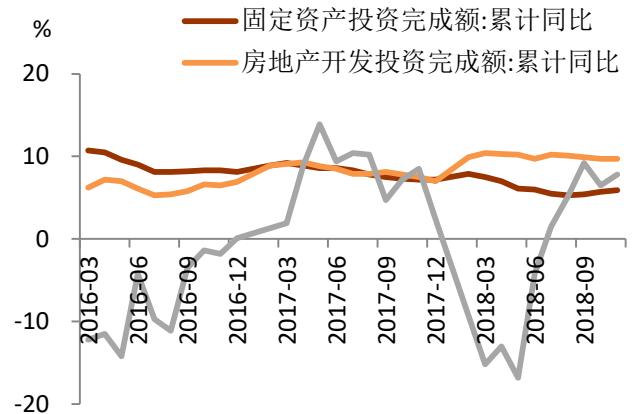
通过对铜下游终端各领域的分析，2018 年国内铜需求表现较好，预计增速在 4%左右。但是 2019 年，随着宏观经济下行预期以及房地产调控持续，预计国内铜需求增速回落至 2%

左右。

图表 31 电力投资完成额变化

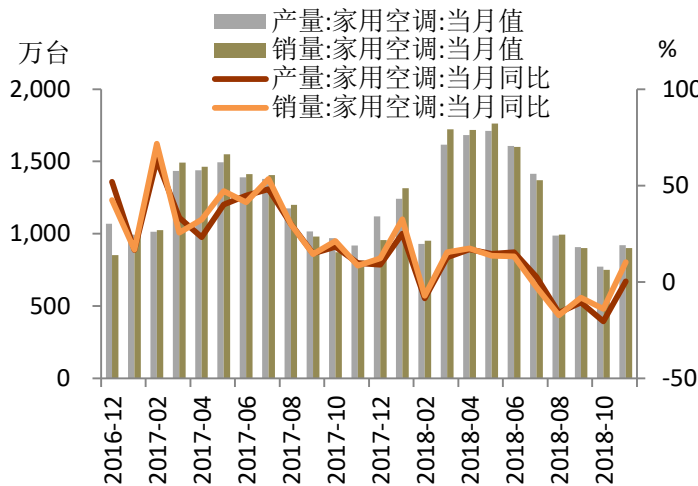


图表 32 房地产开发投资增速变化

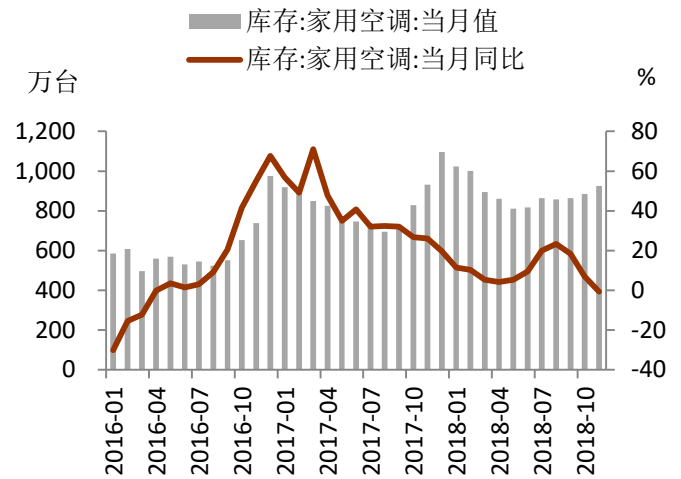


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 33 家用空调产量增速变化

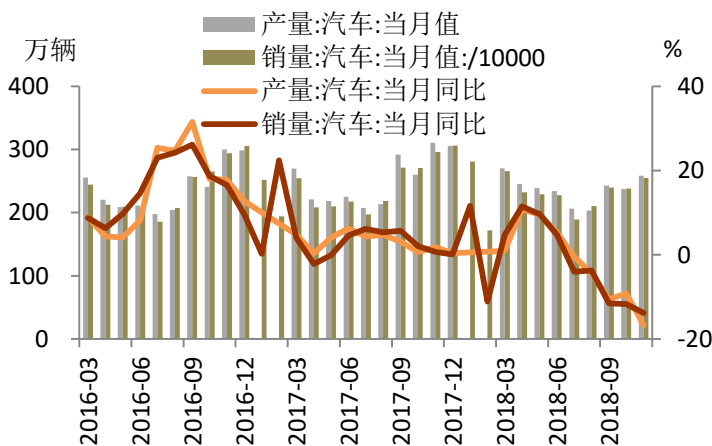


图表 34 家用空调库存变化

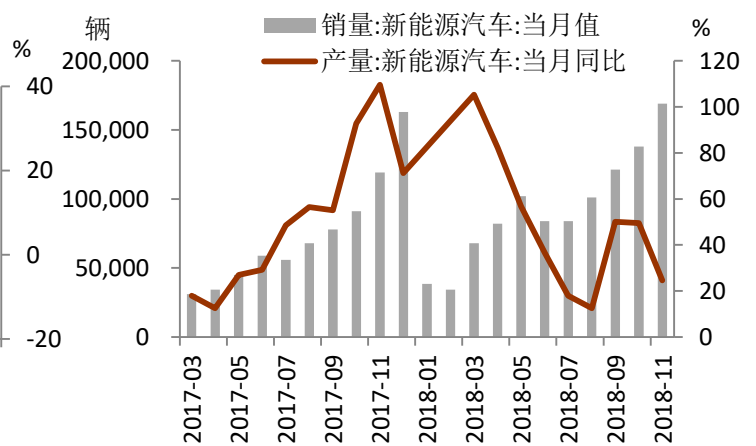


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 35 汽车产销量变化



图表 36 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、2019 年行情展望

2018 年全球主要经济体走势出现分化，除了美国继续一枝独秀之外，中国、欧元区以及日本经济增速都出现了放缓现象。2019 年在欧洲央行追随美联储缩表之后，全球流动性将进一步收紧，而随着特朗普刺激财政对于经济拉动作用有限，美国明年经济面临较大不确定性。国内方面，在全球经济增速放缓背景下，国内面临经济下行压力增大，更多可能继续依靠基建投资以及部分放松房地产调控等措施来对冲经济下行压力。

2019 年，全球铜矿供应增速预计放缓，这主要是由于缺乏新建大型铜矿项目；而国内铜矿供应增速有望小幅增加。同时，全球冶炼产能增加主要集中在国内，这两年中国冶炼产能大量投放预计会给市场带来较大供应压力。但是由于上半年国内外冶炼厂的检修等因素会缓解供应上压力，预计下半年精铜供应会明显增加。

需求方面，由于全球经济增速放缓，对于 2019 年全球铜需求增速预计也将出现回落，特别是中国，无论是房地产还是汽车用铜都难言乐观，电网投资则可能带来增量。

整体而言，2019 年全球铜精矿市场面临紧张格局，精炼铜市场则略显宽松，预计 2019 年铜价上半年维持震荡格局，下半年出现回落走势。2019 年铜价主要运行区间为：伦铜 5500-6500 美元/吨；沪期铜 45000-52000 元/吨。

风险点：全球经济放缓超预期；国内环保政策超预期

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
2603、2904 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

郑州营业部

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

大连营业部

大连市河口区会展路 129 号期货大
厦 2506B
电话：0411-84803386

铜陵营业部

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，未经铜冠金源期货研发中心授权许可，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，铜冠金源期货研发中心力求准确可靠，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。吨