

2019 年 11 月 6 日

星期三

看好未来经济企稳

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

- 全球发达经济体的经济数据依然延续了此前弱势，随着美联储年内的第三次降息之后，以及超预期的 GDP 增速和非农就业数据，意味着联储将保持耐心和观望。国内经济继续显现短期回温迹象，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。
- 供应方面，从全球主要铜矿企业公布的三季度报告来看，全球铜矿供应处在增长之中。但是智利的动乱事件，让市场对于铜矿供应仍有一定担忧，精铜方面，未来国内精铜产量在新增产能投产的助推之下，仍将维持在高位，但要关注废铜和阳极铜供应受限带来的产量不及预期。特别是废铜的四季度批文大幅下降之后，未来国内废铜供应将会十分紧张。
- 需求方面，通过对铜下游终端各领域的分析，进入四季度之后，国内铜的下游需求的各个领域整体依然面临较大压力，但是部分行业环比有望持续回暖。值得关注的是空调行业进入新冷年之后，表现回暖。以及房地产竣工数据迎来拐点，有望对于铜需求产生较大支撑。
- 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 46500-48500 元/吨。
- 风险点：全球经济复苏弱于预期；国内环保政策超预期。

目录

一、2019 年 10 月行情回顾.....	4
二、宏观经济分析	5
1、全球 PMI 继续回落，美联储年内第三次降息.....	5
2、国内数据出现分化，经济步入企稳阶段.....	6
三、基本面分析	7
1、铜精矿产量继续回升，智利动乱引发供应担忧.....	7
2、国内精铜产量不及预期，进口增加抵消部分减量.....	8
3、废铜批文大幅下降，全年进口预期缩减.....	11
4、国内库存累库有限，整体库存仍处低位.....	12
5、下游需求显现韧性，未来仍持乐观预期.....	13
四、行情展望	16

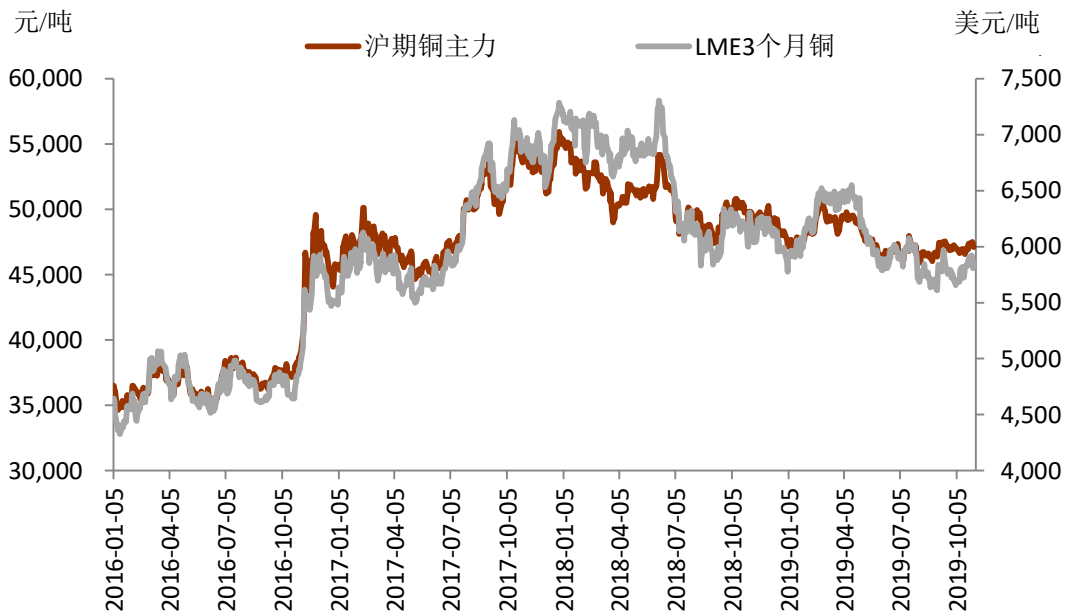
图表目录

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.....	15
图表 27 新能源汽车产量及销量变化.....	15

一、2019 年 10 月行情回顾

2019 年 10 月，铜价整体走势以震荡上行为主。十一长假过后，受到外盘伦铜价格下跌影响，国内铜价出现低开，但很快在 46500 元/吨一线企稳，10 月上中旬基本在 46500-47000 元/吨的区间内震荡；进入下旬之后，智利动乱引发市场对铜矿供应担忧，铜价再次走高，最高上行至 47670 元/吨，直至月底，基本处在 47500 元/吨的高位窄幅盘整，最终月底收在 47330 元/吨，较上个月上涨 50 元/吨，涨幅 0.01%。伦铜 10 月份走势先跌后涨，月初出现下跌，最低至 5588 美元/吨，随后震荡上行，最高至 5941.5 美元/吨，但月底出现跳水，最终收在 5806 美元/吨，较上个月上涨 94 美元，涨幅 1.65%。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 10 月，国内铜的现货升水走势以回落为主，呈现稳中下降的格局。月初在国内铜价回落时候，铜现货升水出现走高，最高达到 200 元/吨之上；此后市场预期的旺季消费并没有得到兑现，市场需求不如预期，现货成交一直清淡，同时进口窗口不时打开，在进口铜的冲击之下，国内铜的现货升水逐步回落，一路走低，在月底一度跌至平水附近，最终收在百元/吨之下。整体来看，10 月份的消费旺季不旺，以及进口铜的冲击是国内现货升水走弱的最重要原因。

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 继续回落，美联储年内第三次降息

2019 年 10 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.3，继续低于预期，虽然环比回升 0.5 个点，但整体已经连续 3 个月处于 50 荣枯线之下；2019 年 10 月欧元区制造业 PMI 为 45.7，较 2019 年 9 月 47 基本持平，但已经连续 9 个月处于 50 荣枯线之下；2019 年 10 月日本制造业 PMI 为 48.4，较 2019 年 9 月 48.9 继续回落，同样已经连续 6 个月处于 50 荣枯线之下。

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。

今年年初欧洲和日本经济就已经处于连续回落的格局中，但是美国经济一枝独秀，依然整体保持较快增速。但是近一个季度，美国经济也开始出现一些放缓迹象，首当其冲就是制造业 PMI 已经连续 3 个月处于 50 荣枯线之下，这也意味着美国制造业面临着萎缩的危机。因此，美联储在 10 月份联储再次将联邦基金目标率下调 25bps，将联邦基准利率维持在 1.5%-1.75%，这也是年内第三次降息。随着美联储年内的第三次降息之后，以及超预期的 GDP 增速和非农就业数据，均意味着短期内联储将保持耐心和观望，市场对于年底美联储第四次降息的概率就大幅下降了。但美国经济依然处于下行通道，特别是企业固定投资和出口依然疲弱，因而联储货币政策依然将保持宽松。降息或暂缓但不会停止。同时，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。

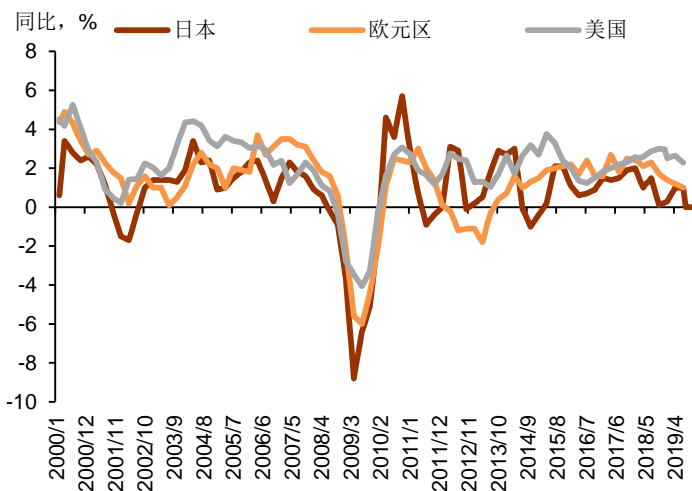
2、国内数据出现分化，经济步入企稳阶段

2019 年 10 月国内制造业 PMI 为 49.3，低于 2019 年 9 月的 49.8，为 8 个月来新低，仍然处于 50 荣枯线之下。10 月财新中国 PMI 则为 51.7，高于上一个月的 51.4，连续 3 个月站上 50 荣枯线之上，为近一年多来最高。

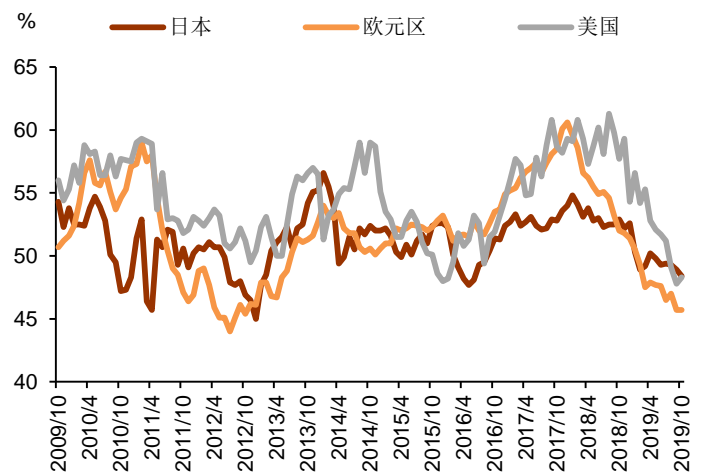
从最新公布的 PMI 数据来看，官方 PMI 和财新 PMI 数据分化继续扩大，此前我们已经提及这主要是二者的采集口径不同所致。官方 PMI 数据更多是来源于大中型企业，而财新 PMI 数据来源则更多是中小型企业。

从边际变化来看，官方 PMI 在 10 月份再度下滑，符合市场预期，主要是因为 9 月份高数据是季末效应的缘故，地方债对基建的支撑将在 4 季度减弱，因此 10 月份数据出现下滑。而财新 PMI 的持续回升则超出了市场预期，这也体现了市场的回暖迹象。10 月高频数据也显示供需平稳，六大发电集团耗煤量同比增速在 10 月继续回升，而 30 个大中城市商品房销售面积同样保持平稳。近期信贷社融连续超预期，结合中观行业数据情况，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。

图表 3 发达国家 GDP 增速



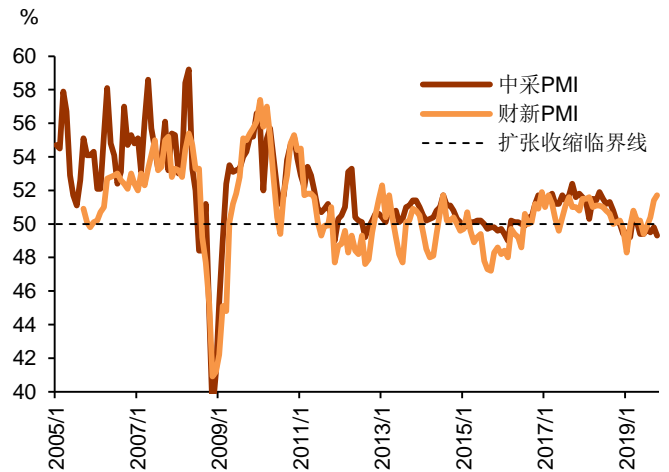
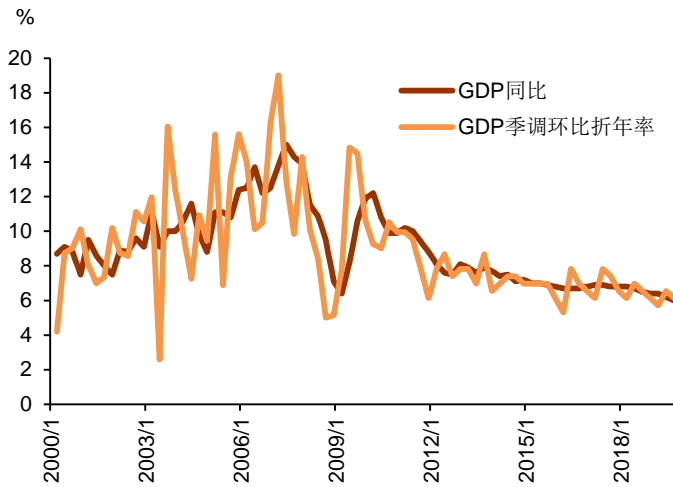
图表 4 发达国家制造业 PMI 指数



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、铜精矿产量继续回升，智利动乱引发供应担忧

进入 10 月份之后，全球各大铜矿企业陆续公布了三季度的财务报告，整体来看，三季度全球铜矿企业的产量继续处于回升当中，特别是第一量子的巴拿马项目正式投产贡献了重要份额。因此，铜矿冶炼加工费继续从底部回升，整体铜精矿供需出现了明显好转，符合我们此前下半年铜矿供应紧张程度将较上半年有所缓解的判断。

嘉能可集团其第三季度铜产量下降 3.8%，因该公司准备关闭在刚果的穆塔达 (Mutanda) 业务。为扭转在动荡的非洲国家面临的困境，今年年底嘉能可准备关闭穆塔达矿业务，并加强加丹加钴矿的运营。Mutanda 重新优化了 100,000 吨/年计划 (从 200,000 吨)，对当前期间产生了 67,000 吨的影响。同时，嘉能可其在非洲的第三处资产—赞比亚莫帕尼 (Mopani) 冶炼厂将于 12 月或明年 1 月投产，在此之前会先进行翻修。

自由港麦克默伦铜金矿公司 (Freeport-McMoRan) 在其季报中表示三季度未能实现营收预期，且报告称录得亏损，因其产量出现问题。铜价低迷，以及旗下印尼 Grasberg 项目正在由露天矿改为地下矿，导致生产缓慢，给公司造成巨大冲击。自由港三季度铜产量从去年同期的 10 亿磅降至 8.64 亿磅，因秘鲁抗议活动导致旗下 Cerro Verde 项目产量下滑，且印尼 Grasberg 项目改造也影响产量。但是随着地下项目的进展，预计明年自由港铜产量将开始逐步回升。

第一量子矿产公司 (First Quantum Minerals Ltd.) 在其季报中宣布，Cobre 巴拿马公司已于 2019 年 9 月 1 日实现商业化生产。由于该公司的项目建设和运营团队迅速而有效地提高了产量，这一成就比先前预期提前了一个月实现。Cobre Panama 有望在 2019 年生产 14 万 - 17.5 万吨铜，到 9 月底，已生产 87,142 吨精矿铜，其中 19,438 吨被视为商业

铜。

此外，英美资源集团报告称，由于其位于智利的 Los Bronces 铜矿面临缺水问题，该公司第二季度铜产量下降 8%，这促使公司将年度铜产量预估下调至 63 万至 65 万吨。五矿资源旗下秘鲁 Las Bambas 铜矿道路运输再起波澜。矿山物流自 9 月 22 日起开始中断。公告中称目前铜精矿生产尚未受到影响，但如果未来一段时间进入矿山物流无法恢复，采矿运营将逐步受到影响。

另一个值得关注的是智利铜矿企业生产状况，由于 10 月份智利发生了动乱，包括铜矿工人在内都举行了罢工，尽管现在罢工已经结束，但是对于智利的铜矿生产还是产生了一定影响。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。

整体来看，三季度全球铜矿企业产量主要以增加为主，特别是第一量子的巴拿马项目宣布商业投产之后，对全球铜矿产量贡献较大份额。但是智利的动乱事件，让市场对于铜矿供应仍有一定担忧，安托法加斯塔已经宣布影响了 1 万吨产量，不排除未来这个数字会继续扩大。因此，目前全球铜矿供需紧张程度已经较上半年大大缓解，中国四季度铜 TC/RC 底价敲定在 66 美元/吨和 6.6 美分/磅，较上一季度上涨 20%，就是最好的体现。但是铜矿供应整体依然处于偏紧状态，全球铜矿经不起太多的供应干扰。

2、国内精铜产量不及预期，进口增加抵消部分减量

根据上海有色网数据，2019 年 9 月中国电解铜产量为 75.93 万吨，环比减少 1.09%，同比增长 5.93%，1-9 月累计产量 655.74 万吨，同比增长 0.79%。9 月实际产量低于 8 月预期量 78.23 万吨明显，主要因为东营方圆、铜陵有色、白银、梧州金升、清远江铜、金川集团产量低于计划。此次产量不如预期，多数冶炼厂表示是因为阳极铜和废铜供给紧张所致，因国内部分粗炼厂的关停和进口粗铜的减少。

10 月，根据各冶炼厂排产来看，阳极铜和废铜仍将影响部分冶炼厂产量，铜陵有色集团旗下金冠铜业将于 10 月 10 日开始进行大修。上海有色网预计 10 月国内电解铜产量将会提升至 77.83 万吨，同比增幅 8.01%，累计产量达到 733.57 万吨，累计增幅达 1.51%。

从近两个月的产量情况来看，国内精铜实际产量都不如此前预期，主要是因为废铜和阳极铜供给紧张所致。随着加工费的回升，预计阳极铜的供给紧张将会出现一定缓解；但是废铜供应紧张预计短时间内还难以解决。因此，国内精铜产量整体还将在新增产能投产的助推之下，仍将保持在高位。但是由于废铜供应的紧张，整体实际产量或将继续低于预期。

进出口方面，中国 2019 年 9 月份精炼铜进口量 32.0 万吨，同比下降 10.48%；1-9 月精炼铜累计进口 251.29 万吨，同比下降 10.08%。2019 年 9 月份铜矿石及精矿进口量 158.09 万吨，同比下降 18.09%；1-9 月铜矿石及精矿累计进口 1600.26 万吨，同比增加 6.79%。9 月份精炼铜和铜矿石单月进口数量同比都出现大幅回落主要是因为去年同期基数较高所致，9 月份进口窗口多次打开，精铜进口环比出现较大增长，预计 10 月份还将保持高位。9 月份

国内铜精矿进口则出现明显下降，是因为秘鲁进口量大幅下降所致，主要是受此前秘鲁社区封路影响所致，预计后期将有所改善。

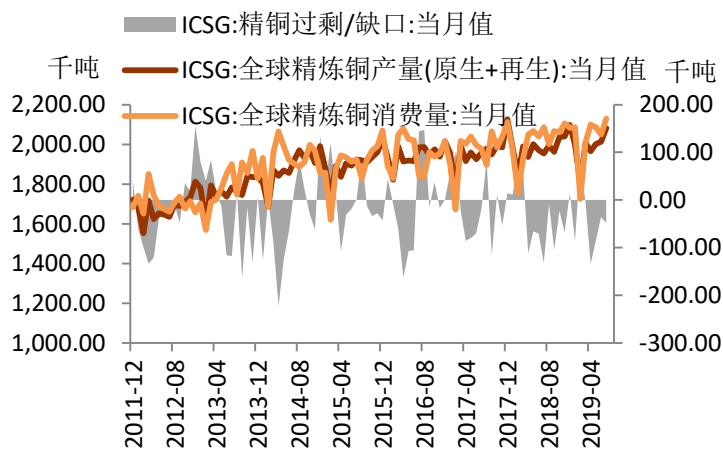
中国 2019 年 9 月未锻轧铜及铜材进口量为 45 万吨，环比上升 12.5%，同比下降 13.46%，2019 年 1-9 月未锻轧铜及铜材累计进口量为 354 万吨，累计同比下降 18.6%。进口量的减少也主要是因为去年同期基数较高所致。

图表 7 国内冶炼检修计划（万吨）

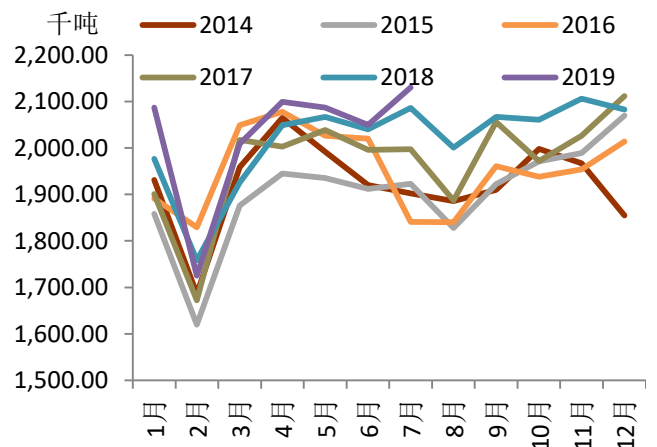
企业名称	粗炼产能	开始时间	结束时间	备注
青海铜业	10	2019 年 1 月	2019 年 1 月	15 天
新金昌铜业	20	2019 年 4 月	2019 年 5 月	25 天
金川本部	40	2019 年 5 月	2019 年 5 月	20 天
广西金川	40	2019 年 3 月	2019 年 4 月	45 天
新疆五鑫	10	2019 年 4 月	2019 年 4 月	30 天
金隆铜业	35	2019 年 4 月	2019 年 5 月	45 天
豫光金铅	15	2019 年 4 月	2019 年 5 月	40 天
山东恒邦	20	2019 年 4 月	2019 年 5 月	40 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

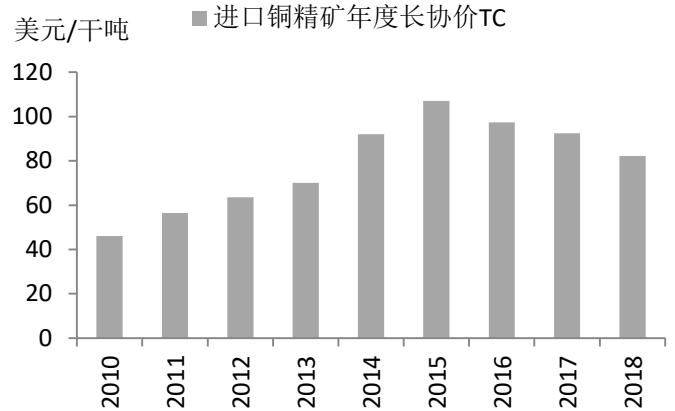


资料来源：Bloomberg，WBMS，ICSG，铜冠金源期货

图表 10 中国铜精矿现货 TC 走势

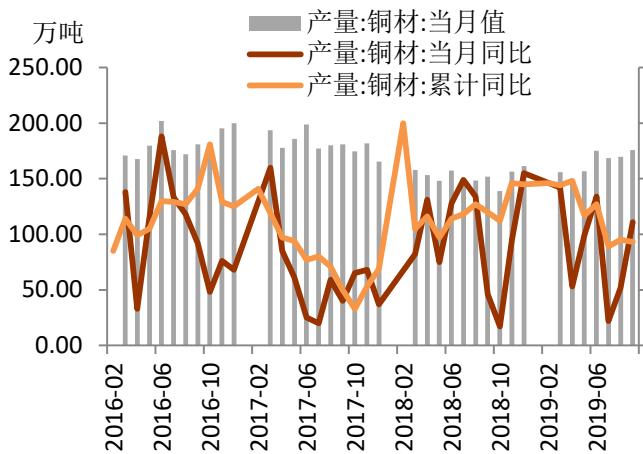


图表 11 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

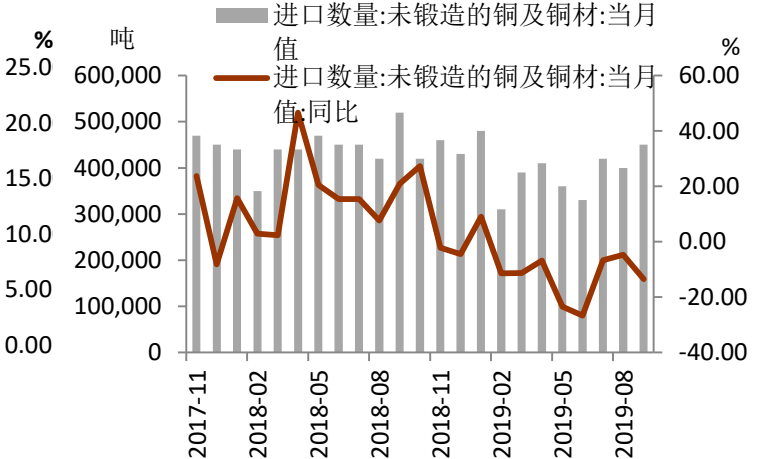


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 12 中国铜材产量及增速变化

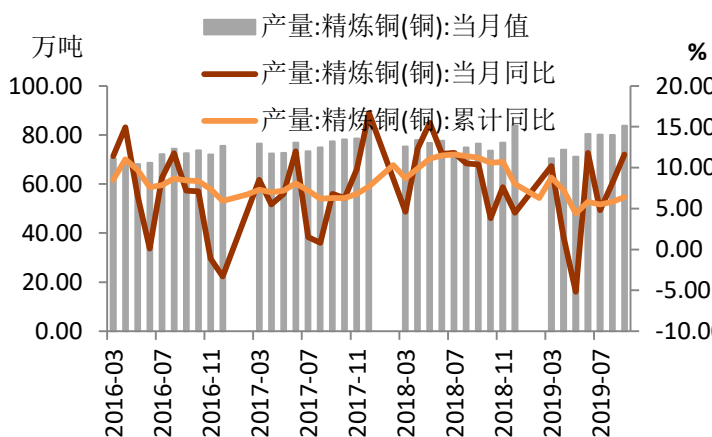


图表 13 中国未锻造铜及铜材进口量及增速变化

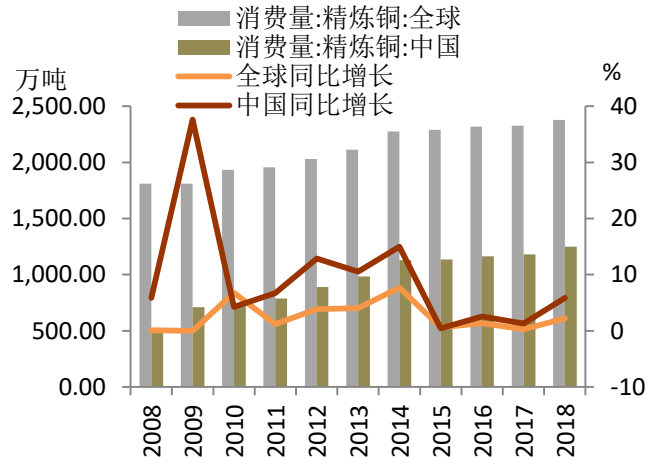


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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

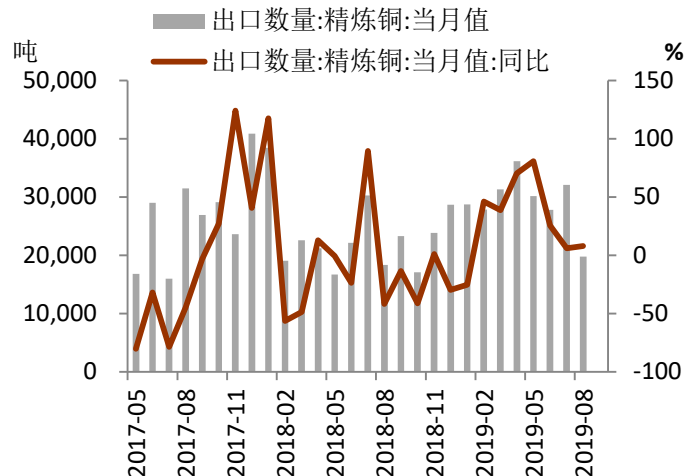


资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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、废铜批文大幅下降，全年进口预期缩减

根据海关总署数据，2019 年 9 月份国内废铜进口 15.4851 万吨，同比减少 21.22%，环比相比 8 月份的 9.9 万吨增长了 56.3%。2019 年 1-9 月份累计进口废铜 123.60 万吨，较去年的 177.53 万吨同比减少约 30.38%。从实际废铜进口金属量来看，9 月份国内废铜进口金属量约 12.4 万吨，环比上升了 56.3%，同比上升了 22.80%；1-9 月废铜进口金属量 100.8 万吨，累计同比增长 12.27%。

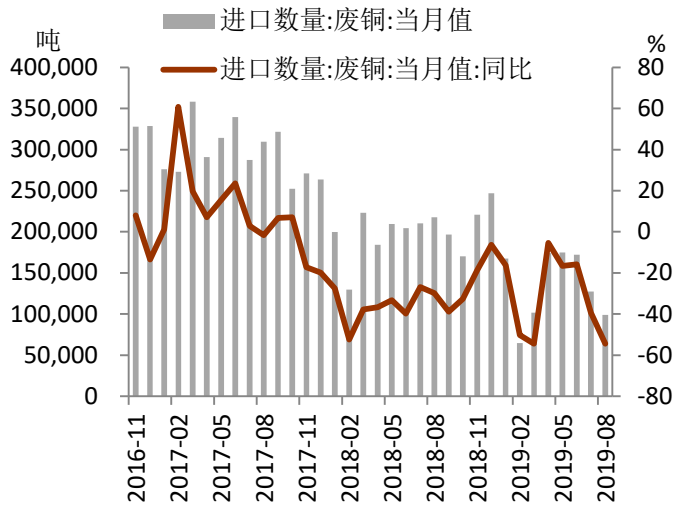
9 月份废铜进口数量出现了明显回升，这主要应该是三季度批文的集中使用所致。整体来看，三季度国家共发放批文数量 45.26 万吨，但实际使用 38.14 万吨，使用比例在 84.3%，预计剩余批文会在 10 月份进口数据中有所体现。

目前市场最为关心的是四季度的批文情况。2019 年 10 月 17 日，固废中心公布了 2019 年第 13 批固废进口批文，涉及废铜批文总量为 57365 实物吨。2019 年 11 月 5 日，2019 年第 14 批限制类进口固废进口批文公布，涉及废铜批文总量为 11110 实物吨。目前四季度前两批进口废铜批复量为 68475 实物吨，仅为三季度批文总量的 14%。可以预计，四季度批文将比三季度出现大幅下降。

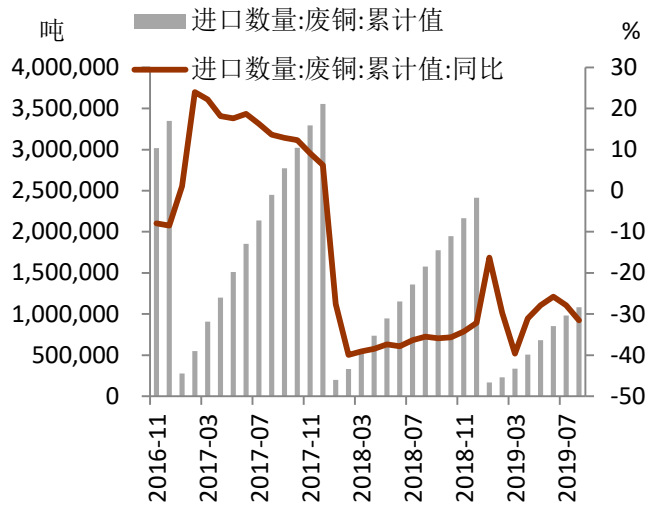
如果我们按照市场较为乐观预期，即四季度批文会达到三季度的四分之一，来估算，四季度批文为 12.1 万吨，算上三季度剩余的 7.2 万吨，合计不足 20 万吨数量。预计四季度废铜进口数量将大幅缩减，同比下降幅度超过 60%。全年合计废铜进口量预计为 116 万吨，同比下降幅度超过 10%。

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。

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

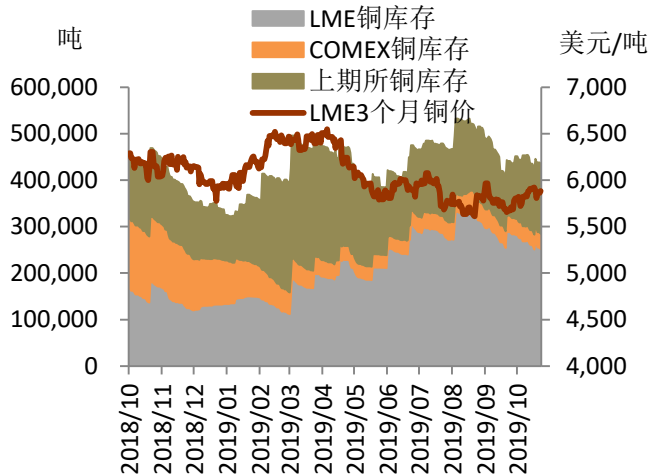
4、国内库存累库有限，整体库存仍处低位

截至 10 月 31 日，LME、SHFE、COMEX 三大交易所库存分别为 26.34 万吨、14.3 万吨和 3.29 万吨，合计 43.93 万吨，和上个月相比增加了 2.14 万吨，较去年同期 42.94 万吨增加 1.00 万吨，较年初 35.07 万吨增加 8.86 万吨。

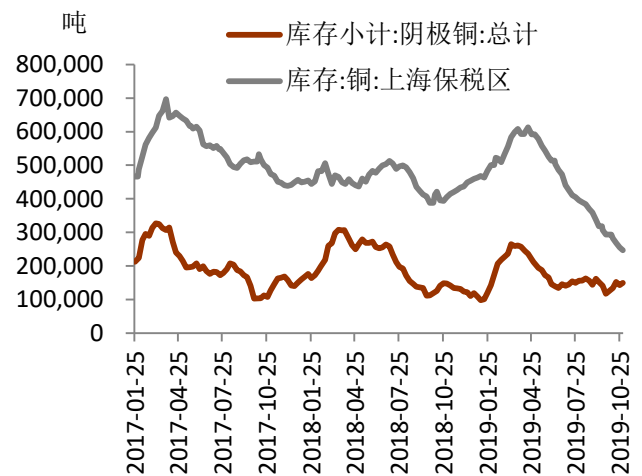
中国方面，保税区库存 24.7 万吨，较上个月下降了 4.7 万吨。国内显性铜库存（SHFE+保税区）为 39.8 万吨，较去年同期下降 14.49 万吨，较年初下降 17.97 万吨。

从整体库存水平来看，三大交易所整体库存在 10 月份出现了一定的回升，这主要是季节性累库所致。10 月份受到国内国庆长假影响，通常都会出现一定幅度的累库，但是从今年累库的数量来看，明显低于过去几年的水平。这主要和目前国内库存水平处于低位，铜供应受限有关。预计国内库存还将持续去库，因此国内铜现货升水将继续保持坚挺。国外方面，国外 LME+COMEX 库存则出现了持续回落情况，应该是部分进入隐形库存，部分流入国内，整体看国外库存还是处于年内高位。

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、下游需求显现韧性，未来仍持乐观预期

电网投资降幅收窄，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9月，国家电网基本建设投资完成额累计达到2953亿元，同比下降12.5%；国家电源基本建设投资完成额1797亿元，累计同比增加6%。9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，9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，这符合我们此前预期。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1-9月份国内房屋新开工面积165706.71万平方米，同比增加8.6%，增速连续5个月下滑；1-9月份房屋竣工面积46748.28万平方米，同比下降8.6%，下降幅度继续收窄；1-8月份商品房销售面积119178.53万平方米，同比下降0.1%，下降幅度继续收窄。从9月份的房地产数据来看，除了新开工面积累计增速进一步下降之外，竣工面积累计增速以及销售面积累计增速的下降速度都连续第三个月出现收窄，房地产继续显现韧性。

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9月家用空调产量989万台，同比增加9.1%；2019年1-9月家用空调累计产量11984.5万台，同比下降1.19%。2019年9月家用空调销量970.7万台，同比增加8.1%；2019年1-9月家用空调累计销量12114.6万台，同比下降1.86%。8月份是

空调行业新一个冷年的开始，从 8 和 9 月份数据来看，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。

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 9 月汽车产量 220.9 万辆，同比下降 6.24%；2019 年 1-9 月汽车产量累计 1814.9 万辆，同比下降 11.4%。2019 年 9 月汽车销量 227.07 万辆，同比下降 5.15%；2019 年 1-9 月汽车销量累计 1837.1 万辆，同比下降 10.3%。

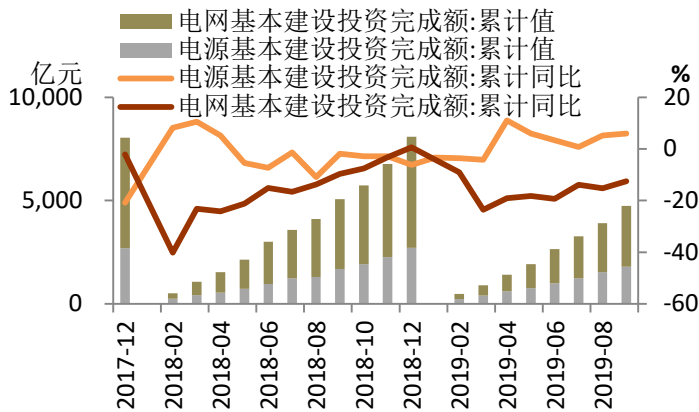
从近两个月的汽车产销数据来看，无论是产量还是销量的降幅都出现了收窄情况，这主要得益于去年下半年之后基数水平较低，因此我们可以预计未来几个月这种情况还将持续，未来汽车产销的降幅还有可能继续收窄。从环比情况来看，未来几个月是汽车行业的传统旺季，因此整体产销都将处在年内高位水平。

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 9 月新能源汽车产量 8.9 万辆，同比下降 30.2%；2019 年 1-9 月新能源汽车产量累计 88.8 万辆，同比上升 20.9%。2019 年 9 月新能源汽车销量 7.96 万辆，同比下降 33.9%；2019 年 1-9 月新能源汽车销量累计 87.24 万辆，累计同比上升 20.9%。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。

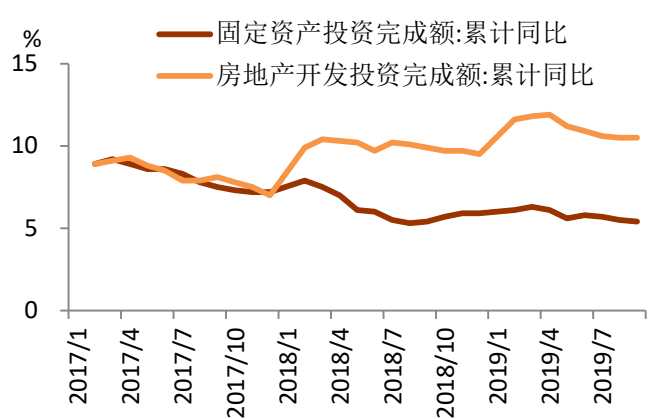
需求环比继续持乐观预期

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，但是部分行业环比有望持续回暖。9 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，以及考虑到去年年底电网投资的突飞猛进，预计未来降幅还将继续扩大，但是环比来看，年底属于年内需求高峰。同样，汽车行业也是如此，未来几个月产销也将环比回升。值得关注的是空调行业进入新冷年之后，表现回暖。以及房地产竣工数据迎来拐点，有望对于铜需求产生较大支撑。

图表 22 电力投资完成额变化

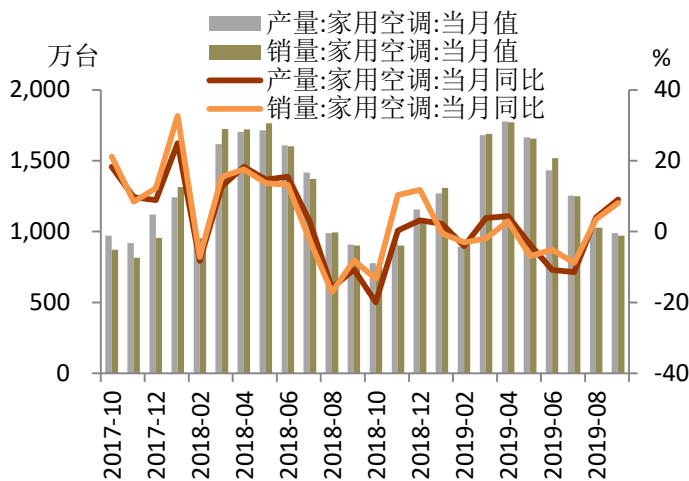


图表 23 房地产开发投资增速变化

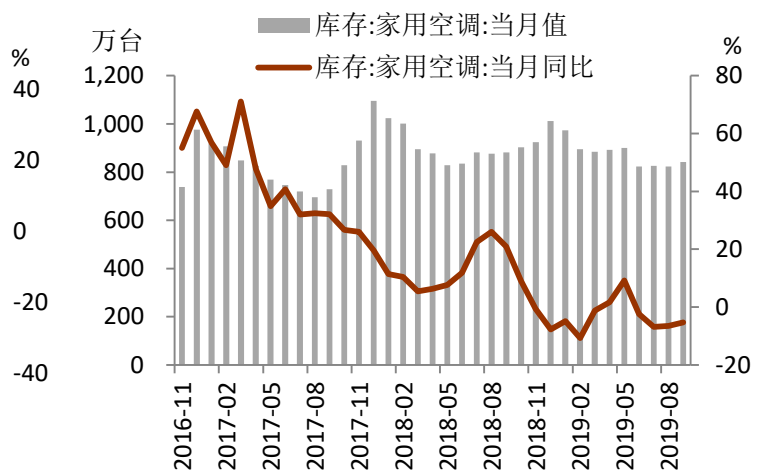


资料来源: Wind, 铜冠金源期

图表 24 家用空调产量增速变化

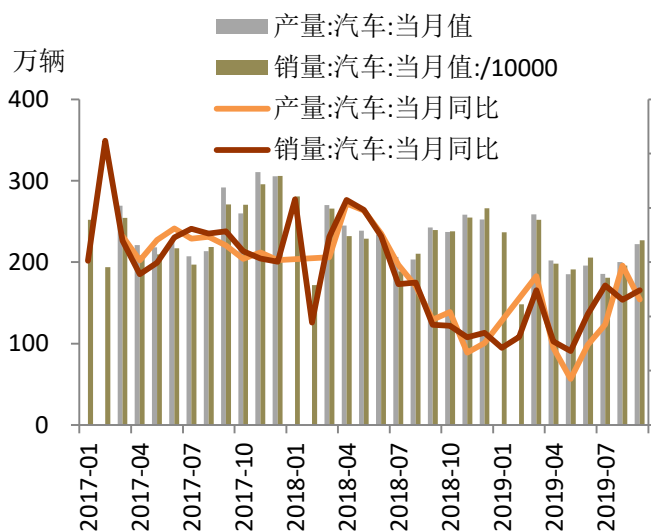


图表 25 家用空调库存变化

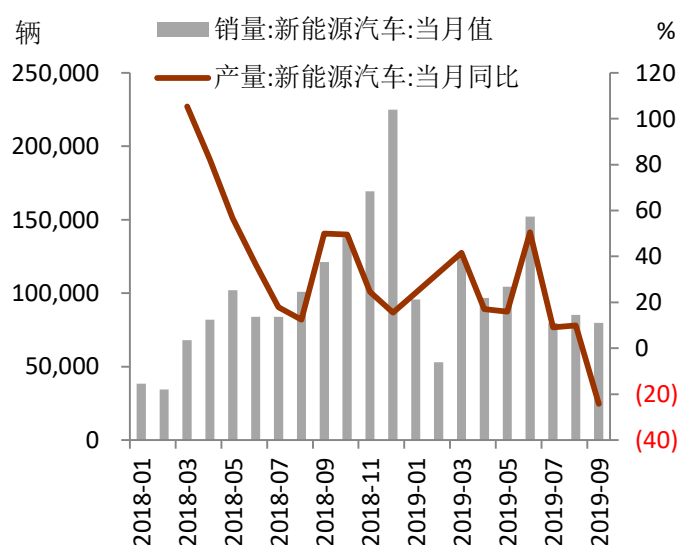


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

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，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。随着美联储年内的第三次降息之后，以及超预期的 GDP 增速和非农就业数据，均意味着短期内联储将保持耐心和观望，市场对于年底美联储第四次降息的概率就大幅下降了。国内方面，国内经济继续显现短期回温迹象，但是下行依然有压力。近期信贷社融连续超预期，结合中观行业数据情况，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。

基本面来看，从全球主要铜矿企业公布的三季度报告来看，全球铜矿供应处在增长之中，特别是第一量子的巴拿马项目起到了重要的贡献。中国四季度的 TC 底价敲定在 66 美元/吨，较上一季度上涨 20%。但是智利的动乱事件，让市场对于铜矿供应仍有一定担忧，安托法加斯塔已经宣布影响了 1 万吨产量，不排除未来这个数字会继续扩大。精铜方面，未来国内精铜产量在新增产能投产的助推之下，仍将维持在高位，但要关注废铜和阳极铜供应受限带来的产量不及预期。特别是废铜的四季度批文大幅下降之后，未来国内废铜供应将会十分紧张。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，但是部分行业环比有望持续回暖。特别是要关注房地产竣工数据的拐点已现，对于整体铜需求将产生支撑作用。

整体来看，虽然全球经济基本面依然状况不佳，但是随着中美贸易谈判取得进展，以及美联储持续加息之后，宏观风险大幅下降。供需方面，铜矿供应正在逐渐回归，但依然有隐忧；废铜进口受限将影响未来国内整体供应情况，同时下游需求环比继续回升，我们继续持乐观预期。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 46500-48500 元/吨。

风险点：全球经济复苏弱于预期；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。