

2019 年 12 月 3 日

星期二

## 宽松政策效果显现

### 铜价延续震荡上行

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



#### 要点

- 全球发达经济体出现了触底回升迹象，宽松政策的效果逐渐体现之后，全球宽松可能会暂时放缓，以进一步观察政策作用。国内方面，国内 PMI 双双回升，出现了明显了好转信号。在全球经济短期企稳，国内房地产强韧，基建投资增速小幅回升情况下，经济将在未来一两个季度出现阶段性企稳回升。
- 供应方面，11 月份全球铜精矿市场整体供需基本平衡，市场关注焦点在于 2020 年铜矿长单 TC 确定，较 2019 年水平出现较大幅度下降，这也体现了明年全球铜矿供应和铜冶炼产能之间依然有较大矛盾。精铜方面，国内精铜产量继续增加，但是废铜和阳极铜供应紧张依然对于产量造成了一定影响，预计在明年这一影响还将更加显著。
- 需求方面，通过对铜下游终端各领域的分析，国内铜的下游需求的各个领域整体依然面临较大压力，但是部分行业开始出现企稳回升迹象。电网投资连续两个月单月投资额同比回升，房产数据全面回暖，此外空调行业进入新冷年之后，产销俱佳。
- 预计未来一个月铜价震荡上行，有望出现上涨行情，沪期铜主要运行区间在 46500-50000 元/吨。
- 风险点：全球经济复苏弱于预期

## 目录

一、2019 年 11 月行情回顾.....	4
二、宏观经济分析 .....	5
1、全球 PMI 环比回升，宽松政策作用显现.....	5
2、国内 PMI 双双回升，经济步入企稳阶段.....	6
三、基本面分析 .....	7
1、年末铜矿供需整体平衡，明年长单 TC 大降暗示未来供应紧张 .....	7
2、国内精铜产量受粗铜限制，进口持续增加得益进口盈利 .....	8
3、废铜进口继续下降，关注明年标准变化.....	11
4、国内外库存继续下降，全年有望继续去库.....	12
5、下游需求现企稳迹象，未来仍持乐观预期.....	13
四、行情展望 .....	16

## 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.....	7
图表 6 中国 PMI 指数.....	7
图表 7 国内冶炼检修计划（万吨）.....	9
图表 8 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	9
图表 9 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	9
图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势.....	10
图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	10
图表 12 中国铜材产量及增速变化.....	10
图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	10
图表 14 中国精炼铜产量变化.....	10
图表 15 中国精炼铜消费量变化.....	10
图表 16 中国精炼铜进口量及增速变化.....	11
图表 17 中国精炼铜出口量及增速变化.....	11
图表 18 中国废铜进口单月变化.....	12
图表 19 中国废铜进口累计变化.....	12
图表 20 三大交易所库存变化情况.....	13
图表 21 SHFE 和保税区库存走势.....	13
图表 22 电力投资完成额变化.....	15
图表 23 房地产开发投资增速变化.....	15
图表 24 家用空调产量增速变化.....	15
图表 25 家用空调库存变化.....	15
图表 26 汽车产销量变化.....	16
图表 27 新能源汽车产量及销量变化.....	16

## 一、2019 年 11 月行情回顾

2019 年 11 月，铜价整体走势以窄幅震荡为主，但连续三个月月线收阳。月初，受到外盘铜价下跌带动，国内铜价出现低开，但当天就出现企稳，随后开始震荡上行，最高至 47700 元/吨；在国内 10 月经济数据发布之后，铜价开始连续走低，最低下行至 46730 元/吨。进入 11 月下旬，在国外经济数据出现好转背景之下，铜价再次回升，逐步攀升至前期高位区间，最终月底收在了 47370 元/吨，较上个月下跌了 20 元，跌幅 0.04%。伦铜 11 月走势以震荡收高为主，呈现了月初上行，月中下行，月底再度上行的走势，最终月底收在 5879.5 美元/吨，较上个月上涨 73.5 美元，涨幅 1.27%。总体来看，铜价依然运行在 6 月份以来的震荡区间之中，但价格重心有所上移。

图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2019 年 11 月，国内铜的现货升水走势呈现先上涨后回落的走势。月初在国内库存继续回落的背景之下，下游需求意愿偏强，现货升水逐步走高，最高达到 200 元/吨，进入下半月之后，随着国内补库逐渐完成，临近月底，需求开始逐渐下降，国内铜现货升水也开始逐步走低，最终月底收在 160 元/吨一线。整体来看，11 月份由于国内库存整体仍然呈现下降走势，以及国内进口窗口关闭，进口铜冲击幅度有限，铜现货升水整体走势偏强。

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 PMI 环比回升，宽松政策作用显现

2019 年 11 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.1，继续低于预期，环比下降 0.2 个百分点，整体已经连续 4 个月处于 50 荣枯线之下；2019 年 11 月欧元区制造业 PMI 为 46.9，较 2019 年 10 月 45.9 有所回升，虽然这已经是欧洲制造业 PMI 连续 10 个月处于 50 荣枯线之下，但是近两个月已经出现连续上行局面；2019 年 11 月日本制造业 PMI 为 48.6，较 2019 年 10 月 48.4 同样有所回升。

从全球主要的发达经济体的 PMI 数据来看，目前无论是欧美还是日本的制造业 PMI 全部处于 50 荣枯线之下，体现了当前全球经济形势仍然在延续今年以来的弱势格局，以及市场对未来全球经济发展的预期依然较为悲观。

但是我们从一些边际变化也看到了可喜的迹象。首先是欧洲方面，已经连续两个月出现回升，而且企业信心显著改善，回升至 5 个月高位，显示了欧洲最糟糕的时间已经过去；同时日本制造业 PMI 同样出现了底部回升的情况，这也显示了日本制造正在从底部开始缓慢复苏。而此前一枝独秀的美国制造业 PMI 则继续下降，这和整体周期有关，随着其他经济体的复苏，美国走出困境也是时间问题。

我们认为目前发达国家的制造业 PMI 逐渐触底反弹的主要原因还是在于此前持续宽松政策效果开始显现。年初以来，全球开启宽松周期，包括美国在内都出现多次降息的政策，我们预计在经济数据有所企稳之后，以及美国年内已经多次降息，未来短时间之内再次降息的可能性正在逐渐降低。但是，美联储还会继续扩张的资产负债表，以保证经济的平稳运行。

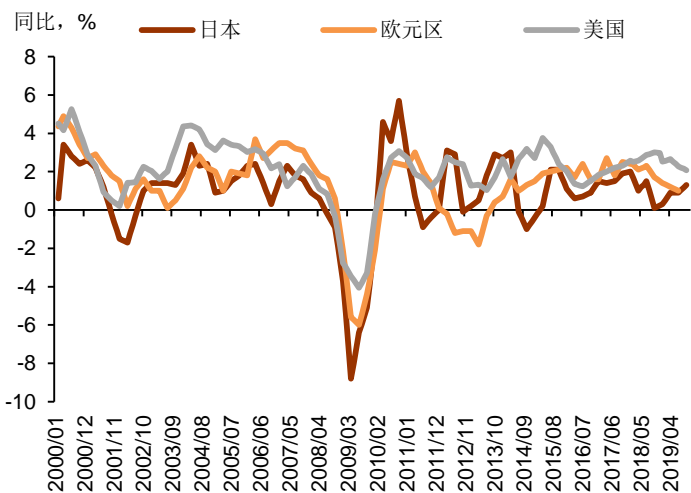
## 2、国内 PMI 双双回升，经济步入企稳阶段

2019 年 11 月国内制造业 PMI 为 50.2，高于 2019 年 10 月的 49.3，为 7 个月来新高，也是半年来首次重返 50 荣枯线之上。11 月财新中国 PMI 则为 51.8，高于上一个月的 51.7，连续 4 个月站上 50 荣枯线之上，创 2017 年以来最高。

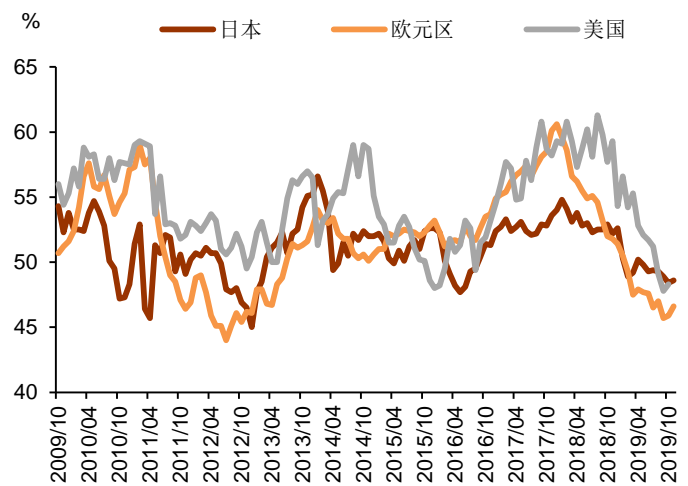
从最新公布的 PMI 数据来看，在财新 PMI 见底，连续多月站上荣枯线之上后，国内官方 PMI 也半年多来首次重返荣枯线之上，这也意味着国内经济确实在出现企稳回升的好转迹象。从 PMI 的分项数据来看，本月官方 PMI 回升的主要原因来自于生产和订单的大幅回升，这和国内外经济出现复苏是密不可分的。

从高频数据来看，发电耗煤同比涨幅扩大，高炉开工率上行，生产面继续强韧。在去年基数走高的情况下，房地产销售止跌转升，房地产销售保持韧性。但全国 100 个大中城市土地成交面积明显回落，房企拿地依然疲弱。乘用车日均零售销售量同比跌幅扩大。国内经济整体处在复苏过程当中，但是下游终端消费还没有出现明显好转情况，经济复苏才处于初期阶段。整体来看，在全球经济短期企稳，国内房地产强韧，基建投资增速小幅回升情况下，无需对当前经济过度悲观，经济将在未来一两个季度出现阶段性企稳回升，并将逐渐传导至下游终端消费领域。

图表 3 发达国家 GDP 增速

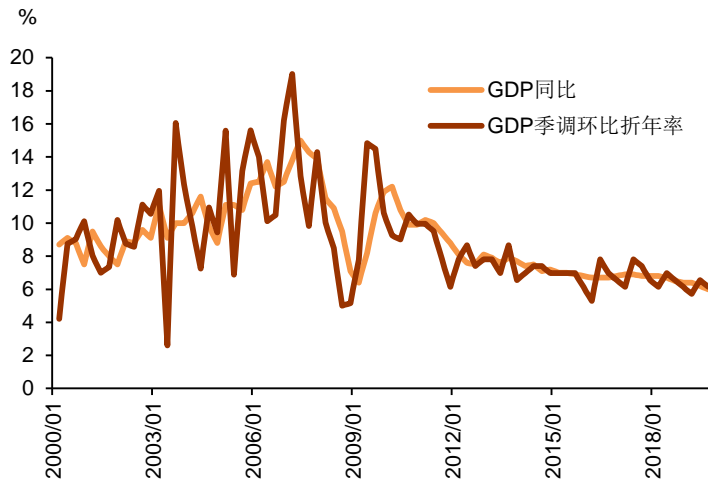


图表 4 发达国家制造业 PMI 指数

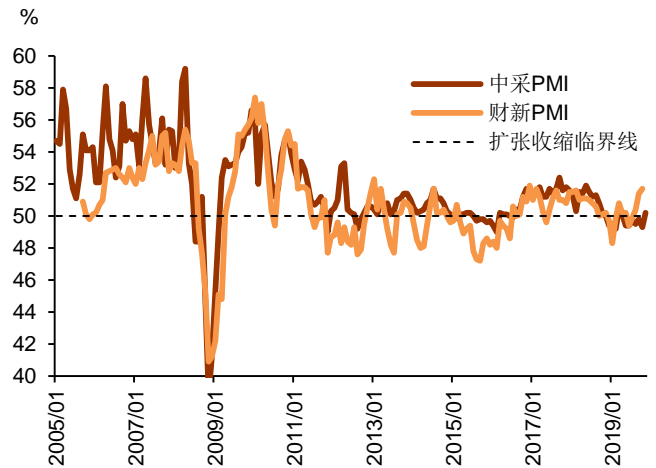


资料来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

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、年末铜矿供需整体平衡，明年长单 TC 大降暗示未来供应紧张

11 月份，全球铜矿市场关注的焦点在亚洲铜业周之上，在会议上，江铜、铜陵、中铜与 Freeport 确定了 2020 年 TC 长单价格为 62 美元/吨，较 2019 年的 80.8 美元下滑了 23%，为 2012 年以来的新低点。此后，智利安托法加斯塔与中国和日本炼厂敲定 2020 年铜精矿长协 TC/RCs 价格为 62 美元/吨和 6.2 美分/磅，与自由港协议价一致。

由于今年以来铜矿 TC 的现货价格大幅回落，市场对于 2020 年的铜矿长单 TC 下降已经有所预期，但是在价格出台之后，依然引发了市场的关注。这也体现了 2020 年铜矿端的供应紧张以及铜冶炼产能的扩张之间依然仍有较大的矛盾存在。2020 年由于印尼 Grasberg 项目转为地下开采的进展十分顺利，铜矿产量将开始陆续恢复，但是由于铜冶炼厂产能增速仍然较快，铜矿整体供需还是偏紧，因此铜矿 TC 长单价格出现了较大回落。但预计 2021 年这一情况将会出现好转。

市场关注的另一个焦点在于智利铜矿的生产情况。在 10 月份智利发生动乱情况之后，市场对于智利铜矿的生产就一直有所担忧。此前铜生产商安托法加斯塔（Antofagasta）指出，近期的国内动乱预计可能影响供应的交付，以及向其输送劳动力的工作。该公司预计将削减约 1 万吨的产量。

根据最新的统计数据，智利 10 月制造业产出较去年同期下滑 5.8%，矿业产出下滑 1.7%。政府统计机构 INE 称，智利 10 月铜产量略降至 493,988 吨，较去年同期下滑 0.4%。其中，全球最大的铜生产商—智利国家铜业公司 Code1co 表示，1-9 月铜产量为 112 万吨，较上年同期下降 6.66%。可见，从智利整体情况来看，整体动乱对于智利铜矿产量目前来看影响比较有限。此外，我们也注意到了近期智利比索的大幅贬值情况，这也将有利于智利整体铜矿

产量的增加。

同时，嘉能可(Glencore)位于刚果民主共和国的穆塔达(Mutanda)矿已暂停运营，原因是难以获得硫酸。硫酸是铜和钴开采的关键原料。此前，嘉能可已经宣布过从年底起暂停该矿运营两年。目前这一时间已经被提前，会对非洲铜矿供应造成影响。

整体来看，近期全球铜矿产量整体仍处于稳中有升情况，尽管有包括智利动乱影响以及嘉能可提前关闭穆塔达铜钴矿的因素，但是全球铜精矿加工费没有出现进一步的下跌，说明市场仍然处于供需平衡状态。目前全球铜矿供需紧张程度已经较上半年大大缓解，未来市场焦点将逐渐转向明年铜矿供应情况的变化之上。

## 2、国内精铜产量受粗铜限制，进口持续增加得益进口盈利

根据上海有色网数据，2019年10月中国电解铜产量为78.3万吨，环比增长3.12%，同比增长8.66%，1-10月累计产量734.04万吨，同比增长1.57%。10月实际产量高于9月预期量77.83万吨，主要因为江西铜业、铜陵有色、云南铜业、金川集团产量高于计划，从一定程度上也反应部分冶炼厂也有年底追赶产量计划的需求。

11月，根据各冶炼厂排产来看，部分冶炼厂产量仍受到废铜和阳极铜供应紧张影响，但新投放冶炼产能仍在继续爬产，二者增减量基本形成对冲。预计11月国内电解铜产量将会提升至78.66万吨，同比增幅5.43%，累计产量达到812.7万吨，累计增幅达1.94%。

从近期的产量情况来看，国内精铜实际产量都受到了废铜和阳极铜供给紧张拖累。尽管年内我们预计精铜产量仍将保持在78万吨之上。但是在2020年的铜精矿长单加工费公布之后，长单加工费已经处于国内中小型冶炼厂的盈亏平衡点之下，这将为国内冶炼厂未来经营造成较大压力。此外，2019年硫酸价格持续下滑也进一步压缩冶炼厂生产利润，据了解，年内冶炼厂已关停了部分粗炼产能，预计这一情况明年还会继续加剧。

进出口方面，中国2019年10月份精炼铜进口量31.69万吨，同比增加2.71%；1-10月精炼铜累计进口282.98万吨，同比下降8.8%。2019年10月份铜矿石及精矿进口量191.43万吨，同比增加21.99%；1-10月铜矿石及精矿累计进口1791.62万吨，同比增加8.23%。10月份国内铜矿进口大幅增加主要因为上半年南美矿石出口受限推迟至年底所致，10月份国内精炼铜进口继续保持高位则是此前进口窗口不时有打开机会所致，目前进口已经持续亏损，预计未来进口数量将会有所回落。

中国2019年10月未锻轧铜及铜材进口量为43万吨，环比下降4.44%，同比上升2.38%，2019年1-10月未锻轧铜及铜材累计进口量为397万吨，累计同比下降173%。进口量的减少也主要是因为去年同期基数较高所致。

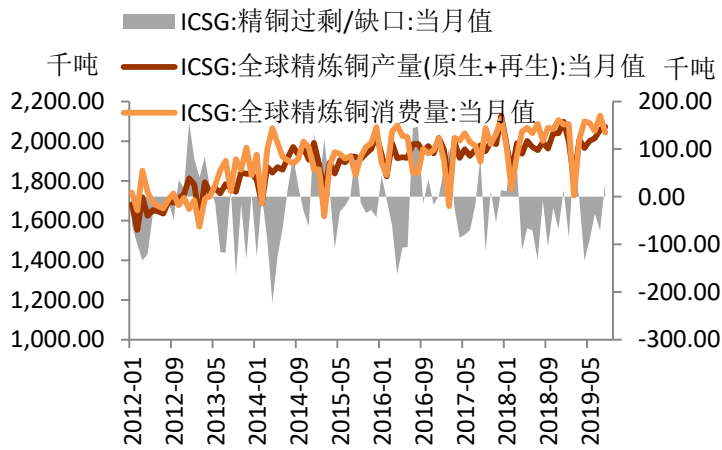


图表 7 国内冶炼检修计划（万吨）

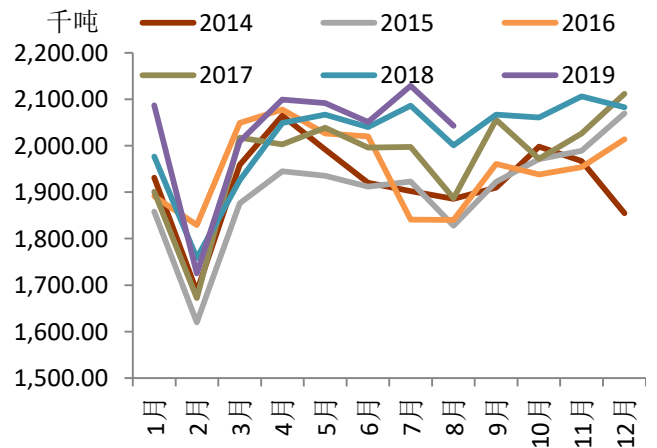
企业名称	粗炼产能	开始时间	结束时间	备注
青海铜业	10	2019 年 1 月	2019 年 1 月	15 天
新金昌铜业	20	2019 年 4 月	2019 年 5 月	25 天
金川本部	40	2019 年 5 月	2019 年 5 月	20 天
广西金川	40	2019 年 3 月	2019 年 4 月	45 天
新疆五鑫	10	2019 年 4 月	2019 年 4 月	30 天
金隆铜业	35	2019 年 4 月	2019 年 5 月	45 天
豫光金铅	15	2019 年 4 月	2019 年 5 月	40 天
山东恒邦	20	2019 年 4 月	2019 年 5 月	40 天
阳谷祥光	40	2019 年 4 月	2019 年 5 月	45 天
中原黄金	35	2019 年 5 月	2019 年 6 月	40 天
福建紫金	30	2019 年 6 月	2019 年 7 月	25 天
江铜富冶	30	2019 年 7 月	2019 年 7 月	30 天
金冠铜业	40	2019 年 10 月	2019 年 10 月	25 天
江西铜业	65	2019 年 10 月	2019 年 11 月	48 天
国投金城	10	2019 年 10 月	2019 年 10 月	25 天

资料来源：SMM，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

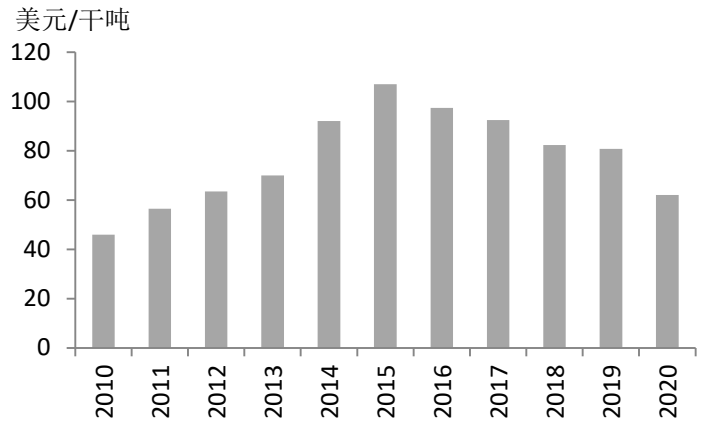


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

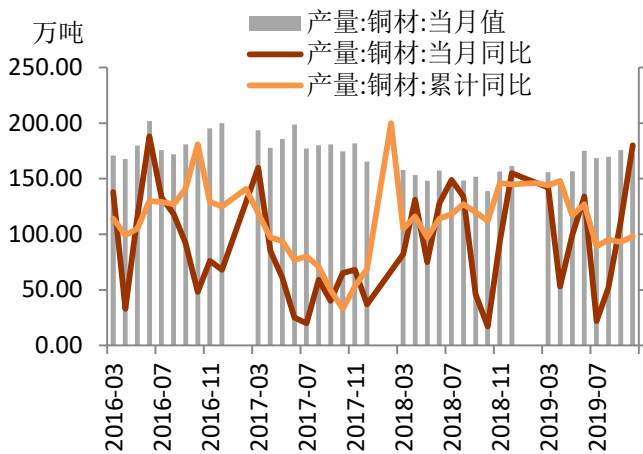


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

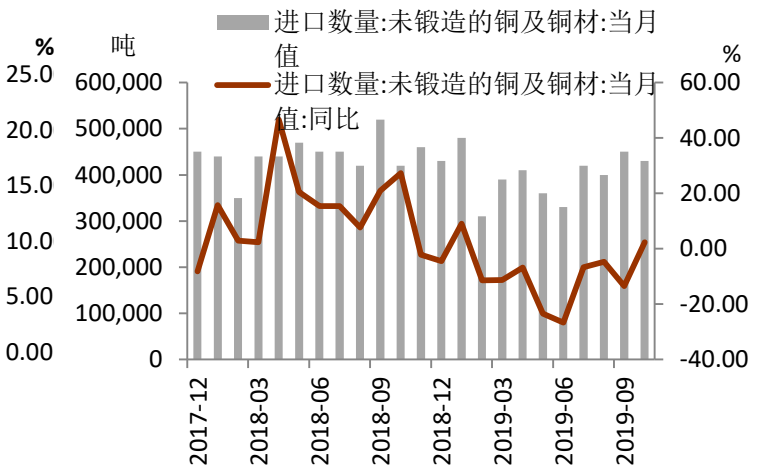


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

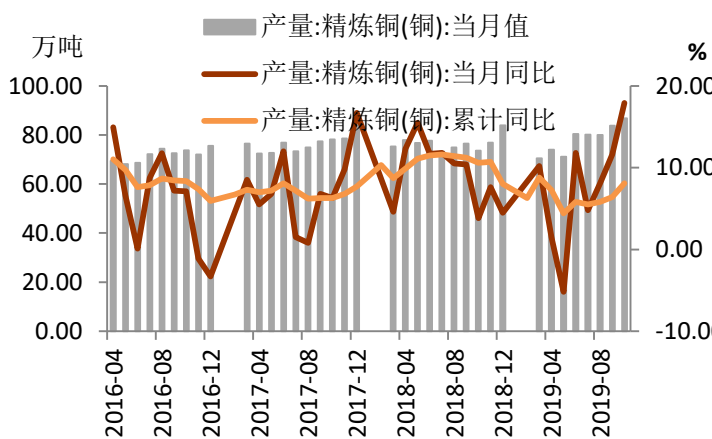


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

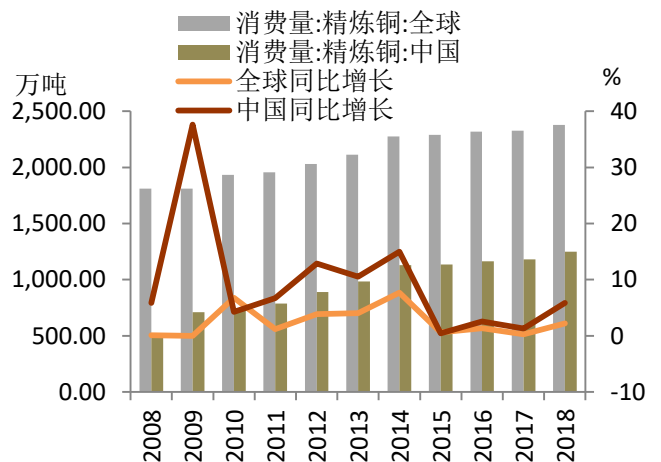


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 14 中国精炼铜产量变化

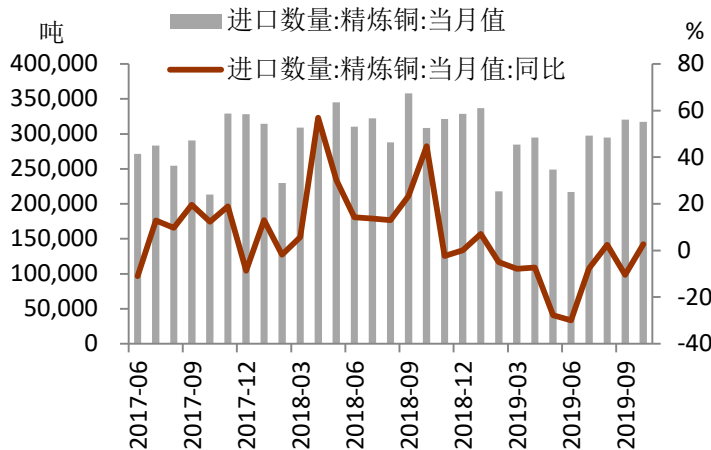


图表 15 中国精炼铜消费量变化

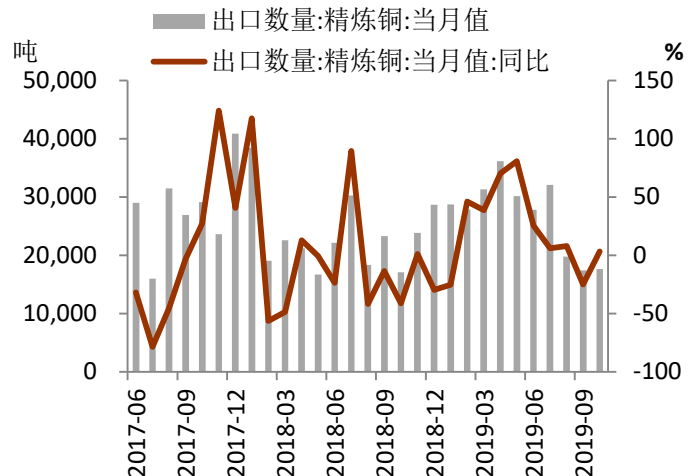


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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、废铜进口继续下降，关注明年标准变化

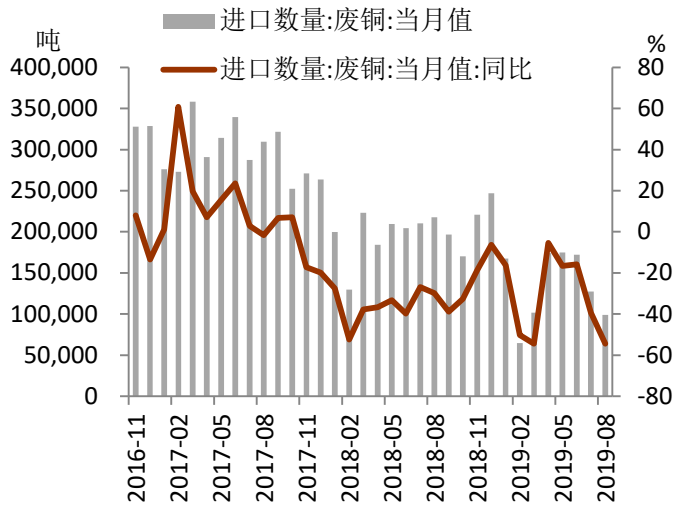
根据海关总署数据，2019 年 10 月份国内废铜进口 8.6595 万吨，同比减少 49.07%，环比较 9 月份的 15.49 万吨下降了 44.1%。2019 年 1-10 月份累计进口废铜 132.26 万吨，较去年的 194.54 万吨同比减少约 32.01%。从实际废铜进口金属量来看，10 月份国内废铜进口金属量约 6.93 万吨，环比下降了 44.08%，同比下降了 39.49%；1-10 月废铜进口金属量 107.72 万吨，累计同比增长 6.42%，增速较此前一个月出现明显下降。

10 月份进口废铜数量的大幅下降符合我们此前的预期。由于四季度国内废铜进口批文发放的数量有限，较三季度出现大幅下降，因此我们推算四季度合计整体进口数量不会超过 20 万吨，同比下降幅度超过 60%。全年合计废铜进口量预计为 116 万吨，同比下降幅度超过 10%。

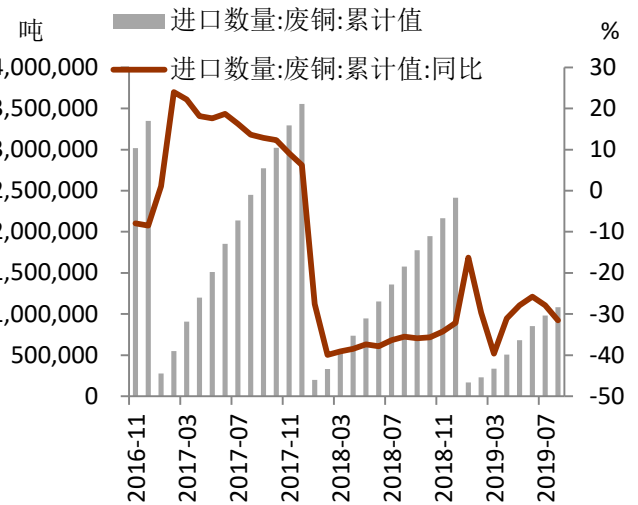
除了关注今年废铜进口情况之外，目前市场还关注明年废铜进口规则的变化。根据亚洲铜业周上的消息，预计明年国内废铜进口标准将会出现一定变化，部分高端废六类废铜将会被调入再生铜类别，通过此类方式允许进入国内市场，但是低端废六类仍将受到进口批文的限制。这一改变预计最要要在明年二季度开始实施。未来能有多少高端废六类废铜可以通过进口方式进入国内是未来的不确定因素，以及海外有多少产能可以生产高端废铜都值得关注。

整体来看，下半年实行新的废铜进口政策之后，政策效应逐渐显现，废铜进口量和金属量都出现明显回落，预计四季度废铜进口将出现大幅缩减，全年进口量的预期也将转为大幅下降。同时，在明年新标准公布之前，废铜供应紧张的情况将至少持续至明年一季度。

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

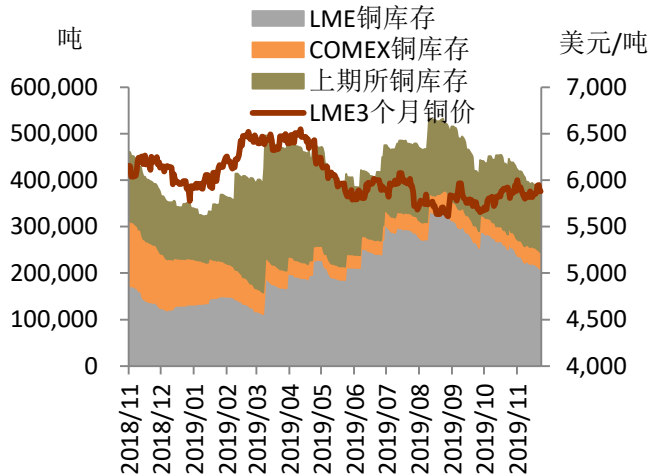
#### 4、国内外库存继续下降，全年有望继续去库

截至 11 月 29 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 20.86 万吨、12.02 万吨和 3.64 万吨，合计 36.52 万吨，和上个月相比下降了 7.41 万吨，较去年同期 39.49 万吨相比下降了 2.98 万吨，较年初 35.07 万吨增加 1.45 万吨。

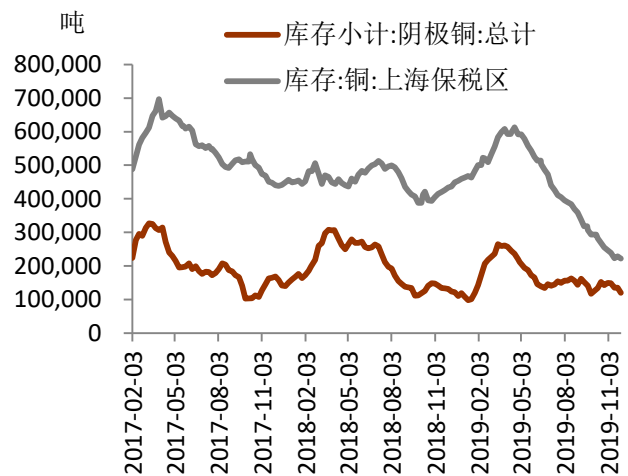
中国方面，保税区库存 22.2 万吨，较上个月下降了 3.3 万吨。国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 34.2 万吨，较去年同期下降 22.29 万吨，较年初下降 22.97 万吨。

从整体库存水平来看，三大交易所整体库存在 11 月份持续下降，延续了 10 月份以来的回落趋势。从全年水平来看，目前三大交易所库存已经和年初水平相差无几，年初的累库基本在 8 月份以来的下降趋势中基本耗尽。国内方面，国内显性库存同样处于下降趋势当中，11 月库存继续下降，今年以来除了年初的常规累库之外，国内库存一直处于快速下降之中。国内库存下降在上半年是受到了国内炼厂供应不足拖累，但是下半年国内库存仍然下降，主要原因还是在于下游消费情况的好转。预计到年底国内外库存将继续下降。相应的，国内现货将继续维持升水格局。

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、下游需求现企稳迹象，未来仍持乐观预期

### 电网投资单月同比回升，未来需求环比增加

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2019年10月，国家电网基本建设投资完成额累计达到3415亿元，同比下降10.5%；国家电源基本建设投资完成额2065亿元，累计同比增加7.6%。10月份电网投资累计同比降幅出现再度缩小，同时电源累计投资增速出现提升。

整体来看，10月份电网投资累计增速以及电源投资累计增速都出现了好转局面，延续了9月份良好的态势，也是电网投资连续两个月的单月投资额同比出现回升。这也意味着在进入年底收官阶段之后，国内电网投资的增速开始进入加速阶段。进入四季度，特别是年末11和12月是电网投资的高峰期，因此我们继续看好电网投资的单月投资额环比继续回升。但是考虑到去年同期的基数较高，因此电网投资的增速预计降幅在未来还会继续扩大，年初的电网投资计划完成额更是难以完成。

### 房屋竣工迎来拐点，对铜需求形成支撑

2019年1-10月份国内房屋新开工面积185634.42万平方米，同比增加10%，增速连续在5个月下滑之后首度回升；1-10月份房屋竣工面积54211.14万平方米，同比下降5.5%，下降幅度连续4个月收窄；1-10月份商品房销售面积133250.68万平方米，同比增加0.1%，年内增速首度转正。从10月份的房地产数据来看，房地产行业在10月份全面转好，不但新开工面积回升，竣工快速降幅快速收窄，销售面积更是年内首次增加。这些都显现了房地产市场的需求韧性。

最值得关注的是房地产的竣工数据，在经过了连续9个季度的房屋竣工同比下降之后，2019年三季度房屋竣工出现了久违的同比正增长。如果通过上市公司的计划数据来看，未来竣工数据还将继续向好。因此，可以认为9月份是房屋竣工的拐点。这对于地产后周期的有色需求来说，将会有重要支撑。

### 空调产销连续增长，新冷年产销表现回暖

根据产业在线数据，2019 年 10 月家用空调产量 832.5 万台，同比增加 8.2%；2019 年 1-10 月家用空调累计产量 12817 万台，同比下降 0.7%。2019 年 10 月家用空调销量 772 万台，同比增加 3.1%；2019 年 1-10 月家用空调累计销量 12886.6 万台，同比下降 1.63%。8 月份是空调行业新一个冷年的开始，从新冷年的月度数据来看，空调产销同比都出现了不同程度的好转。

根据我们测算，空调销量增速滞后于房地产销售面积增速一年左右，因此年初我们就预测在房地产销售面积下降的情况之下，空调销量也将遭遇较大问题。从二季度空调行业的产销来看，也基本符合我们此前预测。进入 8 月份之后，空调行业新的冷年开始，虽然 8 月份产销出现回暖迹象，同时我们也观察到随着房地产销售面积的企稳，未来空调销售产量也有望出现企稳回升。特别是在格力在空调市场开启大幅度的降价促销之后，其它企业纷纷跟进，预计空调的产销在未来会出现明显回升。

### 汽车产销跌幅继续收窄，新能源汽车销量同比继续下降

根据中汽协数据，2019 年 10 月汽车产量 229.5 万辆，同比下降 1.68%；2019 年 1-10 月汽车产量累计 2044.4 万辆，同比下降 10.4%。2019 年 10 月汽车销量 228.4 万辆，同比下降 4.03%；2019 年 1-10 月汽车销量累计 2065.2 万辆，同比下降 9.7%。

从近三个月的汽车产销数据来看，无论是产量还是销量的降幅都出现了收窄情况，这主要得益于去年下半年之后基数水平较低，因此我们可以预计未来几个月这种情况还将持续，未来汽车产销的降幅还有可能继续收窄。从环比情况来看，未来几个月是汽车行业的传统旺季，因此整体产销都将处在年内高位水平。

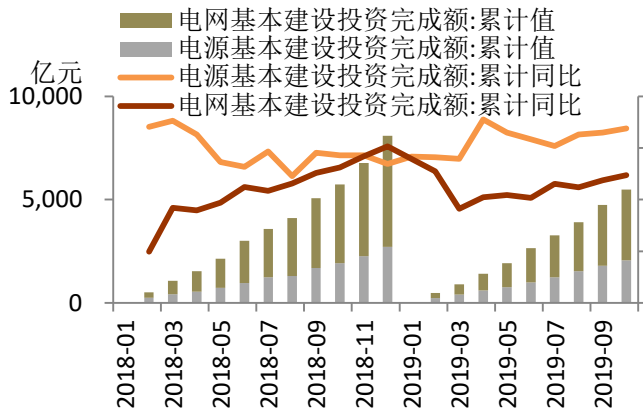
新能源汽车仍是汽车行业的亮点。根据中国汽车工业协会数据，2019 年 10 月新能源汽车产量 8.5 万辆，同比下降 39.7%；2019 年 1-10 月新能源汽车产量累计 96.1 万辆，同比上升 11.5%。2019 年 10 月新能源汽车销量 7.51 万辆，同比下降 39.7%；2019 年 1-10 月新能源汽车销量累计 94.73 万辆，累计同比上升 11.1%。由于补贴的下降，国内新能源汽车虽然年内整体依然保持较高增速，但是单月产销出现较大的回落，市场期待甚好的新能源需求短期之内恐怕难以实现。

### 需求环比继续持乐观预期

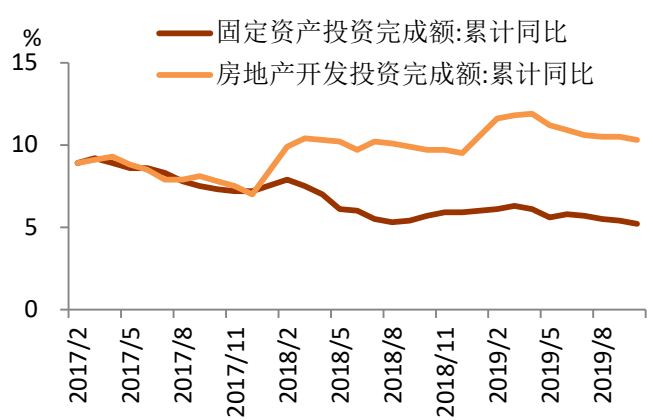
通过对铜下游终端各领域的分析，进入四季度之后，迎来了年内各个行业的收官阶段，国内铜的下游需求的各个领域整体依然面临较大压力，但是大部分行业环比有望持续回暖。10 月份电网投资降幅继续收窄，虽然年内难以完成年初计划完成额，但是单月投资额已经连续两个月出现同比回升，同时年底属于赶工高峰期，预计未来仍有增长空间。而房地产 10 月数据全面回暖，竣工进入拐点，对于后市需求同样保持乐观。此外，空调行业在进入新冷年之后，产销也出现企稳回升，在空调行业价格战之下，预计未来产销有望继续走高。唯一让人担忧的是汽车产销的下降，传统汽车基于去年低基数影响，降幅收窄，但是新能源汽车由于补贴滑落，单月数据都出现较大降幅。整体来看，未来一段时间的需求仍然稳健，

继续维持乐观预期。

图表 22 电力投资完成额变化

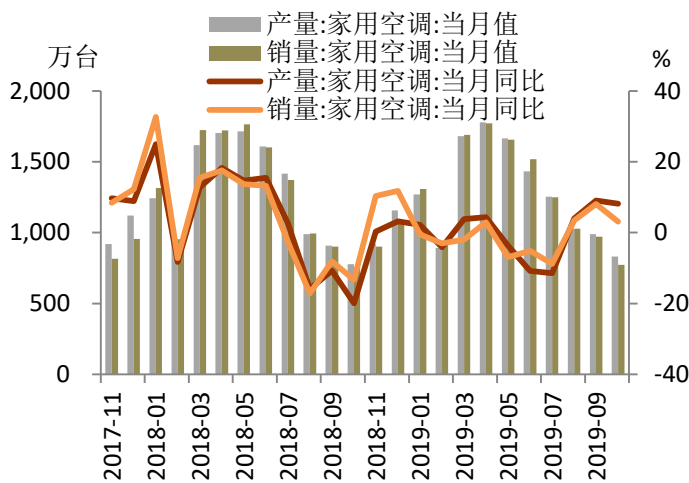


图表 23 房地产开发投资增速变化

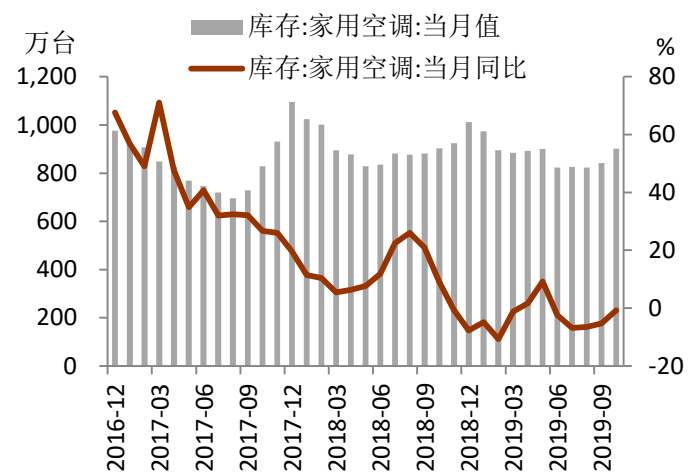


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 24 家用空调产量增速变化

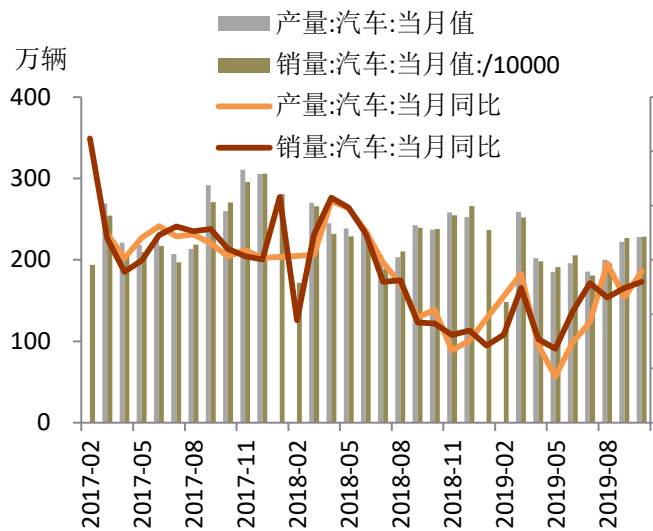


图表 25 家用空调库存变化

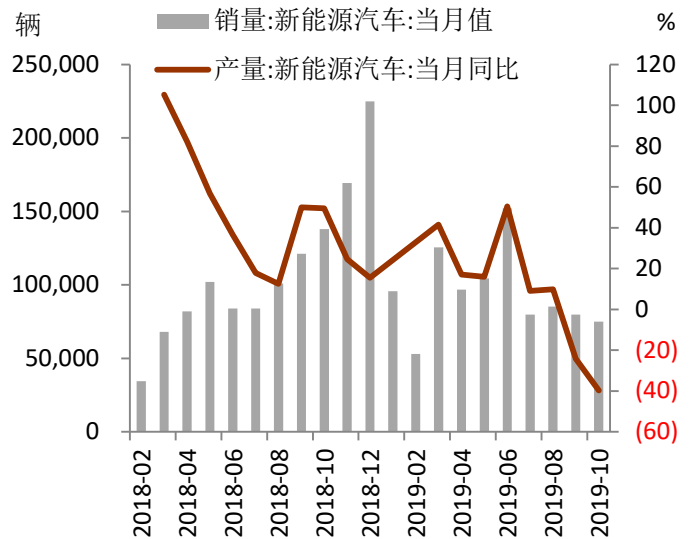


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

宏观方面，全球发达经济体的经济数据依然延续了此前弱势，无论是欧美还是日本的制造业 PMI 全部处于 50 荣枯线之下，但是欧洲和日本都出现了触底回升迹象，而美国依然处于弱势，这和美国更晚进入衰退有关。随着发达国家经济边际好转之后，宽松政策的效果逐渐体现之后，全球宽松可能会暂时放缓，以进一步观察政策作用。国内方面，国内 PMI 双双回升，出现了明显了好转信号，虽然整体依然有较大压力。但是在全球经济短期企稳，国内房地产强韧，基建投资增速小幅回升情况下，无需对当前经济过度悲观，经济将在未来一两个季度出现阶段性企稳回升，并将逐渐传导至下游终端消费领域。

基本面来看，11 月份全球铜精矿市场整体供需基本平衡，铜矿加工费现货价格也因此持稳。市场关注焦点在于 2020 年铜矿长单 TC 确定，较 2019 年水平出现较大幅度下降，这也体现了明年全球铜矿供应和铜冶炼产能之间依然有较大矛盾。精铜方面，10 月份国内精铜产量继续增加，但是废铜和阳极铜供应紧张依然对于产量造成了一定影响，预计在明年这一影响还将更加显著。同时，废铜进口大幅回落，将对精铜需求产生支撑。明年二季度废铜标准预计发生变化，在此之前，废铜市场紧张局面不会缓解。消费方面，进入四季度之后，迎来了年内各个行业的收官阶段，国内铜的下游需求整体依然面临较大压力，但是大部分行业环比都出现了持续回暖迹象。整体来看，未来一段时间的需求仍然稳健，继续维持乐观预期。

整体来看，虽然全球经济基本面整体状况不佳，但是无论是欧美日发达经济体还是国内都出现了经济企稳的迹象，宏观风险偏好开始回升。供需方面，铜矿供应目前基本平衡，明年依然是偏紧一年；精铜产量继续回升，但是受到废铜和阳极铜供应紧张限制；同时下游需



求环比持续回升，我们对未来需求继续持乐观预期。预计未来一个月铜价震荡上行，有望出现上涨行情，沪期铜主要运行区间在 46500-50000 元/吨。

风险点：全球经济复苏弱于预期

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。