



2019 年 7 月 8 日

星期一

## 供应回归需求疲软

### 铜价走势震荡趋弱

联系人 徐舟

电子邮箱 xu.z@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

#### 要点

- 上半年全球宏观经济表现不佳，受此影响，全球主要央行态度再度趋于宽松，进入 2019 年之后，印度、埃及、新西兰、澳大利亚等国央行均已开始降息。主要经济体方面，无论是中国、美国还是欧洲的央行官员都纷纷暗示降息的可能性。此外，中美贸易战上半年一波三折，在 G20 之后重回磋商的正轨，但是中美贸易战影响逐渐长期化，仍将带来较大不确定性。
- 供应方面，上半年全球铜矿供应受到各类干扰事件影响，全年供应预计难有增速。精铜方面，国内铜冶炼企业的集中检修期已经过去，下半年精炼铜供应预计将会出现回升。废铜方面，第三季度的第一批批文公布，高于此前市场预期，全年实际废铜金属量进口预计减少有限。
- 需求方面，下游的终端消费依然疲软，上半年表现较好的空调和房地产出现颓势，而电网投资和汽车消费，依然延续了负增速，国家也推出了一些促进基建和汽车消费的政策，但仍需观察这些政策效果。
- 预计下半年铜价将以震荡回落走势为主，沪期铜主要运行区间在 44500-48500 元/吨，伦铜主要运行区间在 5400-6300 美元/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、上半年行情回顾 .....	5
二、宏观经济分析 .....	6
1、上半年全球经济表现疲软 .....	6
2、全球央行态度再度偏向宽松 .....	6
3、中美贸易战增加市场不确定性.....	7
三、基本面分析 .....	8
1、全球铜矿供应低于预期，冶炼加工费大幅回落.....	8
2、国内铜矿产能和产量增速回升.....	9
3、国内冶炼集中检修结束，精铜产量下半年回升.....	10
4、铜精矿进口大幅增加，精炼铜进口则同比回落.....	12
5、废铜进口批文公布，下半年废铜供应较预期宽松.....	14
6、上半年内外库存分化，下半年库存压力回升.....	15
7、下游消费增速压力较大，政策效果仍需观察.....	16
四、下半年行情展望 .....	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.....	8
图表 6 中国 PMI 指数.....	8
图表 7 2019 年全球主要新建扩建铜矿项目跟踪（万吨）.....	9
图表 8 2019 年国内铜矿在建产能情况（万吨）.....	10
图表 9 国内冶炼检修计划（万吨）.....	11
图表 10 2019 年国内计划新扩建粗炼项目（万吨）.....	11
图表 11 2019 年国内计划新扩建精炼项目（万吨）.....	12
图表 12 全球铜供需平衡表（万吨）.....	12
图表 13 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势.....	13
图表 14 ICSG 全球精炼铜消费变化.....	13
图表 15 中国铜精矿现货 TC 走势.....	13
图表 16 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势.....	13
图表 17 中国铜材产量及增速变化.....	13
图表 18 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化.....	13
图表 19 中国精炼铜产量变化.....	14
图表 20 中国精炼铜消费量变化.....	14
图表 21 中国精炼铜进口量及增速变化.....	14
图表 22 中国精炼铜出口量及增速变化.....	14
图表 23 中国废铜进口单月变化.....	15
图表 24 中国废铜进口累计变化.....	15
图表 25 三大交易所库存变化情况.....	16
图表 26 SHFE 和保税区库存走势.....	16
图表 27 电力投资完成额变化.....	18
图表 28 房地产开发投资增速变化.....	18

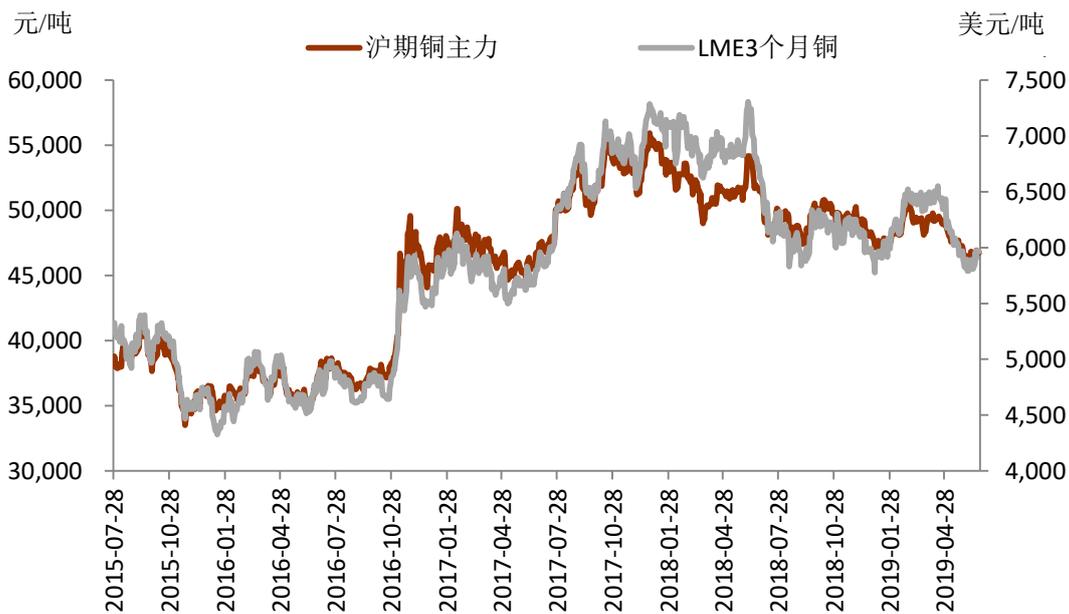
---

图表 29 家用空调产量增速变化.....	18
图表 30 家用空调库存变化.....	18
图表 31 汽车产销量变化.....	19
图表 32 新能源汽车产量及销量变化.....	19

## 一、上半年行情回顾

2019 年上半年，铜价整体走势一波三折。首先是进入 2019 年之后，铜价延续了 2018 年 12 月底的跌势，由于现货需求不佳，市场预期悲观，铜价短时间内连续跳水，沪铜指数最低跌至 46250 元/吨。此后随着国内降准政策出台，以及美联储的降息预期上升，铜价逐渐企稳回升，在 3 月初触及 50740 元/吨的上半年高点。3-4 月份，铜价在国内冶炼厂集中检修带来的供应收紧以及全球宏观经济数据下滑带来的需求不振的共同作用下，围绕 49000 元/吨一线上下震荡。五一长假过后，中美贸易战争端再起，叠加铜下游需求旺季不旺，沪铜指数走势逐级回落，6 月初创下 45880 元/吨的年内新低。6 月美联储议息会议之后，美联储主席再次释放降息预期，铜价出现企稳回升之势，月底沪铜指数最终收在 47030 元/吨。整体来看，沪铜指数较去年年底价格相比，下跌 2.65%，波动区间在 45880-50740 元/吨，波动幅度为 10.6%；LME 铜较去年年底价格相比，上涨 1.50%，波动区间在 5725-6609 美元/吨，波动幅度为 15.4%。

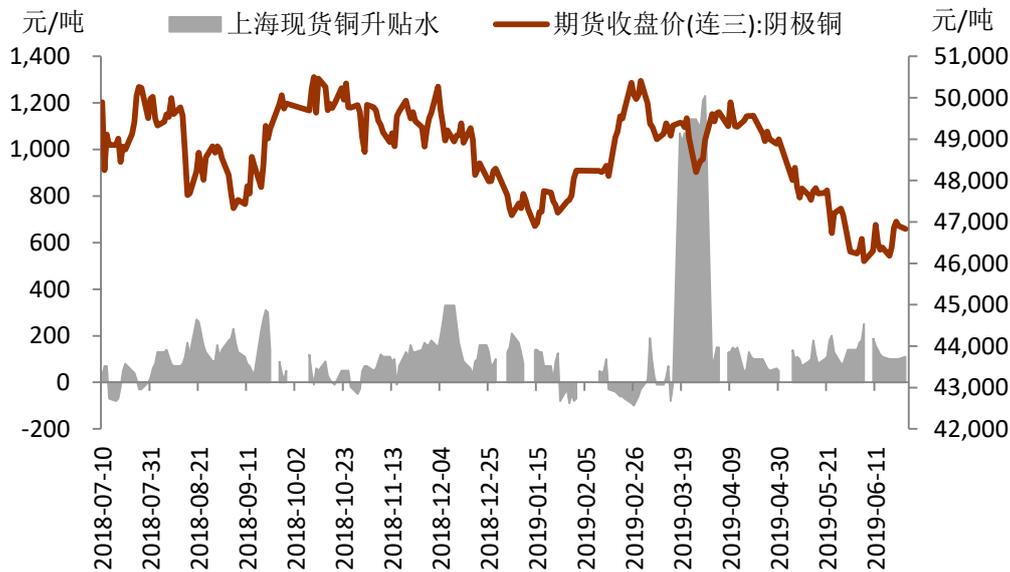
图表 1 铜期货价格走势



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2019 年上半年，铜的现货升贴水走势主要分为两个阶段。进入 2019 年之后，铜的现货升水逐步走低，从最高的 200 元/吨之上的升水一路下滑至贴水，春节后下游复工不如市场预期，铜现货贴水并不断扩大，最低至 100 元/吨的贴水。进入 3 月中旬，由于增值税调减政策的推行，铜现货升贴水出现大幅波动，跳涨至 1200 元/吨的升水之上。进入 4 月，铜现货升贴水开始恢复正常，再次回归百元左右水准。由于国内铜市场去库存速度快于去年同期，铜现货升贴水一直维持在百元附近。

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、上半年全球经济表现疲软

2019年上半年全球主要经济体的经济表现不尽如人意。美国一季度的GDP同比为3.2%，较上一个季度的3%增速有所提高。但是从经济领先指标PMI来看，美国经济景气程度也在不断下滑。美国制造业PMI从年初的56.6一路下滑至6月份的52.8，尽管目前仍处50荣枯线之上，但整体处于下滑趋势当中。

欧洲和日本经济表现同样疲软，这也反映在了这两个经济体的PMI数据上。2019年上半年，欧元区制造业PMI除了1月份为50.5，2-6月份均处于50荣枯线之下；同样日本上半年的制造业PMI也大部分时间处于50下方，并有进一步下滑趋势。

中国一季度GDP同比增速为6.4%，和上一个季度持平；但是制造业PMI数据也不容乐观，基本围绕在50上下窄幅震荡，且处于50下方时间要更多。尽管在年初国内率先采取包括降准在内的稳经济措施，但从目前情况来看，中国经济复苏程度不如此前市场预期。

全球主要经济体的表现不佳，对全球经济构成明显拖累。世界银行也在最新6月期《全球经济展望》中预计，2019年全经济增长将放慢至2.6%，2020年略微回升至2.7%。

### 2、全球央行态度再度偏向宽松

伴随全球经济表现不佳，中美欧日印俄澳等央行态度再度转向鸽派，全球流动性扩张周期有望再度开启。进入2019年之后，印度、埃及、新西兰、澳大利亚等国央行均已开始降

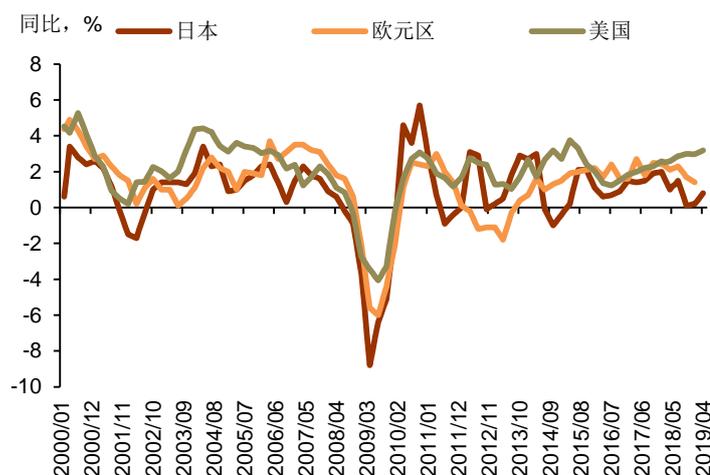
息，其中印度更是上半年已经连续 3 次下调 25 个基点。主要经济体方面，无论是中国、美国还是欧洲的央行官员都纷纷暗示降息的可能性。中国央行行长在接受彭博访问时表示，如果中美贸易摩擦恶化，中国有足够的政策空间来应对，包括基准利率、存款准备金率。欧洲央行行长德拉吉也在近期明确表示降息是欧央行的一项工具。美联储主席鲍威尔也在 6 月依稀会议之后释放降息预期，对货币政策表态上删除了“耐心”这一措辞，而是改为“将采取适当措施”。市场也快速给出了反应，CME 期货数据显示 7 月及 9 月降息概率分别为 83.7% 和 94.2%。

### 3、中美贸易战增加市场不确定性

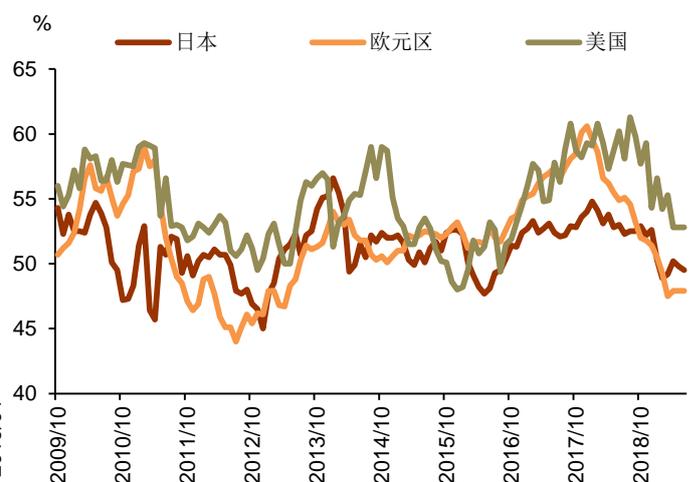
2019 年上半年，中美贸易战仍然是市场关注的一个焦点。1 月份国内对于原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税，中美双方关系缓和。在 2-4 月份，中美进行了多轮沟通，并有消息传出已经取得实质性进展。正当市场处于乐观态势之时，5 月份情况急转直下，美国再度对 2000 亿美元的中国商品加征关税，中方也出手反制。6 月份随着中美首脑互通电话之后，在 G20 峰会上再度会晤，美方保证不会对剩下 3000 亿美金的中国商品加征关税，双方再次达成回归重新磋商的正轨。整体来看，上半年中美贸易战进展一波三折，充满了不确定性。

从目前来看，市场对于中美贸易战的影响的评估正在逐渐从短期影响转向中长期的影响。因此，中美贸易磋商短期内重回正轨，提振全球宏观风险偏好，但是从中长期来说，只要中美贸易还未完全达成协议，全球经济增长仍有隐忧，后续仍将影响中美各自内部的政策选择，也进一步增加了市场的不确定性。

图表 3 发达国家 GDP 增速



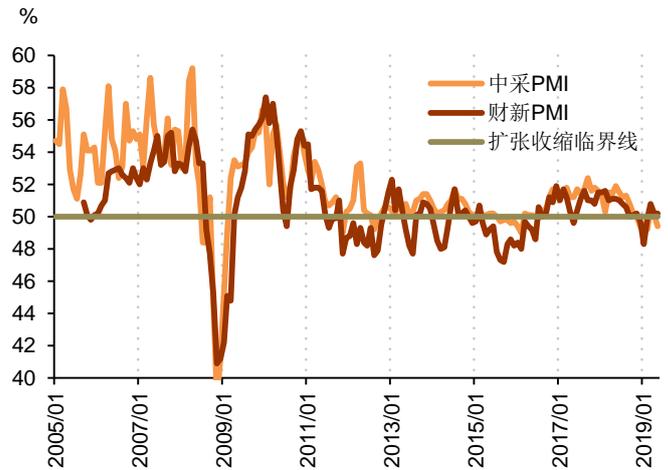
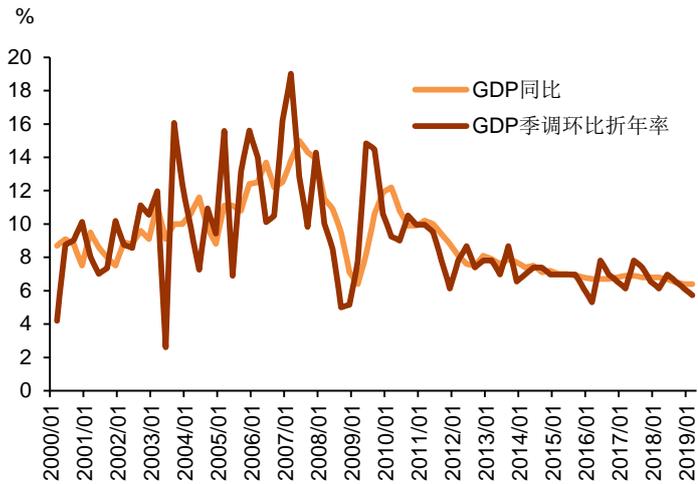
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数



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、全球铜矿供应低于预期，冶炼加工费大幅回落

受限于缺少大型铜矿新建扩建项目，以及全球铜矿整体品位下降，2019 年全球铜矿供应属于小年，市场预计 2019 年全球铜矿产量 2090 万吨，增速有所下降。但从上半年情况来看，全球铜矿供应紧张程度超出了市场预期，这主要是由于供应扰动因素增加。

一季度五矿资源的秘鲁铜矿 Las Bambas 项目遭遇当地居民封锁道路，社区 Fuerabamba 居民封锁道路长达一个月，五矿资源第一季度报告显示，铜产量同比降 10%至 11.44 万吨。6 月份智利国家铜业的 Chuquicamata 铜矿未能与工会就薪资协议达成一致，铜矿工人罢工已经持续近半个多月，估计此次罢工已导致 Chuquicamata 铜矿减产达到约 1 万吨，未来还有进一步增加可能。此外，赞比亚由于对采矿业上调税率，引发当地矿山抗议，根据赞比亚矿业商会会长 Goodwell Mateyo 表示，赞比亚 2019 年铜产量料较去年减少多达 10 万吨。

2018 年全球铜矿产量超出市场预期，一大原因是供应干扰率较低，全年统计下来略高于 3%，折合金属量 70 多万吨。因此，市场在对于 2019 年产量预估时比较乐观，但是上半年全球铜矿供应扰动因素增多，影响了铜矿产量增量，预计 2019 年全球铜精矿增长将基本持平 2018 年产量，甚至可能会出现小幅的负增长。

受此影响，今年年初 CSPT 小组签订的长单 TC 价格是 80.8 美元/吨，这个价格在当时已经处于低位，然而根据 SMM 最新 TC 数据显示，截止 6 月底 SMM 干净矿现货 TC 报 57-62 美元，成交重心进一步下移，目前市场铜精矿成交 TC 已有在 60 美金/吨以下，较年初下滑了约 35.3%。

整体来看，2019 年全球铜矿供应由于缺乏大型新建扩建项目，供应预期偏紧，但是上半年供应扰动因素增加，使得全球铜矿供应雪上加霜，引发冶炼加工费用大幅回落。下半年

来看，随着第一量子在巴拿马的 Cobre Panama 项目的逐渐投产，铜矿供应紧张程度将有所缓解，但是全年预计全球铜精矿增长将基本持平 2018 年产量，甚至可能会出现小幅的负增长。

**图表 7 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	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、国内铜矿产能和产量增速回升

2019 年 1-5 月国内铜精矿累计产量 61.2 万吨，同比去年 59.3 万吨增加 3.36%。这是国产矿自 2016 年之后，连续第三年的上半年产量同比出现回升。这主要得益于国内大型铜矿投产项目的增多。

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。

2017 年之前，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。但是和进口矿数量相比，国内冶炼厂对于国产矿依存度较低。这主要是由于国内铜矿品位较低，正常

只有千分之五的原矿；国内矿区分布分散且多数矿区在边境地带，离冶炼企业较远，运输成本高，且不方便；外矿性价比高，且供应充足。

**图表 8 2019 年国内铜矿在建产能情况（万吨）**

矿山	省份	2019 增量
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、国内冶炼集中检修结束，精铜产量下半年回升

根据上海有色网数据,2019年6月中国电解铜产量预计为70.49万吨,较5月份的63.35万吨,同比下回升11.27%,1-6月累计产量为425.31万吨,同比下降1.69%,累计产量增速依然为负。

近两年国内铜冶炼产能进入了投产高峰期,每年新建扩建的精炼粗炼的产能都超过百万吨级别。但是上半年国内产量较去年同期相比确实负增长,这其中主要有两个原因。首先是上半年国内铜冶炼厂进行了集中检修,包括铜陵有色、山东祥光等大型冶炼企业都安排了检修。根据统计,1-6月检修影响的产量已经超过去年全年的19.2万吨。其次是新扩建的产能投放不如预期。去年投产的40万吨产能的中铝宁德目前产能利用率不足80%,30万吨产能的广西南国铜业在年初投料之后,再次投料时间已经被后移至6月下旬,此外赤峰金峰新项目5月18日左右才正式投料,整体新扩建项目投产和达产时间均出现后移,对于上半年国内电解铜供应帮助有限。

下半年,随着国内冶炼厂集中检修期结束,国内电解铜供应量将逐渐回升,6月份铜产量已经回升至70万吨之上,预计未来还有上升空间。

目前市场关注的另一个焦点在于冶炼加工费,根据最新报价,目前冶炼加工费已经有60美金以下的报价了。这对于国内中小型冶炼厂的利润影响较大,不排除未来中小型冶炼

厂出现减产可能。大型冶炼厂由于年初长单签订价位较高，目前加工费回落影响仍然有限，但是对于明年来说也会有隐忧，如果持续至下半年甚至四季度，明年产量预计也会出现下滑。

**图表 9 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
江铜富冶	30	2019 年 9 月	2019 年 9 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 10 2019 年国内计划新扩建粗炼项目（万吨）**

炼厂名称	新建粗炼产能	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 11 2019 年国内计划新建精炼项目（万吨）

炼厂名称	新建精炼产能	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、铜精矿进口大幅增加，精炼铜进口则同比回落

中国 2019 年 5 月铜矿石及精矿进口 184.3 万吨，同比增加 16.1%；1-5 月铜矿石及精矿累计进口 908.6 万吨，同比增加 16.68%。中国 2019 年 5 月精炼铜进口 24.3 万吨，同比大幅下降 29.6%；1-5 月精炼铜累计进口 137.7 万吨，同比下降 9.2%。

通过进口数据可以看出，上半年国内进口铜矿数量大幅增加，而精炼铜进口数据则同比出现回落。这其中主要原因在于国内今年有大量新建扩建冶炼产能投放，因此这些企业为了储备原材料出现了大量进口铜精矿情况。精炼铜进口同比出现下滑主要原因在于进口利润的下降。今年国内铜融资受到明显限制，因此在铜进口窗口没有完全打开之前，难有大量进口出现，这和往年情况有所区别。加之上半年铜进口窗口基本处于关闭状态，因此精炼铜进口出现了下降。

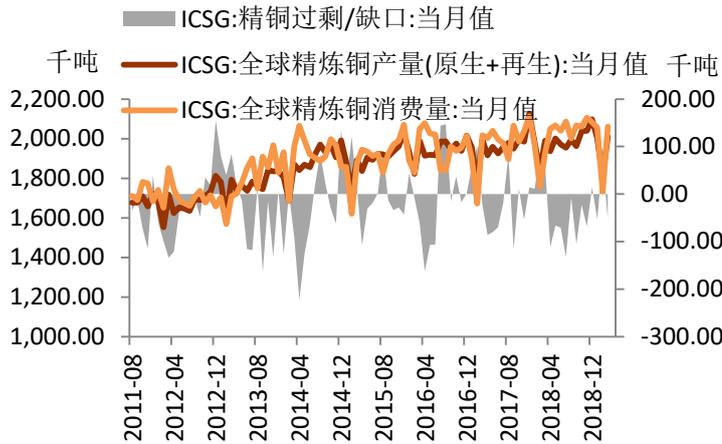
下半年，铜精矿进口预计仍将保持大幅增加的状态，同时国内精炼铜进口窗口在 6 月份出现过打开状态，预计在未来几个月精炼铜的进口会有所增加，但是全年精炼铜预计还是会低于去年水平。

图表 12 全球铜供需平衡表（万吨）

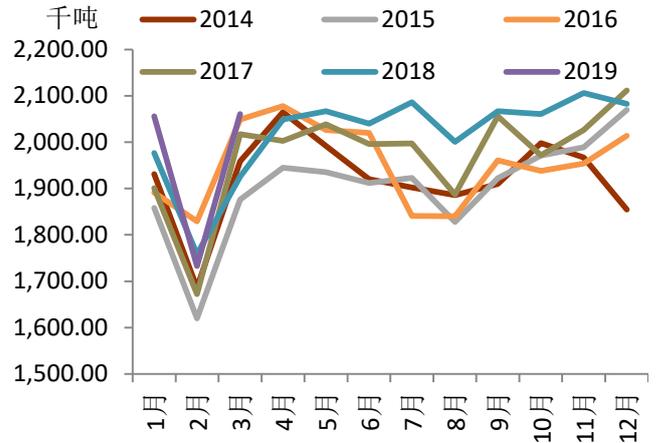
	2016	2017	2018E	2019E
铜精矿产量	2036	2003	2093	2093
增速 (%)	6.3	-1.6	4.5	0
精炼铜产量	2333	2356	2423	2459
增速 (%)	1.6	1.0	2.8	1.7
精炼铜需求	2345	2372	2433	2455
增速 (%)	2.1	1.1	2.6	0.9
过剩/缺口	-12	-16	-10	4

资料来源：SMM，CRU，铜冠金源期货

图表 13 ICSG 全球精炼铜供需平衡走势



图表 14 ICSG 全球精炼铜消费变化

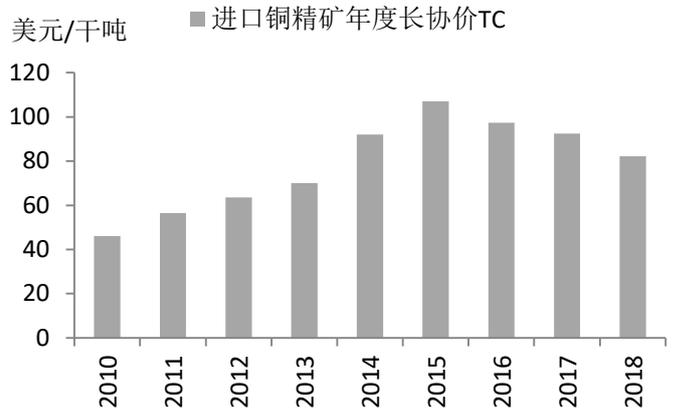


资料来源: Bloomberg, WBMS, ICSG, 铜冠金源期货

图表 15 中国铜精矿现货 TC 走势

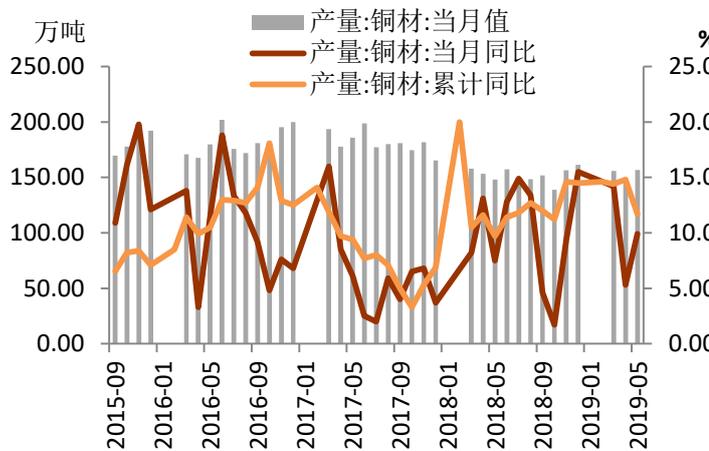


图表 16 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 17 中国铜材产量及增速变化

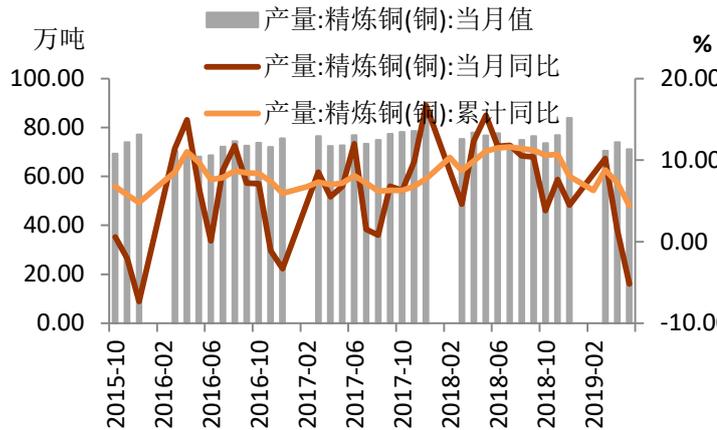


图表 18 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

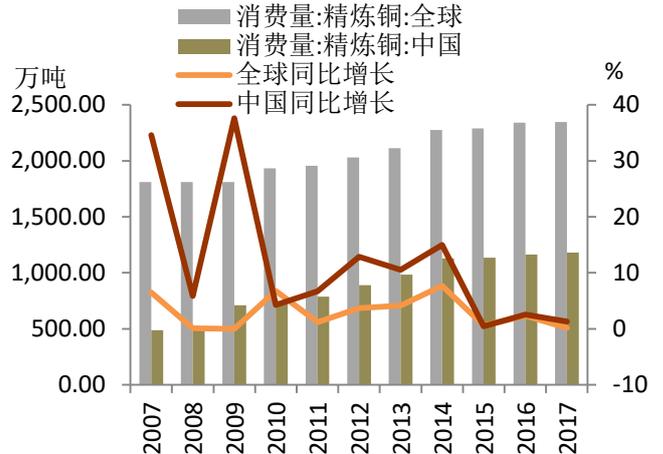


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 19 中国精炼铜产量变化



图表 20 中国精炼铜消费量变化

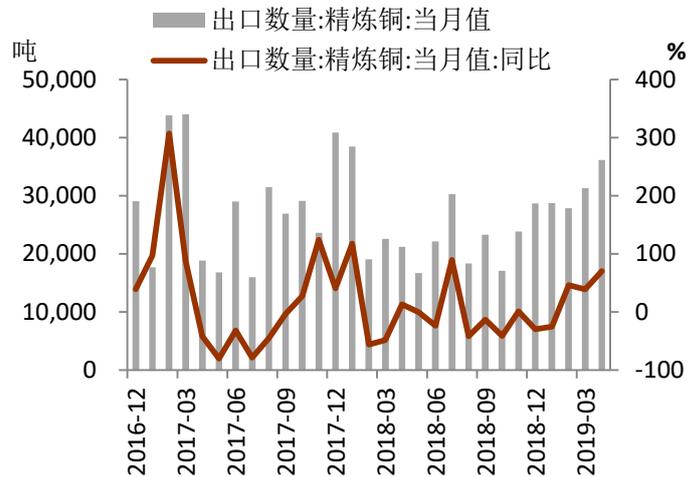


资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 21 中国精炼铜进口量及增速变化



图表 22 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、废铜进口批文公布，下半年废铜供应较预期宽松

根据海关总署数据，2019 年 5 月份国内废铜进口 17 万吨，与 4 月持平，但同比出现了 16.7% 的下滑；2019 年 1-5 月废铜进口量为 68 万吨，和去年同期的 94.3 万吨相比，大幅下降了 27.9%。但是在废铜进口实物量大幅下滑的背后是进口废铜的含铜量在不断提升，废铜进口的金属量同比则是出现回升。据粗略估计，5 月进口废铜金属量同比上涨约 20%。1-5 月累计进口废铜金属量较去年同期增长约 5 万金属吨。

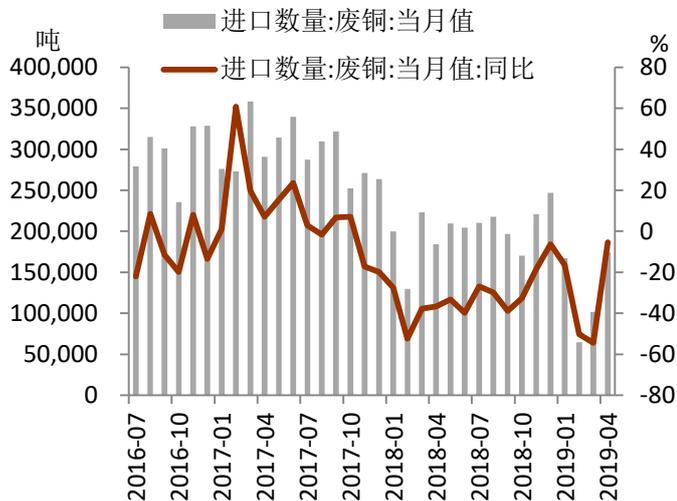
根据规定，国家将在今年 7 月 1 日开始执行废六类转限制类的进口政策，废六类进口批文依然只有加工企业才能申请。6 月 20 日，固废中心网站公布 2019 年第九批限制类公示表，其中包含了六类废铜进口批文名单，涉及进口废铜批文总量为 24.0429 万吨。本次批文主要集中在华东地区，预计后续还会分批批准华中以及华南地区的废铜进口批文。本次批文数量

其核定进口量基本上按照 2018 年六类废铜进口量的四分之一再结合企业实际加工能力来给。后续如果其他地区也是按照同样核定方法,则三季度以及下半年国内废铜进口数量将大大好于此前市场预期。整体而言,此次批文发放总量对六类废铜没有造成很大影响,而废铜进口量同比下滑主要是由于七类废铜进口量的下降。由此推测下半年国内仅七类减量部分来看,三季度七类减少金属量为 6 万吨,下半年为 13.1 万吨。但由于批文是按季度发放,所以第四季度情况又将如何,废铜进口量是否会受到批文的限制而持续收窄都尚未可知。

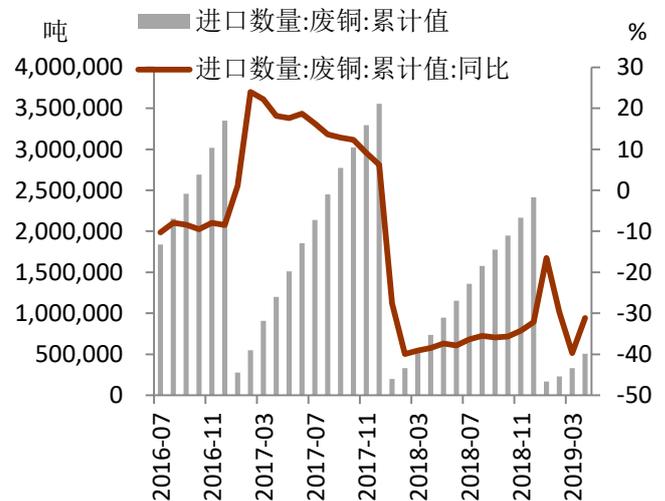
尽管上半年废铜进口实际金属量同比增加,但是废铜对于精铜的替代作用却有限。根据调研,5 月份国内废铜制杆企业的开工率为 54.44%,较上个月的 67%大幅回落。这其中主要原因在于精废价差的回落,目前精废价差为 1300 元/吨左右,和一季度高峰的 2000 元/吨相比处于低位。废铜价格的优势消退,消费表现平平,废铜制杆企业订单多有下滑,造成废铜消费量有所减少,对精铜替代作用减弱。

整体来看,上半年国内废铜进口实物量虽然出现下滑,但是由于含铜量的提升,整体废铜进口金属量出现提高。半年的废铜进口新政已经施行,目前第三季度的批文已经发放第一批,数量高于此前预期,预计下半年废铜进口数量会下降 13 万吨左右,全年废铜进口量应该降幅有限,但实际还要看届时批文发放实际情况。此外,还需要关注精废价差的变化,对于精铜消费替代的影响。

图表 23 中国废铜进口单月变化



图表 24 中国废铜进口累计变化



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

## 6、上半年内外库存分化,下半年库存压力回升

截至 6 月 28 日, LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 24.1 万吨、14.6 万吨和 3.0 万吨,合计 41.8 万吨,较去年同期的 76.2 万吨,减少 34.4 万吨,较年初 33.97 万吨增加 7.8 万吨。

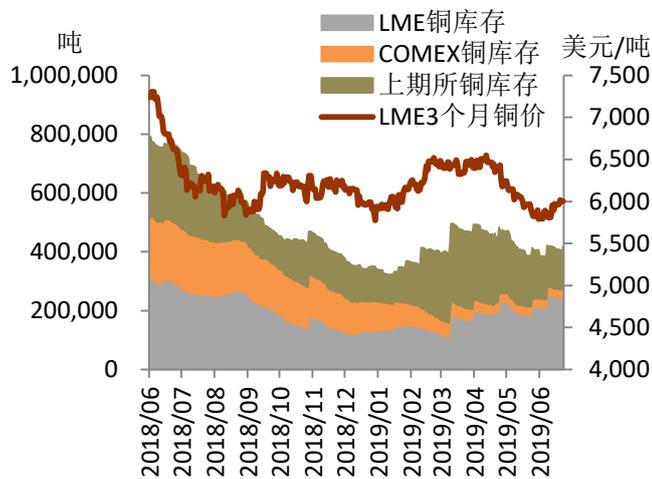
中国方面,保税区库存 47.3 万吨,国内显性铜库存 (SHFE+保税区) 为 61.9 万吨,较

去年同期下降 14.8 万吨，较年初增加 4.7 万吨。

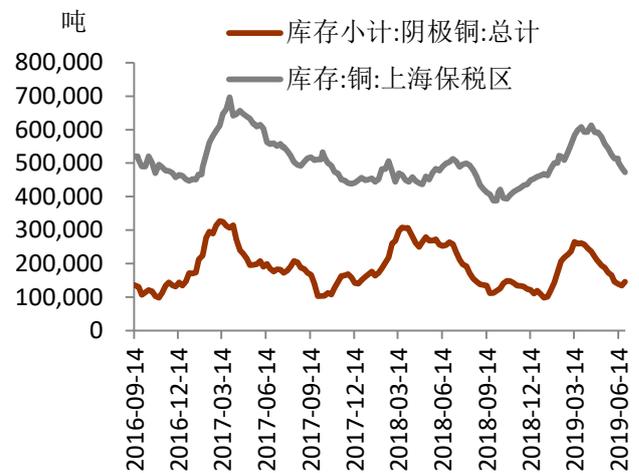
从库存变化情况来看，国外库存（LME+COMEX）依然处于低位，但较之前年初水平已经出现明显回升。这其中主要归因于 LME 库存。LME 库存在今年上半年多次出现短期内大幅增加几万吨的现象，这还是各种隐性库存搬家的情况。预计下半年还将出现类似情况。

国内方面，由于上半年保税区出现部门企业资金问题，大量融资铜重新回归流通市场，并不断流入国内，因此保税区库存出现较大回落。同时，国内由于铜冶炼企业检修问题，也造成了国内库存的下降。整体来看，国内库存下降超出了去年水平，但这主要是国内供应问题造成的，预计下半年随着供应回归，铜库存有望再次回升。

图表 25 三大交易所库存变化情况



图表 26 SHFE 和保税区库存走势



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

## 7、下游消费增速压力较大，政策效果仍需观察

### 电网投资降幅收窄，专项债有望提振下半年增速

电力行业是国内精铜消费占比最大的行业。2019 年 5 月，国家电网基本建设投资完成额累计达到 1157 亿元，同比下降 18.2%；国家电源基本建设投资完成额 768 亿元，累计同比增加 5.9%。5 月份电网投资累计同比降幅继续收窄，同时电源累计投资增速依然为正。

此前，我们认为包括电网投资建设在内的基建投资将会是国家在经济下行阶段背景下的稳经济的重要手段。但从上半年的数据来看，电网投资并不理想，尽管累计同比增速降幅正在收窄，但是增速处于低位。

此前国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，其中允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，预计将额外拉动基建投资 2.2 个百分点至 7 个百分点左右。

目前电网投资情况类似于去年，去年电网在上半年投资累计大幅下降情况下下半年开始奋起直追，单月投资额不断回升，预计今年这样情况有可能再度发生，下半年电网投资对于铜需求的增量不宜过分悲观。

### 房产数据出现回落，下半年预期不乐观

2019 年 1-5 月份国内房屋新开工面积 79783 万平方米，同比增加 10.5%；房屋竣工面积 26707 万平方米，同比下降 12.4%；商品房销售面积 55518 万平方米，同比下降 1.6%。从房地产数据可以看出，无论是国内新屋开工面积、竣工面积，还是销售面积的增速都较上个月出现了明显回落，可见国内房地产在二季度出现了一定的困难。

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。目前来看，随着国内新开工以及竣工面积面积增速回落，对于铜消费的直接带动也将出现下降，同时销售面积的下降对于带动的间接消费也将出现回落。整体来看，下半年国内房地产用铜将难出现回落。

### 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 5 月家用空调产量 1663.9 万台，同比下降 3.7%；2019 年 1-5 月家用空调累计产量 7284.6 万台，累计同比上升 1.05%。2019 年 5 月家用空调销量 1656.5 万台，同比下降 6.9%；2019 年 1-5 月家用空调累计销量 7348.9 万台，同比下降 1.7%。

年初时，我们认为随着房地产销售的下降，对于空调销量的影响将逐渐显现。同时，国内空调本身处于历史高位，未来可能进入去库存周期。从 2019 年上半年空调产销的表现来看，我们在年初的担忧正在逐渐兑现。近期市场闹得沸沸扬扬的格力举报奥的斯空调事件，也是在激烈市场竞争下的一个缩影。预计下半年空调市场的颓势还将继续显现，对于铜需求的带动将继续下降。

### 汽车产销依然弱势，期待下半年出现好转

根据中汽协数据，2019 年 5 月汽车产量 184.8 万辆，同比下降 21.16%；2019 年 1-5 月汽车产量累计 1023.7 万辆，同比下降 13.01%。2019 年 5 月汽车销量 191.3 万辆，同比下降 16.4%；2019 年 1-5 月汽车销量累计 1026.6 万辆，同比下降 12.95%。2019 年上半年的综合表现来看，汽车产业的表现没有好转迹象，依然延续了 2018 年下半年以来的疲软走势，产销继续负增长；汽车行业的疲软主要有两个方面原因，一部分是终端消费能力下降，另一部分则是国内国五改国六政策所致。

6 月 26 日，乘联会公布了 6 月份最新汽车销量数据：继 6 月份第二周乘用车销量大涨 25.2%后，第三周再涨 8.7%，前三周乘用车累计销量同比增长 3.3%，这也是去年下半年以来首次实现正增长。但这主要是清国五库存使得销量出现回暖，随着六月的结束，七月的销量数据就没有那么乐观了。每年的 7 月就是汽车销售的淡季，加之风风火火的去国五库存运动的结束，7 月的销量数据势必会比 6 月有一些下降。

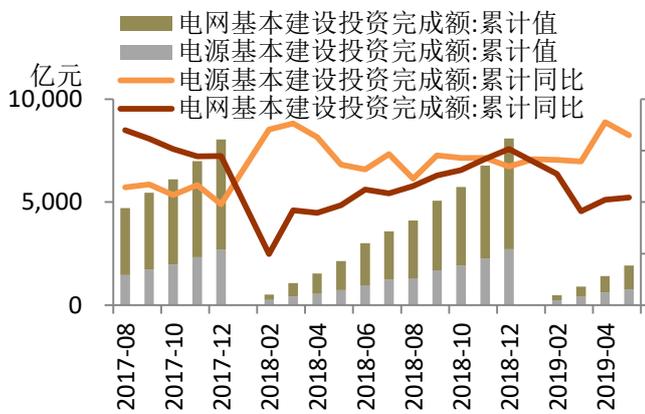
在汽车市场整体遭遇寒冬时，新能源汽车仍然是汽车市场中的一枝独秀。根据中国汽车工业协会数据，2019 年 5 月新能源汽车产量 10.9 万辆，同比上升 16%；2019 年 1-5 月新能源汽车产量累计 49.9 万辆，同比上升 27.9%。2019 年 5 月新能源汽车销量 10.4 万辆，同比上升 16%；2019 年 1-5 月新能源汽车销量累计 47.5 万辆，同比上升 46%。普通汽车铜用量约为 25 公斤，新能源汽车仅内部铜用量就可达 45-50 公斤，若算上配套充电桩等，平均一辆

新能源汽车用铜量可增至 70-90 公斤。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。

### 下半年铜的终端需求依然艰难

通过对铜下游终端各领域的分析，上半年除了空调行业需求和房地产需求略有增长之外，基建和汽车行业需求出现较大下滑；下半年空调行业和房地产都出现了颓势，而国家已经针对基建和汽车行业都推出了不同政策，可以预期后续政策带来的利好影响，但整体来看预计 2019 年国内铜消费增速将维持低位。

图表 27 电力投资完成额变化

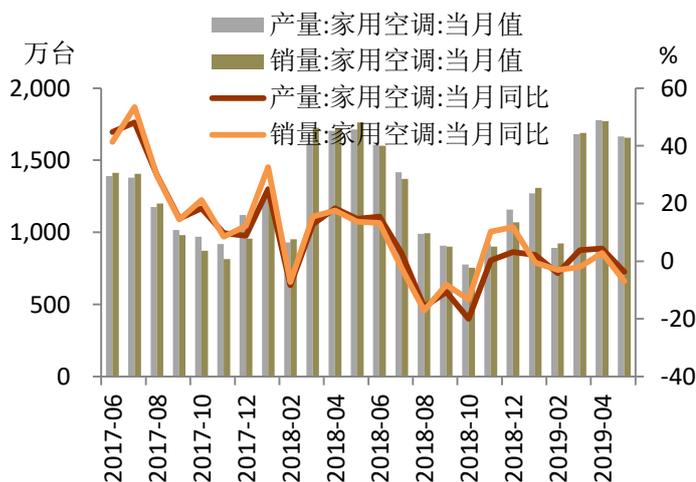


图表 28 房地产开发投资增速变化

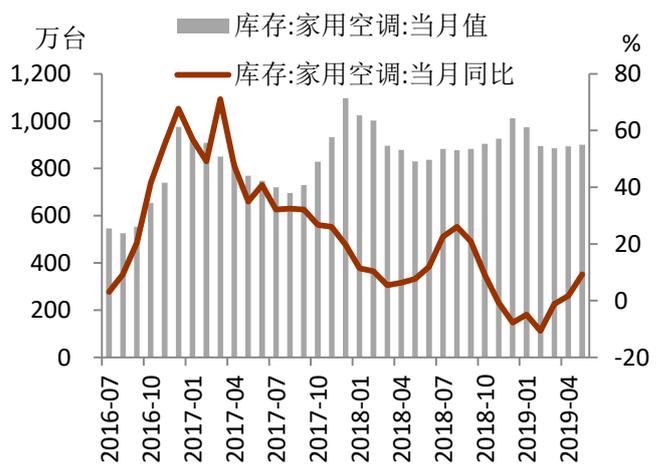


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 29 家用空调产量增速变化

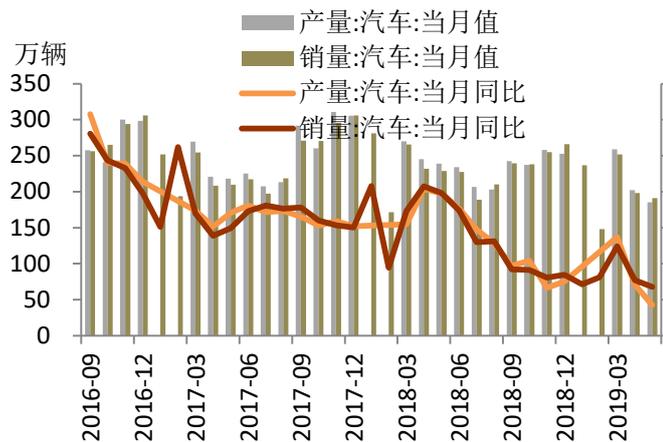


图表 30 家用空调库存变化

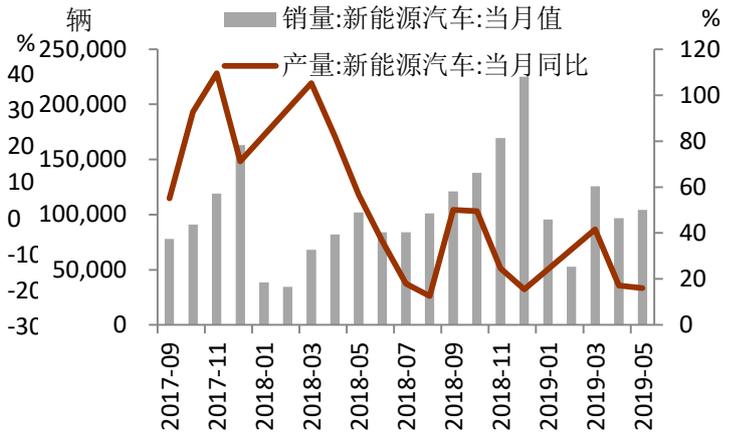


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 31 汽车产销量变化



图表 32 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,上半年全球宏观经济表现不佳,欧美中日的 PMI 持续下滑,拖累全球经济增长,世界银行也在最新 6 月期《全球经济展望》中预计,2019 年全经济增长将放慢至 2.6%,2020 年略微回升至 2.7%。受此影响,全球主要央行态度再度趋于宽松,进入 2019 年之后,印度、埃及、新西兰、澳大利亚等国央行均已开始降息,其中印度更是上半年已经连续 3 次下调 25 个基点。主要经济体方面,无论是中国、美国还是欧洲的央行官员都纷纷暗示降息的可能性。此外,中美贸易战上半年一波三折,在 G20 之后重回磋商的正轨,但是中美贸易战影响逐渐长期化,仍将带来较大不确定性。

基本面来看,上半年全球铜矿供应受到各类干扰事件影响,产量出现回落,尽管随着第一量子的巴拿马铜矿项目投产,后期供应出现好转,但是全年供应预计难有增速。精铜方面,国内铜冶炼企业的集中检修期已经过去,下半年精炼铜供应预计将会出现回升,但是新建扩建项目将会受到低加工费的影响。废铜方面,第三季度的第一批批文公布,高于此前市场预期,预计下半年废铜进口减少主要集中在废七类方面,全年实际废铜金属量进口预计减少有限。下游的终端消费依然疲软,上半年表现较好的空调和房地产出现颓势,而电网投资和汽车消费,依然延续了负增速,国家也推出了一些促进基建和汽车消费的政策,但仍需观察这些政策效果。

整体来看,宏观方面,全球经济表现不佳,央行再度转向宽松,在短期之内对于铜价有所提振,但是中长期经济疲软仍将拖累铜价,此外中美贸易战也带来市场不确定性。供需方面,下半年铜的供应在逐渐回归,国内的供应量将在未来几个月逐渐转向增长,废铜进口预计也好于预期;需求方面表现则和供应完全相反,需求疲软已经维持多月,尽管政策也推出相关政策试图托底,但目前效果需要观察。预计下半年铜价将以震荡回落走势为主,沪期铜主要运行区间在 44500-48500 元/吨,伦铜主要运行区间在 5400-6300 美元/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。