

2019 年 3 月 11 日

星期一

旺季到来&货币宽松

铜价延续震荡上涨

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105



要点

- 供应方面，在供应扰动因素增多的影响之下，使得 2019 年本就预期铜精矿供应增速下降的紧张局面会更加捉襟见肘，预计上半年全球铜矿产量同比增加幅度有限，环比将难有增幅，甚至可能下降。
- 需求方面，通过对铜下游终端各领域的分析，2019 年国内铜的终端消费预计难以维持 2018 年的高增速，根据 2019 年的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。
- 目前铜供需两弱，供需面没有明显矛盾；而宏观方面，尽管存在经济下行压力，但是货币宽松政策有望支撑铜价，铜价预计将以震荡上涨为主。预计未来一个月沪期铜主要运行区间在 48500-52000 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、2019 年 2 月行情回顾.....	5
二、宏观经济分析	6
1、欧美日 PMI 均下滑，央行难摆脱货币刺激.....	6
2、国内经济下行压力下货币宽松将是趋势.....	5
三、基本面分析	6
1、供应扰动因素增多，全球铜矿供应偏紧.....	6
2、冶炼检修影响有限，精铜产量同比增加.....	8
3、废铜进口创新低，但含铜量同比大增.....	11
4、精铜库存整体低位，内外库存表现分化.....	12
5、下游消费并不乐观	13
四、行情展望	14

图表目录

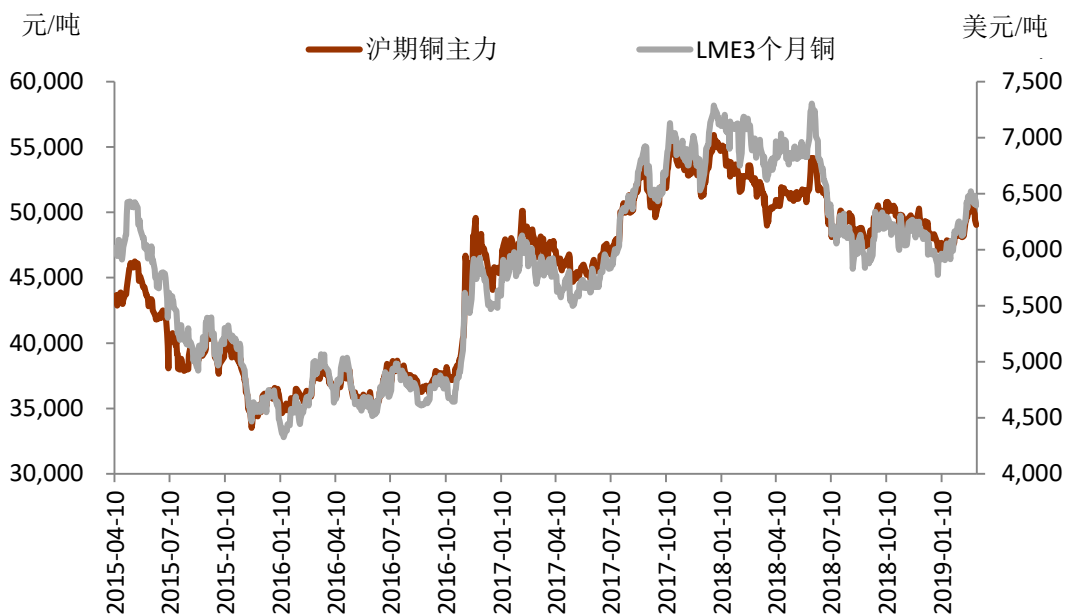
图表 1 铜期货价格走势	4
图表 2 上海现货铜升贴水走势	5
图表 3 发达国家 GDP 增速	6
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数	6
图表 5 中国 GDP 增速	6
图表 6 中国 PMI 指数	6
图表 7 全球铜供需平衡表（万吨）	8
图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势	8
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化	8
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势	9
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	9
图表 12 中国铜材产量及增速变化	9
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化	9
图表 14 中国精炼铜产量变化	9
图表 15 中国精炼铜消费量变化	9
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化	10
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化	10
图表 18 中国废铜进口单月变化	11
图表 19 中国废铜进口累计变化	11
图表 20 三大交易所库存变化情况	12
图表 21 SHFE 和保税区库存走势	12
图表 22 电力投资完成额变化	13
图表 23 房地产开发投资增速变化	13
图表 24 家用空调产量增速变化	14
图表 25 家用空调库存变化	14
图表 26 汽车产销量变化	14
图表 27 新能源汽车产量及销量变化	14

一、2019 年 2 月行情回顾

2019 年 2 月，铜价整体呈现连续上涨走势。由于 2 月初，恰逢国内春节长假，因此在 2 月上半月铜价表现波澜不惊，主要在 48000 元/吨上方窄幅震荡；进入下半月之后，在宏观利好以及供应扰动的配合之下，铜价开始快速上涨，在月底之前，价格迅速站上 5 万元/吨的整数关口之上，逼近前期高点。

近期铜价在前高附近受到较大压力，伦铜注销仓单从高位开始回落，预计市场预期的下游消费并未十分火热，铜价开始出现回落，回落至 49000 元/吨一线。

图表 1 铜期货价格走势

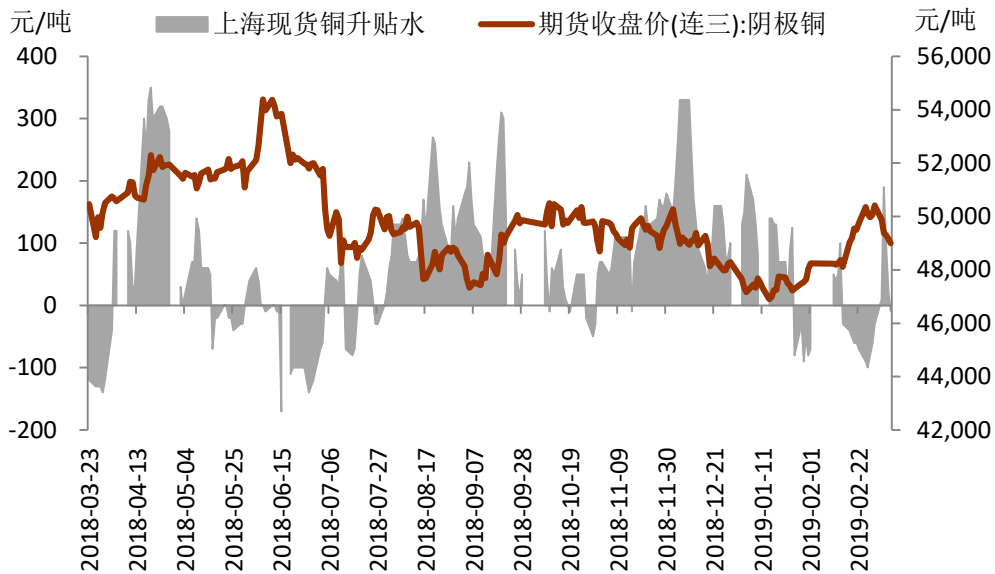


资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

进入 2019 年 2 月份之后，铜的现货升贴水走势波动较大。2 月初，市场对于春节长假后的需求较为乐观，现货从贴水逐步上涨至现货升水；进入下半月之后，随着铜价的快速上行，下游出现畏高情况，现货未能跟上期货上涨脚步，现货逐步再回落至贴水情况。

近期由于国内增值税预计调降缘故，现货升贴水报价一度混轮，在政策发布之后，现货升水跳涨，一度升水期货近 200 元，但是现货升水引发持货商抛货，以及下游并不急于采购，现货升贴水再次快速回落，目前已经再次回到小幅贴水情况。

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、欧美日 PMI 均下滑，央行难摆脱货币政策刺激

2019 年 2 月美国制造业 PMI 为 54.2，较 2019 年 1 月 56.6 出现下滑；2019 年 2 月欧元区制造业 PMI 为 49.3，较 2019 年 1 月 50.5 继续下滑，这也是欧元区制造业 PMI 5 年半之后再次回落至 50 荣枯线之下；2019 年 2 月日本制造业 PMI 为 48.9，较 2019 年 1 月 50.3 出现较大幅度下滑，日本 PMI 也在时隔两年半之后再度回落至 50 下方。

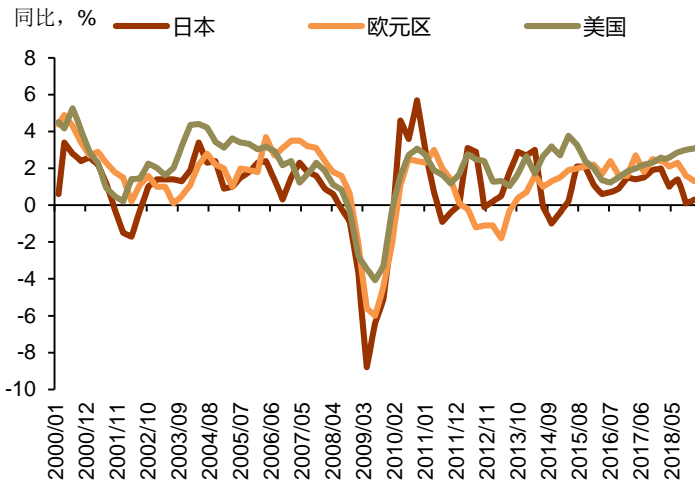
欧洲和日本制造业 PMI 都在时隔几年之后重新低于 50，而美国制造业 PMI 尽管目前依然处在 50 上方，但和此前高位相比，也出现明显下滑。近期美国 2 月非农新增就业更是仅增 2 万人，创 17 个月以来新低。各项数据显示国外主要经济体出现经济下行态势。因此，美联储逐渐转向鸽派，加息预期下降，缩表放缓；欧央行则下调了年内增长预期，宣布维持利率不变，预计年内不会加息，同时重启新一轮 TLTRO（定向长期再融资操作）。可以预计 2019 年宏观流动性将优于 2018 年。

2、国内经济下行压力下货币将维持宽松

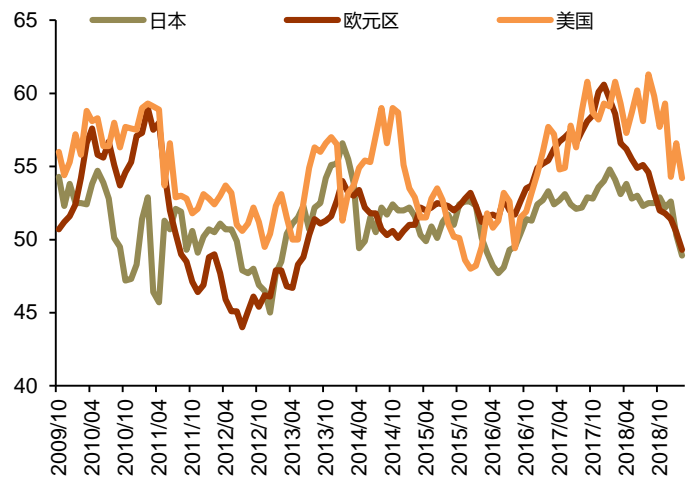
2019 年 2 月财新 PMI 为 49.9，高于 2019 年 1 月的 48.3，但仍然处于荣枯线 50 之下。近期公布的货币数据显示，2019 年 2 月 M2 同比增速为 8.0%，增速较上月下降 0.4 个百分点；M1 同比增速为 2.0%，增速较上月回升 1.6 个百分点。2 月社会融资总量为 7030 亿元，较去年同期减少 4641 万亿元。在 2019 年 1 月信贷社融大幅放量以及出现部分乱象后，政策快速调整，信用投放和财政均有所回撤，但整体来看实体融资平稳弱改善。

由于 2018 年的去杠杆政策，导致国内 2018 年经济压力较大，但是在去年底国内率先放宽货币政策，启动降准，这也减轻了国内经济下行压力。虽然中采和财新 PMI 均保持弱势，但整体开始出现企稳迹象。预计 2019 年在内外经济下行压力依然较大，但是国内仍将会持续推出政策来对冲。

图表 3 发达国家 GDP 增速

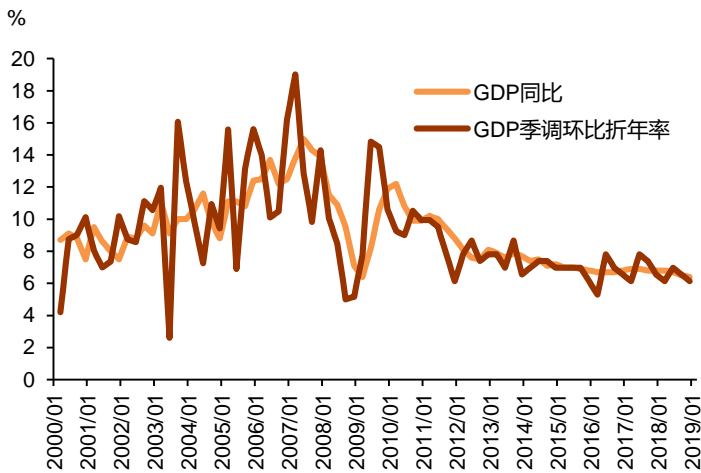


图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

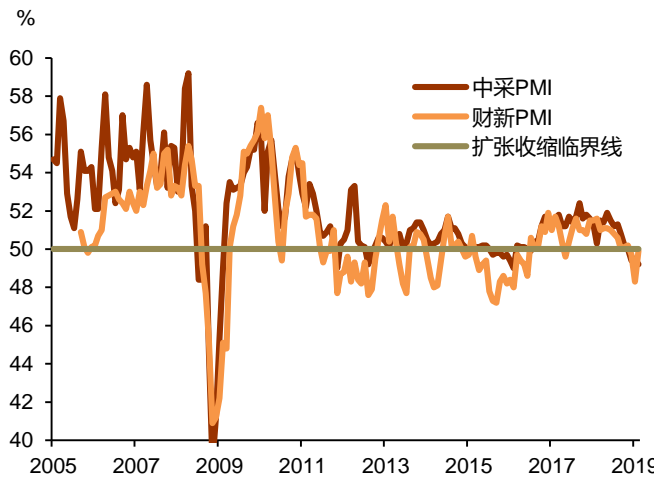


资料来源：Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

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

三、基本面分析

1、供应扰动因素增多，全球铜矿供应偏紧

2 月份，铜供应方面的扰动因素开始增多，无论是嘉能可下调了其 2019 年铜矿产量的预期，还是印度韦丹塔复产受阻都对铜价上涨起到了明显的支撑作用。

由于刚果修改了采矿法，使得铜钴的使用费提高了两倍。嘉能可计划在其刚果最大的铜钴矿之一 Mutanda 矿场削减产量。公司还计划在该矿裁员约 2000 人，其中多数是合同工。去年，嘉能可的非洲铜矿场出产了 41 万吨铜矿石，同比暴增 72%；出产 3.8 万吨氧化钴矿，同比大增 61%。Mutanda 是其中产量最高的一处矿场，铜钴产量分别为 19.9 万吨、2.7 万吨。

印度最高法院撤销了环境法庭的一项指令，该指令为韦丹塔 (Vedanta) 在印度南部的铜冶炼厂重开扫清了道路，致使该公司开始运营的计划被打断。最高法院的最新决定将进一步推迟恢复生产，这意味着该国的产能将减少 40%。原本预计铜矿将在 3 月份重启，4 月份全面投入运营。从法庭的初步迹象来看，印度的产出将继续低迷。

同时，近期消息传出韦丹塔 (Vedanta) 向中国买家运送了两船次的铜精矿，一批是 12 月底的 25,000 吨，另一批是 1 月底的 30,000 吨。韦丹塔 (Vedanta) 计划很快将年产 40 万吨的冶炼厂剩余的 35,000 吨铜精矿出售，这也印证了短期之内韦丹塔 (Vedanta) 冶炼厂复产难度较大。

世界金属统计局 (WBMS) 公布的报告显示，2018 年全球铜市供应过剩 49.6 万吨，2017 年全球供应过剩 13.8 万吨。12 月全球铜库存较截至 2017 年 12 月水平下降 20.1 万吨，其中 LME 铜库存净减少 2000 吨。2018 年全球矿山铜产量为 2071 万吨，较上年增加 2.1%。2018 年全球精炼铜产量为 2366 万吨，同比增加 1.1%。1-12 月全球铜消费量为 2317 万吨，低于上年的 2326 万吨。中国 2018 年铜表观消费量为 1248.2 万吨，较上年增加 5.9%。2018 年 12 月，全球精炼铜产量为 210.74 万吨，而消费量为 208.88 万吨。

国际铜业研究小组 (ICSG) 在最新的月报中称，2018 年 11 月全球精炼铜市场供不应求 52,000 吨，10 月为供应过剩 1,000 吨。ICSG 表示，2018 年前 11 个月，铜市供应短缺 39.6 万吨，上年同期为短缺 28.2 万吨。2018 年 11 月，全球精炼铜产量为 203 万吨，消费量为 209 万吨。中国保税仓库铜库存短缺 42,000 吨，10 月为过剩 6,000 吨。

整体来看，在供应扰动因素的影响之下，使得 2019 年本就预期铜精矿供应增速下降的紧张局面会更加捉襟见肘，预计上半年全球铜矿产量同比增加幅度有限，环比将难有增幅，甚至可能下降。

2、冶炼检修影响有限，精铜产量同比增加

根据上海有色网数据，2019 年 2 月中国电解铜产量为 71.96 万吨，环比减少 2.25%，同比增长 2.19%，2 月产量减少主要受到生产天数减少。2 月仅豫光金铅受到当地环保压力，产量有小幅影响，余下炼厂未有检修发生。3 月，金川防城港将开始检修，但对当月产量影响有限。预计 3 月中国电解铜产量为 76.23 万吨，环比增长 5.93%，同比增长 6.85%。前 3 个月累计产量 221.81 万吨，同比增长 4.7%。

进出口方面，中国 2019 年 1 月份精炼铜进口量 33.7 万吨，同比上升 7.05%；2019 年 1 月份铜矿石及精矿进口量 189.54 万吨，同比上升 17.8%。中国 2019 年 1 月份精炼铜出口量 2.87 万吨，同比下降 25.32%。1 月份精炼铜进口量大增主要原因在于在 2018 年末 2019

年初进口亏损大幅收窄，引发市场出现进口行为，但是进入 2 月份之后，进口亏损快速上升，预计未来进口量将会出现收窄，同样预计未来国内精炼铜出口则将会出现增加。1 月份铜精矿进口数量增加还有国内冶炼需求增加的因素在内。

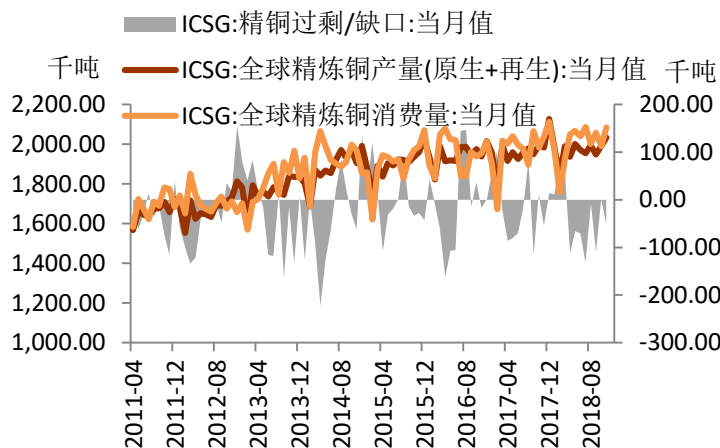
中国 2019 年 2 月未锻轧铜及铜材进口量为 31.1 万吨，环比下降 35.2%，同比下降 11.1%，2019 年 1-2 月未锻轧铜及铜材累计进口量为 78.9 万吨，同比下降 13%。

图表 7 全球铜供需平衡表（万吨）

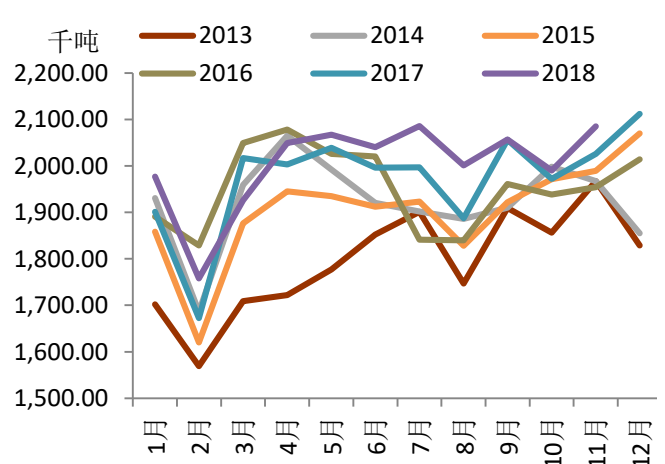
	2016	2017	2018E	2019E
铜精矿产量	2036	2003	2093	2123
增速 (%)	6.3	-1.6	4.5	1.4
精炼铜产量	2333	2356	2423	2465
增速 (%)	1.6	1.0	2.8	1.7
精炼铜需求	2345	2372	2433	2457
增速 (%)	2.1	1.1	2.6	1.0
过剩/缺口	-12	-16	-10	8

资料来源：CRU，铜冠金源期货

图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势

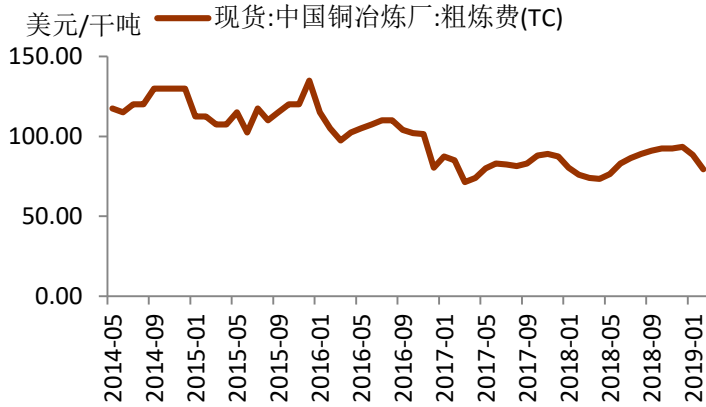


图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化

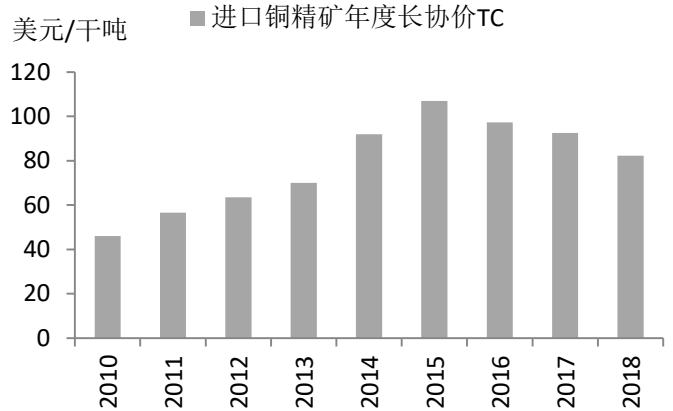


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

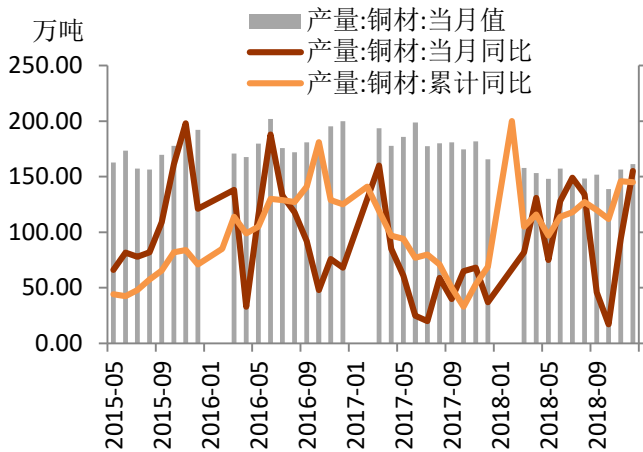


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

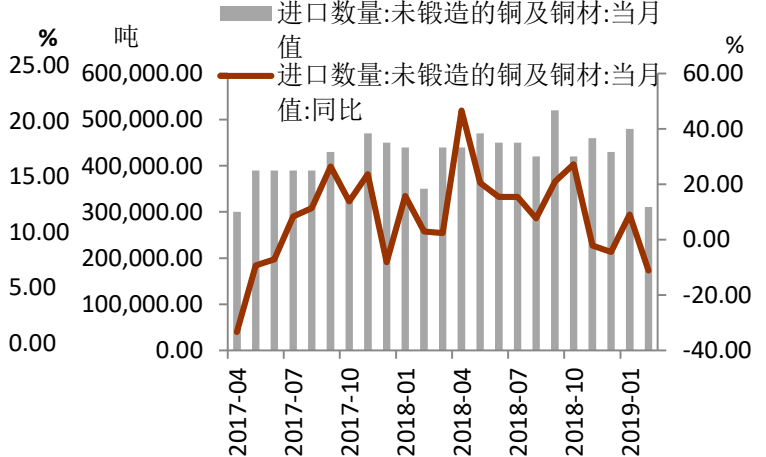


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

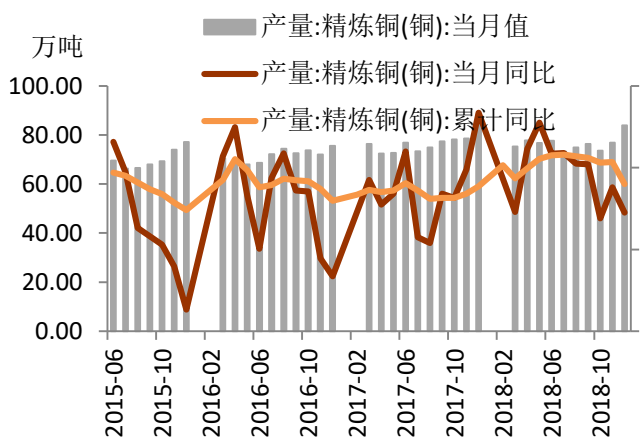


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

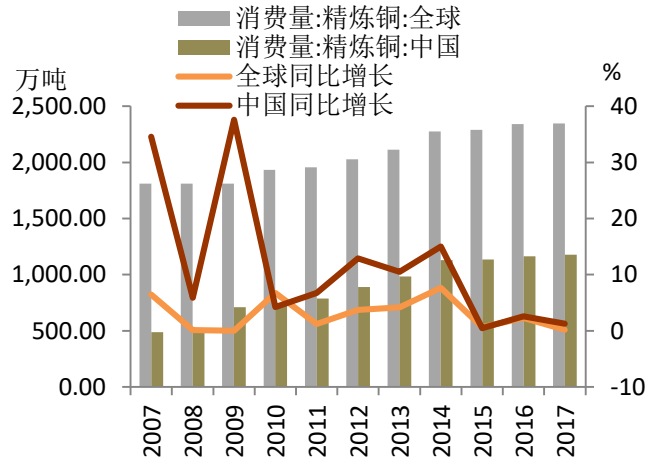


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

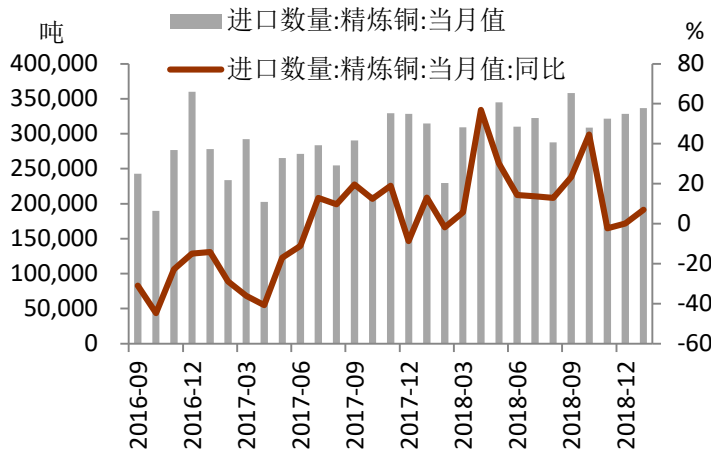


图表 15 中国精炼铜消费量变化

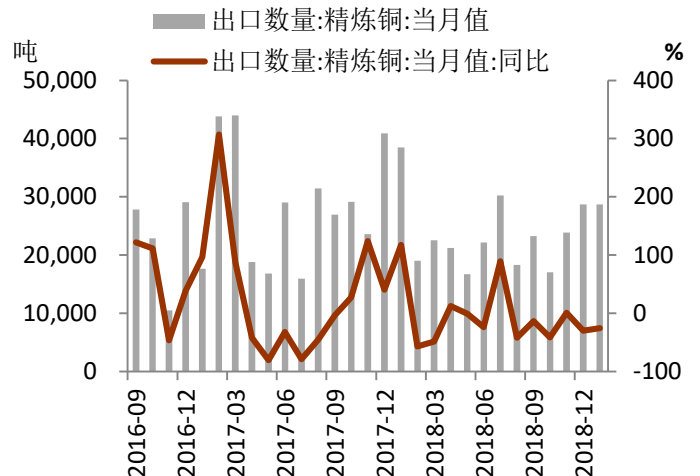


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

3、废铜进口创新低，但含铜量同比大增

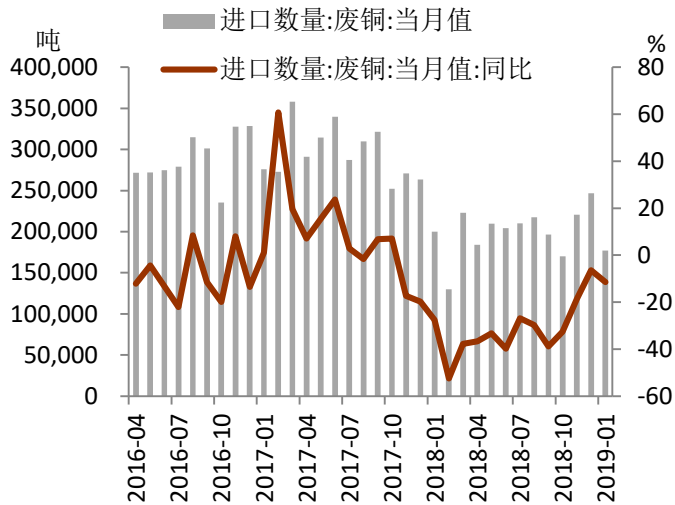
中国 2019 年 1 月份废铜进口量 17.7 万吨，环比下降 28.3%，同比下降 11.5%；2019 年 1 月份单月废铜进口数量创下了近年来最低水平。2019 年国内废铜进口数量延续了 2017 年以来的下降趋势，这也是政府收紧废铜进口所致。

但是根据上海有色网测算，2019 年 1 月进口废铜的平均含铜品位 75.83%，折合金属量为 13.70 万吨，同比大增近 39%，2018 年同期 1 月进口废铜金属量为 9.88 万吨。废铜进口含铜量大大超出市场预期，主要原因是市场经过 18 年进口政策收紧之后，已经开始逐步调整进口结构，因此废铜进口含铜量高于去年。

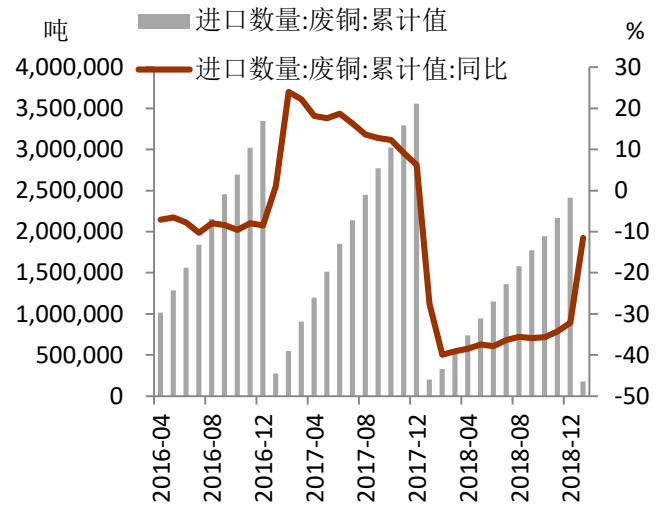
观察精废价差走势，我们也可以看出今年以来国内废铜供需情况在好转。进入 2019 年之后，国内精废价差走势持续扩大，近期已经扩大至千元之上。这其中除了铜价涨势迅猛之外，废铜供应的好转也是一个重要因素。

但是考虑到 2019 年废七类将被禁止进口，而废六类将被限制性进口，未来废铜进口形势依然不容乐观。未来精废价差也有望再次回落。

图表 18 中国废铜进口单月变化



图表 19 中国废铜进口累计变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

4、精铜库存整体低位，内外库存表现分化

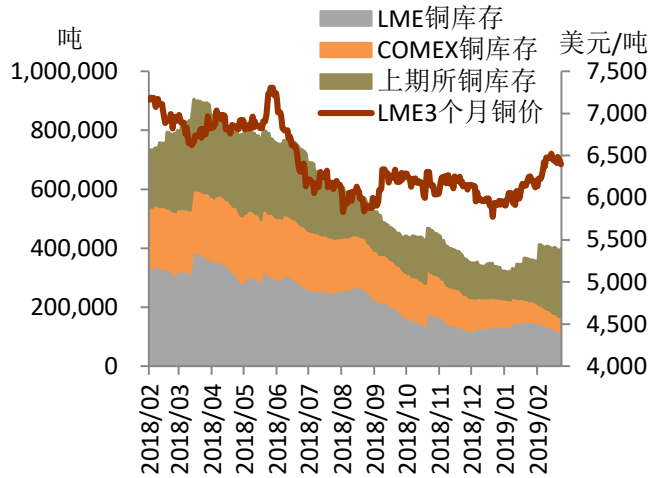
截至 3 月 1 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 12.6 万吨、22.7 万吨和 5.6 万吨，合计 40.4 万吨，较去年同期 75.6 万吨下降 47%，较年初 34.9 万吨上升 15.7%。

中国方面，保税区库存 53.2 万吨，国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 75.9 万吨，较去年同期增加 2.4 万吨，较年初增加 18.1 万吨。

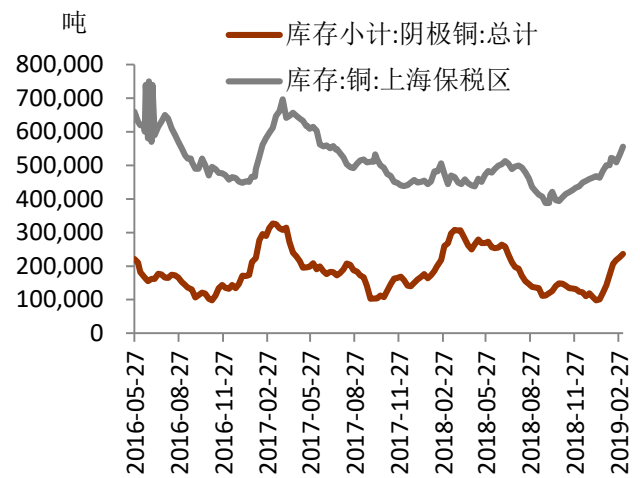
从整体库存水平来看，三大交易所整体库存还处于近年来低位，而且年初以来的库存增加量也低于往年同期水平。但是如果国内外分开来看，国外 LME+COMEX 库存一直处于 2018 年以来的去库存周期中，库存水平也处于近 5 年来的低位；而国内 SHFE+保税区库存水平则已经接近了去年高点，年初以来的库存增加量也较大。

因此，我们可以看到全球整体库存水平依然处于低位，对于铜价会有所支撑；但是国内外库存表现却全然不同，国内库存水平已经处于高位，国外还处于持续降库存当中，铜价也表现出内弱外强的格局。

图表 20 三大交易所库存变化情况



图表 21 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

5、下游消费并不乐观

2019 电网投资计划增速下滑，但未来有望超预期完成

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2019 年国家电网计划电网投资 5126 亿元，较 2018 年增加 2.7%。2018 年电网实际投资 5373 亿元，累计同比增加 0.6%。历史数据显示，实际电网投资额多高于计划投资额。特别是在 2018 年电网实际投资上半年低迷情况下，下半年开始发力，最终实际投资依然高于计划投资水平。

因此，在经济下行背景下，我们认为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。尽管 2019 年电网计划投资额增速低于此前同期，但是我们并不悲观，依然看好电网投资对于铜消费的拉动。

房产税立法稳步推进，2019 地产用铜不乐观

在第十三届全国人民代表大会第二次会议的报告提到今年会集中力量落实好党中央确定的重大立法事项，包括房地产税法。对比去年政府工作报告对房地产税法的相关表述为“稳妥推进房地产税法立法”；而今年的政府工作报告中的表述为“稳步推进房地产税法立法”。这两次表述显示，房地产税法正在逐渐进入制定程序。在国内增值税改革背景下，房地产税法改革也是大势所趋。

我们预计房地产调控政策整体上依然会在 2019 年继续延续，但不排除地方出现部分微调，一城一策。整体来看，2018 年国内新屋开工面积同比高增速预计难以在 2019 年再度出现，预计会大幅下滑；而竣工面积同比增速将会出现回升。因此，随着房地产拿地下降，新开工面积增速下滑，2019 年房地产用铜难言乐观。

空调产销增速下降，未来需求值得担忧

根据产业在线数据，2019 年 1 月家用空调产量 1127.5 万台，同比增加 2.2.%；2019 年 1 月家用空调销量 1308.7 万吨，同比下降 0.5%。从开年表现来看，2019 年空调产销虽然同比依然回升，但是增速大幅低于去年同期水平。

此前我们一直担忧在 2019 年空调市场会面临销量和库存两大难题。目前来看，这依然是未来隐忧。进入 2019 年之后，恒大率先打响销售战，全国房价打 9 折出售，2019 年最大目标依然是回收现金，预计 2019 年对于房产销售来说又是艰难一年。而空调需求往往会和房地产销售面积相关，因此未来空调需求将持续下降。同时，国内空调库存一直处于高位，在未来去库存周期中，空调产量将进一步下降。因此，可以预计 2019 年空调对于铜的需求将出现下滑。

汽车产销延续去年来弱势表现

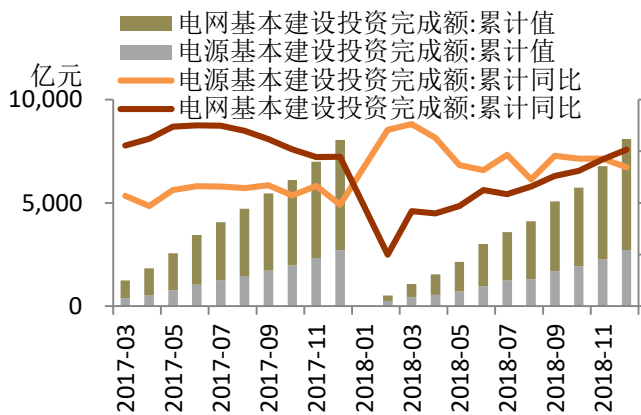
根据中汽协数据，2019 年 1 月汽车产量 236.5 万辆，同比下降 12.05%；2019 年汽车销量 236.73 万辆，同比下降 15.76%。2019 年汽车产业的表现延续了 2018 年下半年以来的疲软走势，产销继续负增长。目前国家已经出台汽车下乡政策，但是目前来看作用有限，难改汽车产销下滑趋势。

新能源汽车仍是汽车行业的亮点。2019 年 1 月新能源汽车销量 9.6 万辆，同比增加 149%。可以看出，新能源汽车依然保持较高的增长率。相对于传统汽车来说，新能源汽车单位耗铜量更多，因此随着新能源汽车发展，其对铜需求影响也在逐渐加大。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。

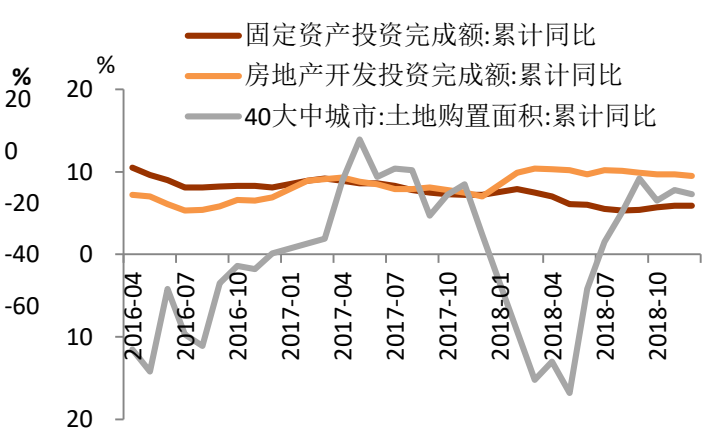
2019 铜的终端需求不容乐观

通过对铜下游终端各领域的分析，2019 年国内铜的终端消费预计难以维持 2018 年的高增速，根据 2019 年的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 22 电力投资完成额变化

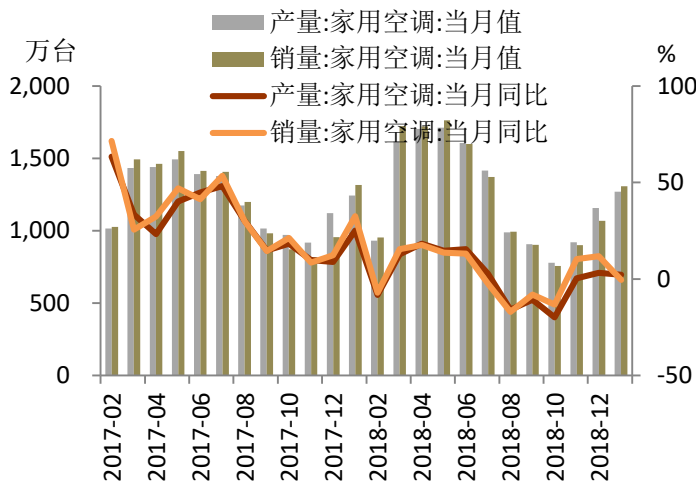


图表 23 房地产开发投资增速变化

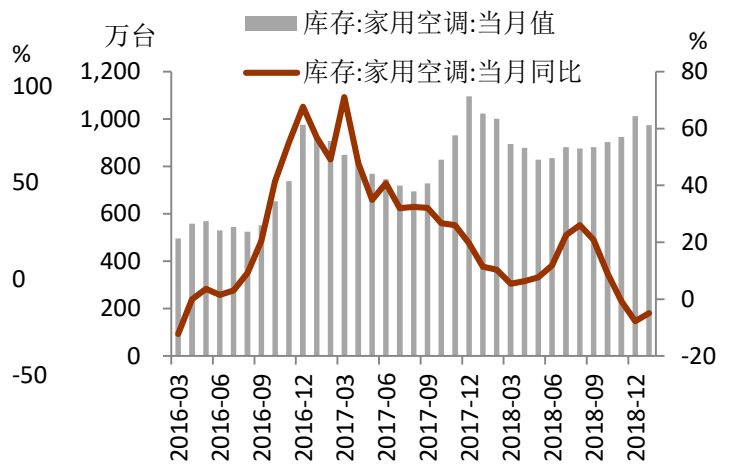


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 24 家用空调产量增速变化

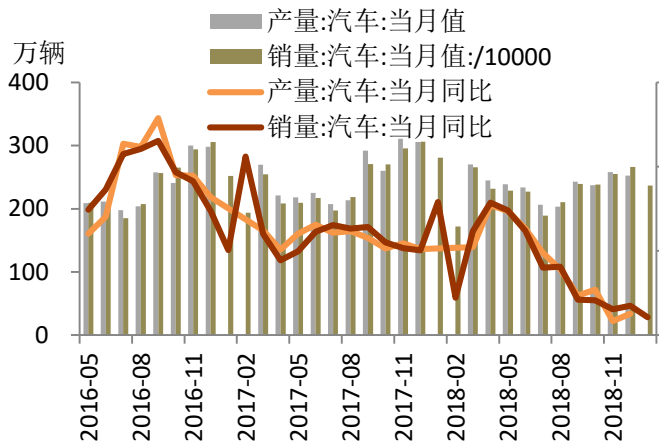


图表 25 家用空调库存变化

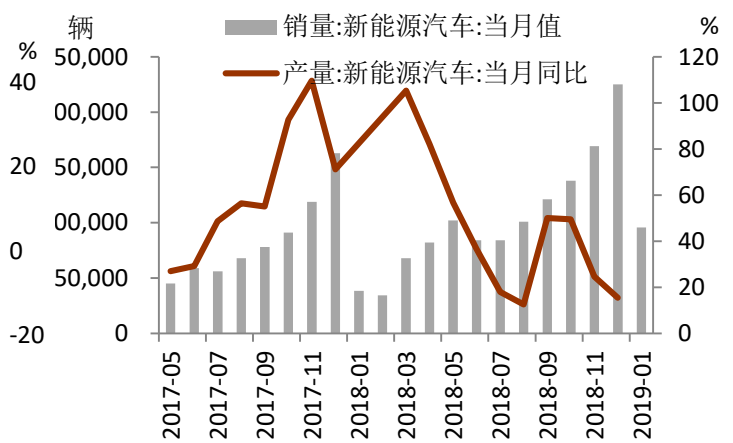


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 26 汽车产销量变化



图表 27 新能源汽车产量及销量变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

四、行情展望

进入 2019 年之后, 国外主要经济体美欧日经济下行压力更加明显, 欧洲和日本 PMI 都在时隔多年之后再次回落至 50 下方, 美国制造业 PMI 也出现明显下滑。因此美联储放缓表, 加息预期减弱; 欧央行难以摆脱货币刺激局面。国内则在去年就重启货币宽松, 因此 2019 年尽管也面临经济下行压力, 但是目前有企稳迹象, 预计未来货币宽松仍将是趋势。

基本面来看, 2019 年前两个月全球铜供应扰动因素开始增多, 在赞比亚以及刚果新政之下, 嘉能可关闭刚果铜钴矿山, 下调铜矿产量。印度韦丹塔冶炼厂复产未能通过最高法院批转, 开始转卖铜精矿库存, 短期之内复产无望。这加剧了本就偏紧的全球铜供应紧张的格局。但是需求方面, 从前两个月国内下游终端消费来看, 还未看到明显亮点, 未来将寄望于电网投资能超预期增加。

整体来看, 目前铜供需两弱, 供需面没有明显矛盾; 而宏观方面, 尽管存在经济下行压

力，但是货币宽松政策有望支撑铜价，铜价预计将以震荡上涨为主。预计未来一个月沪期铜主要运行区间在 48500-52000 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
1803、2104B 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